

中国金融体系改革的次序选择

■ 西班牙对外银行研究部

内容提要：自金融危机以来，中国金融改革经历了一段时间的停滞，现在又开始恢复动力。近期的自由化措施旨在缓解金融抑制、带动经济发展和保持金融稳定。推动自由化的部分措施已经生效。有限的利率自由化已经令银行提升存款利率以吸引存款，而人民币日交易区间的加大也已使得货币灵活性增强。然而，温州和北海的试验性金融改革仍然进展缓慢。预期金融自由化将会继续，因此中国政府应充分考虑到改革顺序的重要性。我们认为，中国应该依照惯例优先放开国内金融体系，然后是汇率改革和资本账户开放。不过，欧美经济的某些尾端风险或将阻碍改革进程。金融自由化虽然可能会给银行业的净息差和总体利润带来压力，但同时也会给零售银行、投资银行等业务带来新的商机。

关键词：中国 金融自由化 改革次序 银行业

中图分类号：F830 **文献标识码：**B **文章编号：**1006-1770(2013)01-011-03

引言

作为2011年公布的五年计划的子计划，中国政府于2012年9月17日宣布了对金融部门的第十二个五年计划。该计划由五大政府机构：中国人民银行、银监会、证监会、保监会和外管局联合制定。

计划旨在通过逐渐废除利率控制、开放资本账户、鼓励金融创新和强化金融监管框架来推进金融自由化。但对何时达成上述目标却没有一个具体的时间表。该计划的亮点在于设定了两个量化目标：一是金融行业的附加值占GDP的比重达到5.5%（过去10年是4.4%），二是到2015年底，直接融资（发行股票和债券）达到“社会融资总量”的15%（2006—2010年间的平均水平为11%）。

在2012年11月份刚刚结束的十八大会议上，中国的新一届领导班子设定了大胆目标，要在2011—2020年实现GDP和居民收入翻一番，并强调了继续进行金融改革的决心。

一、金融抑制：可持续增长的阻力

尽管近年来中国经济增长强劲，但其金融部门始终充满各种金融抑制，包括：民间资本进入银行业的门槛太高；控制利率以保证银行利润率；国内债券和股票市场未充分发展；货币

自由度仍然有限，缺乏资本账户可兑换性。这样的金融抑制不仅阻碍资本的有效配置，还会影响金融稳定性。

令人欣慰的是，有关当局在公布新的五年计划之前就已经开始加快金融改革的步伐。针对金融抑制的一批政策已经于2012年11月开始执行。虽然其中有许多提议是基于之前已经出台的政策，但在利率自由化和汇率体制的变化方面仍然有所突破。

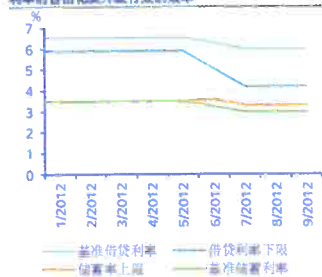
二、加强利率和汇率的灵活性

新一轮金融自由化的核心在于推动利率和汇率改革以及在温州的试点（鼓励民间资本进入银行业；部分放宽对资本账户的限制，允许民间海外投资）。

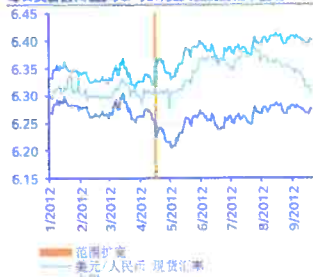
不过，当局对推进这些自由化措施的态度较为谨慎。自2012年7月份开始，已允许各大银行向借款人提供贷款基准利率30%的折扣（之前是10%），向储户提供存款基准利率10%的溢价（之前不允许有溢价）（见图1）。每日汇率浮动区间的扩大也逐步实施，最近的一次发生在4月份，由 $\pm 0.5\%$ 提升到 $\pm 1\%$ （见图2）。在较为敏感的领域，如银行业向民间资本开放以及放宽资本账户限制，当局选择在温州和前海进行试点。

到目前为止，这些改革的效果究竟如何？人民币每日交易区间的扩大增加了对美元的双向波动。利率方面，宣布加强灵

活性使得议价能力相对较弱的中小型银行可以充分利用10%的溢价空间吸引存款，大型国有银行也在一定程度上提升了存款率。不过，银行提供的贷款利率仍然维持在基准利率的水平。另一方面，据报道在深圳和前海的试点项目所取得的真正的进展落后于时间表，至少有部分原因是当地政府官员的谨慎态度。

图1
利率的自由化提升银行业的效率

来源: Bloomberg 和 BBVA Research

图2
每日交易区间扩大，允许更大程度的汇率波动

来源: CIBC 和 BBVA Research

三、风险虽大，但是可以控制

这一轮的金融自由化是多方面的。包括了银行所有权，利率，汇率制度，资本帐户和国内债券市场的改革。管理层展现出在多方面同时进行改革的意向，这将会成为更为全面改革的催化剂。当自由化的力度进入更为深入的阶段时，顺序及程序将变得非常重要。这是避免由于不妥善的改革顺序而引致隐患的重要因素（例如1980年代拉丁美洲债务危机）。

在关于金融自由化的文献里，传统观点指出国内自由化应该先于对外自由化。在对外自由化过程中，汇率制度的自由化应该先于资本帐户的自由化。不然，一个不成熟的资本帐户开放过程会导致波动大且不稳定的资本流动，令本国本来脆弱的金融部门更加恶化。

就算最近实施的非常谨慎的试点计划也伴随着风险。由于金融交易通常都是通过电子系统完成，跨境的投机活动很难被控制。因此试点区域会吸引全国的资本流入，以寻求由自由化措施带来的更高回报率，这同样会给地方区域的金融市场带来混乱。在这一点上，政府需要订立法规使试点区域免受投机资本的干扰。

另一个与正在进行的金融自由化有关的风险是中小企业融资渠道的拓宽。当经济减速时，中小企业比任何时候都更容易受到冲击，一些新型的以中小企业资产作为抵押的金融产品呈现出风险。

总体来讲，这一轮的金融自由化虽然存在风险但是在控制

之下。但是当改革更为深入时，风险一定会更大且更为复杂。权力机构应更为关注这些潜在风险以及采用系统的方法推进改革。只有这样，整个金融部门的稳定性才不会受到改革政策的影响而处于风险之中。

四、金融体系改革的次序是关键

虽然在5年计划中没有关于金融部门改革的确切时间表，我们预计与之前一段时间相比（在2008—2009金融危机时和之后的时间）改革进程会加速。在2013年3月，新一届党和国家领导人接管权利之后，新一轮加速很可能开始。改革可能会集中在几个方面：分散银行的所有权、利率自由化、增强法规框架、开放资本帐户和进一步的人民币国际化。

现在自由化已经到了关键阶段，大部分简单的改革已经完成。在下个阶段，政策的顺序变得至关重要。如上文所述，为使风险降到最低，本国金融体系的自由化要先于利率制度的改革和资本帐户的开放以及人民币国际化。只有中国本国资本市场具有充足的流动性和深度，不然考虑到美元、欧元和日元的庞大规模人民币不太可能成为国际性的货币。

（一）取消利率管制并使竞争环境更平等

国内银行自由化的关键是取消利率管制以及加强市场竞争。因为借贷利率的下限现在并没有约束力，借贷利率的自由化应该较容易实现，成为利率自由化的第一步。乐观来看，未来几年内这就会发生。

另一方面，储蓄利率的自由化更加具有挑战性，在现阶段的5年计划即2015年之前都较难实现。不过我们仍然预计在未来几年储蓄率的灵活性相比现在会更放开。与放开储蓄利率的管制相对应，需要实行全国性的存款保障计划以应对银行在储蓄率上竞争而带来的负面后果。存款保险的设立已经在计划中开始进行，如果进展顺利，在3年之内就可以实现。

与之平行的是国内大型国有银行的垄断地位应该被打破，允许更多私人资本和外国银行进入信贷市场，特别是那些以中小企业和住户为主要潜在客户的。这会使所有金融机构的竞争环境变得更平等。这些措施不仅可以促进被外国不确定性环绕的本国经济，还可以对中国经济结构再平衡，提振本国需求和可持续发展做出贡献。这些措施预计在未来5年稳步推行。

在5年计划中，决策层计划大力发展证券及债券市场，为存款提供更多的投资选择。为实现这一目标，可以允许地方政府和民营企业发行债券从而加大市场深度和提高流动性。统一

之前分散的银行间债券市场，开放一个债券交易市场并允许国外投资者进入。

（二）浮动汇率是资本账户开放的前提

固定汇率的改革应该在资本账户开放前完成。现阶段的全球经济放缓给予中国一个良好的契机以提高人民币的浮动范围而不会导致大幅度的升值和削弱庞大出口部门的竞争力。我们预计决策层会在未来几年扩大人民币的每日浮动区间。虽然外部环境充满不确定性，在2015年前人民币汇率完全浮动并不是胡乱的推测。

资本账户的开放应该是金融自由化的最后一步。决策层在逐步增加跨境资本流动项目的额度，例如QFII（合格境外机构投资者）、QDII（合格境内机构投资者）、RMB-QFII（人民币合格境外机构投资者）和RMB-QDII（人民币合格境内机构投资者）。不过在2015年之前不太可能实现完全的兑换性。

以上预测是建立在下个5年内没有尾部风险变成现实的假设上，也即是欧洲债务危机的显著恶化以及美国经济陡然下降。也即是说如果像国内经济硬着陆或者外部不稳定加剧等负面情况出现，改革进程会被暂停。

五、中国银行业的机遇

基于在5年计划中对金融部门实行各项改革的先后次序和在第十八次代表大会中提出的新增长目标，我们可以发现银行业在改革过程中的商业契机。首先，这个计划强调了金融部门在调整经济结构和经济再平衡并促进国内需求（特别是国内消费，见图3）中的重要作用。另外，使GDP和居民收入在2020年翻番的目标如果成功实现将为中国增加2亿-3亿的中产阶级（年收入高于1万美元，2010年）。这是对擅长零售业务的银行的利好消息。同时这为非银行金融机构（例如消费金融公司和汽车金融代理商）打通了高速发展的道路。经济快速发展伴随着居民变得更为富有，进而为财富管理和养老金创造了巨大机遇。

第二，当利率控制被取消时，银行的融资成本会显著升高。这可以驱使它们把贷款业务中心转移至中小企业和居民，从而获得更高的收益率，虽然同时要承受更高风险。那些已有这方面业务经验的银行最为收益。不过，银行会面临来自于精通电子商务网上交易平台公司的激烈竞争。

图3 虽然提升消费需要时间，但其为银行提供众多机遇

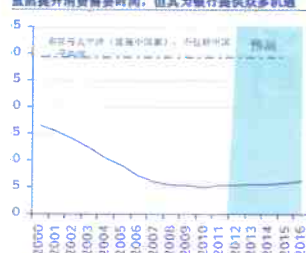


图3 GDP百分比 东亚和太平洋（发展中）地区，不包括中国，平均
来源: CEIC 和 BVA Research

图4 债券融资的比例已经上升



图4 债券融资的比例已经上升
来源: CEIC 和 BVA Research

第三，提升直接融资比例的目标（计划中规定15%以上的社会融资总量）会大幅推动投资银行业务（图4）。同时，这也会使一大部分银行的大型企业客户转向债券市场。此外，扩大证券及债券市场（发展直接融资的结果）令银行可以提供更丰富的零售银行产品给客户。

最后，虽然此项计划没有涉及到外资金融机构（除了开放保险市场），资本账户的自由化和人民币的国际化仍然会给大型外资金融机构带来蓬勃商机。此项计划的目的在于国内及国际金融市场的双边开放并为中国对外直接投资创造便利条件。同样的，外资银行也可以帮助其国际客户进入中国资本市场。此外，外资银行同样可以参与中国对外直接投资的融资和提供其他形式的金融服务例如财务咨询。

附表：2012年中国实施的金融自由化改革措施

改革	时间	部门	关键点
城市金融综合化	2012年3月	国务院	允许私人投资者投资公司式运作，提高金融综合化程度，鼓励市民投资资产于金融理财产品
扩大汇率浮动幅度	2012年4月	人民银行	人民币兑美元汇率每日浮动区间从±0.5%扩大到±1%，人民币汇率浮动区间扩大
扩大QFII额度	2012年4月	证监会	增加合格境外机构投资者额度从200亿美元增加到400亿美元
场外交易市场（OTC）	2012年4月	证监会	创建主要面向中小企业场外交易市场，鼓励中小企业融资，特别是高科技企业
利率市场化	2012年6月	国务院	鼓励银行在存款利率市场化，同时降低人民币存款
中小企业债券市场	2012年6月	证监会	为中小企业提供直接融资渠道，鼓励中小企业融资
放宽房地产融资	2012年6月/7月	人民银行	允许15%的利率上浮和30%的利率下调
扩大RMB-QFII额度	2012年12月	人民银行、证监会、外汇管理局	增加人民币合格境外投资者的额度从700亿到2700亿

来源: BVA Research

作者简介：

西班牙对外银行研究部 BBVA RESEARCH

夏乐 西班牙对外银行研究部高级经济师

史蒂芬·施沃茨(Stephen Schwartz) 西班牙对外银行研究部亚洲首席经济师

艾西亚 (Alicia Garcia Herrero) 西班牙对外银行研究部新兴市场首席经济师