

金融时代之金改篇

金融体制改革 金融强国的必经之路

记者 王红英 成都报道

1979 年以前,中国实行计划管理的“大一统”金融体制。1979 年 10 月,中国金融体制改革正式启动。30 多年来,改革的巨大成就体现在,从整体上突破了传统的计划金融体制模式,基本建立起一个符合现代市场经济要求的市场金融体制模式。

十八大报告指出,要“健全现代市场体系,加快改革财税体制,深化金融体制改革,完善金融监管,推进金融创新,维护金融稳定。”这为我国金融体制改革的进一步深化指明了方向并确定了改革的基调。

金改为经济发展所需

近年来,我国金融领域进行了很多卓有成效的改革,取得了举世瞩目的巨大成就。但是,相对于中国经济发展整体需要而言,金融体系的改革仍还需要完善。

2012 年 3 月 28 日,国务院决定设立温州市金融综合改革试验区。

温州市金融综合改革试验区确定了 12 项主要任务。主要任务涉及三个方面:深化制度变革与创新,允许金融体制和机制创新,为全国提供经验;加强完善对实体经济的金融支持,从根本上化解民间资本投资难、中小企业融资难的资金供求矛盾;加强金融监管,防范金融风险,保护债权人利益。

温州金融改革试验区将使民间资本运行更加透明,同时将民间金融活动纳入市场经济条件下的监管,使其合乎规范,降低风险。

从中国经济改革角度看,温州金融改革具有先行特点,其不仅关乎区域金融开放步伐和中小企业融资制度变革,更关乎金融自由化进程和路径选择。

众所周知,温州是中国民营经济发祥地,民间资金充裕,民间金融活跃。开展金融综合改革,切实解决温州经济发展存在的突出问题,引导民间融资规范发展,提升金融服务实体经济的能力,温州金融综合改革试点具有标杆意义。

“正如当年的‘温州模式’代表了我国民营经济的发轫,如今的温州问题则代表着我国民营经济将向何处去,中小企业该

如何突破金融体制的瓶颈?民间资本该投放何处?这个问题,只有通过金融体制改革来解决。”温州的企业老板纷纷赞扬温州试点改革。

在这个问题上,温州不是个特例,而是个典型,是个范本。不仅如此,在温州金融综合改革试验区获批之后,全国不少地区也纷纷开始探索金融改革,其中以天津、深圳、上海的举动最令市场关注。

2012 年 4 月 12 日,深圳市政府常务会议讨论通过《关于加强和改善金融服务支持实体经济发展的若干意见》(下称《意见》),提及包括深港银行人民币跨境贷款等在内的多项金融创新,引发市场热议。

从温州金融改革试验区获批,到其它地区纷纷开始探索金融改革,看到中国国内金融体制改革开始发力。此次改革是一个系统工程,其根本目标在于推动中国经济纷纷转型,向更高形态的“金融型国家”迈进。

有分析人士称,无论哪个地方作为试验区,都将依据自身优势及国家的政策定位,踏上新一轮的金融改革之路,以带动当地及全国经济健康、平稳发展。

金改为经济结构所推动

“改革开放前 30 年,制造业发展特别快;但是未来 30 年,服务业将会成为主要的发展态势,其中金融业的增长将更快。”国际投融资家联合会高层曾表示。

金融业增长的加快必须导致金融体制改革。金融机构作为联系实体经济与资本市场的纽带,对于社会资源的合理配置起着至关重要的作用,发展强大高效的金融产业、完善功能健全的资本市场已势在必行。

一方面,改革开放后,随着我国经济实力不断壮大,我国经济结构发生了巨大的变化。国有资本比重逐渐下降,民营资本比重逐年上升;新技术和先进的适用技术改造了传统产业,推进了工业化进程;第三产业发展迅速,在国民经济中所占的比重不断上升;乡镇企业异军突起,发展壮大;产业结构以传统的劳动密集型产业为主转向以资本技术密集型为主;农业和农村结构



发较大变化等等。

另一方面,目前我国通过资本市场进行直接融资的比例还不足 10%。中小企业、民营企业、尤其是市场前景不明的高科技企业,很难及时获得有效的资金支持。

这些国情的变化都将加速金融体制改革的步伐。2012 年发轫于温州、深圳等地的金融改革仅仅只是开始。在经济转型过程中,金融改革正加速前行,向着国际化、法制化、资本多元化大步前进。

金改的顶层制度设计

2012 年 9 月 17 日,央行、银监会、证监会、保监会、外汇局共同发布了《金融业发展和改革“十二五”规划》(下称《规划》),其中诸多趋势性指引,令各方关注。

《规划》提出要深化金融体制改革。包括构建逆周期的金融宏观审慎管理制度框架。稳步推进利率市场化改革,完善以市场供求为基础的有管理的浮动汇率制度,改进外汇储备经营管理,逐步实现人民币资本项目可兑换。加强金融监管协调,建立健全系统性金融风险预防预警体系和处置机制。参与国际金融准则新一轮修订,提升我国金融业稳健标准。建立存款保险制度。深化政策性银行体制改革。健全国有金融资产管理体制。完善地方政府金融管理体制。

《规划》从完善金融调控、优化组织体系、规划金融市场、深化金融改革、扩大对外开放、维护金融稳定、加强基础设施建设等七个方面,明确了“十二五”时期金融业发展和改革的重点任务。

《规划》重点涉及利率市场化、汇率市场化、人民币国际化、资本项目开放等改革内容;亦包含间接融资和直接融资等金融结构调整;在宏观审慎及微观金融监管方面,还论及构建宏观审慎管理政策框架等问题。

一位参与规划起草的央行权威人士表示,《规划》在理念上更加突出市场化的方向,强调加强金融对实体经济的支持力度。比如,《规划》提出了金融结构的调整,一方面是要调整直接融资和间接融资的比例,提升直接融资占比;另一方面是要调整金融机构组织体系,即打造多层次的金融结构,增加微小型金融及农村金融机构。此外,调控方式也要向市场化手段倾斜。

金改坚持服务实体经济

实行金融体制改革以来,中国经济发展取得了长足进步,展望未来,金融改革引领经济转型将成为经济发展的主旋律。

2012 年 1 月初,全国金融工作会议,特别突出“坚持金融服务实体经济的本质要求”。在随后的银行业监管工作会议上,银

监会主席尚福林指出,银行监管工作应当紧紧抓住实体经济这个基石,紧紧抓住转变发展方式这个主线。

央行高层也曾做类似表述。自 2008 年金融危机以来,随着国际金融危机和国际监管趋势的变化,我国金融业特别是银行业,必须回归实体经济。

实体经济是社会生产力的集中体现,是创造社会财富、保障和改善民生的物质基础。国际金融危机爆发以来,世界各国对过快发展虚拟经济进行了反思,重新对实体经济发展予以高度重视。

第四次全国金融工作会议明确指出,金融发展的根基是实体经济,离开了实体经济,金融就会成为无源之水、无本之木。

在“十二五”发展的关键时期,中央针对我国个别地方和领域社会资本由实业转向投机市场、以钱炒钱、虚拟经济膨胀的现象,突出强调金融业必须牢固树立服务实体经济的指导思想,进一步凸显了金融服务的本质宗旨和主要对象,为我国当前的金融工作指明了方向。

而当前中国经济转型的方向较为清晰,即促使经济增长由主要依靠投资和出口拉动向消费与投资、内需与外需协调拉动转变,增强产业创新和竞争力,提升效率,集约化发展。

金融体系作为配置资金资源的核心环节,应当在推动经济转型过程中发挥关键性作用。目前,中国主流的银行信贷市场这种融资形式所要求的是相对稳定的、可以评估的现金流和偿还能力,以及相对较低的风险。

据了解,奠定金融支持实体经济发展与转型长效机制的主要路径有:一是推动利率和汇率市场化改革,让市场化的价格引导资金配置的方向;二是加快建设多层次的金融市场,多样化融资手段,逐步改变贷款融资占据主导地位的金融市场;三是丰富金融机构体系,大力发展与中小企业相匹配的小微金融机构。

放眼未来,中国金融改革的发展,围绕如何服务和促进中国经济转型的大格局,进一步推动工业化、城镇化和农业现代化的发展,同时围绕居民资产配置需求多元化和人口老龄化的现实做好变革,是下一步中国金融改革面临的重大课题。

金融时代之资本市场篇

中国证券市场迈向国际化

记者 秦小华 成都报道

融资需求旺盛

证券市场,本质上是直接融资的场所,它作为金融业发展和存在的一个具体形式,是金融业促进经济增长的功能补充。

沪深交易所发布的市值数据显示,截至 4 月 18 日下午收盘后,沪深两市 A、B 股总市值达 23.57 万亿,其中,上交所总市值 15.80 万亿元,深交所总市值 7.77 万亿元。

A 股对经济的推动作用,主要表现在,为健康发展急需大量资金支持的企业,提供融资渠道,降低间接融资的成本。

公开数据显示,2012 年,沪深股市的融资总额为 4263.9 亿元,较去年全年的 7019.22 亿元,下降 2755.32 亿元,降幅为 39.25%。其中,新股首发募资总额为 995.05 亿元,较去年下降 1724.97 亿元或 63.42%;增发募资 3147.84 亿元,下降 729.94 亿元或 18.81%;配股募资 121.12 亿元,下降 320.96 亿元或 71.32%。

很明显的是,随着 A 股的持续下跌,证券市场的融资功能受到损害,但难于掩盖企业融资需求的异常旺盛。

中国证监会,4 月 3 日披露的 IPO 申报企业信息表显示,IPO 共有 724 家在审企业,其中 81 家已通过发审会,占比 11.1%。在市场板块分布上,上交所、深交所中小板及创业板排队企业分别有 169、318 和 237 家。

如此巨量的融资需求,与不得不暂停的 IPO 形成巨大反差。统计资料显示,A 股历史,总计下跌 IPO 暂停,每次均出现在 A 股恐慌性下跌过程中。

据统计,最近一次 IPO 暂停从 2012 年 11 月 16 日开始至今已近五个月。另外七次暂停分别是,2008 年 12 月 6 日~2009 年 6 月 29 日,空窗期八个月;2005 年 5 月 25 日~2006 年 6 月 2 日,空窗期一年;2004 年 8 月 26 日~2005 年 1 月 23 日,空窗期五个月;2001 年 7 月 31 日~2011 年 11 月 2 日,空窗期三个月;1995 年 7 月 5 日~1996 年 1 月 3

日,空窗期六个月;1995 年 1 月 19 日~1995 年 6 月 9 日,空窗期五个月;1994 年 7 月 21 日~1994 年 12 月 7 日,空窗期五个月。

截至目前,IPO 累计暂停时间为 49 个月,上海证券交所自 1990 年 12 月开始交易以来,至今已 269 个月。IPO 暂停时间占全部交易时间的 18.22%。这个数字反过来解释,在全部交易时间里,市场有 80.78%的时间,都在进行 IPO。

IPO 暂停的原因很复杂。市场人士大多赞同的是,IPO 扩容过快,导致市场股票供给增多,在三高发行的不科学制度下,增加的股票供给进而促使市场估值整体回落。不过,这也从另外一个侧面印证,作为新兴资本市场的 A 股,对资金缺口的巨大需求。

开放证券市场

要缓解融资渠道不通畅与资金缺口的矛盾,一方面是增加融资渠道,另外一方面是提高 A 股的吸引力,吸引海外增量资金进入。前者,增加融资渠道,自然包括鼓励 and 促进国内企业海外上市。而后者,很明显的是,要吸引海外增量资金进来,A 股必须面临国际化和全球化的变革,与国际资本接轨。

迈向国际化的全球,意味着中国证券市场开放程度将越来越高。这也是金融时代对证券市场的判断标志之一和发展要求。而目前,证券市场开放面临制度壁垒。在我国加入世界贸易组织(WTO)时,证券市场开放,被证监会解释为资本项目开放,与证券业开放截然不同。不过,外资参与我国证券市场投资积极性非常高。

不可否认的是,自加入世界贸易组织以来,我国的证券业开放程度已越来越高。依照入世约定,外资参股中国证券业的比例已上升至 49%。

目前的现状是,在增加证券市场开放度方面,管理层处于两面为难的境地。一方面,

管理层希望为证券市场引入海外增量资金,另一方面,又害怕大量涌入的热钱带给中国经济巨大的冲击伤害。管理层在权衡利弊中,小心谨慎地增加着证券市场的开放。

中国证监会 2013 年 3 月正式宣布,将扩大 RQFII 试点机构,允许境内商业银行、保险公司等中国香港子公司,或注册地及主要经营地在香港地区的金融机构参与试点,同时进一步放宽投资范围限制。

有消息显示,外管局将最快于 4 月底,启动新一轮 2000 亿人民币 RQFII (人民币合格境外投资者),为市场注入流动性。

从美、英、日等发达成熟证券市场来看,证券市场开放度越高,市场容纳和吸引全球资金的能力就越大,市场交投就越积极,而且资源发现和纠正价格的偏离能力、配置资源的效率也就越高。

必须强调的是,中国的证券市场走向国际化,将是一种必然,也是经济发展的根本要求。与国际接轨的关键问题,不是要不要接轨的问题,而是时间早与晚的问题。

提高证券化率

资本市场发展程度很高,直接融资占据相当大的比例,是进入金融时代的判断标志之一。衡量资本市场,尤其是股票市场,最常用的指标是证券化率。

证券化率是一个国家股票市值与国内生产总值(GDP)的比值。证券化率是衡量股票市场发展程度的重要指标。证券化率越高,意味着一个国家的虚拟经济越发达,规模越大,证券市场的地位就越高。

由于历史的原因,我国的证券市场起步较晚,证券化率不但低于发达资本主义国家,而且低于一些发展中国家。

统计资料显示,2006 年~2012 年,除 2007 年外,我国证券市场的证券化率普遍不高,七年均值为 63.90%。由于 2007 年全球经

济过热,资产泡沫拉动证券市值上涨,变相地抬高了七年均值。如果去掉 2007 年的异常情况,六年证券化率均值为 52.48%。

当然,证券化率仅仅只是一个数字比值,并不代表与经济发展水平必然的正比关系。在比较国与国之间的证券化率高低时,应考虑金融体制、经济政策等影响因素。

资料显示,2011 年底,美国证券化率为 110.5%,而中国仅为 45.51%。中美差异主要表现在,美国是(证券)市场主导型的金融体系,中国是银行主导型的金融体系。美国的企业融资主要依靠证券市场,中国主要依赖银行信贷。美国的银行业总资产只有 11 万亿美元(按 1:6.40 比例折算约 70.4 万亿人民币),中国已突破 110 万亿人民币。

提高我国证券市场的证券化率,是吸引国际资本流向我国证券市场的重要量化指标。高的证券化率,意味着高的流动性、优秀的赚钱效应,是投资者对成熟而发达的证券市场积极而正面的肯定评价。

不可否认的是,短期来看,我国证券市场不具备金融时代中,高证券化率的特点,但旺盛的融资需求,以及经济发展的推动,会倒逼我国证券市场迈向国际化,与国际资本接轨。

迈向国际化

不过,极低的证券化率,阻挡不了 A 股的全球化扩张步伐。最近几年来,随着 A 股 IPO 不断扩容,A 股在全球股票市场中的市值排名通常名列前茅。世界交易所联合会 2012 年 11 月的最新排名显示,中国大陆资本市场股票市值在全球排名第三,亚洲排名第一。

4 月 19 日,中国证监会证实,正推进 A 股纳入国际基准利率。证监会新闻发言人表示,证监会此前与包括 MSCI 在内的国外指数制定公司进行交流,讨论 A 股纳入国外指

数问题。但目前仍存在外汇管制,财税事宜等需要进一步讨论。

据了解,MSCI 中国指数(MSCI China Index)是由摩根斯坦利国际资本公司(MSCI)编制的跟踪中国概念股票表现的指数。它由一系列国家指数、综合指数,境内以及非境内指数组成,主要针对中国市场上的国际和境内投资者,包括 QDII 和 QFII 牌照持有人。

尽管有专业人士指出,推进 A 股纳入 MSCI,是一个逐步推进的过程,不会一蹴而就,还需要相应的审批以及外汇政策的放开相配合,但是,不能抹杀的是,这是 A 股迈向全球化市场,A 股的国际化进程越来越远。

事实上,在大宗交易期货市场上,无论是有色金属、工业品、农产品,均早已跟国际化接轨,国内外大宗交易商品的价格联动越来越紧密,不同的只是定价单位和交易规则而已。来自全球的资金,逐日交叉影响着国内与国际市场。

事实上,在全球经济一体化趋势下,很难有从一而终的不受影响的证券市场,不管这个市场是否足够的开放,是否足够的被保护。因为,信息的快速传导,资本全球自由流动、投资者心理交互影响的时间周期越来越短,市场做出反应的效率越来越快。

最典型的是事例是,4 月 12 日、15 日,伦敦金暴跌,沪金价 15 日、16 日联袂大幅度下跌,沪金 9999 在 15 日更是创下单日下跌 13.21%的记录。相同的情况,还表现在有色金属品种方面,一跌皆跌,一升皆升。

也许,正是由于证券市场开放程度不高,A 股与全球股市的涨跌联动性并不是那么明显,体现出独立特性的特征。但是,随着 A 股走向国际化,逐渐以开放和包容的态度,跟国际化接轨,A 股早晚会与成熟股票市场的走势保持一致。这不但是证券市场自身发展的必然趋势,更是经济全球化、一体化进程的推动使然。