



中国金融改革的市场化进程前瞻

上海交通大学上海高级金融学院教授 钱 军

【摘要】“十三五”时期是中国经济发展的关键时期，也是金融改革发展的重要阶段。当前金融支持实体经济的效率亟待提高，金融风险不断暴露，并非是金融发展过度所致，而是由于中国金融体系的市场化程度还远远不够。具体来看，我国的金融体系主要存在中介机制传导不畅、缺乏多元化长期投资产品以及刚性兑付未破这三大痼疾。要解决这三大痼疾，关键在于继续推进市场化改革的进程，真正实现股市、债市和汇率的市场化。因此，“十三五”时期金融改革的核心要义，就是坚持市场化改革的方向不动摇，让多层次的资本市场真正在社会资源配置中起到决定性作用。

【关键词】“十三五”时期 金融改革 市场化

【中图分类号】F279.2 **【文献标识码】**A

【DOI】10.16619/j.cnki.rmltxsqy.2016.11.005

金融体系的市场化进程意义重大

2016年伊始，中国A股市场继续下挫，成为国际资本市场联动下跌的重要肇因，熔断机制短暂面世4天后被“熔断”，人民币汇率也遭遇“8·11”汇改以来的最大波动。波动性似乎是2016年金融体系的关键词。2016年也是中国“十三五”规划的开局之年，未来五年是中国经济发展的关键时期。经济金融的走向，关系到中国的经济转型能否成功，也事关中国能否跨越中等收入陷阱。十二届全国人大四次会议通过了《十三五规划纲要》，明确提出了“十三五”时期我国金融改革发展的具体任务，指明了下一阶段中国金融改革与发展的方向。

金融是现代经济的命脉，金融资源是现代经济的核心资源。中国经济要想爬坡过坎，金融服务实体经济的覆盖面和力度必须进一步加大，效率必须进一步提升，也必须防止发生系统性的金融风险。目前，按照国务院的部署，央行也正在会同有关部门研究制定金融“十三五”专项规划。十八届三中全会通过的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》指出，市场要在

钱军，上海交通大学上海高级金融学院教授、中国金融研究院副院长。研究方向为中国金融体制和经济发展、新兴市场和国际金融。主要著作有《谈中国巨大的经济变迁》《作为新兴的金融市场：中国面临的机遇与挑战》等。

资源配置中起决定性作用。笔者认为，当前金融支持实体经济的效率亟待进一步提高。地区性和局部金融风险的不不断暴露，并非是金融发展过度所致，而是由于中国金融体系的市场化程度还远远不够。

“十三五”时期金融改革的核心要义，就是坚持市场化改革的方向不动摇，让多层次的资本市场真正在社会资源配置中起到决定性作用。当前全球经济复苏乏力，很多新兴市场依旧低迷，中国经济还面临较大的下行压力。金融市场的波动持续，防风险的任务不可谓不艰巨。但我们不可因噎废食，改革的步伐不能停滞不前，更不能倒退。我们应在波动中仍然咬定市场化改革不放松。

当前金融体系的三大痼疾

金融中介传导机制不畅。截至2015年底，中国广义货币（M2）余额139.23万亿元，M2与GDP的比值超过了205%。这个数值在国际上处于较高的水平，市面上的流动性不可谓不多。央行在2014年11月开启降息周期，此后多次降准降息，并辅以旨在提供“正向激励”的定向降准，金融机构一年期贷款基准利率已由6%下调至目前的4.35%。企业从正规金融机构获得贷款的融资成本有所降低，但降幅并不显著。据《2016年第一季度中国货币政策执行报告》，截至3月底，非金融企业及其他部门贷款加权平均利率为5.30%，比去年年底环比上升了0.03个百分点。

与此同时，广大中小企业融资难、融资贵的问题几乎没有得到解决，大量代表中国经济

未来发展方向、潜在回报率较高的公司依旧借贷无门。大量中小企业由于没有足够的可抵押资产不能从银行体系借款也不能发债，并且由于上市机制的问题被挡在股市之外，只能从民间借贷市场或互联网金融平台融资，而这些融资平台的成本非常高，资金的期限也很短。一个不尽全面、但能从侧面反映问题的数据是，温州地区民间融资综合利率指数长期在18%上下徘徊，而这个名义利率还不包括借贷过程中的各种费用。借贷期多在半年之内，致使总的借贷成本远超当地很多实体企业的投资回报率。

一方面是市面上流动性充裕，另一方面中小企业融资难问题依旧存在，央行货币政策通过金融体系的传导机制仍不畅通。央行降息降准后，尽管银行体系流动性充裕，但商业银行对中小企业的“惜贷”情绪依旧盛行，这就导致许多流动性并未进入实体经济，而是进入了货币市场和（只有大型企业和金融机构参与的）债券市场。货币市场利率大幅下降，债市“牛市”延续了较长时间，然而实体企业的融资成本依旧高企。

事实上，大量流动性并未进入实体经济，而是在追逐短期内预期收益较高的投资板块或产品。换言之，就是在进行短线投机。大量流动性通过场外配资等形式进入股市，这直接催生了2015年上半年的股市泡沫。“首付贷”等形式的融资工具助长了2015年下半年至2016年初一线城市房价的新一轮上涨，以及4月份大宗商品市场价格的涨跌。

金融体系缺乏多元化的长期投资产品。中国居民的投资渠道依旧匮乏，尤其是权益类投



资依旧跳不出房地产和股市。然而，古今中外数百年的实证表明，房市和股市是投机性较强的市场，资产价格波幅较大，在达到规范化发展前并不是长期稳健的投资方式。更准确地说，在市场化、法制化改革到位以前，股市并不适合绝大多数中小投资者进行长期投资。

在美国这样的发达资本市场中，大小投资者会将很大一部分资产配置在债券等固定收益产品中。因为一个多元化的债券市场在正常情况下与股市的关联性不高，可以达到分散风险的目的。但中国的债券市场尚不发达，个人投资者参与的程度较低；股票的指数基金和货币基金等产品在中国尚未真正普及，尽管余额宝面世后货币基金的总量有了几何级的增长；基金定投等长期投资的方式也并未深入人心，投资者教育工作依旧任重道远。此外，我国资本市场基本处于封闭状态，导致国内大部分家庭不能进行全球资产配置。

近年来，从抄底黄金、炒作比特币到网络借贷热潮，甚至出现“蒜你狠”、“姜你军”的现象，“中国大妈”携资金在不同板块左冲右突。有人戏言“dama”已成为英文中的专有金融名词。“中国大妈”现象背后所折射的，正是中国老百姓投资渠道匮乏，民间资本无处安放现状。

刚性兑付未破，投资者风险偏好扭曲。收益与风险永远是相伴的，高收益必然意味着要承担高风险，这是金融学的常识。但中国的投资者，尤其是中小投资者，由于种种原因，普遍相信政府或金融机构会对所有显现的以及潜在的风险兜底，自己只需关注投资收益就可以。在信托或P2P等“类固定收益”产品中，“非

十不可”成为了流行语，收益率在10%以下的产品在很长一段时间内乏人问津。

一旦违约来临，风险暴露，刚性兑付现象仍然存在。近年来公开的案例就有华夏银行“飞单”事件和中融信托违约事件。由于企业和地方政府负债水平居高不下，这类事件有可能只是中国刚兑现象的冰山一角。

金融学的核心，在于风险定价。刚性兑付的后果，是扭曲了全社会的风险偏好和对风险的理性定价，扭曲了投资收益与风险之间的平衡，最终导致资本这一要素不能得到合理的配置。大量资本最终还是流向存在隐性担保的国企和地方政府融资平台，对中小企业的“挤出效应”愈发明显。

刚性兑付更深层次的影响，是整个金融市场对法治和契约精神的漠视。金融产品的合同上即使做了充分的风险提示，写明了风险自担，但一旦发生亏损，有的投资者就会采取静坐、示威等方式表达不满，要求政府或金融机构兜底。收益是自己的，风险是别人的——这就是一些中国投资者的思维逻辑。

在笔者看来，刚性兑付并不能化解风险，只能掩盖和转移风险。金融体系内的潜在风险并不因刚性兑付有所缓解，而是仍在不断积聚，甚至由于低效的软约束主体挤占大量资源，还有可能增加金融体系的总风险。如果危机毫无征兆地爆发，其广度和深度或许会超出我们的承受范围。

坚定市场化改革的方向

要解决中国金融体系的上述三大痼疾，关

键还在于继续推进市场化改革的进程，使市场真正在资源配置中发挥决定性作用。具体而言，笔者拟就股市、债市和汇市三大市场提出改革建议：

股市市场化核心：注册制。改革开放以来，中国经济在大多数年份保持中高速增长，但A股市场自诞生以来却“牛短熊长”。根据笔者的学术论文（Allen, Qian, Shan and Zhu, 2016），A股股市的最大问题是与经济增长脱节。1992~2013年间A股市场的长期收益（3年以上）与长期GDP增长的相关性仅为9.67%（而且相关性系数的p值很高，说明没有任何显著性），远低于几乎所有的主要经济体，如美国的46.3%、日本的65%、德国的84.7%、巴西的43.4%和俄罗斯的74.5%（p值很低，有很强的显著性）。经济“牛”而股市“熊”，这成为困扰很多海外投资者的不解之谜。

股市与经济脱节的直接原因，在于A股的上市公司不能完全代表中国经济，尤其是不能代表中国的新经济。Allen, Qian, Shan and Zhu（2016）基于中国统计年鉴数据分析发现，以净利润占比为例，2000~2014年间，所有上市公司作为一个整体的年度净利润占比在13.7%~35.1%之间，而同期非上市公司的该项指标在64.9%~86.3%之间，两者差距明显。在这15年间，前者在每一年都无一例外地远远落后于后者。而且，非上市公司的净利润增长率以及该增长率与中国GDP增长率之间的相关性也均高于上市公司。这组数据说明，与上市公司相比，中国的非上市公司对经济增长做出了更大的贡献。

按资产回报率（ROA）分析，Allen, Qian, Shan and Zhu（2016）发现，从1998年到2013年的15年间，上市公司的平均资产回报率仅有两年（1999年和2013年）超过行业与资产规模相匹配的非上市公司。所以，在很多行业中，在A股上市的并非是行业的佼佼者。

综上所述，中国经济体中的大部分企业没有能在A股上市，而上市公司总体来说不代表中国经济的发展。在这种情况下，股市是不可能达到合理配置社会资源这一核心目标的。造成这一现象的根本原因，在于有着很高业绩门槛的“审批制”上市机制。在审批制下，企业上市需要满足资产规模和盈利指标的硬门槛，因此能在A股上市的公司大多为成熟行业的大型企业，即使许多产业即将变成夕阳产业或产能过剩行业。而大批处于成长期的新兴行业的企业由于未达到上市门槛，被挡在了A股的大门外。很多全球知名的大企业，例如阿里巴巴、腾讯、百度和京东等代表中国经济转型方向的互联网服务型公司，均选择了海外上市^①。

在证监会“独此一家”的核准制下，上市资源变得相对稀缺，千军万马挤独木桥，由此“激励”许多企业粉饰报表，打肿脸充胖子。企业递交IPO材料时，其业绩达到峰值，上市后净资产回报率大幅跳水，股民损失惨重。同时，上市难也导致上市公司的“壳资源”有着很高的价值，很多ST企业通过不停的资产重组和财务报表造假等手段维持其上市资格，以至于出现偌大A股股市20多年来几乎没有公司退市的现象。

如果股市的上市机制不完备，最优秀的企



业不能登陆资本市场，而经营不善、弄虚作假的公司又不能退市，市场里就没有“优胜劣汰”的机制，这样的股市是不可能发挥其最基本功能即合理配置资源的。同时，这样的上市机制及种种弊端导致很多上市公司没有真正把资源和人力放在长期增长和为股东创造价值上，其结果是绝大多数投资者对公司的长期发展并不关心，他们关心的是与公司基本层面没有密切关联的短期股价的涨跌。如此的恶性循环也是造成A股市场怪象的根本原因。

正因为股市与经济脱节的症结在于上市机制，所以笔者认为，股市市场化的核心在于坚定不移地推进注册制改革。注册制改革的方向不能变，改革的力度不应有任何迟疑，决策者需要制定时间表，并一步一步地往前推进。可以说，注册制一天不实施，A股的沉痾就会一直存在。

注册制，并不像许多市场人士担心的那样是洪水猛兽。注册制尽管降低了IPO的业绩门槛（以此来鼓励新兴行业公司上市），但其核心要义在于信息披露。如果企业的信息披露是真实、准确和完整的，造假成本很高，投资者就会关注企业的基本面，就会去阅读企业的财报，巴菲特所提倡的价值投资就能在A股落地生根。注册制不可能保证没有企业作假，所以，实施后一旦发现企业财务作假，不能将之归咎为注册制本身。笔者非常赞同新任证监会主席刘世余提出的保护投资者利益，严惩各类作假违规行为，提高犯罪成本，严格执行退市制度等措施。这些措施是让股市更加规范化的核心。

在抓住注册制这一牛鼻子的同时，还应该

完善A股的交易机制。在推出类似熔断这类交易制度前，考虑到A股市场已经有个股的涨跌停板以及A股以散户为主、波动性高的特点，其设计、推出和完善应该经过全方面的评估，包括与现有机制关联性的分析，政府、市场和学界都应该参与其中。此外，笔者还认为目前A股上市公司的停牌机制是存在问题的，去年7月千股停牌（过半的公司）的现象就是明证。过多、过长时间的停牌，会严重损害股票交易的价格发现机制，新的市场信息和投资者对这些信息的看法和态度就无法通过交易融入到价格中。而有效的市场中的股价是帮助投资者和企业进行投资和相关决策的重要工具。笔者建议，应提高停牌的门槛，大幅缩短停牌的时间，且在停牌期间应及时地、不间断地进行信息披露^②。

此外，还应大力发展股市的衍生品市场，尤其是个股的期权。衍生品不是“坏孩子”，把去年股市的异常波动性，尤其是股市泡沫破灭后的暴跌归咎于股指期货是犯了低级的错误。国内外的学术研究都表明，衍生品从来都不是股灾的主要推手。做多和做空，都是中性的，都是向市场传递信息。中国需要更多的衍生工具，来帮助投资者（尤其是机构投资者）更好地对冲风险，获取更稳定的收益。当机构投资者的收益长期优于散户时，散户就会把钱交给机构打理，长期困扰A股的投资者结构问题就会迎刃而解。

债市市场化：亟需发展垃圾债市场。美国公司最重要的（长期）融资渠道并非股市或者银行，而是债券市场。美国债券市场的规模远超股市，债券在投资者的资产组合中也占有

相当大的比重。目前，中国债市的品种尚不丰富，相应法规和配套制度还不完善，尤其是对于信用评级不高的中小企业来说，债券市场还不是常规的融资渠道^⑥。

债市主要有三大类品种：国债和政府债（包含地方政府债）、公司债、结构与证券化产品（包含房地产市场的MBS、REITs等产品）。中国的国债市场规模已经不小，但中长期国债的交易还不够活跃。国债收益率（也就是无风险收益率）曲线还需要进一步完善，发挥无风险利率和传导央行政策利率的作用。

国债品种中除了中央政府发行的债券，还包括地方政府债，在美国被称为市政债（muni bonds）。地方政府作为发债主体，与公司一样，接受市场和债权人的监督，接受评级公司的评级，其收入、支出和预算需保持高度透明。一旦违约，上级政府或中央政府不兜底，严格按照法律法规和合同约定，执行破产重组甚至清算。

此前，中国的地方政府的融资方式以融资平台贷款为主。相比之下，市政债是公开透明的金融市场直接融资方式，能准确反映债券发行主体的风险水平并合理定价，市场约束性可以比银行贷款更强。与发行市政债相配套的，还需要改革财税制度，使得事权与支出责任相一致。在土地财政已经难以为继的情况下，需要进一步扩宽地方政府的收入来源，如征收房产税和以消费税为主的增值税。

中国的公司债券市场已经有了长足的进步，大中型企业能够在银行间市场和交易所发债融资。尤其是去年初证监会出台公司债“新政”后，扩大了公司债发行人范围，简化了审

核流程，交易所公司债市场出现井喷。

但笔者想强调的是，大量信用评级不高的中小企业依旧无法通过债券市场融资。在美国，评级在BBB以下（所谓“投资级”以下）的中小企业可以发行高利率的债券融资，“垃圾债”是这类债券为人们所知的名字。垃圾债的期限可以长达10年或者更长。有了这类债券，哪怕刚刚起步时期限只有1~3年，也可以很大程度上避免中国中小企业所面临的期限错配、短贷长用、滚动融资的问题。

2013年，上交所和深交所推出了中小企业私募债，但由于信息披露的缺陷和流动性问题，未能成为中小企业进行直接融资的常规渠道。美国的垃圾债得以常规化运作的先决条件，是事前的风险评估和违约后的风险处置，这就要求中国的评级公司发挥更大的作用，提高公信力。债券违约后，要更好地发挥破产重组和破产清算的作用，畅通市场退出的渠道。

中国还应该大力发展证券化产品，比如房地产信托投资基金（REITS）就能拓宽房地产开发商的融资渠道，住房抵押贷款支持证券（MBS）有助于银行盘活存量资产，同时也能丰富市面上的固定收益投资品种。发展此类产品，需要做到特殊目的实体（SPV）的真实出售和破产隔离。同时，法律（比如信托法的修改）、税收和风险处置等配套机制也需要进一步完善。

汇率市场化：继续改革，但要有底线思维。去年8月11日，央行宣布，做市商在每日银行间外汇市场开盘前，参考上日银行间外汇市场收盘汇率报价。当日的人民币兑美元汇率中间价较前一交易日一次性贬值2%。



12月11日，中国外汇交易中心正式发布CFETS人民币汇率指数，为市场转变观察人民币汇率的视角提供了量化指标，而不仅是以美元为参考。

按照《2016年第一季度中国货币政策执行报告》的说法，目前人民币兑美元汇率中间价的形成机制已初步建立了“收盘汇率+一篮子货币汇率变化”的基本模式。

尽管“8·11汇改”的时机有待商榷，但笔者完全赞同上述两项改革，因为这能使市场在汇率形成中的决定性作用进一步增强。参考收盘汇率，意味着更加注重外汇市场的供求变化；而相比单一参考美元，参考一篮子货币更能反映一国商品和服务的综合竞争力。

尽管年初汇率有所波动，外汇储备也有所下降，但汇率市场化改革必须坚定不移地推进下去，使汇率能够充分发挥调节进出口、投资和国际收支的作用。人民币已经被纳入IMF的特别提款权（SDR）货币篮子，这既是国际社会对前期人民币国际化成果的阶段性肯定，也是中国政府对国际社会的承诺——中国将继续推行汇率形成机制的市场化改革，也将继续资本账户开放的进程。

但在推进汇率市场化改革的过程中，应该有底线思维，这个底线是要避免因汇率大幅波动而造成的恐慌性资本外逃。基于此，笔者不赞同所谓的“一次性贬值到位”的说法。一次性贬值，无论贬值幅度多大，容易强化人民币将进一步贬值的预期。通过金融市场的放大镜效应，恐慌的预期会自我实现，引发居民排队换汇，大量资本外逃，这将对中国经济造成极大的伤害。1997~1998年的亚洲金融危机

的教训是，看似再坚实的“防火墙”也挡不住恐慌性资本外逃的浪潮。

至于人民币汇率的后续走势，笔者预测人民币对美元汇率在2016年底或将再贬值10%左右，跌破1美元换7元这一关口。如果市场反应再过度一些，一年内1美元换7.35甚至7.5元人民币也是有可能的，而人民币对其他主要货币（欧元和日元）汇率从目前来看并没有持续贬值的基础。这样一来，汇率水平就接近或达到市场均衡的水平，而稳定、小幅的对美元贬值还可以减缓资本离岸（去美国）的压力，因为人民币贬值10%就意味着中国资产（在美国投资者看来）收益上升10%。

在汇率和跨境资本流动企稳的情况下，2016年应该继续推进资本项目可兑换，尤其是双向的、风险可控的开放渠道，如“深港通”和“沪伦通”，以及在上海、广东、天津和福建自贸区内人民币资本项目下的跨境资金流动。进一步拓宽海外投资渠道，如内地和香港基金互认可进一步展开，启动QDII2试点，以此缓解国内流动性偏多又苦于缺乏投资渠道而推高部分行业泡沫的局面。继续推进人民币国际化的进程，使人民币由当前以结算功能为主，转变为国际社会普遍认可的计价货币和储备货币。

注释

①绝大多数中国企业选择在香港或者美国上市。在美国纳斯达克2014年上市的京东是一个典型案例：按照证监会的要求，如果京东要在A股上市，其上市申请材料递交的前三年（2011，2012和2013年）必须持续盈利，而京

东在2012年略有亏损，故不可能在A股上市。

②目前上市公司重大资产重组期间可以申请停牌三个月并且可以申请延期。笔者建议这类停牌时间不宜超过10个交易日（两周），延期后也不应该超过一个月。

③详细的跨国资本市场规模比较见Allen, Qian, Zhang and Zhao (2013)和Allen, Carletti, Qian, and Valenzuela (2013)。

参考文献

Allen, F., Carletti, E., Qian, J., and Valenzuela, P., 2013, "Financial Intermediation, Markets, and Alternative Financial Sectors," Chapter 11 in *Handbook of the Economics of*

Finance, Vol. 2A (Corporate Finance), edited by M. Harris, and R. Stulz, Elsevier.

Allen, F., Qian, J., Shan, S., and Zhu, L., 2016, "Explaining the Disconnection between China's Economic Growth and Stock Market Performance," working paper, Shanghai Advanced Institute of Finance, Shanghai Jiao Tong University.

Allen, F., Qian, J., Zhang, C., and Zhao, M., 2013, "China's Financial System: Opportunities and Challenges," Ch. 2, NBER book *Capitalizing China*, edited by R. Morck and J. Fan, University of Chicago Press.

责编（见习）/ 戴雨洁

Prospect of the Marketization Process of China's Financial Reform

Qian Jun

Abstract: The Thirteenth Five-Year Plan period is critical for China's economic development and also an important stage in the development of financial reform. The efficiency of the current financial support for the real economy needs to be improved urgently, financial risks continue to emerge, which is not due to the excessive financial development, but to the marketization degree of China's financial system which is still far from enough. Specifically, China's financial system is mainly affected by long-standing problems that the intermediary transmission mechanism is not smooth, there is a lack of diversified long-term investment products, and actual guaranteed repayment exists for debts with different risk levels. To solve these problems, the key is to deepen the market-oriented reform, and realize the real marketization of the stock market, bond market and the exchange rate. Therefore, the essence of the financial reform during the Thirteenth Five-Year Plan period is to adhere to the market-oriented reform, and let the multi-level capital market play a decisive role in the allocation of social resources.

Keywords: Thirteenth Five-Year Plan period, financial reform, marketization