



您的位置：首页 - 文章选登

中国金融改革与金融压抑的两难抉择(张振兴；9月28日)

文章作者：张振兴

相对于经济发展的成就而言，中国金融业发展极为滞后，股市背道而驰，银行不良资产居高不下，金融压抑极为明显，从而严重影响了生产要素的有效配置，阻碍了经济效益的提高和经济增长方式的转变，因此中国金融改革迫在眉睫。但是，由于金融的内生脆弱性和制度的路径依赖，在金融压抑与金融深化改革之间，我们面临着两难抉择。

我国金融压抑的主要表现为：整个社会过多地依赖于间接融资，间接融资占国内金融市场融资的比重为80%左右，2003年以来，这一比例又呈现上升趋势，有的季度达到90%以上；间接融资和直接融资中融资方的所有制结构不合理，过多地向效益相对低下的国有企业集中，而效益良好的非国有企业又只能依赖于内源融资和非正规融资，形成了金融市场的分割；投资工具的缺乏，未来收入的不确定预期和未来支出的刚性增长预期，导致居民储蓄高居不下；存贷差过大和存贷款利率存在上下限制。

由于高度负债的特性和经济周期的原因，银行业具有内在的金融脆弱性，一旦形成大量的不良资产，如果存款不能得到有效的补充，则资金链断裂，发生挤兑，爆发金融危机。所以，为了保证国有商业银行的稳定，就必须保证居民储蓄的增长和银行账面的盈利，银行账面的盈利可以稳定居民信心、核销部分坏账、增加税收。居民储蓄的增长，依赖于国家信用担保和现有金融制度对金融产品的压抑；银行账面的盈利，依赖于存贷差的保持和扩大，而存贷差的保持或扩大又只能依靠金融压抑，降低居民存款利率。由此，人为地降低了资金成本，造成资金的稀缺，而作为国家信用支持的国有商业银行贷款又只能偏向于国有企业，再加上由于信息不对称造成的逆向选择和道德风险问题，非国有企业难以获得正规市场的低成本资金，难以发展壮大，也难以与银行建立信贷关系并形成良好的信用记录。而国有企业对资金的垄断使用，又只能导致金融继续恶化。另一方面，利率无法市场化，市场资金的合理价格无法形成，其他金融产品和金融方式的出现和发展受到限制，金融压抑特征更加明显。所以，金融压抑和金融恶化不断强化，相互内生。

我国股票市场的发展，虽然具有打破间接融资方式的金融深化特点，但是，金融压抑特点更为明显。从股市发展伊始，政府便强调为国企改革服务，实行发行额度审批制和后来的发行核准制，人为地造成了发行上市资格和股票的稀缺性，过多地将注意力集中在股指的涨跌上，进行托市或干预，使市场价格较为严重地脱离公司内在价值和投资回报，资本市场投机气氛异常。拟上市公司和上市公司发行融资成功与否，发行规模大小，更多地取决于监管部门的审核。由于过会发行的不确定性和过高的发行溢价，使得这些公司具有极强的融资冲动和盲目投资冲动。实证结果表明，上市公司融资后普遍效益下滑，而投资者保护的法律体系又不健全，过度投机之后的股市价格逐年下降，财富效应丧失，股市的基本功能得不到发挥。

因此要解决中国的金融问题，除了棘手的股市问题外，国有企业的改革也至关重要。由于国有企业自生能力下降和社会负担与过度负债的刚性，拖累了金融体系的良性循环，影响了非国有企业融资需求的满足和发展壮大，成为金融压抑与金融深化改革两难选择的主要原因。

以往的金融改革和金融深化一直围绕着国有商业银行和国有企业进行，围绕着存量金融问题进行，改革的过程表现为政府干预下的市场分割，结果导致了压抑的金融改革，导致直接融资市场的低迷和边缘化，使得存量金融问题的解决难上加难，并产生了新的增量问题。更为有害的是，直接融资市场制度和行为的扭曲形成了扭曲的路径依赖，客观上阻碍了改革的进一步深化。

由于整个社会间接融资比例过高，金融风险过于集中在商业银行，我国需要大力发展直接融资。鉴于以往金融改革过多地强调为国企服务，从而导致金融资源的不断错配，金融压抑加深，所以，今后的国有企业改革和金融深化改革，必须同时兼顾非国有企业的发展和融资需求，以此培育风险自担的良好的金融客户，改变中国正规金融市场客户过度集中于国有企业的状况。但是，国有企业引起的存量金融问题可能同样得不到很好地解决，存量金融风险依然存在，而直接融资市场和各种金融工具的发展必然会引起市场利率和银行基准利率的冲突，可能导致居民储蓄存款大量分流，从而影响国有商业银行存贷差和账面盈利能力，甚至于改变其稳定的金融压抑基础，演变为金融危机。因此，对内金融深化改革的风险较大，如考虑到对外金融开放，则风险性可能会更大。

反过来，金融压抑或压抑的金融改革，虽然无法很好地解决存量金融不良资产，还产生了增量金融不良资产，牺牲了金融效率，表现为金融恶化，但可以维持较长时间的金融相对稳定，可以在较长时间内避免金融危机和社会动荡。所以，许多人建议用高速增长来逐步消化存量金融不良资产。从这个意义上讲，继续金融压抑又有其合理性。但是，它影响了社会资源的合理配置，造成了资源的浪费，牺牲了效率，而且，风险积累到一定程度后可能会爆发更大的金融危机，金融压抑只是风险的延后和风险的积聚。

目前进行的国有商业银行引入海外战略投资者并海外上市的改革，可以充实银行资本充足率，改善银行内部的治理结构，有利于商业银行的风险约束，但无法改变金融压抑的状态，依然是渐进式改革。非国有企业的融资结构和治理结构未能明显改观，发展壮大依然存在问题。存量金融不良资产无法得到良好解决，而增量金融不良资产又不断产生。银行存款仍然依靠国家信用的保证，商业银行仍然承担国家宏观调控政策的载体。国有商业银行上市以后，账面盈利性要求更强，可以预见，在一个较长的时间内，原本较大的存贷差不可能缩小，存贷款利率限制会依然存在。利率市场化的道路可能依然漫长。

由于基本制度的完善和市场公信力的恢复需要时间，股权分置改革之后的资本市场，存在许多不确定因素，其基本功能不可能马上实现。国有上市公司治理结构的完善和非国有企业的发展都需要一个过程。再加上银行稳定发展的考虑，可以想见，资本市场超速发展也有待

时日。

总之，整个渐进式的金融改革过程，可能是一个已有金融风险不断减少，新的金融风险不断产生，而总的金融风险不断增加的过程。过多的无法化解的金融风险，最终可能还得依靠全体国民以货币贬值或通货膨胀的方式买单；而金融压抑的解决，最终可能依赖于投资者（包括债权人）保护的体系的完善和执法体系的到位，以及政府职能的转变和国有企业从竞争性领域的退出。

文章出处：《中国经济时报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

IFB  
中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB  
IFB外商投资中心

IFB  
IFB基金研究与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307  
版权所有：中国社会科学院金融研究所