



中国发展研究基金会

研究参考

第 5 号 (总 180 号)

2014 年 5 月 9 日

关于中国放松金融管制的策略建议

内容摘要：2014 年 3 月 22-24 日，由国务院发展研究中心主办、中国发展研究基金会承办的“中国发展高层论坛 2014 年会”在北京举行，本届论坛的主题为“全面深化改革的中国”。为了更好地倾听国际组织、跨国企业对中国发展的意见和建议，本届论坛邀请了与会公司结合自己的专长和论坛的主题撰写了专题报告。本期研究参考即为德意志银行集团联席首席执行官于尔根·费琛提供的报告。

于尔根·费认为中国在未来几年不仅应逐步放开利率和资本账户的管制，还需解决一些关键的金融风险，包括地方政府债务的再融资风险、信用风险的错误定价、银行间利率的过度波动以及人民币汇率缺乏弹性。为此，建议中国的决策者考虑以下改革举措：1) 发展地方政府债券市场；2) 通过允许“有管理的违约”纠正信用风险的错误定价；3) 更快地转向以利率为目标的货币管理；4) 加快建立存款保险制度；5) 通过积极地减少外汇干预增加人民币汇率的灵活性；6) 放宽私人 and 外国投资者的金融市场准入资格；7) 消除 QFII 税收政策的不确定性；8) 制定绿色融资政策框架；9) 实施国际监管标准。

关键词：中国；金融管制；放松；策略建议；

关于中国放松金融管制的策略建议

于尔根·费琛¹

一、放松管制过程中的风险

过去几年，中国通过放开银行贷款利率、扩大 QFII 额度、增加汇率灵活性和开发创新金融产品等措施，在放松金融行业管制方面已取得显著进步。金融市场的主要价格，包括银行贷款利率和汇率，目前更接近市场均衡点，市场机制在金融资源的配置方面发挥着更大的作用。

然而，中国的金融开放只完成了一半。为了提高金融资源的配置效率，减轻由于过度监管造成的结构失衡，中国需要做到以下几点：1) 取消对存款利率的管控；2) 进一步加大人民币汇率的灵活性；3) 进一步开放人民币资本账户；4) 通过取消对私人 and 外资投资金融机构限制过度，放宽金融行业的市场准入。尽管放松金融管制的目标大多已形成共识并写入了三中全会的《决定》，但最具有挑战性的问题是如何设计具体的改革规划来实现这些目标，同时避免过渡期的系统性风险。

我们认为中国决策者需要高度关注的最大风险包括以下方面，其中的一些方面反映了旧体制遗留的问题。

(一) 地方政府债务的再融资

根据最新的国家审计署报告，近年来中国地方政府债务规模快速增长至 GDP 的 32% 左右。然而，最大的风险是地方政府债务(多数是贷款和信托贷款的形式)与其项目现金流之间的期限错配。例如，典型的银行贷款或信托贷款的期限为 2 到 3 年，而项目现金流只能在 10 到 20 年内偿还本金和利息。一旦宏观政策收紧、针对银行和信托公司的审慎监管发生变化、或投资者对理财产品 (WMP) 的看法恶化，这种再融资风险就会导致重大违约。在西方国家，地方政府债务的平均期限为 7 至 10 年，这与地方政府资产项目的偿还能力更加接

¹ 于尔根·费琛，德意志银行集团联席首席执行官。

近。

（二）信贷风险错误定价

过去很多年没有发生过银行和信托公司破产，高风险理财产品（风险与西方国家的垃圾债券类似）也少有违约。这并非因为所有银行、信托公司和理财产品的基本面特别强，而是因为大多数出了问题的机构和理财产品都由当地政府或国有企业纾解困境。每有违约，地方政府的高官会受到惩处，促进了此类隐性担保的存在。这种隐性担保的动机以及市场由此形成的认知（即政府会对所有银行、信托公司和理财产品进行担保），导致一些高风险的借债方发行的信贷产品不能正确定价，也就是说他们能以更低的利率借钱。因此，他们借得太多，放大了系统风险。最近中诚信托的一款理财产品部分违约，这是纠正错误定价的明智的一步，然而单是一宗违约远远不够。

（三）利率过度波动

2013 年年中以来，中国的银行间利率波动很大，2013 年 6 月和 12 月以及 2014 年 1 月出现大幅走高。银行间利率的波动和由此导致的债券收益波动对市场预期造成负面影响。尤其是利率大幅波动，容易让金融市场参与者和公司对货币政策的意图感到困惑，为信贷可获得程度的展望带来不确定性。这种不确定性容易打消投资的积极性，不利于经济增长。对金融公司的影响则在于，银行间利率突然走高会加剧一些银行和信托公司面临的久期风险，这可能会导致重大违约。导致利率波动的原因相当复杂：这与预测流动性的能力不足、政府间缺乏合作、贷存比、银行流动性管理不力、影子银行活跃以及在货币管理中过度强调货币供应总量目标有关。针对银行间利率波动的原因进行深入的分析是仍需进行的工作。

（四）汇率缺少灵活性，导致过度资本流动

目前跨境资本流动量处于可控范围，因为有 QFII 和 QDII 的额度限制，而且人民币尚未实现完全可兑换。然而，一旦资本账户开放（比如取消 QFII 和 QDII 制度），如果外国投资者发现很容易通过利率套利，大规模的资本流入以及/或者流出就会导致汇率过度波动，金融体系动荡，并损害实体经济。汇率缺少灵活性是可能导致利率套利猛

增的关键原因。中国宣布“有管理的浮动汇率体制”已近 9 年的时间，人民币兑美元的汇率波动仍然处于世界最低水平之一，其年化日波动率仅是马来西亚林吉特的 1/7、韩元的 1/13 和澳元的 1/11。全球投资者认为人民币基本绑定美元，考虑到中国无风险债券和美国国债之间存在 2-3% 的利率差，如果中国的债券市场向全球投资者开放，大量资金就会流入中国。

二、改革策略建议

鉴于需要构建更开放的金融体制以提高效率，控制并化解上述金融风险，中国应谨慎制定放松金融管制的策略。我们认为，除了诸如解除存款利率管制和开放资本账户等拟定的策略，改革策略至少应该包括以下因素：

（一）发展地方政府债券市场

正如上文所讨论的，地方政府资本支出过度依赖期限较短的贷款和信托贷款是金融系统面临的一个主要风险。这个问题应该通过发展地方政府债券市场来解决。这将逐步替代贷款和信托贷款，成为更加透明的融资来源，久期风险也更低。在理想的状况下，期限更长的地方政府债券应该占地方政府资本支出融资来源的 50% 以上（在中国只有 10%）。为了启动改革，中国应该修改预算法，允许地方政府独立发行债券，建立地方政府债券可信的信用评级机制，要求地方政府公布资产负债表和中期财务预测，并建立法律框架监管当地人大批准程序和资金使用情况。

（二）允许“可控的违约”纠正信贷风险的错误定价

在中国如此规模的经济体，每年发生几起小银行破产、十几起垃圾债券(或理财产品)违约是正常的，事实上，这也是金融市场为信贷风险正确定价所需要的。最近中诚信托相关信贷事件发生之后，我们认为监管机构应该在今年内允许一些非标准的理财产品违约，略微提高扣减率（比如从 CCT 产品的 7%）至 10-20%。这些“可控的违约”事件可能导致高风险借贷者的融资成本上涨 100-200 个基点。以高融资成本筛除最有问题的借贷者是遏制信托行业过度借贷、降低系统风险的必要手段。

（三）更快地转向以利率为目标的货币管理

去年 6 月以来银行间利率过度波动，从技术层面来讲，可以用很多与银行间市场供需形势难以预料相关的理由来解释。然而，造成过度波动更为根本的原因，是央行继续关注 M2 增长，将其作为主要目标。鉴于流动性冲击更加频繁，M2 稳定增长自然意味着利率更加波动。我们认为央行应尽快把目标转向政策利率，而不是等到几年以后。加速转向基于政策利率的货币管理框架能显著降低利率的波动，有助于稳定市场预期。

转向以利率为目标的过程中，央行和银行监管机构应该放松甚至取消贷存比和银行的信贷额度。由于银行须在季末满足 75% 的贷存比要求，因此每个季度的最后几天许多银行都会争抢存款。这已经成为最近季末银行间利率升高的一个重要原因。在我们看来，如果更为常规的公开市场操作已经能够为金融机构和企业创造一个融资成本合理、稳定的体制，这些对借贷活动的量化限制（包括贷存比和信贷额度）也就没有必要了。中国仍然能够将监控广义的货币增长率（例如 M3 增长率）作为中期目标，同时将公开市场操作设为短期目标。这是德国央行过去采用的政策框架，目前欧洲中央银行也在使用，在我们看来这是个成功的模式。

为了确保银行对流动性风险的审慎管理，在取消贷存比之后，中国监管机构应该推出流动性覆盖率（例如要求银行确保高质量和流动的资产等于或大于其在未来 30 天的支出），以及/或者要求“稳定融资”，例如要求银行确保充足稳定的资金来源（例如个人存款和加权调整的 CD 存单和公司存款，不包括银行间融资）以支持其贷款。这些措施应该有助于减少导致类似于 2013 年银行间利率飙升的银行久期风险。

（四）加快建立存款保险制度

存款保险制度的缺失，会对存款利率管制的进一步解除造成阻碍。在自由利率环境，小银行将被迫以更高的存款利率揽储，资产负债表里的资产项会承担更多风险。一旦储户认为有违约风险，小银行的信贷和久期风险很可能会上升并导致挤兑。为了避免这些风险扩散

至更多银行，存款保险制度是必要的。此项制度亟需早日推出，它的缺失已拖延了其他改革的开展，比如利率管制的放松和资本账户的开放。

（五）更积极地减少外汇干预，增加人民币汇率的灵活性

正如我们此前指出的，一旦中国开放资本账户，人民币绑定美元的市场观念将驱动大量投机资本的流动。我们的分析显示，如果人民币兑美元汇率的年化日波动率增至林吉特波动水平的一半，投机者的货币对冲成本就会增加 0.4% 左右。这相当于推出有实际意义的托宾税来抑制投机资本的流动。我们认为增加人民币汇率的灵活性是进一步开放资本账户的必要条件，且通过减少每日外汇干预即可实现。

（六）放宽私人 and 外国投资者的金融行业市场准入资格

中国金融开放的一部分内容应该是消除针对国内私营及外国投资机构的市场准入限制。中国中小企业融资难的一个重要原因是缺少社区银行，在多数国家这类银行都是私营的。考虑到中国经济规模庞大，我们认为中国需要上千家私营社区银行为小公司服务，这对创造就业机会尤为重要。允许外资银行全面开展人民币产品和服务，取消合资券商和资产管理公司的外资所有限制，不仅会帮助这些外国公司在中国扩大业务，也是他们推动人民币在世界范围内广泛使用的前提条件。

（七）消除 QFII 税收政策的不确定性

扩大合格境外机构投资者（QFII）项目是中国规划的资本账户开放的关键部分。除了扩大 QFII 额度，另外一个政府应该采取的重要政策变化是消除长期以来 QFII 资本收益税政策的不确定性。从法律层面来讲，根据中国企业所得税法的规定，QFII 应该支付 10% 的资本收益税。但是在实践中，税务机关既没有实施这个规定，也没有澄清 QFII 的资本收益税是否应被征收或者按照双边税收条约予以免除。不清晰的税收政策增加了投资者的成本（例如很多基金管理公司即便在基金赎回或关闭之后仍然不得不为投资者代扣潜在的责任税款），使利润和汇款的计算复杂化。对很多全球投资者来说，政策不确定性导致的法律风险比税率更加重要（也就是说不论是零税率还是

10%的税率都不如清晰的政策本身那么重要)。我们相信高层的政策干预能够帮助解决政府部门之间在这个问题上的僵持状况。

(八) 制定绿色融资政策框架

中国经济的一个主要结构性问题是工业结构“偏重”(污染重工业占 GDP 比重很大),能源结构以污染最严重的煤炭为主。这些结构问题源自不良的激励机制——鼓励投资污染项目,而不鼓励投资绿色工业。中国需要一系列财政金融政策的改变来纠正这些激励措施,例如帮助投资者内化“外部成本”。比如,需要对煤炭征收更高的资源税,推出碳税,对二氧化硫和氮氧化物排放征收更高的污染税(接近国际水平),将这些税收所得应用于支持清洁能源开发,允许私人投资者进入页岩气项目,银行应该基于“赤道原则”评估项目,上市公司必须公布投资的环境影响。如果这些措施得以有效实施,将会有力推动私人投资者投资环保、清洁能源和节能项目。

(九) 实施国际监管标准

在开放资本账户和金融行业、允许更多国内金融机构在国际市场经营和投资的过程中,中国的金融机构将获得更多国际影响力。为了国内和全球的金融稳定,中国应该下更大力气实施国际监管标准,包括一些列入 G20 日程的标准。这些不仅包括审慎监管标准,例如巴塞尔 III 的框架、国内系统重要性金融机构(SIFI)管理体制以及处理风险加权资产的未来发展,也应确保出台适当的解决机制,加强衍生品和其他市场相关的监管以及对迅速增长的影子银行的监管。尽管还有待完善,在某些领域中国已经取得进步,且做出了承诺。信息披露和透明是必需的,还需持续开展同业互查、实施评估流程。跨境合作和信息交流也将是一个重要因素。对于中国的银行尤其是两家全球系统重要性银行(G-SIBs)(中国银行和中国工商银行)而言,如果国内市场准入限制过多,这些银行在海外的的发展也将受到制约。就金融稳定与监管和货币政策的协调而言,建立“金融监管协调联合部级会议”将有助于达成更好的协作效应,并为中国官方参与国际论坛提供支持。

地 址： 北京市东城区安定门外大街 136 号皇城国际中心 A 座 15 层
电 话： (010) 64255855 邮 编： 100011
传 真： (010) 84080850 网 址： www.cdrf.org.cn
责任编辑： 任晶晶 电子邮箱： renjj@cdrf.org.cn
