

印度的 下一轮 金融改革

Eswar S. Prasad 和 Raghuram G. Rajan

印度近年来实现了跨越式的发展，正成长为世界上主要的经济强国。在经历了20世纪80年代至90年代GDP年增长率仅为4%—5%的缓慢增长之后，该经济体近10年来有了大幅度的增长，自2005年以来，GDP年平均增长率达到8.5%（见图1）。现在的挑战是如何保持这种增长势头，并通过提供福利和经济机会，使更多的人受益于增长。

由银行业、股票市场、债券市场和其他无数的金融机构组成的印度金融系统，是决定这个国家未来增长轨迹的关键性因素。金融系统沟通了国内储

蓄和外资与生产投资之间的渠道，并为千千万万的家庭提供了诸如支付、储蓄、保险、退休金等金融服务，这将影响到经济和社会的稳定。

印度的金融机构和监管体制已逐步发展，现在是进一步关心推动下一轮的金融改革的时候了。不断增加和日益复杂的以市场为导向的经济及其与全球贸易和金融的进一步融合，将需要一个更为深入、更有效率和管理良好的金融市场。

这些因素促使印度政府成立了一个由金融界从业人员、企业家、学者和决

一份主张印度
改组金融体系
以支持经济增
长的新报告

印度东部的一个购物中心。



策者组成的高层次委员会，为金融改革规划一幅新的蓝图。经过6个多月的紧张工作，该委员会于近期向政府汇报了他们的草稿（详见http://planningcommission.nic.in/reports/genrep/report_fr.htm）。我们在这篇文章中归纳了报告的主要研究成果，并对报告提出的各项建议进行考察。

三个主要结论

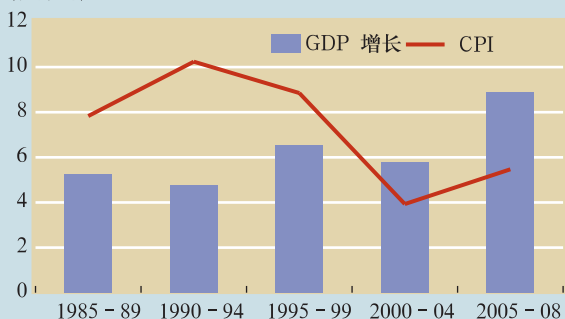
多年来，有许多其他的政府委员会研究有关印度金融改革的特定某一方面，但这是第一个被要求“就金融部门改革做出全面议程”的委员会。事实上，该

图1

完美的组合

直到最近，印度在这10年里强势的增长势头总是与温和的通货膨胀相伴，虽然现在价格再次迅速攀升。

(百分比)



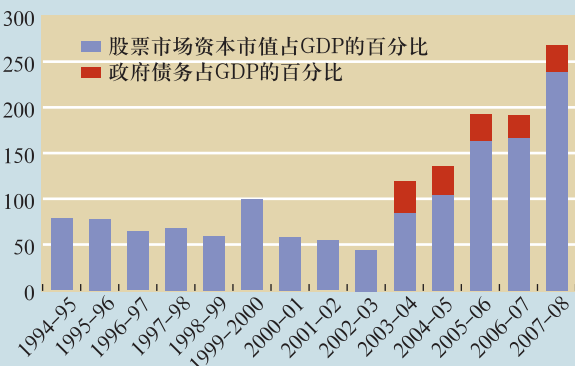
资料来源：CEIC；国际货币基金组织的《国际金融统计》以及作者的计算。

图2

股票市场的繁荣

印度股票市场的蓬勃发展推动了企业的成长，但债务市场仍然非常弱小。

(百分比)



资料来源：CEIC和作者的计算。

注：此图只包括公开交易的政府债务（2003—2004年之前的分类数据不详）。企业债务不足以用本图标尺来显示，故本图未予标出。印度是以财政年度而非日历年度来公布它的宏观经济数据的。

报告认为不同的改革之间存在着深刻的联系，包括有关货币政策和财政政策的更广泛的改革，意识到它们之间的关联性才能取得真正的进展。

报告有三个主要结论：首先，印度的金融体系没有为国内大多数的个人客户、中小企业和大公司提供足够的服务。银行系统70%为政府所有，企业债务及衍生工具市场发育不良，阻碍了金融体系的发展。这无疑成为高增长的障碍。

第二，金融部门如果妥善监管，有可能产生数百万急需的就业机会，更重要的是，这对经济增长有巨大的乘数效应。但政府的非难已经使得某些市场停滞不前，也阻碍了其他市场在效率和竞争力上的发展。

第三，在这个不确定的年代，金融稳定在保持经济平稳运行、抵抗外部（特别是国外）冲击上的作用比以往更加重要。尽管印度逃过了亚洲金融危机和近期的次级债危机，但在提高金融系统的稳定性上，仍然任重道远。

基本情况

报告指出，近年来印度金融系统取得了长足的进步。特别是印度的证券交易所发展良好，已经成为公司重要的融资渠道，也成为居民替代储蓄的手段。由国外的资本流入推动的股票市值显著上升，并且证券交易的技术基础设施也达到了较高水平（见图2）。

印度政府已经采取了一系列措施来改进银行系统。银行改革已近20年，它使银行系统效率提高，不良贷款仅占存款的1%，这是相当低的比例。许多国有银行的利润率和资本化率都提高了，并且与一个充满活力的私营银行体系共存。

不过，从整体金融深度，即金融体系相对于经济的规模上来讲，印度无法同其他国家相提并论，甚至包括大多数处在同样发展阶段的新兴市场国家。尽管在银行系统私人部门拥有明显的实力，但私人部门信贷对GDP的比率仍然低于国际水平（见图3）。一些对银行体系的限制措施以及鼓励银行持有更多的政府债券而不是放贷扼杀了银行放贷的积极性。因此，印度银行业中贷款对存款的平均比例大大低于其他大多数国家。

政府债券市场看起来规模庞大，公共债务总额占GDP的70%，但政府债券多是由银行持有，是以所谓“法定流动性比率”的形式存在，无法交易。公司债券市场仍然远不发达，资本总市值不到GDP的10%。监管上的限制也使得某些衍生市场，特别是货币衍生工具市场无法发展。

随着印度资本账户的逐渐开放，越来越感受到这些市场的缺失所带来的痛苦有可能导致短期汇率大幅度波动。印度被看作是吸引外国资本的理想目的地，这就意味着近年来通过各种渠道，特别是由外国投资者投资的证券投资组合流入的资本日益增长（见图4）。随着国外以及国内的资本越来越多地以有效的方式流入到具有生产力的部门，金融系统面临着更大的挑战。同时更为重要的是，还应该注意不要使对金融市场的监管能力和专家太过落后于这些市场中的创新手段。

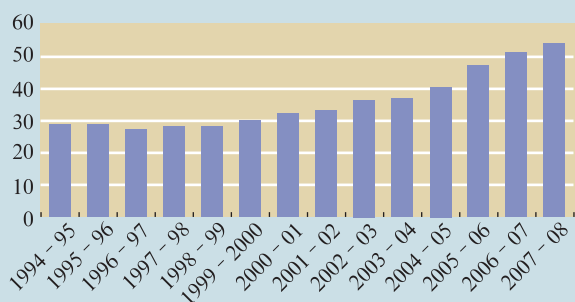
显而易见，取得金融改革进一步成就的道路上困难重重。让我们从这一大背景出发展开论述。

优化宏观经济政策

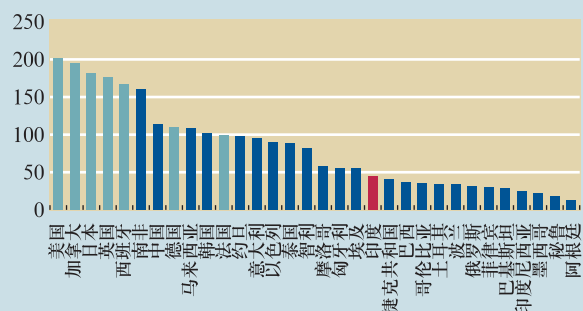
为何宏观经济政策对于金融改革至关重要？宏观经济管理与金融发展有两方面的深远联系。一方面，市场纪律和可预见的货币、财政与债务管理政策为金融部门的改革创造基础。另一方面，一个运作良好的金融系统对宏观经济政策的有效传递也是至关重要的。

图3
潜力

印度的银行融资一直在上升……
(私人部门信贷占GDP的百分比)



……但金融深度仍然低于国际水平。
(私人部门信贷占GDP的百分比，2006年)



资料来源：世界银行，《世界发展指标》。

无论如何被人诟病，截止目前，印度的宏观经济政策确实保证了高增长和通胀率的稳定。为何牢固不破？因为像歌手Bob Dylan令人难忘的唱词所说，这个时代，一切都在变。

跨境的资本流动——无论是流入还是流出——规模庞大并且不稳定，由于这些资本能够影响国内货币供给、汇率等，所以为货币政策的制定造成了一定的困难。重新实行资本管制不是一个好的选择；甚至现行的管制手段都在失去效力，灵活的投资者总有办法规避它们。惟一可行的选择是建立可预期的和一致的政策，至少不能由于政策的制定而制造波动，并给予决策者灵活性，使其能够对冲击作出快速的回应。

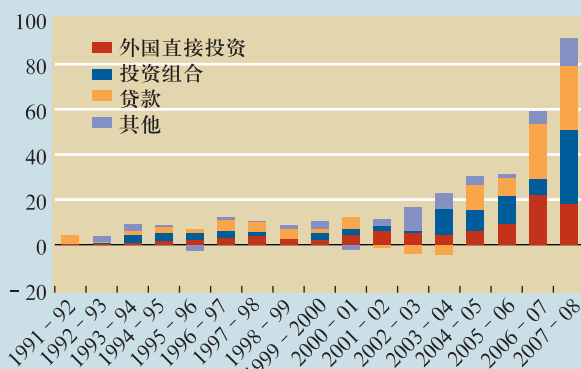
货币政策应该如何选择？特别是随着逐步开放，经济体越来越多地暴露在内部和外部的冲击之下，就更需要货币政策。印度的中央银行——印度储备银行（RBI）在实现其多重目标（将通胀保持在合理的范围之内、管理汇率的压力以及应付资本流入）方面做得不错，这一切都是在经济的强劲增长势头之下。但是这种走钢丝的行为已经到了危急关口。从卢比最近的波动看来，它已经开始复苏，要求RBI采取更加积极的汇率管理政策，但在资本账户日益开放的前提下，这变得越来越困难。对外汇市场的持续干预也给予了RBI不切实际的预期，期望通过一种工具的调整来实现多种政策目标。

着眼于一个单一的目标——较低而稳定的通货膨胀率，始终是使货币政策促进宏观经济发展和金融稳定的最佳途径。这并不是说要牺牲或者忽视增长。事实上，更好更稳定的通货膨胀预期可能是货币政策给予经济增长的最好礼物。与一些评论家所坚信的正好

图4

蜂拥而至

印度从国外吸引了大量的证券组合投资。
(十亿美元)



资料来源：CEIC和作者的计算。

相反，经济增长和通货膨胀之间并不存在长期的利弊权衡关系，而货币政策尝试权衡并导致对它们进行短期的权衡则是极其危险的。简而言之，通货膨胀目标实际上将使得货币政策的制定更加有效，这将加强RBI的控制力而不是削弱它。

印度的财政政策也需要调整。尽管在减少财政赤字方面取得了令人鼓舞的成就，但是这可能只是由强势经济引起的周期性改善。最近发生的事件引起了强烈关注，如政府减免某些农场的贷款和增加石油补贴，以及人们对财政政策可能要为选举周期服务的严重关切。巨额赤字使得未来通胀的阴影开始浮现，这可能会使政府抽走本该用于私人部门的投资。

政府财政预算赤字的规模也会影响金融改革，因为大部分的赤字是由银行购买政府债券来融资的。持久减少财政赤字和公共部门借款的需求对减少货币政策的限制（由于巨额的赤字使它更难管理通货膨胀的预期）至关重要，并使金融部门的改革，特别是银行业改革得以继续进行。

加强金融的涵盖性

如果大多数的人无法从中受益，强大的金融体系并没有太大的好处。金融的涵盖性——这意味着不只是提供信贷，还提供其他的金融服务，如储蓄和保险产品，尤其在印度农村，这是个优先发展的事项。近3/4的农户没有进入正规的信贷渠道，也没有防范恶性事件的保险，例如由于恶劣天气导致的作物产量降低。无法获得正规的银行服务使得1/3以上的贫困家庭更容易受到非正规金融中介（如放债人）的伤害，并使公共转移支付的效率低下。金融和保险的缺失也限制了创业活动。

必须把一定数量的贷款给予政府偏好的“优先”部门，特别是农业部门，为小额贷款设定利率上限的要求可谓是用尽心良苦，但只是结束了对融资获取渠道的限制，并不能使更多的人获得正规的金融服务。如果小额贷款的价格被政策限定，银行就缺乏扩大贷款规模的动力。这就可以部分地解释为什么在收入分配最底层，近一半的贷款是由非正规机构提供的，年利率高达36%，是规定利率的两倍之多。

根据该报告，解决办法不是更多的干预，而是在

“美国次级债危机表明，即使是最先进的市场，一样需要良好的监管。对于新生的快速增长的金融系统，有效的监管是至关重要的。”

正规和非正规金融机构之间更多地展开竞争，并且不要苛责前者。例如，取消利率管制，为银行向优先部门，特别是农业部门放贷提供激励机制（而不仅仅是政策规定确立），这能够促使更多的信贷以更有效的方式流入这些部门。允许更多的银行（特别是规模较小的、资本充足和管理有方的私人银行）经营和提供零售服务，这也可以增加获得金融服务的渠道，使得渠道更灵活也更切合当地的需要。

公平的竞争环境

考虑到印度银行业的规模以及它在金融系统中举足轻重的作用，银行业改革是整个改革计划的基础。印度银行业曾被描绘为一种含蓄的“大手笔的讨价还价”，银行可以以较低的成本吸纳储蓄，并以履行某些社会职责作为回报，如借款给优先部门和通过买国债帮政府融资。由于银行业，包括国有银行特权的增加，这种框架正变得不可行。而银行业的特权侵蚀并限制了它们履行诸如向优先部门提供贷款的职责，尽管这些部门往往是出于政治目的而不是经济利益上的考虑而确定的。

维持大部分银行的公有制不利于提高效率。一步到位的私有化是不切实际的，也是不值得向往的，但在提升银行系统的效率方面，仍有许多事情要做。一个步骤是，可以建立更强大和更独立的董事会，或许可以由一个私人投资者来掌控一个大的战略，这可以更好地管理国有商业银行并减少政府干预。另一种方式是让银行合并，特别是接管规模较小和效率较低的银行。其他步骤，如放松银行在设立分支机构和ATM机上的复杂的许可证限制，也可促进银行业的增长、准入和竞争。

使创新与监管保持步调一致

美国次级债危机表明，即使是最先进的市场，一样需要良好的监管。对于新生的快速增长的金融系统，有效的监管是至关重要的。政府有极其重要的作用：制定明确而足够灵活的游戏规则，以应对金融创新，又不至于阻止发展。

例如，促进外汇衍生品市场的发展能够帮助暴露于国际贸易之下的国内公司避免汇率波动对它们的影

响。但这样做确实会带来一些风险，外国投资者可以利用这些市场越来越多地进行货币投机，而国内公司购买自己并不了解的外汇衍生品将会是在玩儿火。解决的办法不是关闭这些市场，而是使其更加透明，对参与者采取一致的披露标准，以防止欺诈行为。所有的风险都能消除吗？当然不能，但是我们肯定有办法在利益和风险之间取得平衡，以获取更大的利益。

正如其他国家一样，现在印度的金融服务公司大多在不同的金融市场（例如保险、银行和共同基金）进行运作，而这些市场的联系正变得日益紧密。这种趋势意味着对每个市场进行孤立的监管不再是正确的做法。目前的状况是，某些领域受到多重监管，而另一些领域完全没有监管。许多具体领域的监管者着眼点非常狭隘，这让许多金融公司处在监管范围之外。

虽然在印度目前的情景下，采取单一的监管机构为时尚早，但即使在当前的框架内，在加强监管机构间的协调和明晰责任方面，仍然有很多事情可以做。此外，不去过多地关注泛滥成灾的、有时是过时的规则的执行情况肯定会使人们感到监管者关注的是更大的风险，特别是跟庞大的、具有系统性重要意义的大型联合金融集团接触的时候。这些以原则为基础的监管措施将更加有利于迅速变化的金融市场，也更具有灵活性。

金融灾难的潜在风险使得监管者和央行行长变得极为谨慎，这或许是正确的。但过度的谨慎本身并不是一种美德。它能够阻止市场因变得过大而招致风险，但也会扼杀诸如发展新市场和新的金融工具的创新。如果监管者只是固守死板的规定，而不是以广阔的视角来观察他们视野之内的机构在金融市场中面临的风险，谨慎也会制造更多的金融压力（当这种压力冲击系统时，会产生负面的影响）。

注意关联性，采取小步骤

面对如此多的挑战，我们应该从何开始呢？许多

必须进行的改革事实上是交织在一起的。例如，为银行和非银行的金融机构提供公平的竞争环境，就需要放松银行要为优先部门和政府融资的要求。但是在政府仍有大量的金融需求以及缺乏统一和灵活的监管体制时进行变更，将是非常危险的。

这种关联性不仅存在于金融改革之中，还存在于能够增强个人金融部门作用的更广泛的宏观经济改革之中。例如，允许外国投资者更自由地在公司和政府债券市场上进行投资将会增加这些市场的流动性，为基础设施投资提供资金，减少银行为公共债务融资的需求。也可以成为经济的额外风险缓

冲器。

考虑到印度丰富和复杂的政治进程，仅仅着眼于大局可能会导致进程瘫痪。因此，该报告也列出了能够推动改革进程和推动人们能够感觉到的福利增长势头的一系列需要实施的具体步骤。这些步骤大部分是争议较少，但决策者实施过程中仍需要拿出一些解决方案。例如，将贸易应收款的债权转换为电子形式，并且建立使它们能够作为商业票据来买卖的系统，这能够大大提高中小企业的信贷可及性。

我们相信，如果其他的政策能够与这份报告为金融改革构筑的路线图同时执行，将给印度的经济增长带来重大影响，并在政治和经济两方面为可持续的增长做出重大贡献。从另一方面说，若不进行改革，不仅仅意味着失去一次机会，还会成为给经济带来危机的源头。

Raghuram G. Rajan, 芝加哥大学商业研究生院金融学教授，金融部门改革委员会主席。Eswar S. Prasad, 康奈尔大学贸易政策资深教授，布鲁金斯学会高级会员，委员会研究小组成员。对本报告有贡献的其他研究小组成员包括Rajesh Chakrabarti (印度商学院)、Vinay D' Costa (ICICI银行)、Ajay Shah (NIPFP,新德里)、Jayanth Varma教授、(IIM, 艾哈迈达巴德)和Sona Varma (ICICI银行)。委员会的所有成员和对该报告有贡献的人员名单见该报告序言部分。