

中国金融改革， 未来会怎样？

陈志武 黄益平 巴曙松◎等著

解读国家战略，细绘发展格局，瞻望创新空间，集合应对策略
一本书读懂 中国金融改革的未来



THE FUTURE OF
FINANCIAL
REFORM



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

THE FUTURE OF FINANCIAL REFORM

中国金融改革，
未来会怎样？

陈志武 黄益平
巴曙松◎等著



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS
浙江大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

中国金融改革,未来会怎样? / 陈志武等著. — 杭州: 浙江大学出版社, 2017.4
ISBN 978-7-308-16665-2

I. ①中… II. ①陈… III. ①金融改革—研究—中国—文集 IV. ①F832.1-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 022604 号

中国金融改革,未来会怎样?

陈志武 黄益平 巴曙松 等著

策划编辑 徐 婵 王雨吟

责任编辑 张一弛

责任校对 董 唯 虞雪芬

封面设计 水玉银文化

出版发行 浙江大学出版社

(杭州市天目山路 148 号 邮政编码 310007)

(网址: <http://www.zjupress.com>)

排 版 杭州林智广告有限公司

印 刷 杭州钱江彩色印务有限公司

开 本 710mm×1000mm 1/16

印 张 17.25

字 数 230 千

版 次 2017 年 4 月第 1 版 2017 年 4 月第 1 次印刷

书 号 ISBN 978-7-308-16665-2

定 价 49.00 元

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社发行中心邮购电话: (0571) 88925591; <http://zjdxcbbs.tmall.com>

第一篇

金融创新与国家战略

金融战略与国家的兴衰 // 3

观察金融创新的几个维度 // 8

中国金融改革的变与不变 // 18

金融改革的中心工作：防范和化解风险 // 23

反思金融杠杆之殇 // 29

中国经济最大的风险 // 41

未来五年经济：究竟是去杠杆、稳杠杆还是加杠杆？ // 46

金融危机焦虑症 // 53

反思金融与实体经济的关系 // 60

发展金融租赁：去产能的一个新突破口 // 74

第二篇

金融科技新生态与新空间

什么是金融科技? // 81

如何推进互联网金融健康发展? // 97

挑战性转身:信息化银行建设 // 104

金融科技的核心技术及其应用场景探索 // 110

探索互联网金融可持续发展模式 // 118

“互联网+”时代,供应链金融何去何从? // 130

发展互联网金融之钥:调整大数据时代认知偏差 // 134

互联网金融行业将现四大变局 // 139

第三篇

区块链应用的挑战与机遇

金融领域遇阻,区块链应用最有可能从哪里突破? // 147

区块链:“去中心化”的极客创新 // 152

区块链:逼近奇点的价值互联网络 // 156

区块链开启金融体系变革 // 168

从银行视角看区块链应用 // 174

颠覆式创新:区块链技术及其应用 // 180

第四篇

金融监管的完善与重构

中国金融监管体制如何变革？ // 209

中国金融监管体系的重构路径 // 220

独立性欠缺是金融监管亟待补齐的“短板” // 230

金融科技的发展版图与监管挑战 // 236

金融监管改革：换汤更要换药 // 243

建设统一的国家金融基础设施之必要 // 254

互联网金融风险整治观察：股权众筹风险整治的逻辑 // 258

第三方支付新政：雷霆手段祛除顽疾 // 265

第一篇 金融创新与国家战略

金融战略与国家的兴衰

从经济史研究的角度来看,要把一个国家长久地做强,那就离不开创新。技术方面的创新非常重要,同时组织方面的创新、文化方面的创新也都非常重要。

一谈到创新,我们今天,不管是在中国还是世界其他地方都不太容易逃避的一个结论,就是美国很显然是世界创新大本营,引领世界很多方面的创新,特别是高科技创新,这是毫无疑问的。但是像我这样的人一直关心的话题是:为什么美国的创新能力那么强?是不是每一个美国人从一出生,他们的基因组成就不一样?当然我们都知道美国人主要是来自世界各个地方的移民,有来自欧洲的移民,有来自中国的移民,有来自印度的移民,所以,从基因上来说肯定与其他地方的人没什么差别。到底是什么使得美国的创新能力、创新文化那么强?这么多年的研究告诉我,以资本市场为主体的金融市场是最关键的。

资本市场发展带动创新

首先,以资本市场为主的金融市场是好东西。

道理很简单,比如在中国,今天我们终于看到了腾讯这样的公司。腾讯这个公司创办于 1998 年,到今天也不过 18 年。尽管才创办 18 年,但它的创始人马化腾的个人财富有一千多亿,将近两千亿。这将近两千亿的钱,相当多的是来自对该公司未来无限多年创造收益能力的贴现、求和得到的一个估值。换句话说,马化腾近两千亿的个人财富与其说是今天已经实现的收入,不如说是对未来收入的一个贴现,一个定价,一个可以提前变现的安排。

我之所以讲到这个,类似于马化腾及腾讯这样的案例在美国过去两百年左右的资本市场发展历程中已经出现了非常多个。一百多年以前,美国出现了爱迪生,今天我们熟悉的通用电气公司,其前身是由爱迪生于 1878 年创办的。爱迪生之后又有 20 世纪的盖茨,还有现在的谷歌的创始人……

就是因为美国资本市场很早形成了对未来做定价、做变现的这样一个能力,这样一来美国很多的年轻人、中国今天的年轻人就看到,只要你创业理念很好,创造出来的产品——不管是 QQ 空间还是微信——可以改变这么多人的生活,给社会带来方方面面的收益,人们就愿意对你的未来做非常高的定价。这样一来马化腾不用等上一百年、两百年,今天就能够让我们大家都看到他创办的公司能带来多高的价值,并以这种方式直接激发更多的千千万万个年轻人、中年人、老年人,大家都可以学着像马化腾这样去创业。

所以,从这个意义上来说,我们看到资本市场是一个好东西,尤其是就中国来讲。大家想一想,今天哪个行业创业创新的活力是最强的? 肯定是在资本市场上市的这些行业,其创新创业的活力是最强的。美国式的创新文化并不是因为他们的基因跟别人不同,而是因为激励架构,因为资本市场提供的方方面面的定价和变现的途径跟传统社会有很大的差别。特别是我们看到

不管是盖茨,还是谷歌的拉里·佩奇、谢尔盖·布林,很多的创始人,他们都是美国普通老百姓家庭出身的。

所以,正因为这一点,我们也看到了现代资本市场跟传统的银行有一个最大的差别,就是前者给普通人带来的成为亿万富翁的机会是原来传统的银行所没办法比的。道理很简单,我们都知道如果你要到银行借钱,要向银行融资的话,你必须要有自己的抵押品,手头上要有足够的资产,这就说明为什么银行对富人、对已经成功的企业是非常有利的,但对还没有什么资产、没有什么财富的普通人非常不利。

相比之下,私募股权投资和风险投资这些现代资本市场的企业融资手段,投资人看重的是未来收益,而看淡你手中的那些资产,这就是为什么我们可以看到今天的中国这方面学得越来越好了以后,很多的普通人开始受益。只要有很好的创新创业的能力,你也可以成为下一个马化腾。总之,以资本市场为主的金融市场对国家富强的促进,对创新文化的推动,对创新创业的激情的激发是非常根本的。所以,它是好东西。

政府在资本市场中应如何自处?

其次,既然资本市场是好东西,政府在中间应该扮演什么样的角色?这是我跟张维迎教授都很喜欢谈的一个话题。

我首先要强调,政府千万不要把资本市场当成政策工具。中国从1990年推出股票市场到现在,每次一想到要发展资本市场,要么就是为了帮助国有企业,要么就是为了推动政府的创新创业的宏观经济政策。千万不要这样做,如果要发展好资本市场,要发展好金融市场,政府应该做的就是不要为资本市场、金融市场的买方和卖方中的任何一方站台。

1990年的时候政府显然是帮助发行股票的国有企业站台。2015年6月股灾之前政府也是帮助资本市场的卖方(股权的发行方)站台,结果使得这些

资产的价格、股票的价格被抬得太高,泡沫被吹得太大。

每次政府为资本市场、金融市场一方,尤其为卖方站台,就必然意味着要牺牲掉买方的利益。因为这些互联网金融公司的股票被炒得那么高,股民们因此付出了很高的价格,这对股民、对买方是有利的吗?肯定是不利的。

这就是我们为什么要改变一些基本的观念,尤其是很多专家不要动不动一看到股市是好东西、资本市场是好东西后,就要去说服政府,为了经济发展,为了宏观经济政策,要一边倒地扶植这些发行证券的企业,为他们站台,然后以这种方式制造一个短暂的泡沫,短暂的欣欣向荣的局面。

这样做的话,最后的结果就像互联网金融行业一样,把金融市场、资本市场长久的发展前景断送掉了。尤其是一说到互联网金融,大家都知道去年之前,整个社会没有哪一个敢对互联网金融唱反调或者看衰的,因为大家都知道那时政府正一边倒地推动互联网金融。

我想强调一下最近一两年的一个应该停止的不好的趋势,很多地方政府看到私募股权投资和风险投资行业产业基金对经济的发展、对创新创业的好处以后,都在推出他们自己的产业基金。千万不要这样做,尤其是我们看到很多地方政府的官员说要推出自己的产业基金,而且不强调投资回报。大家都知道私募股权投资、风险投资,还有其他创业投资的基金行业之所以对美国的创新创业起了那么关键的作用,就是因为他们只追求投资回报。

如果有地方政府通过自办各种基金进入风险投资、私募股权投资行业,那会把本来应该是最市场化的、最追求市场喜欢的投资回报的这样一个行业搞乱了,让行业走向越来越非市场化,越来越不看重投资回报的道路,这样的话,本来市场化的一个好东西最终会变成“四不像”了。所以,从这个意义上来说,政府介入私募股权投资和风险投资以后,对真正市场化的私募股权投资基金和风险基金的“挤出效应”可能带来的负面影响会是非常大的。

最后我想强调一点,是最近大家讨论得也比较多的,关于金融改革到底改

什么。讨论来讨论去，讨论了好几年，到最后集中到把“一行三会”合并为一个大部委。我是希望千万不要这样，因为正是有“一行三会”，过去这些年，监管竞争才为私募基金行业，为中国的企业，为理财产品市场、信托市场，提供了一些发展的空间。

如果以后真的要把“一行三会”合并为一个单一的监管机构的话，那最后的监管竞争就不再有了。万一单一的大部委不作为，中国金融市场怎么办？中国经济怎么办？中国社会怎么办？那就可能没有哪条路能走通了。现在至少有“一行三会”，只要四个机构中有一个愿意有作为，就还可以有发展空间。

所以，我希望参与改革讨论的不同的专家学者和决策层应该记住：监管竞争也是好东西，不是坏东西。

总结一下我强调的三点：第一，政府不应该站边，不能把资本市场的发展当成政策工具；第二，地方政府不应该自己去做私募股权投资与风险投资，政府只要在建立公开公正透明的基本的资本市场方面做得很好，那就够了；第三，“一行三会”最好不要合并为一个大部委。

陈志武：耶鲁大学终身教授，
北京大学经济学院教授

观察金融创新的几个维度^①

为了使大家能够更好地理解金融创新,我想对金融创新做几个方面的评论。从整个金融市场发展的历史看,金融创新这个话题一直是从理论研究到政策制定争论的焦点问题之一,有积极支持的,也有尖锐批评的。我听过的有代表性的批评之一,来自曾经担任美联储主席的保罗·沃克尔(Paul Volcker)。他说:“在这么多年的金融体系发展历程中,唯一有价值的金融创新就是自动提款机。”由此可见,他认为其他各种各样的金融创新其实并没有太多的价值。当然,也有很多积极支持金融创新的学者。如果没有信用卡和支付清算体系的金融创新,现在大家到北大来上学,说不定还要从家里背金块银块过来,仅仅从这一点上来说,金融支付的通道、金融资源汇集和转移的渠

^① 本文根据2016年4月14日作者在北大汇丰金融前沿讲堂第二期上的点评录音整理所得,未经作者本人审阅。本文仅代表作者作为一位研究人员的个人看法,不代表任何机构的意见和看法。

道等领域都发生过重要的金融创新。

创新的理念最早来源于约瑟夫·阿洛伊斯·熊彼特(Joseph Alois Schumpeter)的创新理论,金融创新的思想则直接受到了熊彼特创新思想的影响。熊彼特和约翰·梅纳德·凯恩斯(John Maynard Keynes)是经济思想史上同时代的伟大的经济学家。两个人既广泛参与经济金融的实务政策,又是引领当时学界前进的代表性的学者。熊彼特还担任过银行的行长,虽然后来当得并不成功,辗转到哈佛大学当教授。大家可以在他的回忆录里看到很多有趣的细节描述。比如,据说他与学生讨论不同的主题时,会选择不同口味的酒来搭配,如果讨论经济思想史,他可能就会选择醇厚一点的酒。

熊彼特的《经济发展理论》《经济分析史》等代表性著作的中文版在很多图书馆都能找到。其中最受人关注的是他提出的创新理论,包括对创新的界定,他界定了新的生产函数。新的生产函数的建立过程就是企业家对企业要素进行重新组合的过程。其中包括哪些方面呢?第一是新的产品;第二是新的技术或者新的生产方法的应用;第三是新的市场的开辟;第四是对新的材料、原材料的供应来源的发现和掌握。相对应地,实际上金融领域的创新也是一样的,例如金融领域也有很多新的原材料——储蓄没有被充分利用。前段时间大家十分关注的余额宝,实际上将支付宝上闲置的零散资金,通过支付宝和货币基金的连接动员起来。金融创新也包括新的生产组织方式的施行等等。这几个方面都是支撑金融创新的重要构成。

如果检索一下金融创新的中外文献,关于金融创新的讨论也是非常多的,比如有的文献里提到,在阿罗-德布鲁(Arrow-Debreu)条件下,金融创新是没有必要的,这个时候市场上有足够多的风险收益相互独立的证券种类,证券的个数要大于不确定性风险源的个数。现在,金融市场又发生了重大的变化,在金融创新的理论研究和实践探索方面,有很多课题值得我们深入探讨。

关于跨越不同专业领域的金融创新,我想从理论上做一个简单的分类,从

三个层面区分各种不同的金融创新:

第一是宏观层面的创新。这与大的经济体制、金融体制以及经济增长方式相关。很多微观产品的转变背后都有大的经济体制、经济结构的背景做支持。还有一个很现实的因素,就是人口结构。人口结构与金融结构之间有着十分密切的互动关系,例如人口总体年龄偏小的时期储蓄率高,经济发展处于工业化、城镇化阶段时,以存贷款作为主要业务的商业银行在金融体系里常常占据主导地位。但是,随着人口老龄化越来越显著,保险业的相对重要性迅速上升。

同样,经济转型和增长方式的转变也会直接影响金融创新。过去 30 多年,中国经济发展呈现出典型的赶超型的增长方式。投资方的目标是非常清楚的,金融体系最大的任务,就是以最低的成本、最大的规模动员储蓄投到指定的目标。现在,我国面临经济转型,已经不再处于简单的“经济赶超”的时代,劳动力成本在上升,原来倚重的一些上游重化工业基本上都存在程度不同的产能过剩,需要转向鼓励创新。这个时候就需要找新的金融创新去支持这个经济转型的过程;否则,依靠传统的“存、贷、汇”业务模式的金融体系,很难支撑一个转型中的经济体系的创新需要。今天,我们看到的很多细分领域的创新,特别是直接融资创新,都与这些密切相关。

第二是中观层面的创新,这与金融机构的功能相关。实际上,宏观层面的环境剧烈变化,必然会在中观层面倒逼和促进金融机构在内部进行一些重大的适应性调整,包括组织架构、商业模式的调整等。大家可以对照观察中国的一些有代表性的商业银行,在经济发展的不同阶段,这些银行的客户定位、商业模式、主要的利润来源等方面都发生过巨大的变化。这本身就是一个中观层面适应外部环境变化的典型的“刺激—反应”过程,也是从中观层面推动金融创新的过程。

第三是微观层面的创新,主要表现为金融工具、金融产品的创新。

接下来,我想对这几个创新作进一步的评论:

第一,现在的金融创新已经使全球金融市场的同步性、关联性迅速提升。这是近年来一个非常显著的特点,不仅中国市场是这样,国际市场也是这样。为什么以前的金融危机冲击有限,而现在却快速传播?因为通过金融创新,全球各地的金融市场从宏观到中观、到微观,甚至是监管体制等,都越来越相似,成为一个网状的结构。曾任香港证监会主席、现任中国银监会首席顾问的沈联涛先生写过一本书叫《十年轮回》,讨论了亚洲金融危机到次贷危机,用了很大的篇幅来讲这个逻辑。这其中很重要的一点原因,就是金融创新使得金融市场之间的大量创新是跨市场的,在市场竞争驱动下,原来相互分隔的不同领域的金融机构通过大量的产品创新进入到对方的业务领域,我们将其简化为一个词,叫“大资管”,这是和原来“小资管”明显不同的一个商业模式。

最近,我也从金融市场角度对股灾进行了反思,回到金融创新层面,也有不少有意思的结论。例如,2015年的股灾爆发之前,保险、证券、公募基金、私募基金这些看起来由不同领域的金融机构发行的金融产品,它们的产品结构等却高度类似。所以,一个市场的波动,可以迅速地使风险在不同领域之间扩散。今天,在全球金融市场、金融创新的推动下,不同金融子市场之间的联系更紧密,但是风险的传染也更快捷,这是一个很难回避的现实。这也使得我们不仅要关注中国的金融市场,还要关注国际市场上美联储、欧洲央行等的主要动态。这是一个从金融市场运行方面可以说早已充分全球化的时代,我更愿意把次贷危机看成是金融市场通过活跃的创新已经高度全球化,而其监管还在国别化分割的状态下出现的一次市场冲击。

纵观人类的金融创新史,有一个非常清晰的“钟摆效应”,那就是:金融创新—市场波动—强化监管—放松监管—鼓励金融创新,这可以说是一个螺旋式地推动金融体系的发展方式。过度的金融创新往往会导致金融体系的风险和大幅波动,甚至会导致金融危机,因此催生出更为严格的金融监管。严格的