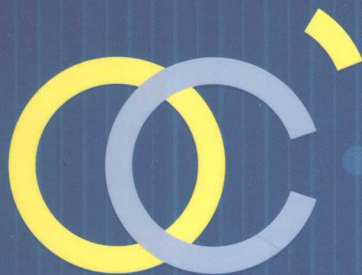


 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

中 国 金 融 论 坛 丛 书



程 炼 王 国 刚 主 编

# 中国金融发展与改革 (2015)

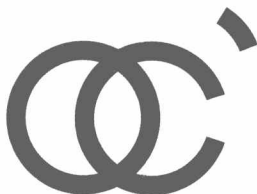
Chinese Financial  
Reform and Development  
( 2015 )



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

 中国社会科学院创新工程学术出版资助项目

中 国 金 融 论 坛 丛 书



程 炼 王国刚 主编

# 中国金融发展与改革 (2015)

Chinese Financial  
Reform and Development  
( 2015 )



社会科学文献出版社  
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

## 图书在版编目(CIP)数据

中国金融发展与改革. 2015 / 程炼, 王国刚主编. —北京:  
社会科学文献出版社, 2015. 6

(中国金融论坛丛书)

ISBN 978-7-5097-7386-4

I. ①中… II. ①程… ②王… III. ①金融事业-经济发展-  
研究-中国-2015 ②金融改革-研究-中国-2015 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 076205 号

· 中国金融论坛丛书 ·

## 中国金融发展与改革 (2015)

---

主 编 / 程 炼 王国刚

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 周 丽

责任编辑 / 许秀江 于 飞

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: [www.ssap.com.cn](http://www.ssap.com.cn)

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367090

读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 三河市东方印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 19.75 字 数: 293 千字

版 次 / 2015 年 6 月第 1 版 2015 年 6 月第 1 次印刷

书 号 / 978-7-5097-7386-4

定 价 / 78.00 元

---

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社读者服务中心联系更换

 版权所有 翻印必究

# 目 录

## 宏观经济形势与“新常态”

|                         |              |
|-------------------------|--------------|
| 国家资产负债表的治理信号 .....      | 李 扬 / 3      |
| 消费结构升级是新型城镇化的基本内涵 ..... | 王国刚 / 11     |
| “新常态”源流考 .....          | 王松奇 / 17     |
| 中国经济“新常态” .....         | 彭兴韵 费兆奇 / 21 |
| 针对当前经济金融形势的三点政策建议 ..... | 高占军 刘 菲 / 30 |
| 发展混合所有制经济应遵循五大原则 .....  | 郑联盛 / 42     |

## 货币政策与金融体系变革

|                         |          |
|-------------------------|----------|
| 应扩大实体经济部门的金融选择权 .....   | 王国刚 / 49 |
| 中国金融的未来 .....           | 王松奇 / 54 |
| 迎来金融大变革时代 .....         | 殷剑峰 / 58 |
| 改革我们的货币政策调控机制 .....     | 殷剑峰 / 62 |
| 经济“新常态”与货币政策“新思维” ..... | 彭兴韵 / 70 |
| 未来货币政策为谁转向 .....        | 彭兴韵 / 80 |

## 利率市场化与银行业改革

|                            |          |
|----------------------------|----------|
| 利率市场化改革的三条路径 .....         | 王国刚 / 89 |
| 利率市场化改革须走“外科手术式”渐进道路 ..... | 王国刚 / 95 |

|                           |           |
|---------------------------|-----------|
| 混合所有制改革与小银行发展机会 .....     | 王松奇 / 108 |
| 我国利率调控体系亟待完善 .....        | 曾 刚 / 112 |
| 利率定价构成折射“融资贵”成因 .....     | 曾 刚 / 117 |
| 影响货币市场价格的内外因素 .....       | 蔡 真 / 121 |
| 商业银行应从三个方面积极应对利率市场化 ..... | 李广子 / 126 |

## 地方政府债务与债券市场发展

|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| 地方政府性债务的政策选择 .....          | 王国刚 / 133 |
| 地方政府债务风险可控 .....            | 刘煜辉 / 148 |
| 地方政府债券关乎财政金融改革大局 .....      | 张跃文 / 153 |
| 地方债自发自还，市场化融资推进城镇化进程 .....  | 安国俊 / 157 |
| 公司债券回归，直接金融助力经济走出运行难局 ..... | 王国刚 / 161 |

## 股票市场改革

|                        |           |
|------------------------|-----------|
| 新股发行改革重在打破利益固化樊篱 ..... | 张跃文 / 175 |
| 优先股与商业银行改革 .....       | 全先银 / 179 |
| 股东积极主义不宜直接移植 .....     | 郑联盛 / 183 |
| 新股发行制度为何屡改屡败 .....     | 尹中立 / 188 |
| 信托产品刚性兑付制约股市发展 .....   | 尹中立 / 194 |

## 互联网金融与普惠金融

|                                    |                   |
|------------------------------------|-------------------|
| 从网络金融看金融改革新趋势 .....                | 王国刚 / 201         |
| “互联网金融”的神话和现实 .....                | 殷剑峰 / 207         |
| 移动支付普及还面临几大突出瓶颈 .....              | 杨 涛 / 214         |
| 第三方支付的转型与监管 .....                  | 杨 涛 / 218         |
| 互联网金融的现状、模式与风险：基于美国<br>经验的分析 ..... | 郑联盛 刘 亮 徐建军 / 225 |

普惠金融应注重商业可持续性 ..... 曾 刚 李广子 / 235

## 保险业改革与金融风险控制

保险及其功能再认识 ..... 郭金龙 周小燕 / 241

新型城镇化中保险业的定位与战略 ..... 刘 菲 / 248

抓住科技风险的管理要点 ..... 曾 刚 / 253

防范信用风险上升不应止于降息 ..... 曾 刚 / 257

稳步推进医疗试点为医改探路 ..... 阎建军 / 261

存款保险制度的国际比较及我国的路径选择 ..... 安国俊 曹 超 / 265

## 国际金融体系与金融对外开放

实现金融交易可兑换时机尚未成熟 ..... 王国刚 / 275

自贸区的价值在于创新金融体制 ..... 王国刚 / 284

国际视角下的人民币跨境市场建设 ..... 杨 涛 / 290

耶伦的学术思想、政策取向及经济影响 ..... 郑联盛 郑智理 / 296

## 宏观经济形势与“新常态”







# 国家资产负债表的治理信号

中国社会科学院 李 扬

党的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》（以下简称《决定》），明确提出了“加快建立国家统一的经济核算制度，编制全国和地方资产负债表”的战略任务。在国家最高层面上推动国家资产负债表的研究和编制工作，这在当今世界实属罕见，这充分显示了中国政府努力“推进国家治理体系和治理能力现代化”的决心和智慧。

2012年，由中国银行首席经济学家曹远征博士、德意志银行大中华区首席经济学家马骏博士分别牵头的三支研究队伍，几乎同时展开了对中国国家资产负债状况的研究，并先后发表了长篇分析报告。在中国研究界，多支研究队伍不约而同地对一桩纯属“帝王之术”的枯燥论题展开探讨，实属罕见。那是因为，自2011年年底开始，很多国外研究机构和投资银行借中国地方政府融资平台债务问题浮出水面且经济增长率有所下滑之机，彼此唱和地唱衰中国；少数国际评级机构甚至据此调低了中国的主权级别。中国经济学家自然不能坐视不理，编制中国的国家资产负债表（特别是政府资产负债表），深入剖析中国各级政府债务的源流、现状、特征及发展前景，评估主权债务风险，我们责无旁贷。

## 资产负债表助力国家治理

资产负债表原本是企业管理不可或缺的基本工具。基于权

责发生制，资产负债表通过一套精心设计的平衡表来实现经济评估：在负债方，反映企业某一时点的负债总额及其结构，揭示企业现今与未来需要支付的债务数额、偿债紧迫性和偿债压力大小；在资产方，反映企业资产总额及其构成，揭示企业在某一时点所拥有的经济资源、分布情况及赢利能力。将负债和资产结合起来，可据以评估企业的绩效，分析其财务弹性和安全性，考量其偿债能力及经营的稳定性。

国家资产负债表在国家治理乃至经济分析领域中的作用令人刮目相看是在20世纪90年代拉美危机之后。与过去的危机不同，拉美危机主要由过度借债引发，因而显出债务危机的典型特征。如此，资产负债表作为一种能准确刻画一国债务风险、评估其偿债能力的分析框架，理所当然地获得了国际社会的青睐。

资产负债表被引为主流分析工具之后，便迅速取得了一系列新成果。令人耳目一新的是对过去的危机的重新解释，特别是对危机在传导过程以及恢复过程中若干特别现象的解释。在这方面，日本野村综合研究所首席经济学家辜朝明的研究是最著名的。在辜朝明看来，主流经济学对20世纪经济大萧条和20世纪90年代以来日本“失去的20年”的原因的解释不得要领。他认为，危机的问题不在于货币的供给方，而在于货币的需求方。经济衰退是股市以及不动产市场泡沫破灭之后，市场价格的崩溃造成在泡沫期过度扩张的企业资产大幅度缩水，致使其资产负债表失衡，负债规模严重超过其资产规模。因此，企业即便仍然在生产经营，也难免陷入技术性破产的境地。在这种情况下，多数企业将自己的经营目标从“利润最大化”转向“负债最小化”，即企业在减少乃至停止借贷的同时，倾向于将其能够利用的所有现金流都用于偿还债务，不遗余力地“修复”资产负债表。倘若很多企业都奉行这种“负债最小化”对策，整个社会就会形成一种不事生产和投资、专事还债的“合成谬误”，这样，即便银行愿意提供贷款，也不会有企业前来借款；全社会的信用紧缩局面就此形成；危机的恢复过程，也因此被延缓。

2008年“百年不遇”的全球经济危机再次彰显了资产负债分析的魅力。此次危机，依然归因于发达国家的居民、企业和政府都负债经营或

消费，金融机构则相应地进行“高杠杆化”运作。病因在此，要顺利度过危机，显然就要以“去杠杆化”为必要条件。然而，“去杠杆化”至少涉及两个问题。其一，“去杠杆化”需要大量储蓄，需要大量资金投入；而储蓄率不易提高，资金更难寻觅。其二，“去杠杆化”作为经济恢复的主要路径，将全面引发“修复”资产负债表的行动。在这个过程中，各经济主体获得新增资金后，其优先选择的不是从事消费、生产和投资等货币当局希望产生的正常的经济活动，而是将之用于充实资本，减少债务，“修复”资产负债表。因此，在相当长时期内，向经济体注入资金反而会产生消费停滞、投资不振，以及信贷市场萎缩的效果。

典型的例证发生在美国。虽然这几年来由美联储和财政部发放的美元已经达到造成美国乃至全世界流动性泛滥的程度，但美国的信贷市场却仍在萎缩，以至于美联储的量化宽松操作不断加码，其资产负债表也前无古人地扩张了三倍。

我们要特别指出的是，这一次，中国也实实在在地感受到了资产负债表的冲击。一方面，企业债务、各级政府债务不断攀升，其严重性已经达到可被居心叵测者利用的程度；另一方面，货币和信贷供给巨额扩张，但实体经济仍然感觉“贷款难”“贷款贵”。诸如此类的复杂问题，我们都需要迅速回答。对编制中国的国家资产负债表首先做到“心中有数”，这显然是回答一切问题的基础和前提条件。

## 编制国家资产负债表的重要发现

中国社会科学院“中国国家资产负债表研究”课题组成立于2011年，首批成果形成于2012年。当时，我们已经编制完成中国国家主权资产负债表（2000~2010年），主要成果于2013年发表在《经济研究》的第6期和第7期上。课题组的研究成果多次被国际货币基金组织（IMF）、中国人民银行研究局、国内外一些知名投资银行引用。此外，关于中国国家主权资产负债表研究的英文论文，已经被收入国际货币基金组织出版的

专著中。2012年9月,课题组召开了“中国国家资产负债表分析国际研讨会”,来自中国人民银行、国家统计局、世界银行、国际货币基金组织的专家及相关领域的60余位知名学者与会。专家学者们自然不吝溢美之词,但也尖锐地提出了进一步完善的建议。这些建议指导了《中国国家资产负债表(2013)》的写作。

《中国国家资产负债表(2013)》在2012年研究成果的基础上,全面更新了数据,并增加了中国国家资产负债表的编制与分析。《中国国家资产负债表(2013)》的重要发现可概括如下。

(1) 2011年,中国的国家净资产(非金融资产加上净额对外资产)超过300万亿元。2007~2011年,中国国家资产负债表急剧扩张:国家总资产从284.7万亿元增加到546.5万亿元;总负债从118.9万亿元增加到242万亿元;而净资产则从165.8万亿元增加到304.5万亿元。这三个指标在5年内均几近翻番,并且增长速度均快于同期名义GDP的增幅。

国家整体的资产负债率,即总负债与总资产之比,总体呈上升趋势,特别是在受到金融危机影响较大的2009~2010年,其上升幅度更大。此后,其在2011年虽有轻微回落,但仍旧远高于2007年的水平。这一结构变化表明,在国家资产形成中,其对债务融资的依赖有所上升,进而造成债务风险相应提高。

(2) 国家净资产增加额持续小于当年GDP,表明并不是全部的GDP都形成了真正的财富积累。换言之,在我们产出的GDP中,有相当大的部分是无效的。这是因为GDP指标存在某些先天性缺陷:一些无效投资(对应的是产能过剩)甚至破坏资源环境的活动都被计入GDP了,而在财富形成中须将这些部分扣除。以2010年为例,净资产增加额与GDP的差距高达7.5万亿元,占当年GDP的18.7%。虽然不能断言这7.5万亿元都被浪费或损失了,但至少表明这一年GDP的质量大有问题。

(3) 近年来,总资产中存货占比激增,表明产能过剩问题非常严重。关于存货及其变化,这既可能与企业对经济复苏的预期(更多表现为主动加补库存,可理解为一种积极型存货增加)有关,也可能同中国当下普遍存在的严重产能过剩有关(更多表现为被动累积库存,可理解为一

种消极型存货增加)。我们倾向于认为,后一种解释,即产能过剩,可能是存货占比激增的主要因素。

(4) 主权部门(或广义政府部门,包括中央政府、地方政府、国有非金融企业、行政事业单位、中央银行以及国有金融企业)的资产大于负债,净资产额为正。这表明,在相当长时期内,中国发生主权债务危机的可能性很低。

2000~2011年,中国主权资产和主权负债都呈扩张态势。在主权资产方,非金融企业国有资产以及储备资产的增长最为迅速。在主权负债方,政府债务(中央及地方)、国有企业债务以及处置不良资产形成的或有负债的增长非常迅速。

由于12年来我国主权资产的增幅均高于主权负债,我国政府主权资产净值的规模一直处于不断增长之中。从2011年的情况看,按宽口径计算,中国主权资产净值为87万亿元。但考虑到行政事业单位国有资产流动性很差(因为要履行政府职能),以及国土资源性资产使用权的流动性也很差,并且也不可能一次性全部转让(事实上最近每年的土地出让金只有两三万亿元),因此,窄口径的主权资产净值为21.6万亿元。

(5) 2012年,中央政府与地方政府加总的债务接近28万亿元,占当年GDP的53%。如果将非金融企业、居民部门、金融部门以及政府部门的债务加总,那么全社会的债务规模达到111.6万亿元,占当年GDP的215%。这意味着全社会的杠杆率已经很高。为了给经济发展创造一个长期稳定的环境,“去杠杆”在所难免。

从总量看,中国的总债务水平低于大多数发达经济体,但比其他金砖国家(不包括南非)都高,属比较适中的水平,尚处于温和、可控的阶段。不过,鉴于中国的债务水平近年来上升较快,我们应当对此保持警惕。如果将地方债务或者更宽口径的主权债务考虑在内,中国政府的主权债务将有较大增长并带动总债务水平有较大幅度的提高。对此,我们绝不可坐视不理。

(6) 进入21世纪以来,中国政府和主权部门的资产负债表均呈现快速扩张之势。在资产方,对外资产、基础设施以及居民房地产资产迅速

积累，构成资产扩张的主导因素。这记载了在出口导向发展战略之下中国工业化与城镇化加速发展的历史进程。在负债方，各级政府以及国有企业等主权部门的负债规模以高于私人部门的速度扩张。这凸显了政府主导经济活动的体制特征。

(7) 国家资产负债表近期的风险点主要体现在房地产信贷、地方债务以及银行不良贷款等项目上，而中长期风险则更多集中在对外资产、企业债务以及社保欠账等项目上。无论哪一类风险，都与当前的发展方式和经济结构密切相关。因此，应对或化解风险的最佳途径还是转变发展方式，调整经济结构，实现健康、高效率、高质量、可持续的增长。

(8) 如果继续沿用现行养老保险体系，那么到 2023 年，全国范围内职工养老保险将出现资金缺口；到 2029 年，累积结余将消耗殆尽；到 2050 年，职工养老金累计缺口占当年 GDP 的比例将达 91%。另外，到 2050 年，中国全社会总养老金支出（包括职工和居民养老保险）占 GDP 的比例将达到 11.85%，这一水平与当前欧洲一些高福利国家的水平大致相当。

## 政策建议

通过对国家及部门资产负债表的研究，我们认为，应将促进发展方式转型作为实现国民财富持续积累、各经济部门协调发展以及应对资产负债表风险的根本手段，相应的政策建议如下。

第一，为降低对外资产负债表中的货币错配风险，应注重扩大内需，减少对外需依赖，放缓对外资产积累；同时鼓励“藏汇于民”，促进对外直接投资，推动人民币国际化。更重要的，在债权型货币错配状况短期内很难扭转的情势下，我们应更加积极主动地利用主权财富基金机制，降低货币错配的风险。

第二，减少政府对微观经济活动的干预，强化市场在资源配置中的决定性作用，降低政府或有负债风险。政府主导在赶超体制下发挥了重

要作用，但也因此积累了比成熟市场经济体更多的主权级或有负债。降低或有负债风险的根本途径，是减少政府对微观经济活动的干预，进一步推动市场化改革和政府转型，将隐性或有负债转变为显性直接负债，明确负债主体并使之多元化。

第三，推动债务性融资向股权融资格局转变，降低全社会的杠杆率，缓解企业的资本结构错配风险。在中国未来的金融发展中，应认真落实中共十八届三中全会《决定》，努力“健全多层次资本市场体系，推进股票发行注册制改革，多渠道推动股权融资，发展并规范债券市场，提高直接融资比重”，推动中国金融结构从债务性融资向股权融资格局转变。

第四，调整收入分配格局，深化国有经济布局的战略性调整，应对社保基金缺口风险。这方面可考虑进一步扩大国有资本经营预算收入的规模。要进一步扩大国有企业利润上缴的主体范围，除中央企业外，还包括地方国有企业、铁路等非国资委管理的垄断性行业、国有金融企业等，要尽快实行资本分红；同时，进一步提高国有企业利润上缴的水平，动态调整分红比例。在此基础上，加大国有资本经营收入补贴社会保障的力度。此外，进一步实施国有股减持，充实社会保障储备资金。在境内证券市场转持部分国有股充实全国社会保障基金的基础上，对非上市国有企业、控股上市公司的上级集团公司、已上市非增发部分的国有股份，在合理确保国有经济控制力的前提下，都可逐步酌情减持，并将减持收益部分划转社保基金。

第五，防范和化解房地产信贷风险。防范和化解房地产信贷风险的关键是促进房价向均衡水平合理回归。为此，应重点改革土地制度和财税制度。土地制度改革的核心是厘清政府的角色定位，逐步弱化政府作为土地交易者和直接经营者的角色，强化其服务者和监管者的角色。一方面，应改行政性强制交易为市场化自愿交易，政府不再凭借强制力直接介入土地资源的交易，而应按照“依法、自愿、有偿”的原则，由土地现有使用者和潜在需求者直接谈判和交易，政府只是作为第三方，负责制定交易规则，监督交易行为，提供交易服务，维护好交易环境和秩

序。另一方面，可考虑将政府系统和国有土地资产管理与运营系统分开，由单独的国有土地资产管理系统（类似土地国资委）执行所有者职能，并取得国家作为资源所有者应得的资源交易收益，政府只获取资源交易过程中产生的相关税收收入；政府也不再直接经营国有土地资产，而是由国有土地资产运营系统（类似国有土地资产经营公司）获得授权独家经营。在这种资源垄断性运营的次优安排下，政府需要强化其监管者角色，通过价格监管防止垄断定价和垄断暴利。在必要和可行的情况下，也可考虑成立若干个土地国有资产经营公司，形成适度竞争的市场格局，以避免畸高的垄断性价格。

第六，要妥善解决地方政府债务问题，关键是要通过体制性因素的调整，控制债务增量，削减债务存量。这主要涉及三个层面的改革：政府职能改革、投融资体制改革和财税体制改革。



# 消费结构升级是新型城镇化的基本内涵

中国社会科学院金融研究所 王国刚

2000年以后，随着温饱型小康的实现，城镇化成为推进中国经济发展、经济结构调整和城乡居民消费结构升级的一个主要机制。党的十八大报告指出，将城镇化与工业化、信息化和农业现代化并列为实现全面小康的主要经济社会载体，强调“提高人民物质文化生活水平，是改革开放和社会主义现代化建设的根本目的”，也是推进城镇化建设的根本目的。党的十八届三中全会在《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》中专列一个方面提出了“健全城乡发展一体化体制机制”，以推进城镇化发展中的改革。一段时间以来，虽然有关城镇化建设的研究在繁荣中快速深化，但也有一些基本的理论问题需要进一步探讨。

## 中国新型城镇化的三层含义

“城镇化”范畴的界定，直接关系到对城镇化的理解和研究取向。从已有文献看，“城镇化”的界定主要从人口角度展开，大致可分为三种。一是指人口向城镇集中的过程。这主要表现为各城镇居住人口的增加和城镇数量的增加，通常用城镇人口占总人口的比重来表示城镇化率。二是指从事农业生产的人口减少的过程。这主要表现为，从事农业生产活动人口减少的同时，从事工业、服务业等非农产业生产活动人口增加。三是指人口在地理空间上的聚集。这主要表现为在某些特定地理空间内