

新时代开启中的 金融改革

结构重整与制度创新

潘英丽 黄益平 主编

中国经济的高杠杆与系统性风险积累已引起各方高度关注

如何排查与防范金融风险，避免“灰犀牛”事件？

如何深化改革以提高金融服务实体经济的能力与效率？

金融监管改革：为什么改？如何改？

十余位学界和业界专家激辩

新时代金融改革的重点、难点和创新点

黄益平	刘胜军	彭文生	钱军辉
王戴黎	何知仁	伍戈	潘英丽
殷剑锋	陈杰	万秦雷	沈伟

中国经济开放论坛

新时代开启中的 金融改革

结构重整与制度创新

潘英丽 黄益平 主编

格致出版社



上海人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

新时代开启中的金融改革:结构重整与制度创新/

潘英丽,黄益平主编. —上海:格致出版社:上海人民出版社,2019.1

(中国经济开放论坛)

ISBN 978-7-5432-2920-4

I. ①新… II. ①潘… ②黄… III. ①金融改革-研究-中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 190448 号

责任编辑 钱 敏

装帧设计 路 静

中国经济开放论坛

新时代开启中的金融改革:结构重整与制度创新

潘英丽 黄益平 主编

出 版 格致出版社

上海人民出版社

(200001 上海福建中路 193 号)

发 行 上海人民出版社发行中心

印 刷 上海商务联西印刷有限公司

开 本 890×1240 1/32

印 张 8

插 页 2

字 数 175,000

版 次 2019 年 1 月第 1 版

印 次 2019 年 1 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-5432-2920-4/F·1158

定 价 48.00 元

序

近年来，中国经济的高杠杆与系统性风险的积累已引起国内外的高度关注。金融乱象与金融风险的积累很大程度上与金融体制的扭曲有关。党的十九大报告在讨论现代经济体系建设的部分中，对金融改革的任务作了具体的阐述：“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，深化利率和汇率市场化改革。健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线。”如何准确把握当前的经济、金融形势？如何推进金融体制改革以及相应的配套改革，才能守住不发生系统性金融风险的底线，并提高金融服务实体经济的能力和效率？2017年11月12日，北京大学国家发展研究院“中国经济开放论坛”和“朗润·格政”论坛联合召开了题为“十九大后的金融改革”的闭门研讨会，对此作了系统深入的探讨。

“中国经济开放论坛”是由上海交通大学安泰经济与管理学院和北京大学国家发展研究院联合主办的一个学术与政策研究论坛。论坛具有开放性，没有学科专业、理论流派和研究范式的限制，由关注和研究中国经济的海内外学者、政府部门和实

业界的经济学家共同参与。论坛不定期地在上海和北京等地举行专题研讨会,对中国经济改革发展过程中的重大理论、实践和趋势性问题进行多视角的研讨和交流。会议论文以论文集方式公开出版,以供学者、政府决策部门和实业界系统研究中国经济问题时参考。“朗润·格政”是北京大学国家发展研究院讨论公共政策问题的学术交流平台,本次闭门会议已是其举办的第93期学术活动。

本论文集收集了会议论文和部分特邀专家所撰写的论文14篇,组成了三个研究专题。

第一篇“宏观背景与金融改革总论”共收录五篇论文,侧重讨论了金融改革、债务周期及其与宏观经济的关系,以及系统性金融风险的系统性应对策略,给十九大后的金融改革提供了问题导向和改革方向双重视角的宏观框架分析。

《金融如何有效服务经济与社会发展》(潘英丽)一文理论结合实际系统探讨了金融服务实体经济和社会发展的基本条件。作者认为,社会分工的复杂性和未来的不确定性使家庭丧失了直接投资能力,这是金融业存在的理由,也是金融业内部专业化分工不断发展的原始动力;因此家庭是投资的最终委托人,而金融业本质上是投资中介服务业。货币信贷资本实际上是对社会稀缺生产资源的支配和使用权,货币信贷资本配置的有效性决定着社会资源配置的有效性;中国金融凭借国家信用的支撑在推进高杠杆经济增长方面具有“成也萧何、败也萧何”的效应。资金的集中和让渡,使更多社会资源从闲置或低效率使用状态转移到高效率用途中,从而在社会资源总量不变的条件下使高效率生产部门创造出社会新增财富,也即社会剩余价值或广义利息,它们来源于资源配置的优化。反之,金融资源错

配会导致产能过剩和资产泡沫，从而积累起系统性风险。金融 GDP 并非金融业对 GDP 的贡献而只是金融业运行中占用的社会资源。金融业获得的广义利息份额已超出合理水平，并且超额部分的获取是以金融资源错配为前提的。资本是无条件逐利的，金融“普惠性”则需要条件：稳定的货币信用环境，个人和企业信用的共享机制，通过法律强化金融机构的社会责任，并实施有效的金融监管。金融有效服务实体经济的条件是：以保护私产和防范商业欺诈方式培育和发展有效率的企业组织，以解决为谁服务的问题；以放宽市场准入、强化市场和法律的双重约束并通过解除人力资本瓶颈等方式拓宽产业投资渠道；同时要求转变政府的职能，加快退出金融的第二财政功能与政府的信用担保功能。

《未来我国财政金融体制的改革取向》（殷剑峰）一文在财政分权理论和金融发展理论的框架下梳理了我国财政和金融体制的演化路径以及现行财政金融体制导致的问题，并就未来“自上而下”改革的基本方向和原则提出了“顶层设计”思路。作者认为，我国的财政金融体制存在从集权到分权的两轮演变。2003 年以来再次出现增长型财政下的财政分权和金融约束弱化导致的金融分权趋势；各项经济活动都表现为对土地的依赖，形成了土地财政、土地金融和土地 GDP；而基于土地的财政、金融和经济增长都已不可持续。这种体制正在形成潜在的、不可忽视的系统性金融风险。我国也面临着欧元区同样的“不可能三角”：金融系统统一、金融分权和保持金融系统稳定。统一和稳定的金融系统是我们必然的选择，因此，金融分权趋势必须扭转。改革的方式不能是碎片化和“自下而上”的，必须是财政和金融体制同时进行的系统性改革。改革方向应该是基于

公共财政的财政分权和基于金融市场化体制的金融集权。这里，“援助之手”到“无形之手”的转变是根本：财政体制必须从增长型财政转向公共财政；金融体制必须从金融约束转向金融的市场化体制。

《中国渐行渐近的金融周期》（彭文生）一文在金融周期分析框架下，联系金融和实体、总量和结构，提供了一个从金融看宏观经济的全景式分析。作者认为，一个完整的金融周期大致持续 15—20 年，其代表性指标银行信贷和房地产价格显现中期波动趋势。2017 年美国金融周期缓慢上行，欧元区金融周期见底，中国金融周期则接近顶部，也是金融风险最大的时候。中国发生金融危机的概率较小，但金融周期加剧了中国经济结构的失衡，严重挤压实体经济，加大贫富差距。中国在一次分配中存在的权力寻租和地价上升是致使实业成本上升的两大扭曲因素；在二次收入分配中，财政支出对个人转移支付过低，与投资相关的专项转移过高；税收结构存在对劳动征税而对资本不征税；对消费征税而对投资不征税；以及低收入家庭实际税率过高等问题。未来要降低专项转移支付，增加一般性转移支付；提高直接税比重，开征房地产税。改善发展不平衡、促进公平，有利于促进金融周期转向调整。货币金融政策的调控和加强金融监管是另一大方向。2018 年的可能政策组合是稳货币、紧信用，财政适度宽松。经济增长放缓，但这是好事，有利于促进金融周期转向和改善经济结构。

《“债务—通缩”还是“债务—通胀”》（伍戈、詹硕、林雍钊）一文，从中国非金融部门负债占 GDP 比例已超过日本泡沫破灭和美国次债危机爆发时期的现实出发，探讨了债务与通货膨胀及债务与通缩的关系。文章从各国历史数据的观察中发现

债务对于物价的长短期影响是不一致的。从长期趋势看，高债务国家普遍通胀水平较低，甚至发生通缩；其客观机理在于债务的长期累积导致借款者还本付息压力增大并与资本回报率的边际递减一起导致其投资或消费支出的减少；而银行基于对借款者资产负债状况恶化及高债务不可持续的担心，往往收紧放款条件进而抑制融资需求，导致通货紧缩的发生。而债务短期增长率较高的国家，其通胀率则相对较高。在政策利率下降和货币信贷宽松的宏观刺激下，微观主体进一步增加债务杠杆，投资、消费出现短期“脉冲式”增长，社会信用扩张引致价格水平上升。中国的高债务状况短期内难以迅速改变，债务水平仍将高位维持一段时间。长期来看中国债务—通缩风险不容小觑，通缩阴影的彻底摆脱取决于未来债务杠杆的去化程度。目前，在去产能、金融去杠杆及房地产去库存调控下，债务短期增速已呈现边际放缓迹象，这将对未来 PPI 产生滞后的下行压力。

《防范系统性风险需要系统性的策略》（黄益平）一文探讨了系统性金融风险的形成原因与系统性应对的策略。作者认为，过去 40 年中国金融体系的相对稳定主要源于经济的持续高增长和政府的隐性担保。现在政府隐性担保越来越难，经济增速趋缓，杠杆率快速上升，新型金融风险露头以及监管存在缺陷等因素正在造成系统性金融风险的上升。头痛医头、脚痛医脚的做法不能解决根本性问题，系统性金融风险需要系统性策略来应对。要让市场决定金融资源的定价与配置，强化市场纪律，该违约的违约，该破产的破产；要发展多层次资本市场，支持实体经济发展，有效控制杠杆率的上升；“金稳委”应加强政策统筹，统一监管标准，做到金融监管全覆盖，协调各部门的经

济、金融政策；监管框架宜转向审慎监管与行为监管适当分离的“双峰”模式，尽快从机构监管转向功能、审慎和行为监管，并将金融发展的责任从监管部门分离出去；同时应适当平衡创新与稳定的关系，不搞“一刀切”。

第二篇“灰犀牛：金融风险排查与防范”共五篇论文，分别从非金融企业、政府预算与广义债务、房地产泡沫与影子银行以及供给侧改革动态过程中可能出现的金融风险等方面系统排查了当前中国系统性金融风险的现状与隐患，并对如何应对提出了相应思路。

《中国非金融企业偿债成本分析》（王戴黎）一文认为，企业偿债成本是一个比债务占 GDP 比例更好的金融系统性风险与金融危机的预警指标。文章对非金融企业部门中工业企业、国有企业和房地产开发企业的偿债成本进行了估算，国有企业偿债成本在 2015 年和 2016 年均突破 100%，平均意义上讲可支配收入已不足以对其债务还本付息，未触发大范围违约可能是债务偿还款期限大于假设的 13 年，或者本金无须偿还。文中以情景假设模拟分析探讨了不同货币政策取向下国有企业和房地产开发企业偿债成本的变化。货币政策紧缩可限制企业贷款余额的增加，但也将同时降低可支配收入，导致偿债成本最终不降反升。如何通过货币政策和宏观审慎政策“双支柱”在未来抑制企业杠杆率增长、保持可支配收入不受到显著负面冲击，将成为未来去杠杆工作中需要重点考虑的问题。

《我国政府预算体系与广义债务》（何知仁）一文指出系统性金融风险的积累与地方政府的软预算约束以及过度举债密切相关。因此，加快财政体制改革是防范和化解系统性金融风险的应有之义。文章着重梳理了我国政府预算和广义债务的现状，

结论是截至 2016 年底，我国政府的债务水平已略超《马约》划定的 3% 赤字率和 60% 负债率的“警戒线”。2017 年两者有望保持稳定。未来必须优化中央与地方支出责任的划分、硬化政府预算约束并健全地方税收体系。

《房地产泡沫与金融风险防范》（陈杰）一文从土地拍卖的案例分析入手，系统阐述了房价地价泡沫生成的经济、金融、政治和市场逻辑，指出房价地价暴涨和房价泡沫化现象对房地产市场健康、金融体系安全和宏观经济稳定都有很强的破坏性，需要高度警惕。对房价地价泡沫化现象的根本性治理需要从经济发展模式、投融资模式、土地供应模式、房地产市场治理模式、住房政策价值导向等多个角度入手。但防范新一轮房价暴涨则要求政府建立楼市预警机制，对过热倾向表明立场；明确目标，冷却市场预期；对相关金融创新举措实施有保有压；中央政府可以确立以房价增长率上限或住房保障为核心的考核指标体系，让地方政府因城施策。

《中国的影子银行：风险、规制与政策》（沈伟）一文对影子银行的基本特征、形成原因及其高风险性做了系统分析。文章指出，影子银行的复杂性对金融结构、市场机理和制度规范提出了深刻的挑战和更高层次的要求。考虑到私营企业融资很难完全脱离影子银行，政府应对影子银行有序规范，适度规制，而不应完全遏制其发展。影子银行的表外业务表内化是监管部门的规制重心。金融监管部门应把对影子银行的调控和金融业改革结合起来，构建网状金融监管体系，削弱银行在融资渠道中的主导地位，重塑中国金融市场和监管形态。在金融司法审判时需适度控制裁判民间融资活动的刑事法边界；有步骤地调整与修改遏制和惩戒民间金融活动的司法解释，修改健全重要

金融法律，对转型中的金融市场作出针对性的回应。地方立法机关也应进行有效的立法创新，面向地方性问题进行立法规制，规范地方金融有序发展。

《防范和化解供给侧结构性改革中的金融风险》（黄益平、王勋）一文运用国际流行方法和国际清算银行的债务/GDP 缺口指标对我国金融系统性风险进行评估，发现系统性风险在2015年和2016年处于高位，之后总体上已得到控制。作者排查和讨论了信贷支撑的一线城市房地产泡沫，影子银行风险在东北和资源衰退地区的相对集中，以及互联网金融的风险特征和人民币汇率贬值预期引起的资本外流等问题，建议加强对全国性中型银行和区域性金融机构的风险监测；采取措施降低理财产品过高收益率和影子银行的业务风险；尽快消除金融体系的扭曲因素，提升金融监管的有效性，通过提升效率来增强金融体系防范和化解风险的能力。

第三篇“金融与监管制度改革”由四篇论文构成，分别探讨了银行业结构改革、股票市场注册制改革、债券市场存在的问题与未来变革以及金融监管制度变革问题。

来自一线的银行高管宋志青博士在《亟待深化的银行业结构性改革》一文中系统分析了金融市场与银行体系流动性趋紧的问题及其形成原因，并对银行业结构改革提出了相应的建议。他认为，政府控制金融资源的同时承担着对银行风险兜底的责任，助长了商业银行对政府信用的严重依赖，进而导致资产质量与流动性下降的困境。他建议以市场准入牌照为资源，以吸收存量银行网点为手段，以服务中小企业为目标，吸引增量资本进入银行业，以此优化资产质量，降低总体杠杆率，形成更健康的商业银行的生态链；进一步推动国有商业银行的结构性

重组，主动退出县域市场和中小客户，转向科技化、批量化、批发性的业务，更多承担稳定银行业生态圈的主体责任；以更严格的“资本约束”、更科学的“存款保险制度”、更开放的混业经营和更协调的分业监管、更完善的司法体系，打破“刚性兑付”，提升金融市场管理风险的能力，提升金融业服务实体经济的能力。

《注册制改革：中国资本市场的“Big Bang”》（刘胜军）一文分析了作为股市乱象之源的IPO审批制问题，阐述了注册制的本质及其改革推进面临的障碍和主要问题。文章指出，无论从服务经济转型的改革大局出发，还是从资本市场内在规律出发，资本市场都需要来一场深刻的制度性改革，而其核心就是IPO注册制。只有监管者回归监管本源，资本市场才能回归服务实体经济的本源。IPO注册制方向虽明，推行依然艰难。影响注册制改革的不仅是修法进程，更在于“股指情结”，监管依然是短板。证监会应该把握好自身定位：（1）敬畏法律与规则：稳定股市，关键是稳定长期预期，后者要求维护法律与规则的严肃性和一致性。（2）敬畏市场：股市发展到如今规模，动辄上万亿的成交量，已非监管者可以操控的工具。（3）明确表态不以股价指数为政策目标：我们切不可把股市的系统性风险等同于金融体系的系统性风险。（4）回归监管主业：要对违法违规行为零容忍，无论违法者的后台有多硬，都必须一查到底，以坚持股市三公原则。

《从债券市场开放浅议建设更高层次开放型金融市场》（万泰雷、陈夙）一文以债券市场开放为视角，概括了高层次开放型金融市场的主要特征，阐述了债券市场开放与更高层次开放型金融市场建设的关系，总结了我国债券市场开放的现状与问

题，提出了通过政策工具箱的运用实现债券市场对外开放，建设更高层次开放型金融市场的建设性意见。文章指出，债券市场对外开放过程中仍然面临诸多问题。在会计准则与审计监管、信用评级体系标准、信息披露的内容、语言、频率和相关法律适用性以及仲裁与诉讼等方面都存在与国际规则的差异。如何处理好这些差异，把握好掌握规则主权、保护本土投资者利益与国际规则接轨之间的平衡，以开放促改革，这对监管者是重要考验。政府及监管部门需要不断总结调整，灵活运用流动性提升工具、基础设施工具、行政管理工具、税收工具和软环境建设等政策工具做好各种场景应用，动态把握债券市场对外开放的节奏和方向，推动建设更高层次开放型的金融市场。

《金融监管改革：为什么改？如何改？》（钱军辉）一文对金融监管改革提出了重要思路。金融监管改革的首要任务是提高金融监管的全面性。监管对象需扩大至各类金融活动的机构和个人，避免监管空白。除严格监视和惩处违法违规行为外还需甄别异常经营行为，防患于未然。对金融控股集团需实行综合监管，以消除监管漏洞和监管套利，提高监管效率。兼顾金融监管的专业性和全面性，要求调和（tradeoff）分业监管模式和统一监管模式，需强化分业监管部门之间的协调机制，建立有效的信息共享机制。新协调机制可设置接受人大或国务院授权和问责的负责人，拥有对分业监管团队进行监督和问责的权力，并可参考“金融卫士”构想建立对监管机构以及协调机制进行监督的独立机构，定期向社会发布金融监管的评估报告，提出监管改革方向性建议。以新协调机制负责人为首建立统一的研究中心，以长聘制聘用国内外人才开展独立研究，为所有监管团队提供支持。监管部门的人事制度应与对独立性的要求相契

合，应打破编制和行政级别的限制，允许高级监管人员来自市场和重返市场，并辅以参考市场标准的薪酬体系。

以上是对专家主要观点的总结，挂一漏万，权作论文集内容索引，供读者参考和批评。

潘英丽、黄益平

2018年3月

作者简介

陈 杰

经济学博士，上海财经大学讲座教授，校学术委员会委员，校高等研究院院长助理，不动产研究所执行所长，公共政策与治理研究院首席专家，公共经济与管理学院投资系博士生导师。瑞典乌普萨拉大学房地产与城市研究所兼职研究员。华东师范大学兼职教授，上海金融学院特聘教授。曾在复旦大学管理学院任教多年，并创办和长期主持复旦大学住房政策研究中心。目前兼任国际城市研究基金会（Urban Studies Foundation）董事，亚太住房研究网络（APNHR）执委会成员，城市土地学会（ULI）中国大陆顾问委员会委员，世界华人不动产学会理事和中国建筑学会建筑经济分会学术委员会委员等职。任 International Journal of Housing Policy 编委会国际顾问，亚洲不动产学会会刊 International Real Estate Review 副主编，世界华人不动产学会会刊《不动产研究》执行副主编。荣获上海市“曙光学者”、上海市房地产行业首批领军人才、上海市“浦江人才”称号。

陈 夙

北京师范大学经济与工商管理学院在读博士研究生，北京

师范大学研究生会副主席。主要研究方向为国际金融、货币理论与政策、资本市场。已发表多篇学术论文。

何知仁

上海交通大学金融学博士，美国哥伦比亚大学访问学者。现任上海发展研究基金会研究员。曾任兴业研究公司宏观分析师。

黄益平

经济学博士，北京大学国家发展研究院副院长，金光经济学讲座教授、北京大学数字金融研究中心主任。主要研究领域为宏观经济、金融改革与国际金融。现任中国人民银行货币政策委员会委员、国务院参事室金融研究中心研究员，同时兼任澳大利亚国立大学克劳福特公共政策学院 Rio Tinto 中国经济讲座教授，中国金融 40 人论坛成员（任学术委员会主席），中国经济 50 人论坛成员，英文学术期刊 *China Economic Journal* 主编和 *Asian Economic Policy Review* 副主编。曾任国务院农村发展研究中心发展研究所助理研究员，澳大利亚国立大学高级讲师和中国经济项目主任，哥伦比亚大学商学院 General Mills 经济与金融国际访问教授，花旗集团董事总经理、亚太区首席经济学家，Serica 投资基金董事，财新传媒首席经济学家，巴克莱董事总经理、亚洲新兴市场经济首席经济学家，以及中国人寿股份有限公司、五矿信托有限公司和阿里巴巴主导的网商银行的独立董事。

刘胜军

经济学博士，中国金融改革研究院院长，刘胜军微财经创始人。曾任职于深圳证券交易所综合研究所。2002 年加入中欧国际工商学院，任中欧案例研究中心副主任、中欧陆家嘴国际金融研究院执行副院长。2014 年 7 月应邀出席李克强总理主持

召开的经济形势座谈会，并作了题为《经济改革与转型发展》的专题发言。主要研究领域包括经济转型、经济与金融改革、金融科技。著作有：《下一个十年：一个青年经济学者的改革梦》、《谁伤了你的幸福：变革时代的纠结、迷惘与不公》、《管理的力量：中国经济挑战的制度求解》、《鲜花与荆棘：探寻中国企业全球化之路》、《中欧案例经典》、*China CEO: A Case Guide for Business Leaders in China*、*The Globalization of Chinese Companies: Strategies for Conquering International Markets*。经常接受国内外媒体采访，包括新华社、《人民日报》、第一财经电台、《纽约时报》、BLOOMBERG、CNBC、美国国家公共电台NPR、《经济学人》、BBC、NHK、《华尔街日报》、《英国卫报》、《凤凰卫视》、《外交家》、《沃顿知识在线》、《英才》、《新京报》、《华夏时报》等，曾受邀出席由欧洲理事会主席范龙佩与欧盟委员会主席巴罗佐共同主持的工作午餐会。同时还是达沃斯论坛、陆家嘴论坛的演讲嘉宾。

潘英丽

上海交通大学现代金融研究中心主任，安泰经济与管理学院教授，上海市政府决策咨询研究基地潘英丽工作室首席专家，中国世界经济学会常务理事，上海市世界经济学会副会长。主要研究领域为宏观经济学、国际金融理论与政策。近期主要成果有：《国际金融中心：历史经验与未来中国》（2010，三卷本）、《十字路口的金融体系：国际经验与中国选择》（2013，中英文国际论文集，主编之一）、《国际货币体系未来变革与人民币国际化》（2014，三卷本）。1996年因为发展我国社会科学教育事业作出的突出贡献，获得国务院特殊津贴。2002—2011年担任中国海运集团公司专家委员会委员。2011年以来担任招商