

实体经济与金融如何实现相互促进、良性互动？

这可能并不仅仅是哪一方如何单纯地服务于另外一方的问题，

而更多的是一个相互推动的过程，

新周期需要新金融的推动，而新金融也需要新周期的支撑。

巴曙松◎著

新周期与**新**金融

*New Cycle
and
New Finance*



厦门大学出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS

国家一级出版社
全国百佳图书出版单位

新周期与新金融

巴曙松◎著



常州大学图书馆
藏书章



厦门大学出版社 国家一级出版社
XIAMEN UNIVERSITY PRESS 全国百佳图书出版单位

图书在版编目(CIP)数据

新周期与新金融/巴曙松著. —厦门:厦门大学出版社,2018.5

ISBN 978-7-5615-6907-8

I. ①新… II. ①巴… III. ①金融体系-研究-中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2018)第 059365 号

出版人 郑文礼
策 划 宋文艳
责任编辑 宋文艳 吴兴友
责任校对 杨木梅
责任印制 朱 楷
装帧设计 李夏凌

出版发行 **厦门大学出版社**
社 址 厦门市软件园二期望海路 39 号
邮政编码 361008
总 编 办 0592-2182177 0592-2181406(传真)
营销中心 0592-2184458 0592-2181365
网 址 <http://www.xmupress.com>
邮 箱 xmup@xmupress.com
印 刷 厦门集大印刷厂

开本 720mm×1000mm 1/16
印张 21.75
插页 3
字数 335 千字
印数 1~5 000 册
版次 2018 年 5 月第 1 版
印次 2018 年 5 月第 1 次印刷
定价 78.00 元

本书如有印装质量问题请直接寄承印厂调换



厦门大学出版社
微信二维码



厦门大学出版社
微博二维码

前 言

近几年，我的工作地点虽然在北京、纽约和香港等不同城市之间转换，从事的工作各有不同，做过大学的访问学者，也担任过政府智库的研究人员，还从事过金融机构的具体经营管理，以及行业协会与学会的研究工作，但是，从工作的性质看还是一以贯之的，那就是以研究者、观察者、思考者的心态，参与一些具体的金融政策与市场活动，并从中发现值得思考的问题，进行跟踪分析。不定期将这些分析与体会进行梳理，分享给读者，这便是编纂这本书的初衷。

在金融市场上，经验之所以重要，很关键的一个原因，是因为市场往往在多方力量的推动下，呈现周期性的往复波动，前一个周期的经验往往可以在经历新的周期时提供一些参考。与此同时，每一轮周期都有所不同，也就是说，每一轮经济周期都可以说是特定意义上的新周期。作为一名金融市场的观察者和研究者，自然思考得比较多的，是在不同的经济周期下，金融业正在出现的新变化。这也就是本书命名为“新周期与新金融”的由来。

当前，中国经济发展正在进入新时代，随之而来的是，改革开放以来在高速增长支持下的金融体系，随着经济增长速度从高速向中高速增长的回落，货币化进程也逐步接近尾声，原来的金融增长模式必然面临调整，并且可能新的增长环境下呈现出风险逐步释放的趋势。特别是经济结构也在宏观增长逐步趋稳时出现重大分化，部分产能过剩企业的风险并未出清，优质企业尚在培育过程中，新兴的金融机构崛起并带来日趋激烈的竞争，传统金融体系难以寻找到优质的客户和资产，为了追求利润的增长，金融机构就可能会选择让部分资金在金融体系内部循环，从而衍生出各类

金融乱象。从金融体系自身的发展规律来看，金融具有一定的顺周期性，即在经济运行的上行周期中，伴随着旺盛的融资需求和不断上升的资产价格，金融体系也将走向上升通道，而金融体系的繁荣又将进一步推动经济的繁荣和资产价格的上升；但是在经济运行的下行周期中，资产价格缩水，企业经营状况恶化，融资需求不断萎缩，金融体系也将步入下行周期，从而导致经济进一步下行。虽然经济发展方式的转变，并不意味着经济必然步入下行周期，但金融业为了在经济发展方式转变的调整过程中减少阵痛，继续维持较高的盈利水平，就可能走向高风险的自我加杠杆阶段。

在这样的背景下，宏观金融政策越来越关注防风险，金融行业在这样的新的市场环境和政策基调下，可能面临的是重新洗牌，也可能面临一轮对原有的商业模式的全面洗礼。经历乱象丛生的高风险阶段，在强监管的外部约束下，金融业也将经历巨大的发展方式和结构性调整，进而逐步实现金融行业的高质量发展。党的十九大已把防范化解重大风险作为决胜全面建成小康社会三大攻坚战的首要战役，金融风险自然被认为是当前最突出的重大风险之一。根据中共中央近期印发的《深化党和国家机构改革方案》，传统的“一行三会”金融管理体制已经被打破，银监会和保监会将合并组建中国银行保险监督管理委员会，并将拟定银行业、保险业重要法律法规草案和审慎监管基本制度的职责划入中国人民银行。可以预料，在新的金融管理体制下，将重点针对在原有监管体制下游离在监管范围之外的影子银行业务，监管职责不清晰的、监管主体不明确以及受到多头监管或重复监管的金融机构及业务，受到各自监管权限约束无法实施有效监管的交叉金融领域，从事相同类型的业务但监管标准不一致、较易产生监管套利的金融业务加强监管，而这些业务正是目前金融乱象的主要聚集地。在防风险、强监管、治乱象的大背景下，金融行业将逐步从前期的高风险加杠杆阶段步入规则重新建立和完善、风险陆续释放和暴露、行业重新洗牌和转型的新阶段。

在行业的重新洗牌中，如果能洞察经济发展方式的转变，金融体系就可以找到新的发展机遇。去杠杆可以说是金融行业洗牌的推动力。如何在行业洗牌中占据主动，才是金融机构下一步重构市场格局的关键。当前，宏观政策越来越关注中国社会的主要矛盾转化为人民日益增长的美好生活

需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾，从宏观经济的角度来看，中国经济中不平衡不充分的地方可以说是未来经济转型的着力点，也是最有可能形成未来新的经济增长点，同时也最有潜力成为金融业服务的主要对象。一方面，居民消费加快升级，如何在消费金融领域加强金融服务将成为近期金融机构业务拓展的重要方向；另一方面，科技创新进入活跃期，区块链、大数据等科技创新已经在逐渐改变我们的生活方式和金融服务，可以预计这些金融科技的发展将成为未来很长一段时间内推动金融创新的主要因素。

如何顺应经济发展规律，在经济新周期中找到金融发展的新方向，便是这本书思考的主要内容。本书主要收录了我作为金融从业人员的一些论文、报告、随笔及演讲整理稿，其中部分文章是我和我的学生共同完成的，很多内容也来自我和他们讨论中碰撞的思想火花。感谢厦门大学出版社及宋文艳总编，是他们的督促让我有了将这些文章集结成册的动力。在本书的写作和编纂过程中，不少金融行业的领导和专家学者都为我提供了大量的宝贵资料和建议，恕不一一列明，在此也一并表示感谢。尽管在本书的写作中投入了大量精力，但由于专业水平有限，错误和不足在所难免，恳请各位专家指正，以期在今后的跟踪研究中不断改进。

巴曙松

2018年3月



宏观经济与金融体系

- 中国经济：是新的波动形式而非新周期 /003
- 中国经济的新阶段与金融行业的新特征 /014
- 依靠货币刺激难以解决经济的深层次结构矛盾 /022
- 金融去杠杆的缘起与走向 /026
- 稳住杠杆率上升的斜率是更为现实的政策取向 /033
- 加快推进适应新常态的金融改革 /037

金融机构

- 客观看待中国银行业发展前景 /043
- 从商业银行的视角洞悉经济转型 /049
- 中国银行业应对 3.0 时代挑战 /053
- 委外业务仍有存在空间，应由通道型升级为解决问题型 /059
- 国内外商业银行净利差的界定与计算 /066
- 新常态下的商业银行转型新趋势 /072
- 零售银行业务引领商业银行转型发展 /083
- 直销银行未来如何“上下求索” /087

- 银行理财：风险渐次释放，重回平稳轨道 /093
- 国外“现金贷”业务发展经验以及启示 /100
- 银行理财将回归资产管理本质 /106
- 投资新三板：从发展趋势到风险管理 /114
- 打破刚兑正在进行时：资产管理行业如何因此洗牌 /123
- 资产管理业的核心竞争力 /127
- 从资产管理行业发展看金融结构变革趋势 /129
- 中国保险资管境外配置渐成趋势 /139
- 我国基本养老保险制度待遇水平测算及影响因素分析 /150
- 我国小微企业贷款保证保险相关问题研究 /168

支付清算业

- 当前中国网络支付业的推动力、风险评估及监管 /185
- 中国第三方支付格局会因网联而如何改变 /195
- 金融改革背景下的中国支付清算行业发展 /204

普惠金融

- 普惠金融的技术变革与新常态下的中国发展路径 /211
- 经济调整期小微金融的发展路径与创新 /216
- 人口老龄化对中国金融体系的影响 /224
- 小贷公司可持续发展之道 /230
- 绿色金融：有何挑战？机遇何在 /237

城镇化

- 中国农地改革的路在何方 /245
- 中国城镇化呈现“3+6”格局 /250
- 城镇化融资改革需要重点关注哪些问题 /252
- 探索 PPP 发展的中国路径 /258

- 如何为 PPP 项目插上资产证券化的“翅膀” /263
- 创新融资模式的四个新趋势 /271
- 中小企业融资创新趋势 /275

金融监管

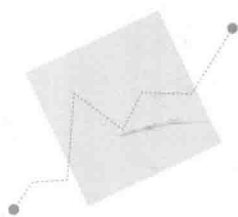
- 中国实施巴塞尔协议III进展与对策 /283
- 如何化解“灰犀牛”之地方债务风险 /290
- 监管如何驱动银行委外业务转型 /294
- 全球系统重要性银行：强调更高的损失吸收能力 /303
- 从金融结构角度探讨金融监管体制改革 /319
- 从金融结构演进角度客观评估当前的“影子银行” /333

宏观经济与 金融体系



New Cycle and New Finance

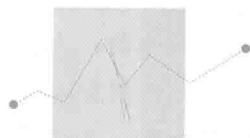
- 中国经济：是新的波动形式而非新周期
- 中国经济的新阶段与金融行业的新特征
- 依靠货币刺激难以解决经济的深层次结构矛盾
- 金融去杠杆的缘起与走向
- 稳住杠杆率上升的斜率是更为现实的政策取向
- 加快推进适应新常态的金融改革



新周期与新金融
New Cycle and New Finance

中国经济：是新的波动形式而非新周期*

进入2017年以来，中国多项经济数据有所回暖：不仅经济增长总量连续同比上升，消费、出口贸易等细项数据也出现连续改善。基于经济数据的短期回暖，关于中国经济是否即将开启一轮“新周期”的讨论也在持续进行。对此，笔者认为，一方面，国内并不具备能够从结构上显著影响经济增长的条件和因素；另一方面，全球经济总体上复苏乏力，逆全球化思潮仍在蔓延。因此，中国目前的经济状况更多应属于一种新的波动形式，尚不能称为一个新周期的开始。



中国经济自身尚在出清

从国内自身的角度来看，新周期需要通过要素重塑经济增长的供给端与需求端；而当前，中国经济及金融体系仍处在出清过程中，只是呈现出新的波动特征，算不上进入新周期。

经济周期是宏观经济体在发展过程中的趋势和节奏变换，因此，要判断一轮新周期开始的起点，也需将视野拉长，对经济增长的影响因素加以分析。从国内外经济周期启动的经验看，新周期启动往往需要有低要素价格、低资金价格和新的增长点等条件。其中，低要素价格主要取决于人口增长的长期影响，以及新技术带动下劳动生产率的提高，推动生产要素成

* 朱虹参与本文的起草与讨论，本文发表于《中国外汇》2017年第17期。

本的一次性下降和人力资本的相对价值重估。低资金价格则体现为在降息、降准以外的，对金融去杠杆改革和新的融资渠道的拓展。更值得关注的是，新周期的启动需通过发掘新的增长点刺激需求端，形成长期可持续的经济增长动力。

首先，影响国内要素价格的渠道之一是人口结构的长期趋势性变动，而我国老龄化带来的劳动力供给下降，则直接拖累了经济的潜在产出（见图1）。2010年，中国开始出现人口红利拐点：15~64岁的劳动年龄人口增长率持续为负，人口老龄化趋势形成。这直接影响着供给端劳动力和需求端总人口的双重边际变化。供给端方面，劳动人口的边际降低将影响人力资本的存量，并进一步影响劳动要素价格；需求端方面，总人口的边际减少将在中长期内对住房需求产生结构性影响。

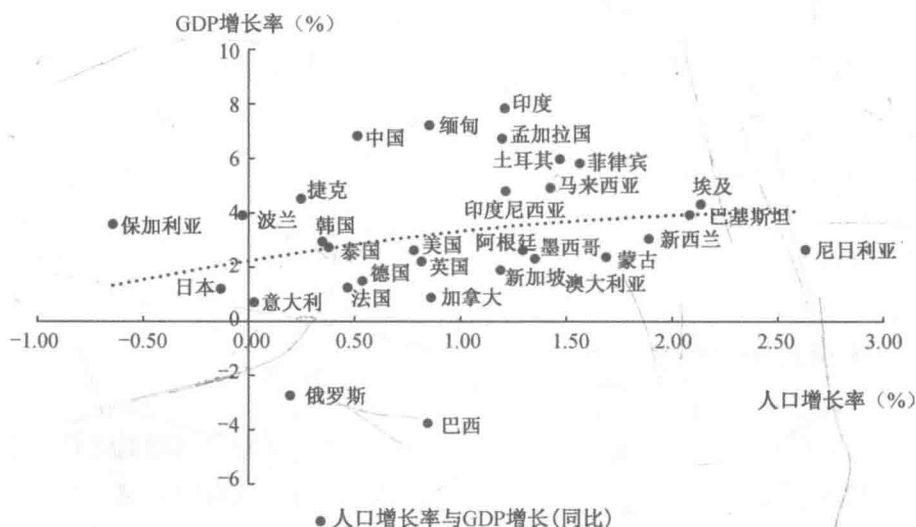


图1 全球各国人口增速与经济增长

数据来源：Wind 资讯。

化解人口老龄化趋势对经济增速拖累的方法在于通过结构性改革，改善人力资本的供给质量。以人口老龄化最为严重的日本为例。尽管劳动力数量的下降对日本经济增长产生了负向影响，但人力资本质量的改善也在对其经济增长动力形成正向贡献（见图2）。在当前的时点上，中国人口进

入老龄化阶段已得到确认，老龄化的不可逆特征将使人力成本长期处在相对高位。因此，在推出使得劳动力供给结构进一步改善的重大改革之前，要素价格方面并不支持新周期的开启。

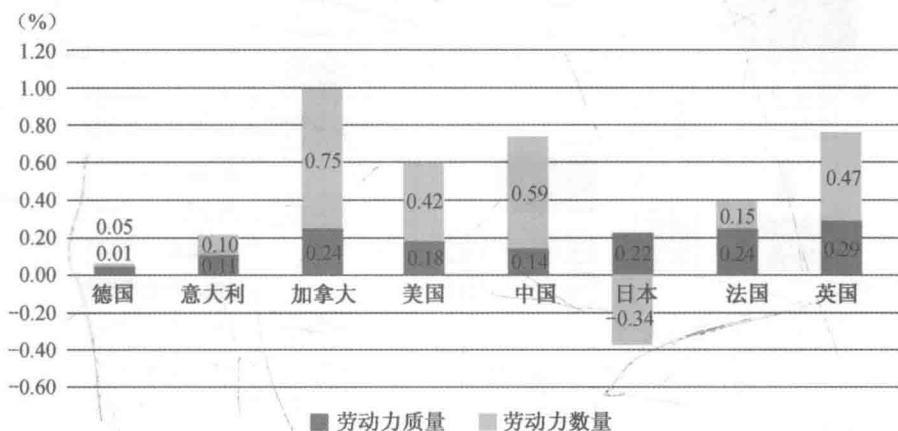


图2 老龄化背景下各国劳动力对经济增长的贡献度

数据来源：The Conference Board Total Economy Database。

其次，从资金要素层面看，当前中国国内的融资成本与历史水平相比仍然处于相对偏高的水平。引起融资成本上升的原因之一，是融资通道的复杂化。因此，在经济、金融体系的去杠杆取得实质性进展之前，资金环境可能会促进经济波动的短期回暖，但并不足以支撑经济进入新周期。近年来，中国各类金融机构进入快速发展期，金融行业的资产规模扩张迅速。金融业过度繁荣带来的问题是，在资金流转的过程中，脱虚向实的链条被明显拉长，资金在经历更多的环节和机构分成之后，实体部门的融资成本也会有所上升（见图3）。金融去杠杆的实质是拆解这一被拉长的环节，促进整个交易过程的透明度提升；但由于金融杠杆与实体部门杠杆存在相互交叉的问题（见图4），如果金融去杠杆进程过猛，对于企业融资产生的压力也会相应上升。在当前的经济“稳增长”和“控风险”的双重目标下，去杠杆政策会更注重控制降低现有杠杆率和缓解企业融资压力之间的节奏，因此，资金成本的降低不可能一蹴而就。从这个意义上说，新周期的开启也需要融资渠道的拓宽以及去杠杆取得进一步成效后再加以讨论。

融资链条拉长，实体部门融资成本提高，风险积聚

实体部门融资规模和结构产生变化

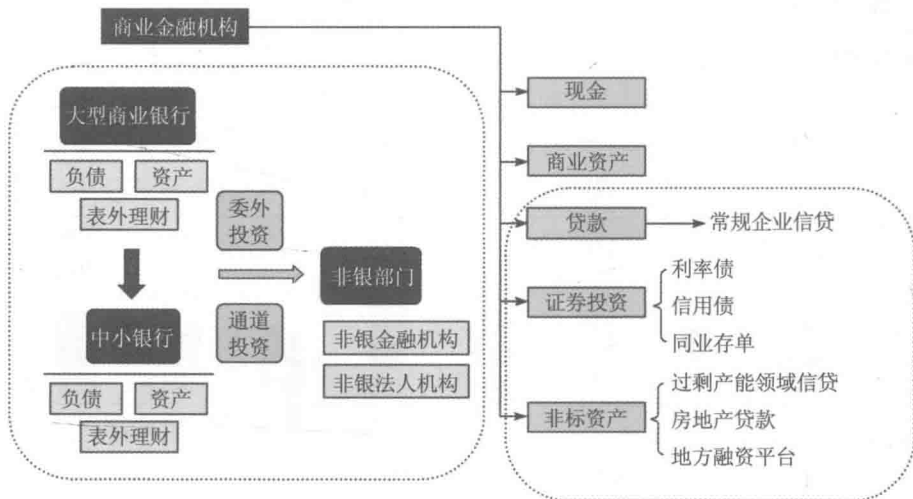


图3 融资链条拉长与去杠杆的必要性

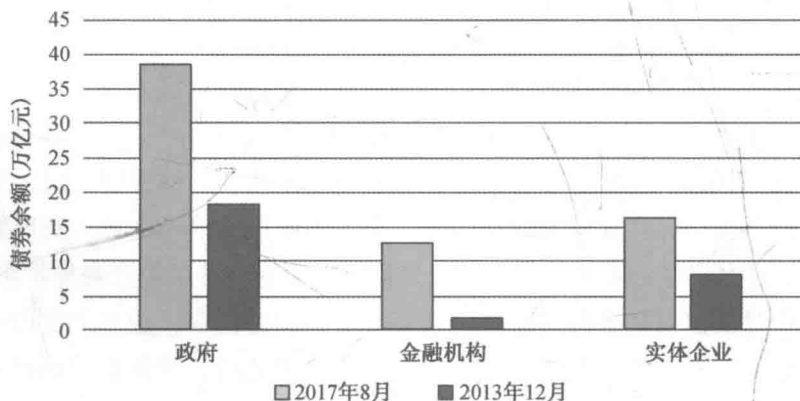


图4 债市加杠杆期间，资金流向金融机构和实体企业

数据来源：Wind 资讯。

最后，新周期的出现取决于经济环境内外部能否发掘出新的、带动效应明显的增长点，并刺激需求端，形成长期可持续的经济动力。按照“波峰—波谷”法，可以将中国改革开放以来的GDP增长率划分为三个大的

周期(见图5)。从各轮经济周期的扩张期看,第一轮经济周期(1981年至1990年)主要得益于改革开放的提出,第二轮经济周期(1991年至1998年)得益于社会主义市场经济体制实施带来的红利,第三轮经济周期(1999年至今)则受到加入世贸组织和重工业化的双重带动,也离不开通过金融兜底和国企破产兼并化解国企的巨量债务,以及房改、税改等改革措施。不难看出,中国经济每一轮新周期的形成,基本都处于大的制度红利释放期。

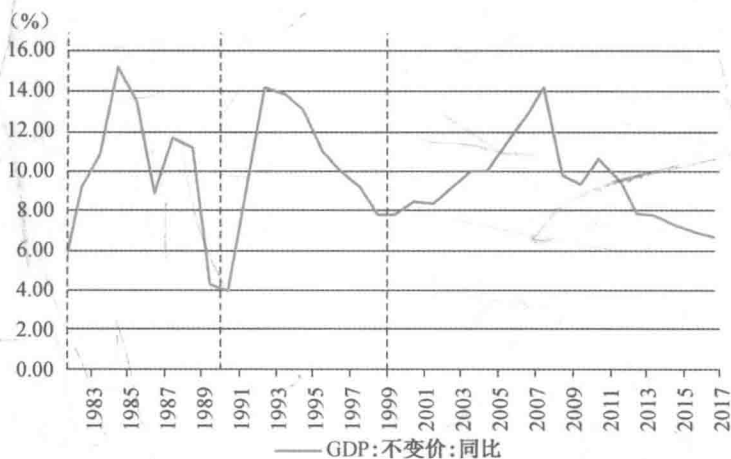


图5 中国经济增长的几轮周期

数据来源: Wind 资讯。

全球经济新周期尚不明确

从中国经济的外部环境看,当前世界经济复苏缓慢,全球经济的新周期尚不明确。这也会直接影响到中国经济的波动。

中国经济发展大转型与世界经济增长动力转换是并行交织的。经济、金融的全球化使得全球各经济体之间的经济依存度不断增强,拓宽了全球冲击向各国外溢的渠道,也使得任何一个经济体的经济运行无法脱离全球经济周期而独自存在。即便当前逆全球化思潮泛起,也并没有改变这一趋势。客观上说,中国经济增长既是全球增长的重要贡献力量,同时也受全

球经济轮动的直接影响。长期而言，不同国家之间的宏观经济增长因为相互影响而具有较强的同步性。

近期中国经济数据的回暖，出口贸易的繁荣是主要贡献力量之一（见图6）。随着欧美杠杆修复的相继完成，美国率先引领全球经济复苏；欧盟在进一步量化宽松政策的刺激下，经济增长亦有所恢复。全球经济企稳回升，构成了中国国内贸易短期复苏的基础。但如果从全球经济需求是否长期可持续这一角度来分析，结论并不十分乐观。当前，全球经济弱复苏主要来源于发达经济体宽松的宏观政策刺激，且欧美的经济复苏并未恢复到金融危机前的水平（从进口需求角度可以间接得到验证），日本和新兴市场国家更是依旧处于经济复苏乏力的状态（日本还面临着高杠杆率与货币政策、财政政策扩张相互掣肘的问题）。鉴于全球经济增长同步性的升高，总体呈现弱复苏态势的全球经济（见图7），尚不足以支撑中国经济开启新的周期。

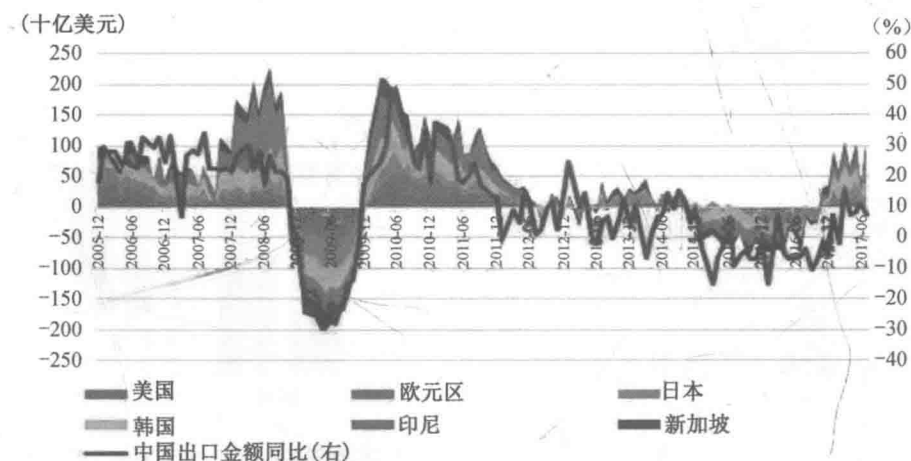


图6 全球进口增速扩张是带动中国近期出口回暖的主要原因，但主要经济体需求仍弱于危机前水平

数据来源：Wind 资讯。