

FINANCIAL SUPPLY-SIDE  
STRUCTURAL REFORM

# 金融

## 供给侧改革

贾康 黄益平等◎著 财新传媒◎选编

深度解读 金融供给侧改革的逻辑和路径  
精准把握 中国国家发展战略的本质和方向

---

落实金融改革开放任务，推进金融改革开放举措，  
让金融服务于实体经济，在新发展理念下提升中国核心竞争力

贾康 / 管清友 / 黄益平 / 沈建光 / 任泽平 / 黄奇帆 / 徐忠



ZHEJIANG UNIVERSITY PRESS

浙江大学出版社

## 图书在版编目 (CIP) 数据

金融供给侧改革 / 贾康等著. 财新传媒  
选编. —杭州: 浙江大学出版社, 2019. 8  
ISBN 978-7-308-19271-2

I. ①金… II. ①贾… 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(2019)第 124609 号

## 金融供给侧改革

贾 康 黄益平 等著 财新传媒选编

---

责任编辑 卢 川  
责任校对 陈 翩 周 群  
封面设计 卓义云天  
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 杭州中大图文设计有限公司  
印 刷 浙江印刷集团有限公司  
开 本 880mm×1230mm 1/32  
印 张 8.875  
字 数 199 千  
版 次 2019 年 8 月第 1 版 2019 年 8 月第 1 次印刷  
书 号 ISBN 978-7-308-19271-2  
定 价 58.00 元

---

版权所有 翻印必究 印装差错 负责调换

浙江大学出版社市场运营中心联系方式: 0571-88925591; <http://zjdxcs.tmall.com>

## 何谓金融供给侧结构性改革

凌华薇

《财新周刊》主编

以往,银行业谈的是如何配合供给侧改革,2019年年初中央新提出金融供给侧结构性改革,直指金融业自身。对此,各界有不同解读。中财办原副主任杨伟民称这主要指应提升直接融资比重;银保监会主席郭树清在全国“两会”答疑时表示,最重要的内容是增加金融机构对民营企业的融资;银保监会新闻发言人肖远企给出了相对系统和完整的解释。

金融供给侧结构性改革针对的是金融业的效率,金融机构、监管机构如何各尽其责,则考验专业能力。说到底,是让金融机构按经济规律办事。首先需要提高金融机构自身效率,这取决于公司

治理、业务能力、风险控制；第二是外部条件，包括政策、法律、监管能否创造一个公平有序的竞争环境。

中国是主要依靠银行间接融资的经济体。为什么政策面一直呼吁要提升直接融资比例？是因为直接融资可以降低企业成本吗？这恐怕是一种较为普遍的理解偏差。这样的观点可能认为股权融资不承诺固定收益，因此可视为无成本或低成本；而银行贷款是有息债务，因此成本较高。然而债券融资也是直接融资，债券的利息往往要高于银行贷款。另外，股权融资就是零成本、低成本吗？公司金融的常识告诉我们，从根本而言，无论是债权还是股权融资，对企业来说都是一样的。只是不同时间段，分红率和利息率不同，企业应有自由选择组合的权力，因此长期看二者应趋于一致。认为股权融资无成本、低成本，恰恰反映了社会的市场化程度和法制程度的不足。提高直接融资的比重，从根本上说，是为了丰富融资工具，让企业有更多财务管理的工具，市场机制才能够更加灵活有效。为此，靠政策硬性规定是没用的，政府要做的是完善法制和提高司法有效性，维护好投资者利益，让投资者有信心。直接融资机制有效的关键在于信息的透明与公开，价格机制可以充分发挥作用。无论是债市还是股市，维护投资者权益的核心都是有效防范、打击欺诈，以及公平有效的事后追索机制。

在政策与监管对市场的引导作用方面，无论是结构性货币政策，还是信贷政策，都希望影响银行业的资金流向。总体来说，不应对此类政策的效果抱有太高期望，也不必太过苛求。（比如认为货币政策是调节总量的，如何实现结构化？）但在外汇占款逐渐退出货币供给主要渠道后，目前中国要解决的是寻找货币供给的新

渠道。有了合理的结构性方向,加上有效的货币供给,才能真正解决资金问题。但不管资金流向哪里,最终还是要按照市场规律分配。结构性政策如果有效固然好;即使效果不显著,也一样是增加了货币供给。

引导金融业增加对民营企业融资,用意良善;但如果变成了行政摊派,就容易变成流于形式,甚至会出现弄虚作假现象。是否向民企融资,取决于民企能否让金融机构放心,包括民企的风险管理、合规程度、信息透明度等自身问题的加强;也取决于民企对中国经济是否有信心,法律地位是否有保障,行为能否长期化,这也是当前深化改革的目的所在。由此,政府、监管机构的角色究竟是什么,也就不言而喻了。

# 目录 Contents

第一辑	<b>金融改革的逻辑</b>	
	徐忠:现代金融体系与国家治理体系的现代化	/ 003
	任泽平:当前中国经济金融运行逻辑	/ 044
	黄益平:尊重金融规律,终结“双轨制”	/ 052
第二辑	<b>缓解民企融资困境</b>	
	黄益平:政策问题加剧民企融资难	/ 059
	张思平:解决民企融资难,出路何在	/ 068
	徐学明:破解民营企业融资难题,需要“政银企”协同发力	/ 079
	张春霖:加快国有经济布局调整	/ 086
	盛松成:货币政策稳健中性,定向滴灌支持民企发展	/ 094
	徐忠:设立民企债券融资支持工具是央行重大政策创新	/ 098

## 发展普惠金融

### 第三辑

徐忠:中国如何引领绿色金融的未来 / 103

贾康:乡村振兴和县镇金融发展中的政策性融资  
/ 115

张涛:普惠金融需更侧重金融功能的有序释放 / 127

张斌:求解金融服务“绕道”问题 / 131

## 去杠杆与稳增长

### 第四辑

张斌:结构转型视角下的去杠杆与稳增长 / 141

黄奇帆:去杠杆和金融创新的风险防范 / 148

王永利:金融杠杆的魔力与有效把控 / 156

沈建光:反思去杠杆政策 / 171

## 市场创新与监管

### 第五辑

王骥跃:科创板制度对 A 股的影响 / 179

唐岫立:资管新规的颠覆和重塑 / 199

管清友:新金融监管对企业投融资的十大影响 / 204

## 深化金融供给侧改革


赵昌文等:从攫取到共容:一个新的金融改革分析框架  
/ 213

彭文生:金融供给侧改革的亮点与难点 / 240

谌利民等:构建现代金融体系的三个关键环节 / 250

钟正民:宽信用的“解”与“困” / 262

黄益平:好的金融创新与坏的金融创新 / 272

The background of the page is a complex, abstract geometric pattern consisting of numerous thin, black lines that intersect at various angles and points, creating a series of irregular, overlapping shapes and triangles. The lines are distributed across the entire page, creating a sense of depth and complexity.

第一辑

金融改革的逻辑



# 现代金融体系与国家治理体系的现代化

徐 忠

中国人民银行研究局局长

党的十八大以来,以习近平同志为核心的党中央坚持观大势、谋全局、干实事,成功驾驭中国经济发展大局,在实践中形成了以新发展理念为主要内容的习近平新时代中国特色社会主义经济思想:从提出经济发展新常态,到以新发展理念推动经济发展,到深入推进供给侧结构性改革,再到中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段。习近平新时代中国特色社会主义经济思想,既是几年来中国经济发展实践的理论结晶,也是新时代做好中国经济工作的指导思想。

金融作为现代经济的血脉,是连接各经济部门的重要纽带,是现代国家治理体系的重要组成部分。新时代中国特色社会主义金融理论应置于新时代中国特色社会主义经济思想的整体框架下,以服务实体经济为出发点和落脚点,适应高质量发展的要求,贯彻新发展理念,更好地发挥在国家治理体系和治理能力现代化中的作用,深化金融体制改革,为实现“两步走”战略目标提供强有力的支持。

做好新时代、新发展阶段的金融工作,改革是关键。既要坚持社会主义制度,又要坚持社会主义市场经济改革方向;既要加强金融服务实体经济的能力,又要尊重金融市场发展的一般规律;既要有针对性地解决国内经济金融运行存在的问题,又要充分认识到经济金融全球化环境下制度竞争的决定性;既要有顶层设计,维护全国统一市场,又要鼓励基层试点,使地方制度适度竞争,优化趋同,将“自上而下”与“自下而上”结合起来;既要立足于我国改革开放的成功经验,又要充分吸取前期改革的教训。要改变前期改革中存在的系统性改革工程缺乏顶层设计、过度依赖短期行政手段、对改革“试错”容忍度低等问题,重在从完善体制机制、建立健全长效机制、形成良好的改革氛围等方面深化改革。

### 金融应适应经济高质量发展的要求

党的十九大报告指出,“中国特色社会主义进入新时代”,“社会主要矛盾已经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”,“我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段”,因此“必须坚持质量第一、效益优先,以供给侧结构性改革为主线,推动经济发展质量变革、效率变革、动力变革”。金融应以服务实体经济为根本出发点和落脚点,金融体系对新发展阶段的适应性转变是高质量发展的必然要求。

在经济高速增长阶段,金融服务实体经济主要关注“规模”和“数量”。彼时,金融领域的主要矛盾是经济增长需求与资本存量有限的矛盾,因此金融工作的重点是动员储蓄,推动资本积累进而促

进经济增长。从学术思想看,传统西方经济学指出金融对经济增长的三大作用机制,均是以规模为着眼点。一是金融机构利用信息优势,降低交易成本,避免流动性风险和个体风险,促进社会闲散储蓄资金向生产性资本的转化,从而扩大资本形成规模的观点;二是认为金融机构可降低信息获取成本和监督成本,优化资源配置,把储蓄分配给收益率高的投资项目,从而更有效地积累资本;三是金融发展可以提高储蓄率促进经济增长。我国的金融学研究中,如黄达先生提出的“财政信贷综合平衡”,也主要着眼于总量矛盾,强调总量平衡,使资金供给更好地服务于资金需求。从政策实践看,则是重视金融促进经济增长的“规模效应”,重视 M2、社会融资规模等金融服务的规模指标,将其作为金融服务实体经济的重要测度,并就这些指标设定年度目标。政府工作报告内容也在不断发生变化,从每年设定 M2 和信贷增速目标,到 M2 增速目标(取消信贷增速目标),再到 2016—2017 年的 M2 增速和社会融资规模增速双目标。2007—2017 年,M2 年均增长 15.3%,社会融资规模年均增长 17.7%。

**随着经济进入高质量发展阶段,金融领域的主要矛盾也相应转变为经济高质量发展对金融服务的需求与金融有效供给不足、供给结构失衡的矛盾:**资金面整体宽裕但有效承担风险的资本金少、短期投资多长期投资少、社会融资规模不小但有效引导资金流向的机制欠缺。资金往往倾向于大企业大项目,挤占了中小企业的融资名额。因此,与经济发展从规模扩张向质量变革、效率变革、动力变革相适应,金融发展应从关注“规模”转向关注“质量”,金融功能应由传统的“动员储蓄、便利交易、资源配置”拓展为“公

公司治理、信息揭示、风险管理”等。从学术思想发展看,麦金农和肖提出的“金融深化”理论指出,金融深化有三个层次:一是金融增长,即金融规模不断扩大;二是金融产品、金融机构的逐渐优化;三是金融市场(价格)机制的逐步完善,使金融资源在市场机制下得到优化配置。从第一层次向第二、三层次的过渡,即由规模扩张向质量提升的功能演变。“金融功能”理论指出,早期金融功能主要体现在动员储蓄、便利交易、资源配置方面,随着经济发展对金融体系产生新的需求,金融体系功能相应拓展为公司治理、信息揭示和风险管理等。这些不断拓宽的金融功能进一步促进了经济增长,从而形成了经济和金融发展的良性循环。从政策实践看,2018年政府工作报告已经淡化了GDP、M2、社会融资规模等数量增长目标:“今年发展主要预期目标是:国内生产总值增长6.5%左右。”<sup>①</sup>与2017年政府工作报告相比,删除了“在实际工作中争取更好结果”的表述,以及“保持广义货币M2、信贷和社会融资规模合理增长”<sup>②</sup>。

**对标高质量发展,金融要高度关注资金流向。**在经济发展初期,金融资源配置呈现总量宽松、结构粗放的典型特征,资金也更多地流向基建、房地产等资本密集型产业,甚至是产能过剩行业。而随着经济步入高质量发展阶段,服务业占比提升,技术进步、全要素生产率提高,服务业和技术成为经济增长的重要动力,金融资源配置应逐步转变为总量稳健、结构优化,对于资金

---

<sup>①②</sup> 政府工作报告, [http://www.xinhuanet.com/politics/2018lh/2018-03/22/c\\_1122575588.htm](http://www.xinhuanet.com/politics/2018lh/2018-03/22/c_1122575588.htm).

流向、资金配置效率的关注度需进一步提升。林毅夫提出并论证的“最优金融结构理论”认为,只有金融体系的结构与实体经济的最优产业结构相互匹配,才能有效发挥金融体系功能,促进实体经济的发展。随着供给侧结构性改革的不断深化,我国金融体系结构是否与转型升级中的经济结构相匹配?在日趋丰富和复杂的金融体系中,钱都去哪了?资金是否流向了实体经济?“小微企业”“三农”等社会薄弱环节和民营企业的融资需求是否得到有效满足?绿色信贷是否足够支持绿色经济发展?实体经济的直接融资比重是否有所提高?等等。在当前推进经济高质量增长的转型阶段,这些经济结构变化,以及金融体系与之适应的演进问题更值得关注。

**高质量发展要求货币政策稳健中性,并加快从数量型调控为主向价格型调控为主转变。**从货币政策取向看,高质量发展阶段,既要防止总需求短期过快下滑,也要防止“放水”固化结构性扭曲,推升债务和杠杆水平。去杠杆千招万招,管不住货币都是无用之招。只有坚持稳健中性的货币政策才能为供给侧结构性改革和高质量发展营造适宜的环境。只有淡化 M2、社会融资规模等数量指标,才能真正淡化 GDP 增长目标,从关注规模转向关注质量。从货币政策调控方式转型看,由于我国金融市场在资金供求微观主体、金融监管制度、金融市场发展等方面存在一些问题,在向价格型调控为主的转型过程中,货币政策仍不得不在一定程度上依靠数量调控手段,同时加强宏观审慎政策,以确保金融稳定和产出物价等平稳发展。但要充分认识到,过度依赖数量调控方式将降低利率传导效率和货币政策调控效果,为适应经济高质量发展的政

策要求,我国必须大力推动金融市场发展,加快推进货币政策向价格型调控为主转型。

党的十八届五中全会坚持以人民为中心的发展思想,鲜明提出了创新、协调、绿色、开放、共享的发展理念。党的十九大报告中,“坚持新发展理念”成为新时代坚持和发展中国特色社会主义基本方略的重要原则和组成部分。从服务实体经济出发,金融工作必须认真贯彻创新发展理念。

首先,要发展金融市场支持创新发展。近几十年来全球科技创新的一个突出特征是“科技创新始于技术,成于资本”。在传统的竞争性行业中,由于技术稳定,投资者容易得到真实信息并达成共识,一家金融中介机构核实企业信息是有效的,因此金融中介机构优于资本市场;但在科技创新行业以及少数自然垄断的行业中,生产技术处于突变中,投资者之间分歧较大,众多投资者对企业信息的多重核实是必要的,因此资本市场优于金融中介机构。经济学研究指出,股权融资是企业研发最重要的外源融资方式;间接融资适合渐进的技术改良,而金融市场在支持根本性的技术创新上具有比较优势,因此德国、法国等间接融资主导的经济体的技术创新主要集中于成熟企业的技术改良,而美国涌现了大量以新技术为代表的创新企业。有研究学者的实证分析发现,对于依赖外部融资的技术密集型行业,一国股权融资业务越发达越能促进行业创新发展,而银行信贷业务的繁荣则对行业创新存在抑制。近年来,我国金融体系不缺资金,缺资本。刚性兑付、明股实债等问题扭曲了金融市场,资金无法有效大量配置到真正创新的中小企业上。只有金融市场形成比较完备的资本投资机制以及相配套的中

介服务体系,才有可能加速科技创新成果向现实生产力转化,推动科技创新创业企业从无到有、从小到大,进而增强经济活力,形成新的经济增长点。

其次,普惠金融要平衡好创新和监管的关系。以“政府引导和市场主导”相结合为基本经验,中国普惠金融在账户普及率、储蓄普及率、小额支付和信贷等方面都取得了明显成效,多层次广覆盖的普惠金融机构和普惠金融产品体系基本形成。近年来,我们把利用数字技术作为推动普惠金融发展的政策着力点。在中国政府的积极倡导和推动下,G20 杭州峰会通过了《G20 数字普惠金融高级原则》。未来,需要重视改善数字普惠金融可能带来的数字鸿沟问题,坚决打击披着数字普惠金融外衣的非法金融活动,加强大数据背景下的数据安全和个人隐私保护技术,建立负责任的投资者适当性管理的消费者保护制度,加强基础监管制度建设,补齐监管短板,平衡好创新和监管关系,引导普惠金融规范发展。同时,促进普惠金融的发展和金融扶贫,还要更好地处理金融和财政的关系,应关注金融的可持续发展,避免金融承担财政职能。近年来,普惠金融领域一些改革方案设计不科学不合理的问题突出,多重目标存在冲突,重点模糊,行政性抑制性措施导致监管套利,改革执行效果与初衷南辕北辙。比如,以加强金融服务小微企业为目标,要求金融机构既要加大小微企业信贷投放资金,又要防控风险,不得上升不良资产,还要不提高小微企业贷款利率。三大要求基本上无法同时满足,金融机构在这样的约束下,提供小微企业信贷的动力极低。相当大一部分号称“低息”的小微企业信贷,只是借助政策支持的名义,以小微企业信贷为通道,资金实际流向了地