

# 金融供给侧结构性改革的逻辑与选择

赵锡军(博士生导师)

**【摘要】**我国经济发展已经步入高质量发展的新时代,单纯依托货币信贷的增长来支持投资、出口和消费的增长,推动经济快速增长和规模扩张的负债推动型扩张模式已经不能满足发展要求,同时还会积累较多的金融风险。我国金融体系经历了前所未有的考验,国家花费了高昂的代价才化解了接二连三的金融风险。因此,应当正确认知金融本质,把握金融与经济的关系,有序推进结构性去杠杆,强化审慎经营理念,推进金融供给侧改革回归本源,强化金融服务功能,找准金融服务重点,以服务实体经济、服务人民生活为根本,让金融运行更加符合规律,立足我国实际,走出中国特色金融发展之路。

**【关键词】**金融风险;结构性去杠杆;金融供给侧改革;高质量发展

**【中图分类号】**F832

**【文献标识码】**A

**【文章编号】**1004-0994(2019)16-0003-4

## 一、传统金融运行模式的问题

1. 我国金融发展现状。我国目前的金融服务模式属于传统金融服务模式,是基于经济的规模扩张和高速增长模式产生并发展起来的,其基本特征是依托货币信贷的增长来支持投资、出口和消费的增长,从而推动经济快速增长和规模的扩张。然而这种模式在以间接融资为主导的金融体系之下会导致金融资产负债规模的扩张,其本质上是负债推动型的扩张模式,不可避免会造成金融杠杆的不当增加,这种情况自2008年以来表现得越来越明显。

首先从货币规模的变化和经济的关系来看:2008年实施稳健的货币政策,年末M2余额47.5万亿元,当年GDP为30.1万亿元,增速为9%, $M2/GDP=1.58$ , $M2/GDP$ 增速=5.28。2009年和2010年实施适度宽松的货币政策,2009年年末M2余额60.6万亿元,当年GDP为33.5万亿元,增速为9.2%, $M2/GDP=1.81$ , $M2/GDP$ 增速=6.97;2010年年末M2余额72.6万亿元,当年GDP为39.8万亿元,增速为10.3%, $M2/GDP=1.83$ , $M2/GDP$ 增速=7.05。2011年至今一直实施稳健的货币政策,2011年年末M2余额85.2万亿元,当年GDP为47.1万亿元,增速为9.2%, $M2/GDP=1.81$ , $M2/GDP$ 增速=9.26;2012年年末M2余额97.4万亿元,当年GDP为51.9万亿元,

增速为7.8%, $M2/GDP=1.88$ , $M2/GDP$ 增速=12.49;2013年年末M2余额110.7万亿元,当年GDP为56.9万亿元,增速为7.7%, $M2/GDP=1.95$ , $M2/GDP$ 增速=14.38;2014年年末M2余额122.8万亿元,当年GDP为63.6万亿元,增速为7.4%, $M2/GDP=1.93$ , $M2/GDP$ 增速=16.59;2015年年末M2余额139.2万亿元,当年GDP为67.67万亿元,增速为6.9%, $M2/GDP=2.05$ , $M2/GDP$ 增速=20.17;2016年年末M2余额155.01万亿元,GDP为74.41万亿元,增速为6.7%, $M2/GDP=2.08$ , $M2/GDP$ 增速=23.14;2017年年末M2余额167.7万亿元,GDP为82.7万亿元,增速为6.9%, $M2/GDP=2.03$ , $M2/GDP$ 增速=24.3;2018年年末M2余额182.7万亿元,GDP为90.03万亿元,增速为6.6%, $M2/GDP=2.03$ , $M2/GDP$ 增速=27.7。2008~2015年,我国GDP从30.1万亿元增加到67.67万亿元,增长124%,广义货币M2余额从47.5万亿元增加到139.2万亿元,增长193%。生产单位GDP所需要的货币从1.58个单位增加到2.05个单位,推动一个百分点增速所需要的货币从5.28万亿元增加到20.17万亿元。统计表明,货币运行的效率正在下降,同时也说明依靠放松货币信贷来刺激经济增长这种“大水漫灌”式的增长模式的边际效应在不断下降,刺激效果越来越差。而代表实体经济融资

情况的指标社会融资规模的存量 2015 年末为 138.14 万亿元,同比增长 12.4%,2016 年末为 155.99 万亿元,同比增长 12.8%,增速比上年高 0.4 个百分点。2017 年 6 月末为 166.92 万亿元,同比增长 12.8%,2017 年社会融资规模存量为 174.64 万亿元,同比增长 12%,也都超过了经济增长。

再从银行业总资产的增速看,从 2003 年至今一直远超 GDP 增速。2015 年末银行业金融机构资产总额 199.35 万亿元,同比增长 15.7%,2016 年年末银行业金融机构资产总额为 232.3 万亿元,同比增长 15.8%,而这两年我国 GDP 增速分别降至 6.9%和 6.7%,且两者之间的缺口越来越大,由此也说明货币政策刺激的边际效应在递减。而从国际比较看,我国银行业的总资产在 2016 年底达到 33 万亿美元,而欧元区为 31 万亿美元,美国为 16 万亿美元,日本为 7 万亿美元。我国银行业总资产是同年国内 GDP 的 3.14 倍,而欧元区银行总资产是其 GDP 的 2.8 倍,美国为 1.16 倍,日本为 1.48 倍。可以看出,相对 GDP 规模而言我国银行业资产的运行效率也是偏低的。

最后从杠杆率的变化来看,宏观杠杆率 M2/GDP 从 2008 年的 158% 上升到 2015 年的 205%,增长了接近 30%;代表实体经济融资结构的指标社会融资结构显示,2017 年年末社会融资存量结构为债务融资占 96.2%、股票融资占 3.8%,2017 年的增量结构为债务融资占 95.5%、股票融资占 4.5%,表明债务融资仍然占据绝对的主导地位。

**2. 现行金融运行模式存在的问题。**随着金融体系资产负债规模的扩张超越经济增长越来越多,金融资产的边际收益呈现出逐步下降的趋势而负债的边际成本则越来越高,金融资产的边际收益与负债的边际成本差在不断收窄。当金融体系的资产负债变化超越某个临界点后,就会出现金融资产的边际收益与负债的边际成本差倒挂。此时如果流动性发生困难,就会出现负债兑付困难乃至发生违约风险,从而导致资产质量下降与金融风险上升,这一点从债券市场违约增加可以发现。2015 年公司债、企业债和债务融资工具共发生 18 起违约事件,较上年有所增加。其中,公司债 12 起,涉及债券本金 35.3 亿元;企业债 2 起,涉及债券本金 23 亿元;债务融资工具 4 起,涉及债券本金 60 亿元。2016~2017 年 8 月,公募债市场共有 33 个发行主体出现实质性违约,涉及 77 只债券,债务总额近 600 亿元。其中 2016 年违约主体 28 家,2017 年新增违约主体 5 家。与此同时,

各类风险事件也频频发生:2015 年 8 月,理财平台昆明泛亚有色金属交易所发生风险事件,全国 20 多个省份的 22 万投资者的 430 亿元资金难以讨回,被喻为“中国的庞氏骗局”;2015 年 12 月,网络理财平台“e 租宝”发生风险事件,初步查明实际吸收资金 500 余亿元,涉及投资人约 90 万名;2016 年 2 月,理财平台中晋资产发生风险事件,涉及资金总额 340 多亿元,涉及总人次超过 13 万,其中 60 岁以上投资人就超过 2 万。据不完全统计,2016 年上半年仅上海出问题的理财平台就有中晋资产、融宜宝、上恒资产、炳恒集团、长来财富、盈玺资产、盘聚资产、上海鹏华、晋兴资产、金鹿财行、当天财富、国洲金融、大骏财富、国弘汇金融、巨玺财富等,涉及金额达 1000 亿元以上,预计待还金额超过 800 亿元。

而债券市场的违约和频频发生的各种风险事件则会极大地损害投资者信心,进而导致信用评级受到影响。2016 年 3 月 2 日,国际评级公司穆迪将中国主权信用评级展望下调至负面。还将我国 38 家国有企业及授予评级的子公司、25 家金融机构评级展望由稳定下调至负面。3 月 31 日,评级公司标准普尔将我国主权评级的展望由稳定调整至负面,但维持我国长期“AA-”和短期“A-1+”的主权信用评级。同时将中国移动、中国南方电网、中海油、中石化等 20 家央企,以及农业银行、国家开发银行、进出口银行等我国部分金融机构的评级展望由稳定下调至负面。

这种情况如果任其发展,将会造成金融市场的剧烈波动。早在 2013 年 6 月银行间市场就出现了所谓的“钱荒”事件,多家商业银行出现突发性的支付困难并发展为流动性危机。2015 年我国股票市场出现了大幅波动。2015 年上半年,沪深两市股指快速上涨,上证综指 6 月 12 日盘中达到全年最高 5178.19 点,较上年末上涨 60.08%。6 月 15 日,沪深两市股指开始快速下跌,上证综指于 8 月 26 日盘中触及全年最低 2850.71 点,较全年最高点下跌 44.95%;深证成指于 9 月 15 日盘中触及全年最低 9259.65 点,较全年最高点下跌 49.17%。才两个月时间,却经历了过山车式的行情。2015 年 6 月 12 日至 7 月 8 日,上证指数从 5178.19 点下跌到 3421.53 点,跌幅达 34%;7 月 9 日至 7 月 23 日,上证指数又升到 4132.61 点,升幅达 20.78%;7 月 24 日至 8 月 3 日,上证指数又跌到 3549.50 点,跌幅达 14%;8 月 4 日至 8 月 17 日,上证指数又升到 3994.54 点,升幅达 12.5%;8 月 18 日至 8 月 26 日,上证指数又跌到 2850.71 点,跌幅达 28.63%;8

月27日至8月28日,上证指数又升到3235.84点,升幅达13.5%。大量的投资者由于进行了配资操作而被迫强行平仓,从而使得股市风险通过配资渠道向外扩散,积累了越来越多的系统性风险,最后不得不由国家出面“救市”。

金融市场的大幅震荡不仅发生在股市,也发生在汇市。从2015年8月中旬开始,人民币兑美元的汇率经历了三轮迅猛贬值:第一轮是从2015年11月2日至2016年1月7日,美元对人民币中间价从6.32贬值至6.55,幅度达3.95%;第二轮是从2016年5月3日至7月19日,美元对人民币中间价从年内低点6.46贬值至6.70,幅度为3.73%;第三轮是从2016年10月10日的6.70贬值至11月25日的6.92,在44天内即贬值3.26%。鉴于汇率震荡可能产生的巨大影响,国家又不得不出面采取措施稳定汇市。

受投资者信心不足及金融市场震荡的影响,跨境资本流动波动加大。2015年我国国际收支经常账户为顺差3306亿美元,资本和金融账户为逆差4853亿美元,而2014年为逆差514亿美元。2016年前三季度,我国经常账户顺差1747亿美元,其中:货物贸易顺差3669亿美元,服务贸易逆差1830亿美元,初次收入逆差48亿美元,二次收入逆差45亿美元。资本和金融账户逆差856亿美元,其中:资本账户逆差3亿美元,非储备性质的金融账户逆差3794亿美元,储备资产减少2941亿美元。2015年,外汇储备资产减少3423亿美元,2014年外汇储备资产增加1188亿美元。外汇储备自2014年6月达到接近4万亿美元的高点,一直到2015年7月都保持在3.6万亿美元以上,8月下降到3.55万亿美元,9月下降到3.51万亿美元,10月上升到3.52万亿美元,11月又降到3.43万亿美元,12月进一步降至3.33万亿美元,直到2016年底才稳定在3万亿美元的水平。短短一年多时间,外汇储备减少了近1万亿美元。

从“钱荒”到“股灾”再到“汇率贬值”,我国金融领域短期内经历了前所未有的考验,国家花费了高昂的代价才化解了接二连三的金融风险。人们不禁要问,我国金融究竟怎么了?是什么原因让原本引以为豪的金融业成为让人担心的金融业?现在看来,最根本的原因是对金融本质和规律的认识不够深刻,没有很好地把握金融与经济的关系。

## 二、采取措施化解累积风险

众所周知,金融是服务经济的,其本质是通过资源的有效配置服务实体经济。从宏观视角考察,金

融要完成“储蓄向投资”转化;从微观视角考察,金融要满足市场主体的“投融资”需求。一方面要提高资源配置的效率,另一方面要降低投融资成本。然而金融资源配置作用的发挥并非随心所欲的,在市场竞争优胜劣汰的法则下,各市场主体对资源和资金的使用结果并非完全一样,有成功也有失败,这就意味着金融资源的供应者在提供金融资源给使用者时要承担失败的风险。因此,金融的本质也可以表述为:在风险承担能力许可的范围内完成资源的低成本高效率配置。而既有的金融运行的传统模式更多的是从扩大金融资源配置规模这一角度体现金融的本质,较少考虑金融资源配置的成本和效率,很少考虑金融资源配置的风险,从而展现出效率低、风险大、不平衡的特征,而风险的累积则成为其中最突出的问题。由此金融工作重心必须转变,提高认识、采取措施、化解风险成为金融工作新的重点。

中央政治局于2017年4月开启了以“金融安全”为主题的集体学习,并提出六大任务:深化金融改革、加强金融监管、采取措施处置风险点、为实体经济发展创造良好金融环境、提高领导干部金融工作能力、加强党对金融工作的领导。2017年7月14日、15日五年一次的全国金融工作会议赋予新时期金融功能新定位:紧紧围绕服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三大任务。2017年10月召开的十九大提出:深化金融体制改革,增强金融服务实体经济能力;健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线。2017年12月18日、20日召开的中央经济工作会议提出了今后3年要打好防范化解重大风险等“三大攻坚战”<sup>[1]</sup>。

随后,我国在此基础上又提出了一系列加强监管和化解风险的思路、原则和措施。要以习近平总书记关于金融工作的理论和政策论述为指导,深刻把握现阶段经济金融运行的内在规律,强调金融是实体经济的血脉,为实体经济服务是金融的天职,是金融的宗旨,也是防范金融风险的根本举措。防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题,要从国情现实出发,以自我革命的理念和方法,主动消除经济金融隐患,形成防范化解金融风险的中国方略。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置,准确判断风险隐患,采取措施处置风险点,守住不发生系统性金融风险底线。防控金融风险,要促进金融与实体、金融与地产、金融体系内部的良性循环,做好重点领域风险防范和处置,打击违法违规金



融活动,加强薄弱环节监管制度建设。以更积极的态度处置各类隐患,以经常的“小震”释放压力,避免出现严重的“大震”,总体上要用事先的而不是事后的、主动的而不是被动的、整体的而不是零散的方法,去矫正各种偏离,及早恢复经济金融平衡。防范和化解金融风险刻不容缓,既要关注金融体系本身的风险,也要关注其对实体经济可能造成的影响。

具体措施是:要准确判断风险隐患,采取措施处置风险点,守住不发生系统性金融风险的底线。要把主动防范化解系统性金融风险放在更加重要的位置,科学防范,早识别、早预警、早发现、早处置,着力防范化解重点领域风险,着力完善金融安全防线和风险应急处置机制;要推动经济去杠杆,坚定执行稳健的货币政策;要把国有企业降杠杆作为重中之重;严控地方政府债务增量;要坚决整治严重干扰金融市场秩序的行为,强化金融机构防范风险的主体责任;要加强社会信用体系建设,健全符合我国国情的金融法治体系。核心工作是结构性去杠杆。2018年第一季度,金融监管部门出台了多项监管政策降低企业杠杆率、加快处置“僵尸企业”、消化不良贷款。4月2日,中央财经委第一次会议指出,“要以结构性去杠杆为基本思路,分部门、分债务类型提出不同要求,地方政府和企业特别是国有企业要尽快把杠杆降下来,努力实现宏观杠杆率稳定和逐步下降”。

在这一系列监管措施的稳步推进下,我国在监管体系建设和金融风险处置方面取得了积极成效:结构性去杠杆阶段目标已经达到,高风险金融业务收缩,一些机构野蛮扩张行为收敛,金融乱象得到初步遏制,市场约束逐步增强,市场主体心理预期出现积极变化,审慎经营理念得到强化,金融运行整体走向稳健。但对此仍要保持谨慎乐观,因为防范和化解金融风险是一项中长期任务,任务完成难度大。

### 三、推进金融供给侧改革回归本源

经济发展进入新时代,也要有新模式。目前我国经济已进入高质量发展阶段,所有这些都通过深化金融供给侧结构性改革来实现。而推动金融供给侧结构性改革,一是要进一步深化对金融本质和规律的认识,要让金融运行更加符合规律,回归本源,二是要立足我国实际情况,走出中国特色金融发展之路。

具体而言,深化金融供给侧结构性改革必须贯

彻落实新发展理念,强化金融服务功能,找准金融服务重点,以服务实体经济、服务人民生活为本。以金融体系结构调整优化为重点,优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系,为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系,端正发展理念,坚持以市场需求为导向,积极开发个性化、差异化、定制化金融产品,增加中小金融机构数量和业务比重,改进小微企业和“三农”金融服务。建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场,完善资本市场基础性制度,把好市场入口和市场出口两道关,加强对交易的全程监管。围绕建设现代化经济的产业体系、市场体系、区域发展体系、绿色发展体系等提供精准金融服务,构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系。适应发展更多依靠创新、创造、创意的大趋势,推动金融服务结构和质量来一个转变。注意尊重市场规律、坚持精准支持,选择那些符合国家产业发展方向、主业相对集中于实体经济、技术先进、产品有市场、暂时遇到困难的民营企业重点支持。强化金融科技基础设施建设<sup>[2]</sup>,对金融科技创新进行监管。

此外,还要建立监管问责制,由于监督不力、隐瞒不报、决策失误等造成重大风险的,要严肃追责。要解决金融领域特别是资本市场违法违规成本过低问题。要做到“管住人、看住钱、扎牢制度防火墙”。要管住金融机构、金融监管部门主要负责人和高中级管理人员,加强对他们的教育监督管理,加大金融领域反腐败力度。要运用现代科技手段和支付结算机制,适时动态监管线上线下、国际国内的资金流向流量,使所有资金流动都置于金融监管机构的监督视野之内。要完善金融从业人员、金融机构、金融市场、金融运行、金融治理、金融监管、金融调控的制度体系,规范金融运行。

### 主要参考文献:

- [1] 赵锡军.“强监管”下金融运行模式的变化与挑战——改革开放40年来金融业发展[J].领导科学论坛,2019(2):45~65.
- [2] 钟慧安.金融科技发展与风险防范研究[J].金融发展研究,2018(3):81~84.

作者单位:中国人民大学财政金融学院,北京100872