

# 强化市场机制 构建现代金融体系\*

## ——《2018径山报告》·综合

◎ 黄益平

**摘要：**中国四十年金融改革与发展历程具有鲜明的“重规模、轻机制”的特点。该体系维持了中国金融稳定，创造了增长奇迹，但目前已无法适应新阶段经济发展的需要。主要问题包括三个方面：一是金融体系无法满足实体经济的新需求；二是政府与市场之间的边界不清楚；三是金融监管没能管住风险。现在中央提出要构建现代金融体系作为现代经济体系的重要组成部分。这个金融体系的“现代性”应该主要反映在“市场机制”的作用上。为构建中国现代化、市场化，并能适应创新的金融体系，我们提出了七个方面的政策建议。

**关键词：**市场机制 金融体系

---

作者黄益平系北京大学国家发展研究院副院长。

\*《2018径山报告》由中国金融四十人论坛（CF40）学术委员会主席、北京大学国家发展研究院副院长黄益平牵头，课题组成员均以个人身份参与课题研究。综合报告执笔人为黄益平，主要综合了六个分报告的分析与结论，各位课题组成员以及张晓朴和管涛等也对综合报告的草稿提供了书面或口头的修改建议。但综合报告中的一些观点并不一定代表每一位分报告作者的立场。感谢王勋帮助测算本报告中的几个指数。任何差异或者错误均由执笔人承担责任。

## 一、重规模、轻机制

1978年底中国共产党十一届三中全会召开的时候，中国的金融行业几乎不存在，全国就一家正规的金融机构，即中国人民银行。当时它既是中央银行，又是商业银行，而且隶属于财政部，一家机构占了全国金融资产的93%。但在上个世纪前半叶，中国的金融体系曾经相当发达，上海是全球主要的国际金融中心之一，当然，战争期间金融活动受到了冲击。1949年，中华人民共和国成立。1952年，金融机构国有化。1956年，社会主义改造运动开始，大多数金融机构就关门了，在计划经济体中，几乎所有的资金调配都是由中央计划安排与落实的，社会对金融中介的需求很小。

十一届三中全会决定把工作重心从阶级斗争转向经济建设，中国经济开始从中央计划向市场经济转型。在之后的四十年间，中国相当于重建了一个金融体系，从商业银行到资本市场、从货币政策到监管框架。不过这个新的金融体系具有一个非常明显的特征，就是“重规模、轻机制”：一方面，金融机构种类齐全、数量繁多，金融市场资产规模庞大，无论用哪个数量指标来衡量，中国金融业都已经居于世界前列；另一方面，市场机制在金融资源的配置中发挥的作用还非常有限，政府部门对金融行业的政策干预仍然很频繁，金融抑制的程度很高<sup>①</sup>。

反映金融资产相对规模的一个指标是广义货币发行量（M2）与国内生产总值（GDP）之比，2017年底中国的M2/GDP比率达到210%，全球第三高，仅次于黎巴嫩和日本。同期，中国的银行总资产达到252万亿元，相当于GDP的304.7%，居全球领先地位。而日本的银行资产与GDP之比为165.5%，德国为96.6%，英国为134.7%，美国则为60.2%。近年来，中国的四大国有商

---

<sup>①</sup> Huang, Y., X. Wang, B. Wang and N. Lin, 2013, Financial Reform in China: Progresses and Challenges, in Yung Chul Park and Hugh Patrick (eds.), How Finance Is Shaping the Economies of China, Japan and Korea, Columbia University Press.

业银行一直名列全球十大银行。其他金融机构也已经应有尽有。中国的股票与债券市场不算太发达，但它们的市值已经分别在全球排第二位和第三位。目前，中国金融市场的主要短板可能在金融衍生品市场。

但政府那只看得见的手一直很活跃。央行一直在制定存贷款基准利率；政府部门经常性地干预并引导资金配置与融资决策；央行通过多重手段影响汇率水平并对跨境资本流动实施各种管理手段；国家还对绝大多数大型金融机构进行控股。根据世界银行的数据测算的金融抑制指数表明，中国的指数从1980年的1下降到2015年的0.6（见图1），这说明中国金融体系的市场化进程一直在推进。但在2015年有数据的130个国家中，中国的金融抑制指数排在第14位，远远高于其他中等收入国家甚至低收入国家的平均水平。

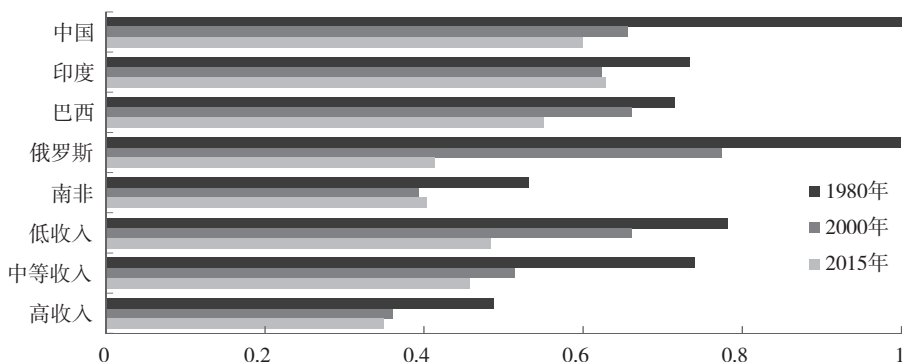


图1 金融抑制指数：中国与国际比较，1980年、2000年和2015年

资料来源：王勋根据世界银行数据测算。

注：金融抑制指数由对银行所有权、利率管制、信贷干预和资本管制等指标综合测算获得。指数区间[0, 1]，0表示无金融抑制。全样本包括155个国家或地区，其中41个高收入经济、88个中等收入经济和26个低收入经济。

既然要走社会主义市场经济的道路，政府为什么还要保留对金融体系如此普遍而严重的干预？这个独特现象的背后，可能有文化的因素，因为之前日本和韩国的金融体系也或多或少地具有“重规模、轻机制”的色彩，1980年日本和韩国的金融抑制指数分别为0.50和0.70。当然也可能有路径依赖的

因素，毕竟中国刚刚从计划经济走过来，虽然重建金融体系几乎是白手起家，但计划经济的体制性记忆仍然非常清晰。

不过中国的“重规模、轻机制”金融改革方式的直接诱导因素应该是政府采取的国企与民企“双轨制”的改革策略。双轨制改革的基本含义是，一方面支持国有企业继续运行，保证经济稳定；另一方面为非国有关部门创造更宽松的成长空间，确保经济效率大幅提高。双轨制改革策略有别于前苏联、东欧转型经济所采取的“休克疗法”，其优势是可以避免改革初期经济与社会的大震荡，特别是大规模的失业和严重的经济衰退，缺点是国有企业通常效率比较低，需要外部支持才能够持续生存。政府支持国有企业最简单的方式应该是财政补贴，可惜的是，在改革期间特别是在前二十年间，财政状况不断恶化。这是因为在计划经济年代，财政收入主要来自于国有企业。改革开始后，国企的利润率持续下降，不但其贡献的财政收入越来越少，而且其所需要的财政补贴日益增长。与此同时，外资企业和民营企业扩张的速度很快，但它们贡献的税收收入却一直很少，这可能是因为多数外企都享有税收优惠政策，而民企的“避税”手段很多。这样，财政收入占GDP的比例从1978年的36%下降到了1996年的11%，很多地方连“吃饭财政”都保不住。

财政捉襟见肘，但还得支持国有企业，政府只好借助于生产要素市场扭曲，变相地补贴国有企业。通过扭曲要素市场变相补贴企业的做法，在计划经济年代就有，粮食统购统销就是这样一种制度。国家粮食部门垄断粮食购销环节，同时压低农村的收购价和城市的销售价，这样就可以压低工业的原材料成本和劳动工资，等于农民变相地补贴了城市工业<sup>①</sup>。当然，从时间顺序上看，并非因为需要支持国企，政府才转而干预要素市场，实际上是政府延缓了生产要素的市场化进程，因此，要素市场扭曲其实是需要进一步的市场化改革中消除的问题。要素市场扭曲具体体现在两个方

---

<sup>①</sup> 黄益平，从统购统销到金融抑制，财新网，2015年10月19日，<http://opinion.caixin.com/2015-10-19/100864346.html>。

面，一是人为压低要素的价格，降低生产成本；二是干预要素配置决策，把大量的生产资源分配给国有企业以及其他大企业。

这样，国企与民企“双轨制”的改革策略就催生了产品与要素“不对称的市场化”<sup>①</sup>。一方面，产品市场全面放开，农业、制造业或者服务业的产品全部接受自由市场的调节。另一方面，要素市场却存在普遍的政策扭曲，政府对劳动力、资金、土地、能源等市场保留了各种管制措施。“不对称的市场化”在金融部门的具体体现就是“重规模、轻机制”，经济从中央计划向市场机制转型，金融部门的地位上升。而为了支持国有企业，抑制性的金融政策又必不可少。具体体现就是实际利率偏低，大量的信贷资金流向国有企业，在包括信贷和非金融企业债券的整个债务融资市场中，国有企业的份额占到75%左右，而股票市场成立的初衷就是为了替国企脱困。显然，这种资金配置并非完全效率导向，上个世纪90年代还曾出现过政府要求银行向资不抵债的“僵尸国企”发放“安定团结贷款”的现象。

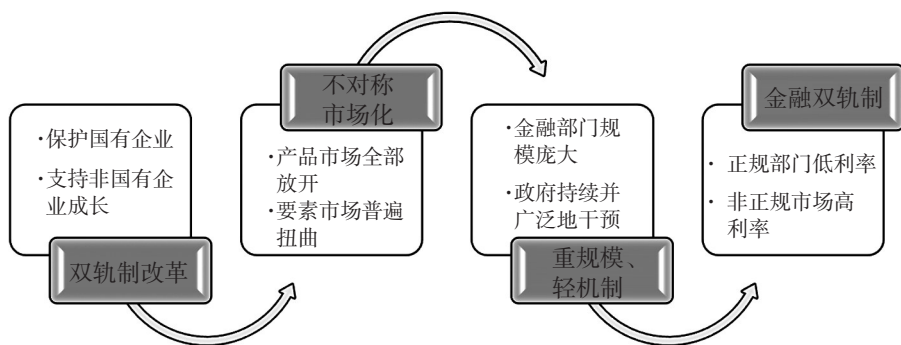


图2 中国金融改革的逻辑

资料来源：作者整理。

<sup>①</sup> Huang, Y., 2010, Dissecting the China Puzzle: Asymmetric Liberalization and Cost Distortion, Asian Economic Policy Review, 5(2): 281-295.

而金融发展“重规模、轻机制”的一个直接结果是促成了“金融双轨制”<sup>①</sup>。正规金融部门资金成本偏低、资金配置偏好国有企业或者其他大企业，这导致对资金的过度需求。所以，虽然中国金融部门的规模非常大，金融服务供给不足的现象仍然非常普遍，对小微企业与低收入人群而言尤其如此。很多经济主体的融资需求无法从正规金融部门得到满足，只好转向非正规部门。这样就形成了利率双轨制，正规部门的利率压得越低，非正规部门的利率就推得越高，两者之间其实存在逻辑关系<sup>②</sup>。当前商业银行一年期贷款基准利率大概是5%，但民间借贷利率却高达20%左右。近十年来中国的影子银行、互联网金融十分活跃，当然是因为这些领域没有受到监管，从而形成了监管套利的机会。但从根子上看，还是因为正规部门管制过度，包括利率管制，很多合理的金融服务需求没有得到很好的满足。其实影子银行和互联网金融的发展也是变相的利率市场化过程。

## 二、旧模式、新挑战

可见，从“双轨制”到“重规模、轻机制”，实际上是以一个不彻底的改革策略支持另一个不彻底的改革策略。因为要保护低效率的国有企业，需要抑制性的金融政策。按说这样的金融政策所提供的是次优解，会造成效率损失。但从中国经济的表现看，实际效果相当不错。在1978—2017年间，中国的实际GDP年均增长9%左右，人均GDP从198美元增加到8836美元，占世界GDP的比重则从2.25%上升到14.81%，中国也由最贫穷的国家之一一跃成为全球第二大经济体。中国也是近四十年唯一没有发生过系统性金融危机的主要新兴市场经济体。因此，把中国经济在改革期间的表现称为“奇迹”，也不为过。中国是继日本和亚洲“四小龙”之后的又一个经济明星，事实上，

---

① Huang, Y. and X. Wang, 2017, Building an Efficient Financial System in China: A Need for Stronger Market Disciplines, *Asian Economic Policy Review*, 2017, 12(2): 188-205.

② 纪洋、谭语嫣、黄益平：《金融双轨制与利率市场化》，载《经济研究》，2016（6）。

中国的经济模式与成功的亚洲经济体也有不少相似之处，包括出口导向与“一定程度的”金融抑制等。

从表面上看，抑制性金融政策与“经济奇迹”是两个背道而驰的现象。但在现实生活中这两者之间的关系并不是单一的，有时候为正，有时候为负，有时候还会在正负之间转换。理解这种复杂关系的关键在于区分金融抑制对经济增长的两种不同的效应，即“麦金农效应”与“斯蒂格利茨效应”<sup>①</sup>。麦金农是金融抑制概念的提出者，他的基本观点是政府对金融体系的干预会降低金融资源的利用效率同时遏制金融发展，因此会对经济增长产生负面的影响<sup>②</sup>。斯蒂格利茨则发现自金融全球化开始以来，新兴市场经济体发生金融危机的频率越来越高。在一个金融体系不发达、监管框架不成熟的国家贸然放开市场，其实并不利于经济增长与金融稳定。对于这些国家，“适度”的金融约束或者金融抑制可能是更为恰当的政策安排<sup>③</sup>。在一个经济体中，“麦金农效应”和“斯蒂格利茨效应”可能同时存在，只是有时候前者主导、有时候后者主导。

对中国改革经历的实证分析表明，改革前期抑制性金融政策可以促进经济增长，而之后则变成遏制经济增长<sup>④</sup>。通常而言，金融抑制会导致效率损失，比如大量的金融资源源源不断地流向效率相对较低的国有企业。但它也可能从三个方面促进经济增长：第一，一个受管制的以银行为主的金融体系可以快速地分散的储蓄转化为成规模的投资，促进经济增长。第二，人为

---

① Huang, Y., X. Wang, B. Wang, and N. Lin, 2013. Financial Reform in China: Progress and Challenges, in Park, Y. and Patrick, H. (editors), How Finance in Shaping Economies of China, Japan and Korea, Columbia University Press, New York. Pages 44–142.

② McKinnon, R. L., 1973. Money and Capital in Economic Development. The Brookings Institution, Washington DC.

③ Stiglitz, J. E., 1994. The Role of the State in Financial Markets, in Bruno, M. and Pleskovic, B. (eds.), Proceeding of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993: Supplement to the World Bank Economic Review and the World Bank Research Observer, World Bank, Washington, DC. Pages 19–61.

④ Huang, Y., and Wang, X., 2011, Does Financial Repression Inhibit or Facilitate Economic Growth? A Case Study of Chinese Reform Experience, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 73(6): 833–855.

压低的资金成本，相当于居民向企业提供变相的补贴，提高了对生产者、出口商和投资者的经济激励。第三，政府介入金融体系，起码在短期内有助于金融稳定。这样的金融机制，加上完全放开的产品市场引导生产决策与资源配置，再加上经济比重持续上升的非国企部门，这三方面的因素形成合力，成功地促成了“中国经济奇迹”。

但抑制性的金融政策肯定是有成本的，这一点在上世纪90年代就已经有所暴露。随着竞争压力的提高，国有企业的效率不断下降，最后变成了全行业亏损。虽然国有企业在经济中的比重显著下降，但它对宏观经济的拖累反而变得更加严重。除了财政几近破产外，1997年亚洲金融危机爆发的时候，很多商业银行处于“技术性破产”的状态，坏账率高达30%~40%<sup>①</sup>。只不过因为它们都是国有商业银行，有政府兜底，因此没有发生挤兑。可见，说中国没有发生过严重的金融危机，还要看如何定义“金融危机”。后来四大资产管理公司按账面值从四大国有商业银行购买的1.4万亿元不良资产，也是通过发行财政部担保的特别国债筹集资金。与此同时，政府采取了一些果断的改革措施。对国有企业实行“抓大放小”的改革策略，通过兼并、转让甚至关闭等手段让绝大部分亏损的中小国企退出了市场。对商业银行则采取了转移或注销坏账、注入新的国家资本、引入国际战略投资者及到国内外股票市场上市等一系列改造步骤。这些举措在短期内确实改善了国有企业与商业银行的财务状况，但并未从根本上改变国企效率较低、金融部门受管制的基本矛盾。旧的金融模式对经济发展的制约效应，在国际金融危机以后表现得更加明显。

如果以2008年为界，中国经济的表现在此前后发生了180度的大逆转：2008年之前经济增速持续高涨，之后却连年下跌，看不太清楚近期的底部在什么位置；2008年之前经济结构失衡的矛盾十分突出，特别是投资率过高、经常项目顺差太大等矛盾非常突出，现在经济基本上已经实现了再平衡，投资率和出口依存度下降，而消费已经成为支持经济增长的主要力量；2008年

---

<sup>①</sup> Bonin, John and Huang, Yiping, 2001, Dealing with the Bad Loans of the Chinese Banks, *Journal of Asian Economics*, 12:197-214.



之前虽然隐性的金融风险不小，但金融体系一直比较稳定，最近几年金融风险频发，防范系统性金融风险已经成为三大攻坚战之一。

那么究竟什么改变了？变化的因素很多，其中一个可以观察到的变化是个人收入水平或者经济发展水平。2007年，中国的人均GDP是2695美元。2017年，人均GDP已经上升到8836美元，这意味着中国经济已经从中等偏下收入水平提高到中等偏上收入水平，要想进入高收入经济行列，就需要跨越所谓的“中等收入陷阱”。“中等收入陷阱”不是一个精确的科学概念，而是一个一般性的观察。世界银行曾经发现，在1960年，全球有101个中等收入经济体。到2008年，其中的13个经济体步入了高收入行列。而剩下的88个经济体在将近半个世纪的时期内一直落在中等收入的“陷阱”之中<sup>①</sup>。中等收入前后的发展模式有什么不同？在低收入阶段，可以利用低成本优势、依靠增加要素投入推动经济增长，比如剩余劳动力源源不断地从农村流向城市工业。但在中等收入尤其是中等偏上收入水平之后，成本优势丧失，就需要通过产业升级支持经济增长。所有陷在“陷阱”里的经济体的一个共同问题就是无法通过创新和技术进步实现产业更新换代。

这也正是中国的金融体系所面临的新挑战。中国经济有“三驾马车”：出口、投资和消费，2008年以前经济增长主要依靠的是前两者，消费一直比较疲软。支持出口和投资增长的是一个庞大的制造业，一端是东南沿海的劳动密集型制造业，生产出口产品；另一端是东北西北的资源型重工业，生产投资产品。这两端产业的高速扩张不断创造了“中国经济奇迹”，同时还成就了“中国世界工厂”的美名。但在2008年之后，这两个行业都很快失去了竞争力，劳动密集型制造业随着国际市场的疲软和国内劳动工资的迅速上涨而进入萧条状态，而资源型重工业则因为投资趋缓而身陷产能过剩的泥潭。这两个产业已经难以为继，想要支持下一阶段中国经济的扩张，唯有通过培育、发展新的有竞争力的产业。所以，2008年之后GDP增长速度持续回落，其最重要的原因既不是周期性的波动，也不是趋势性的变化，而是需要实现新旧

<sup>①</sup> 世界银行、国务院发展研究中心：《2030年的中国》，北京：中国财政经济出版社，2013。

产业的更替（见图3）。借用迈克尔·波特关于国家竞争优势的分析框架，一个国家的发展可以区分成四个不同的阶段：要素驱动、投资驱动、创新驱动和财富驱动<sup>①</sup>。目前中国经济正快速地从要素与投资驱动走向创新驱动，其金融体系是否还行之有效，就要看它支持创新的能力。

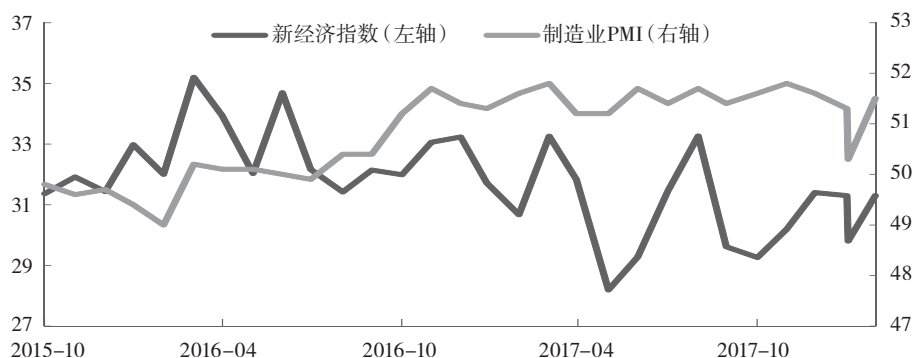


图3 中国新经济指数与制造业采购经理指数

资料来源：国家统计局、财新智库。

国际金融危机以来最值得担心的可能还不是经济增速放缓，而是总要素生产率持续下降<sup>②</sup>，这表明中国的经济效率一直在恶化（见图4）。而“边际资本产出率（ICOR）”则可以更直接地反映金融或资本投入的效率，ICOR衡量的是每生产一个新的单位的GDP需要几个新的单位的资本投入。这个数值越大，就表明资本效率越低。中国的ICOR在2007年是3.5，到2017年已经上升到6.3（见图5），这已经是改革期间的最高值。它表明：第一，资本的效率确实在大幅下降；第二，通过增加投资保增长的难度已经越来越大；第三，投资回报已经走入下行通道。如果ICOR不能扭转持续上升的趋势，中国经济最终就会陷入停滞状态。

<sup>①</sup> Michael, E. Porter, 1990, *The Competitive Advantage of Nations*, McMillan Press.

<sup>②</sup> 白重恩、张琼：《中国经济减速的生产率解释》，载《比较》，2014（73）；伍晓鹰：《测算和解读中国工业的全要素生产率》，载《比较》，2013（69）。

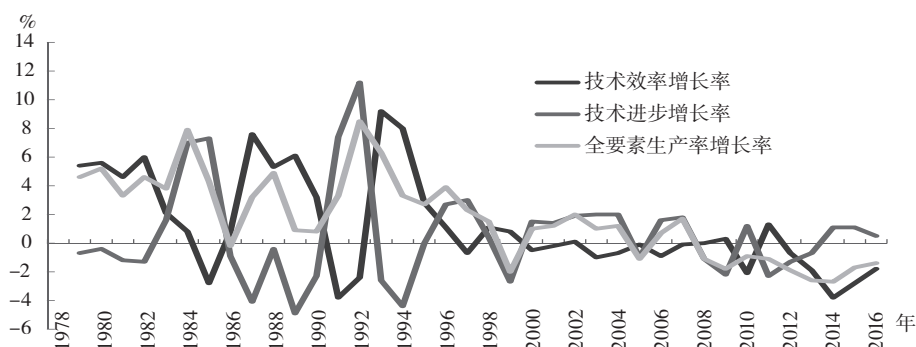


图4 边际资本产出率与实际GDP增长率，1978—2017年

资料来源：纪志宏等（2018，径山报告分报告）。

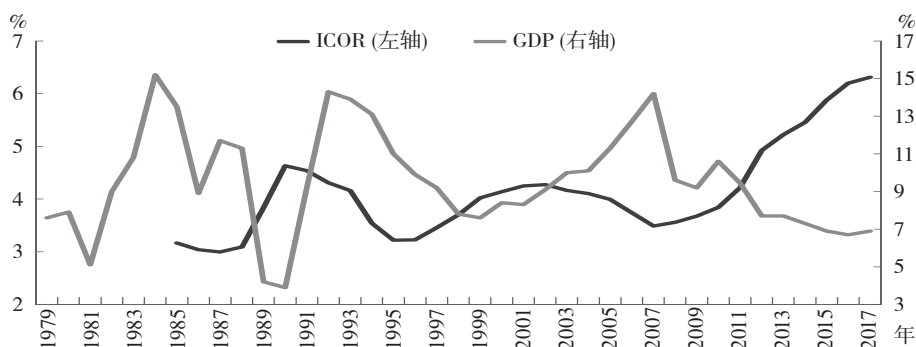


图5 边际资本产出率与实际GDP增长率，1979—2017年

资料来源：作者根据国家统计局数据测算。

注：ICOR为五年平均数。

比效率下降更加紧迫的问题是系统性风险陡然上升（见图6）。最近一段时期，金融风险不停地在不同的领域之间游走。首先引发普遍关注的是高杠杆率。中国经济的杠杆率很高，有一些容易理解的原因，比如银行主导金融体系。但自2008年以来杠杆率增长的速度举世罕见，更加令人担心。其次一些金融市场接二连三地出现大的震荡，从股票市场到理财产品、从房地产市场到跨境资本流动，而且往往是按下葫芦浮起瓢。最后一些新兴金融领域在经历了令人振奋的高速增长之后，很快变成了金融风险的源头。

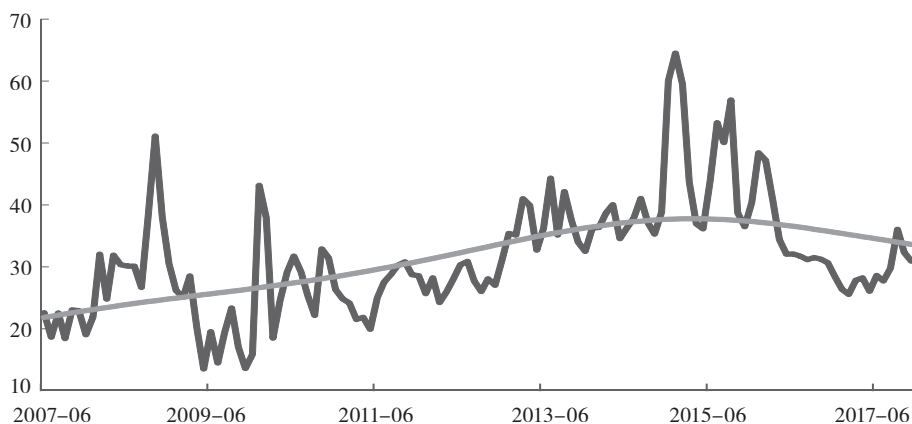


图6 中国系统性金融风险指数，2007—2017年

资料来源：根据Wind数据测算。

注：中国的系统性金融风险指数以202家金融、房地产上市公司的股票收益率为基础，分别采用条件风险价值（CoVaR）、边际期望损失（MES）、系统性风险法（SRISK）三种方法计算系统性风险，并对三个指标进行标准化与加权平均。

金融效率下降而金融风险上升，不得不让人怀疑曾经创造了“中国经济奇迹”的“重规模、轻机制”的金融模式是否还能持续。

### 三、三个方面的短板

如果说在改革开放的前三十年，中国的金融体系较好地发挥了支持经济增长、保持金融稳定的作用，今天这个体系已经面临许多难以应对的挑战。有些挑战早已存在，但原来不突出，现在则变得非常严重，比如长期靠政府兜底反而会增加系统性金融风险。还有些挑战是随着经济转型产生的，原来没有，现在出现了，比如之前金融的任务是支持要素投入型的增长，现在则需要支持创新驱动型的增长。总结起来，当前的金融体系至少存在如下三个方面的问题：金融不能满足实体经济的合理需求、政府与市场的边界不清楚及监管管不住金融风险。

### （一）金融难以满足实体经济的新需求

过去“重规模、轻机制”的金融模式较好地发挥了政府强大的资源动员能力，有力地支持了实体经济的发展。但过去的经济模式是“高储蓄、高投资”，大量的储蓄都以存款的形式集中在银行部门，然后又以大额贷款的形式投向制造业企业，政府则主要通过显性、隐性的税收获取财政收入并辅之以庞大的“土地财政”。但现在经济模式已经在发生改变：随着老龄化时代的到来，中国的储蓄率与投资率已经在2010年见顶并开始趋势性下降，这就意味着人口红利时期动员储蓄、推动大规模投资的任务已经完成；而随着中国经济进入中等偏上收入水平，在2010—2012年间跨过了工业化的高峰期，经济结构“服务业化”，很可能会呈现“轻资产化”的现象；从近年三大总需求对经济增长的贡献看，消费的贡献超过了投资和出口，中国已经成为消费驱动型的经济体；最后，“中等收入陷阱”的挑战表明唯有创新和产业升级才能支持中国经济的可持续增长并最终迈入高收入经济体的行列。可惜的是，过去“重规模、轻机制”的金融模式无法满足实体经济对金融服务的合理需求。

一是家庭的资产性收入很难增长。储蓄率下降和消费率上升需要一个基本的金融条件支持，即家庭资产性收入显著增长，而这又要求家庭配置到金融市场的资产的比例不断上升。中国家庭部门的金融财富从2006年的24.6万亿元增加到2016年的118.6万亿元，年均增长17%。在2014年，中国超过日本成为全球家庭金融财富第二强国。但中国家庭不得不共同面对的一个尴尬现实是：金融资产配置没有多少选择。2016年，家庭的金融资产中有69%是银行存款，20%是证券类资产，11%是养老和保险类资产。这么多的钱存在银行，虽然安全，但回报太低，完全无法满足获取资产性收入的要求。与国际水平相比较，中国金融资产结构的主要短板在于养老和保险类资产的比例太低而且增长过于缓慢（从2006年的9%上升到2016年的11%）<sup>①</sup>（见图7）。国际经验表明，随着收入水平的提高，家庭金融资产占GDP的比重将迅速提

<sup>①</sup> 张斌、张佳佳、邱晗、邹静娴（张斌执笔）：《金融供求失衡，乱象与补短板》，北京：中国金融四十人论坛内部委托课题报告，2018。

升，目前全球平均是2倍，日本、韩国、中国台湾则分别为3.5倍、2.1倍、5.1倍，中国是1.6倍。可见家庭金融资产配置的矛盾可能会变得更加突出。

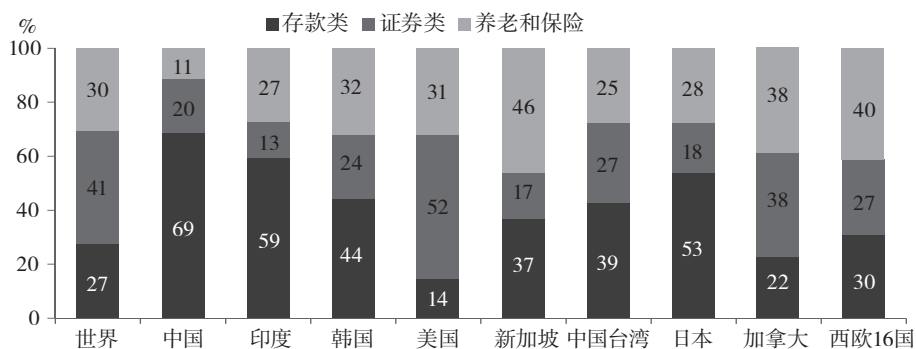


图7 金融资产配置比例：中国与其他经济体比较，2016年

资料来源：张斌等（2018）。

二是非金融企业日益多样化的金融需求更加难以满足。2016年，非金融企业融资中贷款占70%，影子银行占15%，证券市场和其他渠道占15%。但经济发展新阶段的两大变化是“服务业化”和制造业升级，伴随着这些变化，企业可能的变化是规模越来越小、资产越来越轻、风险越来越难辨识。但目前这些企业的外部融资还有三分之二以上来自银行，而银行发放贷款的基本做法就是看历史数据和看抵押资产，集中服务成规模的企业，并不擅长支持不确定性高、企业规模小、缺乏抵押资产的创新型企业。非金融企业金融服务的供、求不匹配，可能解释了为什么政府下了很大的功夫，但发展普惠金融的矛盾不但没有缓解，而且日益加重。与国际水平相比，中国非金融企业融资结构中的主要短板是股权类工具，2016年只占总融资的4%，而日本、韩国、中国台湾的比例多在20%左右。

三是政府的融资渠道还有待完善。一方面，工业化高峰期过去以后，政府收入的增速正在不断放缓，2016年公共财政收入的增速只有4.8%，是近三十年来的最低增速。与此同时，国有资本收益和社保基金收入增速也在放慢。另一方面，政府仍然面临较大支出压力和大规模融资需求。根据国际经验，在工业化高峰过去以后，政府性公共服务开支将持续增加，而我国的城

市化进程也尚未完成，基础设施投资的需求依然十分庞大。更重要的是，过去各地政府所依靠的“土地财政”基本已经走到尽头，所以未来政府潜在的收支缺口只能通过市场化融资来满足。2016年中国政府广义债务占GDP之比为62%，其中国债和地方债占24%，这个比例远低于欧盟（64%）、美国（74%）、日本（86%）的水平。

由于金融体系很难充分满足各经济主体包括家庭、企业和政府的金融服务新需求，就出现了一些独特的金融现象。因为金融资产性收入很少，中国家庭把80%左右的资产配置到了房地产。影子银行的快速扩张，既是家庭追求资产性收入的结果，也在一定程度上满足了非金融企业在正规市场很难获得的融资服务。各级政府缺乏规范的市场化融资渠道，只能想尽各种方法满足自己的资金需求，其中就包括盛行不衰的“土地财政”以及形形色色的“地方政府融资平台”。

## （二）政府与市场的边界不清楚

“政府干预”或者“金融抑制”本来就是改革期间金融政策的一个重要特征，当然，改革期间金融体系也一直在市场化的道路上前行，只是速度比较缓慢。作为对比，俄罗斯的金融抑制指数从1990年的1.0下降到2015年的0.42，其市场化进程显然要快很多，当然俄罗斯的改革并没有中国成功。2013年底中共十八届三中全会已经提出“让市场机制在资源配置中发挥决定性的作用”、让有效市场与有为政府有机结合，这个决定受到了普遍的欢呼，只是随后的落实十分缓慢，2013年、2014年和2015年的金融指数一直保持在0.60，没什么变化，2015年之后金融市场化的进程可能略有加速。但政府干预甚至替代市场功能的现象，仍然十分普遍。

一是“财政风险金融化”。改革初期政府重建银行部门与资本市场，一个重要的使命就是帮助政府与国企融资。政府把金融部门当作准财政资源的做法一直没有停止，2008年国务院宣布的“四万亿”刺激政策，大部分开支都是由金融机构埋单。政府对国有部门兜底，使用的往往也是金融手段。以至于货币供应量形成了一个内生的加速机制，经济形势好的时候，货币供应量

需要加速增长，满足经济活动扩张的需求。经济形势不好的时候，货币供应量也需要加速增长，满足稳经济、稳市场的需要。最近十年来，地方政府通过明股实债的PPP项目融资、政府引导基金和专项建设基金等方式规避中央对地方融资平台的限制。这些做法导致了“财政风险金融化”，反过来又让政府不得不继续为金融机构兜底。

二是金融机构没有真正建立现代企业制度。党的十五届四中全会以来逐步形成了以“三会一层”（股东大会、董事会、监事会和高级管理层）为核心的公司治理框架，但在实践中形似而神不至的问题非常突出。国有出资人常常以管理部门自居，通过考核、行政命令等方式直接干预金融机构的日常经营活动。对企业而言，上级部门的指令往往比股东利益还要重要。另外，董事长“一长独大”，缺乏制衡机制。高管的激励和责任完全不对等。公司治理结构的矛盾在农村信用社系统的表现尤其突出，完全没有股权关系或行政隶属关系的农信社省联社提名甚至任命各县联社及各农商行的高管，却不承担相应的责任。

三是政府干预以致资本市场无法有效发挥功能。各金融市场之间缺乏联动、融合，规则不一、价格信号传导受阻。证券发行仍然由行政主导，市场机制不足。“核准制”本来赋予了市场推荐和选择的权利，但监管部门保留了合规性和适销性的实质性审查，同时控制证券发行的数量、节奏和新股发行价，客观上助长了市场主体与监管之间的博弈，弱化了市场功能。上市公司和中介机构均以国有产权为主，所有者缺位和代理人风险问题突出。普遍存在的刚性兑付扭曲了风险溢价，推升股票投资者对预期收益的要求，强化投机性质。另外，严格的准入抑制了衍生品市场、外汇市场的发展，严重影响金融市场发挥价格发现、货币政策传导及风险管理的功能。

四是缺乏严格的市场纪律。金融机构没有市场化的退出机制，过去政府曾经几次大规模地处置金融风险，但基本上都是行政主导。存款保险制度建立、运行已经三年多，但还没有处置过一家金融机构的问题，说明事实上各级政府还在兜底。同样，在金融市场即便是影子银行和互联网金融等领域，刚性兑付仍然很普遍，这也扭曲了投资者的预期。政府兜底和刚性兑付令道



德风险进一步放大，风险定价无从做起，严重影响市场参与者有效配置金融资源并合理管理金融风险的能力。

五是政策经常违反金融规律，好心办坏事。各地政府响应“大众创业、万众创新”的号召，建立了许多产业引导基金，试图撬动社会资金、支持新兴产业发展。但大多数基金要么投资了传统产业、要么闲置着投不出去。另外，为了缓解小微企业融资贵、融资难的问题，当局既采取了定向宽松的货币政策，向服务小微企业的银行提供更多的流动性；也要求商业银行执行“三个不低于”的监管要求，即每年对小微企业贷款的比例必须上升；同时查处银行的各种“乱收费”，降低小微企业的融资成本。殊不知小微企业融资难主要是因为获客难、信用评估难做并且贷款利率不够灵活，上面这些政策虽然是出于好心，但因为没有抓住矛盾的本质，这几年小微企业融资难、融资贵的问题并没有得到缓解。

### （三）金融监管管不住金融风险

不该管的事情管了许多，但该管的又没有管好。改革前三十年间金融体系相对稳定，主要得益于两大因素的支持，一是持续的高速增长，在发展中解决金融风险问题；二是政府兜底，即便出现了金融风险，只要政府有能力化解，就不会影响金融稳定。但这几年系统性金融风险成了政府的“三大攻坚战”之首，首先是因为之前支持金融稳定的两大因素都发生了逆转。2010年之后GDP增速连年下降，微观层面资产负债表的恶化就可想而知，而产业更新换代又意味着许多旧的企业必须淘汰，这样就自然增加了短期的金融风险。而政府兜底变得越来越困难，无论是财政政策，还是货币政策，政府的政策空间收窄，继续支持金融稳定的能力下降。除此之外，监管框架中一些与现实不太适应的设置也促成了系统性金融风险的大幅上升。

一是隐性兜底和宽松的货币政策大幅拉升杠杆率。中国的杠杆率高，有多方面的原因，比如银行在金融体系中的比重很高，几乎所有的金融交易都要通过负债反映。但政府隐性兜底的做法从两个方面推高综合杠杆率，一方面是因为杠杆率高、效益差的“僵尸企业”不能及时出清，抬高了杠杆率、

降低了杠杆效率；另一方面是为了稳经济、稳金融而长期实施宽松的货币政策。2008年以后伴随着“四万亿”刺激政策的实施，中国的杠杆率迅速飙升，成为国内外普遍关注的金融风险点。

二是机构监管而非功能监管的做法造成了许多监管空白。机构监管的通行理念是“谁发牌照谁监管”，而许多金融创新业务比如互联网金融，因为监管部门没有发牌照，变成了三不管地带。2004年支付宝上线，2010年央行才开始考虑支付牌照的事情。2007年拍拍贷开业，2015年银监会才开始设计个体网络借贷的监管办法。同样，很多互联网资管业务平台一直都是“无证上岗”。这种缺乏资质要求的野蛮生长状况在一些领域比如P2P行业造成了很大的混乱，将近6000家平台中绝大部分都是问题平台。监管部门在介入之后也存在明显的不想管和不知怎么管并存的现象。

三是分业监管的政策框架不适应交叉业务和混业经营的普遍现状。“一行两会”（即原先的“一行三会”）各管一摊，在很长时期内相安无事。但随着影子银行交易的日益活跃，交叉销售、通道业务等变得很常见，很多大的互联网金融平台基本上都是实质性的混业经营。但由于监管部门之间缺乏有效的协调机制，一些新的风险很难在短期内得到有效的管理<sup>①</sup>。过去当局也试图设立一些协调机制，比如“一行三会”之间的“部际联席会议”和监管政策的“会签制”，但执行的效果并不好。直到2017年中国国务院金融稳定发展委员会（金融委）成立，政策协调效果才有所改善。

四是监管部门缺乏独立性。金融监管政策的目标很清晰，就是要维持金融体系的秩序和稳定，通常而言，相对独立的监管框架可以更为专注、专业地追求这样的目标。但中国的监管部门不独立，这是政体所致。不独立有好处也有短板，好处是在国务院的统一领导下，监管政策可以与其他政策协调。坏处是监管政策的执行容易受到其他政策目标的冲击，比如监管部门有时候

---

<sup>①</sup> 已经有研究表明，2015年A股市场崩盘主要是因为投资者场外加杠杆所触发。例如，Bian, Jiangze, He, Zhiguo, Shue, Kelly and Zhou, Hao, 2017, Leverage-Induced Fire Sales and Stock Market Crashes (October 3, 2017). Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=3047460> or <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.3047460>.

根据宏观经济的需要而调整诸如股票市场印花税税率及商业银行存款准备金率等工具。再比如金融监管部门兼具监管与发展的职能，二者存在内在冲突。推动本部门快速发展是政治责任，而促进金融机构依法稳健经营、防范系统性金融风险则是市场责任。但政治责任的波动性比较大，影响市场责任的稳定性和一致性，从而带来监管套利空间，加剧市场投机行为。

五是对市场经济周期性和金融周期性波动认识不足以及金融风险处置能力的建设滞后。市场经济具有周期性的理念还没有得到充分的认识，对金融市场风险事件容忍度空间小和处置风险违约机制建设滞后是制约金融市场深化的重要因素。宏观上，习惯于“宏观调控”来调节“市场周期波动”，没有建立调控的边界和范围，未来是做上下限的防范线，还是“宏观调控”变成频繁的“微调”，深入干预市场的微观行为。这些问题尚未得到有效的解决。

上述因素最终导致了最近几年中国金融监管政策的有效性有所回落（见图8）。而监管有效性的回落最终反映在系统性风险的持续上升。

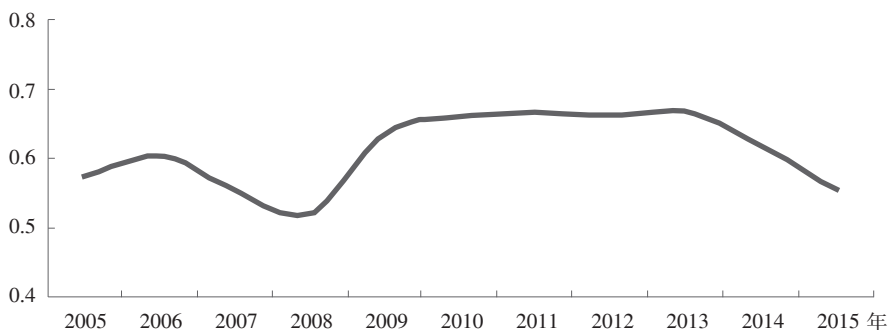


图8 中国监管有效性指数，2005—2015年

资料来源：王勋编制。

#### 四、融资结构、配置机制

既然中国目前的金融体系存在这么多的缺陷，那么进一步推动金融改革应该就是顺理成章的反应。政府也提出了“构建现代金融体系”的政策任务，但这个新体系的特点是什么？尤其是其“现代性”究竟应该体现在什么方面？

“金融体系”是一个复杂系统，由金融机构、金融市场、金融工具以及一系列显性或者隐性规章制度安排构成。金融体系的形式千差万别，但其基本功能却万变不离其宗，就是资金融通和资金跨期配置<sup>①</sup>。复杂的金融体系可以从两个不同的维度去观察、比较。第一个视角是金融交易的结构，可以分为商业银行导向和资本市场导向两大类，前者主要依靠银行承担资金跨期配置的功能，典型案例是德国和日本；后者则主要依靠资本市场尤其是股票市场，典型案例是美国和英国。第二个视角是资源配置的机制，又可以分为市场机制和政府干预两大类，前者主要靠自由市场包括价格实现跨期资金配置，而后者则主要由政府通过对金融机构、金融业务和金融价格的直接管制或间接影响，将储蓄引导到政府意向的经济部门和行业中。

比较不同的金融体系，可以得到一些有意思的发现。第一，今天各国不同的金融体系，是政治、经济等因素长期互相作用的结果。资本市场导向体系的鼻祖是英国，其形成的一个基础是17世纪光荣革命和金融革命，前者使得资产阶级崛起成为抗衡封建君王的利益集团，后者则促成了统一有序的政府债券市场，而这又为随后的工业革命奠定了基础<sup>②</sup>。另一基础是公司制的发明，1856年英国颁发了第一部现代公司法《联合股票公司法》。商业银行导向体系的鼻祖是法国，法国金融市场落后于英国，一是因为封建君王不受约束的借款和征税行为，二是因为法国在1720年密西西比泡沫危机之后限制股份制公司的成立。由于资本市场受限制，法国19世纪出现的运河热和铁路热大多是由银行提供的资本。1852年成立的动产抵押贷款银行，则标志着现代银行导向体系的诞生。在19世纪后陆续崛起的强国中，美国继承了英国的传统，德国则继承了法国的传统。日本在明治维新后，既学英国，又学德国，因此兼具商业银行导向和资本市场导向的特点<sup>③</sup>。

---

① Merton, R., B. Crane, K. A. Froot, Z. Bodie, S. P. Mason, E. R. Sirri, A. Perold and P. Tufano, 1995, *The Global Financial System*, Harvard Business School Press, Boston.

② Kindleberger, C. P., 1984, *A Financial History of Western Europe*, George Allen & Unwin Publishers.

③ 殷剑峰：《金融结构与经济增长》，北京：人民出版社，2006。

第二，不同的金融体系折射了不同的经济思想理念，从而也决定了不同的基本经济模式。资本市场导向体系所秉持的是英国古典学派的自由理念：一切应该由市场来决定，政府只应该扮演“守夜人”的角色，公司治理中股东利益至高无上。而商业银行导向体系所秉持的是李斯特强调集中统一和共同利益的思想，对于后发国家，政府应该实施干预，通过立法、保护贸易、投资基础设施等措施加快推动工业化。但仍然存在以德国为代表的“社会市场经济模式”和以日本为代表的“法人资本主义模式”，在这两个模式中，政府都不只是扮演“守夜人”的角色，都是“善意地”对市场进行干预，但干预的手段和程度不同。“社会市场经济模式”强调经济的活力应该建立在市场基础上，市场应该享有充分的运转自由，但市场机制不是支配整个社会关系的唯一机制，社会运行需要考虑不同利益群体的平和制约。“法人资本主义模式”的基本特点是企业本位和政府主导。企业本位的核心是生产至上，公司股东的利益不被看重，其三大法宝为终身雇佣制、年功序列制和企业组织工会。政府主导不仅是指政府通过经济计划、经济政策、行政指导等手段干预企业活动。

第三，关于金融体系的两个维度即金融结构与政府干预的视角其实是可以相互统一的。商业银行导向的金融体系通常具有更加强烈的政府干预的倾向，而资本市场导向的金融体系则更加倾向于市场自由主义。一方面，只有高度崇尚自由主义但又遵守公共规范的社会才有可能孕育、发展出分散决策、充分竞争的资本市场。另一方面，政府的干预通过相对集中的银行才更容易落地<sup>①</sup>。甚至还有人提出了落后国家金融发展的理论：一个国家的工业化进程越落后，其金融体系对商业银行的依赖度就越高。

客观地说，不同的金融体系之间并不存在绝对的优劣之分，在这个问题上学术界一直有争论<sup>②</sup>。但从经济发展的角度看，资本市场导向更能适应新兴技

① 这同时也决定了不同金融体系中银行业竞争度的差异：在资本市场导向体系中的银行业往往是高度竞争的，而商业银行导向体系中的银行业往往具有很高的垄断性。

② Levin, R., 2002, Bank-based or Market-based Financial System: Which is Better?, *Journal of Financial Intermediation*, 11(4): 398-428.

术革命，因此资本市场导向常常为技术领先国家的标配，而商业银行导向则更能适应成熟技术的大规模推广与传播，因此商业银行导向常常是技术后发国家赶超领先国家的秘诀。无论如何，从技术由新兴到成熟的演进过程和经济发展的长周期看，最优的金融体系应当满足两个标准：其一，应该具有完备的金融功能，以适应经济发展中复杂多样的生产技术；其二，应该是高度竞争、富于弹性的，能够适应经济结构性变化提出的要求，并实现金融体系的结构调整。

中国目前的金融体系框架是在上个世纪90年代中确立的。这个体系具有比较明显的银行导向和政府干预的色彩。第一，在金融资产的构成中，资本市场的占比相对较低（见图9）。第二，近年来债券市场有较大的发展，但债券市场中占主导地位的银行间市场，仍然具有较强的间接融资的特性。第三，虽然商业银行的数量十分庞大，五大国有商业银行的比重也在不断下降，但绝大部分银行中的国家持股甚至控股影响了市场竞争的形式。第四，政府对金融体系的干预几乎无所不在。

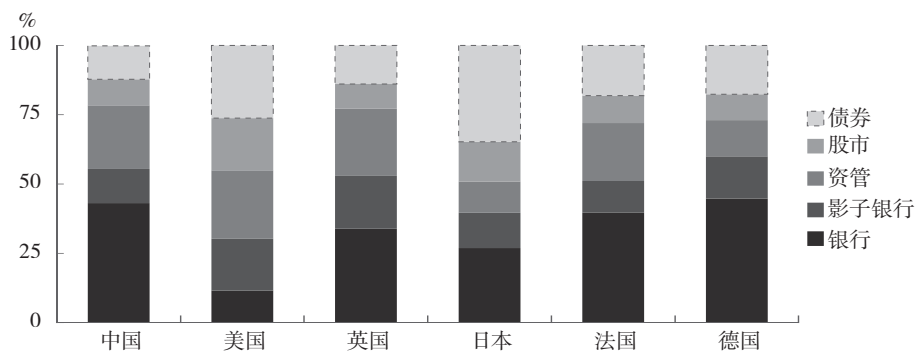


图9 金融资产构成：中国与其他国家比较，2016年

资料来源：根据IMF数据测算。

把中国的金融体系放到融资结构和配置机制两个维度的坐标系中并做一个比较，就可以比较清晰地了解中国金融体系的相对定位。在这个坐标中，横轴是银行资产占金融总资产之比，数值越大，表明银行在金融体系中的地位越重要。纵轴是金融抑制指数，数值越大，表明政府对金融的干预程度越高。这个坐标图揭示了许多有意思的信息（见图10）。

一是经验证实了银行占比与金融抑制之间的正向关系。利用各个国家(地区)的数据所做的简单回归分析(即图中的黑线)表明,银行在金融体系中的比重越高,政府干预金融体系的程度也就越高。这也证实了商业银行比资本市场更容易传递政策信息的猜想。

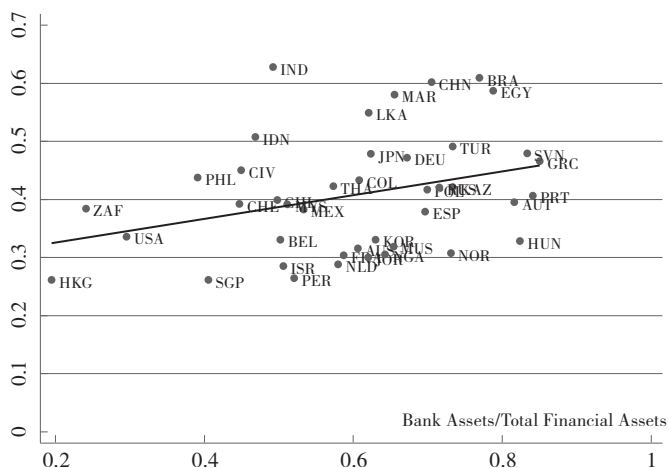


图 10 各经济体金融体系的金融抑制与银行占比, 2015 年

资料来源:王勋根据 EFW Dataset; Global Financial Development Dataset(GFDD)制作。

注:横轴为银行在总金融资产中的比重,纵轴则是金融抑制指数。其中 USA 是美国、HKG 是中国香港、JPN 是日本、DEU 是德国、IND 是印度、CHN 是中国。

二是美国、日本和德国都处在拟合的红线附近,但美国处在红线的左下角,日本、德国位于红线的右上方。这和通常对于美英、日德金融模式的理解是一致的。相比较而言,美国的市场化程度比较高,而日本、德国对银行和政策的依赖度更高一些。另外,中国香港和新加坡同为政府干预最少的金融体系,但相对而言,新加坡的融资结构更加倚重银行。

三是进入新世纪以来全球金融体系在这个坐标中的位置一直在发生变化。将全球的平均值画在这个坐标中,就会发现从 2001 年起,全球的金融体系一

直在朝着资本市场比重上升、抑制性金融政策减少的方向移动，2006年到达左下角（见图11）。2008年国际金融危机爆发以后，银行在总金融资产中的比重先升后降。但总体而言，金融抑制的程度普遍地有所提升，这应该是反映了各国（地区）政府为了应对金融危机所采取的一些政策措施，包括入股金融机构等。以美国为例，2007年金融抑制指数为0.28，2015年上升到0.34。同期英国的金融抑制指数也从0.23上升到0.38。

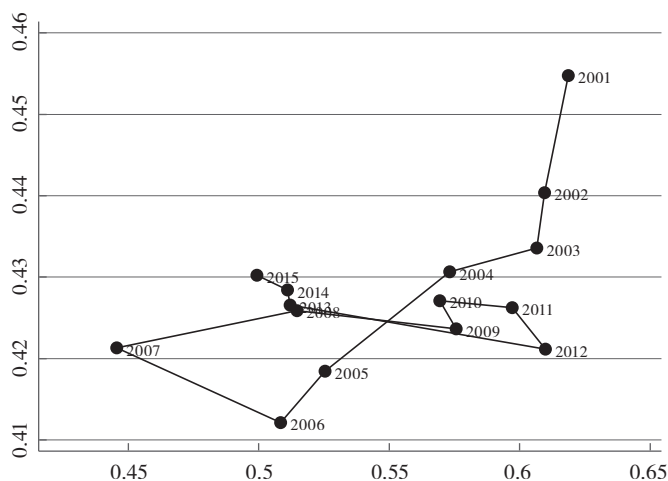


图11 全球金融体系的金融抑制与银行占比，2001—2015年

资料来源：王勋根据 EFW Dataset; Global Financial Development Dataset(GFDD)制作。

注：横轴为银行在总金融资产中的比重，纵轴则是金融抑制指数。

四是中国处在这个坐标系的右上方（见图10）。在有数据的国家（地区）中，中国的金融抑制程度属于最高水平，基本上跟印度、巴西、埃及相似，只是其银行占比远高于印度，但与巴西和埃及差不多。总体来看，中国金融体系具有银行占比高、金融抑制严重的特征。

中国的这个定位是与其历史、文化传承以及经济、制度现实相吻合的。一方面，中国文化中自由主义的思想传统并不浓厚，历史上市场经济也不发



达。新中国成立后又经历了二十几年的计划经济体制，政府对于干预经济的各种做法得心应手。资本市场发展已经走过了二十几年，但依然很不成熟。另一方面，刚刚开始改革政策的时候，中国还是一个穷国，穷国发展经济就需要赶超。银行不但能动员大量的资金，还能帮助贯彻政府的政策意图，无论是“补贴”亏损的国企、投资基础设施项目，还是支持战略产业的发展、提供普惠金融服务，银行都发挥很重要的作用。

## 五、改革的方向

为了适应中国经济发展新阶段的需要，中央提出要构建现代金融体系，作为现代经济体系的重要组成部分。这个现代金融体系的宗旨应该是满足经济创新、维护金融稳定的要求，支持经济长期可持续的增长。反映“现代性”的关键词应该是“市场机制”，而这个“市场机制”应该包括三个方面的内容：一是提高资本市场在金融交易中的比重，即“发展多层次的资本市场”；二是增强市场机制的作用，即“让市场机制在资源配置中发挥决定性的作用”；三是维护金融稳定，即“守住不发生系统性金融风险的底线”。在这三条中，第一条是金融发展的必然过程。后进国家的金融体系通常都是以银行为主，随着发展水平的提高，资本市场的重要性会逐步上升。第二条是体制转型的应有选择。毕竟中国仍然处在从计划体制向市场经济的转型过程中，经济与金融体制进一步向市场机制过渡。第三条是构建现代金融体系的新任务，过去由政府独立承担维护金融稳定的责任，未来需要转向市场化的金融监管框架。

需要特别指出的是，不能因为美国、欧洲发生了重大金融危机就否定中国金融改革的市场化方向。欧美金融体系确实一度出现自由化过度的现象，这个倾向值得警惕，但更重要的教训是在金融创新的同时没有及时构建有效的监管体系。同时也不能简单地将中国影子银行、互联网金融领域的乱象视为金融市场化的结果，表外资产膨胀更多地反映了表内外交易监管标准不统一，甚至正规部门管制过度的问题。无论从哪个角度看，今天中国金融体系

的主要矛盾都不是市场化过度，而是市场化严重不足。当然金融体系的市场化改革必须与有效金融监管框架的构建密切配合。

在上面的坐标系中，构建现代金融体系就意味着中国的定位可能会逐步向左下方移动，银行占比和金融抑制双降，但最根本的变化应该是抑制性金融政策减少、市场机制发挥越来越大的作用。最终会移到什么位置，可能得由多方面的因素动态决定。但在思考中国金融体系未来方向的时候，需要记住几个方面的重要约束和原则。一是国家掌控金融体系的要求。因此，金融体系不可能走彻底而放任的市场化、自由化的道路。比较理想的做法是政府对金融体系的掌控主要通过宏观调控和股东权益来实现，而不是直接干预微观层面的定价机制和资源配置。另外，在一些可能发生市场失灵的领域，政府也可以发挥积极的作用，特别要防止重犯美英“过度市场化”和“轻视监管”的错误。二是一些非市场化的经济主体如国有企业将长期存在。虽然政府一直强调让国企、民企公平竞争，但在当前的体制背景下，真正的公平竞争恐怕很难实现。当然不公平竞争、缺乏市场纪律的现象，也不仅限于国有企业，一些大型民营企业同样存在这些问题。如果客观上一些经济主体的非市场行为很难彻底消除，在推进市场化的时候就需要考虑设置适当机制约束这些经济主体的行为，防范新的风险。三是银行仍然将是中国金融中介的主体。虽然政府一直致力于发展多层次的资本市场，但老百姓的钱从银行出来，并没有进资本市场，反而去了影子银行。这当然有监管套利的因素，但资本市场的机制不够完善，也是客观事实。在可预见的将来，非金融企业融资恐怕主要还得靠银行。

建议从以下几个方面入手，构建中国现代化、市场化，并能适应创新要求的金融体系：

第一，真正实现让市场机制在金融资源配置中发挥决定性的作用。市场机制是现代金融体系的基础制度，核心包括如下两个方面：机构的准入与退出、资金的定价与配置。政府应该遵守公司治理的基本原则并尊重市场经济的基本规律，将资源配置的主导权留给市场，减少金融定价的扭曲，不应以宏观经济管理或微观金融监管的名义直接干预金融市场运行与金融机构经营，

更不应打着以监管之名行保护之实，歧视非国有金融、经济主体。彻底打破刚性兑付、形成市场化的退出机制，无论是对金融部门还是对实体经济，都需要建立市场化的风险处置机制。而“有为政府”的功能应该限于维持秩序、监管风险并弥补市场失灵。

第二，进一步推进银行的商业化改造。银行在未来的金融体系中依然举足轻重，因此，需要适应银行主导的现实，推动银行的市场化派生机制和资本市场参与。商业银行规模巨大但竞争力不强的现状迫切需要改变，银行类金融机构自身准入与退出机制需要改革，存款保险制度已经运行三年多，建议从中央银行独立出来运行，真正发挥支持市场化退出的作用。要完善银行的公司治理结构，内部要形成有效的制衡机制，改变董事长独大的现状。建立新型的银企关系，不应再持续国家同时指挥国有商业银行与国有企业的现象，银行可以尝试有市场约束的“关系融资”。要完善商业银行风险定价的能力，真正实现借贷利率的市场化，关键还是要消除信贷市场上的机制扭曲，让银行能够合理地在效率与风险之间取得一个平衡。

第三，围绕信义义务发展功能健全的资本市场。金融创新演变为金融乱象的根源是金融活动缺少信义义务约束。法律和监管规则应做出必要调整，围绕信义义务构建资本市场风险定价能力和公平交易秩序。实施举证责任倒置，强化投资者集体诉讼与保护。要在金融机构层面构建统一的信义义务规范，将信义义务落实到每一项金融服务活动中，通过卖者尽责、买者自负，实现金融资产公平、合理定价，彻底摆脱金融活动中对股东信用、原始权益人信用的过度依赖。要改革资本市场税制，鼓励更多资本通过长期投资承担风险、获取收益，为创新发展提供优质资本金，破除短期投机和监管套利动机。要打破市场分隔，做到有效统筹，减少监管套利，特别是银行间和交易所债券市场要尽快统一规则。打破刚性兑付，消除特定的价格扭曲与投资者不合理的回报预期，既要落实投资者适当性原则，也要加强投资者教育。丰富金融产品市场，完善价格发现和风险管理的功能。

第四，建立支持创新与产业升级的金融政策。经济与金融创新需要良好的政策环境。政府应该通过政策激励和投资者教育等，鼓励更多有耐心的长

期资本投资于技术进步，减少投资者挣快钱、搞投机的心理。特别要重视发挥养老金的作用，它既可以为家庭部门创造资产性收入，又可以支持企业的长期创新。支持创新的金融决策权应该留给市场，对于各地方政府的一些金融“政绩工程”，包括耗费公共资金广泛地建立创新孵化器和大量成立产业引导基金等，要实行追责制度，做得不好的金融“政绩工程”不仅浪费国家资源，而且扰乱市场秩序，完全是弊大于利。政府也可以考虑尝试“监管沙盒”的做法，对有利于经济创新但突破现行监管政策的业务发放有限牌照，有准对性、有管控地尝试金融创新，平衡创新与风险之间的关系。最后，政府也可以帮助建立现代、开放的金融信息基础设施，包括支付体系、信用环境等，政府也可以在不侵犯个人隐私的前提下向金融机构开放一些政府拥有的个人或企业的信息。

第五，金融监管要守住不发生系统性金融风险的底线。最近政府已经采取了一些措施改革监管体系，包括成立国务院金融稳定发展委员会、合并银监会和保监会，等等。但还有许多更为实质的改革需要推进，要尽可能地做到机构监管与功能监管并重、行为监管与审慎监管共举。过去只强调机构监管，导致监管套利行为，加剧了金融风险的积累。监管部门应该把行业发展的责任移交出去，专注维护金融稳定之责。要改变目前“分业监管”的框架与“综合经营”的现实同时并存的矛盾，眼下混业监管能力尚不具备，应该坚持分业经营的原则，但同时可以尝试“综合经营”“混业监管”的试验。另外，需要大幅增加我国的金融监管资源，当然也应该同时改善监管资源的配置，减少“该管的不管、不该管的管了不少”的现象。金融资产规模不断翻番，复杂性不断提高，监管力量却没有相应增加，这是很危险的。另外，政府现在鼓励放权，但这一条不适用于金融监管，金融就应该实行牌照制，做到监管全覆盖。

第六，货币政策要从数量型向价格型框架转变。在转型过程中，必须提高政策利率调控有效性，理顺政策利率传导机制，完善市场化利率调控和传导机制。一要确立我国的央行政策利率以锚定与引导预期；二要稳定央行流动性操作机制，推进创新工具常态化，提高操作的规律性，稳定市场预期；

三要促进央行资产负债表从被动管理向主动管理的转型，通过调整央行资产负债表结构，进一步提高调控市场利率的有效性；四要进一步疏通利率传导渠道；五要完善货币政策决策机制和操作机制，建立健全货币政策决策信息公开制度，增加央行信息透明度。

第七，完善现代金融的法律体系。金融服务的质量是由法律体系决定的，市场规则、行为准则、准入与退出，都应该清晰地由法律来规范，减少过度依赖行政性手段相机抉择的现象。要统一金融立法，改变过去分业立法、机构立法的模式。立法也要与时俱进。现行的一些法律如《商业银行法》和《证券法》等内容明显滞后，难以适应金融业的快速发展和金融改革的持续深化。强化金融法治执行，强化对金融债权的法治化保护效率。继续强化社会信用体系建设，约束失信行为和建立个人破产制度。

## Strengthening Market Mechanism and Constructing Modern Financial System

HUANG Yiping

(National School of Development, Peking University)

**Abstract:** The China financial system has been through forty years of reform and development and has been known as a salient feature of “stress the effect of economic scale and despite the function of market mechanism”. The system maintains China’s financial stability and has contributed to its economic miracle, but it can’t meet the demand of the new stage of economic development. The major problem contains three factors: Firstly, the china’s financial system is less capable to meet the demand of its real economy; Secondly, there is no clear boundary between the market and the state; Thirdly, the current regulations and risk managements are losing efficiency. As a vital part of modern economy system, the central government is devoting significant resources for the construction of modern financial system. The key word to reflect on modernity should be the market mechanism. In order to better build a modernized, market-oriented, and adaptable financial system in China, this report has come up with the following seven policy recommendations.

**Key words:** Market Mechanism, Financial System