

# 中国金融市场体系的未来取向

## ——十九大报告蕴涵的金融元素

徐义国 殷剑峰

**内容提要:** 文章侧重于解读十九大报告中关于我国经济社会尤其是金融发展的部署和指向,围绕报告蕴涵的金融元素体现在“转型、创新、开放、安全”等方面的战略性指向,借鉴不同国家或经济体选择金融市场体系的实践经验,基于中国经济从高速增长向高质量发展的转型特征,集中阐释了适应于现代化经济体系的中国金融市场体系未来取向。同时指出,在这个过程中,原来服务于政府主导、投资驱动的经济发展模式的金融市场体系,势必进行相应转变,包括市场化资源配置机制、协调基础性金融市场与创新改革、规范政府和国有企业行为、重点发展直接融资、提升监管水平及金融业双向开放等。

**关键词:** 金融市场体系 经济转型 改革创新 双向开放

中图分类号: F832.5

文献标识码: A

文章编号: 1003-3947(2018)01-0019-09

### 一、引言

十九大报告对我国金融发展的战略取向定位于“以供给侧结构性改革为主线,推动经济发展的质量、效率和动力变革,着眼于全要素生产率,加快构建实体经济、科技创新和现代金融的协同发展产业体系”,与推进改革开放的历次重大决议形成了高度一致的递进式发展思路。在具体方略上再次强调“深化投融资体制改革,发挥投资对优化供给结构的关键性作用”“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”“推动形成全面开放新局面”“健全金融监管体系,守住不发生系统性金融风险的底线”。可见,在以上的变革演进和新体系构建过程中,金融元素以“转型、创新、开放、安全”为战略指向,在“体制改革、回归本源、优化结构、完善层次、全面开放、风险底线”等多个维度将肩负至关重要的基础性和建设性的新时代使命。

长期以来,我国的金融市场体系结构一直是以政府和银行主导的、以间接融资模式为主的体系结构,金融市场的创新发展缺乏足够的内生动力,在国际形势日趋复杂及我国经济结构性减速的新常态下,诸多“不平衡”和风险性因素日益凸显。只有最大限度地依靠金融市场体系高效率配置资源服务实体经济发展的核心功能,发挥市场机制在配置资源中的决定性作用,才能为进一步的金融改革及对外开放提供稳定和高效的基础条件。在全球化背景下,应处理好基础性金融市场与改革开放的协同关系,推动形成直接融资与间接融资平衡发展的互补性竞争格局,以更高效率服务于实体经济发展和转型。在经济分权体制和垂直集中的官员治理模式下,由于信息不对称,中央政府难以有效约束地方官员的自利性投资偏好。地方政府及其官员凭借强大的经济资源及其支配权,为政府主导型经济的形成提供了先天租值和制度红利(吴延兵,2017)。

我国的金融市场体系结构正在从传统的以“间接融资”为主导的简单模式演进为银行与市场竞相发展的复杂金融市场体系。“影子银行”和“银行的影子”以罕见的增速和巨大的体量,正在日益渗透和

作者简介: 徐义国,中国社会科学院金融研究所副研究员。殷剑峰,对外经济贸易大学金融学院教授。

替代正规银行体系的诸多核心功能。在这种复杂的金融市场体系中,“直接融资”和“间接融资”都已经不再是本来的精准概念。在本文中,“间接融资”指非金融部门的储蓄(存款)通过银行部门的信用活动(信贷)“间接地”转化为非金融部门投资。在这种体系中,银行部门的资产负债占比呈显著优势,货币和信用是统一的。相对地,“直接融资”指非金融企业部门发行、居民部门购买的各种信用工具,如公司债券。在这种体系中,银行的存在也是不可或缺的,因为创造货币和提供流动性的核心功能是除了银行以外的其他金融机构无法替代的。只不过,这时的银行与银行主导的金融体系下有明显的功能差异:后者偏重于创造信用(货币形式),而前者的信用创造功能则部分或全部地体现为市场化的金融产品或服务。从金融市场体系的结构演化和市场效应观察,“影子银行”可以理解为“直接融资”的自然延伸,在很大程度上代表了市场主导的金融发展趋向;而“银行的影子”则反映了“间接融资”的进一步演化,在金融体系的变化上突显了银行主导的特征。

## 二、哪些因素决定了一国金融市场体系的现实选择

金融对经济发展的影响,在早期的文献中,如熊彼特(Schumpeter,1912)、希克斯(Hicks,1969)、戈德史密斯(Goldsmith,1969)以及麦金农和肖(Mckinnon and Shaw,1973)均进行过较深入系统的研究。到20世纪90年代,金和莱文(King & Levine,1993)从跨国层面、拉詹和辛格尔(Rajan & Zingales,1998)从行业层面、昆特和马克西莫维奇(Demirgüç-Kunt & Maksimovic,1998)从企业层面各自形成了更为完整的理论体系。在方法上,卢梭和瓦赫特尔(Rousseau & Wachtel,1998、2000)引入了时间序列,贝克和莱文(Beck & Levine,2000)引入了面板计量,卢梭和苏拉(Rousseau & Sylla,1999、2001)引入了历史视角,吉索和萨皮恩泽尔(Guiso & Sapienza,2002)引入了案例法等。研究的焦点逐步集中于,为什么在一些国家形成了有利于经济发展的金融市场体系,而有的国家则不然?

### (一) 实体经济与金融发展的双向因果关系

罗宾逊认为,金融中介和金融市场的形成是与产业经济的发展是相伴相生的:当出现融资需求时,金融市场和金融中介会自发形成和提供金融服务(Robinson,1952)。类似的还有撒克,他认为富有的国度拥有更庞大的金融体系是因为这些国家的经济增长速度更快,也就是说,金融体系是经济实际需求的产物,而不是经济绩效的驱动者(Thakor,1996)。从格利和肖开始,把研究重点转向了金融发展和经济增长之间的因果关系上(Gurley & Shaw,1955)。其中,最具有代表性的是金融体系功能理论。例如,莱文总结了金融体系的便利风险转移和分担、获取投资信息和配置资源等几种重要功能。这些金融功能相互作用,并最终通过资本积累和技术创新来促进经济增长(Levine,1997)。类似的,还包括戈尔(Gale,1992)、帕加诺(Pagano,1993)、金和莱文(King & Levine,1992)、伯南克(Bernanke,1988)、布特和撒克(Boot & Thakor,1996)等,这些研究都从不同侧面探索了金融体系功能和实际经济发展之间的联系机制。随着研究的不断深入,帕特里克斯注意到了金融发展和经济增长之间的双向因果关系,并据此区分了金融发展中“供给导向”和“需求导向”两种模式。由于金融和经济之间并非单向的因果联系,导致金融发展和经济增长之间存在多重均衡。这种均衡意味着金融发展和经济增长互为因果,经济增长会诱发和推动金融体系的衍生和发展,而金融发展又会反过来促进经济的进一步增长(Patrick,1996)。梅耶选取了14个OECD国家在1970~1995年间的经济增长、产业发展和金融体系的相关数据,并就其相互关系进行了实证研究,发现金融要素投入强度和金融体系结构会显著影响不同产业的投资和增长(Mayer,2003)。艾伦则通过对实体经济结构和金融体系结构之间的关系考察,重点研究了实体经济发展与金融体系结构的演变关系,指出金融体系结构随着企业的金融需求相应变化,实体经济的特征内在决定金融系统结构的变迁(Allen,2006)。

### (二) 融资结构对金融市场体系效率的影响

格申克龙认为在发展中国家经济的初期,市场活动赖以生存的制度不完善,相比资本市场,银行能

以更高的效率提供资金。特别是在国有银行占主导的情况下,可以在一定程度上缓解市场失灵,更好地将储蓄转化为投资(Gerschenkron, 1962)。戴尔曼的研究表明,金融中介尤其是银行可以掌握更多的企业信息,从而很好地监督企业的发展(Diamond, 1984)。斯蒂格利茨认为,以银行为代表的间接融资体系可以更好地解决由于信息不对称产生的委托代理问题,原因是银行与企业基于信贷合约构成的关系是个多期博弈的过程,这可以弱化企业追求短期利率的违约冲动(Stiglitz, 1985)。波伊德认为银行发放大规模的贷款,由于规模经济的效应,支付的信息成本要远低于分散投资者,但银行在提供非标准化的贷款方面,如涉及创新型企业的贷款时,不如资本市场更有效率(Boyd, 1986)。利兰和派尔将银行视同一种“信息共享联盟”,基于专业化及规模化两大突出优势,可以低成本地筛选理想的投资项目(Leland & Pyle, 1977)。金和莱文认为银行可以通过分散投资者的跨期风险,提高资源配置效率(King & Levine, 1993)。史密斯等认为,金融中介的引入可以提高储蓄转化成资本的效率,减少社会不必要的资本清算,从而促进经济增长(Smith, 1997)。

强调资本市场对资源配置的促进作用的理论,即资本市场主导优势论则指出了上述银行主导优势论的弊端,认为银行在开展业务的过程中免不了会干扰企业的正常经营。另外,银行天然具有风险规避偏好,从而不利于公司创新。艾伦和盖尔认为直接融资有助于促进决策者在收集和处理信息方面快速达成一致,在风险分担上有显著优势(Allen & Gale, 2000)。

陈雨露等(2013)借鉴了戴尔曼(Diamond, 1984)、墨顿(Merton, 1995)、布特和撒克(Boot & Thakor, 1997)、霍姆斯特罗姆和梯若尔(Holmstrom & Tirole, 1997)等人的研究成果,进一步总结了融资结构、配置机制和效率水平的关系。认为三者之间存在显著的动态变化规律。在经济和金融体系发展的初级阶段,资本市场的效率一般低于以银行为代表的间接融资体系,常常形成银行主导型的融资结构。资本市场的运行效率会随着金融市场制度基础的逐渐完善而不断提高,并由此形成与银行部门的互补型竞争,进而可能超越其成为金融市场的主导力量。判断一国金融市场体系结构效率的高低,重点在于这种结构对应的资源配置机制能否胜任和匹配不同经济发展阶段的金融需求,并最大限度地降低金融运行成本和提高金融体系的稳定性。龚强等(2014)和俞艳春(2006)均有类似的研究结论。

温斯坦针对以英美为代表的直接融资体系主导的国家与以日德为代表的间接融资体系主导的国家进行了比较分析,发现经济增长与金融结构存在显著关系(Weinstein, 1998)。阿瑞斯蒂运用异质性动态面板对经济增长与金融市场结构的关系进行了检验,结果表明金融市场的结构特征对经济增长的效果有直接影响(Arestis, 2001)。羽采用时间序列分析法,确认了股票市场与经济增长的关系显著与否受收入差距的影响(Yu, 2012)。萱等对34个发达经济体和新兴市场国家数据的实证研究得出,资本市场比银行更有利于创新。同时,金融发展对技术创新的推动作用显著(Hsuan, 2014)。

### (三) 开放程度及政治、法律、人文等因素的作用

一国金融体系结构的形成和变迁,实际上缘自多种因素的综合作用。

开放程度。周小川(2017)认为,中国应进一步推动金融服务业对外开放,引入更多的外部竞争,继续为金融体制改革注入外部推动力。开放本身不是金融风险的根源,反而有助于降低和化解金融风险。克拉克(Clarke, 2005)及克莱森斯(Claessens, 2001)认为金融业开放有助于构建多元化的金融体系。米科等在研究中证明,扩大开放可以促进市场竞争,提升市场效率,维护金融稳定(Micco, 2007)。高柏、达吉和金尼发现,扩大开放是分散风险的一种重要方式。不开放的金融业反倒容易造成风险累积,威胁金融稳定(Goldberg, Dages & Kinney, 2000)。

政治影响。拉詹和辛格尔认为,势力庞大的政治团体会明显影响金融体系的结构发展,政治多数派试图改变法律框架时会逆转金融体系自身规律性的结构演进(Rajan & Zingale, 2004)。佩罗蒂在研究中发现,多数经济体的金融体系结构在很大程度上被民主社会中的政治影响所左右(Perotti, 2006)。罗尔认为,美国高度分散的、单个力量相对薄弱的银行体系的形成源于民众对权力的恐惧和厌恶。同样,日本的银行主导型金融体系的形成,在很大程度上也是政治力量的产物(Roe, 1994)。艾伦认为,对政

治和金融体系之间联系机制的进一步深入研究,常常囿于政治事件的不确定性和内在复杂性而受阻(Allen 2006)。

法律及制度。拉波塔、西拉内斯、施莱弗和维什尼阐释了不同法律体系对金融体系结构的影响及其机理,并据此划分了法国民法、德国民法、斯堪的纳维亚民法和英国普通法等不同体系。相比较而言,普通法系的国家和地区的执法力度更为有效(LLSV 2002)。从事相关和近似研究的还有莱文(Levine, 1997)和俄冈戈尔(Ergungor 2004)等。皮斯托等在实证中发现,执法效率的高低在相当高的程度上决定了金融市场的发展水平(Pistor 2000)。

人文环境。莫奈特认为,金融市场体系结构的一些历史性特征往往与国民偏好密切相关:高度厌恶不确定性的国度,往往倾向于银行主导型的金融体系(Monnet 2005)。麦尔斯发现,英美两国的风险性资产比重约占一半,德、日、法则不足五分之一(Miles, 1996)。纳克及拉波塔等认为,社会信用与经济成长的关系取决于金融部门的发达程度、产权的安全程度以及契约执行能力的可信程度(Knack, 1997; LLSV, 1997)。

### 三、我国经济发展转型的特征

制度、规范和行为三大要素共同组成了经济体系的巨大复杂网络,作为这个网络中的重要子系统,金融市场体系与经济体系下其他子系统的组成要素之间交互相伴、紧密关联。从更高层次的宏观范畴分析并把握经济发展的特征和需求,有助于正确理解金融体制改革的重点和方向,进而契合十九大报告中关于金融发展的战略性元素的指向,尤其是“增强金融服务实体经济的能力”的明确要求,加快构建“现代金融”与实体经济的协同产业发展体系,最大限度地发挥金融体制改革在经济转型发展中的重要作用。

长期以来,我国经济发展一直以要素投入驱动和政府主导两大特征见著。其中,要素投入尤以投资驱动突显,这也是我国高速增长型经济的动力所在。就此,可与我们下一个赶超目标——美国作一比较。

按表1所示,作为一种典型的消费驱动型经济,消费在美国GDP中的占比高达80%以上,其中,居民消费接近70%。相反,我国GDP结构中的消费占比约为54%,其中居民消费不足40%,而投资在GDP中的占比接近45%,超过美国一倍多。显然,我国仍属于比较典型的投资驱动型经济体。与美国相比,我国政府主导经济活动和决定资源配置的特征表现突出。从2016年的数据看,在投资构成中,政府和国企合计占比约为GDP的14%,美国仅为3%左右;将政府投资(含国企)和政府消费合并计算后,我国GDP中的政府经济活动份额几近三分之一,比美国的18%高出10个百分点。事实上,我国政府部门对经济的干预广度和深度远不止于上述的统计数值,因为除了矿产、土地、金融,还有更多的垄断性资源均处于政府的掌控之下。

如果说有赖于政府主导、投资驱动的经济发展模式,使得我国保持了多年高速增长并跃居成为世界第二大经济体,那么,在交错变化的全球经济格局中,在日益复杂的国际形势下,在我国全面实现小康社会的决胜期,要顺利推进从高速度向高质量增长的现代化经济体系建设,这种模式的转型则成了必然。具体而言,包括三个方面:从总供给的角度,是从主要依靠要素投入转变为主要依靠技术进步;从总需求的角度,是从主要依靠投资驱动转变为主要依靠消费拉动;从经济发展模式的角度,是从政府主导转变为市场发挥决定性作用。

在三个转变中,经济发展的主导力量从政府向市场的交替尤为重要,它决定了其他两个方面即总供给和总需求的调整效率。在政府主导模式中,依靠政府直接或间接的资本投入,成就了过去三十余年的要素投入型增长模式。这种模式导致了居民部门收入(初次分配收入和可支配收入)在国民收入中的比重持续减少,这种减少与投资在总需求比重中的增长愈发形成了“削峰填谷”的效应,使得消费难以成为经济增长的主要拉动力量。

表 1: 中美 GDP 支出结构比较 (各分项占 GDP 比重, %)

国度	年份	消费	其中: 居民消费	其中: 政府消费	投资	其中: 私人部门投资	其中: 政府投资	净出口
美国	2012	84.15	68.40	15.75	19.35	15.55	3.80	-3.50
	2013	83.50	68.37	15.13	19.55	15.99	3.55	-3.05
	2014	83.13	68.40	14.73	19.92	16.49	3.43	-3.06
	2015	82.45	68.06	14.39	20.45	17.07	3.38	-2.89
	2016	83.05	68.84	14.21	19.74	16.41	3.33	-2.80
中国	2012	50.81	37.13	13.69	46.45	29.26	17.19	2.74
	2013	51.04	37.26	13.78	46.49	29.29	17.20	2.47
	2014	51.42	37.92	13.50	45.85	28.89	16.97	2.73
	2015	51.82	38.05	13.77	44.75	31.18	13.57	3.43
	2016	53.62	39.21	14.41	44.18	30.78	13.40	2.20

数据来源: CEIC, WIND。

注: 中国的“政府投资”包括国有企业投资和政府投资, 国有企业投资根据历年固定资产完成额中国有企业所占份额估算, 政府投资根据资金流量表中政府的资本形成份额估算; 美国的“政府投资”包括联邦政府、州及地方政府的投资。

从政府向市场主导模式的转变, 归根结底需要诉诸于经济体制改革。对此, 十九大报告明确“要发挥消费对增长的基础作用和促进作用”及“把发展基点放在创新上”。因为, “创新是引领发展的第一动力”, 没有技术进步的支撑, 不但投资效率必然是低下的, 消费增长也是不可持续的。只有不断向纵深推进的改革动力和市场化机制才可以催生和营造有利于创新的土壤和条件, 尽快“健全使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用的制度体系”。经验表明, 金融市场体系的协同性改革和创新与经济发展中的资源配置、驱动动能转换和市场化主导机制的建设休戚相关。

#### 四、我国金融市场体系的主要特点

对于上述以转型为主要元素的中国现代化经济体系的发展蓝图, 十九大报告进一步明确刻画为“建设现代化经济体系, 必须把发展经济的着力点放在实体经济上, 把提高供给体系质量作为主攻方向, 显著增强我国经济质量优势”。显然, 只有切实贯彻报告对金融发展在“改革、转型、开放、创新、安全”等核心指向的战略部署, 才能真正践行这些金融元素在现代化经济体系构建中的历史使命。通过在不同层面“增强金融服务实体经济的能力”, 逐步形成以市场配置和资源优化为特征的“现代金融”体系, 以推动经济转型和提高发展质量。就此, 以下从机制、渠道和开放程度三个角度对我国目前的金融市场体系的资源配置效率加以分析。

首先, 在金融资源的配置机制上, 政府发挥决定性作用依然是我国金融市场体系的主要特征, 这是与政府主导的经济发展模式相适应的。政府对资源配置的主导作用涵盖了价格(如利率)管制、金融机构的准入和退出以及金融业务和金融产品的行政管制等诸多方面, 其中不排除或明或暗对金融资源获得主体的偏好及歧视。在已有的改革安排中, 大部分还只是停留在价格的有限松动, 在更多的行政管制方面尚无实质性推进。另外, 企业的所有制差异仍在显著影响金融资源的可得性: 国有企业不仅占据了股票市场(新三板以外)的半壁江山, 而且在各类债务融资(尤其银行信贷)方面更具便利和优势。在目前的非金融企业债务融资中, 70%以上是国有企业的份额, 远远超过了其对GDP和就业的贡献占比。

其次, 从金融资源的配置渠道看, (传统)银行业在我国的金融市场体系中一直发挥着主要作用, 这种银行导向的市场体系是与投资驱动的经济发展模式相适应的。从表2中美两国的居民金融资产格局可见, 我国居民以存款为主, 年度数据虽呈递减趋势, 但直至2015年, 存款的占比仍高达60%多。相比之下, 美国的居民存款比重只有百分之十几的水平, 其余部分如证券和各种基金则接近70%。在原有的经济发展模式下, 银行导向的金融市场体系确实有助于动员储蓄及展开大规模的房地产基建投资。

但是,随着从高速增长向高质量发展的经济转型,这种模式显然无法继续适应现代化经济体系的内在要求,更不利于发挥消费在经济增长中的基础性作用。另外,我国居民收入占国民可支配收入的份额较低是消费率低的主要原因之一,导致这种份额偏低的关键又在于居民部门通过资本市场获得的财产性收入较少。由银行主导的金融市场体系将金融资源主要分配给了企业而非居民部门。显然,这种取向的金融市场体系主要是服务于生产者而非消费者。

表 2: 中美两国居民部门金融资产结构比较 (%)

中国	存款	证券	其中:股票	保险准备金	非公司股权	其他
2004年	81.72	8.42	4.93	7.82		2.04
2009年	73.17	12.17	11.53	11.25		3.41
2013年	69.67	9.61	8.47	11.95		8.77
2014年	67.38	3.66	1.82	19.95		9.00
2015年	61.37	10.69	4.22	18.94		9.00
美国	存款	证券	其中:股票	各种基金	非公司股权	其他
2004年	13.93	25.48	17.66	40.33	17.42	2.83
2009年	16.66	24.87	14.92	42.51	12.87	3.09
2013年	14.69	25.03	19.13	43.07	14.54	2.66
2014年	14.85	24.41	19.56	43.57	14.53	2.65
2015年	13.79	26.36	19.93	42.87	15.60	1.37

数据来源:CEIC及测算。

如上所述,由政府 and 银行主导的金融市场体系一方面已难以胜任新形势下的经济转型对金融发展的功能需求,另一方面由于诸多因素导致正在形成潜在的和不容忽视的系统性风险。有数据显示,我国实体经济(政府、企业和居民)的杠杆率持续攀升,偿债压力不断叠加。我国2017年一季度的杠杆率高达237.5%——已经超过了部分欧元区国家在欧债危机时期的杠杆率水平。如此之高的杠杆率必然引致扑面而来的偿债高压。自2010年起,我国实体经济的偿债本息额已超过了新增GDP,这意味着未来的债务偿还,只能越来越依赖于借新还旧。也正因此,十九大报告再次强调“守住不发生系统性金融风险的底线”。

最后,从对外开放程度看,我国的金融市场体系依然比较封闭。这与我国高居世界第一大贸易国的地位很不相称。比较2016年中美两国的资本项目可见:一方面,我国证券投资项下的资产和负债在GDP中的占比分别只有3.26%和7.22%,远低于美国。事实上,即便是经济落后于我们的印度,在证券投资项目的开放程度上也高于我国。另一方面,尽管我国位居世界第一大直接投资输入国,但直接投资的存量仍然与美国存在较大差距。而且,我国直接投资的输出远低于输入,资产项下尚不足GDP的12%。

## 五、服务于经济转型的金融市场体系

创新元素在十九大报告中被置于极为显著的重要地位,强调“创新是引领发展的第一动力,是建设现代化经济体系的战略支撑”。无疑,从经济转型到金融发展乃至金融市场体系的适应性改革,创新将是贯穿始终的战略元素。激发全社会的创造力和实现新旧动能转换是保障经济发展更高质量、更具效率、更为公平、更可持续的基础和源泉。要实现从投资主导转向“消费发挥基础作用、投资发挥关键作用”的经济增长驱动模式,创新是转型发展的前提和动力。而体制改革又是创新的基础和条件,即从政府主导的资源配置模式转变为由市场发挥决定性作用、更好地发挥政府作用,形成政府与市场的良性互补机制。相应地,未来五到十年,创新及为创新服务也是金融市场体系的首要任务。

### (一) 全面推进市场化资源配置机制

“深化金融体制改革”是建设“完善的金融市场体系”的必然路径。改变金融资源由政府主导的配

置机制是金融体制改革的根本。资源配置的市场化改革不但包括汇率和利率的市场化,对股票和债券发行交易制度的改革同样迫切。在截至目前的改革进程安排中,只涉及了股票注册制的改革,债券市场的改革尤其是对发行及交易长期处于分割状态的债券市场统一问题亟须诉诸相应的实质性举措。

#### (二) 协同发展基础性金融市场与创新改革

在大力推进创新改革和对外开放战略的同时,应特别重视协调好基础性金融市场的发展和完善。货币市场与多层次资本市场的健康和规范发展,是更好地发挥金融市场体系的作用以更高效率进行资源配置、服务实体经济的前提,是进一步推进金融市场体系改革创新及扩大开放的基础。如果基础性金融市场的发展水平未能同步跟进,金融创新很可能存在风险隐患,对市场的长期稳定造成伤害。在这样的条件下,扩大金融开放只会导致外部冲击对经济发展的安全威胁,国际竞争也便无从谈起。

#### (三) 优化改进监管服务

在资源配置的市场化改革进程中,应重视发挥监管当局的稳定和效率功能。按照放管结合的原则,稳步推进宏观审慎管理机制体制的建设,以适应金融市场体系的新业态和新发展,改革完善我国的金融监管框架。央行从2016年起开始将现行的差别准备金动态调整和合意贷款管理机制改革升级为“宏观审慎评估体系”(Macro Prudential Assessment),也即MPA体系。该体系的推出标志着以宏观审慎为主基调的“大金融监管”模式开始实施,央行将借此实现对中国金融市场体系的全面监管。作为中国金融监管的改革方向,该体系吸收并契合了危机后全球金融监管改革实践的经验和取向。2017年国务院金融发展稳定委员会的成立,进一步贯彻和体现了这种思路,对保障经济金融安全、控制金融业的系统性风险,破解混业经营、一行三会分业监管的错配格局,优化系统性风险监测和监管处置机制,“守住不发生系统性金融风险的底线”的意义重大。

兼顾稳定与效率是监管的一贯原则。美国已经在反思《多德-弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》的时效及尺度,在思考是否已经背离了“适度监管”轨道并因此成为导致经济低迷甚至阻碍创新的负面因素。无独有偶,很多国家的金融监管当局对近些年兴起的金融科技(Fintech)采取了积极的态度,探索改变防御型监管模式,尝试推行“监管沙盒”。大量新技术在金融领域的广泛应用,不仅颠覆了很多传统金融业的经营理念,在产品和服务层面的革新对现有的监管手段和监管技术(Regtech)也提出了巨大挑战。

#### (四) 规范政府和国有企业行为

金融资源配置机制的优化与完善不仅与金融体制改革密切相关,同时也受制于经济体制改革的整体推进和工作成效,主要是关于国有企业和地方政府的行为规范和改革举措。转型经济学的结论表明,仅仅凭借金融体制改革、诸如利率市场化等单纯价格手段,对金融资源配置效率的改善作用非常有限,反倒可能加剧和恶化借款人的软预算约束问题。对于这一点,十九大报告明确表示“清理废除妨碍统一市场和公平竞争的各种规定和做法,支持民营企业发展,激发各类市场主体活力”,“破除一切不合时宜的思想观念和体制机制弊端,突破利益固化的藩篱,吸收人类文明有益成果,构建系统完备、科学规范、运行有效的制度体系”。可以预见,在“完善各类国有资产管理体制,改革国有资本授权经营体制”的原则指引下,国有企业将会逐步消除政企不分的官办色彩,真正成为市场竞争中的经济主体。同时,地方政府的举债融资机制,通过财税体制改革的不断深化,也将逐步纳入规范的市场轨道。

#### (五) 重点发展直接融资体系

金融市场体系从银行到市场的主导机制转变,是实现金融资源配置效率优化的基础。在这个机制中,首要任务是按照十九大报告的要求“提高直接融资比重”,同时应兼顾发展“商业性金融、开发性金融、政策性金融与合作性金融分工合理、相互补充的金融机构体系”和“公开透明、健康规范的资本市场”。政治生态的风清气正将极大提升股票市场的公信度和吸引力,同时,随着股市发行制度改革、居民资产组合调整,以及包括商业养老保险、企业年金、职业年金在内的养老保障和一系列配套举措,这些来

自股票市场供求两个层面的“改革红利”无疑将大大推动我国股市市值和上市公司数量的增加。从表3可见,我国的上市公司数量在2010年尚不及美国的一半,市值仅占其五分之一。到2016年,我国的股市虽然市值和上市公司数仍然低于美国,但自身的增长速度惊人,绝对增加值已经接近一倍。

表3:中美股市比较

年份	股市市值(十亿美元)		上市公司数量(家)	
	美国	中国大陆	美国	中国大陆
2010	17283.45	4027.84	4279	2063
2011	15640.71	3412.11	4171	2342
2012	18668.33	3697.38	4102	2494
2013	24034.85	3949.14	4180	2489
2014	26330.59	6004.95	4369	2613
2015	25067.54	8181.97	4381	2827
2016	27352.20	7326.58	4331	3052

数据来源: WIND。

从发达经济体的经验看,在资本市场的发展中,无论是规模还是作用,债市的地位比股市更为突出。与股市相比,中国债券市场近些年的发展相对较快。2016年中国债券市场存量为9.4万亿美元,不及日本,超过英德,相当于美国的四分之一。一些数据很鲜明地展示了中国债券市场的迅速增长。与英国相比,中国债券存量在2009年只有其二分之一,2016年则出现了颠覆性态势,与德国的情况相比也类似;与美国相比,2009年中国债券存量不到其十分之一,2016年的总量差距虽仍较大,但在观察期内的年均增速已是美国的十多倍。可以肯定,这些变化无不得益于我国持续推动的地方政府举债融资体制以及高收入债券、股债结合融资等方面的改革成效。

从长远看,股权投资的极大发展可以吸纳和引导全社会金融资源的市场化配置,从而矫正失衡的市场融资结构,从源流上平衡直接融资和间接融资两大体系的流动性水平,依靠市场机制和产品定价规则提升金融资源的配置效率。股权投资不但可以与间接融资形成竞争性的互补关系,对多层次资本市场的健康发展来讲亦可成为强有力的中坚和益助。因为,先行国家和地区的经验与实践表明,单纯依靠股市无法解决数量巨大、禀赋各异的企业融资和发展问题。

#### (六) 扩大金融业双向开放

开放作为十九大报告关于金融发展的重要指向之一,与报告蕴涵的其他元素之间形成了显著的依存和因果逻辑,明确“推动形成全面开放新格局”,并强调“开放带来进步,封闭必然落后。中国开放的大门不会关闭,只会越开越大”。随着整个经济对外开放步伐的加大,要实现金融业的双向开放,“引进来”的同时要“走出去”。首先,按照“积极参加全球治理,促进国际货币体系和国际金融监管改革”的要求,结合我国金融体制改革和资本市场的健康发展,渐次推进资本项目可兑换以及人民币加入特别提款权,让人民币“成为可兑换、可自由使用货币”,成为可储值、可交易的储备货币。其次,有步骤地放开境外投资汇兑、资金运用以及境内外的资本市场投资。可以预见,我国资本项下的三大子项目尤其是对外直接投资以及证券投资将会由此获得较大的增长空间。最后,要更好地发挥政府作用。在对外开放中以国际收支基本平衡为目标,重点加强国际收支监测。需要注意的是,这种国际收支平衡指的是经常项目和资本项目的总体平衡。当然,开放的同时要尽力规避全球金融风险的蔓延和侵染。由于世界各国为应对危机所采取的宏观经济政策及其实际的经济恢复速度差异,导致关键币种的汇率波动和全球资金的流动规律将更难把握。因此,“渐次展开、顺序推进”是金融业对外开放必须遵循的基本原则。

#### 参考文献:

陈雨露等 2013《大金融论纲》,北京:中国人民大学出版社。



李扬 2017. 《管理经济结构性减速下的金融风险》北京: 社会科学文献出版社。

习近平 2017. 《在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告》, [http://www.china.com.cn/19da/2017-10/27/content\\_41805113.htm](http://www.china.com.cn/19da/2017-10/27/content_41805113.htm)。

殷剑峰、吴建伟、王增武 2017. 《钱去哪了: 大资管框架下的资金流向和机制》北京: 社会科学文献出版社。

张平等 2007. “金融发展与经济增长: 从动员性扩张向市场配置的转变”, 《经济研究》2007 4: 4—17。

[美] 斯蒂芬·塞切蒂等 2017. “金融高增长会拖累实体经济”, 周建军等译, [http://www.360doc.com/content/17/0726/11/10155602\\_674223098.shtml](http://www.360doc.com/content/17/0726/11/10155602_674223098.shtml)。

Allen Franklin, Douglas Gale 2000. *Comparing Financial Systems*. Cambridge: MIT Press.

Aretis P., Demetriades P. O., Luintel K. B. 2001. “Financial Development and Economic Growth: the Role of Stock Markets.” *Journal of Money, Credit and Banking*. 33(1).

Holmstrom, Bengt, Jean Tirole, 1998. “Private and Public Supply of Liquidity.” *Journal of Political Economy*. 106(1): 1-40.

King, Robert G., Ross Levine, 1993. “Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence.” *Journal of Monetary Economics*. 32, 3(11): 513-42.

Stiglitz J. E., 1985. “Credit Markets and the Control of Capital.” *Journal of Credit and Banking*. 17: 133-52.

## Chinese Financial Market System's Future Orientation: Financial Elements Implicated in the Political Report to the 19th National Congress of the Communist Party of China

Xu Yiguo & Yin Jianfeng

(Institute of Finance & Banking, CASS, Beijing; University of International Business and Economics, Beijing)

**Abstract:** This article analyzes the plan for China's economic and social development, especially financial development, defined in the political report to the 19th National Party Congress. Focusing on the strategy for promoting financial transition, innovation, opening and security, drawing on international experiences in developing the financial market and based on China's transition from rapid economic development to quality development, this article designs a future for China's financial market suited to the modern economy. The original financial market that serves economic development dominated by the government and driven by investment will inevitably change to, among others, develop a mechanism for allocating market-oriented resources, coordinate financial market innovation and reform, regulate government and SOE behavior, develop direct financing and improve regulation and the two-way opening of the financial sector.

**Key words:** Financial Market System; Economic Reform; Development and Innovation; Two-Way Opening

(责任编辑: 王燕燕)