



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

刘煜辉：资本市场改革——从宏观到具象的逻辑

大家下午好！当前中国宏大的资本市场制度改革的序幕已经徐徐拉开，今天正好有这个机会给大家简单说一说从宏观到具象的逻辑。

时至今日，大家对中国经济的判断基本已形成共识，按照中国人的思维，无论中国经济还是资本市场都正在经历“乾坤转化”的历史端口，乾尽坤始。目前肯定不是“春生夏长”，而是“秋实冬藏”的阶段，是一种收敛的、调整的、“容平闭藏”的状态。过去5~6年中央对经济的判断一直都是非常明确的，领导同志2013年后讲中国经济判断用了很多新表述，诸如“新常态”“三期叠加”“经济下台阶”“L型”“新旧动能转换”，现在是“高质量发展”，这些表述实际上就是在讲我们进入了一种收敛、调整之势。提出“L型”的时候，理论界、投资界很多人都在猜中国经济在“L型”所处的位置，曾经有一段时间可能有些同志可能产生了“幻觉”，特别是2017年，有观点称中国经济步入“L型”底部那一“横”的尽头，可能要结束“L型”了，即将“U型”复苏，特别是投资界关于经济新周期的争论如火如荼，但到今天这个时点回头去看，我相信从学术界到投资界对

刘煜辉

国家金融与发展实验室高级研究员

天风证券首席经济学家

中国经济的判断应该高度一致，时下中国经济仍处于“L型”那一“竖”要完成寻底那一“横”的阶段。

我们看到，给中国过去 20 年实现了伟大的经济崛起和经济繁荣的两个决定性因素，在 2018 年出现了悬崖式的叠加。

一是“全球化红利悬崖”。全球化红利的窗口关闭了，尽管中美之间的谈判还在继续，但背后的实质内容已经改变了，美国乃至西方对中国的技术和智力的封锁实际已经形成。过去 20 年，中国引进西方原创，通过总体集成能力的优势将其迅速变现，并通过模仿学习推动产业的升级、技术的进步。另外，美国与各经济区重订贸易协定，塞入“毒丸条款”，简单而言就是要改变原来 WTO 多边框架，向美国利益优先的所谓“公平贸易”转化，去年 10 月份美墨加了签订三方条款，现在欧洲、日本、澳洲在谈，甚至东盟的条款也在复制，对中国的压力是很显见的。大家可以看看越南，越南有大量的年轻劳动人口，假以时日，给他们足够多的时间培养产业技术工人、产业工程师，建设工业园，形成配套基础设施，那么尽管我们通过 40 年形成了完备的工业体系，但总体集成的能力不是不可以撼动的，再加上“毒丸条款”的压力，且全球跨国资本未来几年的配置结构在调整，所以这个威胁是非常现实的，全球化红利明显衰退了。

二是“出生率悬崖”。因为以前说经济长期增长的时候，总觉得人口因素是慢变量，但是去年给大家很大的心理冲击，去年是全面放开二孩政策的第一年，原来人口专家预测中国会出现一个出生率的“小阳春”，结果“小阳春”没出现，去年的新生人口仅 1523 万人，同比减少 200 万人。这就是我们讲的“L型”的基本判断。

所以对于研究长期经济增长的同志而言，判断就是一个技术问题，把要素和约束条件代入潜在产出的经济模型，经济增长实际上就是由劳动生产率

和劳动力两部分决定。中国经济如果不脱离过去房子经济的模式轨道的话，仅仅因为人口自然结构性因素带给劳动力的负向力量，经济“L型”中“竖”的时间会非常长，探底的一“横”可能非常低。清华大学白重恩教授在2018年做的研究，这一“竖”将延续至2050年，这一“横”的位置（潜在经济增长率）是2.85%，2035年潜在产出增长率将跌破4%。

如果要改变这一模型的“宿命”，唯有改变劳动生产率旧模式下运行的轨迹，通过提振衰退的劳动生产率对冲人口自然结构不可抗拒的负向冲击的影响，能不能在尽可能短的时间，在一个更高的均衡位置找到“L型”那一“横”，比如4%~5%。这是领导的重大历史责任。

如果改变劳动生产率旧模式下运行的轨迹，想要在更短时间、更高的均衡位置找到中国经济“L型”那一“横”，只有创造出更多全要素，未来的经济增长不需要更多像房子那样的资本形成，那个方向边际已经接近零。6个单位的信用未必有一个单位的GDP新增出来，功耗极大，继续干下去迟早“明斯基”。因此未来中国经济增长需要创造更多的全要素，需要创造出更多的技术资本、人力资本、智力资本、信息资本、知识资本去填充中国未来的经济增长。

落实到具象工作上，就是为中国经济这条巨龙转换一个发动机，即**构建资本形成发生器的新引擎**。资本形成的发生器的引擎转换，在过去二十年快速工业化、城镇化的过程中，资本发生器的引擎是以商业银行为主体的间接融资，在快速工业化、城镇化过程中，银行功不可没，银行是高效率的，能够快速地把储蓄动员起来，通过银行中介快速转化为长期资本形成，生产大量像房子那样的资产，迅速地提升经济的资本密度。经济转型需要创造出技术资本、人力资本、智力资本、信息资本，但“银行的肚子生不出来”，政

策的抓手逐渐聚焦到再造资本形成的新引擎，靠谁，只能靠资本市场，同志们看看这个从大判断到抓手的逻辑，故事就是这样来的。

2018 年中央经济工作会议，习近平主席提出“资本市场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用”，资本市场的地位上升到前所未有的高度，这就是宏观到具象的逻辑。

接下来是怎么干。

过去 30 年中国资本市场历经坎坷，其症结在于我们一直没有培养出能够承载资本市场核心功能（定价效率、价值发现，把经济资源导向最有效率的产业和企业，创造价值）的市场化主体和制度。2 月 22 日习近平总书记在中央政治局集体学习时强调深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力，讲话中提到中国证券市场的惩戒成本过低。对比美国乃至全球的最有效率和深度的资本市场，美国的资本市场之所以如此强大，是因为制度层面构建了一个非常完善的法律制度体系，所谓资本市场的两根支柱：集体诉讼和损害赔偿。

干活的主体是谁，强大投行，华尔街的伟大是高盛的伟大，资本市场定价的上帝，把价格搞对，把关系搞顺。中国的资本市场如果要立起来，需要强大投行，由中国的高盛、大摩去承载中国资本市场核心功能的实现。

没有人对价格负责，割二级市场交易者的“韭菜”，同时也导致二级市场要赚钱，只能靠“流动性溢价”的价差模式，很难赚到经济和企业成长的钱。未来中国市场的改革就是要把这个症结改掉，科创板第一个重要的任务就是实验制度，找到资本市场的两根支柱，一定要支撑起中国未来证券市场基本架构。

过去中国资本市场因为缺少这两个要素，所以资本市场实际上就是一个套利的结构，没有人对价格负责，割二级市场交易者的“韭菜”，同时也导

致二级市场要赚钱，只能靠“流动性溢价”的价差模式，很难赚到经济和企业成长的钱。所以未来的资本市场改革就是要改变这个基因，缺什么补什么。科创板就是资本市场供给侧改革“试验田”，科创板第一个重要的任务就是实验制度，找到资本市场的两根支柱，一定要支撑起中国的未来证券市场基本架构。

接下来就是实现路径的探索，美国的高盛、大摩集信托责任、商誉、专业精神、高超的金融技术于一身，它可以用嘴说话，投资银行可以掌握市场的定价权，正因为它有两百多年自上而下的市场积淀。我们可能需要另辟蹊径，尝试以商业银行的模式去探索一条实现中国特色的资本市场核心功能的路径，用商业银行模式（资本为王）去实现“中国特色”的资本市场的核心功能。

强大资本从哪里来？可以考虑遴选券商，大规模发行可转换债券、永续债券或优先股权，由全国社保和各地方社保认购。社保以划拨的国有企业和国有金融机构的股权为质押，央行以相应交易结构支持。事实上的“政府信用”注资后，有条件的券商也可进一步再向社会发行股份募集资本。如果由此形成投行相当规模资本金，再撬动形成庞大的企业权益资本。

当然各种实践路径我们还正在探索，也可能会招致不少的诟病，因为这需要介入很多非市场力量，但时至今日中国经济转型已驶入深水区，各方面矛盾盘根错节，可能也没有太多的时间和空间去接受市场要素自然培育生长的过程了，如果不尝试你永远不知道答案，结果是什么大家拭目以待。

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。