



殷剑峰：中美金融实力比较



文/新浪财经意见领袖专栏作家 殷剑峰



金融是现代经济的核心，金融体系的核心功能在于动员和配置跨期资源，一国金融实力大体就可以理解为该国金融体系动员和配置跨期资源的规模、效率。考察一国金融实力可以从金融体系的规模和结构、金融对外开放情况、金融基础设施、金融体系抵御外部冲击等几个方面展开。当然，从静态指标看，一国货币的国际地位则是金融实力最根本和最直接的反映。



从金融体系的规模看，在过去十年间，中国的发展速度相对较快。中国的金融机构总资产（尤其是银行总资产）、债券市场、股票市场和衍生品市场都得到了长足发展，与美国的差距得到不同程度的缩小。不过，截至2019年，中国最好的规模性指标（金融机构资产规模）也只相当于美国的60%左右——这基本与中美两国GDP（按可比价格计算）的差距相同，而最差的规模性指标（如金融衍生品规模）甚至不到美国的1%。

从金融体系的结构看，中国一直是以银行为主导的金融体系，而美国则是一个以资本市场为主导的金融体系。在过去十年间，中美的金融体系结构特征得到了进一步强化。中国银行业总资产已经远远超过包括保险、养老金在内的非银行金融机构，银行业的主导力量甚至延伸到了资本市场——在债券市场，银行是最大的债券持有机构；在股票市场，市值前十大

的上市公司中有八家为银行。在美国，资本市场并没有因为危机而萎缩，相反，美国的股票市值达到历史新高，美国的债券市场正在成为全球安全资产的提供者，而美国的衍生品市场依然处于全球垄断地位。

从金融体系对外资产/负债的规模、结构看，中国一直扮演着全球“存款人”的角色——突出表现为中国对外资产以低风险、低收益的外汇储备为主，而美国则扮演着全球“银行家”的角色——对外负债以国债等安全资产为主，对外资产则主要是高风险、高收益的直接投资和证券投资。金融体系的规模、结构以及对外资产/负债的关系与货币的国际地位互为因果。在当前国际货币体系中，美元依然居于第一层级的霸权货币，欧元处于国际货币体系的第二层级，人民币则大体处于第三层级，人民币国际地位强于大多数新兴和发展中经济体货币，但弱于日元、英镑等同处于第三层级的储备货币。

金融基础设施是金融运行的基础。美国拥有世界上最为完备的高效率金融基础设施，而且，其金融基础设施事实上构成国际金融的基础设施，这是其金融竞争力的主要体现，也因此赋予了其干预其他国家金融机构活动的重要工具。近年来，中国加强了金融基础设施的建设，并且通过最新金融科技的引入而大大提升了金融基础设施的效率，但与美国相比总体上仍有较大差距。短期内特别值得关注的差距在于金融机构的中后台信息技术系统和干预全球金融基础设施的能力，对于中国而言，这两个差距意味着一旦爆发突然事件，中国金融体系的运行可能受到严重影响。

在应对外部冲击、保持金融稳定方面，中国的银行业一直是金融风险的“缓冲垫”，承担着吸收系统性风险的功能，加之金融体系的封闭特征，因而一般不会出现由资本市场引发的重大经济金融危机，但是，银行体系的健康状况是一个长期隐患。美国发达、开放的资本市场是其金融实力的基础，也是美国容易爆发重大危机的溯源。一方面，美国家庭部门的主要金融资产都投放于资本市场，家庭部门消费占到美国 GDP 的 70%，另一方面，美国企业的融资对资本市场严重依赖，因此，资本市场的突然调整就会对经济产生严重打击。此外，新冠疫情爆发后，美国政府杠杆率的飙升使得美国财政的可持续性成为越来越大的问题，这将严重影响美元的霸权地位。

总体判断，在金融领域，中国与美国的差距要远远大于在实体经济领域的差距。不过，由于结构差异，两国金融体系具有不同的比较优势和劣势。在动员和配置跨期资源方面，中国以银行为主导、相对封闭的金融体系可以迅速动员国内资源，推动大规模投资，但长期的配置效率存在问题；美国以资本市场为主导、开放的金融体系掌握了全球的金融定价权，能够在全球配置金融资源，有利于鼓励技术创新，但在迅速推动国内大规模投资方面存在短板。

从当前中美金融实力的静态比较看，如果发生极端事件，中美两国的金融体系都将受到重挫。由于体量相对较小，全球动员配置资源的能力很弱，中国的损失肯定大于美国。不过，从动态演化的视角看，新冠疫情的

爆发或将成为美元丧失霸权地位、美国金融体系丧失其全球优势的开端。只要把握“斗而不破”的原则，真正坚持和加快改革开放，在后 2020 年时代，人民币将崛起为全球关键储备货币，中国金融体系将获得全球资源动员配置能力。

一、金融机构的规模和结构

从金融机构的规模看（表 1），2008 年中国金融机构全部资产为 82 万亿，相当于美国的大约 1/5；2019 年中国金融机构全部资产上升到 387 万亿，大体接近于美国的 60%。中国金融机构资产规模的上升主要源于银行，2008 年中国银行业资产为 64 万亿，低于美国银行业资产规模，到了 2019 年，中国银行业资产已经飙升到 290 万亿，是同期美国银行业资产的两倍多。然而，在保险和养老金、其他非银行金融机构方面，中美的差距依然巨大。2019 年中国保险和养老金的规模仅相当于美国的 10% 不到，其他非银行金融机构的规模不到美国的 3%。所以，中美金融机构的差距主要在非银行领域。

表1 中美金融机构资产规模比较（万亿人民币）

		银行	保险和养老金	其他非银行 金融机构	金融机构资产 加总规模
中国	2008	64	4	14	82
	2019	290	23	74	387
美国	2008	98	123	185	406
	2019	140	249	280	669

数据来源：根据CEIC数据计算。其中，“保险和养老金”在中国只统计了全国社保基金的规模，在美国则包括私人养老金和联邦、州和地方政府养老金；“其他非银行金融机构”在中国包括各种资产管理业务（如公募基金）、信托资产和证券公司资产，在美国包括共同基金、证券化产品以及其他非银行机构。

数据来源：根据 CEIC 数据计算。其中，“保险和养老金”在中国只统计了全国社保基金的规模，在美国则包括私人养老金和联邦、州和地方政府养老金；“其他非银行金融机构”在中国包括各种资产管理业务（如公募基金）、信托资产和证券公司资产，在美国包括共同基金、证券化产品以及其他非银行机构。

中美在非银行金融机构方面的巨大差异一方面反映了资本市场同样存在的巨大差异（见以下内容），另一方面也说明中国的养老保障体系存在严重缺陷：作为第一支柱的基本养老保险，我国的规模是 GDP 的 5.7%，美国是 16%；作为第二支柱的企业补充养老金，我国企业年金的规模相当于 GDP 的 1.2%，美国 DC 和 DB 两类年金相当于 GDP 的 98.9%；作为第三支柱的个人储蓄养老金，我国的商业养老保险规模是 GDP 的 2.6%，美国的第三支柱规模是 GDP 的 42.5%。养老保障体系的严重缺陷导致作为机构投资者的养老金规模过低，例如，2017 年，全国社保基金的总规模只有 2.18 万亿，企业年金只有 1.25 万亿。

二、金融市场的规模和结构

（一）债务市场的结构和规模

债务融资工具包括债券（含各种资产证券化产品）和贷款两大类，对应着资本市场中的债券市场和银行的信贷市场。从债务融资工具的总体规模看（表 2），2008 年到 2019 年，主要由于贷款规模的膨胀，中美差距大幅度缩小。不过，在债券市场方面，2019 年中国的规模依然不足美国的

1/3。与前述金融机构资产规模比较相一致，中国与美国的差距主要不是体现在贷款市场方面，而是在债券市场。债务融资工具的结构差异直接造成企业融资结构的差异：就企业的债务融资工具结构而言，中国过度依赖银行贷款，美国则相对平衡。2019 年中美非金融企业的贷款和债券之比分别为 100：17 和 66：47。

表2 中美债务融资工具/市场比较（万亿人民币）

		债券： 非金融企 业	债券： 中央政 府	债券： 地方政 府	债券： 金融机 构	债 券 加 总	贷款： 非金融企 业	贷 款： 家 庭	贷 款： 政 府	贷 款 加 总
中 国	20 08	1	5	0	4	11	26	6	0	31
	20 19	17	17	30	34	97	100	55	12	168
美 国	20 08	26	50	20	106	202	49	95	0	143
	20 19	47	133	21	103	305	66	111	0	178

数据来源：根据CEIC数据计算。其中，“债券：地方政府”在中国包括地方政府债券和城投债券，“贷款：政府”在中国主要是平台贷款以及地方政府通过信托等各种“银行的影子”获得的债务融资。

中美债券市场是一个歪的结构差异且 美国债券市场以安全资产为

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_34834

