



黄益平：金融如何支持明年经济“稳字当头、稳中求进”



文/新浪财经意见领袖专栏作家 黄益平

很高兴今天和大家就经济、金融的相关问题做一个分享，尤其是跟我这本新书《金融的价值》主题相关。

今天的讨论从刚刚结束的中央经济工作会议开始说起。我们知道中央经济工作会议一年一度，是每年最重要的经济政策会议，基本上是为第二年的经济政策定一个调子。



今年的中央经济工作会议对当前经济形势做了一个判断，简单来说就是三句话：需求收缩、供给冲击、预期转弱。

这三个方面结合在一起，我们可以看出决策层对当前的经济形势相对

来说还是比较担忧的，所以提出明年的经济政策方针就是“稳字当头，稳中求进”，同时提出了宏观方面、微观方面、结构调整等一系列的政策重点。

我作为一个研究金融问题的学者，在解读中央经济工作会议政策重点的时候，所想到的一件事情就是：金融要在明年稳字当头和稳中求进的策略当中发挥关键性的作用。具体的我接下来会分享。

这个问题我想从诺贝尔经济学奖获得者希克斯教授的一句话说起，他对英国工业革命的经济历史的回顾有一个非常著名的论断，他的论断就是“工业革命不得不等待金融革命”。

他这样说的原因是什么呢？其实我们都知道第一次工业革命在英国发生，在英国发生工业革命的时候，蒸汽机的技术早已成熟，但是过了几十年才发生工业革命，其中很重要的一个原因就是必须要筹集大量的、相对比较廉价的资金投入到经济活动中，才有可能使蒸汽机变成航运产业，变成铁路产业，变成纺织产业。

所以在我看来，金融是人类历史上最重要的经济发明之一，有了金融才会有我们后来看到的工业革命。更具体来说，有了金融的发生和支持，经济当中的规模效应、劳动分工才成为可能，经济发展也才可能加快。从这个意义上来说，我们明年的经济发展同样需要金融发挥非常大的作用。

我国金融体系目前面临的两大挑战

但事实上，如果反观现今中国的金融体系，明年能不能有效地发挥支持“稳字当头、稳中求进”的政策策略？事实上可能会有一些疑问。在当下我们确实听到一些对金融体系的抱怨，主要集中在两个方面：

一方面是金融支持实体经济的力度在减弱。

为什么会说金融支持实体经济的力度在减弱？我经常看一个指标叫“边际资本产出率”，指每生产一个新的单位的 GDP 需要几个单位的资本投入。我们看过去中国的数据，2007 年的边际资本产出率大概是 3.5，现在大概已经接近 7，翻了一番。换句话说，我们的金融效率确实好像是在下降，金融支持实体经济的力度可能在减弱。

具体在生活当中，我们也经常听到一些问题，比如中小企业融资难，这对实体经济发展非常不利。我们也看到老百姓投资难，老百姓有很多钱，但是没有地方可以投资，过去有储蓄，总是把钱放在银行或者买房地产，但现在这样的投资难度变得越来越大。除此之外，放到什么地方去？似乎对于很多老百姓来说都是一个挑战。所以从金融支持实体经济的力度来说，确实是有不少的困难。

另一方面的抱怨是金融风险的不不断上升。

从 2015 年到现在，我们可以看到在很多金融领域或多或少、或大或小、或早或晚地都发生了一些风险，从股票市场到债券市场，从影子银行到互联网金融等等。这确实是跟过去不太一样，过去说中国的金融体系相

对比较稳定，但现在风险变得越来越多。所以中央提出要守住不发生系统性金融风险的底线。

如此看来，一方面我们看到金融支持实体经济的力量在减弱，另一方面也看到金融风险确实是在上升。两者合在一起，反映出我国金融体系目前面临比较大的挑战。这也是为什么我说明年金融体系能不能很好地支持我们政策的策略意图，其实是有一定的疑虑。

我国金融体系的四大特征

为什么会出现今天这样的问题？我们可以回顾一下过去 40 多年来中国金融体系发生了什么。

中国的改革开放从 1978 年 12 月的十一届三中全会开始。在当时，我国的金融体系主要就是一家金融机构（中国人民银行），它的金融资产在全国金融资产中的比重大概占到 93%。原因很简单，因为我国在 1978 年前是计划经济，资金调配主要是通过中央计划来实现，所以对金融中介的需求比较少。

但是从 1978 年 12 月份开始经济改革，我们的工作重心从阶级斗争转向经济建设，对金融中介的需求也得到激发。所以从 1978 年开始，我国实际上是开始了重建一套金融体系的过程。

40 年过去了，今天再回过头来看中国这一套金融体系，大概可以用几个词语来概括它的特点：

一是规模大。

无论是看总的金融资产数量,比如说货币供应量跟 GDP 的比例已经远远超过了 200%, 这个比例在全世界也算比较高的。我们的银行系统非常庞大, 我国 4 家最大的银行在全世界基本上也是排在头 4 名。即便是我们认为相对于银行部门来说比较小的资本市场, 包括我国股票市场和债券市场, 其市值现在大概也能排到世界第二。1978 年的时候我们只有一家金融机构, 今天这个数字已经非常庞大, 仅仅在银行部门大概就有 4000 多家银行。

二是管制多。

政府对于金融体系运行还是有不少的干预, 具体而言, 比如对利率、汇率、资金配置、跨境资本流动等等各种指导、各种干预, 还是比较普遍。我们曾经用世界银行的底层数据构建了一个“金融抑制指数”。金融抑制指数是斯坦福大学前教授麦金农提出来的一个概念, 讲的是政府对金融体系干预的程度。我们构建的指数从 0-1, 0 表明是完全市场经济, 1 表明完全由政府决定。我们看到, 过去 40 几年间, 中国的金融抑制指数从 1980 年的 1 下降到了 2018 年的 0.6, 说明过去 40 年确实在走市场化的改革道路。但同时也看到, 2018 年数据库里一共有 130 个国家构建了金融抑制指数, 中国在这 130 个国家当中排第 14 位, 即便经过 40 年的金融市场化改革以后, 我们的政府对金融体系的干预还是相对比较多的。

三是监管弱。

监管弱主要是说我国监管体系尽管已经比较庞大、比较完整，有机构、人员、手段、措施，但实际上在识别和化解风险方面所起的作用仍然相对比较有限。过去 40 年，中国在主要新兴市场经济体当中是唯一一个没有发生过大的金融危机的国家，这是非常了不起的成绩。但是我们过去维持金融稳定最主要的手段并不是通过好的金融监管，而是政府兜底，有问题出现了，政府兜底就把问题兜住。因为我国经济长期保持高速增长，过去的说法是把流量控制住，慢慢消化存量，就是在发展中解决问题。

但是这确实留下了一个问题：即不可能永远靠政府兜底来化解风险。因为我们的规模越来越大，金融体系变得越来越复杂，越来越多种多样，我们不可能永远靠政府兜底来兜住金融风险，维持金融稳定。所以，监管相对较弱这一点可能确实需要改变。

四是银行主导。

国际上一般把金融体系分成两类：市场主导、银行主导。所谓的市场主导就是资本市场，包括股票市场、债券市场，在整个金融中介当中的比重相对较高，典型的例子是英国、美国。另外一类金融体系是银行主导，

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_35398

