

首席经济学家：任泽平

研究员：方思元

✉ fangsiyuan@evergrande.com

研究员：甘源

✉ ganyuan@evergrande.com

联系人：杨薛融

✉ yangxuerong@evergrande.com

联系人：石玲玲

✉ shilingling@evergrande.com

导读：

2019年2月，习近平总书记在中央政治局第十三次集体学习时强调，要深化金融供给侧结构性改革，增强金融服务实体经济能力。当前我国金融供给侧究竟存在哪些问题？怎样理解金融供给侧改革的“有增有减”？未来如何发力？

摘要：

供给学派思想是西方国家供给侧结构性改革的经济学理论来源。19世纪初，法国经济学家萨伊提出“萨伊定理”，即供给自动创造需求，成为供给学派的思想起源。20世纪70年代，凯恩斯主义失效后，以蒙代尔和拉弗等经济学家为代表的供给学派思想再度兴起，一是拉弗曲线主张通过大幅度减税以刺激经济增长；二是弗里德曼货币理论认为保持与国民收入增长一致的货币供给量增速可维持物价水平的稳定。基于供给学派的思想，20世纪80年代美国里根政府进行了大刀阔斧的供给侧改革，经济转型升级效果明显。2012年起，新结构经济学开始在我国受到广泛关注，强调要从实体经济需求侧的角度出发，完善金融供给，金融结构必须与实体经济结构相吻合，才能真正发挥服务实体经济功能。

当前我国正从“供给侧改革”深入至“金融供给侧改革”，从金融“做减法”到结构性“有增有减”。1) 2016-2017年，金融负债端“做减法”：这一时期金融层面以去杠杆、防风险为主线，央行货币回笼并拉长资金期限、提升货币市场利率，提高金融机构负债端成本，挤压套利空间；2) 2017-2018年，金融资产端和负债端同时“做减法”：监管“三三四十”地毯式大检查，资管新规落地，严查监管套利、多层嵌套、刚性兑付和资金池问题，银行信贷、同业业务、股权投资大幅下滑；3) 2018年下半年以来，金融供给侧改革应运而生：金融机构资产端做减法逐渐影响到实体经济负债端借贷，民企和小微企业融资难融资贵问题突出，实体融资出现结构性问题，金融供给难以匹配金融需求，金融结构难以匹配经济结构。与金融去杠杆单纯“做减法”不同，金融供给侧改革强调“有增有减”，完善金融供给，构建多层次、广覆盖、有差异的融资体系。

而当前我国金融供给侧究竟存在哪些问题？从金融体系资金流动链条的角度来看，金融体系可以分为三大部分：资金端、金融机构及市场、和融资端，即居民和企业的资金通过金融机构及金融市场流向具有融资需求的行业和部门。当前我国金融供给与资金端、金融机构与市场自身、以及金融供给与融资端均存在结构性匹配问题，具体来看：

第一，在金融供给与资金端，一是房地产挤出金融资产投资，居民金融资产配置占比远低于其他发达国家水平，二是金融产品匮乏，资金期限较短，居民大量投资于存款、理财等产品，股票、债券、基金等金融产品投资占比较低，风险承受能力较弱。第二，在金融机构与市场方面，我国金融结构以间接融资为主，直接融资占比较低，且发展不充分；间接融资中以银行为主，其他金融中介占比较低；银行中以大型银行为主，

缺乏定位于专注微型金融服务的中小金融机构，且中小银行经营管理水平相对较弱，易出现信用风险。第三，在金融供给与融资端，随着我国经济结构的转型升级，金融需求快速变化，然而金融供给转变缓慢，滞后于实体经济结构升级，难以满足有加杠杆需求的部门。我国偏间接融资且以大型银行为主导的金融供给，具有风险偏好低、重抵押物、风险识别能力弱等特点，有效支持了过去以重工业为主的经济结构；但当前经济发展以消费、创新、中小企业为主要驱动力，具有轻资产、高风险等特点，融资需求难以得到满足，亟待进行系统性金融体制改革。

针对目前金融供给侧结构三大问题，未来政策要在以下几方面着重发力：**第一，打好防范化解金融风险攻坚战**，巩固供给侧改革“三去一降一补”的成果，补齐金融业短板；**第二，加大金融改革开放力度**，促进金融市场和金融服务业对外开放，为微观主体发展注入活力；**第三，从资金端来看，增加多层次金融产品供给**，丰富居民和企业投资渠道，加强股票、债券、基金、理财、保险等金融产品布局，降低房地产在居民资产中的配置比重；**第四，从金融机构和市场来看，加快多层次资本市场建设**，提高直接融资比例、丰富多层次银行体系、推动科创板和注册制落地、完善债券市场结构、建立完善的退市机制，改善金融机构和市场结构；**第五，从融资端来看，要改善金融和实体经济的供需结构**，引导资源向效率更高的领域，避免资金过度流向杠杆过高的领域，将资源向效率更高的民企、小微企业和新兴科创企业倾斜。

金融供给侧改革将为金融业带来诸多变化：**一方面，金融供给侧改革将给金融机构带来机遇**：1) 银行业金融机构将出现分化，重塑银行体系机构数量和业务比重；2) 非银金融机构将迎来新的发展机遇，特色化专业化机构重要性提高；3) 深耕机构业务的券商将迎来新的发展机遇；4) 商业银行不良资产压力需要转移，将会给不良资产处置、债转股、资产证券化等业务带来机会。**另一方面，金融供给侧改革也会带来挑战**：1) 前期补短板 and 降成本增大了商业银行的资产质量压力，部分金融机构面临淘汰风险；2) 部分银行将面临贷款定价能力和风控能力的挑战；3) 金融监管要升级，要更加适应国际化、市场化、现代化的发展需要；4) 提高投资者教育并非一日之功，未来仍需长期努力。

风险提示：政策推动不及预期等

目录

1	供给侧结构性改革的理论基础.....	5
1.1	西方供给学派思想的萌芽和发展.....	5
1.2	国内新结构经济学视角.....	5
2	从“供给侧改革”深入至“金融供给侧改革”.....	7
2.1	2015年以来，供给侧改革取得显著成效.....	7
2.2	2016-2017年：金融层面去杠杆、防风险，金融负债端“做减法”.....	7
2.3	2017-2018年：严监管，金融资产端+负债端同时“做减法”.....	8
2.4	2018年下半年以来：结构性去杠杆，要求“有增有减”，金融供给侧改革应运而生.....	9
3	我国金融体系的供给侧结构性问题.....	12
3.1	当前我国金融体系存在三方面供给侧结构性问题.....	12
3.2	金融供给与资金端：金融产品有限，投资渠道匮乏.....	12
3.3	金融机构和市场：结构失衡.....	13
3.3.1	商业银行：大型银行占据主导地位，中小银行定位分散.....	13
3.3.2	影子银行：补充融资渠道，监管套利暗藏风险.....	14
3.3.3	债券市场：发展迅速，但结构失衡.....	15
3.3.4	股票市场：发展不平衡不充分.....	16
3.4	金融供给与融资端：金融供给侧结构滞后于实体经济需求结构.....	16
3.4.1	地方政府、国企及房地产：融资需求强烈，挤占金融资源.....	16
3.4.2	民营、小微企业、新兴产业：融资需求难以得到满足.....	18
3.5	总结：金融供给侧结构的三大问题.....	19
4	金融供给侧结构性改革展望.....	21
4.1	防范化解金融风险，巩固供给侧改革成果.....	21
4.2	加大金融改革开放力度，增强微观主体活力.....	21
4.3	在资金端：增加多层次金融产品供给，丰富居民与企业投资渠道.....	22
4.4	在金融机构及市场方面：加快多层次资本市场建设，改善金融机构和市场结构.....	22
4.5	在融资端：改善金融与实体供需结构，精准匹配金融供给与融资端.....	23
5	金融机构将会同时面临机遇与挑战.....	24

图表目录

图表 1: 国有企业盈利明显恢复	7
图表 2: 商品房待售面积同比大幅下降	7
图表 3: 金融体系资金价格抬升	7
图表 4: 商业银行资产质量压力上升	7
图表 5: 2016-2017 央行提高 MLF 利率	8
图表 6: 市场利率持续上行	8
图表 7: 金融机构贷款余额同比增速大幅下滑	9
图表 8: 同业业务去杠杆	9
图表 9: 股权类投资去杠杆	9
图表 10: 企业部分杠杆率整体回落	10
图表 11: 国企“做减法”，民企小微“做加法”	10
图表 12: 企业中长期贷款占比尚未达到前期水平	10
图表 13: 2019 年小微企业贷款余额增速下降	10
图表 14: 金融体系可分为三大部分	12
图表 15: 我国家庭配置金融资产的比例较低	13
图表 16: 我国城市家庭金融资产配置结构不均	13
图表 17: 我国企业融资	13
图表 18: 我国直接融资比重处于国际较低水平	13
图表 19: 大型银行资产规模占比高	14
图表 20: 7 家大型银行贷款规模占比达 35%	14
图表 21: 中小银行不良贷款率明显上升	14
图表 22: 社融中表外融资规模比重持续下降	15
图表 23: 影子规模显著下降	15
图表 24: 债券市场内部结构不均衡（2019Q1）	16
图表 25: 我国信用债以高等级信用债为主	16
图表 26: 我国股票融资占比有所下滑	16
图表 27: A 股机构投资者和个人投资者占比失衡	16
图表 28: 国有及民营企业债务融资规模相差悬殊	17
图表 29: 国有及民企平均债务融资规模差别较大	17
图表 30: 房地产企业杠杆率快速提升	18
图表 31: 居民杠杆率快速提升	18
图表 32: 资本形成对 GDP 贡献率下降	19
图表 33: 工业转型升级趋势明显	19
图表 34: 大量新兴产业境外融资	19

1 供给侧结构性改革的理论基础

1.1 西方供给学派思想的萌芽和发展

在宏观经济思想的历次分野中，供给学派的思想曾发挥主导作用，成为供给侧结构性改革的经济学理论来源。19 世纪初法国经济学家萨伊提出古典自由主义经济学思想，成为供给学派的思想起源。“萨伊定理”是其核心理论，即供给自动创造需求，强调市场具有绝对主体地位，市场可以自动出清，经济政策不应干预市场。20 世纪初，主要资本主义国家均奉行基于供给学派的经济政策。

于 1929 至 1933 年爆发的资本主义世界经济大萧条使得资本主义国家转向了以“有效需求不足”理论为核心凯恩斯主义，其强调国家应对经济实施干预和调控，并且在实践中取得了显著成效。直到 20 世纪 70 年代，高失业率与高通货膨胀率并存的“滞涨”现象发生，凯恩斯主义失效，以蒙代尔和拉弗等经济学家为代表的供给学派思想再度兴起。供给学派强调供给的作用，认为劳动力和资本等生产要素的供给和有效利用决定了生产的增长。个人和企业提供生产要素和从事经营活动是为了谋取报酬，因此对报酬的刺激能够影响人们的经济行为。同时，自由市场会自动调节生产要素的供给和利用，应当消除阻碍市场调节的因素。

供给学派的具体内容包括拉弗曲线、弗里德曼货币理论等。拉弗曲线主张通过大幅度减税以刺激经济增长，因为当税率在一定的限度以下时，提高税率能增加政府税收收入，但税率的提高超过一定的限度时，企业的经营成本提高、投资减少、收入减少、税基减小，导致政府的税收减少。弗里德曼货币理论认为，货币供给的变动会直接引起名义国民收入和物价水平的变动，因此保持与国民收入增长一致的货币供给量增速可维持物价水平的稳定。短期内，货币供给的变动主要影响产量，部分影响物价，但长期来看，由于产量完全是由如劳动力、资本、技术等非货币因素决定，货币供应只决定物价水平。需要注意的是，供给学派虽然借鉴了货币学派的思想，但两者也存在本质区别，货币学派认为货币供应量才是影响经济活动和物价水平最主要的因素。

美国里根政府基于供给学派思想进行的供给侧改革取得显著成效，“里根经济学”的理论精髓在于降税、放松管制和紧货币。1980 年，共和党候选人里根当选为美国第 40 任总统，随后进行大量改革。一是于 1981 年和 1986 年分别通过《1981 年经济复苏税法》和《1986 年税制改革法案》，大规模减税，降低企业成本。二是减少对航空、铁路、汽车运输等一系列行业的干预和管制，鼓励企业合理竞争，鼓励企业创新，大力支持中小企业发展。三是政府通过收紧货币和提高贴现率，将利率保持在较高水平，从而有效抑制了通胀。四是于 20 世纪 80 年代完成利率市场化改革，并加速推进金融自由化，发展多层次资本市场，有效满足新兴产业融资需求。供给侧改革推行后，美国经济从 1982 年末开始复苏，且经济转型升级效果明显。

1.2 国内新结构经济学视角

2012 年起，作为发展经济学第三波思潮的新结构经济学在我国受到广泛关注。新结构经济学强调，要从实体经济需求侧的角度出发，完善金融供给，金融结构必须与实体经济结构相吻合，才能真正发挥服务实体经济功能。核心假说上，新结构经济学强调将经济体的要素禀赋及其结构作为基础，经济体的产业、技术、基础设施、制度安排等均内生于其要素禀赋和结构。因此，要推动产业和技术结构的升级，必须先推动

要素禀赋结构升级，再相应完善基础设施和制度安排，从而将经济体的比较优势转化为竞争优势。具体来看，一个国家在不同的发展阶段具备的要素结构不同，对应的产业、技术的特性不同，对金融的需求也不同。对发展中国家来说，由于资本相对稀缺，一般以劳动密集型产业为主，这类产业的技术和产品相对成熟，所需的资本不多，主要风险在于企业家的经营能力和可信度，此时应以地区性中小银行的支持为主。而对发达国家来说，资本密集型、技术密集型产业占主导，新兴的产品和技术不断迭代，资本需求规模相对较大，主要风险则在于市场对技术创新的接受度，此时应以大型银行、直接融资市场的支持为主。

2 从“供给侧改革”深入至“金融供给侧改革”

2.1 2015 年以来，供给侧改革取得显著成效

2015 年，随着中国经济进入新常态，我国长期积累的一些结构性、体制性的问题逐渐暴露，出现经济增速下降、工业品价格下降、实体企业利润下降等现象，经济亟待从规模速度型的粗放增长转向质量效率型的集约增长、从要素投资驱动转向创新驱动。在此背景之下，我国提出“供给侧结构性改革”，将核心五大任务确定为“三去一降一补”。

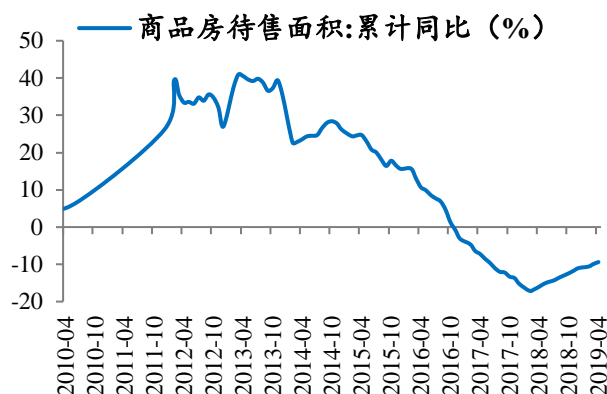
当前，供给侧结构性改革已取得阶段性成果，行业供求关系有效改善，表现为以下几方面：第一，去产能方面，传统行业产能出清，产能利用率提高，盈利恢复；第二，去库存方面，房地产库存大幅回落。但同时也要看到，降成本的本质是向实体经济让利，补短板的本质是提供债务融资支持，二者均在一定程度上牺牲了商业银行的资产质量，因此在降成本、强监管的约束下，金融体系资金价格抬升，商业银行资产质量压力上升。

图表1：国有企业盈利明显恢复



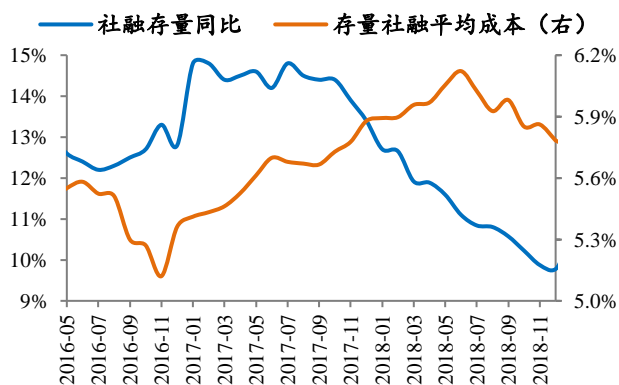
资料来源：Wind，恒大研究院

图表2：商品房待售面积同比大幅下降



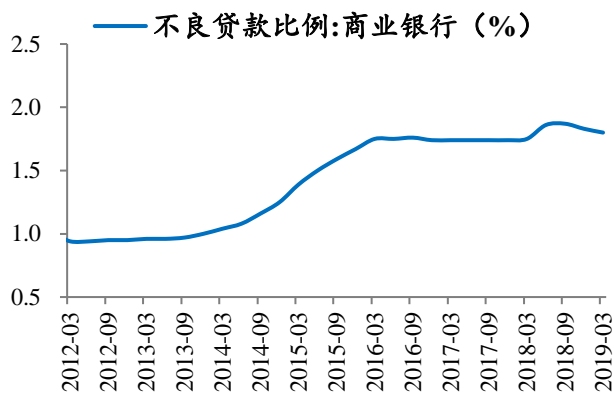
资料来源：Wind，恒大研究院

图表3：金融体系资金价格抬升



资料来源：Wind，恒大研究院

图表4：商业银行资产质量压力上升



资料来源：Wind，恒大研究院

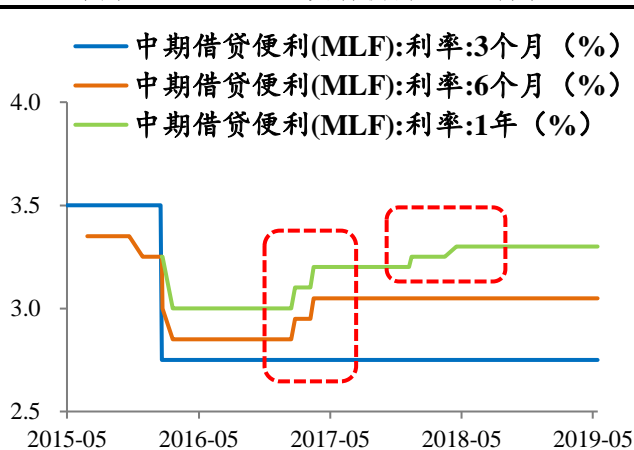
2.2 2016-2017 年：金融层面去杠杆、防风险，金融负债端“做减法”

金融危机后，我国货币宽松、监管放松、金融自由化增加了金融结构脆弱性，长期以来“低利率、宽流动性”的格局进一步滋生的金融期限错配以及套利空间。2016年下半年起，金融去杠杆开启，央行通过货币回笼和拉长资金期限来提升货币市场利率，提高金融机构负债成本，挤压套利空间，金融负债端开始“做减法”。

1) 央行回笼货币，市场利率上行。2016年7月26日，中央政治局会议提出有效防范和化解金融风险，8月24日央行重启14天逆回购，并减少公开市场投放，2017年上半年逆回购和中期借贷便利(MLF)合计净投放规模比2016年同期减少1.66万亿元，货币政策中性趋紧，市场利率中枢上行。至2017年6月30日，DR007利率由政治局会议日起上行62BP至2.69%，3个月期Shibor利率和10年期国债收益率持续上行。

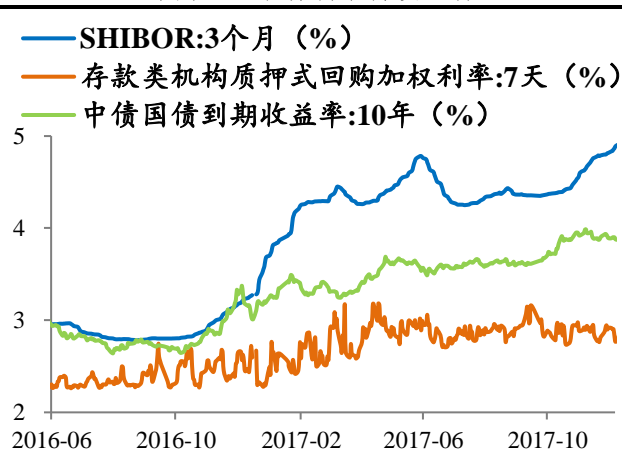
2) 央行增加MLF等中长期资金投放，并提高MLF投放利率，抬升同业负债成本。央行多角度引导货币市场利率提高，并拉长资金投放期限，使得银行负债成本抬高，挤压长期以来低利率和宽流动性带来的金融期限错配问题，减少套利空间，实现银行业负债端去杠杆。

图表5: 2016-2017 央行提高 MLF 利率



资料来源: Wind, 恒大研究院

图表6: 市场利率持续上行



资料来源: Wind, 恒大研究院

2.3 2017-2018 年: 严监管, 金融资产端+负债端同时“做减法”

2017-2018年, 地毯式监管开启, 金融去杠杆从负债端转移到负债端+资产端。

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_12187

