中国平安 金融·科技
平安证券 PING AN SECURITIES

2019 年 4 月 27 日

宏观专题

# 理解金融供给侧结构性改革的三大内涵

**首席经济学家**

**张明** 中国社科院世界经济与政治研究所
国际投资研究室主任
国际金融研究中心副主任
研究员、博士生导师

**证券分析师**

**陈骁** 投资咨询资格编号
S1060516070001
010-56800138
CHENXIAO397@PINGAN.COM.CN

**魏伟** 投资咨询资格编号
S1060513060001
021-38634015
WEIWEI170@PINGAN.COM.CN

**研究助理**

**郭子睿** 一般证券从业资格编号
S1060118070054
010-56610360
GUOZIRUI807@pingan.com.cn

**本报告仅对宏观经济进行分析，不包含对证券及证券相关产品的投资评级或估值分析。**
**请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。**

随着经济发展阶段的转变，金融服务业单靠规模和量的扩张已经无法满足实体经济多层次的金融需求，这不利于实体经济的可持续发展，而且金融规模量的扩张还会带来潜在的金融风险。实施金融供给侧结构性改革，就是要提高金融供给质量，更好的满足实体经济的需求。我们认为金融供给侧结构性改革有三大内涵：促进金融服务实体经济、防范系统性金融风险和扩大金融市场的双向开放。

## ■ 内涵 1：促进金融业为实体经济服务

自 2016 年底中国加强金融监管以来，资金“金融空转”已经得到基本遏制，但我国的融资体系依然存在着直接融资和间接融资比例失衡、直接融资基础制度有待完善以及间接融资供给不均衡等问题。未来金融业的发展应该在保持数量稳定的前提下，优化金融结构体系，大力发展广义股权市场和垃圾债市场，以科创板为抓手完善直接融资市场的基础制度，鼓励发展深耕于本地的中小银行以及推广使用大数据等科技金融手段进行信贷风险甄别，促进实体经济和金融服务业共生共荣。

## ■ 内涵 2：防范系统性金融风险

中国当前面临的系统性金融风险主要来源于三个方面：影子银行风险、房地产风险和地方债风险，三者相互交织而错综复杂 。

影子银行加剧了资金的“金融空转”，其风险具有转移和放大机制，推升了金融系统的整体风险。随着 2016 年底中国加强金融监管，影子银行的风险得到初步遏制，目前处于高位缓释状态。自 2018 年下半年以来金融监管边际放松，但并未转向。展望未来，在防控影子银行风险时，我们认为应该综合考虑风险防范与经济增长、金融稳定的平衡，尤其应该把控金融监管的步骤、速度和力度。

在房地产严调控的政策环境下，我国房地产市场价格快速上涨已经基本遏制，房地产市场风险由发散转为收敛状态。但目前房地产市场与商业银行资产负债表以及居民财富深度绑定，无论房地产价格大涨还是大跌都会带来金融风险。防范房地产金融风险，短期可以通过同步抑制供给和需求，但会降低房地产市场的流动性，不利于房地产市场的健康可持续发展。长期来看，仍应该稳步推进长效机制的建立，扩大土地供给，促进优质教育、医疗资源的流动和均等化，打破投资者房价持续上涨的预期。

地方政府债风险主要表现在政府隐性担保尚未完全解决、地方政府隐性债务规模偏高，融资利率较高，以及债务置换背后隐忧仍存，而且越是经济欠发达地区，地方政府债务的压力越大。防范地方政府债务风险短期内应该继续规范地方政府举债，限制地方政府隐性债务进一步扩张；中期内应该完善基础设施建设融资机制，大力发展显性的债券融资；长期则应该纠正中央政府和地方政府

财权和事权的错配。

■ **内涵 3：扩大金融市场的双向开放**

2018 年我国金融行业迎来全面开放的新纪元。从内容上看，我国的金融开放包含金融服务业和资本项目两个层面的开放。当前我国金融开放新阶段具有如下特征：金融机构持股比例和金融业务限制大幅放宽、境内外金融市场互联互通加强、中国股票和债券市场被纳入国际指数。中国金融业对外开放有助于金融机构的良性发展、丰富居民的投资渠道、拓宽企业融资渠道，降低资金成本。但学术研究表明，只有当一国的金融基础设施完善到一定程度时，金融业扩大开放才会促进本国的金融发展和经济增长。贸然的金融开放会导致国际金融市场波动快速传导至国内，加快本国的金融风险暴露。

■ **主要结论**

金融供给侧结构性改革着力优化金融体系机构，会对我国的金融机构带来如下的机遇和挑战：机遇方面：1）深耕于当地的中小银行和金融科技较为领先的银行会大力发展。2）提升直接融资比重，发展多层次资本市场尤其是科创板的推出将会增加头部券商的盈利机会。3）防范系统性金融风险会带来很多发展机会，如资产证券化，不良资产处置等。

挑战方面：1）加剧金融机构之间的竞争。对于高杠杆经营、依靠监管套利和盲目扩张的金融机构将会面临淘汰的风险。2）金融机构的行业集中度可能会进一步提升，金融回归促进实体经济发展的本源，必然会导致那些服务实体经济能力较弱，缺乏特色主营业务的金融机构破产出局。3）不利于民营金融机构的发展壮大。

# 正文目录

一、 引言 ..... 5
二、 内涵 1：促进金融业为实体经济服务 ..... 5
2.1 “金融空转”有所改善 ..... 6
2.2 当前我国融资体系存在的问题 ..... 8
2.3 未来的政策展望 ..... 12
三、 内涵 2：防范系统性金融风险 ..... 13
3.1 影子银行风险：目前高位缓释 ..... 13
3.2 房地产风险：由发散转向收敛 ..... 18
3.3 地方政府债务风险：隐忧仍存 ..... 20
四、 内涵 3：扩大金融市场的双向开放 ..... 23
4.1 中国金融开放新阶段的特征 ..... 24
4.2 中国金融业开放的潜在收益与风险 ..... 27
五、 主要结论 ..... 28

# 图表目录

图表 1 以金融为主题的中央政治局集体学习会议共三次 ..... 5
图表 2 中国金融业增加值对 GDP 贡献出现下降 ..... 6
图表 3 中国金融业增加值对 GDP 贡献与美国收敛 ..... 6
图表 4 中国商业银行资产增速自 2017 年下降 ..... 7
图表 5 商业银行净利润增速于 2017 年开始回升（%） ..... 7
图表 6 中资小型银行的资产增速出现显著放缓 ..... 7
图表 7 中国的资产价格轮动 ..... 8
图表 8 中国社融存量以间接融资为主（%） ..... 8
图表 9 2018 年新增社融各项占比 ..... 8
图表 10 我国历年退市公司的数量 ..... 9
图表 11 科创板上市条件更包容：以市值为主要上市标准 ..... 10
图表 12 退市指标体系：不再使用单一财务指标 ..... 10
图表 13 不同类型银行总资产（万亿元） ..... 11
图表 14 小微企业贷款增速大幅下滑（%） ..... 11
图表 15 不同类型商业银行对小微企业贷款增速（%） ..... 11
图表 16 金融扶持民营小微企业政策概览 ..... 11
图表 17 影子银行重要监管政策梳理 ..... 14
图表 18 中国影子银行的运行逻辑 ..... 15
图表 19 影子银行的风险作用机制 ..... 16
图表 20 资产管理业务总规模放缓 ..... 17
图表 21 同业理财大幅下降 ..... 17
图表 22 2018 年以来金融监管温和放松 ..... 18
图表 23 房地产波动与银行风险联动机制 ..... 19
图表 24 房价上涨周期中，居民中长期贷款占比和增速均上升 ..... 19
图表 25 中国居民部门杠杆率过去十年快速上升 ..... 20
图表 26 居民部门过去三年净储蓄为负 ..... 20
图表 27 政府与企业债务结构的修正 ..... 22
图表 28 地方政府杠杆集中在偿债能力较差的省市（%） ..... 22
图表 29 部分省市城投融资平台债发行利率高于小微企业发行利率（%） ..... 22
图表 30 中央和地方财权和事权的错配（%） ..... 23
图表 31 银行、证券、保险金融机构持股比例和金融业务限制大幅放开 ..... 25
图表 32 资本市场互联互通深入推进 ..... 26
图表 33 中国市场纳入海外指数 ..... 26

# 一、 引言

金融供给侧结构性改革是国家主席习近平在 2019 年 2 月 22 日主持以“ 完善金融服务，防范金融风险”为主题的中央政治局第十三次集体学习时提出的。政治局集体学习自 2002 年开始，每年大概学习 8-9 次，学习的主题范围较广，涉及经济金融形势、军事、科技、文化、教育、医疗等问题。但金融并非常见主题，截至到目前一共三次。前两次分别为 2007 年 8 月十六届政治局第四十三次集体学习和 2017 年 4 月十八届政治局第四十次集体学习，主题分别为“充分认识做好金融工作重要性 推动我国金融业持续健康发展”、“金融活经济活金融稳经济稳 做好金融工作维护金融安全”。

本次集体学习是十九届中共中央政治局集体学习中首次以金融作为主题，与前两次相比具有如下特点：第一，在集体学习中的排序比较靠前。通常来说，每届政治局都会进行 40 次左右的集体学习，前两次关于金融的集体学习次序分别是第四十三次和四十次，排序比较靠后。本次被安排在第十三次，排序相对靠前，距离上次关于金融的集体学习也仅有两年时间，凸显本次学习的重要性和紧迫性。第二，内涵更加丰富。前两次关于金融的集体学习分别着重金融发展和金融安全，本次提出金融供给侧结构性改革，内涵更加丰富，体系也更加系统。金融供给侧结构性改革不仅强调金融对实体经济的服务能力，还要平衡好稳增长和防风险，强调金融体系的结构优化。第三，与经济供给侧结构性改革是一脉相承的。2016 年以来我国推行的供给侧结构性改革包括“三去一降一补”，这主要针对我国经济发展过程积累的结构性矛盾和问题。随着实体经济供给侧结构性改革取得初步成效，金融业单靠规模扩张已经无法满足实体经济的金融需求，金融业有必要推进金融供给侧结构性改革，提升资源的配置效率。

我们认为金融供给侧结构性改革有三大内涵：**促进金融服务实体经济、防范系统性金融风险和扩大金融市场的双向开放。**这三大内涵相互促进，遏制资金脱实向虚，为实体经济提供高质量的金融服务，有助于实体经济的健康发展，而实体经济的健康发展是防范化解系统性金融风险的基础。扩大金融市场的双向开放，有助于国内的金融机构学习境外的产品运作和管理模式，增强金融体系的韧性和弹性，从而有助于增强服务实体经济的能力。

**图表1 以金融为主题的中央政治局集体学习会议共三次**

| 时间 | 次数 | 具体内容 |
|---|---|---|
| 2007 年 8 月 28 日 | 第 43 次 | 以“世界金融形势和深化我国金融体制改革”为主要内容，强调“充分认识做好金融工作重要性 推动金融业持续健康发展”。 |
| 2017 年 4 月 25 日 | 第 40 次 | 以“维护国家金融安全”为主要内容，强调“金融活经济活金融稳经济稳 做好金融工作维护金融安全”。 |
| 2019 年 2 月 22 日 | 第 13 次 | 以“完善金融服务 防范金融风险”为主要内容，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”。 |

*资料来源：政策文件，安证券研究所*

# 二、 内涵 1：促进金融业为实体经济服务

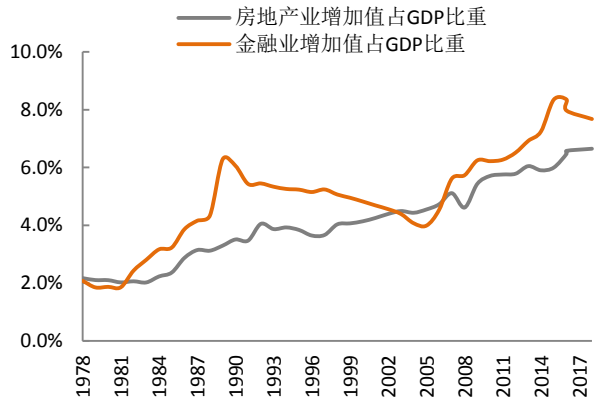
本部分我们首先回顾了过去几年我国发生的“金融空转”与“脱实向虚”的现状，然后分析了当前我国融资体系存在的问题，也即进行金融供给侧改革的必要性，最后指出我国应该如何促进金融业为实体经济服务。

## 2.1 “金融空转”有所改善

2008 年全球金融危机之后，我国实体经济改革的节奏显著滞后于金融改革的节奏，以至于出现了流动性充裕与实体投资回报率不断下滑并存的局面，这既造成了各类主体进行实体投资的积极性下降，也导致了各种机构通过提高杠杆率来放大投资收益。资金的“金融空转”与“脱实入虚” 在完全脱离实体经济的同时也带来了潜在金融风险。自 2016 年底以来，我国加强了金融监管，遏制“金融空转”疏导资金进入实体经济。下面我们从三个视角来观察，自金融监管加强以来，我国流动性的“金融空转”与“脱实入虚”有所改善：

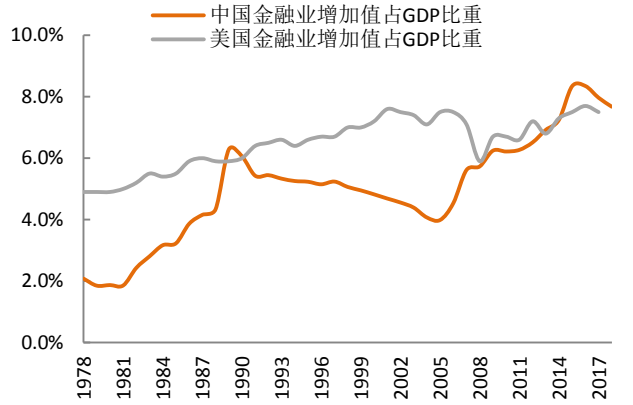
**角度之一，金融业增加值对 GDP 的贡献于 2017 年开始下降**。2008 年到 2016 年，中国金融业增加值占 GDP 的比重，由 5.7%上升至 8.3%，不仅超过了中国房地产业增加值占 GDP 的比重，而且甚至了超过了美国金融业增加值占 GDP 的最高比重，这说明中国金融业在过去几年发生了不可持续的快速增长。自 2016 年底中国加强金融监管以来，金融业增加值对 GDP 的贡献开始下降，由 2016 年的 8.3%下降到 2018 年的 7.7%。虽然目前该比例依然高于中国房地产业增加值占 GDP 的比重和美国金融业增加值占 GDP 的比重，但幅度已经出现明显收窄。

**图表2　中国金融业增加值对 GDP 贡献出现下降**




*资料来源：WIND，平安证券研究所*

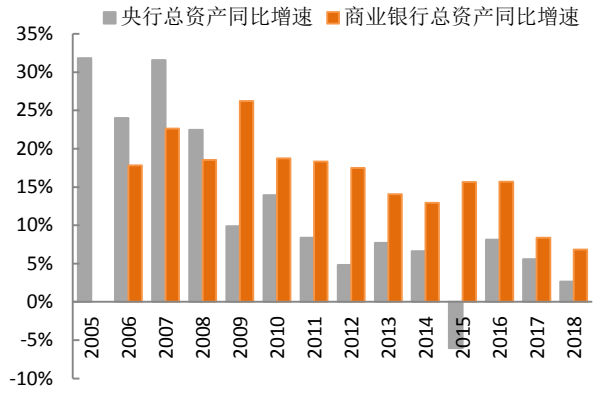
**图表3　中国金融业增加值对 GDP 贡献与美国收敛**




*资料来源：WIND，平安证券研究所*

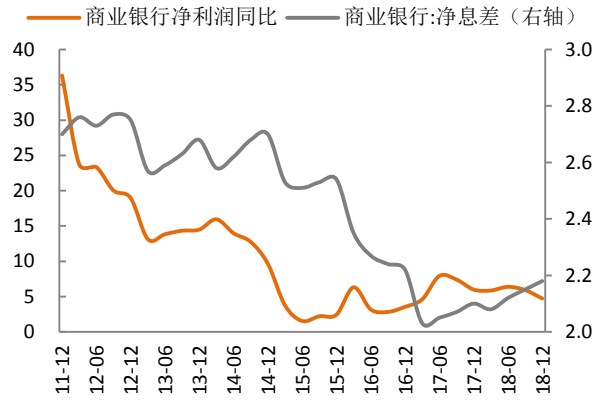
**角度之二，中国商业银行总资产增速于 2017 年开始放缓，利润率也出现改善迹象。**在 2009 年之前，中国商业银行总资产扩张速度显著低于央行。但从 2009 年至 2016 年，中国商业银行总资产扩张速度年均达到 17%，不仅显著高于同期央行总资产年均 7%的扩张速度，也显著高于同期内中国 GDP 增速。而且，规模越小的商业银行，总资产扩张速度越快。这主要是由于中小银行在过去几年大幅发行同业存单和同业理财进行资产负债表扩张，企图通过弯道超车实现规模的扩张。尽管尽管过去几年中国商业银行总资产的扩张很快，但银行的利润增速与净息差均不断，这意味着银行盈利压力的上升与经营风险的增强。自 2016 年底中国加强金融监管，开展了轰轰烈烈的金融业“控风险”、“去杠杆”行动，矛头直指蓬勃发展的影子银行业务，特别是同业业务、资管业务、通道业务等。可以看到，自 2017 年以来商业银行的整体资产增速出现显著下滑，由 2016 年的 16%下降到 2018 年的 7%，中资小型银行的资产增速由 2016 年的 29%下降到 2018 年的 9%，同业存单和同业理财的规模急剧压缩，资金空转得到一定程度的遏制。与此同时，商业银行的净利润同比增速和商业银行的净息差于 2017 年也开始回升，商业银行的经营风险也得到一定程度的改善。

**图表4　中国商业银行资产增速自 2017 年下降**



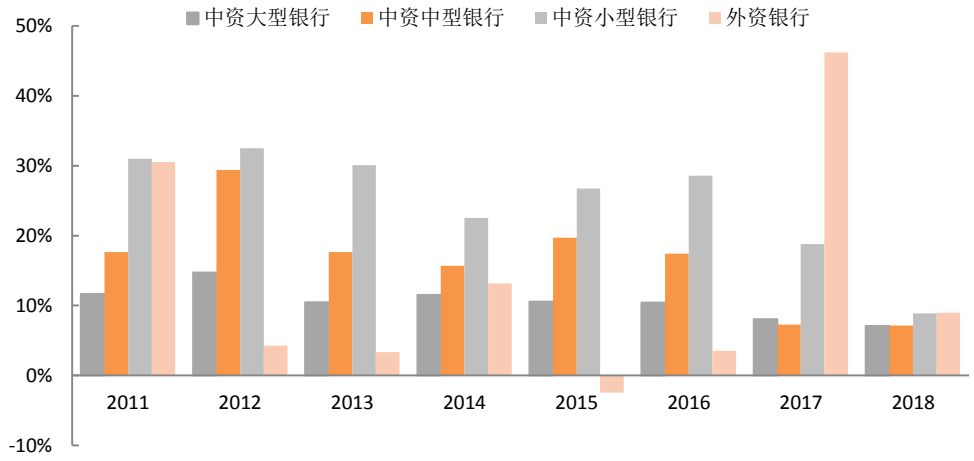

*资料来源：WIND，平安证券研究所*

**图表5　商业银行净利润增速于 2017 年开始回升（%）**




*资料来源：WIND，平安证券研究所*

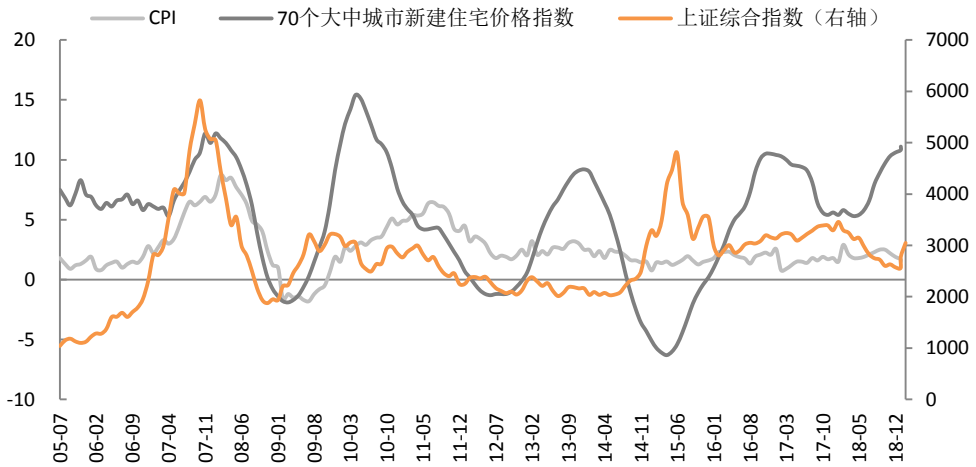
**图表6　中资小型银行的资产增速出现显著放缓**




*资料来源：WIND，平安证券研究所*

**角度之三，2017 年后中国房价和股价之间此消彼长的轮动有所弱化。**在 2005 年至 2008 年、2009 年至 2012 年这两个时期内，中国股价、房价、CPI 三者整体呈现大致正相关但依次上涨的格局。也即货币流动性呈现先流入股票市场，然后房地产市场，最后进入实体经济。从 2013 年至今，CPI 的波动率显著下降。在 2013 年至 2016 年，中国房价与股价出现了显著的此消彼长，这说明流动性在股票市场和房地产市场轮动。自 2016 年底中国加强金融监管，中国房价和股价之间此消彼长的轮动有所弱化，资金脱实向虚有所改善。我们认为，导致资产价格轮动在 2013 年前后发生重大变化的原因，是经济增长动力与人民币汇率预期发生了很重要变化。在 2013 年之前，强劲的经济增长、人民币升值预期与持续的资本流入是资产价格轮动的背景；而在 2013 年后，经济增长放缓、人民币贬值预期与资本管制强化后的资金保值动力是资产价格轮动的背景。当然，2016 年后金融监管的加强成为影响资产价格轮动的新的因素。

**图表7　中国的资产价格轮动**



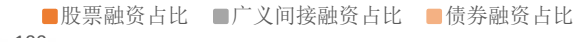

*资料来源：WIND，平安证券研究所*

## 2.2 当前我国融资体系存在的问题

### 1、直接融资和间接融资比例失衡

我国的融资体系目前仍以银行信贷的直接融资为主，直接融资与间接融资比例严重失衡。从存量的社融规模来看，广义的间接融资（包括银行表内信贷、表外信贷以及贷款核销等）占比为 82.9%，金融市场直接融资占比为 17.1%。在金融市场融资中，企业债券和地方政府专项债占比为 13.6%，股票市场融资仅有 3.5%。从 2018 年新增社融来看，金融市场融资占比为 24%，其中企业债券和地方政府专项债占比为 22%，股票市场融资占比仅为 2%。而反观美国同期融资结构，私募股权融资和资本市场公募股权融资占比将近 70%，而银行贷款和债券融资仅有 30%。中国社融数据中的股票融资只包括资本市场公募融资，如果考虑到 2018 年中国私募股权融资 1.22 万亿，那么 2018 年股权融资占比也仅 8%，远远低于美国股权融资占比。过于依赖银行间接融资和债务融资，一方面会导致银行的经营风险上升，另一方面也会导致我国企业的杠杆率过高。

**图表8　中国社融存量以间接融资为主（%）**




**图表9　2018 年新增社融各项占比**

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_12905