



黄益平：中国金融改革 往哪里去



意见领袖 | 黄益平

中国金融改革的目标模式



当前我国金融模式的四个典型特征

改革开放初期，我国的很多金融政策是参考欧美金融体系设计、修改的。在一定程度上，欧美金融体系是我国金融改革的学习榜样。2008 年 10 月，由美国次债风险引爆的全球金融危机正日益严重，对全球经济造成了毁灭性的打击。原来借鉴、学习的对象出了这么大的风险，我国下一步的金融改革应该往哪里走、怎么走，确实是一个值得决策者与老百姓都关注的一个大问题。

在之后的十几年间，这个问题一直萦绕在我的脑海里，2009 年我回到北京大学工作以后，一大部分的研究精力都放在了学习、理解和分析金融改革政策上。怎么评价过去几十年的改革政策？为什么一度行之有效的金融体系后来却面临了许多挑战？未来进一步变革的方向是什么？最近出版的《读懂中国金融：金融改革的经济学分析》，就是我和王勋博士在过去十几年围绕这些问题所做的研究与思考的一个总结。

首先对金融模式做一个定义。所谓金融模式，指的是包含金融结构、组织形态、运行机制和监管框架四个层次的金融体系的综合体。金融结构主要指的是资本市场或者商业银行，有时候也叫直接融资或者间接融资；组织形态的内容可以很多，比如国有金融机构、外资金融机构或者民营金融机构，也可以分为分业经营和混业经营；运行机制可以看成“看得见的手”和“看不见的手”之间的分工，换句话说，金融体系的运行主要由市场机制决定还是由政府政策决定；监管框架的内涵更丰富，从机构设置方面看，有分业监管与混业监管，从具体做法上，又可分为机构监管、功能监管、审慎监管等。

今天要跟大家分享的就是关于我国金融模式的话题，先说过去是怎么样的，现在又怎么样，怎么演变过来的，然后再说未来的方向，最后再简单讨论一下未来可能的演变轨迹。

在改革开放初期，可以说我国其实并不存在一个真正意义上的金融模式，如果说有，那就是一家金融机构的模式。1978 年 12 月召开的十一

届三中全会确立了改革开放政策，当时就一家机构即中国人民银行，而且一身三任，既是中央银行，又是商业银行，还是监管部门，其资产规模占全国金融资产的 93%。当时只有一家金融机构，因为计划经济年代对金融中介没什么需求，资金调配都是中央计划决定的。但这个独家机构模式无法适应“以经济建设中心”对金融服务的需要。因此，从当年开始，当局就逐步建立一些金融机构。现在回过头去看，金融体系的调整实际包含了重建和改革两个过程，交织在一起。重建就是从一家机构出发，建立了很多金融机构，构建了一个相对完整的金融体系。改革是指金融资源的配置与定价逐步地从政府主导转向由市场主导。

经过四十多年的改革开放，我国从一家金融机构出发，现在已经建立了一个完整的金融体系。与其他国家特别是市场经济国家的金融体系相比，我国这个新的金融模式呈现出四方面的突出特征：规模大、管制多、监管弱以及银行主导。

第一个特点是规模大。原来只有一家金融机构，金融资产规模也很小。这是因为计划经济时代资金调配主要通过中央计划完成，经济运转对金融中介的需求很小。但随着几十年的改革和发展，当前我国的金融体系已经非常庞大，金融机构数量很多，光是银行机构就有四千多家，并且四大国有商业银行在全世界都排名前列。我国资本市场即债券市场和股票市场的规模相对较小，但体量也已经位居世界第二。因此无论从资产规模还是机构数量来看，我国的金融体系规模都已经非常庞大。

第二个特点是管制多。我们曾经做了一个指数叫做金融抑制指数，以此来衡量政府对金融体系运行的干预程度，比如干预利率的决定、汇率的形成、资金的配置、跨境资本的流动等。金融抑制指数为 0，表示这个国家是完全市场化的；金融抑制指数为 1，表示该国金融体系基本由政府决定。从研究情况看，1980 年中国金融抑制指数接近 1，市场化程度最低；2018 年指数下降到 0.6，说明政府干预程度在降低，市场化程度在提高。但横向比较来看，2018 年 0.6 的金融抑制指数在全球 130 个国家中排名第 14 位。说明即使经过 40 年的改革开放，我国政府对金融体系的干预程度在全球范围内仍然相对较高。

第三个特点是监管弱。目前我国已初步形成较为完备的金融监管框架，包括一委一行两会一局，再加上地方金融监管局，有机构、有人员、有手段，但在识别和化解风险方面，仍有不尽如人意之处。过去 40 年我国金融体系始终比较稳定，关键在于两点：一是政府兜底；二是中国经济持续地高速增长。这两点保证了风险发生时，政府可以稳住投资者信心，不至于出现挤兑恐慌，从而为政府处置存量风险、暂停增量风险留足时间。1997 年亚洲金融危机时，我国银行不良率超过了 30%，但并没有出现银行挤兑现象。后续政府通过一系列措施，包括剥离坏账、注入资本金、引入战略投资者、海外上市等方式，将四大国有商业银行做大并成为世界规模前列的银行，这是非常了不起的成就。但问题在于，政府兜底无法长期持续，我国经济增速也在不断放缓。过去应该由监管发挥作用的很多事情都被政府所替代，但实际上并未管控住金融风险，这导致我国金融监管相对较弱。

第四个特点是银行主导。国际上主要有资本市场主导和商业银行主导的两类金融体系，当然这里的主导是一个相对的概念。而我国金融体系中，银行主导的特点是非常突出的。

新发展阶段我国传统的金融模式面临调整

这样一个金融模式看起来有很多问题，但至少在过去几十年，这套金融体系在支持经济增长和金融稳定方面没有出现过大的问题。只是最近问题似乎变得越来越多，抱怨的声音也越来越大。一方面金融效率在下降，另一方面金融风险在上升。

为什么这套体系在改革开放前三十多年还算行之有效，如今却出现问题？背后的原因有很多。最重要的一点是，我国经济已进入新的发展阶段。1978年改革开放时我国人均GDP大约只有200美元，属于全世界最贫穷的国家之一。这一时期我国生产成本很低，可以实现粗放式、要素投入型的增长。改革开放前三十年年均GDP增长达到9.8%。

但现在情况已经逐渐发生了变化。2021年我国人均GDP超过1.2万美元，距离世界银行确定的高收入经济门槛只有一步之遥。人民生活变得更富裕，生活质量也越来越高。但它也带来的一个问题就是生产成本的上涨。这意味着我国已经丧失了过去的低成本优势，所以必须要转变增长模式，从要素密集型增长逐渐向创新驱动型增长转变。只有通过创新来升级换代，提高效率，我国才能保持住竞争力，否则经济增长将很难持续。

当前我国金融体系之所以出现问题，就是因为过去的金融模式无法适应新的增长模式，所以也要跟着转型才行。总的来看，我国金融模式进一步转变的内容很丰富，集中体现在以下四方面。

第一，要大力推进金融创新。过去我国粗放式、要素投入型的增长模式，不确定性相对较低。因为生产的产品是别人生产过几十年、甚至几百年的，技术、营销渠道、市场都十分成熟。只要生产成本足够低，就有竞争力。简单说就是不确定性比较低，风险比较小。但这套金融体系现在却无法很好地支持创新驱动型的经济增长。

比如过去政府始终强调的中小企业融资的问题。这一问题在历史上始终是存在的，基本难点有两个：一是获客难，即金融机构如何找到中小企业，获知其融资需求，并为他们提供金融服务。因为中小企业数量很大，但地理位置相对分散，因此找到他们很困难。传统做法是将机构网点开遍全国，贴近企业客户。但这种方式成本很高，在很多地方也很难获得足够回报。二是风控难。对于金融机构来说，为企业提供融资服务既要能把钱借出去，还要能把钱收回来，而后者才是更大的挑战。这就意味着，金融机构需要对中小企业客户进行全面、严谨的信用风险评估，评价用户的还款能力和还款意愿，这是非常复杂的过程。传统做法是根据用户的财务数据和抵押资产进行评估。但这两个方面恰恰是中小企业比较欠缺的，导致大多数银行并不愿意为中小企业提供金融服务。

但随着中国经济进入新发展阶段，中小企业融资难已不再是单纯的普

惠金融问题，而是上升到宏观经济约束的高度。原因在于以中小企业为主的民营企业是当前中国经济的主力军，在城镇就业、创新、经济增长方面都发挥着举足轻重的作用。也就是说，创新面临的巨大挑战之一，就在于能否更好地为中小企业提供好金融服务。从这个角度看，金融创新还有很大的发展空间。

第一个创新方向是提高直接融资在金融体系中的比重。相比于以银行为主的金融体系，资本市场直接融资往往可以更好地支持创新活动。原因有很多，包括直接融资可以更好地识别创新项目、更容易与创业企业共担风险和收益等，而如果通过银行贷款则需要还本付息，有时会给企业造成较大的现金流压力。因此资本市场在服务创新方面更具优势。我们应该大力发展资本市场，提高直接融资在金融体系中的比重。

第二个创新方向是商业银行的创新。我国以银行为主导金融结构在短期内不会发生太大变化，但银行的业务模式也需要创新，要想方设法地支持创新活动。国际金融体系可大体分为两类：一是市场主导的金融体系，代表国家是美国、英国；二是银行主导的金融体系，代表国家是德国、日

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_43802

