



黄奇帆：推进金融供给侧结构性改革的若干框架性思考



意见领袖 | 黄奇帆

摘要：金融供给侧结构性改革，是从基本面的角度、制度的角度、结构性的角度以体制机制性改革的方法对金融领域的重要方面和关键环节进行的调整和变革，最终形成对经济有长效作用的基础性制度安排。抓好金融供给侧结构性改革，有利于我们解决长期以来存在的融资难、融资贵问题，有利于避免脱实向虚、推动金融服务实体经济，有利于统筹发展和安全、防范和化解系统性金融风险。



中共中央政治局 2019 年 2 月 22 日就完善金融服务、防范金融风险举行第十三次集体学习。中共中央总书记习近平在主持学习时强调，要深化对国际国内金融形势的认识，正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展。我理解，金

融供给侧结构性改革，是从基本面的角度、制度的角度、结构性的角度以体制机制性改革的方法对金融领域的重要方面和关键环节进行的调整和变革，最终形成对经济有长效作用的基础性制度安排。金融供给侧结构性改革是我们当下十分重要的事情。抓好金融供给侧结构性改革，有利于我们解决长期以来存在的融资难、融资贵问题，有利于避免脱实向虚、推动金融服务实体经济，有利于统筹发展和安全、防范和化解系统性金融风险。

从当前和未来发展趋势看，以下三方面改革迫切性日益凸显：一是货币供给方式，也就是人民币基础货币的发行方式；二是资本市场及其制度供给；三是适应数字变革的金融服务创新。这三个方面恰恰涉及中国金融供给的三个短板，改革到位了，每个方面都能够为中国金融、中国的国民经济每年额外增加万亿元以上的红利，比如万亿级的造币税、万亿级的资本市场红利、万亿级的数字金融红利。

一、改革基础货币发行方式

从货币发行的原理来说，在古代货币发行与实物、珍稀物品有关，后来与黄金、白银等贵金属有关，现代的货币发行则与政府的信用有关，本质上与 GDP 增长中的政府税收有关。一个政府之所以有权发货币，在经济的本质上，是因为政府在收税。收税用什么货币支付，货币发行就是什么货币。货币发行的量大还是量小，与政府税收的增长能力有关。当然，政府可以透支，但总的来说，需要有个平衡。

根据货币理论，任何货币发行都有一定的“锚”。美元发行之“锚”

在其国债，在其财政。当美国财政不足以支撑其国债本息、国债偿付出现违约风险时，美元信用将会大打折扣，全世界会抛美元而持其他资产如黄金、石油等。这就是美国国债发行的边界，也是美元发行的边界。其他发达国家也有类似的机制，比如英镑、德国马克等。而一些新兴经济体如香港、新加坡则选择以一定的比率锚定美元，为此需要维持一定规模的美元储备，以确保汇率稳定。货币供给的另一个环节是流通中的货币 M0 到 M2（贷款）之间的扩张，表现为从基础货币到商业银行的信用创造过程，即贷款，这个过程有所谓货币乘数。在基础货币一定的条件下，货币乘数决定了货币供给，而存款准备金率的高低和货币政策的传导效率构成了货币乘数的关键。

中国自加入 WTO 后的十多年间，基础货币的发行在一定程度上被外汇占款所“绑架”：由于经常账户和资本账户双顺差带来了巨量外汇结算需求，央行须以基础货币从商业银行手中结汇。同时，央行在收购外汇的同时，为抑制因基础货币释放而带来的流动性泛滥，不得不通过提高存款准备金率等手段从商业银行回笼这些流动性。从 2014 年起，中国开始面临持续的资本账户逆差，造成外汇占款规模显著下降。央行不得不寻求新的基础货币发行机制，比如探索应用创新性的再贷款工具（例如 SLF、MLF、PSL 等）来发行基础货币，但由于此类工具规模较小、品种不多，仍处于探索阶段。目前，央行的资产负债表中外汇占款导致的基础货币创造占了 60% 之多。

人民币基础货币发行之所以部分为外汇占款所主导，核心逻辑是人民币须在一定程度上以美元为锚。这是因为在过去几十年的改革开放过程中，中国经济与美国经济形成了实质性的互补关系，而且美国经济、美元体系在国际经济格局中处于主导地位。尽管 2015 年“811”汇改将人民币汇率形成机制调整为盯住一篮子货币，但上述基本逻辑并没有变。因此，为稳定人民币兑美元汇率，央行不得不对内释放基础货币、对外持有庞大的外汇储备；外汇储备则要保持较强的安全性和流动性，以便为汇率稳定提供有效支撑。

值得一提的是，与很多新兴国家一样，中国积累的外汇储备同样面临着“斯蒂格利茨陷阱”。即新兴国家通过出口、引进外资等方式积累起来的外汇储备，大量投向低收益的英美等发达国家债券类产品，而发达国家的投资公司则吸收这些资金，反过来投资于新兴市场的高收益领域，可赚取三倍甚至更高的回报。经济学界将这种国际间资本流动怪象称为“斯蒂格利茨陷阱”。据外管局数据，2005 年至 2018 年我国对外金融资产（其中 2018 年储备资产占比超四成）年平均投资收益率为 3.3%，对外金融负债（外来直接投资占比过半）年平均投资收益率为 6.0%。这个 2.7 个百分点的收益差正说明了这一“陷阱”的存在。

但是现在情况有所变化。首先，从基本面看，中美贸易战虽然告一段落，但中美经贸关系也不会因此好到哪里去，疫后大概率仍将朝着所谓“贸易再平衡”的方向演进。也就是说，人民币锚住美元的核心逻辑——中美

经贸的互补互惠关系正在面临挑战。其次，近年来中国巨大的市场空间和消费升级潜力让内需成为拉动中国经济增长的决定性力量。2019 年我国 GDP 中内需贡献率近九成，人均 GDP 突破 1 万美元大关，未来五年进口仍将持续大幅增加，对外贸易顺差将有所缩小，相应的外汇占款影响货币发行的动能在减弱，外汇储备将会稳中有降。最后，疫情之下，发达经济体有关当局无底线放水，人民币原来盯住的一揽子货币也会相对贬值，这为人民币成为一些国家的货币之锚提供了可能，有利于人民币国际化。

建议以对冲疫情影响为契机，面向商业银行扩大国债发行规模，在平衡财政收支的同时，为金融市场提供大量可供买卖的、不同期限的国债。同时，扩大国债在货币政策操作中的运用，推动实施国债作为公开市场操作主要工具的货币政策机制，健全国债收益率曲线的利率传导机制，强化国债作为基准金融资产的作用，使国债达到准货币的效果，为将人民币之锚逐步调整到以国债为主的一篮子资产上创造条件。

总之，大国的货币应该锚定在自身 GDP 的含税量上，锚定在自己的国债信用上，只有如此才能拥有属于自己的铸币税。只有有了自己独立的货币锚，有了自己的国债收益曲线，才有真正自主的货币政策，国内一切金融资产的定价才有了基准。这个问题在当前日益复杂的国际博弈中显得越发迫切。

二、深化资本市场基础性制度型改革

2018 年 12 月的中央经济工作会议上，习近平总书记强调，资本市

场在金融运行中具有牵一发而动全身的作用，要通过深化改革，打造一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。资本市场是推动金融服务实体经济的关键通道。推动资本市场基础性制度供给，是中国金融供给侧改革的重要任务之一，也是防范和化解系统性金融风险的关键一招。

2020 年中国新增社会融资规模为 34.86 万亿，其中以商业银行贷款等为代表的间接融资为 18.85 万亿，剩余为直接融资，但直接融资中企业债券和政府债券为 12.78 万亿，非金融企业境内股票融资仅 0.89 万亿。也就是说，新增社会融资 34.86 万亿元，90.7% 是债务融资，企业的股权融资占比仅 2.5%。这个比例显然是失衡的。反观美国，2020 年 70% 是股权融资，包括私募股权融资和资本市场公募股权融资，而银行债务融资和债券融资，仅占 30%。2020 年底，受疫情影响，美国非金融企业的杠杆率飙至 84.6%，在发达经济体中算是非常高了，但中国的企业部门杠杆率却高达 161%。这就是我们资本市场供给明显不足造成的，解决方向就是把资本市场发展起来。

中国发展了近三十年的资本市场，一方面从少到多，从小到大，从无到有，确实取得了巨大成绩；另一方面，还存在不少问题，至少存在三个功能不到位的问题：一是缺少晴雨表功能。2000 年以来，中国 GDP 翻了三番，各项事业都有长足的发展，但是资本市场总量指数还是大体不变，缺少作为国民经济晴雨表的功能。二是缺少资源优化配置功能。资本市场对于技术创新、产业结构调整、独角兽企业的推动力不足，如果把这些功

能都发挥出来，对中国经济、中国金融的变化会有牵一发动全身的效果。

三是投入产出、收益回报不到位。资本市场缺少优胜劣汰机制，以致上市公司群体存在投资回报收益不理想的问题。因此，要从以下六个方面推进资本市场基础性制度供给。

一是实行注册制和退市制。关键的一点，是要把退市制作为注册制健康发展的基础和前提。美国纳斯达克的上市公司若干年就会更新一遍，公司总量大体不变。优胜劣汰，有进有出，是资本市场晴雨表的表现，是资本市场资源优化配置的表现，是资本市场的生命力所在。近两年来，中国股市中被退市的企业逐渐增多，退市制度的刚性约束越来越强，这是一个重大进步。有刚性的退市制度才会有健康运行的注册制。

二是拓宽长期资金进入股市的渠道。有卖方就有买方，有企业供给就有资金供给。中国的资本市场缺少长期资本，总交易量中的 90% 左右是 1.45 亿散户。美国相反，90% 是机构长期资本，不到 10% 是散户。所以在中国，主力投资者是散户，即个人投资者。这背后反映出我国资本市场存在长期资本不到位的问题，特别是保险资金、年金等入市渠道受限。

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_46277

