

新发展格局下的金融变革*

中国社会科学院金融研究所《中国金融报告 2020》主报告组

2020年是极不平凡的一年。新冠肺炎疫情蔓延、世界经济陷入严重衰退、美国的打压持续升级“三重冲击”,外加国内经济的“三期叠加”,对中国经济金融平稳健康发展构成严峻挑战。

沧海横流,方显英雄本色。一方面,全球经济几乎停摆,产业链、供应链循环受阻,“逆全球化”加剧;各国政策刺激力度空前,全球杠杆率大幅攀升。另一方面,面对“三重冲击”与“三期叠加”,中国政府创造性应对,化危为机,不仅实现了2020年主要经济体中唯一的正增长,保持了经济金融的平稳运行,而且积极主动扩大金融开放,成为“大封锁”与“逆全球化”阴霾下的一抹亮色。

新发展格局的提出为金融发展与变革指明了方向。金融(包括金融科技)如何更好地服务实体经济,提升金融效率,促进二者的畅通循环;如何保持宏观杠杆率的基本稳定,守住不发生系统性金融风险的底线;如何统筹好金融开放与金融安全等等,成为中国金融发展进入新阶段所面临的重大课题。

一、2020年中国金融形势回顾

2020年,百年不遇的新冠肺炎疫情对中国乃至全球经济带来前所未有的冲击。受疫情影响,全球经济活动被迫按下暂停键,从供给和需求两端对全球金融市场、贸易、产业链、供应链等均产生了巨大的破坏效应。国际货币基金组织2020年4月发布的《世界经济展望》(IMF 2020)称,全世界已陷入了“大封锁”状态,经济崩溃的规模之大、速度之快堪与1929年“大萧条”相提并论;全球经济正面临着巨大的不确定性,即便疫情在2020年第二季度得到控制,2020年全球经济增长率也将降至-3%。国际货币基金组织在更新的预测报告中指出,2020年全球经济估计萎缩3.5%(IMF 2021)。

疫情的蔓延进一步强化了“逆全球化”态势。一方面,出于防控疫情的需要,很多工厂被迫关闭,全球供应链、产业链出现了局部的中断;另一方面,疫情冲击也使得各国认识到一些关键产品(如口罩、呼吸机等)的生产需要掌握在自己手里,从而推动产业链的区域化、本土化,进一步强化了逆全球化潮流。2018年以来的中美经贸摩擦作为逆全球化的“主角”,在疫情冲击下愈演愈烈,在科技、贸易、金融等领域的打压措施日益公开化了。

遭遇新冠肺炎疫情蔓延、世界经济陷入严重衰退与美国的打压持续升级“三重冲击”,中国金融当局积极落实金融支持实体经济政策措施,着力化危为机:一方面在守住不发生系统性风险底线

* 本文为中国社会科学院金融研究所年度旗舰报告《中国金融报告 2020: 新发展格局下的金融变革》主报告的核心内容。主报告负责人张晓晶,执笔人张晓晶、张明、董昀。本研究得到国家社科基金重点课题《宏观金融网络视角下的合意杠杆率研究》(19AJL006)、国家社科基金重大招标课题《宏观经济稳增长与金融系统防风险动态平衡机制研究》(19ZDA095)的资助,一并感谢。

的前提下,充分发挥货币金融政策在熨平经济波动、优化经济结构、推动复工复产、激发市场主体活力等多个层面的积极作用,与财政政策等其他宏观调控工具协同发力,为疫情防控作出了重要贡献,并有效维护了宏观稳定;另一方面深化金融改革和扩大金融开放,着力增强我国金融体系的竞争力和韧性,在诸多方面取得了新进展。

(一) 金融抗疫成效显著

新冠肺炎疫情爆发之后,我国金融当局采取一系列政策组合,致力于增加有效资金供给,优化信贷投向结构,降低企业融资成本,守住“六保”底线。期间,货币政策、金融监管政策与财政、就业、产业、区域等政策协同发力,在统筹疫情防控和经济发展进程中发挥了积极作用。

2020年1月下旬以来,中国人民银行强化预期引导,通过公开市场操作、常备借贷便利、再贷款、再贴现、降低法定准备金率等多种货币政策工具,提供充足流动性,保持金融市场流动性合理充裕,维护货币市场利率平稳运行,引导金融机构加大信贷投放支持实体经济。2020年1-4月,广义货币(M2)同比增速进入上升轨道,增长率从1月末的8.4%上升至4月末的11.1%。这表明为了适应逆周期调节需要,货币投放持续适度增加,银根放松,宏观调节力度显著增强。同时,央行运用再贷款、再贴现等结构性货币政策工具,2021年以来先后三次增加普惠性再贷款、再贴现额度,支持银行加大对疫情防控重点领域,以及企业、涉农、小微和民营企业的信贷投放力度,到9月底,此项政策执行进度已超过80%,支持地方法人银行向140万户企业发放优惠利率贷款,加权平均利率为4.23%,有力推动了经济复苏和结构调整。

除了常规货币政策操作之外,我国央行还根据疫情防控需要,新设直达实体经济的两类货币政策工具^①,推动货币政策直达实体经济,助力疫情防控和保市场主体。2020年6月1日,中国人民银行又创设普惠小微企业贷款延期支持工具和普惠小微企业信用贷款支持计划两类新工具,将货币政策操作与金融机构对企业的支持直接联系起来,用市场化方式对金融机构行为进行引导和激励,从而加大金融机构支持中小微、民营、三农等国民经济重点领域和薄弱环节的力度,提升金融体系的普惠性。

在稳健的货币政策要更加灵活适度的同时,金融监管政策也及时做出调整以应对疫情冲击。2020年2月25日的国务院常务会议确定了金融体系按市场化、法治化原则支持中小微企业复工复产的基本方略,对受疫情冲击的中小微企业采取延期还本付息安排。这类金融支持是有限期的,如果超过时间期限企业仍不能还本付息,则仍要按规定计入不良贷款。该政策一方面旨在缓解疫情冲击给中小微企业造成的流动性困难,为安全有序复工复产提供了必要的流动性支持,另一方面,也要坚持市场化法治化原则,避免给经营失败的僵尸企业上“呼吸机”。

(二) 稳增长与防风险的平衡

相比于疫情冲击下全球金融市场的剧烈动荡,我国金融市场运行总体平稳,展现出较强的韧性。一方面,与全球股市大起大落不同,2020年中国股市较为稳健。在受疫情冲击最为严重的2020年1季度,中国股票市场价格未出现明显的大幅波动,上证综指累计下跌9.83%,深证成指累计下跌4.49%。与中国股市相对平稳的走势迥然不同,全球其他主要经济体的股市在1季度纷纷大幅下跌,例如道琼斯工业指数下跌23.2%,标普500指数下跌20%,纳斯达克指数下跌14.18%,

^① 第一类工具是通过特定目的工具(SPV)与地方法人银行签订利率互换协议,进而向地方法人银行提供400亿元再贷款资金,增强银行给予符合条件的中小微企业延期还本付息安排的激励,缓解企业延期还本付息压力。激励资金为地方法人银行延期贷款本金的1%。第二类工具是提供4000亿元再贷款资金,面向经营状况较好的地方法人银行,通过特定目的工具与其签订信用贷款支持计划合同,对符合条件的地方法人银行于2020年3月1日至2020年12月31日新发放的期限不少于6个月的普惠小微企业信用贷款,向地方法人银行按其实际发放信用贷款本金的40%提供优惠资金支持,缓解小微企业因缺乏合格担保品而导致的融资难问题。截至2020年9月底,累计发放普惠小微信用贷款2.3万亿元,同比多发7961亿元。引自刘国强(2020)。

英国富时100指数下跌24.8%^①。特别是3月份,在美股估值过高、疫情快速蔓延和原油价格暴跌等因素影响下,市场恐慌情绪升级,美国大量投资者同时抛售资产,美国股市在短时间内剧烈下跌,并史无前例地在连续8个交易日内发生4次熔断。这表明,中国疫情防控的积极成效、复工复产的快速推进和经济金融形势的相对稳定,使得以人民币定价的金融资产具备了较强的韧性和一定的避险资产特征。另一方面,中国国债市场相对于全球其他市场保持了较高的收益率。自2009年以来,我国十年期国债收益率总体上明显高于美日欧等主要发达经济体。新冠肺炎疫情爆发以来,中美两国十年期国债利差持续扩大,达到近年来的最高水平。在全球普遍进入到超低利率背景下,持续高位运行的无风险利率表明,中国是未来极少数能够提供较高收益和高质量资产的国家,也是极少数仍有潜力能够在未来承接大量国际资本沉淀的投资目的地。此外,防范化解重大金融风险取得重要成果。监管者对包商银行、恒丰银行、锦州银行等高风险金融机构有序处置、分类施策,有序化解了重大风险。局部的债券市场违约引起市场情绪波动,但在有关部门及时采取有效举措情况下,没有蔓延成系统性风险。

特别要强调的是,在百年不遇的疫情冲击下,全球杠杆率大幅抬升,中国杠杆率增幅大而有度。如图1所示,根据国际金融协会(IIF)的最新数据(当前仅公布到2020年三季度末),发达经济体杠杆率从2019年末的273.5%升至2020年三季度末的304.2%,共上升30.7个百分点;新兴经济体从2019年末的186.7%升至三季度末的208.4%,增长21.7个百分点;全球杠杆率从2019年末的241.0%升至三季度末的268.4%,增长27.4个百分点。由于大部分国家在2020年下半年遭受疫情冲击仍然严重,预计四季度杠杆率仍会上升。全球杠杆率的抬升主要是由政府杠杆率攀升所致。2020年三季度末,发达经济体政府杠杆率从2019年末的109.5%增至131.49%,上升了21.9个百分点,占到全部杠杆率增幅的55.3%;全球平均的政府杠杆率从2019年末的88.4%上升到104.8%,上升了16.4个百分点,占全部杠杆率增幅的49.8%。与国际相比,我国的财政刺激方案相对温和,政府杠杆率全年仅上升了7.1个百分点,占全部杠杆率增幅的30.1%,远低于发达经济体和全球平均水平。

2020年我国宏观杠杆率增幅为23.6个百分点,不但低于2009年31.8个百分点的增幅,也低于发达经济体2020年前三季度30.7个百分点的增幅。与此同时,我国实际GDP增长2.3%,名义GDP增长3.0%,是全球唯一实现正增长的主要经济体。这充分显示:面对百年不遇的疫情冲击,政府扩张与扶持政策仍有节制,不搞“大水漫灌”,给未来发展留有政策余地;寻求稳增长与防风险的平衡,体现出政府的克制以及跨周期调控的意图。

(三) 资本市场基础性制度建设新进展

2020年我国在中小银行改革、完善现代金融企业制度、优化融资结构、加强资本市场基础性制度建设等方面均有新的突破。其中,资本市场基础性制度建设方面的突破具有战略性、全局性意义,成为要素市场化改革的亮点,为资本要素的自由流动与畅通循环奠定了基础。

一方面是资本市场的进入制度。2019年7月22日,科创板正式开市,中国资本市场迎来了一个全新板块。在科创板正式运营之后,以信息披露为核心的注册制顺利落地,发行上市、保荐承销、市场化定价、交易、退市等领域的新制度相继推出,制度变革的红利持续释放。这些制度变革为我国重大创新活动的实施打通了资本关口,带动了新一轮科技创新投资的热潮。2020年,中央政府决定,要吸收科创板注册制改革的良好实践,推进创业板改革并试点注册制,为下一步中小板和主板注册制改革奠定基础。2020年8月24日,创业板注册制首批18家企业挂牌上市,这标志着以注册制为代表的我国资本市场基础性制度变革从科创板增量市场向创业板存量市场推进,具有重要

^① 数据来自 Wind 数据库。

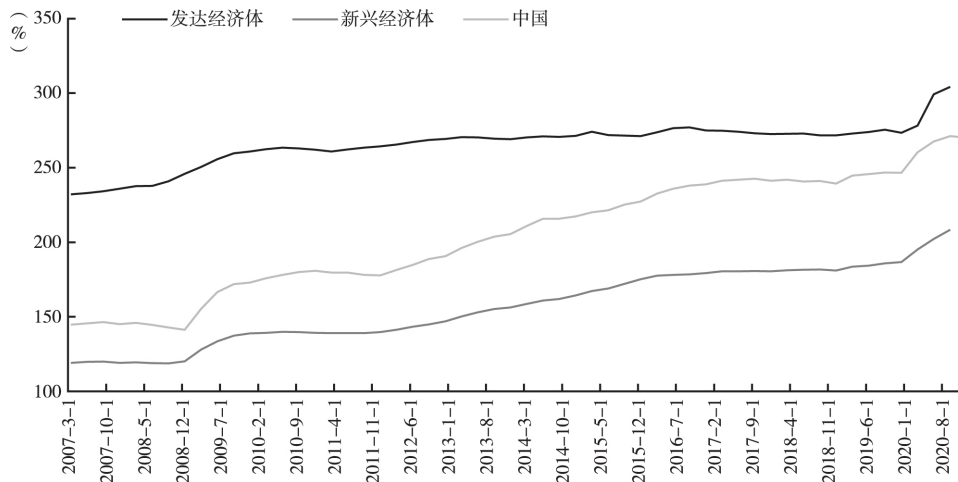


图 1 宏观杠杆率的国际比较

数据来源: 国际金融协会(IIF) , 国家资产负债表研究中心(CNBS) 。

战略意义。

另一方面是资本市场的退市制度。在发行上市制度越来越富有包容性的状况之下,如何把握好推进注册制改革与提升上市公司质量之间的关系,成为一个新的重要课题,也凸显出退市制度改革的重要性。美国的资本市场之所以强大,一个重要原因是在市场竞争机制的驱动下,每年退市的公司数量均超过了 IPO 公司数量,持续不断的“创造性破坏”进程使得美国资本市场的新陈代谢十分旺盛,将最有竞争力的公司筛选出来,推动着上市公司质量不断提高。有鉴于此,在新股发行不断加快的新形势下,经营不善的公司也应当及时被淘汰,我国资本市场亟待建立一套常态化的退市机制。2020 年以来,退市制度建设有了新的进展,初步形成了包括主动退市、强制退市和重组退市在内的多元化退市机制。2020 年 10 月,国务院印发《国务院关于进一步提高上市公司质量的意见》,对健全上市公司退出机制等工作进行了全面部署。应用好面值退市等中国特色退市机制,从严加快空壳公司与僵尸公司退市,形成资本“有进有出”的良性循环。

(四) 金融开放度明显提高

2020 年,我国继续推动实现更大范围、更宽领域和更深层次的金融双向开放,鼓励中外机构在产品、股权、管理和人才等方面开展合作,拓展开放广度和深度。与此同时,由于我国在全球范围内率先恢复经济正增长而且国内循环顺畅、利率水平相对较高,形成了对全球资金要素的引力场。金融开放与经济增长双重效应叠加,正在成为引领新型全球化的重要动力。

其中,对外资控股国内若干类型金融机构的限制将于 2020 年底全面取消,这将是我国金融开放进程中的一个标志性事件。2019 年 7 月 20 日,国务院金融稳定委员会办公室发布《关于进一步扩大金融业对外开放的有关举措》,将原定于 2021 年取消证券公司、基金管理公司和期货公司外资股比限制的时点提前到 2020 年。自 2020 年 1 月 1 日起,我国正式取消经营人身保险业务的合资保险公司的外资比例限制。自 2020 年 4 月 1 日起,证监会取消证券公司外资股比限制。6 月 23 日,国家发展改革委、商务部发布的《外商投资准入特别管理措施(负面清单)(2020 年版)》中已经明确,取消证券公司、证券投资基金管理公司、期货公司、寿险公司外资股比限制。到 2020 年底,更多类型金融机构的外资股比例限制将取消或进一步放开,中外资银行市场准入将有统一标准。

二、中国金融发展面临的风险挑战

中国金融发展面临国际国内双重挑战。就国际而言,一方面,全球经济增长动力不足,动荡源和风险点增加,金融运行不稳定不确定因素增多;另一方面,主要发达经济体应对疫情冲击所实施的无限量宽政策也可能给全球经济带来诸多负面影响。就国内而言,一方面,潜在经济增速放缓,以及由此带来的“水落石出”效应将加速金融风险的暴露;另一方面,金融科技在助力中国金融发展“弯道超车”的同时,也带来资本无序扩张的新挑战。

防范和化解系统性金融风险,是“十四五”时期中国金融实现高质量发展的前提性任务。坚持问题导向,标本兼治,循序渐进地化解金融风险,建立动态稳定、协调有效的管理金融风险的框架,是构建新发展格局的题中应有之义。

(一) 宏观杠杆率攀升引发多重风险

宏观杠杆率是金融脆弱性的总根源。金融领域诸多风险点的不断爆雷,或远或近、直接或间接,都与宏观杠杆率的攀升有很大关系。在百年不遇的新冠肺炎疫情冲击下,各国都面临着“生存还是毁灭”的抉择,因此,宏观政策的大幅扩张,大有“哪管洪水滔天”之势。相对于发达经济体,中国杠杆率的攀升有度,体现出政府的克制以及在稳增长与防风险平衡方面的追求。

尽管如此,2020年底中国实体经济部门的债务仍相当于GDP的2.7倍,处在非常高的水平,特别是高出新兴经济体杠杆率(208.4%)61.7个百分点^①。疫情冲击导致我国总体金融风险进一步上升,称其为“债务灰犀牛”一点也不过分。宏观杠杆率的攀升引发其它金融风险的暴露。

1. 国企信用债违约

2020年,我国发生了多起地方国企信用债违约事件,如沈阳盛京能源两只存续PPN违约、青海国投永续债延期、华晨私募债违约、紫光集团不赎回“15紫光PPN006”、河南永城煤电债券违约事件等。

冰冻三尺非一日之寒,地方国企违约现象的频发与十余年来地方国企与融资平台债务迅速上升的走势息息相关。2008年国际金融危机爆发之后,中国企业杠杆率激增。2007年底至2020年9月底,中国宏观杠杆率由145%上升至270%,其中非金融企业部门杠杆率由96.1%上升至164.6%。企业杠杆率在过去十多年的快速攀升,一方面反映了信贷资源配置效率显著下降,另一方面也意味着企业未来违约风险的上升。

其中,地方融资平台与地方国企的负债状况尤其令人担忧。例如,根据国际货币基金组织2020年10月发布的《全球金融稳定报告》的测算,中国大概75%的地方融资平台债务(大约26万亿人民币)没有能力按期还本付息(定义为净债务与盈利之比超过15倍,或者盈利为负)。此外,地方国企不能偿付的债务也高达10万亿元。

如此巨大的潜在风险并未迅速体现在地方国企的信用违约行为上。虽然近年来信用债违约事件已经屡见不鲜,但总体来讲,地方国企违约现象还不多见。因此,债券投资者倾向于认为,地方国企债券背后有地方政府的隐性担保,一旦地方国企债券有违约风险,地方政府就会介入进行协调以避免债券违约。迄今为止的信用评级也将这种隐性担保充分考虑进来,导致地方国企信用债信用评级普遍偏高,评级严重低估了地方国企债务违约风险。

2020年的一系列地方国企信用违约事件表明,刚性兑付及政府隐性担保幻觉最终是要破灭的。进一步地说,打破刚兑是以市场化方式化解公共部门债务风险的重要途径。

^① 数据来自国际金融协会(IIF),时间截止到2020年3季度。

由于债务规模巨大,2012年以来我国每年利息负担相当于增量GDP的1.5-2倍。在实体经济总债务中,企业债务占六成;在企业债务中,国有企业债务占比接近七成;而在国有企业债务中,近一半为融资平台债务。如果我们以私人部门(含居民部门、非国有企业部门)与公共部门(含中央政府、地方政府、国有企业和融资平台)来对杠杆率结构作一下划分,那么就会得出结论:公共部门债务大大超过私人部门债务,前者相当于后者的1.4倍。这与全球债务的结构恰恰相反:全球债务中公共部门债务占比远低于私人部门。由此看出,国内债务灰犀牛的风险很大程度上是公共部门债务风险。而如果政府仍以隐性担保方式扭曲风险定价,从而扭曲信贷资源配置,那么公共部门债务积累模式将会延续——公共部门仍将以更低的成本并且更便利地进行债务扩张,风险向公共部门集中的态势将会越来越严重,这才是政府不能承受之重。因此,允许国企或融资平台债务违约,是新发展格局下债务积累模式调整的重要方向。取消政府隐性担保,打破信用债的刚性兑付,推进风险定价的市场化是大势所趋。

当然也要注意,地方国企的违约可能引爆债务违约的雪崩行为,从而引发区域性甚至系统性风险,并对金融机构造成显著负面影响。因此监管部门与地方政府要把握好度,不能任由此类事件自发蔓延,而是要积极行动,避免债务违约现象演变为一场信用“雪崩”。一要通过修订完善《公司法》、《破产法》,推动新的相关立法,促进对债权人权益的保护,完善破产清偿制度,提升债券违约处置的法治化、市场化水平。二是严厉打击发债企业的恶意逃废债行为。三要对国企债券违约问题进行合理问责与追责。四要督促地方国企在宣布信用违约之前,与作为主要债权人代表的机构投资者(尤其是商业银行)进行及时、细致的沟通,力争取得债权人的理解与认可。五要在信用违约案例集中暴发,债市收益率显著上升并可能引爆系统性风险的情境下,进行及时干预。六要继续加强对机构投资者与个人投资者的投资风险教育,特别是要让投资者清楚,刚性兑付的格局必将被打破,而且正在被打破。

2. 地方政府债务风险持续积累

疫情冲击和宏观杠杆率攀升引发的风险也体现在地方政府债务风险的持续积累上。2020年地方政府债务增长了4.35万亿元,年末地方政府债务余额达到25.66万亿元,地方政府杠杆率达到了25.6%。从地方政府的这部分显性债务来看,债务规模和杠杆率并不算高,但近几年增速较快,尤其是2020年,地方政府杠杆率上涨了4个百分点。

不过,官方数据显著低估了地方政府债务的实际规模。低估的地方政府债务主要包括两部分:其一是由地方政府显性或隐性担保的地方融资平台债务,有不少被划入企业债务,但实质上应该算作地方政府债务;其二是过去几年地方政府通过PPP(政府与社会资本合作)新增的债务。特别是在应对疫情冲击的过程中,金融机构加大对实体经济支持,对地方政府隐性债务的化解力度有所减弱,为拉动基建投资所形成的新增隐性债务有所增加,地方政府隐性债务风险依然较大。2020年前11个月PPP项目投资总额同比上升了9.2%,扭转了2018和2019年连续两年负增长的局面。在积极财政政策支持“六稳”、“六保”的大环境下,需要警惕PPP项目可能加大地方政府债务风险。

在疫情冲击之下,还有诸多负向冲击推动地方政府债务风险进一步高企:第一,疫情冲击导致地方政府财政收入下降,还本付息能力进一步降低;第二,地方政府抗疫支出导致财政支出规模上升,财政赤字进一步扩大;第三,中央政府对房地产调控的持续使得地方政府预算外土地出让金规模下降,以及土地储备资产的抵押价值缩水。事实上,地方政府债务恶化也是导致前述地方国企信用债违约加剧的重要原因之一。未来一个时期内,地方政府债务、地方融资平台债务与地方国企债务三者将交织在一起,相互影响、相互强化,如何妥善化解地方政府债务风险将是未来的重大挑战。

3. 商业银行坏账风险上升

疫情冲击还放大了商业银行的坏账风险。2020年,为应对疫情冲击,并完成金融支持实体经

济和普惠金融的要求,商业银行普遍放松了风险监控要求,扩大了信贷资产的风险敞口。商业银行不良贷款率大幅上升,从2019年末的1.86%上升至2020年三季度末的1.96%。整体来看,我国商业银行不良贷款率并不算高,尚位于2%以下的安全区间;但从结构上看,城市商业银行和农村商业银行不良贷款率相对较高,尤其是农村商业银行的坏账风险更大。农村商业银行的不良贷款率从2019年末的3.9%上升至2020年三季度末的4.17%,三个季度增加了0.27个百分点,在已经很高的水平上又进一步上升。2020年出台的部分权宜性货币政策安排主要是为了应对疫情的短期冲击和维持企业生存而提供的流动性支持,并非对新增经济活动的融资。这部分贷款对于宏观经济稳定意义重大,但也必须做好部分企业在货币政策正常化时不能维持正常经营,从而使得贷款转化为商业银行坏账的准备。2020年,银保监会通过清收、核销、转让等多种形式,已处置不良资产3.02万亿元。处置力度前所未有,处置规模也是历年最高。银保监会预测,2021年银行坏账处置力度还可能加大。从抗疫需要及“六稳”与“六保”角度看,商业银行不良资产规模上升,是应对疫情冲击所必须付出的代价。因此,各方面对此要有思想准备,在不良率上升的情况下,守住不发生系统性风险的底线。

(二) 我国金融科技发展面临挑战

我国金融科技的发展在世界范围内处于第一方阵。在新冠肺炎疫情爆发之后,金融科技在保障金融服务供给方面发挥了不可替代的重要作用,显示了新技术在提升服务效率、降低服务成本等方面的强大力量。但是,我们需要冷静地看到我国金融科技发展面临的风险挑战。从国际视角看,疫情的爆发不仅推动了我国金融科技与数字经济的发展,也给全球各国的数字化转型按下了“快进键”,推动着世界各国政府和科技企业朝着支持数字优先和发展无接触式金融服务方向前进。从国内视角看,大型科技企业(BigTech)的迅猛发展既有提升金融供给效率和增强金融普惠性的积极效应,也带来了资本无序扩张、市场垄断加剧以及数据隐私与安全等诸多挑战。

1. 我国金融科技的优势与短板

在激烈的金融科技国际竞争中,我们应当冷静分析自身的优势与短板,沉着应对挑战。总体而言,我国的金融科技发展路径是将前沿技术不断应用于金融领域,通过建设各类移动金融服务平台,构建起政务、医疗、交通、旅游等众多便民生活场景,并围绕实体经济和人民群众的多层次金融服务需求,逐渐形成移动支付、信用、理财、消费金融、互联网保险等诸多数字金融服务业态。这些业态以人力资本投资为主,重在运用新一代信息技术对金融服务业实施流程创新,研发周期比较短,有利于我国企业实现“弯道超车”。

进一步分析,中国拥有全球最大的人口基数,由此形成超大规模的国内金融市场。长期以来,我国拥有一个以大银行为主导的金融结构,它在动员金融资源、助力经济赶超方面发挥了重要作用。但毋庸讳言,此类金融结构在金融服务普惠性、适应性和竞争力等方面亦存在明显短板,导致金融服务供给不平衡、不充分。换言之,超大规模市场中的庞大金融服务需求并没有得到有效满足,我国金融服务消费者对新型金融服务模式的接受程度远高于发达经济体。这就为新一代信息技术在金融服务供给方面的大规模应用和金融科技企业的高速成长提供了重大战略机遇。总体而言,市场需求的强力拉动是中国金融科技发展的主要优势所在。

与此同时也要看到,中国金融科技发展尚存在两块明显的短板:一是核心技术创新未能领先;二是基础制度建设有待健全。把自己的事情做好,尽快补齐这两块短板,是我国应对金融科技领域的竞争与挑战的治本之策。

中国金融科技发展中的核心技术创新仍明显落后于发达经济体。迄今为止,金融科技领域中的大多数新概念,如人工智能、哈希加密算法、云计算等均发源于美国,一批大型科技企业推动了美国底层基础技术的持续创新,推动科技与金融深度融合。而传统金融行业也纷纷积极谋求转型,不

断增强研发投入力度。仅摩根大通一家机构,2019 年的技术预算就高达 114 亿美元,而且多用于在机构内部实施具有颠覆性的“创造性破坏”。相形之下,中国金融科技领域的基础研发投入严重不足,人才供给亦难以满足需要,导致核心技术的创新速度较为缓慢。以人工智能技术为例:近年来,我国人工智能行业的融资频率及融资规模虽然持续走高,但资本主要流入各种人工智能应用场景,以追逐短期经济收益,研发所需的长期资金存在瓶颈;此外,我国人工智能领域的人才供应严重短缺,相关学科的高级人才培养,特别是基础理论人才培养也才刚刚起步。未来要把核心和关键技术创新置于现代化金融体系建设的核心,致力于实现金融科技发展的自立自强。这是我国金融科技高质量发展之本。

此外,与金融科技持续健康发展的要求相比,我国在基础性制度建设方面还有差距。特别是我国长期存在着金融压抑,市场竞争尚不充分,从而形成明显的制度性利差和高额的“租金”,导致企业家利用各种办法去钻制度的空子,寻求监管套利,分享垄断利润。可见,消除金融压抑,放宽市场准入,稳定创新预期是推动我国金融科技持续健康发展的又一重要前提。

2. 围绕大科技公司的防风险与反垄断工作任重道远

近年来,大型科技企业(BigTech)进军金融业并引领金融科技的发展,成为一个全球现象,我国也不例外。在审慎包容的监管环境之下,我国的大型科技企业凭借其在数据分析、客户网络体系等方面的独特优势,降低金融服务供给成本,提升金融服务可得性,并获得多个金融牌照,建立了综合性金融平台,实现了自身在支付、基金、信贷、保险、征信、理财等领域的快速扩张。但是,金融科技并未改变金融的风险属性。正如 Pan(2021)所言,由于金融科技跨界、混业、跨区域经营的特征,相关风险的扩散速度更快、波及面更广、溢出效应更强。不仅如此,BigTech 的快速发展也带来了赢家通吃、数据垄断与数据滥用、不正当竞争、监管套利、损害消费者权益、诱发系统性风险等多重隐患,不利于金融业的持续健康发展。

大科技公司发展带来的挑战概而言之主要是两点:一是防风险,二是反垄断。从防风险特别是从狭义的金融风险防范角度,有三方面问题值得关注。

第一,BigTech 的扩张常常伴随着其对数据资源的追逐和占有。一些企业通过抢占入口和渠道,大量汇集信息流、资金流、产品流,成为数据寡头。然而,将用户数据全部储存于网络基础设施上的数据寡头一旦发生网络安全问题,不仅会造成大量用户隐私外泄,也会对平台运营产生巨大的不良影响,使得信息泄露风险高度集中。无论是在互联网业务的运营流程,还是在后台的网络维护、技术管理等环节,任何技术漏洞和管理缺陷等都会导致整个业务系统瘫痪,进而影响机构的正常运营。特别是一些大型科技企业在小额支付领域占据主导地位,其运营状况影响广大公众利益,具备了重要金融基础设施特征。在金融科技大发展的背景下,掌握相关技术的机构有发展成新型“太大而不能倒”机构的潜在可能,一旦上述问题发生在该类机构,很可能导致系统性金融风险迅速传播,甚至发展成金融危机。

第二,在科技企业巨额研发投入的推动下,金融科技领域的技术创新和更迭速度显著加快,新技术转化为金融产品或在金融领域实现应用的周期大大缩短。而监管者可能无法以同样的高速率来更新知识库存,专业资源的配备也往往无法及时更新,这就导致金融科技创新规避监管的行为越来越多。

第三,BigTech 开展的业务类型种类繁多,既包括实业板块,也包括金融板块,有明显的混业经营特征。虽然这些企业强调自身的科技属性,但金融业务仍是其利润的重要来源。在 2020 年 9 月《国务院关于实施金融控股公司准入管理的决定》发布之前,监管部门缺乏从制度上隔离实业板块与金融板块的有效抓手,难以有效阻断风险的跨行业、跨市场传染。

从维护公平竞争、激发创新和保护消费者权益角度,围绕 BigTech 展开的强化反垄断和防止资

本无序扩张关系到一国经济的长远未来。在这方面,美国的经验教训值得深入总结。进入21世纪以来,美国的科技巨头利用技术上的优势将新兴小企业排斥在竞争之外,或使它们沦为自己的技术附庸。同时,美国的反垄断机构忽略了允许前沿企业收购潜在竞争对手的负面影响,进一步固化了巨型科技企业在产业中的话语权和强制力(董昀等,2020)。双重力量推动着数字技术释放出赢家通吃的巨大力量,使得技术领导者与落伍者的技术差距持续扩大。Bils et al. (2020)发现,进入21世纪以来,美国产业内全要素生产率的方差处于上升趋势,这表明技术扩散进程出现放缓迹象,从而导致美国经济整体生产率增长的持续放缓。美国众议院司法委员会下属反垄断小组委员会发布的《美国数字市场竞争调查报告》指出,近几十年美国初创型企业数量急剧减少,创业率(以初创企业与年轻企业占行业比重来衡量)由1982年60%降至2011年38%的历史低点,科技型初创企业融资数量由2015年的10000下降到2018年的6000多一点(Subcommittee on Antitrust, Commercial and Administrative Law of the Committee on the Judiciary, 2020)。越来越多的证据表明大型互联网平台企业已严重削弱美国经济的创新和创业潜能。

当前我国金融科技行业已经出现了市场集中度上升的势头,也存在着大型科技企业利用市场优势地位排斥同业经营者的现象。这些大型科技公司往往利用数据垄断优势,阻碍公平竞争,获取超额收益(郭树清,2020a)。这些企业获取垄断地位的主要方式之一是通过“烧钱”进行直接补贴或利用其它业务盈利进行交叉补贴等不公平竞争方式,抢占市场份额使自己成为“赢家”,然后再把其他竞争者打掉或兼并掉(Pan, 2021)。

另外,党的十九届四中全会已经将数据视为与劳动、资本、技术并列的生产要素,是经济发展的重要动力。大型科技公司实际上拥有大量数据的实际控制权,但现行法律尚不能准确界定数据财产权益的归属,导致客户数据被过度采集,客户隐私受到侵犯;数据资源的产权界定和保护工作难以适应数字经济大发展的需要。

3. 欧美数字规制给我国大科技公司的冲击

2020年12月15日,欧盟委员会发布《数字服务法》和《数字市场法》。两个法规涉及数字经济“超大型平台”、垄断、数据共享与数据安全、金融合规、国家数字主权、国际标准等问题,引发国际社会高度关注。无独有偶,2020年10月6日,美国众议院司法委员会下属反垄断小组委员会正式颁布《数字市场竞争调查报告》。这是自美国电信业市场反垄断调查后近几十年来,美国国会首次重启的大型反垄断调查,一方面在为美国的数字新规“预热”,另一方面也提示了拜登政府实施大科技公司监管的方向。欧美动作频频,旨在为数字市场竞争建立新标准,下出先手棋;某种程度上,是要在规则层面形成与我国大科技公司的竞争优势,以防我国在该领域的“弯道超车”。

欧美新规一旦出台以及可能通过联手形成全球数据治理标准,对我国大科技公司发展将可能带来严重冲击。特别是在数据采集(包括人脸识别)、集中、交易、应用等方面的不合规,以及底层技术不过关的情况下,我国大科技公司原有的竞争优势就可能在数字新规下难持保持,从而完全被束缚在本土,无法参与国际竞争,甚至不得不从原本占据一席之地的国际市场上回撤。

面对国内外不断变化的形势,我国金融科技发展取向将是构建公平竞争、平等准入和公正监管的市场环境,在守牢防风险底线和有效保护公众权利的前提下,弘扬企业家精神,促进资本合理扩张,激发创新活力,增强我国金融科技企业的国际竞争力。

一要通过法律法规的完善,明确平台企业垄断认定、数据收集使用管理、消费者权益保护等领域的基本规则,坚决破除垄断,依法保护各类交易主体利益,推动完善数据流转和价格形成机制,为企业家精神的涌流和“创造性破坏”的实现提供制度保障。2021年2月《国务院反垄断委员会关于平台经济领域的反垄断指南》(下文简称《指南》)的出台是我国在建立法治化、规范化平台监管规则体系方面迈出的重要一步。《指南》体现了决策者通过强化反垄断和防止资本无序扩张,致力于

降低市场进入壁垒,营造开放包容的发展环境,充分激发市场主体创新活力和发展动力,提高我国平台经济整体国际竞争力,是贯彻落实创新发展理念的重大举措。

二要加强规制,扩大监管覆盖范围,提升监管能力,把金融科技的跨部门监管协调作为重中之重,力争做到监管全覆盖,并通过有中国特色的“监管沙盒”创新,探索监管部门、金融机构、科技企业的良性合作与试点机制。特别要坚持所有金融活动必须依法依规纳入监管,坚持金融业务必须持牌经营,强化对大型科技企业的监管,防范其利用大数据对消费者进行误导或歧视。

三要重视金融消费者保护与教育。要明确四类问题“保护谁”,即辨别弱势金融消费者、普通金融消费者和高端金融消费者,以及“正常金融消费者”与“恶意金融消费者”;“保护什么”,即对金融科技各类场景中的消费者权益,进行更细致的分析;“由谁保护”,即明确多部门、多主体的协同推动;“怎样保护”,即从制度和技术两个层面着手,并树立制度重于技术的理念。

(三) 全球流动性充裕带来的冲击

在 2008 年国际金融危机爆发之后,世界主要经济体陷入长期停滞,对央行货币政策构成持久的挑战。为了将世界经济拉出衰退泥潭,各主要中央银行纷纷创造出大量流动性,并实施超低利率政策。虽然在 2016-2018 年美国的经济一度接近复苏,但 2019 年全球经济增长再度放缓,致使各国央行放弃货币政策正常化的打算,重新祭出扩张资产负债表和降低利率的办法刺激经济增长。根据 Snoy et al. (2019) 的估算,截至 2019 年底,美元等主要货币的长期利率远低于未来预期短期利率的平均水平,而且十年期的长期利率中的长期溢价仍然为负。这在历史上是罕见的,表明全球流动性极为充裕。

2020 年初爆发的新冠肺炎疫情,无疑使得宏观经济波动进一步加剧。为应对疫情冲击,以美国为首的发达国家普遍采取了宽松的货币政策和力度较大的财政刺激政策,两种政策工具相互协调、密切配合:中央银行采取量化宽松、前瞻指引、负利率等非常规货币政策,向市场注入大量新的流动性,将基准利率降至低位,并设法控制国债收益率曲线,从而降低国债的利息支付成本,增强扩张性财政政策的可持续性。扩张性非常规货币政策持续施行的一个直接后果是央行资产负债表的急速扩张:如图 2 所示,美联储资产负债表中总资产规模前所未有地从 2019 年底的 4.38 万亿美元骤增到 2020 年 12 月底的 7.32 万亿美元,扩张了 1.78 倍,规模达 3 万亿美元;而同期欧洲央行和日本央行资产负债表中的总资产规模也分别扩张了 1.64 倍和 1.29 倍,总规模均达到历史最高水平。央行资产负债表规模是测度官方流动性的重要指标,全球主要央行的快速扩表意味着 2020 年全球的官方流动性供给极为充裕。由于美元、欧元和日元在国际货币体系中占据主导地位,美、日、欧央行资产负债表的持续扩张使得全球政策利率持续在低位运行。就 2020 年的总体情况来看,日本和欧元区短期政策利率依然为负值,美联储的联邦基金利率降为 0-0.25% 区间,发达经济体的国债收益率也已降至极低水平。

需要注意的是,从 2020 年底开始,美国国债收益率越来越陡峭,无风险利率大幅上扬:2021 年 1 月 6 日,十年期国债收益率超过 1%,1 月 8 日至 1 月 13 日已连续五天突破 1.1%,系 2020 年 3 月以来的首次。投资者心理预期变化导致的强烈反应是导致美国国债收益率此轮上涨的关键。一方面,投资者预期拜登政府将会尽快推出规模达数万亿美元的天量经济刺激计划。在经济衰退期,大规模的财政支出必然意味着大规模的政府债务,而大规模的政府债务必然需要大规模的国债发行来支撑。另一方面,疫苗研发的进展和通胀率的回升使得投资者预期美联储可能提前缩表,减少国债购买。国债发行增加和购买减少这两类因素加总,导致投资者抛售美国国债,从而导致国债价格下跌,收益率上升。无风险利率的上扬既可能导致美国股市估值下跌,限制股市市盈率上升的空间,同时也增加了国债的利息成本,使得主权债务风险加大。

为了配合扩张性财政政策的施行,避免无风险利率过快上升,预计美联储货币政策仍将保持宽

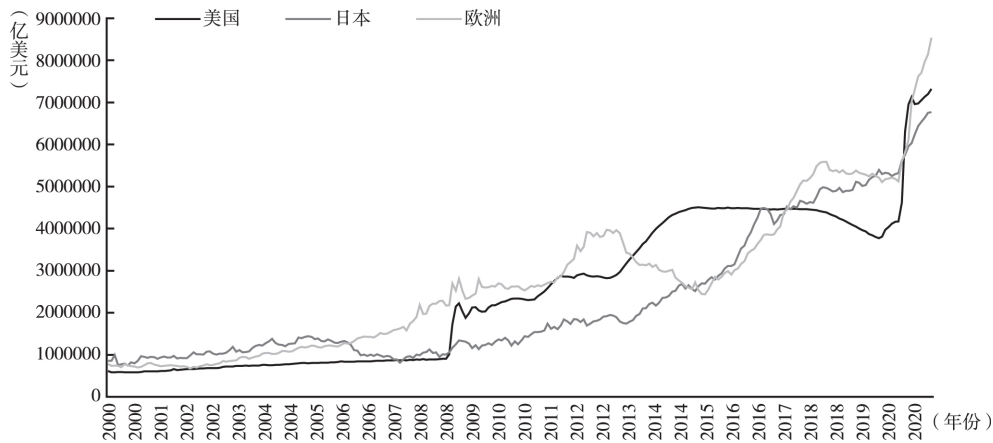


图2 全球主要央行资产负债表规模的变化

数据来源: CEIC 数据库。

松态势,零利率和量化宽松政策仍将持续一段时间,在美国经济全面复苏之前不会过早退出。美联储2020年9月通过的新版政策指南强调,在通货膨胀率升至2%目标水平之前,利率将保持在接近零的水平上。而且,美国的通胀目标制也从锁定2%的绝对通胀目标制转变为有弹性的平均通胀目标制,略高于2%的通胀率亦可以被容忍。美联储主席鲍威尔也于2021年1月重申,美国经济远未复苏,每月购买1200亿美元的国债及抵押贷款支持证券计划将继续实施,不会过早削减资产购买计划。美联储政策的连续性将使得国债收益率上涨的幅度有所减弱,但由此带来的流动性充裕和通货膨胀抬头风险将会加大。一旦通胀率超预期过快上升,美联储将无法有效控制国债的利息成本,美国债务的可持续性将难以保证。此外还要注意,尽管美联储全力降低政府发债的利息成本,但市场普遍预期,疫情防控、疫苗研发进展等新的不确定因素仍可能推动美国国债收益率进一步上升,2021年可能超过1.5%。我们需要高度关注由此引发的美国股票市场价格大幅波动,以及美元升值等可能出现的新风险点。

预计中国宏观政策将保持连续性、稳定性,不急转弯,十年期国债收益率可能围绕3.0%做双向盘整。如此一来,中美之间的利差虽仍较大,但可能趋于收窄。这可能导致短期资本流动方向发生变化。国际资本流动的加剧使得国内金融系统更多地受到国际资本市场价格和流动性变化的冲击。最为重要的是,大量短期资本涌入我国的主要目的是套利;一旦国内外经济形势发生新的变化,短期资本流动的方向亦会随之改变,资金大进大出的风险不容忽视。短期资本大规模流出与人民币汇率贬值预期可能相互加强形成恶性循环,使得政策利率被动提高,从而对经济增长和金融稳定产生抑制作用,导致重大风险的爆发。

三、新发展格局与新金融

《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五远景目标的建议》(下文简称《建议》)的核心要义体现在三个“新”上,也即新发展阶段、新发展理念与新发展格局。所谓新发展阶段,是指“十四五”时期是在全面建设小康社会之后开启全面建设社会主义现代化国家新征程的起步期。所谓新发展理念,是指创新、协调、绿色、开放、共享五大理念。所谓新发展格局,是指构建以内循环为主体、内外循环相互促进的双循环新发展格局。《建议》中蕴含了丰富的金融方面内容,其中贯穿了金融改革与发展要为构建双循环新发展格局服务的思想。

我们可以从构建以内循环为主体的新发展格局、构建内外循环相互促进的新发展格局这两个层面来深入理解新金融与新发展格局之间的关系。

(一) 金融促进国内大循环

改革开放四十余年来,中国金融体系取得了长足进展。然而近年来,金融发展似乎与实体经济的发展有所脱节,造成了所谓的金融“脱实入虚”、“金融空转”、系统性金融风险上升等问题。我们认为,造成这些问题的根源,在于实体经济结构性改革的进展不尽如人意,这进而会造成两个问题:第一,实体改革进展迟滞将会造成实体投资回报率低,而金融改革进展迅速将会造成金融机构混业经营加剧与大量流动性追逐高收益。因此实体改革与金融改革的节奏错配将会导致金融资源不愿意流入实体经济,而停留在金融部门内部追逐高收益,这是造成脱实入虚、金融空转与系统性金融风险上升的根源(张明等 2017);第二,实体改革进展迟滞本身就可能致金融领域出现资源错配的格局。如图 3 所示,2007 年至 2019 年,中国劳动生产率增速由 13.7% 下降至 6.2%,劳动生产率的放缓在一定程度上体现了实体改革进展的迟滞^①。同期内,中国宏观杠杆率则由 145.0% 上升至 245.4%,上升超过 100 个百分点,这一方面反映了金融资源驱动经济增长能力的下降,另一方面则反映了系统性金融风险的上升。

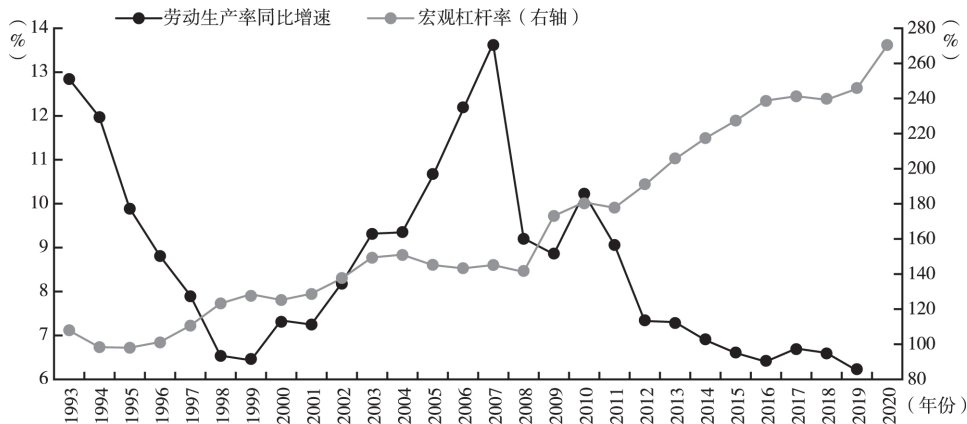


图 3 实体改革迟滞与金融资源错配并存

注:宏观杠杆率为中国政府、居民、非金融企业三部门债务之和占 GDP 的比率。
数据来源:Wind,国家资产负债表研究中心(CNBS)。

从金融角度来构建以内循环为主体的新发展格局,就必须让金融更好地为实体经济服务。这意味着至少要做好如下工作:一是维护金融安全,守住不发生系统性风险的底线;二是推动金融、房地产与实体经济均衡发展;三是通过大力发展直接融资市场来缓解中小民营企业融资难、融资贵问题;四是通过健全社保体系与发展多层次养老保险市场来缓解人口老龄化冲击。

1. 守住不发生系统性金融风险的底线

自 2008 年国际金融危机爆发以来, M2/GDP 比率与中国宏观杠杆率快速攀升。如图 4 所示,2008 年至 2020 年,中国 M2/GDP 比率由 148.8% 上升至 215.2%,中国宏观杠杆率由 141.2% 上升至 270.1%。分部门来看,中国宏观杠杆率的上升主要归因于非金融企业部门杠杆率的过快攀升。M2/GDP 比率的快速攀升意味着货币驱动增长效率不断下滑,而宏观杠杆率

^① 另一个可以反映实体改革进展迟滞的数据是,根据国家信息中心祝宝良的估算,在 2009 年至 2019 年期间,全要素生产率对 GDP 增长的贡献仅为 2.0 个百分点,显著低于 2002 年至 2008 年期间的 4.4 个百分点。见祝宝良(2020)。

的快速攀升则意味着债务驱动增长的效率不断下滑。此外,高企的杠杆率也意味着系统性金融风险的累积与上升。

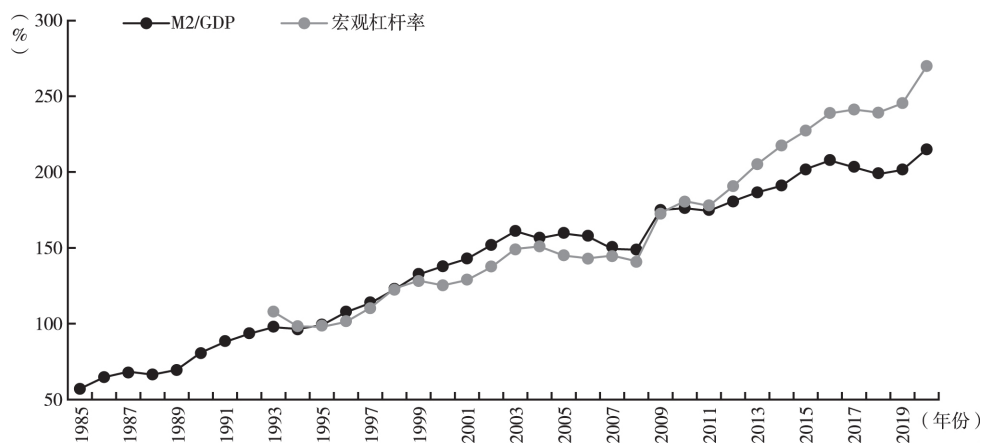


图4 中国的 M2/GDP 与宏观杠杆率

注:宏观杠杆率为中国政府、居民、非金融企业三部门债务之和占 GDP 的比率。
数据来源:Wind 数据库。

在党的十九大提出的三大攻坚战中,脱贫与全面建设小康社会已经顺利实现,而防控系统性金融风险与推进节能环保依然任重道远。中国系统性金融风险主要表现为房地产相关风险、地方政府债务相关风险以及中小金融机构相关风险(魏伟等 2018)。要防范化解系统性风险,既要有系统性的风险缓释方案,也要有预防性前瞻性的危机应对预案。作为一个仍在快速增长的发展中经济体,中国政府仍应坚持在经济增长过程中化解金融风险的策略,要努力避免把经济增长与防范化解金融风险两者割裂开来的做法。在防范化解系统性金融风险的过程中,分部门根据具体情况出台不同措施进行风险缓释固然重要,但更重要的是防范系统性风险在不同部门之间的轮转或传染(张明 2020)。

2. 推动金融、房地产与实体经济均衡发展

迄今为止,相对于其他行业而言,金融行业与房地产行业呈现出过度发展的趋势,这两个行业的高利润意味着其他行业的利润率将受到挤压。如图 5 所示,2006 年至 2016 年,中国金融业增加值占 GDP 的比重由 4.4% 快速攀升至 8.0%。在 2016 年与 2017 年,中国金融业增加值占 GDP 的比重甚至超过了全球金融业最发达的美国,这说明中国金融业发展有些“虚火过旺”。在 2016 年,中国金融业增加值与房地产增加值之和占 GDP 的比重达到了 14.3% 的峰值,这个指标在全球主要大国中排名靠前,形象地说明了脱实入虚与金融空转的问题。

《建议》强调要推动金融、房地产同实体经济均衡发展,这是一个全新的提法。在过去,我们不是把房地产纳入实体经济范畴,就是把房地产纳入虚拟经济范畴,或者把房地产行业的不同组成部分分别纳入实体经济与虚拟经济范畴。如前所述,脱实入虚与金融空转,都与实体改革与虚拟改革的节奏错配有关。《建议》把房地产与金融、实体经济三者相提并论,反映了对房地产市场的高度重视。房地产于居民而言,居者有其屋,这是百姓立足之地,同时也是居民最重要的财产;房地产于政府而言,是地方发展的龙头,是土地财政的基础;房地产于银行而言,是重要的抵押物,是信贷投放的“好”领域。正因为如此,房地产将金融与实体经济紧密“连接”在一起,起到了枢纽的作用。

银保监会主席郭树清指出,房地产风险是中国金融体系面临的最大的“灰犀牛”(郭树清,

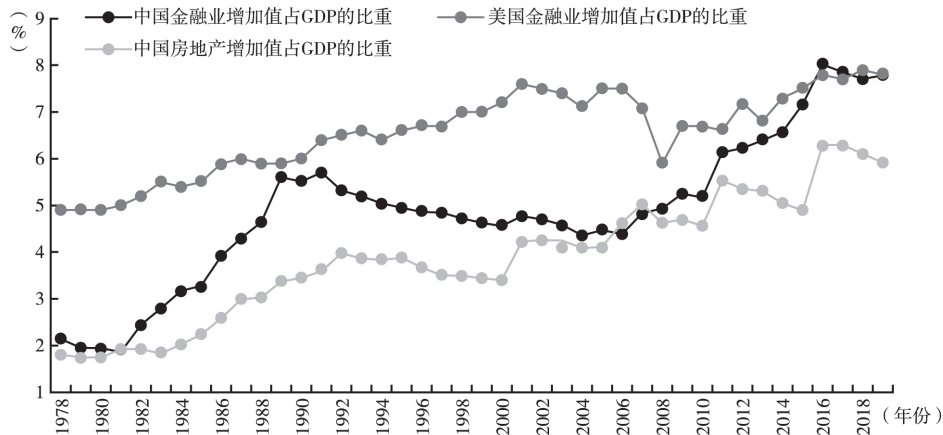


图 5 中国金融业增加值占 GDP 比重上升过快

数据来源: Wind 数据库。

2020b)。事实上,从 2017 年年底至 2018 年年初,中国政府关于房地产的调控思路已经成型并且会长期延续。“房住不炒、因城施策、构建房地产调控长效机制”这一调控思路经历了中美经贸摩擦与新冠疫情冲击两次重大负面冲击考验,而中国政府并未因为增长速度放缓而显著放松房地产宏观调控。未来,如何在风险可控的前提下逐渐消化掉房地产市场的泡沫与风险,将是政策当局面临的重大考验。

2020 年 12 月召开的中央经济工作会议指出,要解决好大城市住房突出问题。根据此次会议精神,我国将继续坚持房子是用来住的、不是用来炒的定位,因地制宜、多策并举,促进房地产市场平稳健康发展。在这一总基调之下,我们可以从供求两侧双管齐下,推进一系列体制改革举措:从供给侧看,一要使市场在土地资源分配中发挥决定性作用,推进城乡土地同权化和土地资源分配市场化,主要依靠市场机制调节城市土地及空间资源配置,放宽农地入市限制,探索建立全国性城乡建设用地增减挂钩政策,切实缓解大城市住房建设用地供给不足的局面。二是更好发挥政府作用,加快建立多主体供给、多渠道保障、租购并举的住房制度,培育和维护统一开放、充分竞争的房地产市场,使得住房供给的增长与城市常住人口的动态变化相适应。从需求侧看,一要稳妥推进房地产税立法,建立运用税收杠杆调节房地产市场运行的长效机制,抑制投机性需求过快增长;二要改革住房公积金制度,更好发挥公积金在降低购房成本,保障住房刚需方面的积极作用。具体地说,就是要通过提高住房公积金统筹层次,增强各地区之间住房公积金的融通,提高资金收益率,在此基础上积极稳妥探索在我国建立住房保障类政策性银行的可行性和操作路径,从根本上提升资金使用效率。

在多种类型的住房类型之中,租赁住房的发展值得特别关注,将是解决大城市住房问题的重要抓手。2020 年中央经济工作会议强调“要高度重视保障性租赁住房建设,加快完善长租房政策,逐步使租购住房在享受公共服务上具有同等权利,规范发展长租房市场”。此外,会议还提到促进租赁住房建设的三方面建议:一是土地供应要向租赁住房建设倾斜;二是探索利用集体建设用地和企事业单位自有闲置土地建设租赁住房;三是降低租赁住房税费负担、整顿租赁市场秩序、对租金水平进行合理调控。中国房地产市场的住房自有率很高,而保障性租赁住房(公租房)则是很多发达经济体(例如德国与新加坡)用以解决居民住房问题的关键抓手。租赁住房在中国大城市一直发展不起来,主要有两大障碍。其一是承租人的相关权利得不到保障;其二是承租人不能获得与住房相挂钩的公共服务。2020 年颁布的《民法典》对承租人的相关权利进行了更加完善的保护。如果

能有相应制度让承租人能够享受到与住房所有人在公共服务上的同等权利,这将极大地促进租赁住房的发展。

3. 大力发展直接融资

中小民营企业融资难、融资贵现象已经成为中国金融体系长期面临的一大挑战。造成中小民营企业融资难、融资贵的原因众多,但最根本的一个原因在于,中国金融市场结构过度依赖银行间接融资,而银行融资从本质上就更加偏向于信用记录更长、更能提供足额抵押品的大企业。如图6所示,2002年至2020年,各类新增贷款占新增社会融资总额的比重虽然已经由96.4%下降至53.6%。相形之下,新增非金融企业境内股票融资占比同期内却由3.1%下降至2.6%,十余年来股权融资占比本来就很低,而且还不升反降;同期内企业债券融资占比由1.8%上升至12.8%,显著上升,但依然落后于发达经济体水平。换言之,直接融资比重过低,是造成中国中小民营企业融资难、融资贵的深层次原因。

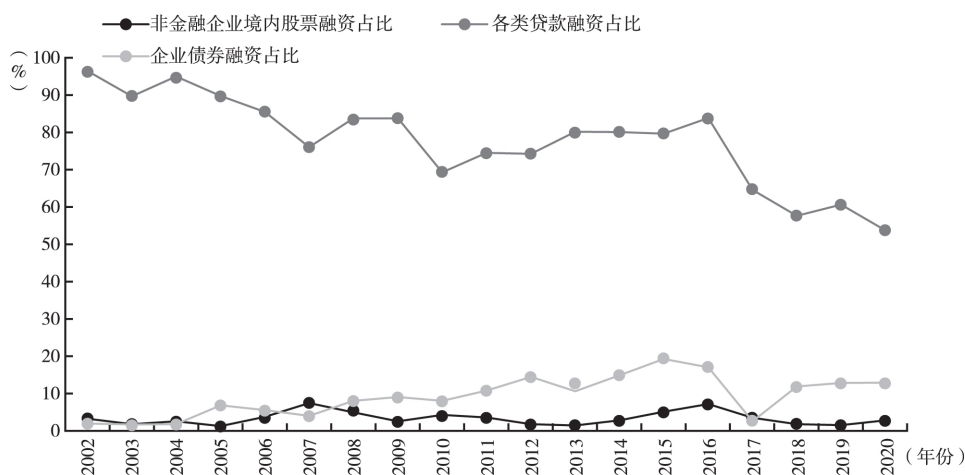


图6 每年新增社会融资总额中的结构占比

注: 各类贷款包括人民币贷款、外币贷款、委托贷款与信托贷款。

数据来源: Wind 数据库。

中国股市长期以来未能随着宏观经济增长而相应成长,未能很好地发挥宏观经济晴雨表与资源配置功能。造成上述现象的根本原因,是中国股市面临着一系列体制机制的障碍,其中,注册制与退市制度是两项最重要的根基性制度(黄奇帆,2020)。迄今为止,仅有最晚开板的科创板实施了股票发行注册制,而各板块尚未建立常态化退市机制。《建议》中指出要全面实施注册制与建立常态化退市机制,可谓直面中国股市体制机制改革的两大重要问题。如果股权市场与债券市场(尤其是高收益债券市场)能够获得长足发展,那么就能有效降低具有较强竞争力的中小企业(尤其是高科技企业)的融资难度与融资成本。

4. 健全社保体系与发展多层次养老保险体系

在2003、2004年至2010年期间,中国人口结构已经达到刘易斯拐点。从2010年起,中国的工作人口占总人口比例由上升转为下降。在未来20年内,中国将会迎来人类历史上最快速的一次老年化进程。到2050年,中国人口的中位数年龄将达到50岁左右。人口老龄化可能导致未来传统的现收现付(pay as you go)式养老金体系难以为继,中国亟需发展多层次、多支柱养老保险体系。

当前我国正在建立完善由基本养老保险、企业补充养老保险、个人储蓄性养老保险和商业养老保险共同参与的“三支柱”社会养老保险体系,但现实状况是,“三支柱”养老保险体系的发展存在

严重的不平衡现象,作为第一支柱的基本养老保险一枝独大,第二支柱和第三支柱规模都很小。尤其是第三支柱的占比几乎可以忽略不计。要促进第二支柱与第三支柱的快速发展,首先需要政府提供更大力度的税收优惠支持,其次要提高年金管理与商业保险运营机构的产品创新能力与投资管理能力。

(二) 金融促进国际国内双循环

要从金融角度来构建内外循环相互促进的新发展格局,至少应该做好如下工作:一是推动金融市场双向开放;二是稳慎推进人民币国际化;三是力争做到金融基础设施自主可控;四是加快推动绿色金融发展。

1. 推动金融市场双向开放

自中国政府在 2020 年下半年提出以构建国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的双循环新发展格局后,国内外存在一种错误看法,即中国政府从此将关起门来搞发展。这其实是对双循环新发展格局的一种狭隘的理解。我们认为,在双循环新发展格局中,内循环固然重要,但外循环同样重要。我们固然需要“以改革促开放”,同样也要“以开放促改革”。尤其值得重视的,是国际循环可以从多个层面来提升国内循环的效率,例如引入国际先进发展理念、技术与管理,引入竞争,为国内投资者提供更加多元化的投资选择等。

事实上,近年来,中国政府显著加快了国内金融市场的开放步伐。例如,2019 年 9 月,中国央行取消了 QFII 与 RQFII 的投资额度限制。又如,到 2020 年底,中国政府已经放开了大多数金融机构的外资持股比例限制。再如,2021 年 2 月初,中国人民银行与银保监会、证监会、外汇局、香港金管局、香港证监会与澳门金管局签署了“跨境理财通”谅解备忘录。这意味着证券项下双向的资本流动有望进入新的发展阶段。国内金融市场加快开放有助于显著提升中国金融市场的竞争力与效率。

当然,可能随金融开放而来的是潜在金融风险的上升。例如,在 2020 年,由于中外利差显著拉大,导致大量短期资本流入中国债市与股市,一方面推动了资产价格上涨,另一方面也推动了人民币显著升值。在未来,如何防范短期资本大进大出及其带来的潜在风险,是中国央行面临的重大挑战。

2. 稳慎推进人民币国际化

《建议》指出,稳慎推进人民币国际化,坚持市场驱动和企业自主选择,营造以人民币自由使用为基础的新型互利合作关系。过去的常用表述是稳步推进人民币国际化。“稳慎”与“稳步”相比,前者似乎更为谨慎,对潜在风险更加重视。

在 2009 年至 2017 年间,中国可谓经历了人民币国际化的一轮完整周期(图 7)。在上一个周期内,人民币国际化在较大程度上受政府政策推动,中国政府采取了鼓励跨境贸易与直接投资的人民币结算、大力发展以中国香港为代表的离岸人民币金融中心、中国央行与其他央行签署双边本币互换的“三位一体”策略。在上一个周期内,人民币升值预期、境内外利差变化、中国国内系统性金融风险的变化在很大程度上决定人民币国际化进程的快慢。

在从 2018 年开始的新周期里,中国政府采取了发展大宗商品交易以人民币计价、加快向外国机构投资者开放国内金融市场、大力培育境外非居民对人民币的真实需求的新“三位一体”策略(张明和李曦晨 2019)。未来的人民币国际化将以培养境外对人民币的真实需求为基础,人民币国际化进程将更多呈现出市场供求驱动的特征。中国政府将会鼓励人民币在东亚产业链与“一带一路”沿线的广泛使用,并通过向境外投资者开放国内金融市场来提供更广、更深、更富流动性的人民币计价金融产品。RCEP 的签署将为人民币国际化提供新的动力。如何在 RCEP 区域内推进人民币国际化,值得深入研究。

3. 保持金融基础设施自主可控

在维护金融安全方面,特别值得指出的是要保障中国金融体系基础设施的安全,尤其是支付清

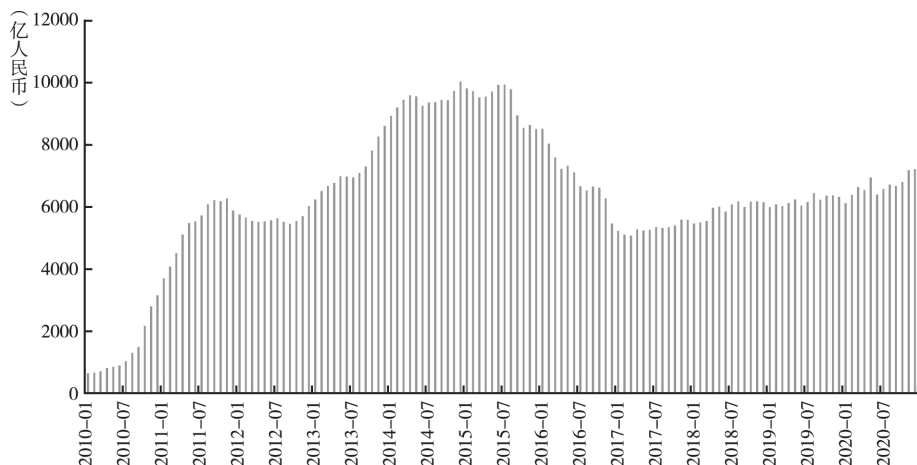


图7 香港市场人民币存款余额的波动

数据来源: Wind 数据库。

算体系的安全。迄今为止,全球跨境支付清算在很大程度上依赖于纽约清算所银行同业支付系统(Clearing House Interbank Payment System, CHIPS)以及环球同业银行金融电讯协会(Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunications, SWIFT)。这两个体系在不同程度上受到美国政府的控制或影响。在针对伊朗的金融制裁中,美国政府就将伊朗政府、金融机构与企业排除在CHIPS与SWIFT之外。在未来可能发生的中美经贸摩擦中,不能完全排除美国政府再次打这张牌的可能性。

为此,中国亟待建设自己主导的跨境支付清算体系,不能在这一关键领域完全受制于人。中国人民银行批准设立的人民币跨境支付系统(Cross-border Interbank Payment System, CIPS)在2015年10月成功上线。截至2019年末,CIPS系统业务已经覆盖了167个国家和地区的3000多家银行法人机构,“一带一路”沿线已有59个国家和地区的1017家法人银行机构通过CIPS系统办理业务^①。虽然CIPS的发展要做到与CHIPS和SWIFT相提并论,还尚需时日。但作为中国政府主导的国家级金融市场基础设施,CIPS的建设至关重要且值得期待。在构建非美国政府主导的跨境金融支付清算体系方面,中国与欧盟、英国、日本等发达国家以及新兴市场国家之间存在很大的合作空间。2021年1月16日,SWIFT联手中国人民银行清算总中心、跨境银行间支付清算有限责任公司、央行数字货币研究所和中国支付清算协会在北京成立了金融网关信息服务有限公司。这一跨国合作的新动向值得关注与期待。

4. 加快推动绿色金融发展

2020年9月22日,习近平主席在第七十五届联合国大会的一般性辩论上指出,“中国将提高国家自主贡献力度,采取更加有力的政策和措施,二氧化碳排放力争在2030年前达到峰值,努力争取在2060年前实现碳中和”。2020年12月12日,习近平主席进一步在气候雄心峰会上指出,“到2030年,中国单位GDP二氧化碳排放将比2005年下降65%以上,非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右,森林蓄积量将比2005年增加60亿立方米,风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上”。习主席的上述表态是中国作为一个负责任大国对全球命运共同体的庄严承诺。

^① 以上数据引自CIPS官方网站 http://www.cips.com.cn/cips/_2664/_2708/33604/index.html。

然而,要在 2060 年前实现碳中和,的确是一个艰巨挑战。要实现这一目标,一方面需要各地统筹推进(有条件的地区率先达标、先进地区帮助后进地区)^①,另一方面也需要金融市场的支持与推动。如何大力发展绿色金融,通过绿色信贷、绿色债券、绿色基金、绿色保险、绿色信托、绿色租赁等工具来促进环境保护与治理,将是十四五时期乃至未来四十年内中国金融体系持续面临的任务。

四、2021 年展望与政策建议

(一) 2021 年经济金融形势展望

2019 年中国 GDP 增速为 6.1%。2020 年四个季度中国 GDP 同比增速分别为 -6.8%、3.2%、4.9% 与 6.5%, 全年 GDP 增速达到 2.3%。我们认为,2021 年中国 GDP 增速有望达到 8% 上下。这一方面是因为中国经济将会延续 2020 年的复苏态势、继续回归潜在增速;另一方面则是因为 2020 年的基数效应较低。考虑到 2020 年中国经济增速呈现出前低后高的格局,2021 年中国经济增速很可能是前高后低。在 2021 年第一季度,受基期效应影响,GDP 同比增速可能高达 15% 左右。而到了 2021 年第四季度,GDP 同比增速可能回归至 6% 上下。

2020 年中国 CPI 月度同比增速由 1 月份的 5.4% 显著下降至 11 月份的 -0.5%,12 月份略回升至 0.2%。CPI 增速快速下降的主要原因是猪肉价格增速的回落。2020 年全年中国 CPI 增速达到 2.6%。在 2020 年,中国 PPI 月度同比增速有 11 个月为负,但 PPI 月度同比增速已经由 2020 年 5 月的 -3.7% 回升至 12 月的 0.4%。我们认为,在 2021 年,中国 CPI 增速可能在 2% 上下,PPI 增速将会转负为正,增速最终在 1% 左右。

2021 年,预计财政政策的扩张程度较 2020 年有所下降。一是中央政府财政赤字占 GDP 比率将会由 2020 年的 3.6% 下降至 3.1%-3.2% 左右。二是中央政府可能不会继续发行抗疫特别国债。三是新增地方专项债规模可能稳定 2020 年的水平上(2020 年为 3.75 万亿元)。这意味着,财政政策事实上将会出现边际紧缩。在 2021 年,预计货币政策将会继续维持稳健中性的基调。在财政政策将会边际紧缩的前提下,考虑到经济复苏过程尚不稳固,预计货币政策不会继续按照 2020 年下半年的节奏继续收紧,而是大致保持在目前的水平上。我们预计,2021 年准备金率变动的概率不大,利率上调的可能性大于下调的可能性,但上调的空间不会太大。在 2021 年,M2 增速将会继续稳定在 10% 左右,基本上等于 GDP 增速加上通货膨胀率^②。

我们对 2021 年中国股市的走势较为乐观。一方面,宏观经济的回升使得 2021 年的经济增速将远高于 2020 年,经济的复苏也会使得企业的基本面不断改善,这会提高投资者的风险偏好;另一方面,房地产调控政策的延续性也会使得存量投资资金从房地产市场向股票市场轮动。此外,中国经济的较快增长以及境内外较宽的利差也会导致更多的外国资金流入中国股市。相比于估值已经很高的小盘股(尤其是创业板股票),我们更加看好估值偏低、基本面稳健、机构投资者更加偏好的蓝筹龙头股。

2021 年利率债市场走势存在不确定性,信用债市场则可能出现更大规模的违约。目前中国 10 年期国债收益率在 3.2% 上下,显著高于 CPI 增速(12 月份为 0.2%) 以及核心 CPI 增速(12 月份为 0.4%)。相比之下,美国目前的核心 CPI 增速在 1.6% 左右,而 10 年期国债收益率仅为 1.0%。我

^① 2020 年 12 月的中央经济工作会议提出了做好碳达峰、碳中和工作的三项具体任务:第一,要加快调整优化产业结构、能源结构,推动煤炭消费尽早达峰,大力发展新能源,加快建设全国用能权、碳排放权交易市场,完善能源消费双控制度;第二,要继续打好污染防治攻坚战,实现减污降碳协同效应;第三,要开展大规模国土绿化行动,提升生态系统碳汇能力。

^② 2020 年 12 月的中央经济工作会议指出,“稳健的货币政策要灵活精准、合理适度,保持货币供应量和社会融资规模增速同名义经济增速基本匹配,保持宏观杠杆率基本稳定”。

们认为 2021 年中国 10 年期国债收益率继续上升的空间不大。如果经济增长不及预期,货币政策的边际放松可能导致 10 年期国债收益率显著回落。在 2020 年底,中国国内出现了一波地方国有企业债违约的浪潮。在 2021 年,预计企业信用债市场将会出现更多的违约,中小地方投融资平台、中小开发商、地方国有企业可能是信用债违约的重点群体。

2021 年,人民币兑美元汇率可能围绕 6.4-6.5 的中枢水平呈现出双向波动的格局。2020 年,人民币兑美元先贬后升。2020 年 6 月初至今,人民币兑美元升值幅度超过 8%。考虑到美国经济增速从 2020 年下半年起已经开始复苏,预计中美利差很难继续拉大,这意味着人民币兑美元的单边快速升值趋势很难延续。此外 2020 年下半年人民币有效汇率的升值在经过一段时滞后也将对中国出口增速造成负面影响。为了抑制人民币汇率的过快升值,近期中国央行也采取了一些相应措施(例如取消商业银行远期售汇的风险准备金、淡出逆周期因子等)。综合考虑,人民币兑美元汇率将由单边快速升值重新转为双向波动。

2021 年,中国房地产市场将会继续延续 2018 年以来的基调。中国政府将会继续坚持房住不炒、因城施策、构建房地产调控长效机制的宏观调控思路。这一思路经历了中美经贸摩擦与新冠疫情爆发两次冲击,并没有发生根本改变。在这一调控思路之下,中国各线房地产市场将会呈现出价格基本稳定、成交量维持在较低水平的格局。一二线与三四线城市之间的房价表现将会加剧分化,房地产行业的集中度未来有望持续提高。这就意味着,未来三四线城市的中小房地产开发商会面临较大的经营风险。

(二) 相关政策建议

首先,保持宏观政策的连续性、稳定性、可持续性,不急转弯。考虑到迄今为止的经济复苏并不稳固、呈现出不平衡的复苏特征,2021 年中国政府仍应实施较为宽松的财政货币政策组合,避免宏观政策的过快收紧冲击来之不易的经济复苏。在 2020 年,经济增长的主要引擎是房地产投资、基建投资与出口,相比之下,消费与制造业投资依然增长乏力。中国经济复苏呈现出生产端复苏显著好于需求端的格局。在 2021 年年底,CPI 增速与 PPI 增速更是出现了双双为负的格局。为了让经济增速更快恢复至潜在增速附近,中国政府仍应实施较为宽松的财政货币政策组合。在财政政策更可能边际收紧的前提下,货币政策应该避免同步收紧,而应保持在适当宽松的水平上。否则,宏观经济增长就可能因为财政货币政策双双收紧而不及预期。2020 年 12 月召开的中央经济工作会议指出,“明年宏观政策要保持连续性、稳定性、可持续性”,“保持对经济恢复的必要支持力度,政策操作上要更加精准有效,不转急转,把握好政策时度效”。这是非常客观与明智的判断与决定,在一定程度上缓解了市场对宏观政策过快收紧的担忧。

其次,审慎应对与化解金融风险,避免爆发区域性与系统性金融危机。在疫情冲击、潜在增速放缓的背景下,中国的金融风险仍处于累积与显性化过程中。在防范化解金融风险的过程中,中国政府应该把握住加强监管与防范危机之间的平衡,采取新老划断、区别对待的态度。对存量金融风险化解要更加审慎,避免加强监管、化解危机的政策本身加剧存量风险的爆发。

再次,继续加快金融市场的改革。在股票市场上,应该尽快推广注册制以及退市制度,加强上市公司信息披露制度与投资者保护制度。在债券市场上,应该尽快整合银行间债券市场与交易所债券市场,改变债券市场多头监管的格局。在外汇市场上,应该加快人民币汇率形成机制市场化改革。

第四,在风险可控的前提下继续推动金融市场的双向开放。一方面,中国政府应该继续加快国内金融市场对境外机构投资者的开放。另一方面,为了避免人民币过快升值,中国政府应该尽快改变跨境资本“宽进严出”的格局,放松中国投资者投资于境外资本市场的限制,例如尽快推出债券通的南向通。然而,为了避免短期资本大进大出对中国经济增长与金融稳定的冲击,中国政府仍应

维持适当的资本账户管制。正如 2020 年 12 月的中央经济工作会议所指出的,在“全面推进改革开放”的同时,“要大力提升国内监管能力和水平,完善安全审查机制,重视运用国际通行规则维护国家安全”。

第五,建立“可持续”的债务积累模式。宏观杠杆率不断攀升,一个重要的体制原因在于政府干预(如隐性担保、刚性兑付、国有经济偏好等)扭曲了风险定价,使得杠杆资源(信贷资源)更多向公共部门配置,导致信贷资源的误配置。因此,减少政府在信贷配置方面的干预,建立一个可持续的债务积累模式,是新发展格局下金融变革的重要方向。一是稳步推进破产重组,让市场清理机制发挥“强制性”作用。这包括推进国有企业的破产重组,清理僵尸企业,以及对债务违约问题较为严重的地方政府进行债务重整,形成较强外部压力。二是硬化国企与地方政府的预算约束,弱化扩张或赶超冲动,破除隐性担保和兜底幻觉,打破“国企信贷”。三是突出竞争中性,纠正金融体系的体制性偏好,让不同性质的企业,在获得金融信贷方面享有相对平等的待遇(张晓晶等 2019)。

参考文献

- 董昀、张明、郭强(2020):《美国技术扩散速度放缓:表现、成因及经济后果》,《经济学家》,第7期。
- 郭树清(2020a):《金融科技发展、挑战与监管》,《中国银行保险报》,12月9日。
- 郭树清(2020b):《完善现代金融监管体系》,《〈中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议〉辅导读本》,人民出版社。
- 黄奇帆(2020):《结构性改革:中国经济的问题与对策》,中信出版集团。
- 刘国强(2020):《创新直达实体经济的货币政策工具》,《中国金融》,第24期。
- 魏伟、陈骁、张明(2018):《中国金融系统性风险:主要来源、防范路径与潜在影响》,《国际经济评论》,第3期。
- 张明、陈骁、魏伟(2017):《纠正金融改革与实体改革的节奏错配》,平安证券宏观报告,6月18日。
- 张明、李曦晨(2019):《人民币国际化的策略转变:从旧“三位一体”到新“三位一体”》,《国际经济评论》,第5期。
- 张明(2020):《中国宏观杠杆率的演进特点、部门轮动与应对之策》,《上海金融》,第4期。
- 张晓晶、刘学良、王佳(2019):《债务高企、风险集聚与体制改革》,《经济研究》,第6期。
- 祝宝良(2020):《完善生产要素市场化配置 提升经济增长质量》,《清华金融评论》,第11期。Bils, M., P. Klenow and C. Ruane (2020): “Misallocation or Mismeasurement?”, NBER Working Paper, No. 26711.
- IMF (2020): *World Economic Outlook*, April 2020: *The Great Lockdown*, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2020/04/14/weo-april-2020>.
- IMF (2021): *World Economic Outlook Update*, April 2021, <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/Issues/2021/01/26/2021-world-economic-outlook-update>.
- Pan, G. (2021): “How China is Tackling Fintech Risk and Regulation”, *Financial Times*, January 27.
- Snoy, B., A. Icard and P. Turner (2019): “Managing Global Liquidity as A Global Public Good”, RTI Paper, No. 11.
- Subcommittee on Antitrust, Commercial and Administrative Law of the Committee on the Judiciary (2020): *Investigation of Competition in the Digital Markets*, https://judiciary.house.gov/uploadedfiles/competition_in_digital_markets.pdf.

(责任编辑:程 炼)

Financial Reform in the New Development Paradigm

Research Group of *China Financial Report 2020*

(Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, 100710, China)

Abstract: As the essence of *China Financial Report 2020*, this article provides a review of China's financial situation in 2020 and then expounds the key points for China's financial development in future. It stresses that as China's economic and social development has entered into a new era, her financial system needs to adapt its functions to support a more domestic market-based economy while keeping opening-up to the world. The article also makes some discussion on China's financial and economic outlook in 2021.

Key Words: New Development Paradigm; Chinese Economy; Covid - 19; Financial Reform

JEL Classification: E50; F01; G38

Theoretical Points and Bottlenecks in Practice of the Domestic Circulation and Its Solutions

——Also on Activating the Mechanism of Mercantile Credit

WANG Guogang HU Kun

(School of Finance, Renmin University of China, Beijing, 100872, China)

Abstract: Speeding up fostering a new development paradigm with domestic circulation as the mainstay and domestic and international circulations reinforcing each other, has become one of guiding principles, which were laid down in the fifth plenary session of the 19th Central Committee of the Communist Party of China, to be followed for economic and social development during the "14th Five-Year Plan" period. In the history of economic thoughts, Marx systematically expounded the domestic economic cycle theory from the perspectives of industrial capital cycles, two major sector reproduction cycles, and social reproduction cycles, which can be summarized separately as micro cycle, middle cycle and total cycle. In the domestic circulation, microcirculation, middle circulation and total circulation are an organic whole of "three layers in one", in which the microcirculation is in a basic position. The successful sales of goods and the payment on schedule are the key conditions for ensuring microcirculation. In order to resolve the risk of capital flow rupture that may be brought to suppliers by credit sales, mercantile credit has emerged as the times require. So far, it is still an important financial mechanism for maintaining the operation and development of the real economy. In China's economic and financial practices, however,