

研究沙龙专题系列

深化金融供给侧结构性改革

整理人: 邹继征

主要观点

- ▶ 金融体系的首要和根本性的任务是服务实体经济：“经济是肌体，金融是血脉，两者共生共荣”“金融活，经济活；金融稳，经济稳”“经济兴，金融兴；经济强，金融强”
- ▶ 金融供给侧结构性改革必须优化金融结构
 - 第一，“健全商业性金融、开发性金融、政策性金融、合作性金融分工合理、相互补充的金融结构体系”，“构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系”。
 - 第二，“建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度，把好市场入口和市场出口两道关，加强对交易的全程监管”。
 - 第三，“以市场需求为导向，积极开发个性化、差异化、定制化的金融产品”。
 - 第四，加快对外开放：提高金融业全球竞争能力，扩大金融高水平双向开放。
- ▶ 提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力，提高参与国际金融治理能力。
- ▶ 对于此次 LPR 改革，有助于市场利率向贷款利率传导，但很难说是重大突破，LPR 改革并不能解决企业的融资难、融资贵问题。实体经济面临的结构性变化并不能依靠利率市场化解决。

目录

一、金融供给侧改革要强化服务实体经济	3
二、金融供给侧结构性改革重在优化金融结构。	8
三、金融供给侧结构性改革需完善财政货币体制	9
四、金融供给侧结构性改革要管理好金融风险	11
五、关于利率市场化	13

9月18日，建投研究院在集团总部举办了主题为“解读金融供给侧改革与利率市场化问题”的研究沙龙。对外经济贸易大学金融学院教授、博士生导师，浙商银行首席经济学家殷剑峰系统阐述了当前我国金融供给侧结构性改革的丰富内涵，深入浅出地分析了如何通过金融供给侧结构性改革来管理金融风险，并对近期LPR改革的内容进行了解读。

金融供给侧改革重在理顺五个方面的问题：一是金融如何服务实体经济；二是金融如何进行结构性调整；三是如何推进财政货币体制改革；四是如何管理金融风险；五是利率市场化。

一、金融供给侧改革要强化服务实体经济

在深化供给侧结构性改革的讲话中，总书记指出金融体系的根本任务是服务实体经济。“经济是肌体，金融是血脉，两者共生共荣”，这与总书记以往讲话精神一脉相承。在第五次全国金融工作会议上，总书记提出了金融工作的四个基本原则：回归本源、优化结构、强化监管、市场导向。其中回归本源排在首位，也就是如何更好服务实体经济。

当前实体经济已发生重大变化，主要表现在五个方面：

一是人口结构发生变化。2010年我国劳动年龄人口占总人口比重达到历史顶点，随后出现持续下滑，且速度不断加快，趋势上看似难以逆转。在过去长时期内，人口红利是导致我国高储蓄率的

重要原因，高储蓄为高投资奠定基础，高投资推动经济高速增长，进而形成“三高”增长模式。但从2010年起，我国储蓄率和投资率均开始下降，这是由于劳动年龄人口占比下降拉低了储蓄率，同时劳动人口数量下降也降低了对资本的要求，进而导致投资率下降，这意味着金融体系通过动员储蓄转化为投资继而推动经济增长模式难以为继。

二是产业结构发生变化。我国制造业与GDP之比在中、美、日、德四大经济体中最高，但我国服务业与GDP之比在四大经济体中是最低的。事实上，我国服务业占GDP比重不仅与其他发达经济体相比要低，甚至低于全球平均水平，与我国收入水平相当或者中等偏上收入国家相比也偏低。产业结构变化有其内在规律，首先是农业，其次是工业化，工业化之后则是服务业化。但服务业化的过程中，劳动生产率会下降，因此必须要推动高附加值的服务业发展。近些年来，中国经济发展重心在不断向服务业倾斜，这一过程中出现了很多令人欣喜的现象。例如，信息技术服务业近四年同比增速都超过30%，这意味着高端服务业正在快速发展。另外，中美贸易战后很多人担心外商投资会减少，但从数据来看这一情况并不明显。需要注意的是，虽然近些年新兴产业发展迅速，但当前的经济形势依然要引起警惕。从历史上观察，名义GDP增速一旦跌到10%以下，无论实际GDP增速是多少，基本可以确认经济进入困难时

期。从2018年三季度到2019年一季度，名义GDP增速持续在10%以下，可以确认经济已经进入困难时期。事实上可以看到，当前经济确实面临较大的下行压力。

三是需求结构发生变化。拉动GDP的三驾马车包括投资、消费、净出口，消费包括政府部门消费和居民部门消费。从居民部门消费情况看，从上世纪80年代起，我国居民部门消费占GDP比重便开始持续下跌，目前已不到40%。发达国家，例如美国、日本、德国均高于我国，尤其美国居民消费占GDP比重在70%。数据显示，我国消费率仅比少数小型经济体要高，与大多数经济体（无论是比我国富有还是贫穷）相比，我国的消费率都要更低。造成这一现象的原因包括以下几方面：一是产业结构变化。根据恩格尔定律，随着人均收入增长，在总消费中食品占比应当持续下降，因此统计局下调猪肉在CPI中的权重是合理的。另外，根据广义恩格尔定律。随着收入进一步增长，居民对有形产品的消费需求开始下降，对无形的养老、医疗、教育、文化娱乐等消费性需求开始上升，这是基本规律，但这一规律可能会面临供给端约束。由于我国产业结构中养老、医疗、教育、文化娱乐等占比较低，这便从供给层面约束了消费提高。而过低的消费率会抑制产业结构的调整，抑制依靠提高投资效率和技术进步推动经济增长的模式。如果消费率过低，为维持经济增速就需要鼓励投资和出口，而投资和出口是第二产业的重

要组成部分，这影响了产业结构的调整。此外，在消费构成中，养老、医疗、教育、文化娱乐等所占比重提高可以提高人力资本，但过低的消费率限制了人力资本的提高，进而影响了经济增长潜力。

四是城乡和区域经济结构调整。改革开放40年来，中国东、中、西部经济发展差距在迅速缩小，但差距依然很大。从2018年31个省市人均GDP及城市化率看，甘肃人均GDP最低，大约为3万人民币，北京市最高，为14万人民币，差距近三倍。造成这一巨大差异的原因是城市化率存在差异。可以发现，经济增速慢、相对贫穷的地区城市化率更低，而经济增速快、相对富裕的地区城市化率更高。进一步的研究发现，无论相对富裕的地区，例如北京、上海、广州，或是相对落后的地区，例如甘肃、云南、广西，城市居民的收入和农村居民收入间的差距几乎一致，农村居民可支配收入均是城市居民可支配收入的40%左右，也就是说，东、中、西部的差距本质上是城乡差距，是城市和农村间的差距。所以，解决城东西部差距的根本手段是城市化。相关统计表明，城市化率每提高一个百分点，人均GDP可以提高2200元。，以区域经济结构的调整本质上是城乡结构的调整。

根据世界银行公布的数据，中国城市人口占总人口比重在59%左右，这约是美国上世纪五六十年代的水平，在重要经济体中仅高于印度，这意味着我国城市化还有进一步的发展空间。此外，从百

万人口城市人口占总人口比重看，我国仅为 28%，日本为 65%，美国为 46%。所以，未来中国城市化的发展，不再是过去所谓的小城镇发展模式，这并不符合中国的国情，中国需要发展大城市，尤其是中心城市。对此十九大报告中也进行了阐述，清晰的规划出未来中国城镇化的发展就是要建立中心城市群。2019 年 4 月，国家发改委出台 2019 年新型城镇化建设重点任务，对城区常住人口 100 万以下的重要城市全面取消户籍限制，对城区常住人口 100 万到 300 万的大城市全面取消落户限制。对 300 万到 500 万城市放宽落户限制。

五是百年未有之大变局。总书记提出百年未有之变局，本质上是国际经济环境发生变化。美国长期占据世界领头羊的地位会发生改变。根据购买力平价计算的结果，美国 GDP 在 1880 年超过英国，1890 年超过中国，成为第一大经济体。改革开放后，中国在 1994 年超过德国，1999 年超过日本，2014 年超过美国，成为第一大经济体。在其他经济体赶超美国时，美国均采取了不同手段进行遏制，但与中国的区别在于，这些国家实际 GDP 从未超过美国的 2/3，按照购买力平价计算也从未超过美国。按照购买力平价计算，中国的 GDP 已超出美国五分之一，未来中国实际 GDP 超越美国也是必然。但美国依然可以通过美元霸权长期享受货币红利。一是美国通过使用美元建立了产业集群，尤其中国的贸易活动还主要是通过美元进行结算，这也使与中国贸易关系密切的国家同时使用美元进行结

算，这事实上强化了美元在贸易结算中的优势；二是石油美元。美国通过石油美元的制度安排建立了巨大的石油美元循环，这也间接支持了美元的霸权地位。但从目前看，美元霸权地位在弱化。在贸易领域，一是伴随“一带一路”战略推进，人民币国际化步伐在加快。二是中国在加快资本市场对外开放。这意味着在商品贸易领域，美元霸权地位未来可能会出现弱化。对于石油美元，包括伊朗等产油国已经不再使用美元计价，同时，美国还面临着非常棘手的债务问题。目前美国政府债务水平已经处于高位，债务上限在不断向上修正。同时企业部门、居民部门的债务率也在不断攀升，这为美国的后续发展埋下了隐患，并且可能会引发危机。

二、金融供给侧结构性改革重在优化金融结构。

一是要“健全商业性金融、开发性金融、政策性金融、合作性金融分工合理、相互补充的金融结构体系”，“构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系”。二是要“建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，完善资本市场基础性制度，把好市场入口和市场出口两道关，加强对交易的全程监管”。三是要“以市场需求为导向，积极开发个性化、差异化、定制化的金融产品”。四是要加快对外开放：提高金融业全球竞争能力，扩大金融高水平双向开放。提高开放条件下经济金融管理能力和防控风险能力。提高参与国际金融治理能力。

在对主要经济体金融体系结构比较后，可以得出以下几点结论：

银行导向和市场导向的不同点：一是资本市场发达程度不同；二是金融机构的规模结构不同。银行导向和市场导向的相似之处：一是居民直接持有的非金融部门证券（股票、债券等）都不是资产组合的主体；二是保险和养老金在居民资产组合以及全部金融机构资产规模中都占据重要地位，且保险和养老金的投资方向以资本市场为主。

中国金融体系是银行导向加政府绝对主导：第一，主要的金融机构，例如商业银行，均为政府完全控制或者控股，政府对金融机构的经营具有强烈的影响力；第二，主要的金融资源配置于国企，例如在整个债务融资市场中，2017年国企的负债占到非金融企业负债的74%，国企的贷款占非金融企业贷款的54%，在新兴的非金融企业债券市场，仅城投债就占到34%；其三，金融资源的定价不是市场决定的。此外，由于我国资本金融账户远未完全开放，中国金融体系也是一个相对封闭的体系。

三、金融供给侧结构性改革需完善财政货币体制

总书记曾说，“金融是国家重要的核心竞争力”“金融安全是国家安全的重要组成部分”“金融制度是经济社会发展中重要的基础性制度”。另外，十八届三中全会《中共中央关于全面深化改革

若干重大问题的决定》中指出，“财政是国家治理的基础和重要支柱”；“科学的财税体制是优化资源配置、维护市场统一、促进社会公平、实现国家长治久安的制度保障。从这一角度看，财政金融或者说财政货币体制理所当然是国家治理体系的核心。

财政货币体制的第一个问题是基础货币的投放：以往我国主要依靠外汇资产投放基础货币，但随着人口老龄化加剧，这一模式已发生变化，原因在于双顺差的发展模式难以为继。目前我国中央银行主要通过酸辣粉（SLF）、麻辣粉（MLF）这种再贷款模式投放基础货币，但这种模式存在很大的问题。一是规则随意，信息不透明，并非是一种市场化导向的模式，央行自由选择交易对手，没有固定的规则。二是这种投放模式扰乱了市场基准利率，干扰了利率信号。归根到底，再贷款并非基于主权信用的货币发行模式，人民币若要成为关键储备货币，就必须要以主权信用为基础，也就是要用中央政府信用作为背书。但当前我国还未建立类似的体制。

我国货币体制无法成为主权信用模式的首要原因是国债规模太少。以2007年为例，2007年我国国债规模只相当于基础货币的52%，国债规模难以支撑基础货币的投放。从2008年到2018年，我国国债年度增量平均为8000多亿，但基础货币年度增量为2万多亿。从增量上看，我国国债规模也难以支撑基础货币投放。另外一个问题是我国国债市场深度不断下降，我国国债规模与GDP之比一

直处于下行趋势。原因是1994年分税制改革后，中央政府在将事权下放的同时，将债务也进行了下放。表面上看我国中央政府的财政比较稳健，但地方政府的债务规模却在不断扩大。我国货币发行制度不能基于主权信用，与财政体制密切相关。首先我国财政体制是增长性财政，或者说是发展性财政制度，政府事权中，并非为整个经济提供公共经济事务的比重占比过高。中央和地方财政分权存在严重的失衡问题。一是收支的纵向不平衡，收入主要在中央，支出主要在地方，地方的收支差异主要依靠非常不透明的转移支付。二是债务的增长部分中地方政府债务占比过高，而中央政府占比过低，这是财政体制的根本缺陷。

这种财政体制制度需要改变，若财政体制不改变，我国的货币体制很难改变。这会影响到金融制度安排，而金融结构性改革也会面临困境，甚至会积累风险。

四、金融供给侧结构性改革要管理好金融风险

总书记对防范化解金融风险多次作出论述：“实体经济健康发展是防范化解金融风险的基础”“要注重在稳增长的基础上防风险”“坚持在推动高质量发展中防范化解风险”。在提出金融供给侧结构性改革时，总书记也提出了具体要求：一是要加快金融市场基础设施建设、稳步推进金融业关键信息基础设施国产化。二是做好金融业综合统计，健全及时反映风险波动的信息系统，完善信息

发布管理规则，健全信用惩戒机制。三是“做到管住人、看住钱、扎牢制度防火墙”。

管理金融风险的首要任务是控制杠杆率。根据 IMF 公布的数据，从中国、德国、英国、日本、美国非金融企业杠杆率变化看，中国非金融企业杠杆率上升速度远远超过了其他国家。因此，中国金融风险的核心在于企业负债太多导致杠杆率过高。从其他国家，例如日本情况看，在上世纪 90 年代泡沫危机时，日本企业部门负债主要集中在非制造业，日本制造业部门的资产负债率从 70 年代起就开始下降。因此日本 90 年代出现泡沫危机的原因是企业部门中非制造业出现问题，当下中国也面临这样的情况。从 2016 年上市企业的数据看，中国制造业资产负债率是 55%，与日本相当。主要问题是建筑业（房地产）负债率过高。此外，中国居民部门的杠杆率与其他国家相比最低，但上升速度很快，这也需要引起警惕。

日本泡沫危机时，劳动年龄人口占比开始出现绝对性下降，人口拐点与房地产拐点出现重合，从而导致房价的下跌。美国也同样出现了类似的问题。由于婴儿潮的影响，2007 年金融危机时美国房价拐点和人口拐点也出现重合，进而导致房价下跌。世界上只有德国和中国在面对类似问题的时候房价没有出现大幅下跌。中国房价没有出现下跌的原因在于城市化还没有完成，因此房价不会出现全面下降，但区域性的房地产风险可能不可避免。

五、关于利率市场化

近期热议的 LPR 改革是利率市场化中的一个环节。中国的利率市场化主要有五方面特征：一是由央行而非财政部主导的市场化；二是错综复杂的利率体系市场化；三是封闭的市场化，资本金融账户没有开放，汇率体制没有改革彻底；四是其他关键配套改革措施（尤其财政体制改革）没有跟上的市场化；五是对风险顾虑重重（例如存款利率），是漫长的市场化过程。

对于此次 LPR 改革，有助于市场利率向贷款利率传导，但很难说是重大突破，LPR 改革并不能解决企业的融资难、融资贵问题。实体经济面临的结构性变化并不能依靠利率市场化解决。LPR 是利率市场化的重要一步，但并不是重大突破。改革后贷款利率定价是一年期 MLF 加点，改革前是央行贷款基准利率加点，不同点仅在于改革后报价行有所扩大。MLF 是公开市场操作形成，贷款基准利率由央行宣布，但共同点很明显，MLF 和央行贷款基准利率的变动都较小。尤其 MLF 利率长期保持不变，因此它并非一个市场化利率，是由央行决定。

发达国家一般在利率市场化之前有两套利率体系：一是管制利率，包括存款和贷款，二是市场化利率，包括货币市场和债券市场利率，市场化改革后变为一套利率体系。我国则是三套利率体系：一是管制利率，目前存在管制的是存款利率；二是市场利率，包括

货币市场、债券市场和理财产品收益率。理财产品收益率和同业拆借利率基本上是同步变化的；三是央行建立的利率体系，包括MLF、SLF等各类货币政策工具利率。

近段时间以来，有两个现象值得关注：一是2015年金融市场无风险利率、高信用等级公司债和较低信用等级公司债收益率同时下降；二是2018年以来金融市场无风险利率、高信用等级债券收益率下降，而较低信用等级公司债收益率攀升到较高水平。第二个现象与第一个现象事实上出现了背离。原因在于信用风险扩大拉升了信用溢价，但贷款利率报价改革难以解决这个问题。因此，LPR改革虽然改变了贷款利率定价方式，但既不是利率市场化的重大突破，可能也无法解决近期由于中美贸易战环境变化导致的信用利差扩大问题。

免责声明

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，中国建银投资有限责任公司不对投资者的投资操作而产生的盈亏承担责任。本报告的版权归中国建银投资有限责任公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。