

以金融创新支持经济高质量发展*

◎黄益平

摘要：中国的金融部门从改革初期的单一机构到今天机构繁多、资产庞大的体系，经历了翻天覆地的变化。这一金融体系支撑了中国过去几十年的经济高速增长与金融基本稳定，但如今却无法再有效地“支持实体经济”。未来中国经济能不能实现高质量发展，取决于经济增长模式能否平稳地从“要素投入型”过渡到“创新驱动型”，增长模式转型要求金融模式转型。为更好地支持经济高质量发展，课题组提出八个方面的政策建议。

关键词：金融创新 高质量发展

一、经济发展新阶段呼唤金融创新

1997年9月12日，江泽民在中国共产党第十五次全国代表大会上的报告中首次提出“两个一百年”的奋斗目标，即到2021年中国共产党建党一百年时，使国民经济更加发展，各项制度更加完善；到2049年中华人民共和国成

*《2019·径山报告》课题组有6个分课题组，分别由林毅夫、田轩、杨凯生、肖钢、黄卓和沈艳以及郭凯负责，所有成员均以个人身份参与课题研究。综合报告执笔人为黄益平，主要综合了六个分报告的分析与结论，但综合报告中的一些观点并不一定代表每一位分报告作者的立场，任何错误均应由综合报告执笔人负责。课题组6月末在北京举办了一次中期评审，并于9月末在杭州举办了一次终期评审，课题组特别感谢评审人及所有参会嘉宾提供的中肯批评与有益建议。

立一百年时，基本实现现代化，建成富强民主文明的社会主义国家。2012年再度重申了这两个目标，并具体地提出到2021年让中国的国民生产总值（GDP）在2010年的基础上翻一番。目前看来，第一个百年目标应该完全可以实现，2018年人均GDP已经达到9736美元，离世界银行确定的高收入水平的门槛12600美元不远了，2010—2018年间实际GDP的年均增长率为7.4%，而且中国即将在2020年如期实现全面脱贫。

实现第二个百年目标的任务可能要艰巨许多。虽然在自1978年实行改革开放政策以来的四十年间，中国经济实现了年均9.2%的增速，金融体系也保持了基本稳定。但这样的表现在未来三十年能否持续，有很大的不确定性。和过去的发展相比，未来中国经济将面临一系列新的挑战：第一，随着收入大幅提高，成本也水涨船高，增长模式必须从“要素投入型”转向“创新驱动型”；第二，人口红利消失，中国正在快速进入老龄化时代，未来三十年劳动年龄人口可能会减少1.7亿人，抚养比也将从2010年的三分之一上升到2049年的三分之二；第三，新近的逆全球化趋势意味着未来中国很难再像过去一样依靠外部市场持续支持经济增长。除此之外，还需要应对其他一些重要的挑战，比如环境破坏、收入不平等和高杠杆率等。

未来中国经济能否实现可持续增长，在很大程度上取决于能否有效地应对上面的这些新挑战。最近北京大学国家发展研究院与布鲁金斯学会组成联合课题组深入分析未来三十年中国将面对的经济挑战，联合课题组的基本结论是，如果能够继续坚持改革开放的政策，中国经济完全有可能保持稳健的发展步伐。当然，到2049年，其经济增速可能放缓到2.7%~4.2%，但那时候中国人均GDP将上升到美国的三分之二。^①也就是说，在从现在开始的四十年间，虽然增速会持续下降，但中国经济应该很快就能够迈过高收入经济的门槛。即使按市场价格计算，中国也将在不久的将来成为世界

^① 北京大学国家发展研究院与布鲁金斯学会联合课题组. 中国2049：应对全球经济强权崛起的挑战[R]. 课题报告，2019.

第一大经济体。

这样看来，实现第二个百年目标的可能性也很大，但还需要作出很多艰苦的努力才能达成这个结果。所谓的中等收入陷阱，刻画的就是大多数国家在达到今天中国这样的中等收入水平之后，再也无法继续进步。即便是经济发展十分成功的国家，比如日本，也一度经历将近二十年的停滞不前。中国经济如何才能做到持续不断的增长？出路只有一条，就是走向高质量的发展。经济高质量发展的核心特征是高效率和高效益，目标是实现可持续的增长。生产要素包括资本、劳动、资源、能源和环境的投入要产生高的效率。同时市场主体要获得好的效益，即投资要有回报、企业要有利润、员工要有收入、政府要有税收，而且四者之间的分配要相对合理。^①可见，实现经济高质量发展是一项复杂的系统工程，不过最根本的决定因素应该是经济的创新能力。在低成本优势丧失之后，唯有通过创新，不断地推动产业升级换代，提高生产率，经济才有可能可持续、高质量地增长。

金融支持经济高质量发展，除了提高金融效率、维持金融稳定，关键还是要有效满足实体经济的需求，一是创新企业融资的需求，二是家户对资产性收入的需求，三是政府筹集大量廉价资金的需求。最近十年来，随着成本水平的不断提高与经济增速的持续放缓，“金融不支持实体经济”的抱怨也越来越多。客观地说，对金融体系的抱怨一直存在，但似乎从来没有像现在这么突出。中国的金融体系从改革初期的单一机构演变到今天这个机构数量繁多、资产规模庞大的部门，几乎是翻天覆地的变化。除了机构多、资产大，中国的金融体系还有两个非常突出的特点：一是银行在金融总资产中的比例非常高，二是金融抑制即政府的干预程度非常高（见图1）。这样独特的金融体系引出两个疑问，第一，既然实行市场化改革，为何中国金融抑制的程度还如此高？第二，一个以国有商业银行为主的金融体系，是否在资源配置与风险控制方面存在明显的短板？

^① 全国政协委员、时任中央财经领导小组办公室副主任杨伟民的解读。摘自“【两会热点】全国政协委员热议：什么是经济高质量发展？”（http://www.sohu.com/a/225207077_142473）。

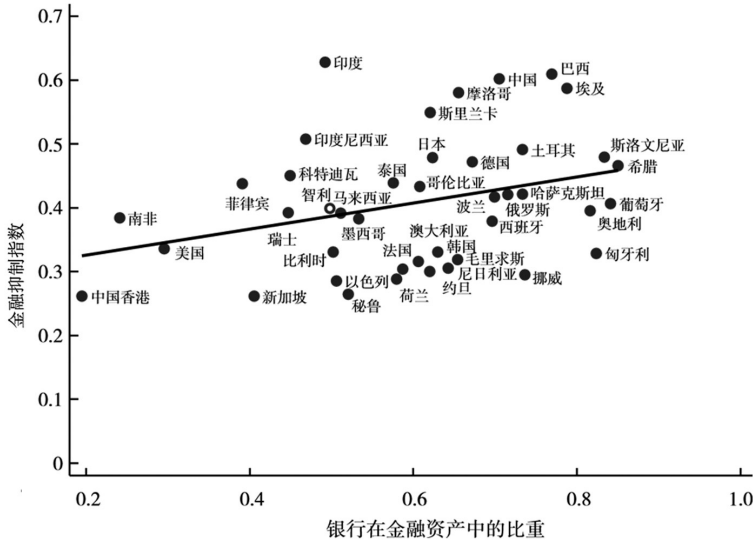


图1 2015年各国（地区）金融体系比较：金融抑制与银行占比

资料来源：黄益平，等. 中国金融改革路线图[M]. 北京：中信出版社，2019.

但过去四十年的经历又表明，这样一个看起来并不完美的金融体系并没有妨碍中国实现经济高速增长与金融基本稳定。我们可以从三个方面来理解这样一个现象：首先，虽然在改革期间政府对金融体系的干预程度相对较高，但金融抑制指数却一直在稳步下降，也就是说市场化的步伐并没有停止；其次，虽然政府干预确实会带来一些效率损失，但银行一直在快速地将储蓄转化为投资，对经济增长提供了有力的支持；最后，政府控股金融机构有效地支持了投资者信心，保障金融稳定。^①这个分析与斯蒂格利茨的观察是一致的，即在金融市场机制不发达的经济体，适度的政府干预反而是有益的。实证研究也表明，假如从改革初期就彻底消除政府干预，中国经济在20世纪80年代和90年代的增长速度可能反而会明显降低。^②

① Huang, Yiping and Ge, Tingting. Assessing China's Financial Reform: Changing Roles of Repressive Financial Policies[J]. Cato Journal, Volume 39, No. 1, Winter 2019: 65-85.

② Huang, Yiping, and Wang, Xun. Does Financial Repression Inhibit or Facilitate Economic Growth? A Case Study of Chinese Reform Experience[J]. Oxford Bulletin of Economics and Statistics, 2019, 73(6): 833-855.

那为什么过去行之有效的金融体系现在突然又不行了呢？一个重要的原因是中国经济的增长模式正在转变，但金融体系还没有转过来，无法满足实体经济许多新的金融服务需求。一方面，随着人口老龄化和储蓄率下降，家户对资产性收入的需求稳步增加。多年来家户积累了规模庞大的储蓄资金，却没有多少合适的可投资资产。中国资本市场发展已经经历了近三十年的时间，但这个市场对投资者仍然缺乏足够的吸引力。过去家户习惯性地 will 将储蓄资金存放在银行或者投资到房地产市场，现在银行存款利率经常跑不过通胀率，而房地产市场的风险也在明显上升。

另一方面，传统的商业银行习惯于利用财务数据、抵押资产和政府担保做信用评估，因而它们擅长于为大型企业、制造业以及粗放式扩张提供融资服务。而过去几十年中国经济发展的主线就是利用低成本优势粗放式地扩张劳动密集型的制造业，因此，中国的金融体系一直能够比较有效地支持实体经济的增长。但现在情形发生了变化，自国际金融危机以来，劳动力市场出现短缺，低成本优势丧失，人均GDP从2007年的2600美元增加到2018年的9736美元，粗放式扩张模式已经难以为继。唯有依靠创新，实现持续的产业升级换代，才能支持可持续的增长。但问题是创新型企业中的绝大部分是民营企业、中小企业，它们通常既没有数据，又缺乏抵押资产，当然也很少能享受到政府担保，银行无法有效地对这类新型企业做信用评估，当然也就无法很好地为它们提供融资服务。

二、区分好的金融创新与坏的金融创新

经济创新，包括技术、产品、业态和模式的创新，是中国经济面对的新挑战，也是保证经济可持续增长的重要支柱。经济创新呼唤金融创新，这是实现经济高质量发展的必要前提。经济创新的本质特征是周期长、不确定性大、失败率高，这与大多数金融投资要求短期化的低风险、高回报之间存在一定的矛盾。金融创新就需要尽可能地克服这个矛盾。

在中国经济中各种金融创新已经在层出不穷地涌现，但效果很不一样。

如何判断什么是好的金融创新，具体可以来看两个例子：

第一个例子是金融衍生品，包括远期合约、期货期权、资产证券化等。1972年以后金融衍生品市场大规模发展，原因是布雷顿森林体系的解体，世界各国逐步走向浮动汇率体制。而金融衍生品作为应对市场波动的金融创新工具，首要目的就是帮助避险。但这个金融工具它究竟是好的金融创新，还是坏的金融创新，不能一概而论。比如资产证券化，小额贷款公司通过资产证券化开拓融资渠道，支持小微企业发展，是普惠金融发展的重要渠道，可以认为是一种正面的金融工具。但引发美国金融危机的“次贷”，即“次级住房抵押贷款”，也是一种资产证券化产品，它使得本不应该获得银行按揭贷款的高风险潜在客户拿到了按揭贷款，并且隐藏了其中存在的风险，这种金融工具则具有很大风险和严重的后遗症。

第二个例子是数字金融，或者称互联网金融。数字金融的基本特征是用数字技术来支持金融决策与金融交易。数字技术包括有场景的移动终端和大数据分析。前者如淘宝、微信、京东，这些平台移动终端通过“场景”吸附客户的成本，比传统金融机构获客成本低很多；大数据分析则可以帮助部分解决风控问题，因为金融交易最大的问题在于信息不对称所带来的逆向选择或者道德风险，而基于人们行为的大数据风险评估，则可以帮助金融决策。数字金融可以解决很多传统金融模式解决不了的问题，但是它也有好和不好两个方面。好的方面，最典型的例子是移动支付，如支付宝、微信这样的移动支付工具已经进入经济活动的各个领域，便利了生活、提高了效率。但从不好的方面看，数字金融也会带来各种风险，特别是如果风控缺失，金融监管不到位，就可能演变为非法集资或者庞氏骗局。比如2018年特别火的现金贷，有的就出现了问题。

好的金融创新至少需要同时满足两个条件。第一条是能够满足实体经济的合理需求。这里特别强调了合理需求，即不是所有对金融服务的需求都是合理的。举例来说，“次贷”就不是好的金融创新，因为它刺激了不合理的贷款需求，风险迟早会暴露；同理，一些现金贷产品将钱贷给了没有偿还能力的个人，这些借款人无职业、无资产、无收入，这种金融需求就超出了合理

的范围。第二条是风险可控。风险控制是金融交易的核心，如果不能有效控制风险就会很危险。比如刚才举例中的“次贷”和现金贷，并不是说这样的产品一定不好，但是前提必须是风险可控。一些网络借贷平台没有风控的能力，不仅自身存在极大风险，也破坏了整个金融市场的纪律。这种行为如果泛滥，甚至会对整个金融体系造成冲击。

结合当前实现经济高质量发展的需要，金融创新应该考虑从以下三个方面入手：第一，资本要有足够的耐心。目前银行的信贷资金以一年期为主，很少有超过三年的，很多固定资产项目的融资都是分拆成几个阶段落实的。最近一二十年发展起来的各种投资基金像天使基金、创投基金、私募基金和产业引导基金等，在这方面有很大改善，但急功近利的毛病依然十分严重。融资期限虽然只是一个时间问题，但期限太短，必然会牵扯企业家的很多精力，甚至造成生产经营风险。如果企业家整天被债权人、投资人追着要回报，如何还能安心从事创新活动？

第二，风险管理要适应创新的特点。金融交易最大的困难就是信息不对称，所以金融服务的基本门槛就是风险评估的能力，无论对银行、保险这样的间接融资渠道，还是对股票、债券这样的直接融资渠道，都是一样的。过去几十年，中国这个看上去比较“非典型”的金融体系能够有效地支持经济增长，就是因为其风控体系能够适应当时经济发展的方式，首先看财务数据，不行再要求抵押资产，再不行还有政府兜底。评估创新企业的风险存在两个层面的困难：一方面，大多数创新企业都是中小企业、民营企业，它们往往既没有财务数据，也缺乏抵押资产；另一方面，创新活动天生具有很大的不确定性。因此，判断它们的风险需要新的评估方法，比如充分利用非财务数据也即各种软信息，同时需要专业化的知识判断创新活动的机会与风险。

第三，要在明晰责任的前提下容忍失败。创新的不确定性大，失败率高，金融服务要接受这个现实。目前商业银行对不良贷款的容忍度很低，甚至实行终身负责制，很多银行这样就很难支持创新活动。提高对失败的容忍度，可以考虑从三个层面入手：一是尽量冒有把握的风险。当然，“有把握”

也只是相对于“盲目”而言，但起码要知道风险在哪、有什么后果。二是接受失败。对于商业银行，就意味着对不良贷款的容忍度需要提高，对于投资基金，也要接受有不成功的项目。三是金融服务成本要覆盖风险。容忍失败的前提是责任要清晰、总回报要有保障。对于投资基金，只要大部分投资项目获得高回报，个别项目失败不是问题。对于商业银行，必须实行市场化的风险定价，行政性地强制要求银行压低对创新型企业的融资成本，实际是违背金融规律的。

三、“最优金融结构”与有为政府的边界

因此，金融创新需要努力提高资本的耐心、建立适合创新活动的风险管理模式并容忍失败，只有这样才能有效地支持经济创新，实现经济高质量发展。由此可见，支持“要素投入型”增长和支持“创新驱动型”增长所需要的金融服务大不一样，也不存在放之四海而皆准的最优金融体系，关键要看它能否有效支持实体经济的增长，同时管住金融风险。新结构经济学关于“最优金融结构”的概念提供了一个非常重要的思路。^①一方面，一个经济体的要素禀赋结构决定其最具竞争力的产业与技术结构，进而决定了金融需求的特征。另一方面，不同的金融体系在安排资金动员规模、克服或缓解信息不对称、节约交易成本、分散风险等方面具有各自的优势和劣势。因此，经济体应当具有与其要素禀赋结构所决定的最优产业结构相适应的“最优金融结构”，即金融体系中各种金融制度安排的构成需要与该经济体的产业、技术结构和企业的特性相匹配，以支持具有比较优势的产业和具有自生能力的企业的建立和成长。从横向比较看，发达经济体与发展中经济体的最优金融结构将会不同。从纵向发展看，一个经济体的最优金融结构是动态的，随着最

^① 林毅夫，付才辉. 金融创新如何推动高质量发展：新结构经济学的视角[R]. 《2019·径山报告》分报告，2019.

优产业的技术结构的变迁，经济中的企业规模和风险特性会发生变化，从而其最优金融结构也会相应演变。

从这个思路出发，新结构经济学进一步推论，在发达经济体，居于主导地位的是资金需求量大的资本密集型企业、具有很高风险的创新型企业。在这个经济体中，有效的金融体系应当以能够为大企业提供短期大规模资金服务的大银行和能够有效分散风险的资本市场为主，辅之以为劳动密集型中小企业服务的中小银行和其他中小金融机构。而在发展中经济体，居于主导地位的是劳动密集型的中小企业，它们的产品市场和生产技术都相对比较成熟，其风险主要来自于企业家。区域性的中小银行在为信息相对不透明的中小企业提供融资服务方面具有比较优势，其他非正规金融机构也可以通过人缘、地缘关系获得当地企业及企业家的信息，降低交易成本，提供重要补充。

“最优金融结构”的概念对思考中国需要什么样的金融创新有重要启示，即不同经济体、不同发展阶段的最优金融结构可能是不一样的。从大的方向看，在中小企业主导经济的时候，多一些中小金融机构可能是有益的。而随着经济发展水平的提高，资本市场可以发挥更大作用。但在把这个思想转化为金融实践的时候，可能应该更多地关注机构的功能而不是机构的形态。第一，金融机构的功能并非是单一化的。比如大银行，相比较而言更擅长为大企业提供融资服务，但像富国银行、摩根大通等，在服务中小企业方面也做得有声有色。第二，资本市场在金融中介中占多大比重，并不完全是由政策决定的，政治、文化、法律环境可能起更大的作用。比如在德国和日本，资本市场的比重就不太可能达到英国和美国的水平。第三，现在数字技术在金融服务中的应用越来越普遍，很多过去不同机构之间的劳动分工可能逐步淡化。比如，大银行完全可能利用开放平台为创新型企业、小微企业和低收入人群提供稳健的金融服务。因此，最优金融结构要关注金融机构的组成结构，但更需要关注金融机构的实际功能。

在讨论具体的金融创新之前，还需要回答一个问题：政府在金融创新中发挥什么作用？过去政府对金融体系的干预比较多，这是历史演变的结果，

但实际效果很不错。一方面，虽然政府干预扭曲了市场，但政策与市场的大目标是一致的，即支持中国经济的高速增长。另一方面，在市场机制还不完善的情况下，政府干预发挥了一定的弥补市场失灵和支持金融稳定的作用。实证分析也发现，在20世纪80年代和90年代，金融抑制对增长的影响是正面的。只有进入新世纪以来，这个影响才变为负面。因此，过去相对有效的政府干预，现在变成一种拖累。下一步的金融改革应该继续往市场化的方向走，包括实现市场化的风险定价、市场化的资金配置，等等。

但市场化改革并不意味着就不要政府了，在可预见的将来，市场化的金融改革仍然可能保持一个渐进的过程。政府在金融体系中的作用主要体现在三个方面，一是维持公平竞争的市场秩序，二是克服市场失灵，三是提供良好的金融基础设施。金融创新必须遵循市场规律，但也不能迷信市场。眼下维护公平竞争的主要抓手是真正实现“竞争中性”，这既包括不同产权的金融机构也包括不同产权的企业之间的公平竞争。比如，金融机构更乐于给国有企业提供融资，主要是基于对风险的考量。民营企业一旦发生问题，信贷资金就很难收回。而国有企业一旦出现问题，政府往往会想办法对其进行重组，最终偿还贷款的可能性很大。但这就意味着国有企业、民营企业并没有站在同一条起跑线上。对民营企业融资不利，实际也就是对创新不利。因此，实现竞争中性，实际是金融支持经济创新的关键一步。从金融的角度出发，竞争中性的核心是硬预算约束，国有企业、民营企业接受同样的融资条件、要求同样的投资回报。

克服市场失灵的维度更广一些。中国改革期间的经历已经表明，在改革初期，政府对经济增长与金融稳定的作用是正面的，这也是一个弥补市场不足的证据。这一原则未来也还适用，金融改革永远不应该是市场“一放了之”。另外还有两个典型的克服市场失灵的案例，一是产业政策，二是金融监管。产业政策是利用一些政策工具克服创新过程中的市场失灵，比如基础投入过大、投资回报不容易内生等。新结构经济学主张，除了个别战略性行业，产业政策应该尊重市场规律。产业政策的主要功能应该是补充而不是替代市场，更不应该违背市场规律、“不惜一切代价”。开放市场可以帮助提

高效率，但往往也会放大风险，而金融监管的目的就是保证公平竞争、保护金融消费者权益、维持金融稳定，这些做法要克服的依然是自由市场机制的一些缺陷。

还有一项应该做的工作是建设金融基础设施。金融基础设施是指金融运行的硬件设施和制度安排，主要包括支付体系、法律环境、公司治理、会计准则、信用环境、反洗钱以及由金融监管、中央银行最后贷款人职能、投资者保护制度组成的金融安全网等。通常来说，政府提供金融基础设施。对于支持经济创新来说，最重要的是如何建立一个与创新企业相关的信用体系，一些互联网公司利用网络上的“数字足迹”做大数据风控，取得了不错的效果。政府可以出面将线上、线下特别是掌握在政府部门手中的数据整合起来，建立新型的信用数据系统，支持金融机构的决策。政府也应该加强对知识产权的保护，从而为知识产权估值营造一个良好的环境。

四、资本市场需要扩量、更需要提质

讨论金融支持经济创新，一定会首先想到直接融资即资本市场的作用，特别是中国的商业银行对风险的接受能力普遍比较低，并且存贷款利率也还没有完全实现市场化，它们支持创新的能力相对比较弱。事实上，过去十年，中国的影子银行、数字金融十分活跃，在相当程度上也是为了弥补正规银行部门的一些服务不足，特别是支持民营企业、支持创新活动。更重要的是，各种投资基金特别是天使基金、创投基金、私募基金和产业引导基金非常活跃，为很多创业公司提供融资服务。从经济发展的角度看，资本市场更能适应新兴技术革命，因而资本市场导向的金融体系常常为技术领先国家的标配。商业银行则更能适应成熟技术的大规模推广与传播，因而商业银行导向的金融体系常常是技术后发国家赶超领先国家的秘诀。^①这与“最优金融结构”的理念是一致的。

^① 径山报告课题组. 中国金融改革路线图[M]. 北京: 中信出版社, 2019.

跨国实证研究发现，一个国家的资本市场越发达，企业创新能力就越强；相反，一个国家的信贷市场越发达，对企业的创新产出的抑制作用就越强。资本市场的优势有很多，主要体现在融资期限较长、投资者专业素养较高和容忍风险能力较强等方面，这些都是传统的商业银行所不具有的，但对于支持创新活动却至关重要。股权融资这方面的优势尤其突出，因为它的风险和收益共享机制不会给企业造成短期的财务困境。另外，股价的信息含量也能够及时地反馈投资者，引导资金流向更加优质的创新项目，改善资源配置效率。资本市场自由化的国际比较可以佐证上述判断，在资本市场实现自由化之后，各经济体的专利总数平均提高13%，专利的平均引用数提高16%。^①资本市场的开放可以通过融资、风险共享和公司治理三个渠道强化对技术创新的支持。第一，资本市场的发展与开放可以为企业提供更多的资金支持，缓解企业的资金约束。第二，海外投资的放开增强本国投资者与外国投资者的风险共享能力，因此促进企业进行更多高风险的技术创新尝试。第三，资本市场自由化会吸引外国投资者持股，更好地发挥监督职能，进而提升公司治理水平，减少机会主义行为，有助于促进创新活动。

不过一个十分严酷的事实是，中国的资本市场虽然经历了将近三十年的发展，在支持经济创新方面的作用仍然十分有限。归纳起来无非是两个方面的原因：一方面，资本市场的相对规模还比较小，股票和债券在非金融企业外部融资中的比重仍然只占到15%；另一方面，现有的资本市场的质量还有待提高，市场机制的运行还有许多缺陷。

第二个方面的问题更为根本，中国的资本市场似乎没有充分发挥应有的功能，这颇有点“橘生淮南则为橘，生于淮北则为枳”的意味。中国的资本市场究竟存在一些什么样的问题，《2018·径山报告》对此做过系统性的分析，主要是四个方面的问题：第一，市场功能不健全，导致市场与监管博弈而不是自我博弈。监管部门对证券发行实行核准制，但仍保留合规

^① 田轩，等. 金融创新支持实体经济创新[R]. 《2019·径山报告》分报告，2019.

性和适销性的实质性标准，而且对新股发行的数量、节奏甚至价格有很强的控制力，等等。第二，市场信用机制不发达，过度依赖国家信用，市场信用的约束不足。从上市公司到证券期货经营机构，均以国有产权为主，相关立法不可避免地以维护国有资产保值增值为出发点，忽略了所有者缺位与代理人风险，不能很好地承担完整的股东责任和社会责任。第三，监管机构与监管功能均不到位，制约资本市场监管效能。金融监管在两个关系上存在较大问题，一是金融监管与金融发展的关系，二是机构监管与功能兼顾的关系。其结果是增加了套利空间，助长了金融风险。第四，监管的行政化难以满足专业化的要求，行业自律不充分，制约资本市场发展活力。监管部门过于行政化、官僚化，无法及时灵活地应对资本市场瞬息万变的复杂形势。^①

这些问题显然都会限制资本市场支持创新的能力。除了证券发行审核偏好国有企业同时强调资产保值增值，单单对持续盈利条件的要求就可能把大多数创新企业关在门外。散户投资者占很大比重，机构投资者相对较少，也会加剧市场的非理性行为和羊群效应，强化资本市场缺乏耐心、过度追求短期回报的特点。有学术研究发现金融分析师的追踪会显著降低企业的创新数量与质量。一方面，金融分析师追踪越多，越容易吸引过多的短期投资者与投机者，从而给企业造成较大的短期回报压力，可能会导致企业削减长期投资和研发支出，造成创新能力下降。另一方面，金融分析师跟踪越多，公司越可能被暴露于被兼并收购的风险之中，使得公司管理层不得不采取防御策略，牺牲企业创新，进行常规的短期投资来提高公司业绩表现。^②

因此，要让资本市场更好地支持经济创新，首先需要提升市场的质量。

① 洪磊，等. 推进资本市场改革[R]. 《2018·径山报告》分报告，2019.

② 田轩，等. 金融创新支持实体经济创新[R]. 《2019·径山报告》分报告，2019.

可以从两个方面入手，一是尽量完善市场机制，减少过度的行政干预；二是尽可能地在创新周期长、失败率高的特点与投资回报短期性的要求之间求得一个平衡。具体的做法包括减少政府的管制，提高市场的开放度；增加机构投资者特别是外国机构投资者的数量，减少不理性的市场行为，在明晰责任的同时培养“容忍失败”的政策与市场环境；大力发展企业风险投资基金与衍生品市场，让更多的有耐心的养老基金和保险资金入市，等等。

除了大力提升市场的质量，对于增加市场的规模，要有一个客观的判断：中国能否大幅提高资本市场在金融交易中的比重，比如明显逼近美国和英国的水平？现在看来这样的想法可能不太现实。发展多层次的资本市场一直是中国政府的既定方针，也于2013年底被写入了十八届三中全会的《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》。但为什么这些年资本市场的发展一直不尽如人意？一个国家的金融体系及其结构是由很多因素决定的，除了政策以外，政治、法制和文化环境同样发挥关键性的作用。否则我们就很难理解，为何德国和日本的金融体系由银行主导，而英国和美国的金融体系则由市场主导。无论看经济发展水平还是看市场经济与民主政治，这两组国家都惊人地相似。但差异也很明显，德国、日本追求集体主义，接受垂直决策，而英国、美国则保护个人权利，推崇分散决策。今天中国资本市场占比确实比较低，但也并不明显地低于德国、日本的水平。按照这个标准看，中国大力发展资本市场的空间其实是相对有限的。

五、商业银行支持经济创新的短板、尝试与困难

既然在可预见的将来，资本市场在中国金融体系中占主导地位的可能性不太大，那么，将来服务于经济发展包括创新活动的金融体系恐怕还是要更多地依仗间接融资渠道特别是商业银行。经济增长从要素投入型转向创新驱动型，意味着未来高端制造业和战略性新兴产业和服务业会变得越来越重要。相比较而言，商业银行在支持不确定性大、投资周期长而且缺乏财务数据、缺乏抵押资产的创新活动方面存在明显的短板，中国一些特殊的政策因

素比如利率管制和对不良的低容忍，都会进一步放大这种困难。另外，如果看一些金融结构与中国类似的高收入经济体，比如德国、日本、法国和意大利等，这些国家已经离国际经济技术前沿非常近，说明它们的金融结构同样成功地支持了创新与产业升级。

欧盟、美国、日本等发达国家和地区的商业银行在服务创新企业与小微企业方面积累了不少好的经验，值得我们认真学习、借鉴。具体的措施很多，归纳起来大概有三个方面：一是营造有利于为创投企业、中小企业提供金融服务的良好环境。很多企业不能很好地获得商业银行的融资服务，是因为它们无法达到商业银行信用评估与风险控制的基本门槛，政府可以采取一些措施弥补这些企业的不足，改善它们的融资环境。美国于1953年成立了专门的政策性金融机构——小企业管理局，主要提供担保帮助小企业获得商业贷款。政府还出台了許多市场化的激励手段，引导银行加强对中小企业的金融支持。欧盟国家则在法律基础上形成了对中小企业提供金融支持的完整体系，通过加强银政合作，为政府主导的中小企业融资计划提供金融支持。

二是银行与企业建立长期稳定的关系，注重加强信息的收集、处理与应用能力。日本“主办银行制”的核心是鼓励和倡导企业和一家主办银行保持合作，以便增加银行对企业的信任，降低信息不对称的问题，在放贷时不再拘泥于抵押和担保，有效降低融资成本。目前，日本大企业融资多元化，与主办银行关系弱化，但中小企业仍然倾向于与当地的银行保持密切关系。日本一些大型银行也纷纷将目光转向初创期、有前景的中小企业。同样，美国商业银行针对中小企业的贷款也呈现出明显的关系型融资特点，社区银行成为中小企业贷款的主要渠道。

三是以科技手段革新银行服务中小企业的专业能力。欧盟大力推进开放银行的实践，要求商业银行对第三方支付服务商开放用户账户信息权限，提供全部必要的API接口权限。美国商业银行则更多地利用发达的信息技术、人与系统的配合，不断优化中小企业融资的业务开发与风控。如富国银行，在服务前端重视网银、手机银行等新兴服务渠道的建设，并建立专门面向中

小企业的服务网站，推出“创业—经营—扩张—商业计划—信贷”的服务链条。在后台管理中建立了内部数据库，对长期积累的小企业客户信息进行大数据分析，为快速高效的授信决策提供支持。

中国的商业银行在支持经济高质量发展方面确实存在一些明显的短板。^①第一，银行体系的独特结构导致了金融供给与需求的严重不匹配，而且竞争激烈与服务不足并存。虽然中国银行业机构的数量庞大，物理网点更是多如繁星，但大银行无论在网点还是在资产方面的占比都非常高，而且银行业务的同质化倾向非常明显，都想把规模做大，都是多元化业务，都想贷款垒大户，也都紧盯公司大户和个人高端客户，而科技企业和小微企业融资难的问题始终无法得到有效的解决。第二，银行信贷审批模式与新兴产业、小微企业特点不匹配。商业银行过于重视抵押物的作用，对于高新技术企业、服务型企业、小微和民营企业等经营主体而言，专利技术、知识产权等“软”无形资产价值较高，“硬”固定资产占比相对较少。无形资产的认定和估值难度较大，致使轻资产企业的融资需求与商业银行重实物的业务方式难以契合。另外，基层信贷员对普惠客户普遍存在“不愿贷、不能贷、不会贷”的思想，依靠大数据控制信贷风险的能力也不足。第三，银行的信贷供给能力跟不上实体经济的融资需求。我国商业银行资产质量压力不断增大，不良贷款新增维持高位，冲销过程十分缓慢，约束了商业银行支持实体经济的能力。最近监管部门着力整治影子银行，迫使一部分表外业务“回表”，但很多商业银行缺乏持续、有效的补充资本金的方式，信贷业务也没法扩张。

不过最近几年来，随着实体经济的需求变化和政府政策的引导支持，商业银行不断改变经营理念、创新服务模式。2017年以来国内主要商业银行都成立了普惠金融事业部，遵循商业可持续的原则，转变过去在“三农”和小微领域的经营理念和模式。一些银行设立了专门支持创新活动的组织架构，比如科技支行。还有的提供包括在线会计和报税、在线进存销和订单管理、

^① 杨凯生，等. 商业银行如何通过转型支持经济高质量发展[R]. 《2019·径山报告》分报告，2019.

在线融资等一系列供应链金融服务。历来一直支持科创企业的投贷联动业务也发展出多种模式：一是商业银行与外部风投机构合作，二是商业银行参控股投资子公司，三是商业银行与其他机构共同发起成立股权投资基金，再凭借股权投资基金平台对外进行股权类投资。

在信贷业务方面逐步形成了依靠业务团队深耕模式、“信贷工厂”模式和基于大数据的数字金融模式。深耕模式的关键是服务网络下沉和充足的客户经理资源，贷前以“人海战术”+“熟人网络”对小微企业深入了解和密切跟踪，贷中基于丰富信息和业务经验进行评估和决策，贷后管理仍由客户经理负责。深耕模式的代表是浙江台州的三家商业银行——泰隆商业银行、台州银行、民泰商业银行。“信贷工厂”模式起源于新加坡的淡马锡，通过构建专业化的组织架构，形成较为完整的流程体系和相对独立的业务考核单元，这样可以对小微企业实现精确风控和差异定价，模式化、标准化的审批流程提高了放款速度。“信贷工厂”模式的代表是民生银行。大数据模式则是依靠现有大数据和客户源，实现数据采集、拓客、信用评价、放款和汇款全流程自动化。大数据模式的代表是浙商银行、网商银行和新网银行。

商业银行虽然做了不少创新，但在有效支持经济高质量发展方面依然面对许多障碍与困难：第一，利率市场化尚未完成最后一跃，难以通过创新实现风险与收益的匹配。虽然我国名义上存贷款利率已经进入市场化定价时代，但央行仍然在利率定价过程中发挥重要的影响。目前银行还无法实现对小微企业的自主浮动定价来对风险进行补偿，所以更愿意选择与大型企业、国有企业合作。第二，地方政府和国有企业的管理相对规范，信息相对透明，致使银行的风险偏好易形成惯性思维。很多中小企业产权单一、规模较小、业务领域较窄，经营行为往往比较短期化，抵制市场风险的能力弱。一旦发生风险，频繁发生逃避、悬空银行债务的情况。第三，信用体系不够完善，担保体系建设不到位。数据缺乏并且不规范，影响中小企业的信用档案的建立。截至2017年底，我国企业征信系统共收录2510万户企业及其他组织的信用信息，其中中小企业不足300万户。目前虽然已经形成了政策性、商业性和互助性三类担保机构，但普遍存在筹措资金难度大、资金来源不稳定

和银行认可度低等问题。第四，商业银行多元化融资的创新空间相对较小。比如与轻资产企业融资需求更相适应的股权投资领域，商业银行很难进入。银行多采用银证信、银基合作和境外平台绕道等方式，但存在交易链条长、合作管理难度大、业务成本和合规压力大等问题。

六、影子银行以错误的方法做正确的事情

理解过去十年来影子银行业务快速发展的一个重要背景，就是转型中的实体经济的许多需求没有得到很好的满足。所以创投企业融资、农户投资理财和地方政府筹集建设资金，往往都需要依靠影子银行，这实际上是正规金融部门特别是资本市场和商业银行金融服务功能不健全所造成的。因此说，“影子银行是用错误的方法做了一件正确的事情”。^①一方面，它实实在在地为实体经济提供了金融服务，弥补了正规金融部门服务的不足。另一方面，影子银行规避监管，一些交易人为地放大金融风险，确实给金融稳定造成较大的隐患。分析中国的影子银行，要两个方面放在一起看。

根据中国人民银行的定义，中国的影子银行是指从事金融中介活动，具有与传统银行类似的信用、期限或流动性转换功能，但未受合理监管的实体或准实体。^②影子银行的定义可以包含三个层次，第一个层次为狭义口径，按照是否接受监管为依据进行界定，主要包含非金融牌照业务下的小额贷款、融资担保、P2P网络贷款、无备案私募股权基金、第三方理财及民间借贷；第二个层次为中等口径，既包含狭义口径下的产品，又包含金融牌照业务下的信托、理财、货币市场基金、资产管理、资产证券化、股票融资、债券融资等；第三个层次为广义口径，既包含中等口径的产品，又包含银行表外非传统信贷业务（银行承兑汇票、信用证、应付代付款项、贷款承诺等）和银行

① 肖钢，等. 中国影子银行的治理与创新[R]. 《2019·径山报告》分报告，2019.

② 中国人民银行调查统计司与成都分行调查统计处联合课题组. 影子银行体系的内涵及外延[J]. 金融发展评论，2012（8）；胡滨. 中国金融监管报告（2014）[M]. 北京：社会科学文献出版社，2014.

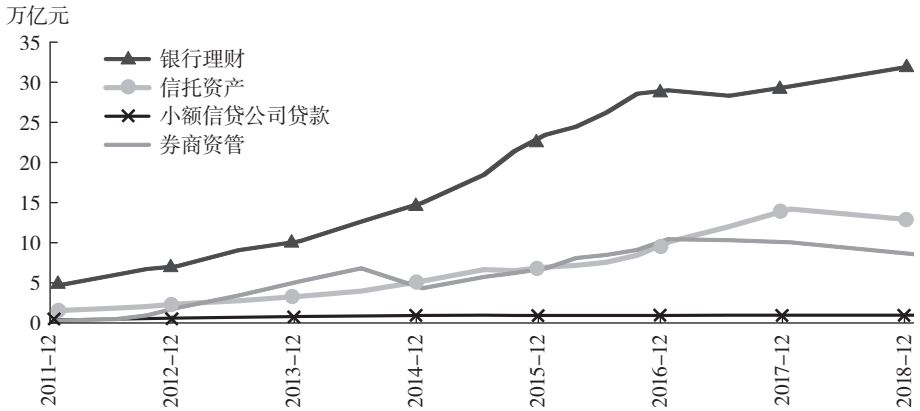


图2 2011—2018年影子银行发展情况

资料来源：肖钢，等. 中国影子银行的治理与创新[R]. 《2019·径山报告》分报告，2019.

表内非传统信贷业务（标准化及非标准化投资、同业、非生息资产、存放央行款项等）。

国外的影子银行主要以非银行金融机构为主，而我国的影子银行则是由银行发挥主导作用，因此被称为“银行的影子”。第一，资金主要来源于银行，资金主体仍是储户的储蓄资金。过去储蓄都放在银行，但银行的存款利率非常低，经常跑不赢通胀。银行理财产品的吸引力就很大，特别是在刚性兑付打破以前。因此相当一部分银行资金通过银行理财产品、信托基金、民间借贷等方式进入了影子银行。第二，资金主要投放于银行的客户。受制于监管部门的严格控制，包括行业管制、月度信贷额度监管、资本充足率监管甚至利率管制等，银行无法很好地服务实体经济。而银行表外业务的开展，既可扩展贷款规模，又可满足监管要求，实现了银行降低风险资产、提高资本充足率的目标，具有一定瑕疵、不能完全满足商业银行信贷要求的企业也融到了资金。第三，银行发挥主导作用，券商、信托等公司仅发挥通道的功能。这主要是因为商业银行在我国的金融体系中一枝独大，在资金规模、分支机构、客户资源方面具有绝对的优势。

影子银行对实体经济的支持，集中在两个方面，一是企业的融资需求，二是家户的投资需求。实体经济中的民营企业尤其是中小微企业、产业政策限制投资的行业、地方基建项目等领域都有较大的融资需求，而传统的间接融资和直接融资市场均无法满足这些需求，影子银行资金通过各种渠道流入这些行业，满足了这些融资需求、支持了实体经济发展。与此同时，理财产品能提供比储蓄存款更高的收益水平，而且流动性好，投资者的资金可以在活期账户与投资理财账户之间频繁快速转换。这种居民存款“理财化”不但满足了居民的投资需求，一定程度上也推进了存款利率市场化的进程。

影子银行确实造成了不少风险，包括资源错配风险、资金空转风险、期限错配风险和刚性兑付风险等。大量的资金流向了地方融资平台、房地产企业以及“两高一剩”行业，助长了盲目投资和产能过剩现象。为了规避监管，理财产品往往“多层嵌套”、“层层包装”，甚至“脱实向虚”，增加了系统性金融风险。理财产品多以资金池的方式运作，负债端一般以一年期以内的产品为主，资产端的期限则往往为3~4年，容易造成潜在风险。刚性兑付不仅助长投机心理，还抹杀不同项目之间的风险差异，最后放大了银行体系的风险。

正因为如此，2017年以来，资管新规及一系列的金融严监管政策出台，其目的也是为了化解金融风险。目前看这些政策已经初步见效。2018年末银行非保本理财产品的余额为22.04万亿元，与2017年末的22.17万亿元和2016年末的23.11万亿元相比，稳中有降。影子银行资金的回表，一方面规范了过去影子银行资金体外循环、脱实向虚、逃避监管等问题，另一方面也加大了正规金融渠道对实体经济的支持力度。同业理财资金规模从2016年末的5.99万亿元下降到2018年末的1.1万亿元，缓解了“资金空转”的现象。2018年共发行净值型理财产品4481只，同比增长278.8%，而保本理财产品则持续萎缩。总结起来看，影子银行正在经历一个重要的转型过程，一是产品转型，从预期收益型产品转向净值型产品，减少保本理财产品。二是风控转型，全面重塑资管业务的风险管理体系，六大国有银行理财子公司纷纷组建，股份制银行和城商行也陆续跟进。三是销售转型，加快合格投资者培育，夯实客户基础。

但影子银行的整治也造成了一些新的问题。关键是“一刀切”的做法，

没有很好地将影子银行规避监管、诱发风险的属性与服务实体经济、弥补正规融资渠道不足的属性区别开来。比如从2017年到2018年，影子银行交易减少了6.5万亿元，银行信贷增加了2.9万亿元，两者一综合，实体经济的融资规模净减少了3.6万亿元。由此造成了民营企业融资环境急剧恶化、固定资产投资增速断崖式下跌，进而拖累了GDP增长。更重要的是企业融资成本明显上升，2018年金融机构贷款利率上浮的比例明显提高、维持基准利率和下浮的比例明显下降。银行贷款和债券发行更加偏好评级更高、风险更小的国有企业和政府平台，加剧了民营企业融资难、融资贵的问题，同时也加剧了金融市场的不稳定：在债券市场上，民营企业债券违约增多，新债发行困难，信用危机显现；在股票市场上，大量民营企业进行了股票质押，而股市持续下跌使得质押风险暴露。

七、中国的数字金融引领全球普惠实践

中国数字金融的发展始于2004年12月29日阿里巴巴的支付宝上线，但一般认为高速发展期是从2013年余额宝运行开始的。中国数字金融的快速成长在逻辑上与影子银行的扩张有许多相似之处，一方面，传统金融部门存在许多供给不足的问题，特别是在服务小微企业与低收入人群的普惠领域；另一方面，基于这些业务形态为实体经济提供了真实的金融服务，监管采取了相对容忍的态度。比较独特的因素是数字技术的快速发展，特别是智能手机的普及、大数据的形成以及云计算的运用。数字金融的高速发展期始于2013年而不是2004年，也跟数字技术的进步直接相关。数字金融通常指的是利用数字技术为金融问题提供解决方案的产品、业务与平台，这个概念与互联网金融或金融科技有一定的重复度，但它更加全面地覆盖新型互联网公司支持金融服务和传统金融机构利用数字技术两个方面的实践。常见的业务形态包括移动支付、网络贷款、数字保险、智能投顾、网络众筹及加密货币等。^①

^① 黄卓，等. 数字金融创新支持高质量经济增长[R]. 《2019·径山报告》分报告，2019.

到目前为止，中国做得最成功的应该是移动支付和网络贷款，数字保险的规模也不小，智能投顾基本处于尝试阶段，网络众筹没有做起来，加密货币的发行与交易平台被官方禁止了，虽然央行在紧锣密鼓地推出央行数字货币。两大支付工具支付宝和微信支付各自拥有数亿活跃用户，几乎覆盖了所有日常生活的场景。三家网络银行虽然建立时间不长，但也做得风生水起，每家每年新发的贷款笔数都到了千万级。可以说，中国的数字金融已经成为全球的一面旗帜。根据北京大学数字普惠金融指数，2011年各省级指数的中位值为33.6，2015年增长到214.6，2018年则进一步增长到294.3，2018年省级指数的中位值是2011年的8.9倍，平均年增长36.4%。

不过数字金融更加突出的贡献在于其普惠性。2018年数字普惠金融指数得分最高的上海市是得分最低的青海省的1.4倍。而传统普惠金融指数中，2013年得分最高的上海市是得分最低的西藏自治区的2.8倍。同时随着时间的推移，领先地区（东南沿海）与其他地区之间的发展差距在明显缩小，省级（市级）数字普惠金融指数的收敛系数从2011年的0.44（0.34）下降到2018年

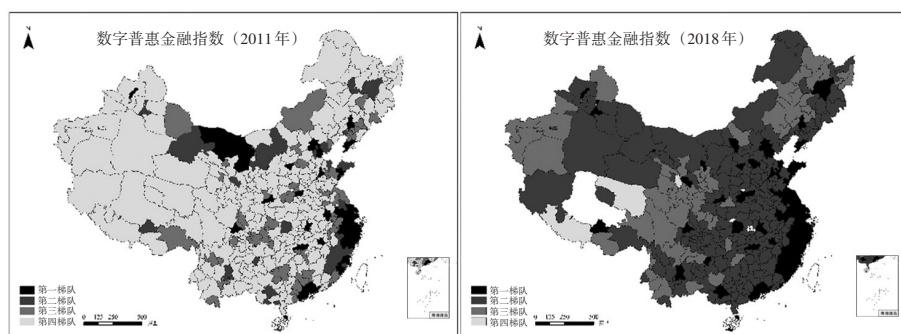


图3 2011年和2018年城市数字普惠金融总指数相对排序

数据来源：郭峰等（2019）。^①

注：台湾、香港、澳门地区和部分其他城市缺少数据，因此为白色。

^① 郭峰，王靖一，王芳，孔涛，张勋，程志云. 测度中国数字普惠金融发展：指数编制与空间特征[J]. 经济学季刊，2019.

的0.09 (0.10) (见图3)。经济地理学家胡焕庸在1934年发现,如果在中国的地图上,从黑龙江的黑河到云南的腾冲之间画一条线,线的右边只占到全国国土面积的40%多,却养活了全国超过90%的人口。过去几十年这些数字可能有所变化,但大的格局并未改变。但数字普惠金融的地区分布图表明,2018年数字普惠金融已经明显地突破了这条“胡焕庸线”。而且在过去七八年,线的左边地区数字普惠金融的发展速度远远超过线的右边地区。

数字金融的发展对于支持经济高质量发展已经发挥了实实在在的作用。一方面,大数据风控使得许多小微企业可以获得融资,支持业务发展,这在过去传统的商业银行是不可能做到的;另一方面,老百姓可以通过各种网络投资基金进行理财、投资,过去他们因为资金数量少,达不到投资的门槛。因此,数字金融发展的好处,并非仅仅增加了生活的便利性,更重要的是带来了许多根本性的变化。比如,已经有实证研究表明,数字金融的发展有利于实现包容性的增长:能够帮助提升家庭收入,农村低收入人群得益更加突出;更有助于帮助农村居民而不是城市居民创业;也能够改善农村内部的收入分配结构。

微众银行、网商银行和新网银行等几家网络银行的平台很好地展示了利用大数据分析做信用分析的突破性创新。根据许多小微企业和个人缺乏财务数据、缺乏抵押资产的现实,创造性地利用其的“数字足迹”做信用评估,这些数据可能来自社交媒体、网络购物或者其他互联网平台。现在这几家网络银行每家每年几乎都能发放1000万笔贷款,这些银行的员工很少,多的也就2000人,绝大部分都是科技人员,不跟客户见面。网上银行形成了所谓的“310”模式:3分钟申请、1秒钟钱到账、0人工干预。我们有研究发现,利用机器学习和大数据分析的方法做信用评估,甚至比传统商业银行利用财务数据的方法还要可靠。原因可能在于前者看的是“行为”,而后者反映的则是“历史”。而且几家银行的不良率都非常低,最高的也就1.5%。在如此大规模的基础上依靠大数据做风控,可以说是中国数字金融领域对普惠金融发展的世界性贡献。

当然,监管的宽容立场也造成了不小的风险,在相当长的时间内,一些

领域的数字金融基本上是野蛮生长，个体网络借贷平台（P2P）就是一个突出的例子。从2007年第一家平台上线，后来曾经先后出现过近6000家各式各样的平台。第一家平台拍拍贷的模式是从国外引入的，主要是做信息中介，不做信用中介。但很快平台就发现在中国这样一个信用体系不发达、信用文化不健全的国度，真正的P2P平台其实很难生存，因此就开始尝试各种“新”的做法，包括设资金池、做增信等。但个体借贷信息不对称的程度非常高，平台既无法防范逆向选择，也不可能消除道德风险。还形成了许多“黑产业”，对平台“薅羊毛”甚至恶性挤兑，最后绝大部分平台都出了问题。反思P2P行业的发展历程，最大的教训是监管缺位，没有做到监管全覆盖，既没有设置行业的准入门槛，也没有规定业务的规范模式，最后搞成鱼龙混杂的局面，而且劣币驱逐良币。

无论从哪个角度看，中国的数字金融业务都还处于幼稚产业的状态，远未成熟。第一，不少数字金融业务刚刚经历过野蛮生长的阶段，这些业务形态是不是真的有长期的生命力，还有待观察。在总体信用文化薄弱、征信体系不发达的环境里，大部分P2P平台应该做不到纯粹的信息中介。同样，智能投顾是一个具有重要潜力的行业，但业务模式远未成熟。第二，中国的数字金融尚未经历过完整的金融周期的考验。一些网络银行以机器学习和大数据分析的方法做风控，目前看效果不错。将来一旦经济、金融环境发生大的动荡，这些风控模型是否依然可靠还有待时间的检验。数字保险行业也面临同样的问题。第三，数字金融对金融体系的影响还有待进一步的分析与理解。比如网络贷款大多是无抵押的信用贷款，这就相当于取消了伯南克所称的“金融加速器”，可以增强金融稳定性。但数字金融的特点就是快速反应而且传播人群和区域都非常广阔。

当前的中国数字金融正在从过去的野蛮生长走向新的2.0时代，而这个新时代的一个基本特征应该是监管全覆盖，需要有明确的进入门槛，设置具体的资质要求，同时规定稳健的运行规则。在这样一个新的发展时期，很可能会出现擅长做金融的专注做金融，而擅长做技术的专注做技术的局面。未来也许传统的金融机构会在数字金融领域发挥更加重要的作用，同时一些互联

网公司可以专注为金融决策提供技术解决方案，而不一定要亲自去提供金融产品或者服务。最近蚂蚁金服将自我定位从 FinTech 转向 TechFin，就是决心向金融机构开放技术平台。京东金融改名京东数科，应该也是出于同样的考虑。而建设银行、平安保险、广发证券以及其他很多传统、非传统金融机构则可以利用数字技术更好地解决金融决策中的难题，提供更好的金融产品与金融服务。

八、人民币国际化再出发

如果说前面讨论的几个话题都是国内不同金融部门的问题，人民币国际化则主要是对外金融关系，而且更加宏观。但人民币国际化对经济高质量发展至关重要，一方面，只要有利于人民币国际化再出发的政策也都是有利于经济高质量发展的政策；另一方面，人民币国际化本身也能够支持高质量发展。^①人民币国际化可以推动金融服务质量的提升。一是人民币国际化要求更大力度的金融开放，包括金融服务业与金融市场的开放。^②国际经验表明，引进外资银行可以增加竞争、引进先进技术，提升国内银行的效率。而开放资本市场则可以通过引进国外的机构投资者，促进企业的创新活动。二是人民币国际化必然要求国内的一些经济政策与制度跟国际接轨，进一步市场化、进一步开放，比如透明和可预期的政策框架、有效的政策传导机制及完善的产权与知识产权保护 and 法治等，这些也都有利于提升国内经济发展的质量。三是人民币国际化本身可以帮助降低国际收支中的货币错配，走出新兴市场经济货币的“原罪”，^③增加应对金融风险的手段和政策空间，同样有助于经

① 郭凯，等. 人民币国际化再出发[R]. 《2019·径山报告》分报告，2019.

② 《2017·径山报告》集中探讨了中国的金融开放问题，不过当时没有专题分析人民币国际化问题。见：径山报告课题组. 中国金融开放的下半场[M]. 北京：中信出版社，2018.

③ 新兴市场经济的货币原罪是指这些货币不是国际货币，无法用于国外借款甚至国内长期借款，导致国内投资出现货币错配（以美元融资）或期限错配（以短期资金为长期项目融资）。

济实现可持续增长。

既然讨论再出发，首先需要回顾并评价过去一段时间的人民币国际化的进程与措施。如果把2009年作为人民币加速国际化的起点，过去这十年来已经取得了许多了不起的成绩，人民币在国际市场上支付、储值 and 计价的功能都有了很大的拓展，人民币离岸市场也形成了一定的规模，2016年底人民币加入国际货币基金组织（IMF）的特别提款权（SDR）篮子更是一个历史性的成就。但过去十年的历程中起伏也很明显，尤其是在2015年中之后出现了一定程度的回头（见图4）。当时的一个触发因素是央行对中间价定价机制进行市场化改革，但由于人民币本来就面临贬值压力，市场又在一定程度上误读了上述改革措施，最后形成了进一步贬值的预期，也强化了资本外流的压力。央行采取了一

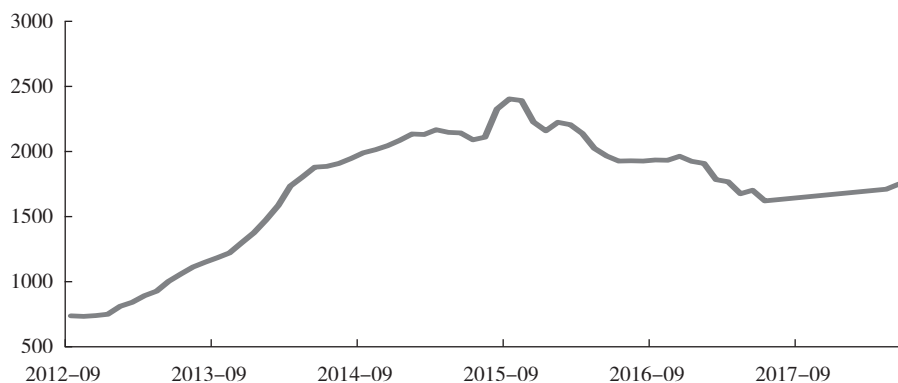


图4 渣打银行人民币国际化指数

数据来源：Wind。

些举措稳定汇率，对之前支持人民币国际化的部分政策形成了抵消作用。

人民币国际化发展过程中暴露出的缺陷和问题值得深入总结。一是前期人民币国际化更多是需求拉动的追赶型国际化，重在顺应国际金融危机之后蓬勃发展的市场需求。我国在金融市场发展开放、金融机构国际化、支付清算体系等金融基础设施建设、制度规则国际接轨等货币国际化的“家庭作业”准备并不到位，对人民币国际化的供给侧支持力度不足。二是人民币国际化

需要与多项制度、政策和改革措施更紧密地统筹协调。深化金融改革开放是因，人民币国际化是果，人民币国际化很大程度上反映了相关改革和政策的结果。更好地统筹协调需要更准确地定位人民币国际化，而不是将其置于政策制定的从属地位。三是企业和居民在人民币国际化中的获得感有待提升。国际货币具有“国际化水平越高，收益越大”的特点，从当前的人民币国际化程度看，企业和居民有明显的福利改善，但总体看还是有限的。

既然人民币国际化是一个顺势而为的追赶过程，我们就应该充分地认识到，人民币与主要国际储备货币相比确实还存在相当大的距离。主要储备货币发行国通常有以下几个共同特点：一是不仅具备较强的硬实力，即人均收入、经济体量等方面，也具有较强的软实力，即政策和制度环境方面。二是通常具有稳定开放的宏观经济、开放发达的金融市场、具备国际竞争力的金融机构。三是在货币的计价、支付和储值三大职能上全面发展，没有明显的短板。四是货币均有大量的离岸使用和交易。这些其实也是将来人民币国际化能否最终成功的重要决定因素，当然也意味着人民币国际化可能会是一个相对长的过程。

人民币国际化再出发，符合中国构架全面开放的新格局的大方向，也可以支持经济高质量发展。可以考虑把人民币国际化再出发当作推动实现经济高质量发展的一个重要手段。但在推进的过程中，需要量力而行，适合走多远就走多远，切忌拔苗助长。其实应该把政策的重点放在为人民币国际化创造必要的条件上，可以参照主要储备货币发行国推进改革、创造条件。人民币汇率政策的改革应该尽快提上议事日程，汇率不灵活，将来说不定还会对人民币国际化造成掣肘。当然，不灵活的汇率体制也是跟国际货币的本义不符的。与此同时，还应该采取适当的步骤防范风险、支持金融稳定。人民币国际化既有收益也有成本。一个潜在的问题是人民币国际化要求进一步的金融开放，如果国内的金融市场以及监管体系不够稳健，外部冲击很容易影响国内的金融稳定。确实有不少发展中国家过早地开放金融市场与跨境资本流动而酿成了金融危机。但这可以通过有序推动金融改革开放、完善审慎管理框架以及更好的监管方式加以缓解。同时，也要防范在人民币国际化的过程

中对储备货币地位的滥用，避免过度举债等不审慎的行为。

九、主要政策建议

在实行改革开放政策四十年以后，中国经济迎来了一系列重大的转折。首先，中国已经达到中高收入水平，失去了持续多年的低成本优势。其次，人口老龄化已然到来，目前每年劳动年龄人口减少800万人、老龄人口增加1200万人。最后，全球化趋势停顿甚至逆转，中国经济增长对外部市场、资本与技术的依赖度必然会降低。未来中国经济能不能实现高质量发展，取决于经济增长模式能否平稳地从要素投入型过渡到创新驱动型。高质量发展的主要特征是生产要素的高效率与经济活动参与者的高收益，最终目标是实现可持续的增长。

增长模式转型要求金融模式转型。中国的金融部门从改革初期的单一机构到今天机构繁多、资产庞大的体系，经历了翻天覆地的变化。与各国的金融体系相比，中国的体系有两个突出的特征，一是较高的金融抑制水平，即政府对金融体系的干预比较多，二是银行在金融体系中占绝对主导。这个金融体系在过去几十年并没有妨碍中国在改革期间实现经济高速增长与金融基本稳定：第一，其实金融抑制的水平一直在缓慢下降；第二，在市场机制不健全的经济体中，适度的金融抑制反而可能是有益的；第三，这个金融体系比较适应当时的增长模式，受政府干预的商业银行擅长支持大型企业、制造业和粗放式扩张，因为它们的风控方式基本上就是看财务数据、看抵押资产、看政府担保。

可惜的是，这样一个曾经有效的金融体系现在却无法再有效地“支持实体经济”。首先，很多轻资产、小规模的创新型企业和民营企业变成了经济创新的主力，它们却无法获得有效的融资服务，因为它们往往缺乏财务数据、没有抵押资产、也不享受政府担保。其次，人口老龄化和储蓄率下降，提高了家户对资产性收入的需求，但他们却找不到合适的投资渠道。最后，政府也缺乏恰当的市场与工具去筹集大量的资金支持公共服务。这些正是最近十

年各种民间金融创新如影子银行、数字金融层出不穷的重要原因。

支持高质量经济发展，就要求有一个高质量的金融体系，一个最重要的挑战是如何支持经济创新、实现可持续增长。金融创新就要平衡创新活动周期长、不确定性高和投资要求短期回报之间的关系。金融的理念与实践都需要创新：一是增加资本的耐心，二是革新风险管理方法，三是在明确责任的前提下容忍失败。高质量金融体系的基本条件是合理配置金融资源、有效管控金融风险，为企业、家户和政府提供良好的金融服务。

基于本报告的分析，提出如下政策建议：

第一，营造支持创新的政策、制度与法律环境，保护知识产权，落实竞争中性，完善破产、重组的法律体系，实现市场出清。

创新需要一个良好的法律与市场环境，一方面，旧的不能退出，新的很难形成。资源被大量的僵尸企业占有，就会影响对创新企业的投入。另一方面，如果不能很好地保护知识产权，创新也会失去动力。支持创新的第一步就是要强化市场纪律，将有限的资源配置到最关键的创新活动中去。

第二，积极构建适合支持经济高质量增长的“最优金融结构”，发展多层次的资本市场，推动金融机构更好地为创新活动和中小企业服务。提供良好的金融环境与基础设施，包括落实竞争中性、推进利率市场化和建设良好的信用体系。

当前金融体系的一个基本问题是供给与需求错配。因此，金融改革的一个目标应该是打造适合新的经济增长模式的“最优金融结构”，不过关注点应该放在金融功能而不是机构组成。好的资本市场有利于支持新时期的增长，但间接融资渠道特别是银行支持创新企业与小微企业，也有很多成功的先例。同时，政府应该努力为金融创新提供更好的外部环境：一是实现公平竞争，消除对民营企业的体制性歧视；二是推进利率市场化，让金融机构实现市场化的风险定价；三是利用财务数据、数字足迹和官方信息构建新的信用体系，增强金融机构信用评估与风险控制的能力。

第三，减少政府对资本市场的直接“管控”，降低政策不确定性。加大系统性的市场开放，引进更多的机构投资者。提高资本的耐心，在明晰责任的

前提下培育“容忍失败”的创新环境，为创新型企业提供更加丰富的金融工具、激励机制和制度安排。

市场化、开放、机构投资者主导的资本市场有利于企业创新 and 家户投资，中国的资本市场改革首先要改变干预过多、散户当道、开放度低的现状，监管要维持市场秩序，不要过多地关注资产价格，监管政策更不要朝令夕改。同时，采取更为系统性的开放策略，引进国外的战略投资者。鼓励设立母基金，支持企业风险投资，发展有利于风险管理的衍生品市场，引入保险与养老等资金规模大、投资期限长的基金，甚至减少创新企业的信息披露的频率，这些做法都会有助于缓解创新型企业业绩的短期性与创新的长期性之间的矛盾。

第四，进一步探索银行与资本市场的联动，推动服务模式向“商行+投行”转型。利用软信息，深耕小微企业客户群。利用金融科技手段，创新风控手段，建设开放银行。设立支持科技创新企业与小微企业发展的政策性银行。

商业银行应该更主动地转型，支持经济高质量发展。客户战略上要加强客群细分与客户研究，实现对于中小企业客户信用风险与内部操作风险的有效防范。在风险可控的前提下，鼓励银行对接多层次的资本市场，将商业银行的资金对接各类投资机构，或者利用核心企业的供应链开展金融服务。以“线下软数据+线上大数据”提高商业银行的风险评估能力。监管部门应该出台开放银行政策和标准，建立行业规范，商业银行可在认真权衡的基础上选择适当的构建开放银行的模式。最后，建议借鉴德国复兴银行和日本政策金融公库股份有限公司等的做法，探索设立中国小微企业政策性银行，有针对性地支持民营、小微企业的金融需求。

第五，把握好整顿影子银行的节奏与力度，减少催生影子银行的政策扭曲，对各类资管产品的监管标准要统一，减少监管套利。加强私募股权净值型产品的销售，增加市场的长期资金。鼓励金融机构提升整体资产组合的风险监控与风险管理能力。

“资管新规”规定过渡期为2020年，但目前看来压力很大，商业银行缺

乏足够的资本金，部分非标产品难以转标，还有一些宏观影响需要充分考虑。建议适当延长整改过渡期。监管机构对公募和私募的划分要统一标准，协调监管措施，理顺对理财子公司的监管。原本由银行通过理财资金错配和结构化配资流入私募股权市场的资金，因资管新规出现了断流，对股权投资、创业投资造成较大冲击，应考虑设计制度安排，让风险偏好较高、投资期限较长、具有较强风险承受能力的投资者通过净值型产品投资股权投资基金和创业投资基金，增加长期资金供给。管理资产的金融机构应加强流动性风险管理和信用风险管理，完善风险补偿机制，逐步提高风险拨备计提水平，并加强整体资产组合的风险监控。

第六，尽快实现监管全覆盖，规范数字金融的业务模式与行为。积极平衡大数据收益与个人隐私、大科技公司效率与垄断之间的关系，并推动智能手机、大数据和云计算在整个金融部门中的稳健运用，支持创新驱动的经济高质量发展。

虽然大科技平台和网络银行利用数字技术在提供普惠金融服务方面取得了举世瞩目的成就，但它们也引发了一系列的新问题：大数据归谁所有？大科技平台会不会成为歧视金融消费者的新的垄断工具？野蛮生长的局面应该尽快终止，代之以一整套完整的准入门槛和行业规范。政府也应该积极推动所有的金融机构运用数字技术解决金融难题，支持创新，除了推动已有的一些商业模式如移动支付、网络贷款和数字保险等，也可以支持开放银行的实践，鼓励资本市场利用数字技术连接更多的市场参与者、提供更好的市场信息。

第七，将人民币国际化作为中国金融开放之锚，构建透明、稳健的货币政策框架与汇率体制，从正面清单管理向负面清单管理转变，构建合理的金融市场与金融机构体系。大力强化人民币的计价功能。

推动人民币国际化要有战略耐心，不设时间表。着力创造适合人民币国际化的政策环境、市场环境和制度环境，同时支持经济高质量发展。货币政策存在目标多、工具多的特点，不利于公众理解，也会影响市场沟通的效率。人民币汇率体制既不是固定汇率，也不是完全的浮动汇率，影响投资者

对汇率的预期。资本市场开放采取通道式的做法，影响了便利性与可预期性。金融开放实行负面清单，实现“非禁即入”，改变过去那种“管道式”、“碎片化”、“个案式”的开放方式，实行整体协调的对外开放。以大宗商品为突破口推动人民币计价功能的发展。

第八，构建适应金融创新的监管体制，平衡创新与稳定之间的关系，适应金融创新跨行业、跨区域、新技术的业务特征，加强监管协调、功能监管与监管科技。在监管政策的执行中，要防止“一管就死、一放就乱”的现象一再重演。

当前的金融创新具有许多新的特征，比如混业经营已经成为客观现实，利用数字技术的交易，风险传导的速度和范围已经彻底改变。传统的分业监管的做法已经很难有效控制甚至有效监测金融风险，因此，应该考虑混业监管的做法，起码应该进一步加强功能监管与监管科技的作用。可以学习国外金融科技领域“监管沙盒”的做法，对于金融创新实践发放有条件的牌照，密切观察。这样既能支持创新，又能防范风险。在监管政策的实施过程中，要尽量淡化行政性的特点，突出市场化、专业性，避免“一刀切”和“运动式”的做法，防止“一放就乱、一管就死”的现象一再重演。

Promote High Quality Development with Financial Innovation

HUANG Yiping

(Peking University)

Abstract: China's financial sector has undergone earth-shaking changes in the past decades, from the form of single institution in the early phase of financial reform, to a complicated system with a large number of institutions and large assets to the present. This financial system has supported China's rapid economic growth and basic financial stability in the past few decades, but now it can no longer effectively "support the real economy". Whether the Chinese economy can achieve high-quality development in the future depends on whether the economic growth model can smoothly transition from "factor input" to "innovation-driven". The transformation of the growth model requires the transformation of the financial model. In order to better support the high-quality development of the economy, the research team proposed eight policy recommendations.

Key words: Financial Innovation, High Quality Development