

【“互联网金融”专题】

潘功胜：互金行业自律规范发展有利于提高监管弹性和有效性

曹 彤：互联网金融的演绎趋向及自金融的内在逻辑

贲圣林：如何拥抱众创时代的“互联网+”？

陈卫东：促进我国互联网金融健康发展的几点建议

【会议实录】

货币金融圆桌会议·2016 春

【《新资本论》连载】

系列三十七：卷一·第六章 虚拟经济和实体经济分道扬镳（一）

系列三十六：卷一·第六章 虚拟经济和实体经济分道扬镳（二）

IMI 顾问委员会

Edmond Alphandery

Yaseen Anwar

Steve H. Hanke

Robert A. Mundell

Li Ruogu 李若谷

Li Yang 李 扬

Pan Gongsheng 潘功胜

Su Ning 苏 宁

Wang Zhaoxing 王兆星

Xia Bin 夏 斌

Joseph C.K. Yam 任志刚

IMI 学术委员会

主席

Chen Yulu 陈雨露
(以姓氏拼音为序)

Ben Shenglin 贲圣林

Cao Tong 曹 彤

Chen Weidong 陈卫东

Ding Zhijie 丁志杰

Robert Elsen

Tomoyuki Fukumoto

Guo Qingwang 郭庆旺

Hu Xuehao 胡学好

Il Houng Lee 李一衡

Ji Zhihong 纪志宏

Jiao Jinpu 焦瑾璞

Jin Yu 金 煜

Jaya Josie

Rainer Klump

Liu Jun 刘 珺

Lu Lei 陆 磊

David Marsh

Juan Carlos Martinez Oliva

Herbert Poenisch

Qu Qiang 瞿 强

Alain Raes

Alfred Schipke

Anoop Singh

Wanda Tseng 曾颂华

Tu Yonghong 涂永红

Wang Yongli 王永利

Wei Benhua 魏本华

Xiang Songzuo 向松祚

Xuan Changneng 宣昌能

Zhang Jie 张 杰

Zhang Xiaopu 张晓朴

Zhang Zhixiang 张之骥

Zhao Haiying 赵海英

Zhao Xijun 赵锡军

Zhou Daoxu 周道许

IMI 管理团队

所长

Zhang Jie 张 杰

Cao Tong 曹 彤

执行所长

Ben Shenglin 贲圣林

副所长

Xiang Songzuo 向松祚

Tu Yonghong 涂永红

Song Ke 宋 科

中国人民大学 国际货币研究所简介

中国人民大学国际货币研究所(IMI)成立于2009年12月20日,是专注于货币金融理论、政策与战略研究的非营利性学术研究机构 and 新型专业智库。研究所秉承“大金融”学科框架和思维范式,以“融贯中西、传承学脉、咨政启民、实事求是”为宗旨,走国际化、专业化和特色化发展道路,在科学研究、国际交流、科研资政以及培养“能够在中西方两个文化平台自由漫步”的国际金融人才等方面卓有成效。

Established on December 20, 2009, International Monetary Institute (IMI) is a non-profit academic institution and think tank focusing on research on monetary finance theory, policy and strategy. Taking the discipline framework and thinking model of “the General Theory of Macro-Finance”, IMI follows the principle of connecting East and West, linking up academic studies, serving government and public, and seeking truth from facts. Aiming to build a world-class think tank focusing on the studies on international financial theory, strategy and policy in an international, professional and featured approach, IMI has been proved very fruitful in promoting academic exchanges, serving society, facilitating practices of financial reform at home and abroad and facilitating cultivation of financial talents “who are able to flexibly move between the East and West cultural platforms.”



IMI

更多精彩内容请登陆国际货币网
<http://www.imi.org.cn/>



互金行业自律规范发展有利于提高 监管弹性和有效性

潘功胜¹

近年来，在大数据、云计算、移动互联网等信息技术快速发展的推动下，以互联网支付、网络借贷（P2P）、股权众筹融资等为代表的互联网金融快速发展，业务形态日趋多元化。互联网金融在提高金融服务效率，降低交易成本，满足多元化投融资需求，提升金融服务普惠性和覆盖面等方面，发挥了积极作用。

互联网金融本质上仍是金融，其优势在于技术创新，要注重运用新技术提升金融服务实体经济的效率。但互联网金融没有改变金融风险隐蔽性、传染性、突发性和较强的负外部性的特征。由于互联网的特性，其风险的波及面更广、扩散速度更快、溢出效应更强。同时，我们要充分认识到，互联网金融从业机构缺乏风险的洗礼，风险意识、合规意识、消费者权益保护意识淡漠，反洗钱、反恐怖融资制度与技术支持系统缺失，有些甚至打着“互联网金融”的幌子进行非法集资、金融诈骗等违法犯罪活动。特别是，近期爆发的一系列风险事件，对行业的声誉和社会形象造成了很大的负面影响，引起了社会各界的高度关注，规范互联网金融发展已经成为社会各界的广泛共识。

中央、国务院高度重视互联网金融发展。李克强总理在今年的《政府工作报告》中，明确提出“规范发展互联网金融”。建立一个良好的互联网金融生态，促进行业良性健康发展，需要发挥好行政监管和行业自律管理两方面的作用。

去年7月，经中央、国务院同意，人民银行等十部委发布了《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，明确了互联网金融监管的总体要求、原则和职责分工。随后，人民银行发布了《非银行支付机构网络支付业务管理办法》，进一步加强了对网络支付业务的监管。有关金融监管部门正在完善监管规则，网络借贷、股权众筹融资等方面配套的监管办法将陆续出台。

¹ 潘功胜，中国人民大学国际货币研究所顾问委员、中国人民银行副行长兼国家外汇管理局局长

依据现行的法律法规，打击非法、保护合法、维护公平竞争的市场秩序，是金融管理部门制定和完善互联网金融监管规则的基本出发点。有一些基本的原则需要遵循。要坚持监管规则的公平性，不论金融机构还是互联网企业，只要做相同的金融业务，监管的政策取向、业务规则 and 标准就应一致，不应对不同市场主体的监管标准宽严不一，引发监管套利。要实施穿透式监管，透过互联网金融产品的表面形态看清业务实质，将资金来源、中间环节与最终投向穿透联接起来，按照“实质重于形式”的原则甄别业务性质，根据业务功能和法律属性明确监管规则。要实施功能监管，按照业务性质明确监管责任，堵塞监管漏洞，消除监管空白，实现金融风险监管全覆盖。要严格执行客户资金第三方存管制度，对资金账户及跨行清算实行透明化、集中化运作，确保金融管理部门对互联网资金流动实现全方位监测。要建立反洗钱、反恐怖融资的制度及技术支持系统，采取有效措施识别客户身份，主动监测并报告可疑交易。要借鉴商品市场反倾销的做法，防范亏本销售、交叉补贴、不良关联交易等不正当竞争行为，防止滥用市场支配地位。要落实投资者适当性管理，加强投资者教育和消费者权益保护。

行业自律是对行政监管的有益补充和有力支撑，也是创新监管的重要内容。如果行业自律能够充分发挥作用，行业发展有序规范，从业机构审慎合规经营程度高，就有利于营造效率更高、方式更灵活的监管环境，提高监管的弹性和有效性。反之，一旦潜在风险过度累积和暴露，会迫使监管部门降低监管容忍度、强化监管刚性，采取更为严格的监管理念和监管措施。观察几十年来国际金融监管的动态演变，大家可以观察到这样一个变化的轨迹。

中国互联网金融协会是全国性行业自律组织，承担着制定互联网金融经营管理规则和行业标准，促进从业机构业务交流和信息共享，建立行业自律惩戒机制等重要职责，各方面都给予了很高的期望。希望协会立足职责定位，发挥自身优势，抓紧建立和完善行业自律管理框架，引导从业机构合规审慎经营，维护良好的市场秩序。加强对互联网金融发展重大问题的研究，动态开展风险监测和预警，为推动行业健康发展积极建言献策。健全内部工作机制，向各会员单位和社会各界提供优质服务，加强与各方面的沟通协调，发挥金融管理部门和从业机构之间双向沟通的桥梁和纽带作用。

我国经济和金融的快速发展，为包括互联网金融在内的金融业发展提供了广



阔的市场空间。希望各互联网金融从业机构紧紧围绕服务实体经济的宗旨，规范发展，公平竞争，防范风险，善用社会各界对我们这个行业的良好期望和支持，向社会展现互联网金融业的良好形象，这样才能行稳致远。

互联网金融的演绎趋向及自金融的内在逻辑

曹彤¹

当前的一切金融创新都要回到一个供给侧改革的大的视角下去看，如果不从这个视角看，很难看到它的全貌，一两个金融事件可以很快的把社会舆论、社会的视角转变，甚至 180° 的转变。中国最大的结构性改革就是供给侧改革，尽管我们不是特别能够说清楚这几个字的含义。不同的人有不同的看法，有不同的视角、不同的结论，但是总体上可以把它定性为为了解决当前中国的一些结构性问题所准备做的一些事情，是在需求侧改革边际效益下降情况下，启动的一套综合改革措施。

谈到供给侧改革，必然谈到创新，这个恐怕也是推出供给侧改革的意义所在。如果从供给侧学派的经典理论来说，本质的一点就是供给创造需求。当一个社会进入到产能过剩阶段，当一个需求不足以消费供给的时候，只能用新的供给来创造需求。总体是靠某种创新带来一种新的需求。

一、供给侧改革背景下创新的路径机制

创新归根结底是三类：一是科技类创新；二是制度创新；三是金融创新，但是这三类创新的时间标尺不一样。

科技创新是典型的靠“人”的一件事情，没有人不要谈，今天启动的创新只能用以前积累的人力，现在开始培养人起码要 10 年以后了。所以，科技创新对人有相当的依赖度，某种程度上人才储备程度决定了创新的成果。

制度创新靠试错。即使是圣人在制度性选择上也很难绝对的正确。人类社会一路走来所积累的有一定进步和积极意义的一系列制度安排，没有一项不是在试错当中走出来的。试错的本质意义，就回到了一个社会的包容度上来，有包容就有试错，没有包容就没有试错。这一点，对于当前国内的一系列情况来看，是不是到了一个对于制度性创新能够给予足够包容的程度？换句话说经济压力、外在

¹ 曹彤，中国人民大学国际货币研究所理事兼联席所长、厦门国际金融技术有限公司董事长



压力是不是使得我们不包容就不行了？有没有到这个程度？所以制度创新的标尺某种意义上比人才的标尺还要更长。

金融创新本质靠观念，在这个世界里，你的判断、你的视角，你采取的行为本质上从“心”而来的，由观念而来的，有了好的观念立刻金融创新，没有这样一个观念，没有这样一种想法，就没有所谓的金融创新。目前，我们全社会上下，对金融创新还没有非常深刻的理解，往往会一边倒地怀疑一个金融创新的作用和价值。在金融创新、金融理念、金融管理上经常会出现大的反复，也反映出金融创新观念还没有行程共识。

二、供给侧改革是应对经济下行的良药

从以上视角来看，我们需要判断目前经济上遇到的最本质的问题是什么？是什么导致当前一系列的纠结，为化解这些纠结，在三类创新当中可以选择哪一项？

首要的一个判断是，当前中国是不是存在着金融危机？判断这个问题非常重要，我们当前面临的主要矛盾到底是经济危机还是金融危机，对于这个问题的认识是非常重要的。就目前情况来看，我个人的观点中国不存在独立金融危机的条件，不管从杠杆率、证券化程度、市场流动效率来看都不存在独立金融危机的条件。

但是，对于经济危机呢？马克思经典理论认为，经济危机是产能过剩的危机。至少从过剩视角来看，经济陷入到一定的低迷是有可能的。我记得在 2008、2009 年中国曾经有过一段时间的争论，讨论过是不是会出现滞胀的问题，当时的增长率还是 8%，当时一些经济学家提出了这个问题，给出了中国滞胀的边界条件，当时给出的两个数字：一是经济增长率低于 6%；二是通货膨胀率高于 3%。而今天我们离这两个数字是否越来越近？

如果在经济上面临一系列的困难，它所伴生的现象有可能是金融危机，这是它内在的逻辑。控制住经济下行，潜在金融危机自然化解，相反，如果出现经济危机，则很可能诱发金融危机。所以，主要矛盾应该是经济危机，不是金融危机，

金融危机是伴生的一个现象。如果把控制经济危机摆在主要矛盾的话，前面

讲三类创新，哪一类创新是化解经济危机最简单的、来的最快的、最有效的方法和手段？很显然，以金融手段化解经济危机是矛盾的主要方面。

三、金融供给侧改革的核心是多层次直接融资市场建设

我们进一步看一下这个命题，现在有专家学者提出金融供给侧改革。因为供给侧改革本质即是一系列的新的创新安排，从而在供给侧切入，产生有效供给，创造需求，但是不管从科技上、制度安排上、人才储备上都要花相当长的时间。金融供给侧改革提出来了，希望金融供给侧改革在供给侧当中发挥作用，我个人认为这个命题提的非常好，目前来看通过金融手段解决当前的经济问题是比较好的选择，其他都有些缓不济急。

我们看看金融供给侧，目前间接融资占整个社会融资比重仍然非常高，以银行业为主的间接融资很显然具有同向性且是典型的顺周期性。经济好的时候贷款放的多，经济不好的时候谁也不放贷款，因为钱不是银行的，银行是一个代理人，储户把钱给银行，银行当然要对这个储户负责，经济好的多赚钱，回报储户，经济不好的时候则要收紧，控制风险，银行这样做是负责任的。所以要求银行做逆周期性一系列事情是有悖于银行本身属性的。

在我们现有的监管理念下，顺周期性有可能会进一步放大，这也是审慎监管的职责所在，这是我们看到的一系列的，从去年开始看到一系列的监管制度，每一项几乎都是一个顺周期性的。而破解银行顺周期的答案在直接融资这一侧，什么是直接融资？简单来说就是多层次资本市场建设。为什么一个多层次的资本市场、一个多层次资本市场下的直接融资能够产生逆周期的效应？最根本的逻辑就是资本市场是多元决策主体，而银行体系、间接融资体系是单一主体，比如，新的股票发出来 5000 万人认为有风险不买，5000 万人认为没有风险可以买，它是一个多元的决策体系。正是因为这样多元决策机制形成了具有逆周期的属性，形成了在经济下行期是可依托的抓手。

所以，只有把直接融资释放出来，把多层次资本市场释放出来才可能在经济下行周期发挥金融的功能作用。

问题是，多层次资本市场不是今天提的，为什么提了这么多年却迟迟没有建起来呢？这个答案再简单不过了，只有发挥市场的力量，才能构建多层级的直接



融资体系。

这 30 年银行业风生水起，为什么发展这么好？一个根本原因就是放出了市场的力量，让每一个银行市场化，尤其 2002 年以后银行转制，底层、基础日益市场化，或者相对市场化。多层次资本市场也是，如果不发挥市场作用，不让市场力量成为建设主体，只靠一二个部门，再好的顶层设计，也无法落地。

四、引导市场力量在两个取向上创新

金融供给侧改革的核心是尽快构建直接融资体系，从功能取向上表现为两个维度：

第一，以金融工程来盘活资产存量，解决动脉供血问题，核心是资产证券化。现在不光小微企业拿贷款难，慢慢大中型企业融资也困难了，尤其最近央企债券违约，央企也感觉融资难了。但是好的企业、好的资产是两个概念，坏的企业和好的资产，只有把企业和资产剥离，当企业活不下去的时候要让资产活下去，让资产成为一个主要的融资平台，用资产证券化手段让资产独立发挥融资作用，这是动脉供血的核心所在。

第二，以科技金融来盘活闲置资金，解决毛细血管的供血问题，核心是互联网金融。2002 年以后，尤其 2005 年以后，中国产生了很多小贷、担保、融资租赁等等这样一系列的新型的金融企业，都归当地的金融办管。这些金融企业发挥了毛细血管供血的金融功能和职能作用，相当一部分小微企业融资由他们来承担了。2007 年、2008 年以后这些企业逐渐上网，转为当前的互联网金融企业，以及后来通过小额担保、小贷从事互联网金融业务一系列平台、一系列公司，承担了毛细血管的供血作用。

经济下行的时候动脉供血有问题，进一步强化了毛细血管不充分的问题，怎么办？需要把社会闲置资金盘活起来，用小额资金供给支撑小额贷款需求，而能从根本上解决这个问题的是互联网金融。2007 年以前解决的办法就是小额贷款公司，但是到今天他们早已经迭代成了互联网金融的主体，已经是合二为一的了。

所以，看互联网金融不是看创造了多少市值，看哪几个公司做出几样叫的很响的金融创新，不是的，整体性是解决了这些底层小微企业的金融供给问题，这

是真正的职能所在。

这两个功能取向都有个再认识的问题。首先是对于资产证券化的再认识，2008 年美国金融危机，使得资产证券化几乎等于很负面的词汇，如果对这个问题不能够重新认识，在当前中国这样一个经济环境下，就解决不了动脉供血的问题。金融创新悬于一念，时间标尺就是观念，今天理解了就可以做，理解不了 10 年也做不成。

资产证券化非常适合在主体信用评级下降的时候，以债项评级来维持经济再循环。它服务于资产而不是企业，它出现在美国的 70 年代、80 年代。那个时候的美国经济和今天的中国很像，滞胀以后没有办法了，一个基础的创新就是资产证券化。

此外，它的效率性、连续性、流动性使得它在解决企业融资方面高于其他金融工具，优于其他金融工具。当然，它要求监管制度的包容、法律制度的突破，这个在我们当下还有一些问题。如果把它作为金融创新、金融改革的功能取向，制度和法律的突破是需要思考的。当然，资产证券化还有其他命题，还有另外的层面，就是互联网技术的意义。资产证券化在 70 年代、80 年代的美国没有遭遇互联网，只是单一的金融工程，但是今天的中国资产证券化是金融工程加互联网技术，形成了市场完全不同的结构、完全不同的效率性、流动性，很可能发挥的作用更大。

其次，对于互联网金融同样需要再认识，这也是这一段时期社会比较困惑的一个问题。因为社交媒体放大的作用，随便写一个小的段子瞬间触达了无数群体，好的时候会放大，放大它的优点，不好的时候也会放大，放大负面效应。今天的互联网金融每隔一段时间负面效应翻一倍，对这个问题怎么认识，是很重要的事情。

我的观点是这样的，金融互联网化与互联网金融都是典型的供给创造需求。金融互联网化，指的是现有的成熟的金融机构做互联网金融业务。互联网金融按照通常的定义讲是非成熟、非现有、非持牌的机构干互联网金融。不管从哪个维度来的，都是非常典型的供给创造需求，为什么？因为它是一个金融创新，又是科技创新，它是非常典型的新的供给。



五、创新方式解决“毛细血管”的“供血”问题

先讲互联网金融，生来就是直接融资模式。在快速成长的同时已经成为了普惠金融的载体，把 2005 年前后那一段成立的小贷、担保、租赁等等的职能完全承接过来，激活的是社会的闲置资源，所以很多互联网金融平台上大金融很难见到。我们今天说合格的投资人，这个概念严格意义上不太适合互联网金融，在互联网金融领域里讲，合格投资人和通常意义的金融体系的合格投资人不是一个概念。我们通常讲合格投资人是指信托类的合格投资人，都是 100 万为起点的。

但是对于互联网金融来说，激活的是社会闲置资金，解决的是中小客户的普惠金融需求。所以这个语境下的合格投资人的概念是不同的。如果简单照搬另外一个情境下 100 万为起点的合格投资人，这部分机构注定成长为持牌的大型投资机构，而毛细血管还是没有人管。

另外一个维度来看，金融互联网化为金融改革指明了方向。一说小微企业贷款大家都很熟悉，两个“不低于”：小微企业贷款增量不低于上年；增率不低于其他贷款。但这样的起点适合经济上行期，在经济下星期，银行内在的顺周期性属性，自然收缩贷款，小微企业贷款的职责实际上无法履行。因此，金融互联网化要充分向社会闲置资金靠拢，用技术来源解决小数需求。

六、三个“不对称”及解决方案

目前社会对几个互联网金融的风险事件非常关注，这些风险问题的根源在哪里？如果不找准这个根源，认识问题还是不能解决。从截止到目前几个出事的平台案例来讲，也包括没有出事的但有潜在隐患的，互联网金融的风险问题根源不是监管与不监管的问题，互联网金融的根本问题是三个“不对称”：

第一，信息不对称。互联网是为信息不对称而来的，天生就是解决信息不对称的问题。但是因为它解决了信息不对称的同时，积累了更多新的信息，却导致了更大的信息不对称的问题，这是一个悖论。互联网找张三不用上门了，通过网上查信息能够找到张三，能够判断给不给他贷款，互联网解决了信息不对称的问题，这是 P2P 企业产生的根本逻辑所在，因为有了互联网技术出现，使信息对称，李四敢通过网上给张三放一笔贷款。但是信息更大量的堆积，导致了新的不

对称，比如说有 10 个信息可以判断给他贷款，但是当有 10 万个信息又不知道怎么判断了。我们目前在判定一个客户的真实性上、在判定一个客户的信用度上，基于现有互联网信息结构、数据结构很难判断。新的信息的不对称导致了客户的真伪和客户的风险度很难判断。这个问题如果没有专门技术和专门机构，靠互联网金融企业自身很难解决。

第二，金融技术的不对称。最典型的一个金融技术就是风控，风险控制技术到今天已经是非常复杂的金融工程了，这个技术在现有的银行业里也是比较核心的一项技术。中型银行比小银行做的好一些，大型银行比中型银行好一些，为什么？有人的元素、经验的元素、数据库积累的样本数量的元素、自身资本量大的时候可以不断试错的元素。比如最典型的“内部评级法”，需要用无数的损失样本、违约样本来矫正一个审批模型，没有这些违约样本、损失样本就推不出来，所以这是风控能力越来越之前的根本所在。现有的互联网金融企业当中，我认为从风控能力上很难达到现有的金融机构的水平，基本上还是处在比较早期的靠经验、靠专家打分法、专家模型，还是在那个阶段，那个阶段基本上在银行业 2004 年、2005 年之前，这是 10 年前的水平。除了风控还有很多流动性管理、资本计量、管理会计等一系列的金融管理技术。

第三，账务记录不对称。资金流向很难自证，P2P 公司也好、供应链融资也好都很难自证，这个钱是贷给张三了，但是怎么证明贷给张三了，这个账务记录非常难自证。我们现在的解决方案是强制银行托管的方法，但是托管的是钱，不是账，账仍然很难自证，账记在互联网企业，而不是托管银行，所以在账务记录上，目前来看没有找到一个对称的解决方案。这一点在某种意义上是更深远的问题。

以上三个“不对称”是当前互联网金融产生风险的最根本所在，解决了互联网金融就走出来了，解决不了就走不出来。但是，如果互联网金融走不出来，小微企业、毛细血管的融资问题又怎么办呢？这是一个核心问题。

互联网金融新取向，取什么向？解决三个“不对称”，解决三个“不对称”是互联网金融下一步的发展方向。那么这个命题是否有解呢？答案是肯定的。

信息的对称问题：一是证明张三是张三，身份识别；二是证明张三的资信度，就是征信。他的违约记录，所有信息指向是好人还是坏人。



目前来看：

第一，征信这个工作推进的速度非常快。这个“快”不仅仅在于央行给了八个牌照，而是这个领域正题推进的速度非常快。过去大家最熟悉的是财务类信息，这两年行为信息和社交信息越来越进入到征信系统当中，非常普遍，各种算法、各种模型也在层出不穷，不断迭代。政府部门也在积极对公共信息开放，这慢慢在形成新的趋势，社保、医保、交通、住房等等的信息在逐渐开放。这些信息对于评判一个人、评判张三是张三、评判张三信用评分是多少，非常有价值。

第二，基于互联网的信息标准化进程非常快，不论广度深度，某种意义上超出了人民银行统一征信的范围，很多公司的实践已经做出了非常有意义的探索。随着社会各类征信公司的竞争和竞合，我们有理由相信一定有一批第三方公司得到社会认可，从而为互联网金融提供信息对称上底层支撑。

金融技术的对称问题：

第一，人才从传统机构流出来，这个非常有价值，这些人都是在金融系统里受过多年训练的，风险、流程、制度、管理很多都是本能的反应，这些人出来非常有价值，现在我们看到好一点的互联网金融企业，人才素质是不低的，甚至很高。因为一个互联网人才从 0 培养，那是 10 年以后才能真正成才了，从现有金融机构中共享是社会效益最大化的一条路径。

第二，金融技术的第三方化正在成为一种趋势，信用评分、第三方虚拟账户、P2P 托管、资产证券化平台、投资外包等等，逐渐第三方公司干这些事儿，向社会开放，当干到一定程度的时候，随着数据、案例、违约样本积累到一定程度，所提供的金融管理技术上的支撑、这个能力水平是不低的，甚至高过一般意义的金融机构，至少高于金融机构的平均水平。从这一点上来看，金融技术的对称问题是能够解决的。

对于账务记录的对称问题：原本是很悲观的，但随着区块链技术的成熟，我认为找到方向了，在解决账务记录上，在解决互联网金融平台，资金流向自证的问题上，区块链技术很显然是非常及时的、非常难得的一项技术。简单来说，区块链技术就是互联网技术的升级版，前面说互联网解决信息对称和不对称，一开始挺好，后来信息量太大了，有新的不对称。新的不对称以后怎么办？区块链来

了，区块链是什么？就是保证在它这里的信息是唯一的、真实的、准确的、不可改的、不可逆的，有人说它是“账本”，也有人说它是“数据库结构”，不管是什么，是解决信息的真实性问题。所有依托于互联网，同时要求信息准确的行业，最终都会迁移到区块链上去，金融很显然最典型的行业，因为金融天然就要求信息准确，现在互联网这个环境并不是最适合金融行业的，如果从账务记录视角来看不是最合适的，因为它的信息是不经过甄别的，是可以篡改的，互联网是可逆的，而区块链是不可逆的。

比如 P2P 贷款自证，区块链下，钱到了哪儿被记录得清清楚楚，本身是一个一个块，每一个块有记载，在上面清清楚楚写着你所有关心的事项，这些记载是不可更改的。包括供应链金融，现在看到供应链金融存在风险相当一部分和账务相关，一定要在一个新的账目记录底层之上才可以。

所以，我们看到这三个命题，信息对称的问题、管理技术的问题、账务记录问题，都有答案。

七、投资视角下的互联网金融

回到投资的视角下，下一步互联网金融企业到底有没有投资价值？如果有，哪一类企业有投资价值？

从市场结构来看，解决“动脉供血”的模式主要是资产证券化+互联网应用。而“毛细血管”的“供血”就是刚才提到的三个对称的解决方案，都属于互联网金融的基础设施。从投资视角来看，就是下一步的风口。包括征信、身份识别、金融管理技术、区块链等。

当然每个里边有具体的技术路线和具体选择上的干扰信息，比如，征信到底投有牌照的还是无牌照的？有牌照就那么几个，投不上怎么办？什么叫好的征信公司？是谁证明的？是持牌的就好吗？怎样进行身份识别？刷哪能够证明这个张三是张三？刷脸、指纹、掌纹、声波、虹膜等，这都是技术路线的选择。金融技术的第三方化，是不是找几个信得过的有水平的银行白领？银行专业人士也很迷惑，是不是能够在这儿找到一个新的天地？区块链，美国 42 个银行都加入到了 R3 组织，42 个都是大银行，42 个里有很多都是系统性重要银行，不是小银行的联合体，那也是一种很专业的判断。这就是投资视角下看的互联网金融，如



果从互联网金融基础设施角度来看那是早期，孕育着相当的生机在里边。

如果从行业应用再看一下，行业应用来看还有没有机会？这个问题也是很重要的，我们看到很多互联网支付、证券交易、贷款、理财、财务管理、资产管理，看到很多，有的悲观，有的乐观，但是近一段时间都很悲观，有没有机会？或者哪些边际条件改了以后这些平台重新变的有机会，这是值得进一步研究的问题。

以下几个方面可以思考一下：一是新技术扩展下的支付和证券，在互联网支付上这条路没有走完，还在继续演绎，一些新的技术又来了，这都属于新技术扩展下的行业。二是对接基础设施的贷款和理财。三是共享经济模式下的财富管理。四是靠近证券化资产的资产管理。

以上都是提示性的，是不是当这样一些边界条件改变的时候，现有的行业、现有的行业主体的价值也随着发生改变呢？

稍微提一提区块链。互联网金融原点从支付起家，支付——贷款——账户——理财——存款——财富管理——资产管理，是这样一个链条，这些东西我判断都会整体的迁移到区块链平台上。

八、自金融的趋势

前面讲了一些互联网金融的取向，下面谈谈自金融。有了前面的东西以后，这个自金融会不会出现？

自金融也是我到微众银行以后提到的一个概念、一个理念，任何一个有资金量、有现金流的主体，不管企业还是个人，为什么一定通过一个中介机构做金融呢？为什么不自己做金融呢？哪些边界条件、哪些基础设施具备以后就可以做金融呢？当社会解决了身份与信用识别问题、解决了金融管理技术第三方化问题、解决了区块链的问题，自金融会不会出现？

假设某个企业很有钱，想自己放贷款，如果识别不了借款人的身份和信用做不了，自己不会管理风险做不了，自己不会管理账务做不了。当这些变成社会化以后，是不是可以呢？这个时候它为什么把钱给金融机构呢？这就是自金融产生的三个前提，前面讲互联网金融的三个前提，我认为它恰恰构成了自金融的三个前提。

自金融的商业模式是从互联网金融到区块链金融之后的最终指向，也是投资者应该提前布局的战略方向。

现代银行从 17 世纪开始的，弄来弄去，其实都是间接金融，我们从金融学原理上简单分成产生贷款派生的叫“间接金融”，不产生贷款派生的叫“直接金融”。但是从实践角度来看，所有通过中介机构、中间机构的是“间接金融”，不通过的叫做“直接金融”，如果从这个视角来看，整个人类的金融史，400 年都是间接金融史。换句话说，今天讲基于互联网产生直接金融，基于区块链产生直接金融，并没有多少人类的成熟经验可以吸取，所以这点上实践者最伟大。现有的教科书也很难提供具体的指导，因为都是讲间接金融，不管是微观、中观、宏观金融都是基于间接金融体系。当真正意义的直接金融，真正意义上的自金融产生以后一切都改变了。

比如说数字货币，美国人谈“比特币”，我们讲“数字货币”，含义不同，我们讲人民币数字化，是官方货币，在美国和比特币并行的 200 多种货币，都是非官方发行的。当这些货币逐渐取得了各方认可，尤其是官方的认可，哪天美联储说我认可这个货币，当出现这一幕的时候，货币属性就改了，经营货币的职能也改了，整个间接金融这个体系也就改变了。

所以，从这个意义上来讲，美国 42 个银行巨头深入参与到 R3，我相信不仅仅是简单的商业决策，因为自金融一旦产生，所产生的技术鸿沟重新变成了“长矛与机枪”的差距，这个技术鸿沟产生了新的障碍、新的断档，会让你更难以超越，我们沿着间接融资体系追赶了若干年的努力也将重新来过，这是自金融的现实含义。



如何拥抱众创时代的“互联网+”？¹

贵圣林²

最近，银行“混合所有制改革”（混改）成为一个热门话题，甚至成为银行股价大幅上涨的鼓风机，在传出即将推动“混改”后，交行和中行先后出现难得一见的涨停记录，反映出社会对银行业，特别是国有银行推动“混改”的极大期待。

一、“互联网+”与“金融+”加法：服务时代需求

（一）众创时代惠及大众

在今天这个时代，和“互联网+”、“金融+”相关的信息供大于求，而我们依然难以回答我们到底需要怎样的创新、创业，难以回答我们需要怎样的“互联网+”或“金融+”。有声音质疑“大众创业”不过是无本之木；然而在这个时代，创新和创业可能有更全面广泛的意义——大众创业并不一定是指让每个人都自己办企业。社会层面上，大型企业内部管理创新，大学教师在教学方法上的创新创造；政府层面上，政府的搭建创业平台、打造良好创业环境、简化审批手续等都是众创时代的体现。从这个意义来看创新与创业，我们的众创时代并不完全是商业化或盈利性的，也不局限于某一社会群体；相反，它更加广泛而深刻地全方位惠及社会各个阶层的发展。

（二）“互联网+”和“金融+”开环系统：高度连接中增加社会财富

互联网和金融有一个共同的特征，就是与其他产业的高度连接性；因此仅仅互联网+互联网只是闭环系统内部的自娱自乐。互联网可以和很多行业对接起来，更要与实体经济对接，与实际需求对接，需要与健康的、正面的、阳光的东西对接。

同样“金融+”不能只加金融。金融的使命是服务实体经济，服务产业，服

¹ 本文根据作者在“互联网+：创新改变世界”论坛上的演讲内容整理

² 贵圣林，中国人民大学国际货币研究所理事兼执行所长、浙江大学互联网金融研究院院长

务人类真实的需求。金融不应该停留在财富转移层面，金融更应是新财富的创造和累积；它不只是“金融+金融”，还要服务社会。金融最高的理想是共赢，单纯财富的转移只是一个经济学中的零和博弈；而我们要做的就是将创造的新财富更大程度上和更多人分享。所以“金融+”、“互联网+”，这个“+”必须是全社会的财富或福利的增加。

（三）中国的互联网金融星星之火

互联网金融在中国的发展远远超过发达国家，这片星星之火之所以如此迅猛至少有两个原因，就是互联网和金融的共性。

第一，虚拟性，互联网是虚拟的，金融也是虚拟的。比如曾经流通的金银实物现在已经被取代。第二，无限性，即极强的可扩张性，巨大的可能性使得互联网的边际成本几乎接近零。杠杆融资基于资本的逐利性使得资本金在不受太多限制的情况下得以无限扩大，虽然杠杆性本身对资本市场有利，但过度扩张也带来了泡沫。

和产能过剩的钢铁产业不同，互联网和金融的无限可扩展性带来了无限的可能。互联网可以对接任何的行业，而金融也可以对接任何一个行业。正因为这个特点，它得以覆盖社会、经济、生活的方方面面，这也是所谓的金融是现代经济的中心。

然而，互联网是不是越多越好？金融是不是越多越好？过多的金融无益甚至有害。互联网代表的技术支持与现代金融是发展的一对隐形翅膀，它们如载舟之水可以带动迅猛增长，但水亦能覆舟，泡沫的破灭也可能更加令人恐惧。

二、众创时代的政府角色调整与社会责任

（一）互联网金融改变社会权力结构，政府需调整角色

正是因为“互联网+”或者“金融+”带来的无限的变化，世界才随之改变。它的变化包括我们的权力，这些在发生一些深刻的变化。各种互联网金融的“宝类产品”借助互联网使得金融更加大众化、民主化、自由化。传统的政府手中的权力逐渐流向市场，从大型国有企业流向民营企业，从政府、大企业流向个人、消费者；这一权力结构的变革带来了巨大影响，更需要政府调整自身角色。互联网作为社会的基础设施，具有公众性和社会性，支撑着整个社会经济的正常运作，



同时其巨大的外部性要求我们的政府需要适度监督。

我们也要看到，慎用权力不光是政府的权力，企业权力也需慎用。比如有一些市场垄断性企业，如微软、谷歌，因为市场形成的自然垄断可能对社会的总体创新创业不利，即便在成熟市场的西方政府也需要有所干预。

（二）从金融有害性到风险与收益的对称

我们需要认识到金融的可能有害性。有太多的金融是有害的，特别是金融体系和结构发展的不平衡，这让我们必须思考如何让金融支撑大众创新、万众创业。高频交易、闪电交易等金融活动对我们可能是有害无利。

钢铁行业的产能过剩，是因为我们采用了非常传统的融资方式，即以银行来支撑所有的抵押贷款。很多人希望我们要求传统的银行给创业创新的企业贷款，这样的融资方法或是不恰当的，是不正确的。许多创业型企业，发展历史短、财务数据不齐全、不能提供贷款抵押。我们的金融不是不要支持，而是应该解决如何支持的问题，需要更加强调风险与收益的对称。

而如 VC 即创业投资等股权性投资，也就是风险与收益更加对称的一些金融手段，更加适合我们的创新、创业，而且也更加紧密的结合我们的实体经济。

（三）众创时代的企业社会责任

企业，无论是金融企业还是一般企业，应该如何做，或者说如何合法盈利？没有违法并不表明合法。在中国，许多法律规章制度存在滞后现象，没有违法并不意味着合法；这既是中国特色，即便在西方也经常如此。不少人关注、推崇对冲基金，对他们的英雄—索罗斯等做过的丰功伟绩佩服之至，我却想，他们给社会做了什么？他们给自己赚了很多钱，但是给社会带来了什么？他们的行为或许是属于貌似不违法却不一定真正合法的。

基于此，我们需要好好思考我们企业的社会责任问题。难道我们每个企业、每个个人都只用最低标准要求自己吗？我们要钻现有的法律不完美的漏洞吗？因此，正如我们浙大管理学院的口号一般，社会责任，我们需要问问诸位，你对社会做出贡献了吗？

三、争做众创时代的参与者

我们都知道人才最重要，创投投资的就是人。我们要什么？我们要推动的是全社会的进步，我们需要的是鼓励大智慧，不鼓励小聪明、钻空子。我们不应该鼓励纯粹地维持“现有秩序”，我们需要反思，需要健康、向上的标杆。

这段时间其实有很多重大事件发生，比如股灾、经济下行、天津爆炸事件，让我们每个人倍感压力，对未来充满担心。但我想说的是，今天我们生活在一个激动人心的时代，虽然我们有着各种各样的问题。国际上先进的经济体很早就进入了“新经济”时代，1996年美国就提出并进入了新经济，去年我在多个场合便说也许我们中国现在正在进入新经济时代。同样我们讲新金融，20世纪70年代的美国就兴起新的金融形态，以VC、以创投为主，而中国的新金融现在正方兴未艾。我们正处在这样伟大的时期，生活在“互联网+”、“众创+”、“金融+”的时代，见证市场化的各项改革与创新：改革开放、制度创新、全球化、技术创新、信息化等等层出不穷——这就是说为什么我们把今天叫众创时代，这就是“互联网+”、“金融+”等现象对中国正在产生的深远影响。

之前我们提到过前几次工业革命，第一次工业革命、第二次工业革命、第三次工业革命，如今算第四次。过去两百年的时间长河中，无论是与中华民族还是与我们在座的每个人而言，今天都是难得的引领未来、引领世界的机遇。我们期待引领新经济的发展，但我们要做到引领需要什么？我们需要真正的创业，我们需要有为的政府，我们需要有效的市场，我们需要负责的市场主体。我们需要的是“+”，需要做增量，让全社会的财富、全社会的福祉增加。



促进我国互联网金融健康发展的几点建议

陈卫东¹

在现代信息技术的推动下，中国互联网金融实现了令人瞩目的快速增长。近期，相关监管框架和指导意见陆续出台，标志着互联网金融开始进入规范发展阶段。金融是国民经济发展的命脉，我们有必要立足长远，通过借鉴国际监管经验，进一步促进互联网金融健康发展。

一、我国互联网金融取得较快发展

近年来，中国互联网金融取得了快速发展，在业务规模、多元化程度和客户数量上均处于全球领先地位。据中国互联网金融行业协会的统计，截至 2014 年年底，中国互联网金融规模已经突破 10 万亿元，覆盖了第三方支付、互联网理财、P2P 网贷、众筹融资、网络小贷、互联网基金、互联网保险和互联网证券等众多金融业态；用户规模已超过 4 亿人，在网民中的渗透率超过 60%。

当前，中国互联网金融的发展总体呈现出以下几个特征：

（一）市场集中度较高

互联网金融的机构技术门槛不高，但客户数量能够在短时间内实现几何级数的增长，客户服务的边际成本会相应快速递减，规模效应明显，容易形成自然垄断。据统计，2014 年，阿里巴巴集团可以占到 B2B 市场份额的 46.6%，B2C 市场份额的 58.6%，其支付宝业务在第三方移动支付的市场份额更是高达 75% 左右。

（二）混业经营趋势明显

互联网金融从最初的网购支付逐步扩展到金融产品销售代理、跨行清算结算、账户余额投资理财、网络贷款、网络保理、供应链融资、集团企业或行业现金管理解决方案、跨境结售汇与多币种兑换等多个金融领域。一些规模较大的互联网

¹ 陈卫东，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国银行国际金融研究所常务副所长

金融企业，如蚂蚁金融服务集团，实际上已经成长为混业经营的金融控股公司，旗下企业已分别取得了银行、证券、保险、基金、信托等各类金融牌照。

（三）优先关注用户体验

互联网金融的经营模式往往是客户体验优先，在平衡收益、成本、风险三者关系时，一般偏重于客户端的服务体验，倾向于通过较高的先期投入（如现金奖励等）来批量获客，通过客户的规模效应摊低成本，以期未来获取更大的收益。相对而言，在互联网金融发展初期，由于监管硬约束较少，风险管理及内控方面的投入相对滞后，导致互联网金融行业潜在金融风险积聚。

互联网金融的发展具有显著的积极作用：一是可满足小微客户融资。互联网金融提供了融资平台，并利用大数据挖掘技术不断提高针对小微客户的风险管理技术。二是拓宽了公众的投资渠道。互联网金融提高了金融服务的便利性，并显著降低了金融服务的资金门槛，给了公众更多的投资选择。三是提高了社会金融服务水平。互联网金融可充分发挥“鲶鱼效应”，通过竞争不断推动传统金融业提高效率、改善服务能力。四是推进了利率市场化的进程。互联网金融持续创新，不断丰富市场化定价的金融产品体系。

但是，互联网金融也存在一些突出的问题：一是信息安全问题。互联网金融培育和积累的客户群体庞大，如果客户信息和虚拟账户体系遭到失窃或盗用，将带来较大的社会问题。二是挑战分业监管模式。互联网金融产品、业务往往跨越多个行业和市场，行业边界模糊，容易成为“影子银行”，出现监管真空。三是影响货币政策的执行效果。据统计，2015 年一季度，中国第三方支付市场互联网转接交易规模为 3.1 万亿元，而这些资金往来的很大一部分没有计入人民银行的货币统计口径，在银行系统外循环，影响了宏观调控的准确性和效果。四是存在潜在的系统性金融风险。一些规模巨大的互联网金融集团正在进行快速跨界并购与业务扩张，如果任其“野蛮增长”，一旦其经营活动遭遇重大损失，很可能引发多米诺骨牌效应，带来无法预料的经济损失和社会影响。

二、我国互联网金融监管在持续完善之中

为促进互联网金融规范、健康地发展，2015 年 7 月 18 日，人民银行等十部委联合发布《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》，明确了互联网金融监



管的基本原则和总体框架；7月31日，《非银行支付机构网络支付业务管理办法（征求意见稿）》（以下简称《管理办法》）向社会公布，规范了网络支付行为的相关范畴，落实了风险防范和监督管理的具体措施。上述文件的出台，既体现了发挥市场作用、积极鼓励互联网金融创新的总体政策导向，也明确了维护市场竞争秩序、保护消费者权益以及维护网络与信息安全等促进互联网金融健康发展的具体要求。特别是，《管理办法》的及时出台，对于完善金融支付这一重要的金融基础设施、保持中国金融业稳定发展具有重要意义，体现了依法治国的总体要求。

（一）促使支付机构回归本源，有利于行业规范和健康发展

《管理办法》从账户类别、业务类型和交易期限等方面，对支付账户余额交易规模进行了限定，大大降低了利用支付账户沉淀资金进行投资理财的吸引力，这在客观上有利于维护商业银行作为存款货币机构的本质特征。从短期看，支付机构的网络支付业务，尤其是投资理财业务将受到一定影响；但从长期看，支付机构将回归到网络支付通道的本质上来，有利于支付行业和互联网金融企业朝着规范和健康的方向发展。

（二）对消费者影响不大，长期看有利于保护其合法权益

目前，98%以上的支付账户年度余额账户消费少于20万元，这意味着《管理办法》的出台对消费者产生的影响不大。况且超过5000元限额的交易可直接通过银行账户进行，并且未来网络消费的相关业务可以通过银行牌照开展。另外，《管理办法》出台的直接目的是防范支付风险，而继网络支付新规后，有关互联网金融其他业态如网络借贷、股权众筹融资等的监管细则也将陆续出台，从长期来看更有利于保护消费者的合法权益。

（三）严控网络支付风险，推进金融业稳定发展

《管理办法》增强了账户管理的规范性和支付交易的透明性，不仅有利于避免资金从货币统计口径中漏出，提高宏观调控的准确性和效果，而且有助于互联网金融企业履行反洗钱和反恐怖融资的责任。从长远趋势来看，随着网络支付向金融业领域的逐渐渗透，网络支付安全将直接影响到金融业的安全和稳定发展。因此，通过对网络支付可能存在的风险进行严格把控，有利于从根本上将支付面

临的各种风险消灭在源头，优化互联网金融运行的整体生态，并进一步推进我国金融业健康、稳定地发展。

三、国际上对互联网金融的监管措施

互联网金融的发展速度很快，消费者群体庞大，往往在金融领域呈现跨界甚至跨行业经营的情况。从国际监管经验看，主要呈现出监管要求趋于严格，强调功能性监管和协调机制通畅，法律规范和行业自律有机结合，以及重视消费者权益保护等特点。

（一）实行较为严格的监管

美国法律对互联网金融产品创新的监管极其严格。美国人人贷公司（LendingClub）因没有履行新产品审批手续，曾被证券和交易管理委员会全面、无限期停止所有新增贷款业务。2013 年 11 月，美国国际现金公司（Cash America International）因未依照法律审核重要贷款文件，被美国消费者保护局罚款 1.9 亿美元。在第三方支付领域，美国大部分州规定，“非银行金融机构”只能从事支付结算业务，不能吸收存款和发放贷款；欧盟则规定，第三方支付机构必须取得银行业执照或电子货币公司执照，且具备 100 万欧元以上的初始资本金；香港对于无牌照运营储值支付安排的公司，最高可罚款 100 万港币，监禁 5 年（若提交虚假材料最高罚款可达 100 万港币，监禁 7 年）。

（二）在功能性监管的基础上构建协调机制

由于互联网金融涉及的业务范围广泛，各国往往采取功能性监管方式，互联网金融企业的监管主体是由该企业从事的业务内容决定的。比如在美国，第一网络银行（SFNB）和贝宝支付（Paypal）就分别由银行和证券监管机构负责监管。

在功能性监管的框架下，互联网金融企业的监管往往涉及跨界乃至跨行业的监管协调机制。如在美国，对于 P2P 网络借贷行业，美国证券交易委员会通过强制信息披露、反诈骗等责任保护贷款人利益；美国联邦贸易委员会承担 P2P 网络借贷的执法责任；消费者金融保护局负责对 P2P 金融消费权益进行保护和监管。

（三）法律规范和行业自律有机结合

针对互联网金融，美国、欧盟、英国、日本等国家和地区都建立了较为完备



的法律法规体系加以规范，涉及对消费者权益保护、消费信贷、第三方支付等方面的监管；同时，各国还通过建立互联网金融行业自律协会的方式，强化行业规章制度的形成和完善。行业协会敦促企业个体经营守法，有利于形成健康、向上的行业氛围，对行业持续、稳定的发展具有积极作用。

（四）重视对消费者权益的保护

互联网金融服务于“长尾”客户，消费者群体庞大，涉及到的客户权益较多，如财产权、信息权、隐私权、公平交易权、诉讼权等等。2008年金融危机以来，对于消费者权益的保护被各国金融监管当局提高到了前所未有的高度，其中对于互联网金融消费者权益的保护更是得到了高度重视。如，美国专门成立了消费金融保护局保障消费者权益，其基本能够覆盖互联网金融所涉及的所有客户。

四、对促进我国互联网金融健康发展的几点建议

互联网金融是新生事物和新兴业态，应予以鼓励和支持。同时，互联网金融并没有改变金融风险的隐蔽性、传染性、广泛性和突发性的特点，因此应该立足长远，在重点环节上加强监管，以规范促发展。

（一）坚持立法先行，结合互联网金融特点，加快各项金融法规的修订工作

互联网金融冲击了银行、证券、保险等各金融领域的传统业务模式，促进了金融业在组织架构和产品服务方面的创新，对《商业银行法》、《证券法》、《票据法》、《担保法》等法律也提出了新的问题。相关立法机关应坚持与时俱进，有针对性地开展各项法规的修订工作，以保证各金融行业在新形势下的健康发展。

（二）完善对互联网金融的协同监管

我国目前实行分业监管，但互联网金融的许多业务往往涉足多个领域。比如，互联网金融企业往往以支付业务以及相应的客户信息为基础，开展网络信贷、股权众筹、金融产品销售等综合金融服务，形成了类似金融控股公司的经营模式。由于本身就缺乏监管，因此控制人可以利用对各子公司的影响力开展关联交易，风险传染的问题不容忽视。建议完善对此类机构的协同监管体系，由人民银行作为主协调人，各金融业务按照属性分别由银监会、证监会和保监会来监管，并在监管机构之间建立起常态化的沟通协调机制。

（三）加强对系统性重要机构的管理

互联网行业具有“赢者通吃”的自然垄断特征。互联网金融的龙头企业往往在行业中处于主导地位，拥有数以亿计的客户群体，募集或管理的资金规模超千亿元人民币，年支付总额过万亿元人民币，社会影响巨大，并因此受到媒体和舆论的广泛关注。建议考虑将这些龙头企业作为系统性重要机构进行管理，一方面在资本、流动性、风险管理等方面提出更为严格的要求；另一方面，高度关注行业垄断对市场造成的不利影响，采取措施鼓励行业充分公平竞争、完善服务。

（四）搭建全社会通用的网络支付清算体系

目前，各家第三方支付机构都直连银行，独立扮演一个又一个类似央行或者银联应该扮演的角色。网络支付清算体系的重复建设，不仅提高了总体社会成本，而且容易导致清算体系的分散化和碎片化，不利于全社会的金融安全和稳定。鉴此，应由政府主导搭建面向全社会各参与主体的开放、统一、安全、高效、标准化的网络支付清算系统，各金融机构则专注于服务和产品。

此外，切实落实人民银行等十部委发布的《关于促进互联网金融健康发展的指导意见》中关于消费者权益保护和行业自律方面的要求，各监管机构在明确职责分工的基础上，加强协调，并有效发挥行业协会、行业公约的软性约束作用。

供给侧改革的金融支持¹

焦瑾璞²

编者按：

3月26日，由中国人民大学国际货币研究所（IMI）主办的“货币金融圆桌会议·2016春”在明德主楼830隆重举行。会议围绕“供给侧结构性改革的金融支持”这一热点议题展开深入探讨。上海黄金交易所理事长焦瑾璞，中国金融四十人论坛高级研究员、国家外汇管理局国际收支司原司长管涛，乐视高级副总裁、中国银行原副行长王永利，中银香港发展规划部副总经理鄂志寰，中国人民银行调统司处长闫先东，中国人民银行金融信息化研究所副所长习辉，福建省高校人文社科研究基地海西财政与金融发展研究中心主任潘长风，首都经济贸易大学证券期货研究所教授李新，以及中国人民大学财政金融学院院长郭庆旺、副院长赵锡军，中国财政金融政策研究中心主任瞿强，IMI执行所长贵圣林、副所长宋科等来自金融监管部门的高层管理者、金融理论与实业界专家学者出席会议并发表演讲。会议由IMI副所长涂永红主持。

焦瑾璞理事长在主题演讲中，从供给侧经济学的历史经验和主要内容谈起，从加强审慎监管并逐渐向行为监管为主导的监管体系转变、重视普惠金融在供给侧改革当中的重要作用以及加强金融创新三方面对如何加强供给侧改革的金融支持进行了详细阐释。

以下为演讲内容摘要：

一、供给侧经济学的历史经验和主要内容

要理解供给侧改革，首先必须理解提出供给侧改革的背景。当前，我国经济发展进入转型升级的新的历史阶段，面临着许多的不确定因素。对历史上一些发达国家在面对同样发展阶段时所采取的政策的研究，无疑会对我国顺利度过这个特殊的经济发展阶段起到帮助的作用。

上世纪80年代，西方主要发达国家同样面临“滞胀”风险，当时这些国家同样提出了以促进供给侧发展以刺激经济发展为核心思想的政策改革思路。这其中最著名的当属美国的“里根经济学”和英国的“撒切尔主义”。“里根经济学”的主要内容包括削减政府预算以减少社会福利开支，控制货币供给量以降低通货

¹ 本文仅代表个人观点，不代表作者所在单位立场

² 焦瑾璞，中国人民大学国际货币研究所学术委员、上海黄金交易所理事长

膨胀，减少个人所得税和企业税以刺激投资，放宽企业管理规章条例以减少生产成本等，而其背后的理论支撑则是上世纪 70 年代兴起的“供给学派”。类似的，当时的英国也提出了一系列以紧缩货币政策抑制通胀和放松政府管制为核心内容的经济改革措施。

从现在的视角来反思过去，对“里根经济学”和“撒切尔主义”的研究和正反两方面经验的总结无疑将有助于我国应对当前我国经济发展所面临的问题和挑战。

从总体来说，从我国的实际出发，我们可以将供给侧经济学的主要内容总结为以下四个方面：第一是减税，强调财政政策的作用；第二是降成本，包括金融成本和企业融资成本等多个方面，主要内容就是所谓的“三降一去一补”；第三是鼓励创新，这实际是就是对“熊彼特”经济创新理论的应用；第四是提高劳动力市场的灵活性。

二、从三个方面加强金融对供给侧改革的支持

在我国经济转型升级的关键时期，金融体系对于经济转型升级的支持作用无疑是不容忽视的。金融体系应该如何更好地为经济转型升级和供给侧结构改革提供支持是一个现实而迫切的问题。总体上看，金融体系对供给侧改革的支持涉及多个方面，本文将主要从以下三个方面来论述如何加强金融对供给侧改革的支持。

（一）加强审慎监管并逐渐向行为监管为主导的监管体系转变。

当前的金融业务越来越转向金融市场业务，市场和投资者行为开始扮演越来越重要的作用，一些资产管理方和投资方的经济行为已经在金融市场上形成了“蝴蝶效应”。在这样的大环境下，对于金融市场的监管方式，也应该从过去重点监管大机构的模式向重点监管市场行为的模式转变。目前英美等西方发达国家已经通过成立消费者保护局等方式将金融市场当中的金融机构纳入一个统一的监管框架之中。此外，加拿大和澳大利亚也是较早的建立起金融市场行为监管框架的国家。也正是受益于行为监管体系的建立，在 2008 年次贷危机中，加拿大受到的冲击相对于其他发达国家要小很多。

结合发达国家的已有经验，我们可以总结出行为监管的主要内容有以下三个方面：第一是对市场行为的监督检查，也就是对市场行为的规范，从而保证金融

市场当中的一定透明度和公正性；第二是消费者教育，即对消费者的解释权的保护和为消费者进行教育的义务；第三是金融纠纷的调节机制。这三个方面相辅相成构成了行为监管的主要内容和功能。

目前就我国现有的监管体系而言，对于上述三个方面的重视程度是远远不够的。未来如何建立以行为监管为基础的监管框架是现阶段我们已经着重思考的一个问题。

（二）重视普惠金融在供给侧改革当中的重要作用

今年2月底举行的G20财长和央行行长会议上，明确提出要促进普惠金融的发展，要在G20框架内起草数字普惠金融的高级原则，推进普惠金融指标体系的建设和研究。同时，“十三五”规划中也提出要大力发展普惠金融和绿色金融。这充分体现出国内外对于普惠金融发展的重视程度正在逐步加强。

普惠金融的概念最早是在2005年由在瑞士日内瓦成立的“普惠金融联盟”提出的。之后通过世界银行和联合国的推广成为一个在世界范围内引起广泛关注的领域。从概念的提出到目前发展成为一个世界关注的课题，普惠金融的发展也反映出一种市场发展的趋向。谈到互联网金融，势必会谈及互联网金融或者数字金融。最近几年互联网金融的迅速发展实际上也正是普惠金融发展的一种方向和趋势。

普惠金融实际上是强调一种金融的结构性改革，这实际上是与我国提出的供给侧改革的方向相一致的。普惠金融强调金融的平民化，强调金融为贫困地区和中小企业服务，强调人人都有享受金融服务的权利。这就要求金融机构通过相应的创新和产品开发来为更多的小微客户进行服务，实际上，这也是传统的大型金融机构的一个发展方向。

未来要进一步发展普惠金融，还涉及三个方面的问题：首先是如何更好的利用数字互联网技术推进普惠金融的发展，即所谓的“数字普惠金融”；其次，为了更好的发展和推广普惠金融，如何构建出一套行之有效的指标体系和通行的标准；第三，如何某个国家或者地区的最佳普惠金融实践结合其他国家和地区的实际情况进行扶持和推广。

在我国推进供给侧改革的大环境下，推动普惠金融的深度发展无疑将为供给

侧改革提供强有力的金融支持。

（三）加强金融创新

当今的金融市场处在一个前所未有的快速变化的过程中，很多产品和交易方式已经或者正在发生着日新月异的变化，几乎每天都会有大量的金融创新的出现。特别是在我国与世界经济的发展日益紧密的环境下，虽然从量上来说，我国在国际金融市场上已经达到了相当高的占比，但是从定价权和话语权等核心权力角度来看，我国还有很长的路要走。努力提高我国的金融创新能力和创新产品的质量，才能从根本上提高我国在国际金融市场上的话语权。从更深层次讲，创新也是供给侧改革的真正动力所在，只有高质量的创新才能相应的促进一个整体的机构性的改革。

增加和完善金融供给是整体供给侧改革的关键环节¹

管涛²

编者按：

管涛博士在主题演讲中指出，金融是现代经济的核心。供给侧改革离不开金融改革，特别是金融供给改革。他首先说明了金融支持实体经济的途径应该多样化，之后从五个方面详细阐述了应该如何加强供给侧改革的金融支持，最后论述了推进中国金融供给侧改革过程中需要重点处理的七个方面的关系。

以下为演讲内容摘要：

金融是现代经济的核心。供给侧改革离不开金融改革，特别是金融供给改革。一方面，在现代经济环境下，诸如土地、资本、劳动等生产要素的配置实质上都是和金融密切相关并且可以通过金融的方式加以解决的。另一方面，强调提高全要素生产率意味着经济发展的重点转向创新驱动，而金融创新本身就是创新驱动不可或缺的一部分。增加和完善金融供给是实现我国供给侧改革的关键环节。

一、金融支持实体经济不只是货币刺激

过去很长一段时间里，提到金融服务实体经济，主要的内容就是通过宽松的货币政策向实体经济释放流动性。但是从前期的实践，特别是总结 2008 年金融危机以来的国内外刺激政策的经验教训，可以看出前期全球对于刺激政策的依赖过大，导致虚拟经济与实体经济背离加大。当前世界上很多经济体，特别是世界主要发达经济体普遍实施低利率甚至负利率政策。美联储虽然在去年 12 月宣布加息，但是加息的幅度非常的低，美国仍然是一种低利率的环境。根据 IMF2015 年四月份发布的《全球金融稳定报告》，金融危机以来，全球的金融风险不是在降低而是在集聚，在转移。IMF 认为全球的金融风险正逐渐由发达国家向新兴国家转移、由银行体系向影子银行转移、由偿付风险向流动性风险转移。而在全球经济普遍处在一种缓慢复苏的环境下，国际金融有可能进入风险暴露期。

¹ 本文仅代表个人观点，不代表作者所在单位立场

² 管涛，中国金融四十人论坛高级研究员、国家外汇管理局国际收支司原司长

从国内来看，前期对刺激政策的依赖所造成的影响也十分巨大。当前我国经济发展进入“新常态”，面临“三期叠加”，而“三期”中一个重要的时期就是对前期刺激政策的消化期。由于前期大量刺激造成过分的依靠需求的管理，过度依赖通过投资来拉动经济发展，加剧了产能过剩的问题，同时也导致现今我国面临通缩威胁。所以中央提出供给侧结构性改革，要“三去一补一降”。而且我们也看到由于前期宽松的流动性环境造成了严重的资产泡沫风险，2013年的钱荒，2014年债市动荡，2015年的股市异动都是资产泡沫的真是写照。资金涌向哪个市场，就造成该市场在短期内暴涨，同时由于缺乏基本面的支持，极易形成市场的大幅波动。实际上，中国发生这些事情都是国际上一个缩影。

二、中国金融供给侧结构性改革的主要内容

进一步增加和丰富金融供给，不外乎丰富金融机构供给，金融产品供给，金融市场供给，金融调控供给，以及金融治理供给。去年11月份，十八届五中全会结束以后，中国人民银行行长周小川提出从五大发展理念角度，梳理未来五年中国经济改革。实际上，我们换一个角度，从金融供给角度，也可以把相关改革进行系统的梳理，具体来说可以分为以下几个方面：

首先是要丰富金融机构体系，目前中国的金融服务虽然机构很多，但是总体金融服务的水平还是不能满足实体经济发展的需要，特别是对小微企业，对一般老百姓的服务可能都是欠缺的，还需要进一步发展。

第二是要进一步健全金融市场体系，发展直接融资。由于直接融资发展不够充分，导致对间接融资的过度依赖产生高杠杆问题，而高杠杆越来越不可持续。

第三是要加强金融创新功能。五大发展理念创新发展，创新是发展第一动力，创新过程中需要金融的大力支持。一方面我们要继续发挥银行等传统金融机构在推动创新方面的作用；另外一方面我们也需要推动其他金融产品和金融技术的创新。

第四是要完善金融宏观调控体系。供给和需求就像一个硬币的两面，向来是密不可分的。推进供给侧改革，既要大力发挥市场在配置资源当中的基础作用，同时也必须发挥政府的调控作用。宏观调控是政府发挥职能的重要方面。我国政府已经对未来五年如何完善宏观调控做出过系统的规划，包括货币政策从数量型

调控向价格型调控的转变以及调控思路的进一步完善。同时，利率和汇率的市场化改革也是进一步完善我国金融体制的一个重要的方向。虽然受到国内外因素的影响，对于我国汇率制度改革的问题社会上还是存在一定的争议，但是不论存在什么样的争议，作为进一步扩大金融对外开放的国家战略的重要一环，必须要借着人民币加入 SDR 的契机，有序实现人民币资本项目可兑换，提高资本项目可兑换程度，最终使人民币成为可自由使用的货币。

第五是要完善金融治理体系。完善金融治理体系，不仅仅是要加强和完善金融监管。从金融治理的角度，除了完善金融监管，还涉及金融基础设施的建设，金融标准的建立等诸多方面。相比之下，完善金融体系的概念更加宽泛，更能体系出顶层设计的全局之感。

三、中国金融供给侧改革需要处理好几个关系

要充分的落实上文中所描述的五方面的工作，必须处理好以下七个方面的关系：

第一、调结构与稳增长之间的关系。要营造合适的有利于经济发展和经济结构调整的稳定的政策环境，同时也不能够让货币政策太过于宽松造成市场缺乏调整的压力和紧迫感，

第二、直接融资与间接融资的关系。反思宽松的政策环境在促进欧美经济体复苏过程中的作用和在国内作用的差异，我们可以看到国内直接融资市场的不足时造成这一差异的重要原因之一。直接融资不发达，资本市场不成熟带来了货币政策不能有效的传导的负面作用的同时也容易形成资产泡沫。所以要大力发展直接融资，减低企业杠杆，同时理顺货币政策的传导机制。但是我们也必须看到当前间接融资仍然是我国社会融资的主要渠道，未来一段时间内应该继续加大银行等金融机构对实体经济的支持作用。

第三、支持发展与金融稳定的关系。在我国仍然是以银行等间接融资为主的环境下，银行顺周期的特点使得在经济下行的环境下，银行势必会减少放贷，而这又将进一步影响整个社会的资金来源。这实际上体现出，虽然金融稳定是经济稳定的前提，但是只有经济发展，金融才有进一步发展的基础，实体经济和金融

实质上是一体的。既要加大金融为实体经济发展提供制度支撑，也要控制好相关的风险。

第四、鼓励创新与适度监管的关系。供给侧改革有很多方面要从要素投资的驱动转向创新驱动，在这个过程中，需要很多新的金融工具这种创新来满足我们技术进步等方面的需要。但是同时金融行业毕竟是有社会外部性溢出性的环境，监管部门需要专业能力来应对这些创新，能够穿透抓住金融创新的本质，从而进行一些适度、有效的监管。

第五、扩大开放与防范风险的关系。要推进供给侧改革，一方面要继续扩大改革开放帮助国内企业利用优质资源；另一方面，要更加注重防范风险，伴随着资本开放，外部的冲击容易向国内传染，我们要提前做好应急预案，做到防患于未然。

第六、国际经验与中国国情的关系。在推进供给侧结构改革的过程中，一方面我们要积极吸取国际上成熟的发展和改革经验，同时我们也必须意识到我国发展具有自身的特殊性，不能一味的生搬硬套，必须结合中国国情，引进国际先进的创新工具的同时也要创造让这些工具发挥积极作用的配套条件。

第七、政策指引与市场导向的关系。在推进供给侧改革的过程中，必须一定程度上发挥政府的作用，特别是示范作用。但是同时必须明确政府不能够代替市场，也不能够主导市场，政府更多是通过示范效应引导市场。

供给侧改革、互联网金融与金融压抑¹

瞿强²

编者按：

瞿强主任在点评发言中首先从经济学发展历史的角度，阐述了供给与需求之间的辩证关系，并分析了我国进行供给侧改革的原因；之后就规范互联网金融的发展以及互联网发展与我国金融压抑之间的关系进行了详细讨论。

以下为演讲内容摘要：

一、如何看待供给和需求的辩证关系

要正确理解当前我国提出供给侧改革的意义，必须首先理清供给与需求之间的关系。

从宏观经济学发展的历史来看，早期的经济学单纯地强调供给，对经济发展过程中需求因素的作用重视程度明显不足，尤其是基本忽略了市场本身对于经济发展的作用。从亚当斯密到穆勒再到撒切尔，基本都信奉供给创造需求，强调市场的自由发展。在这样的理论框架里，价格将灵活调节市场，从而不会产生过剩，也不会产生危机。这显然与经济发展的事实不符。后来凯恩斯开始强调需求在经济发展中的作用，强调私人部门的消费投资是有可能不足的，从而提出了政府干预经济的必要性。自此宏观经济学就分成了两个观点对立的流派，古典经济学派强调市场、强调供给端，而凯恩斯学派强调需求端，强调政府干预。

从宏观经济学发展的历史可以看出，关于供给和需求的争论背后实际上是关于市场和政府之间的关系的争论。无论是“里根经济学”还是“撒切尔主义”，其核心都是强调放松管制，减少政府对于市场的干预。在本质上，他们都是自由主义，强调政府和市场是对立的。

事实上，从今天的角度来看，供给与需求是不能简单地割裂开的，政府和市场的关系也不是完全对立那么简单。对于当中任何一个问题的讨论都不能走向极

¹ 本文根据演讲内容整理，未经作者审核，不代表作者所在单位立场

² 瞿强，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国财政金融政策研究中心主任

端。经济发展真正按照需求信号能够顺利传导到生产部门，促进生产部门的充分竞争，按照这样的思路经济发展才能走上正轨。

从这个角度来看，我们就必须首先搞清楚我国的供给侧到底出了什么问题，供给侧究竟出了什么问题。当前首要的问题还是我国还有大量的国有企业、僵尸企业，以及钢铁、煤炭、玻璃等行业严重的产能过剩。从金融的角度来看，造成当前过剩产能的局面过程中，金融到底起什么作用？我们民营企业在新增产值当中创造 2/3 产值，为什么得不到自救？金融行业本身的供给侧也有一些问题，有效率的行业和企业得不到合理的资金支持，这才造成了我国当前的融资难、融资贵的问题。这其中既有关联的问题也有制度设计问题，制度设计问题始终让人感到非常困惑，中国经济改革从 1979 年以来，都是市场化产权改革。当前，我国经济当中民营资本已经占到 2/3，但是金融行业自始至终都受到严格地监管。金融行业远远没有达到充分的竞争，当然也就达不到有效配置资源的效果。

二、加强互联网金融发展的规范性

最近一段时间，越来越多的人意识到中国确实存在金融压抑，而这也是造成我国实体经济发展的许多问题的根本原因。很多人试图从互联网金融的发展来为解决中国的金融压抑问题寻找一个突破口，这无疑是一种很好的尝试。但是在发展互联网金融过程中有可能遇到的风险。

从历史经验的角度看，互联网金融在欧美国家已经发展有二十多年了，但是互联网金融在欧美始终没有得到长足的发展，目前的市场份额仍然不足 2%。相比之下，中国的互联网金融的发展非常迅速。究其原因，中国的互联网金融在某种意义上实际上是中国电商发展的一种衍生品。这点从支付宝的发展就能看得非常清楚。

但这同时也带来了监管上的问题，正规的银行监管，与中央银行连在一起，资产价值是稳定的，货币所有价值变动当中存在价值矛盾，不监管，中央银行就不会担保，也就不存在隐性担保的问题。但是现在所有的互联网金融业务都在套利，要是监管跟中央银行黏起来，等于我们多批了很多的银行，这无疑会造成很多的风险隐患。

如何打破金融压抑，自由化过程当中怎么设计程序，怎么控制风险，实际上



是规范有序的放开中国金融监管门槛的问题。对待这个问题，还是要将防范风险放在首要位置，循序渐进。通过互联网金融来寻找打破金融压抑的突破口必须加强互联网金融发展的规范性和有序性。

供给侧改革：金融的着力点¹

赵锡军²

编者按：

赵锡军副院长在点评发言中首先回顾了次贷危机以来我国整体流动性的变化情况；其次，分析了我国有息负债规模的变化，进而分析了我国商业银行面对的风险隐患依然存在；最后结合我国现阶段面临的历史机遇，总结了在经济下行压力下，如何加强供给侧改革的金融支持。

以下为演讲内容摘要：

货币总量与信贷规模的变化

2008 年次贷危机以来，我国广义货币 M2 余额与经济规模和 M2 增长速度与 GDP 速度之间的比例变化非常巨大。M2 由 2008 年年末的 47.5 万亿元人民币增长到 2015 年年末的 139.2 万亿元人民币，年均增长 13.1%；当年 M2 余额与 GDP 之比从 2008 年年末的 1.58 上升到 2015 年的 2.05，同时当年 M2 增速与 GDP 增速之比也由 2008 年的 5.28 上升到 2015 年的 20.17。总体来说，单位 GDP 利用货币的效率在逐年降低。

截止 2015 年年末，我国人民币贷款余额为 94.0 万亿元，同比增长 14.3%，比上年末高 0.6 个百分点，比年初增加 11.7 万亿元，同比多增 1.8 万亿元。其中，住户贷款余额为 27.0 万亿元，同比增长 16.8%，增速比上年末高 0.2 个百分点，比年初增加 3.9 万亿元，同比多增 5814 亿元；非金融企业及机关团体贷款余额为 65.8 万亿元，同比增长 12.7%，增速比上年末高 0.2 个百分点，比年初增加 7.4 万亿元，同比多增 8987 亿元；非银行业金融机构贷款余额为 8539 亿元，同比增长 66.9%，比年初增加 3767 亿元，同比多增 2605 亿元。

总体来看，宽松政策背景下，实体经济融资需求疲弱导致社融增速低于预期，而宽松政策继续推动货币总量保持较高增速。

¹ 本文仅代表个人观点，不代表作者所在单位立场

² 赵锡军，中国人民大学国际货币研究所学术委员、中国人民大学财政金融学院副院长

有息负债规模的变化

2015 年末社会融资规模存量为 138.14 万亿元，同比增长 12.4%。其中，对实体经济发放的人民币贷款余额为 92.75 万亿元，同比增长 13.9%；对实体经济发放的外币贷款折合人民币余额为 3.02 万亿元，同比下降 13.0%；委托贷款余额为 10.93 万亿元，同比增长 17.2%；

信托贷款余额为 5.39 万亿元，同比增长 0.8%；未贴现的银行承兑汇票余额为 5.85 万亿元，同比下降 14.8%；企业债券余额为 14.63 万亿元，同比增长 25.1%；非金融企业境内股票余额为 4.53 万亿元，同比增长 20.2%。

在规模变化的同时，社会融资结构也在发生着变化。2015 年末对实体经济发放的人民币贷款余额占同期社会融资规模存量的 67.1%，同比高 0.9 个百分点；对实体经济发放的外币贷款余额占比 2.2%，同比低 0.6 个百分点；委托贷款余额占比 7.9%，同比高 0.3 个百分点；

信托贷款余额占比 3.9%，同比低 0.5 个百分点；未贴现的银行承兑汇票余额占比 4.2%，同比低 1.4 个百分点；企业债券余额占比 10.6%，同比高 1.1 个百分点；非金融企业境内股票余额占比 3.3%，同比高 0.2 个百分点。

越来越多的有息负债使得银行业整体的资产质量下行压力较大。截至 2014 年末，商业银行不良贷款余额 8 426 亿元，比年初增加 2506 亿元，已连续 13 个季度反弹；不良贷款率 1.25%，比年初增加 0.25 个百分点。2015 年二季度末，商业银行不良贷款余额 10919 亿元，较上季末增加 1094 亿元；商业银行不良贷款率 1.50%，较上季末上升 0.11 个百分点。2015 年二季度末，商业银行加权平均核心一级资本充足率为 10.48%，较上季末下降 0.18 个百分点；加权平均一级资本充足率为 10.79%，较上季末下降 0.15 个百分点；加权平均资本充足率为 12.95%，较上季末下降 0.18 个百分点。

同时，商业银行表外业务继续增长，风险隐患依然存在。截至 2014 年末，银行业金融机构表外业务（含委托贷款和委托投资）余额 70.44 万亿元，比上年末增加 12.74 万亿元，增长 22.07%。表外资产规模相当于表内总资产规模的 40.87%，比上年末提高 2.75 个百分点。其中：委托贷款 10.69 万亿元，委托投资 4.26 万亿元，承兑汇票 9.83 万亿元。商业银行表外业务操作中的一些问题值

得关注:一是对表外业务的管理较为薄弱,操作风险突出;二是通过表内资产表外化规避金融监管;三是将不良资产从表内转移至表外,延缓信用风险的暴露。

供给侧改革的金融着力点

当前我国面临几个大的历史机遇,首先是利率市场化改革有序推进;其次是人民币正式被纳入 SDR,标志着人民币国际化取得了突破性进展;最后是人民币汇率形成机制改革稳中有进。在这样的历史背景下,金融的发展无疑将为供给侧改革的顺利推进提供强大的支持。

总体来看,要加强供给侧改革当中的金融支持,一方面必须坚持有序推进对外开放,同时提高我国应对外来风险的能力;另一方面,在经济下行压力之下,应继续为经济复苏创造适度宽松的政策环境。为了提高稳增长政策有效性,政策将着力提高实体经济投资意愿,加大融资需求。疏通宽松政策传导路径,推动宽松货币政策向融资端,进而向投资面的传导。

《新资本论》连载系列三十七：卷一·第六章 虚拟经济和实体经济分道扬镳（一）¹

编者按：

《新资本论》是由中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家向松祚出版的新著。该书全面分析了全球金融资本主义的起源和历史，论述了如何解决国家主权与宏观经济政策独立的矛盾，并探讨了全球金融资本主义未来的救赎之策以及中国战略。全书分为“全球金融资本主义的兴起、危机、救赎”三卷，视野宏观，气势磅礴，是一部既具有学术价值，又有现实指导意义的重磅经济学作品。《IMI研究动态》将连续刊登《新资本论》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《新资本论》卷一。

为了研究金融产出和总体经济之间的关系，美国经济学家托马斯·菲利蓬和阿里耶勒·雷谢夫比较详细地收集和整理了 14 个发达国家的样本数据。这 14 个国家是：澳大利亚、加拿大、瑞士、德国、丹麦、西班牙、法国、意大利、日本、荷兰、挪威、瑞典、美国、英国。他们以人均国内生产总值代表总体经济状况，以非金融部门的银行贷款与国内生产总值之比来间接量度金融产出。非金融机构包括私人部门、政府和家庭三个部门。数据覆盖的时间为 1870—2008 年。

根据这些样本数据，两位学者得到如下重要发现。

从 19 世纪到现在，发达国家金融业产出和人均国内生产总值之间的关系大体分为四个阶段。1910 年之前，金融产出和人均国内生产总值增速基本一致。1910~1950 年，金融产出和人均国内生产总值增长负相关：人均国内生产总值持续增长，金融产出却负增长。1950~1980 年，金融产出和人均国内生产总值增长再次正相关。

1980 年之后，金融产出和人均国内生产总值之间的关系发生历史性巨变：金融产出增长率与人均国内生产总值增长率之间的弹性系数远远高于 1950—1980 年。换言之，1980 年之后，金融产出增长率远远超过人均国内生产总值

¹ 整理人：中国人民大学国际货币研究所副研究员许钊颖

增长率。统计分析也表明，1980 年之后，金融产出快速增长，不仅从经济量本身看相当大，而且从统计意义上看也是非常显著。

自 20 世纪 70 年代起，美国、英国、日本、荷兰、加拿大 5 个国家的金融业收入比例（即金融业增加值与国内生产总值之比）快速上升。荷兰上升最快，美国其次。五国的金融业收入比例均超过 6%。比利时、丹麦、奥地利、德国、法国、瑞典和芬兰等 7 国的金融业收入比例有升有降。比利时快速上升 3 个百分点之后又有所下降，德国温和上升，法国和瑞典先是快速上升随后又下降到初始水平。

两位学者特别注意到：他们所使用的衡量金融产出的指标（非金融部门的银行贷款与国内生产总值之比）实际上大大低估了金融产出，因为 1980 年前后，金融创新进入史无前例的狂飙时期，尤以美国、英国、加拿大、荷兰最为突出。金融业加速“脱媒”，资产证券化飞速增长，银行贷款占社会融资总规模的比例快速下降。如果考虑到各种金融创新所创造的金融产出，1980 年之后，金融产出之增长率还要高许多。托马斯·菲利蓬和阿里耶勒·雷谢夫认为：“1870 年之后，生活水准提升的大多数时期里，金融产出之增长和用于金融消费的收入增长都低于人均国内生产总值之增长。1980 年之后，金融产出和人均收入之间的关系确实发生了重大变化。”

这是一个非常重要的现象，需要认真解释。

其他学者的研究也得出同样结果。伯顿·G·马尔基尔指出：“1980~2006 年，美国金融服务业产出从国内生产总值的 4.9% 上升到 8.3%。”这是相当显著的增长。

在另一篇详细的研究报告里，哈佛商学院教授罗宾·格林伍德和戴维·沙尔夫斯泰因得到的明确结论是：“过去 30 年里，金融服务业呈现急剧增长。无论我们以与国内生产总值之比、金融资产总量还是就业人数和平均工资来评估，金融服务业的急剧增长都是显著事实。”

两位学者的数据和结果与伯顿·G·马尔基尔的类似，可以相互验证。

美国金融服务业增加值与国内生产总值之比：1950 年是 2.8%，1980 年是 4.9%，2006 年是 8.3%。金融服务业增加值就是金融服务业收入减去非工资成本，或者等于利润和报酬之和。

1980 年之后，金融服务业增长比之前 30 年要快得多。1980 年之后，金融业增加值年增速为 13 个基点（即每年增长 0.13%），前 30 年增速只有 7 个基点（即每年增长 0.07%）。1980 年之后，金融服务业增长占全部服务业增长的 1/4。证券发行和信用中介（各类信贷或贷款）是金融服务业增长的主力。保险则自 20 世纪 40 年代以来，没有出现大幅度波动，基本是稳定缓慢增长。

从金融资产或金融合约分类来看，增长也极为明显：股票、债券、衍生工具、共同基金等皆呈现大幅度增长。根据美联储数据，美国全部金融资产价值与国内生产总值之比：1980 年为 5 倍，2007 年达到 10 倍。金融资产与有形资产（厂房、设备、土地、住宅等）之比也有上升。1980 年之前没有出现过类似情形，1980 年之后才出现。英国、加拿大、瑞士等国也出现了类似增长。

金融业平均工资开始大大超过其他行业的平均工资。1980 年，金融业平均工资与其他行业大体相当；2006 年，金融业的平均工资是其他行业平均工资的 1.7 倍。与此同时，受高工资的吸引，优秀大学生纷纷进入金融业。2008 年，高达 28% 的哈佛学院毕业生进入金融业，而 1969~1973 年只有 6%。20 世纪 90 年代，斯坦福 MBA（工商管理硕士）毕业生进入金融业的薪水是其进入其他行业同班同学薪水的 3 倍之多！

实际上，自 20 世纪 70 年代起，美国、荷兰、法国、德国、丹麦、加拿大、芬兰七国的金融业相对工资水平均出现较快上升，其中以美国和荷兰上升最快。而奥地利、比利时、日本、英国和瑞典则没有出现上升甚至有所下降，原因之一是之前这些国家的金融业相对收入已经很高。自 20 世纪 70 年代开始，金融业吸引了更多技术劳动力就业（即拥有至少一个大学或学院学位的员工）。日本和芬兰技术劳动力比例最高，美国也很高。

英国金融服务管理局（FSA）前主席阿代尔·特纳也指出类似结果：“自 1855 年开始，过去近 160 年里，英国金融部门的总体增加值比总体经济增长大约每年高 2 个百分点。美国在这 160 年中，国内生产总值从 1% 增长到 8%。20 世纪 20 年代和 1980 年之后的 30 多年来是金融实力上升最快的两个时期。从英国的情况看，在整体经济快速增长时期（1945~1970 年），金融实力却没有 1980 年之后的 30 年那么高。”

《新资本论》连载三十八：卷一·第六章 虚拟经济和实体经济分道扬镳（二）¹

编者按：

《新资本论》是由中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家向松祚出版的新著。该书全面分析了全球金融资本主义的起源和历史，论述了如何解决国家主权与宏观经济政策独立的矛盾，并探讨了全球金融资本主义未来的救赎之策以及中国战略。全书分为“全球金融资本主义的兴起、危机、救赎”三卷，视野宏观，气势磅礴，是一部既具有学术价值，又有现实指导意义的重磅经济学作品。《IMI 研究动态》将连续刊登《新资本论》节选系列文章，以飨读者。

本文节选自《新资本论》卷一。

究竟是哪些金融业务快速增长呢？根据罗宾·格林伍德和戴维·沙尔夫斯泰因的详尽剖析，1980~2007 年增长最快的金融业务主要是资产管理和家庭信贷。资产管理业务的快速增长主要来自金融资产价值的快速增长；金融资产价值的快速增长又来自股票价格的快速上升，尤其是市盈率（价格与收益之比）的急剧增长。

家庭信贷的增长同样惊人。1980 年，家庭信贷只是国内生产总值的 48%，2007 年达到 99%。绝大多数家庭信贷增长又来自住宅抵押贷款。消费贷款包括汽车、信用卡和学生贷款，还有相当部分抵押贷款其实是家庭以抵押为名的消费贷款。家庭信贷增长带动抵押贷款发起、资产抵押债券承销、固定收益产品的交易和管理以及衍生金融工具的推出。

证券行业的增长引人注目。1980~2007 年，从金融业增加值与国内生产总值之比来看，证券行业增长占到整个金融业增长（3 个百分点）的几乎一半。1980 年，证券业增加值与国内生产总值之比为 0.4%，2007 年达到 1.7%，最高达到 2.0%（2001 年互联网泡沫时期）。

尽管传统银行所占金融市场份额持续下降，公司和家庭信贷与国内生产总值之比却持续上升。全部公司信贷与国内生产总值之比从 1980 年的 31% 上升

¹ 整理人：中国人民大学国际货币研究所副研究员许钊颖

到 2007 年的 50%。传统银行给公司贷款总额略有下降，与国内生产总值之比从 1980 年的 14% 下降到 2007 年的 11%。1980~2007 年，家庭信贷（主要是抵押贷款）则从国内生产总值的 48% 上升到 99%。整个时期里，传统银行给家庭提供的信贷与国内生产总值之比大体维持不变（40%），其余增长全部来自证券化资产。

早在 1995 年，单一家庭抵押贷款和相当部分商业抵押贷款以及信用消费贷款就已经被证券化。证券化的巅峰时期是 2000~2007 年。依照 2007 年美国国内生产总值大约 14 万亿美元计算，2007 年仅家庭抵押证券化资产就达到近 7 万亿美元！与此同时，低品质的抵押贷款占比快速上升，2005~2006 年，次级抵押贷款占美国全部家庭抵押贷款总发行量的比例达到 20%。

影子银行的急剧增长是金融服务业快速增长的主要特征和引擎。全球范围的影子银行业务规模从 2002 年的 26 万亿美元，急速扩张到 2007 年的 62 万亿美元。影子银行快速扩张，正是金融危机爆发的关键原因。金融危机爆发，影子银行规模短暂下降，很快恢复增长。到 2011 年，全球影子银行规模达到 67 万亿美元，2013 年更达到 73 万亿美元之巨，超过危机前规模。2011~2013 年，影子银行持续保持 10% 以上的增速。

许多研究者发现的一个更加重要的结论是：过去 30 多年来，全球金融产出的持续增长似乎并没有对真实国内生产总值或人均真实国内生产总值的增长起到重要的促进作用。托马斯·菲利蓬和阿里耶勒·雷谢夫的样本数据并没有发现金融增长（无论是采用金融业占国民收入之比例，还是采用银行贷款与国内生产总值之比）与人均国内生产总值增速之间有特别明确的关系。

这就牵涉到一个重大理论问题：金融业与经济增长之间究竟是怎样的关系？金融业如何才能有效促进经济增长？关于金融业与实体经济增长之间的关系，许多人深感困惑的是，为什么全球流动性金融资产无论是规模还是增长速度，都会显著超过实体经济增速和实物资产增长速度。譬如，1984~1994 年，发达经济体的固定资本或实物资本只有 2%，流动性金融资产增速却高达 5%，两者差距如此巨大，这其中的机制是什么？

我们还可以列举出许多重要的特征事实。

20 世纪 60 年代之后，美国国内资本投资持续下降，从 1965 年占国内生产总值的 21.4% 下降到 2012 年的 16.2%。正是由于国内资本投资的持续下降，美国非农单位小时产出（也就是生产力）持续下降，1870~1970 年的非农单位小时产出之年均增长率为 2.2%，1965~2012 年下降到 2.0%。

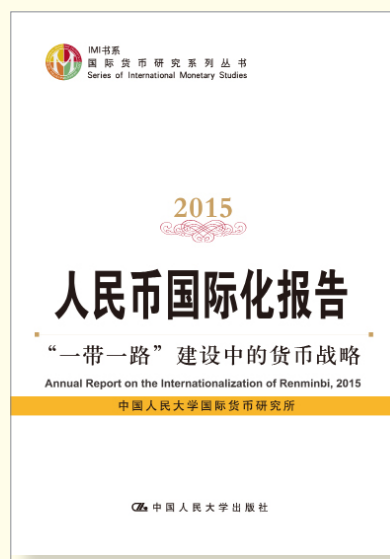
与此相应，美国国内储蓄从 1965 年的 22.04% 下降到 2012 年的 12.88%（占国内生产总值的比例）。家庭储蓄占可支配收入的比例，从 20 世纪 70 年代中期的大约 10% 下降到 2013 年的不到 5%。格林斯潘认为，储蓄原本是为了支持投资的，自 20 世纪 70 年代以来，越来越多的储蓄转化为消费，所以美国国内生产总值增速持续放缓，中产阶级家庭收入持续恶化。

这里就出现一个问题，长期而言，美国国内资本投资大于国内储蓄，那部分投资是谁来融资的呢？格林斯潘认为是美国人从海外借来的储蓄。从封闭经济里长期投资必然等于长期储蓄来分析，似乎只能是这个结论。不过由此引发了另一个更为重要的问题：20 世纪 70 年代之后，金融资产以如此高速增长（前面已详细论述），为什么实物资产（国内资本投资）增速反而持续下降呢？这是需要详细解释的重要问题。

根据资本积累的一般理论或国民收入统计的一般原理，投资最终必然等于储蓄。也就是说，如果实质资本或实物资本的年增长率只有 2%，那么金融资产或实质储蓄（应该说，金融资产就是全部国民储蓄的金融资产组合）增长率应该也是 2%，为什么会是 5%？那么高达 3 个百分点的差额究竟来自何处？换言之，金融资产快速扩张的根源究竟是什么？

《人民币国际化报告 2015》

“一带一路”战略和人民币国际化战略，是中国在 21 世纪作为新兴大国而提出的两个举世瞩目的重要规划。本报告认为，“一带一路”建设的“五通”目标表达了中国提供全球公共物品的良好意愿和历史担当。课题组从理论探讨、历史经验和实证检验等多个角度出发，系统梳理了“一带一路”与人民币国际化这两大国家发展战略之间相互促进的逻辑，强调“一带一路”建设中的货币战略应当从大宗商品计价结算、基础设施融资、产业园区建设、跨境电子商务等四个方面寻求有效突破。



具体而言，一是利用沿线国家对华大宗商品贸易的重要地位，以及中国在经济和金融方面的区域内领先优势，积极推动沿线大宗商品实现人民币计价结算。二是利用中国在基础设施建设方面的经验和资金动员上的能力，大力促成人民币成为沿线基础设施融资的关键货币。三是在沿线产业园区规划和建设中积极引导人民币的使用，促进人民币离岸市场合理布局，形成全球人民币交易网络。四是大力支持沿线跨境电子商务的人民币计价和跨境支付，积极争取根植于民间的对人民币的广泛认同与接受。



刊 名：IMI 研究动态

刊 期：周 刊

主 编：曹 彤

主办单位：中国人民大学国际货币研究所

出版单位：《IMI 研究动态》编辑部

北京市海淀区中关村大街 59 号
文化大厦 605 室，100872

电 话：86-10-62516755

邮 箱：imi@ruc.edu.cn

设计承印：翰风广告

IMI RESEARCH INFORMATION

Weekly

CAO Tong

International Monetary Institute of RUC

Department of IMI research information

Address: Room 605, Culture Square, Renmin University of
China, No. 59 Zhongguancun Street, Haidian District,
Beijing 100872, P.R. China

Tel: 86-10-62516755

E-mail: imi@ruc.edu.cn

Hanfeng Advertisement

内部交流 仅供参考 未经许可 不得转载

本期责编：宋科 安然 张宇琦

刊发日期：2016 年 5 月 16 日



微博·Weibo



微信·WeChat