



No. 2022

Working Paper

优化金融供给结构防范流动性风险

王国刚

【摘要】

2018年以后,中国经济金融运行中出现了三对相互关联的“两难选择”：“去杠杆”与“稳增长”之间的矛盾、资金“脱实向虚”与“脱虚向实”之间的矛盾、金融整治与防风险之间的矛盾。实施宽松的货币政策,加大向经济金融运行注入流动性,难以破解这些“两难选择”,甚至有可能引致南辕北辙的效应。破解之策在于:拓展商业票据市场、债券市场和股票市场,允许城乡居民和实体企业以资金供给者和资金需求者的身份直接进入金融市场;加快发展资产管理市场,将金融服务对象从法人机构向居民家庭扩展,推进实体企业的暂时闲置资金从存款(尤其是定期存款)转向以现金管理(或资金管理);形成以负面清单为基础的行为监管机制和监管沙盒机制。

【关键词】

金融供给;流动性风险;两难选择

【文章编号】

IMI Working Paper No.2022



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国研网

<http://www.imi.org.cn/>

1937

优化金融供给结构防范流动性风险

王国刚¹

【摘要】2018 年以后，中国经济金融运行中出现了三对相互关联的“两难选择”：“去杠杆”与“稳增长”之间的矛盾、资金“脱实向虚”与“脱虚向实”之间的矛盾、金融整治与防风险之间的矛盾。实施宽松的货币政策，加大向经济金融运行注入流动性，难以破解这些“两难选择”，甚至有可能引致南辕北辙的效应。破解之策在于：拓展商业票据市场、债券市场和股票市场，允许城乡居民和实体企业以资金供给者和资金需求者的身份直接进入金融市场；加快发展资产管理市场，将金融服务对象从法人机构向居民家庭扩展，推进实体企业的暂时闲置资金从存款（尤其是定期存款）转向以现金管理（或资金管理）；形成以负面清单为基础的行为监管机制和监管沙盒机制。

【关键词】金融供给；流动性风险；两难选择

2019 年 2 月 22 日，在主持中央政治局第十三次集体学习时，习近平总书记指出：在深化金融供给侧结构性改革中“要以金融体系结构调整优化为重点，优化融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系，为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务”。2019 年 10 月 31 日，党的十九届四中全会《决定》中进一步强调：要“加强资本市场基础制度建设，健全具有高度适应性、竞争力、普惠性的现代金融体系，有效防范化解金融风险”。在深化实体经济部门供给侧结构性改革过程中，推出以优化金融体系结构为重点的金融供给侧结构性改革，不仅指明了中国金融改革发展的方向和重心，而且揭示了金融供给侧结构性改革与实体经济部门的供给侧结构性改革之间的相互依赖相互制约的内在逻辑。

2016 年以来，中国持续推进了实体经济部门的供给侧结构性改革，取得了预期成效。实体经济部门的供给侧结构性改革，不论是“去产能、去库存、去杠杆”还是“降成本、补短板”都离不开金融的支持。在以外源融资为主的条件下，金融部门的资金供给结构对实体经济部门的资产结构从而经营运作结构有着决定性影响，由此，金融部门的资金供给结构和金融产品的供给结构，直接影响着实体经济部门资产结构调整和供给侧结构性改革。这一机制决定了实体经济部门要巩固已取得的供给侧结构性改革成果并将其推向深入，就必须有效展开金融层面的供给侧结构性改革。众所周知，实体经济部门是创造物质财富和价值的部门，金融运行中的各项成本和收益均来自于实体经济部门创造的价值，因此，只有实体经济部门

¹王国刚，中国人民大学国际货币研究所学术委员、财政金融学院教授，中国社会科学院学部委员

健康发展了，才有金融部门的可持续发展空间；同时，金融又是一个高风险部门，防范化解金融风险（尤其是守住不发生系统性风险）是金融活动的根本任务，实体经济健康发展是实现这一任务的基础性条件。就此而言，金融供给侧结构性改革也离不开实体经济部门的供给侧结构性改革。毫无疑问，有效协调好金融部门和实体经济部门的两个供给侧结构性改革，对于支持中国经济向高质量发展转变、推进“不平衡不充分”短板问题的解决至关重要。

一、经济金融运行中的三对“两难选择”

2018 年，根据中央经济工作会议的部署，中国金融进入了“防风险”的三年攻坚期。在加大“去杠杆”力度、扭转资金脱实向虚走势和加快金融整治（尤其是对以 P2P 为代表的互联网金融整治和资产管理市场秩序整治）进度的背景下，经济金融运行中出现出了三对相互关联的“两难选择”。

1. “去杠杆”与“稳增长”之间的矛盾。所谓“杠杠”，在实体经济部门运行中，指的是实体企业的负债。对实体企业而言，债务性资金是把双刃剑。一方面实体企业在经营运作中债务资金形成了不可或缺的资产，它有利于扩大实体企业的经营规模（从而提供就业岗位，创造财富和 GDP，增加产品供给）、提高经营运作效益（在资产边际收益率高于贷款利率的条件下，有利于促进股本收益率提高）、推进资产结构调整（包括公司并购、资产重组等）。实体企业的负债主要来自于上下游企业之间商业交易所形成的债务（如“预付款”“应收账款”“应付账款”等）和金融性借款（如银行贷款、发行债券等）。由于实体企业彼此之间在商业交易中形成的债权债务关系是必然的，要降低由此形成的债务率并非易事，所以，“去杠杆”就主要落实到金融层面。一些人将“去杠杆”简单地理解为降低债务率（在实践中，一些行政部门甚至提出了每年降低 1 个百分点的企业资产负债率“硬任务”）。2018 年，规模以上工业企业的资产总额为 113.4 万亿元，在资本性资金难以增加的背景下，降低 1 个百分点的债务率，直接意味着缩减规模以上工业企业的经营运作规模 1.13 万亿元，由此，不可避免地引致它们所能吸纳的就业规模缩减、所能创造的 GDP 缩减等连锁效应发生，严重影响到“稳增长”的目标实现。但另一方面，在间接金融为主的条件下，实体企业的债务性资金主要来源于银行贷款。杠杆率上行和债务数额持续增加，使得经济金融运行中的债务风险持续增大，一旦发生债务链条断裂，一批实体企业就将陷入债务危机；如果高债务率的趋势难以抑制，就可能演化或扩展为系统性金融风险（甚至引致经济危机和金融危机），严重威胁到经济的可持续发展和“稳增长”目标的实现。鉴此，在守住不发生系统性金融风险的底线过

程中，通过“去杠杆”降低金融风险发生的概率成为政策选择中的不二举措。从社会融资增量规模来看，2018 年全国新增融资规模为 19.26 万亿元，其中银行贷款增加 15.67 万亿元（同比多增 1.83 万亿元），非金融企业境内股票融资仅为 3606 亿元（同比少增 5153 亿元）；2019 年，全国新增融资规模为 25.58 万亿元，其中人民币贷款增加 16.88 万亿元（同比多增 1.21 万亿元），非金融企业境内股票融资仅为 3479 亿元（同比少增 127 亿元）。在这种金融供给结构条件下，实体企业的杠杆率难免处于“只升不降”的通道中，结果是金融风险进一步加大。不难看出，如何破解“去杠杆”与“稳增长”之间的矛盾（或者说，如何有效协调好二者关系）已是中国经济金融进一步发展中不可避免的两难选择。

2. 资金“脱实向虚”与“脱虚向实”之间的矛盾。2013 年以后，在中国经济金融运行中出现了一种反常现象，即资金的脱实向虚。引致资金脱实向虚的一个实践面成因在于，实体企业的资产边际收益率低于金融层面的利率。从表 1 可见，在 2014 年之前，M1 的每年增量大致在 1 万亿元至 2 万亿元之间，这与经济增长过程中实体企业的营销规模扩大、固定资产投资增加等大致相仿。但 2015 年以后，在经济金融的其他变量没有突发性改变的条件下，M1 的年度增量突然放大，其中 2015 年达到 52897.03 亿元、2016 年达到 85603.8 亿元、2017 年达到 57232.91 亿元，这从一个侧面反映了资金脱实向虚的状况。在实践中，金融部门的资金为了规避实体经济部门的风险，大量滞留于金融层面，同时，实体企业的资金也大量涌集到金融层面，形成了资金“脱实向虚”的态势。为了提高实体经济部门的盈利水平，2013-2015 年间，国务院出台了一系列减税减费减息的政策，给实体企业减负 3 万多亿元，但诸多实体企业的资产边际收益率依然没有达到充分吸引金融层面资金投放的水平。2018 年和 2019 年，国务院分别出台实体经济减负 1.3 万亿元和 2.3 万亿元的政策举措，可迄今效果依然有限。从图 1 中可见，规模以上工业企业的利润增长率并无明显回升。多年减税减费减息所给实体企业带来的减负效应并没有在利润增长率上得到充分体现。2019 年 1-11 月，规模以上工业企业的利润增长率为-2.1%。大量资金滞留于金融层面，既给金融运行带来严重风险，也严重制约着实体经济的发展。一个突出的实例是，2019 年 1-12 月，规模以上工业企业的工业增加值增长率降低到了 5.7%，全社会固定资产投资增长率仅为 5.4%。在美国挑起贸易战的背景下，扩大内需成为中国“稳增长”的一项基本选择。任何国家的内需均由消费需求 and 投资需求构成。投资需求的大幅下行，既给提高消费需求增长率以严重压力（即只有在消费需求增长的程度能够抵补固定资产投资需求减少的程度的条件下，才能有效保障“稳增长”的目标实现），也给金融运行带来严重的风险。从这个角度看，扭转资金脱实向虚的走势，对稳增长、防风险至关重要。同时，如果资金不能有效改变“脱实向虚”的状况，随

着滞留在金融层面的资金继续增加，将使得境内游资数额持续扩大，这将不时冲击经济金融的稳定运行，也将给经济金融带来严重的系统性风险。但另一方面，在实体经济部门经营运作效益难以有效提高的条件下，运用行政机制强力要求金融机构将资金投向实体企业，不仅与经济金融内在机理的要求不符，而且很容易使得这些资金从优良资产转为不良资产，给后续的经济金融运行带来更加严重的风险隐患，使更多的金融机构陷入经营运作窘迫境地。同时，这也容易引致不尊重市场机制的体制复归。显然，如何破解资金的“脱实向虚”和“脱虚向实”之间的矛盾，既引导资金充分投入实体经济部门，又防范由资金效益衰减所引致的金融风险，在政策选择中不是一件容易的事。

3.金融整治与防风险之间的矛盾。近年来，中国金融乱象群生，给金融运行和金融发展

表 1 中国 M1 及其增长率单位: 亿元、%

年份	M ₀	M ₁	M ₁ 增量	M ₁ 增长率
2011	50748.46	289847.70	23226.20	8.71
2012	54659.77	308664.23	18816.53	6.49
2013	58574.44	337291.05	28626.82	9.27
2014	60295.53	348056.41	10765.36	3.19
2015	63216.58	400953.44	52897.03	15.20
2016	68303.87	486557.24	85603.80	21.35
2017	70645.60	543790.15	57232.91	11.76
2018	73208.40	551685.91	7895.76	1.45
2019	77189.47	576009.15	24323.24	4.4

数据来源：中国人民银行网站。

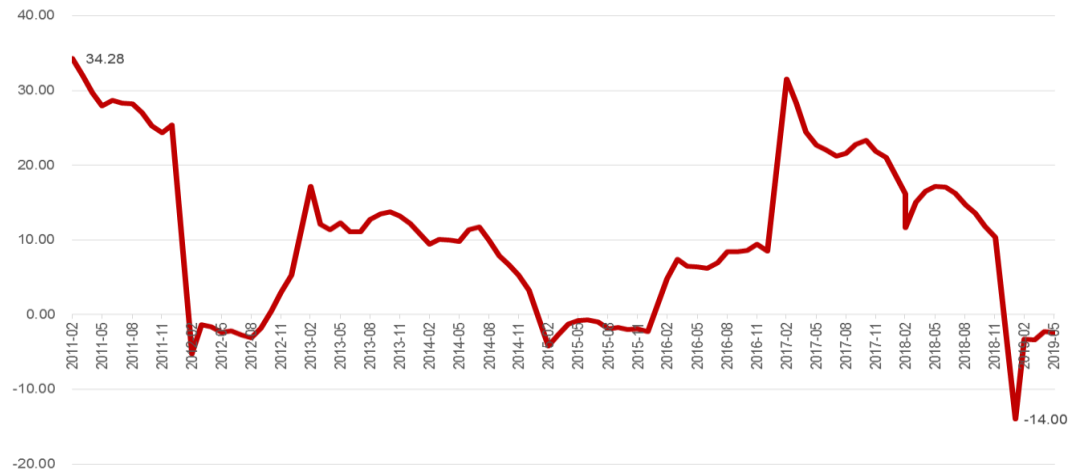


图 1 规模以上工业企业利润增长率 (%)

数据来源: 国家统计局。

带来了一系列风险。这些风险一旦集中爆发，就将形成系统性金融风险，甚至引致金融危机。2016 年 4 月以后，国务院和相关金融监管部门果断出手，出台了一系列举措，整治金融乱象。从对 P2P、影子银行、资产管理等的整治进程看，冰冻三尺非一日之寒。如果操之过急，

欲速而不达，非但不能有效化解由金融乱象带来的金融风险，而且在平台公司跑路、资金链断裂等背景下，将引致新的金融风险和社会风险。同时，建立新的机制、路径和流程来替代曾经由 P2P、影子银行和资产管理等给实体企业提供的资金，保障经济金融运行中相关方面对资金的需求能够得到满足，也需要时间。鉴此，完成金融整治的时间表只能一拖再拖，以求尽量小的金融震荡和社会负效应。但另一方面，如果金融整治的步速过缓，金融乱象引致的金融风险还将蔓延，这将进一步增大发生系统性金融风险的几率，因此，整治金融乱象的步伐不可过缓。面对这一难题，如何有效安排好整治金融乱象次序、拿捏好整治力度和步速成为需要系统深入研讨的应急课题。

毋庸赘言，这三个“两难选择”相互关联相互制约，有着牵一发而动全身的内在机制，这更是增加了化解每对两难选择的难度。对它们处置的如何（包括取向、流程、节奏、力度和效应等）、在处置过程中相关制度和监管机制的形成以及处置中的金融创新等都是需要深入探讨的重大论题。

二、资金紧缺条件下的流动性风险

在实体企业经营运作中，流动性主要指的是可用资金（即货币资产）和可变现资产。在资产负债表的各项科目中，实体企业既可从“负债和所有者权益”中获得流动性，也可通过调整“资产”获得流动性。从资金来源看，实体企业获得资金路径包括股东投资、银行借款、发行债券、交易对手方的预付款、利润留存（包括资本公积金）等；从资产变现看，实体企业调整资产获得流动性的路径包括减少定期存款、出售存货、减少应收账款、卖出“交易性金融资产”（如债券、股票等）和出售其他资产等。在中国的实践中，实体企业获得资金的主要渠道有六：股东投资、银行贷款、预付款、发售证券（如债券、股票等）和产成品（或劳务）销售、出售资产（包括实物资产和证券类资产）。流动性的这些变化反映在现金流量表中，因此，对实体企业的流动性状况也可从现金流量表展开分析。

流动性风险的底线现象，是指实体企业缺乏足够的资金清偿到期债务本息引致的财务风险。但在实体企业经营运作中，流动性风险更多的是指账面资金不足以支付各项开支所出现的头寸紧缺状况。它的具体情形大致有三：一是账面资金不足以满足正常的经营运作展开。例如，缺乏足够的资金购买原材料、支付职工薪酬、缴纳应缴税负等。二是账面资金不足以满足固定资产投资、技术研发、新产品开发和市场拓展等的持续性需要。三是被迫以低于成本价卖出所持有债券、股权（包括股票）等证券类资产，引致资产负债表衰退。引发实体企

业流动性风险的因素相当复杂。尽管不同企业的流动性风险成因不尽相同，同一家企业在不同时间、发展的不同阶段以及不同条件下的流动性风险成因也差别甚大，但通过对相关数据的分析，还是能够寻找到多数实体企业流动性紧缺的主要成因。

从表 2 的数据中可以看到:第一，2010-2018 的 9 年间，规模以上工业企业的总资产增长

表 2 规模以上工业企业主要财务指标单位:亿元

年份	总资产	总负债	流动资产	应收账款	存货	营业收入	利润总额
2010	592881.9	340396.4	279227.3	61441.2	69790.1	697744.0	53049.7
2011	675796.9	392644.6	327778.7	70502.0	80583.1	841830.2	61396.3
2012	768421.2	445371.8	368200.7	84043.1	88324.7	929291.5	61910.1
2013	870751.1	505694.3	413490.9	97402.7	97119.2	1038659.5	68378.9
2014	956777.2	547031.4	445742.4	107437.0	102874.4	1107032.5	68154.9
2015	1023398.1	579310.5	469207.3	117246.3	102804.0	1109853.0	66187.1
2016	1085865.9	606641.5	500852.8	126847.2	106962.7	1158998.5	71921.4
2017	1121909.6	628016.3	534080.9	135645.1	113305.4	1133160.8	74916.3
2018	1134382.2	641273.8	554165.1	143418.2	116671.3	1049490.5	66351.4

资料来源:《中国统计年鉴(2019)》，中国统计出版社 2019 年版。

了 91.33%，总负债增长了 88.39%，但营业收入仅增长了 50.41%、利润总额也仅增长了 25.07%，由此，以销售产品等经营运作路径获得流动性的能力快速降低，总资产的增长主要来自于外源融资，内源融资能力较弱。第二，在流动资产中，“应收账款”和“存货”的占比在 2010-2018 的 9 年间比较稳定（即从 46.99%变化为 46.93%），但二者的走向却呈相反趋势。其中，“应收账款”占比从 2010 年的 22%上升到 2018 年的 25.88%，“存货”占比从 2010 年的 24.99%下降到 2018 年的 21.05%。“存货”占比下降反映了供给侧结构性改革中“去库存”的成就，但“应收账款”比重上升却反映了企业间拖欠货款的现象加重，以经营销售渠道获得的流动资金趋于吃紧。第三，2016 年以后，规模以上工业企业的总资产和流动资产都在增加，但营业收入却从 2016 年的 115.9 万亿元下降到 2018 年的 105.0 万亿元，降幅达到 9.45%；利润总额从 2017 年的 7.49 万亿元减少到 2018 年的 6.64 万亿元，降幅达到 11.44%；与此同时，资产利润率也从 2016 年的 6.62%和 2017 年的 6.67%下降到 2018 年的 5.84%。这些情况表明，规模以上工业企业通过经营运作获得资金的能力在下降，流动性风险在逐年提高。

微观面的这些变化，在宏观面上表现得更加明显。从图 2 看，工业企业生产者价格指数（PPI）的同比增长率在 2012 年 3 月以后持续下降了 54 个月；2016 年 9 月，PPI 增长率由负转正，达到 0.1%，延续到了 2019 年 6 月；2019 年 7 月以后，再次陷入下行走势区间。但如果不是把眼界局限于“同比”之中，而是扩展到“累计值”，则可发现自 2012 年 3 月至今的 90 个月内，PPI 增长率的累计值就没有回到 2012 年 2 月之前的水平。

这实际上意味着，在销售同量产品中，工业企业所能够得到的资金依照 PPI 负增长的程度在减少；同时，在成本不变条件下，工业企业的利润率以快于 PPI 增幅下降的程度降低，由此，工业企业通过“利润”渠道获得营运资金的路径在持续收窄；同时，资产边际利润率持续降低引致了固定资产投资增长率的快速下落（从 2011 年 23.8% 下降到 2018 年的 5.9%），使得为固定资产投资提供资本品的工业企业产品销售难度大大提高，由此，严重影响了资金回流。

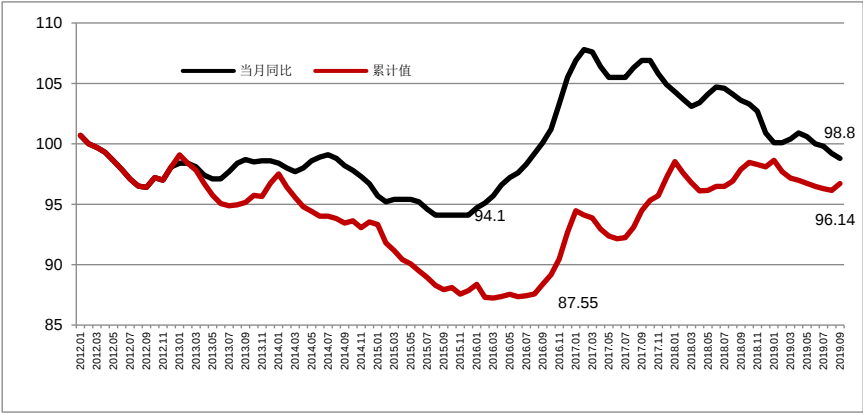


图 2 PPI 走势图 (%)

资料来源：国家统计局。

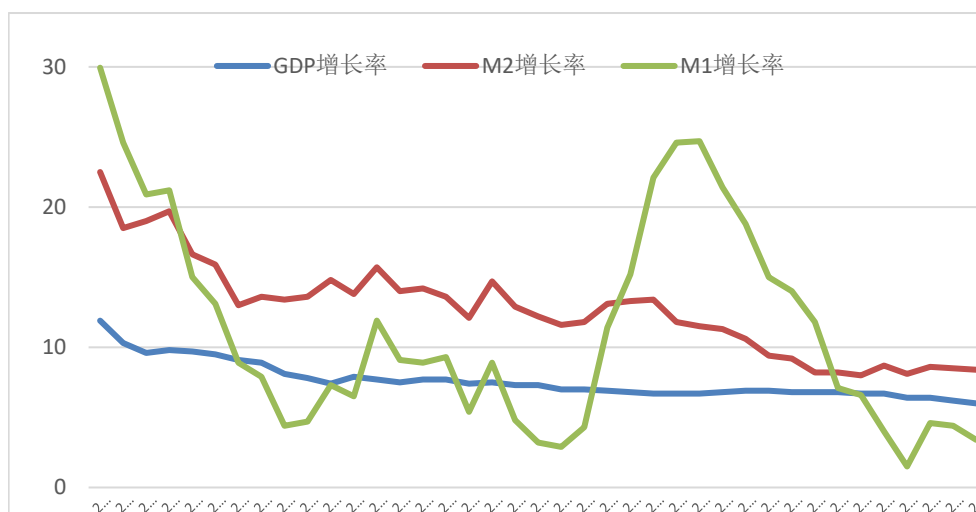


图 3 货币供应量与 GDP 增长率 (%)

资料来源：中国人民银行网站。

在货币供应量层面上，从图 3 看，2018 年 6 月以后，M1 增长率就一直低于 GDP 增长率。M1 主要由实体企业等机构的活期存款构成。M1 增长率连续 18 个月低于 GDP 增长率意味着实体企业的流动性趋于吃紧。近年来，中国人民银行以 M2 增长率作为货币供应量的主要抓手（即货币政策的中间目标），从图 3 中可以看出，2010 年 3 月以后，M2 增长率始终高于同期的 GDP 增长率，2019 年 12 月为 8.7%，高于 GDP 增长率（6.0%）2.7 个百分点，就此而言，资金供给似乎并不紧张。但如果将物价上涨因素考虑在内，情形就将发生变化。2019 年 12 月 CPI 增长率为 4.5%（11 月份为 4.5%），则 M2 增长率低于“GDP 增长率+CPI 增长率”1.8 个百分点。另一方面，M2 中包含了机构定期存款和储蓄存款中的定期存款（这些定期存款占 M2 的比重，在 2019 年 12 月为 43.86%）。由于定期存款是难以作为支付货币使用的，通常不发挥流动性功能。从图 4 中可见，“M2-定存”后的资金增长率在 2016 年 1 月为 19%（远高于 GDP 增长率），到 2019 年 12 月已降低到了 6.10%，明显低于 M2 增长率，与 GDP 增长率（6%）相差无几。2018 年以后，经济金融运行中的流动性紧张，不仅加重了债市、股市等金融市场行情的持续低迷，而且给实体企业经营运作带来了新的风险和挑战，使得 2020 年经济金融运行中不确定程度进一步增加。

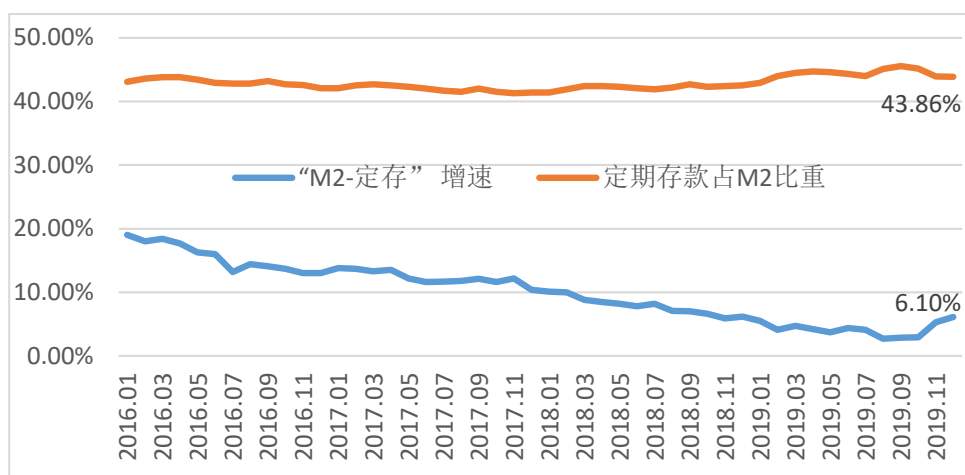


图4 “M₂-定存”增长率 (%)

资料来源：中国人民银行网站。

在社会融资规模层面上，从表3中可见，与2014年相比，2019年的“社会融资存量规模”增长了104.63%，其中，“人民币贷款”从81.43万亿元增加到151.57万亿元（增长了

表3 社会融资存量规模(2014-2019)单位：万亿元

年份	社会融资规模存量	人民币贷款	外币贷（折合人民币）	委托贷款	信托贷款	未贴现银行承兑汇票	企业债券	非金融企业境内股票	政府债券
2014	122.86	81.43	3.47	9.33	5.35	6.76	11.69	3.80	
2015	138.28	92.75	3.02	11.01	5.45	5.85	14.63	4.53	
2016	155.99	105.19	2.63	13.20	6.31	3.90	17.92	5.77	
2017	174.64	119.03	2.48	13.97	8.53	4.44	18.37	6.65	
2018	200.75	134.69	2.21	12.36	7.85	3.81	20.13	7.01	7.27
2019	251.41	151.57	2.11	11.44	7.45	3.33	23.56	7.36	37.73

资料来源：中国人民银行网站。

注：“政府债券”在2018年指“地方政府专项债券”，2019年为加入了“国债”，改为“政府债券”。

86.13%)，占社会融资存量规模的比重达到60.31%。但在2018-2019的两年时间内，“外币贷款”“委托贷款”“信托贷款”和“未贴现银行承兑汇票”等均呈现出负增长走势。与2017年相比，这些路径的融资余额在2019年减少了5.09万亿元，同时，意味着实体企业融资的渠道趋于收窄。

自上世纪90年代中期以后，“融资难”就不绝于耳。“融资难”的实际含义应当包括融资渠道窄、融资数量少、融资价格高、融资条件严和融资风险大等五个方面情形。进入2018年以后，“融资难”成为严重影响实体企业资金来源（从而制约它们经营运作）的一个主要因素，有着引发新的金融风险危险。在此背景下，2018年7月31日，中央政治局会议明确提

出：“要做好稳就业、稳金融、稳外贸、稳外资、稳投资、稳预期工作”，协调好“去杠杆”与防风险的关系，有效保障经济金融运行所需要的流动性。进入 2018 年第四季度以后，流动性紧张的状况蔓延到了民营企业、小微企业和股票市场，鉴此，决策面密集出台了一系列举措，防范化解由流动性紧缺引致的经济金融风险。10 月 20 日，习近平总书记在给“万企帮万村”行动中受表彰的民营企业家长信中强调指出：“改革开放 40 年来，民营企业蓬勃发展，民营经济从小到大、由弱变强，在稳定增长、促进创新、增加就业、改善民生等方面发挥了重要作用，成为推动经济社会发展的重要力量。民营经济的历史贡献不可磨灭，民营经济的地位作用不容置疑，任何否定、弱化民营经济的言论和做法都是错误的”。10 月 22 日，国务院常务会议做出了三项决定：一是设立民营企业债券融资支持工具；二是运用市场化方式支持民营企业债券融资（具体操作流程是，由中国人民银行依法向专业机构提供初始资金支持，委托其按照市场化运作、防范风险原则，为经营正常、流动性遇到暂时困难的民营企业发债提供增信支持）；三是对有市场需求的中小金融机构加大再贷款、再贴现支持力度，提高对小微和民营企业金融服务的能力和水平。同日，中国人民银行决定增加再贷款和再贴现额度 1500 亿元，提高金融机构对小微企业和民营企业的信贷投放力度。10 月 31 日，中共中央政治局在分析前三季度经济形势中指出，当前经济运行稳中有变，经济下行压力有所加大，部分企业经营困难较多，长期积累的风险隐患有所暴露。对此要高度重视，增强预见性，及时采取对策。11 月 1 日上午，在与民营经济代表座谈会上，习近平总书记说：“我国经济发展能够创造中国奇迹，民营经济功不可没”，同时，提出了为民营企业发展纾困的六大举措：减轻企业税费负担，解决民营企业融资难融资贵问题，营造公平竞争环境，完善政策执行方式，构建亲清新型政商关系，保护企业家人身和财产安全。另一方面，2018 年 10 月 18 日，A 股市场在徘徊了几个月后转向下行，上证指数击穿了 2500 点（最低触及 2485.62 点，远低于 2010 年初的 3289.75 点），同时，A 股依然有着继续下行的较大压力。10 月 19 日股市开盘前，“一行两会”领导接连发声，提出了缓解股市风险的一系列举措，以期稳定股市信心。此后，决策面陆续出台的措施包括：修改《公司法》，调整股份回购的条件；启动 A 股股权质押纾困方案（各地设立了一批旨在化解股票质押贷款风险的基金，数额达到数千亿元）；允许银行私募理财产品投资于股市；鼓励长期资金入市；保障市场流动性（例如，10 月 22 日，证券业协会发布公告，将组织联合 11 家证券公司设立约 1000 亿元总规模的资产管理计划进入股市）。各种政策举措的出台，虽然暂时缓解了经济金融运行中的流动性风险，但“治本”的深层问题依然存在，长治久安的基础并不坚实牢靠，有待深化金融供给侧结构性改革，优化金融产品的供给结构。

三、资金、资本和信用的内在机理

在经济金融运行中，资金是流动性最高（从而“最好”）的资产。作为货币资产，资金既有着货币功能也有着资产功能，覆盖了国民经济的各个方面，连接着金融与实体经济，也连接着商品（包括劳务，下同）交易、财政收支和公益事业。从资金流量表中可以看出资金在各主体和各部门之间的流动状况（包括流向、流量等）和分布格局。如果将各年的资金流量表连接分析，则可看到资金流量的总趋势和资金分布格局的变化趋势。

从用途角度看，资金可分为消费性资金、经营性资金、财政性资金、公益性资金和金融性资金等五种类型。在这些类型中，资金主要发挥货币的交易功能和支付功能，具有明显的流动性特征。其资产功能主要表现为归属关系，例如，在缴纳税收的场合，企业将原先属于自己的资金划汇给税务部门，成为归属于政府财政的收入。由此不难理解，货币、资产和资金等并非“金融”独有的概念，更非金融活动独有的经济现象。因此，流动性和流动性风险也不是金融特有的现象。在不能偿付到期债务本息的场合，实体企业将因流动性不足引发财务风险甚至财务危机；在收不付出的场合，政府财政将因流动性不足引发财政拮据甚至财政危机；如此等等。就此而言，金融领域中的流动性风险只是各领域流动性风险的一个方面。

从金融角度看，资金可分为资本性资金(或股权性资金，下同)、债务性资金（或债权性资金，下同）和信托性资金。在实践运作中，信托性资金将进一步分解为资本性资金和债务性资金，由此，资金的金融性质主要分为资本性和债务性两大类。从资产负债表看,各类机构的资金来源由资本性资金和债务性资金构成,这些资金在使用中形成该机构的资产，由此，形成了“资产=负债+资本”的恒等式。不论对一家具体的法人机构（实体企业和金融机构等）而言还是对整个金融体系而言，这一恒等式中都有三个不可忽视的要点。

第一，资本与债务的内在机制。在经济金融运行中，每个主体所获得的“负债”都是交易对手方的“资产”。在实体企业之间的批发性商业交易中赊买赊卖是常态性现象，由此，信用机制（或债权债务机制）成为市场经济的一个基本机制（换句话说，缺乏信用机制则市场经济无法正常运行）。从债务方角度看，获得一笔债务相当于获得了一笔对等的利益。如果它建立在本息无需偿付的条件下，则这笔利益的获得近乎于无本获益，也就无所谓“债务”（例如，在财政资助的条件下，实体企业获得的利益并非债务）。从债权方角度看，形成债权的过程是利益支出的过程，一旦债务方不能按期偿付债务本息，债权方就将受到对等的利益损失，为此，债权方必须严格查证债务方偿付到期债务本息的能力。虽然这种偿债能力可以用债务方经营运作的现金流予以证实和偿付，可一旦债务方的市场走势发生变化或应收账

款难以如期收回，债权方的利益还将受到损失。受此制约，偿付信用本息的法律最终落脚到债务方的资本性资金（即“所有者权益”）。在实行无限责任制场合，资本性资金近乎由股东（或合伙人）的全部自有财产构成；在实行有限责任制场合，资本性资金由公司净资产构成。一旦债务人不能偿付到期债务本息，经法庭调解无效，就进入破产程序。破产首先破的不是债务而是资本。因此，资本（或资本性资金）是负债的基础。

从资产负债表的结构看，“所有者权益”位于右列的“负债”下方，这既表明了“资本”的基础性地位也表明了无资本则无力承担负债的内在机理。从公司法规定和工商注册看，“注册资本”都是公司设立的必备条件。在实践过程中，任何公司承担的债务余额都必须与其“所有者权益”的数额相匹配。债权人在放债之前总是要查实交易对手方的资本数额和偿债能力（如现金流状况等）。在正常条件下，一家资本为1亿元的实体企业要承担3亿元以上的债务是比较困难的。与实体企业相比，商业银行等金融机构的负债水平具有特殊性，为存贷业务所决定，它们的负债率可以高达90%以上。但一方面任何商业银行等金融机构的设立都有着明确的注册资本界定（并且注册资本数额不得低于相关法律的规定）。中国的《商业银行法》第十三条规定：“设立全国性商业银行的注册资本最低限额为十亿元人民币。设立城市商业银行的注册资本最低限额为一亿元人民币，设立农村商业银行的注册资本最低限额为五千万元人民币。注册资本应当是实缴资本”。另一方面，不论商业银行吸收了多少存款，其发放贷款都必须接受金融监管规则的制约，以防范它们的放贷数额突破资本充足率的制约。

显然，对实体企业和金融机构而言，信用资格、信用能力等都是由它所拥有的资本数额和相关的法律规定赋予的。在经济金融运行中，流动性可分为资本性资金和债务性资金，其中，资本性资金起着基础作用，它的数量和运行态势决定了债务性资金的数量和风险的程度。金融运行中的信用创造表现为债务性资金创造，但它必须建立在资本形成的基础上并且受到资本数量的制约。一旦脱离了资本的约束，信用也就失去了应有的基石，信用风险就将转化为信用危机。在间接金融体系中，银行信用发挥着主导作用，通过“存款创造贷款、贷款创造存款”的货币乘数作用，债务性资金有着持续膨胀的趋势。在此条件下，如果不重视有效发挥资本对债务规模和债务增长率的约束作用，信用膨胀不仅将引致杠杆率的持续升高，而且为系统性信用风险埋下愈益严重的隐患。

第二，债务的期限结构。从期限角度看，经济金融运行中的资金可分为短期资金、中期资金、长期资金和永久性资金等。短期资金通常为一年以内，中期资金通常为三年至五年，长期资金通常在十年以上，永久性资金则期限不受限制。资本性资金属于永久性资金范畴，其流动性机能不受期限制约；与此不同，各种债务性资金的流动性机能受到偿还期限的严格

制约。在经济金融运行中，流动性风险首先表现为对应主体偿付当年到期债务本息的财务能力不足，由此，在债务总额已定的条件下，短期债务所占比重越高则流动性风险越大，需要借新债还旧债的财务活动越频繁。与此相比，中长期债务比重越高，当期财务风险越低，经济金融运行越平稳。在实体企业的资产负债表中，中长期债务位于“流动负债”之下、“所有者权益”之上，这有着三重含义：一是偿债的时间顺序。实体企业需要首先偿付流动负债，此后才是中长期负债，因此，中长期负债的偿付时序在短期负债之后。二是资本性质的程度。中长期债务的资本性质弱于“所有者权益”，但高于“流动负债”，它在一定程度上可以支撑短期债务，对实体企业的中长期发展有着促进功能。三是在时间延续中转为短期负债。随着时间的延续，原先属于中长期负债范畴的债务将逐步地转为短期负债。从理论上说，5年期的负债在第五年必然转为当期应偿付本息的短期债务，但在实践中，为了防范到期一次性支付可能引致的偿付风险，通常选择依期限逐年按比例减少的财务方法（例如，5年期负债，在时间延续中每年将中长期负债数额的20%转为流动负债）。

在经营运作中，实体企业获得的中长期资金主要用于投资以扩大经营运作规模、增强研发能力、提高资产质量、改善资产结构等。在边际资产利润率高于债务利率的条件下，通过运作中长期债务性资金，实体企业不仅能够偿付到期债务本息，而且可能累积丰厚的利润、增加净资产，增强内源性融资的能力。马克思主义经济学认为，在人类发展中，社会再生产本质上是扩大再生产。这一原理落实到实体企业资金运作的角度，就具体化为中长期资金的投资运作。由此，与短期资金相比，中长期资金有着基础性和先导性作用。

实体企业的中长期负债主要来自于金融体系。20世纪70年代以后，美国等发达国家在金融创新过程中资本市场快速发展，直接金融在金融体系中所占比重明显上升。一个引人瞩目的现象是，实体企业的中长期债务资金来源从商业银行等金融机构的中长期贷款转向了发行中长期债券等债务工具。其主要成因包括债券融资成本明显低于同期贷款、发行中长期债券所得资金在使用上比中长期贷款更加自主灵活、实体企业的现金管理普遍展开等。另一方面，对商业银行等金融机构来说，由于市场变化更加复杂，不确定性明显提高，向实体企业发放中长期贷款的风险凸显，既高于短期贷款又难以充分预测和把握，由此，商业银行等金融机构向实体企业发放中长期贷款的意愿逐步走低。

第三，资产的流动性。从资产面看，实体企业的流动性主要来自于三个渠道：一是货物（或劳务，下同）的销售。一般来说，销售越顺畅，实体企业的流动资金越充分，反之，将面临资金紧缺甚至陷入流动资金不足的困境。二是证券类资产销售。在实物资产不变的条件下，实体企业可交易的证券类资产越多，现金管理越有效，则货币资产（在商业银行的存款，

尤其是定期存款)越少,资金在金融面上的使用效率越高;在证券价格上行的区间,证券类资产的收益率高于实物资产收益率的概率较高,流动性风险相对较小,反之,不仅证券资产收益率可能低于实物资产收益率,而且可能被迫以低于成本价卖出证券,由此,流动性风险随着证券交易价格的走低而提高。三是实物资产的销售。对一家具体的实体企业(除非属于房地产企业范畴)来说,销售实物资产不是常态性经营活动。在多数情况下,卖出实物资产是一种被迫的无奈之举且对缓解资金紧缺并非总是有效。因此,在正常经营运作中,实体企业主要通过货物销售和证券销售来调节资金的余缺。

在中国,实体企业介入债券市场等金融市场的渠道较窄、程度较低,经营运作中暂时闲置的资金大多只能以“存款”方式存入商业银行等金融机构,资产面的现金管理几乎不存在。为了争取存款利率收益的提高,一些企业只好将一部分存款以“定期存款”方式存入银行。从表4中可见,与2005年相比,2009年企业“活期存款”增长了1.04倍,同期,企业的“定期存款”增长了2.06倍;与2010年相比,2019年非金融企业“活期存款”增长了0.32倍,同期,非金融企业“定期存款”增长了1.92倍,显然,定期存款的增长率高于活期存款,由此,引致了三个现象的发生:其一,在非金融企业存款余额中,定期存款占比持续提高。从2005年的34.91%上升到2019年的59.26%。其二,由于定期存款在存期内属于不可流动的资产,如果需要动用,就必须将其转为活期存款,所以,定期存款快速增长,直接意味着实体企业资产构成中流动性资产占比降低、非流动性资产占比上升,这引致了实体企业的流动性紧张和经营运作的流动性风险增大。在表4中,2011年、2014年和2018年都发生过实体企业活期存款的负增长;2019年活期存款的增长率仅为2.67%,明显低于同期GDP增长率(2019年GDP增长率为6.1%)。其三,实体企业严重缺乏现金管理机制。在货币理论发展史上,货币需求曾被界定为交易需求(包括货币的流通职能和支付职能)和贮藏需求。依据20世纪初的实践变化,凯恩斯基于流动性偏好的理论,提出了新的货币需求函数: $M=M_1+M_2=L_1(Y)+L_2(r)$ 。其中, M_1 为由交易动机和预防动机所决定的货币需求(它是收入 Y 的函数), M_2 为投机性货币需求(它是利率 r 的函数); L_1 、 L_2 为流动性偏好。在这个模型中,“贮藏货币”不见了,取而代之的是“债券”交易,由此,从实体企业资产运作角度看,现金管理已成为调剂资产流动性的重要机制。但在中国,“定期存款”依然是非金融企业存款的主要构成部分,成为制约实体企业流动性的一个主要成因,同时,也反映了实体企业进入金融市场(尤其是债券市场)交易的程度较低和中国金融市场(尤其是债券市场)发展的不充分。在金融运作中,债券对“定期存款”有着明显的替代性,实体企业持有债券数额的增加必然引致它们以“定期存款”方式持有的资金量减少。由于债券票面利率通常高于存款利

率，债券的可交易性高于定期存款，所以，“定期存款”对债券不具有替代性鉴此。定期存款的巨额存在（且高速增长）意味着，实体企业既失去了争取较高收益的机会也失去了争取

表 4 非金融企业存款及增长率单位：亿元、%

年份	活期存款	增长率	定期存款	增长率
2005	66222.96	7.09	35527.59	28.70
2006	77744.82	17.39	41106.84	15.70
2007	91718.37	17.97	62685.53	52.49
2008	97499.04	6.30	80702.58	28.74
2009	134747.32	38.20	108837.62	34.86
2010	183593.93	36.25	121065.03	11.23
2011	139322.56	-24.12	164181.75	35.61
2012	140862.36	1.10	186531.31	13.61
2013	145522.01	3.30	216033.15	8.59
2014	143311.15	-1.52	235022.70	8.79
2015	174586.41	21.82	255661.02	8.78
2016	215106.82	23.20	287071.63	12.28
2017	237887.75	10.59	304516.83	6.07
2018	236190.12	-0.72	326786.09	7.31
2019	242504.15	2.67	352860.82	7.97

资料来源：中国人民银行网站中的“金融机构人民币信贷收支表”、“金融机构人民币信贷收支表（按部门）”、“金融机构本外币信贷收支表”。

注：2009 年之前的“非金融企业存款”中不包含“事业单位”，2010 年以后包含“事业单位”。

较高的资产流动性的机会，这不仅强化了实体企业对商业银行等金融机构贷款的依赖程度，而且加剧了经济金融运行中的流动性紧缺程度和对应的风险。

在经营运作过程中,各类实体企业通过营业收入、发行股权(包括发行股票)、银行借贷、发行债券以及其他路径获得资金的差异甚大,在不同时点触发暂时闲置资金的缘由不尽相同,是引致“定期存款”巨额发生的一个主要成因。为了提高这些资金的运作收益,多年来,一些实体企业通过“委托贷款”、“信托贷款”和购买理财产品等路径向资金紧缺的实体企业提供了资金支持。据不完全统计,截止 2019 年 11 月中旬,1915 家上市公司累计投入理财产品的资金达到 3.897 万亿元,平均每家为 20.35 亿元²。这说明,在进入金融市场、拓宽资金运作渠道、提高资金使用效率等方面,实体企业有着强烈的内在要求。

由上可见,在中国经济金融运行中,实体企业面临的流动性风险主要不来自于短期债务性资金的供给不足,而在于资金来源中资本性资金和中长期债务性资金供给的严重不足,在资金使用中闲置资金(尤其是“定期存款”)进入金融市场(尤其是债券市场)的程度较低

² 引自《过半 A 股公司买理财 有的一手发债一手理财》,载《第一财经日报》2019 年 11 月 15 日。

从而实体企业彼此间通过金融市场调剂资金余缺的机制很不充分，这是一种金融供给侧的结构性问题。

四、优化金融供给侧结构的政策举措

以银行贷款为主的资金供给结构在实践的延续中不可避免地引致前述三对“两难选择”的发生：其一，在缺乏足够的资本性资金和中长期债务性资金的条件下，实体企业在经营运作中大量使用短期债务性资金，使得它们时时面临着短期资金本息的偿付风险，不得不花费大量精力和费用从事借新债还旧债的重复性操作，同时，将短期债务性资金用于中长期投资运作更是加重了偿付到期债务本息的风险。在此背景下，一旦实施“去杠杆”的紧缩信贷政策，实体企业面临着资金链断裂和经营运作拓展的难题，由此，就必然引致“去杠杆”与稳增长之间的矛盾。其二，在缺乏多元化资金运作渠道的条件下，资金暂时富裕的实体企业难以展开现金管理，将闲置资金通过金融市场路径调剂给资金紧缺企业使用，只能将这些闲置资金存入银行，表现为资金的脱实向虚，由此，在“去杠杆”从而银行信贷紧缩的条件下，资金紧缺的实体企业难以得到新的借贷资金，难免引致资金“脱实向虚”与“脱虚向实”之间的矛盾。其三，由于资金暂时富裕的实体企业缺乏多元化金融市场渠道展开现金管理，只好转向依靠“委托贷款”、“信托贷款”和理财产品等有限路径展开资金运作，以争取高于“定期存款”利率的资金收益率，所以，一旦展开金融整治，这些渠道收紧，就难免收紧通过这些渠道向资金紧缺的实体企业供给的资金量，使得它们经营运作中流动性风险明显提高，由此，引致金融整治与防风险之间的矛盾。实施宽松的货币政策，加大向经济金融运行注入流动性，难以破解这三对相互关联的“两难选择”，甚至有可能引致南辕北辙的效应。内在机理是，通过放松货币政策所投放的资金几乎均来源于商业银行等金融机构的贷款，它们大多为短期借贷资金，在推高实体企业杠杆率的同时，也在加大经济金融运行中的脆弱性和系统性金融风险。

从金融角度看，破解三个“两难选择”的路径是加快直接金融的发展，提高直接金融在金融体系中的比重，推进间接金融为主向直接金融与间接金融相协调的方向转变，为此，需要加大加快三项相互关联政策举措的实施力度。

第一，加大对资金供给者的开放程度。在经济金融运行中，资金供给可分为资金的初始供给和运作供给两个层面。不论在理论上还是在中国实践上，资金的初始供给者都主要由城乡居民构成。以储蓄存款年度净增额为例，2000 年为 4710.6 亿元，2010 年为 42530.79 亿元，2018 年和 2019 年分别高达 72270.54 亿元和 96978.96 亿元。对城乡居民而言，消费剩

余的资金最初并无金融性质和金融期限的界定。当以投资方式进入实体企业时，这些资金转化为“资本性资金”；当以存款方式进入商业银行等金融机构时，它们转化为“债务性资金”。宏观经济学认为，居民部门是资金的盈余者，企业部门是资金赤字者，政府部门是资金平衡者；居民部门将资金投入于开厂办店，形成了最初的股权资产，是最初的金融活动。马克思精辟地指出：“资本主义的商品生产，——无论是社会地考察还是个别地考察——，要求货币形式的资本或货币资本作为每一个新开办的企业的第一推动力和持续的动力”。³由此，从金融角度看，资本性资金是每家实体企业的初始流动性来源。这是资金供给的第一个层面，也是基础性层面。在经营运作中，实体企业彼此之间形成了以产业关联为特征的购销关系。这种购销通常采取赊购赊销机制展开。在交易对手方之间，或者你先供货我后付款，或者你先预付款我后供货，为了防范货与款之间的支付风险和满足经营运作中的资金需求，实体企业之间形成了建立在商品交易基础上的第一种金融信用，即商业信用。它的金融工具主要有商业本票、商业期票和商业承兑汇票等构成。商业信用是直接金融，通过商业票据连接了资金供给方和资金需求方；同时，它又是一种实体企业之间的债权债务机制，资金供给方成为债权人，资金需求方位于债务人。这是资金供给的第二个层面。在此基础上，随着第一次产业革命的展开，在经济金融运行中发展了以存贷款为特点的银行信用。此后 200 多年的历史中，虽然发展了一系列专业化金融机构，但居民部门和企业部门、实体企业之间的金融活动依然占居金融体系的基础性地位，是金融市场的运作主体。

新中国 70 年(尤其是改革开放 40 多年)来,中国金融体系快速发展,取得了举世公认的成就。但迄今，它依然是一个以银行信用为主的间接金融体系，银行业资产占居金融机构资产总额的比重高达 90%左右。从 20 世纪 50 年代初开始，为了掌控经济金融运行中的资金（并由此把控资本主义工商业的经营运作），我们在制度上和体制机制就严格限制了这些工商企业之间的资金供给活动，将它们的资金借贷界定为违反财经纪律予以惩治。然而，70 年过去了，中国实体企业已不再是资本主义工商业，面对以国有企业和民营企业为主体的经济活动，实体企业之间不可展开资金借贷的规则迄今未发生实质性变化。另一方面，1995 年 5 月 10 日出台的《票据法》第十九条规定：“汇票分为银行汇票和商业汇票”（至于“本票”，第七十三条明确规定：“本法所称本票，是指银行本票”）。但 20 多年实践中，除了在大型企业的财务公司成员之间发行交易了一些商业票据外，在绝大多数场合，“票据”只是银行承兑汇票的简称。因此，资金供给的第二层面难以运用金融机制而展开，这既给实体企业的经营运作

³ 引自马克思《资本论》第二卷，第 393 页，人民出版社 2004 年版。

带来诸多困难和风险，也加大了实体企业向商业银行等金融机构借贷的需求，强化了金融运行中的融资难和由信贷扩张引致的各种风险。

党的十八届三中全会的《决定》指出：要“实行统一的市场准入制度，在制定负面清单基础上，各类市场主体可依法平等进入清单之外领域”。对金融体系而言，最基本的就是在金融市场准入规则明确的条件下，允许资金供给和资金需求的主要主体（城乡居民和实体企业）直接进入金融市场。所谓直接进入金融市场，至少有着三方面的含义：其一，实体企业能够依法自主地发行商业票据、公司债券和股票，改变以审批制（或核准制等）为前提的证券发行机制。其二，公司债券和商业票据的发行对象应主要面向城乡居民和实体企业，改变目前以商业银行等金融机构为主的机制。其三，公司债券和商业票据等证券交易应主要利用网络机制在无形市场中展开，改变目前的集中在有形市场展开的状况。

第二，加快发展资产管理市场。以银行信用为主的金融体系建立在工业经济基础上且主要服务于法人机构，积极吸收各类存款的一个重要目的在于增加贷款，以加速推进工业经济及相关产业的发展，同时，各类审贷的条件也以标准化、规模化和效益界定等为基本要件。随着城乡居民收入水平的提高（2019年中国人均GDP数额突破1万美元），中国进入中等收入国家行列，资产管理（或财富管理）已成为金融发展的重点内容，由此，金融服务对象从法人机构向居民家庭扩展，金融运作从存贷款向理财运作扩展，是一个必然的趋势。与此同时，实体企业的暂时闲置资金也将从存款（尤其是定期存款）转向以现金管理（或资金管理），以增强流动性和盈利性。

资产管理市场的展开有赖于三个机制的确立：其一，信托机制。在资产管理中，委托人将资金交给受托人管理，其中建立在忠实基础上的信托机制是保障委托人权益的最基本机制。受托人应履行忠实于委托人意愿（以信托契约为法定依据）、单立账户（以便于财务管理）、不再承债、资金托管和防范风险等义务。其二，金融产品的多元化。不同的资产管理有着不同的受众群体，他们的金融投资要求不尽相同，由此，要有效地展开各类资产管理，客观上要求由性质、期限、收益、风险、可赎回等条件形成的各种金融产品能够形成从无风险到高风险的光谱序列，以便资产组合的选择和调整。其三，资金有效流入实体经济。在资产管理中，受托人获得委托人交付的资金后，不论购买和交易哪些类型的金融产品，最终这些资金的绝大部分应流入实体企业。毕竟与金融运作相比，只有实体经济是创造财富和创造价值的部门。

在资产管理运作中，不论资金是投资于各类债券（包括资产证券化债券等）还是投资于股票（包括优先股）或是投资于商业票据，都是实体企业资金来源的重要组成部分。与此相

比，近年来出现的与贷款相连接资产管理（如信托贷款等）则是一种不规范的操作。它更多的是一种银行贷款的补充品，不是银行贷款的替代品，因此，属于影子银行范畴。资产管理要走出影子银行的阴影，就应摆脱对“贷款”的路径依赖，将资金集中投入与金融市场相连接的金融产品（尤其是有着中长期特点的金融产品）交易中，为此，需要落实三项政策举措：一是积极推进持牌制度落地，有效规范资产管理市场中的管理者行为；二是着力推进自 2018 年起步的资管新规的落地，将资产管理的重心从“贷款”类金融运作转向市场类金融运作。三是加快资产管理市场的对外开放，引入国际先进的资产管理操作机制、经验、流程和方法，增强资产管理市场的竞争，给各类委托人以充分的市场选择空间。

第三，深化金融监管体制机制改革。现代市场经济以法治为前提，依法监管是金融发展的基础性条件，没有监管就不可能有现代金融。但如何监管却是一个在理论上和实践上都亟待深入研讨的现实论题。流动性(不论是资本性还是债务性或是货币性)覆盖国民经济的各个领域各个环节,涉及到城乡居民、实体企业、金融机构、政府部门等每个经济主体的利益（在开放型经济中还与国外部门相连接），影响着商品市场（包括劳务市场）、金融市场的各类价格走势。如果事无巨细地将每项活动、每种产品、每个交易和每个行为都纳入到金融监管直接管控之中，或者将它们都纳入到金融机构的专营范畴内并通过监管金融机构的业务活动将各种金融交易都纳入监管部门的管控之中，势必引致三方面后果：一是在五个手指难以按住八只蚂蚱的条件下，金融监管部门将各项金融活动限制于监管能力所能掌控的范围内，由此，众多经济金融运行中本应展开的金融活动被严格限制甚至列入禁止范畴，严重影响实体经济的正常运作和经营发展。二是在疲于奔命且难以管住各项金融活动之后，放松金融监管程度，使得金融监管进入“一管就死，一死就放，一放就乱，一乱就管”的周期性怪圈中循环，给金融运行带来持续性振动，打乱金融运作主体的预期和交易活动，放大金融运作的风险。三是在将监管重心集中于金融机构的条件下，对实体企业等非金融机构的金融活动置于监管之外，不仅将引致金融乱象丛生，金融风险四起，而且将给实体企业经营运作带来更加严重的流动性风险。要避免这些后果的发生和叠加，就应深化金融监管体制机制改革，形成三个基本机制：其一，建立金融市场准入的负面清单制度。在落实依法监管的过程中，出台金融市场准入的负面清单，明确哪些金融活动属于负面清单范畴；在清单之外，贯彻“法无禁止即可为”的理念，给实体企业和城乡居民直接进入金融市场操作、通过金融产品交易调节资产流动性、提高资产配置效率等创造体制机制的条件，将金融市场的交易主体从金融机构拓展到实体企业和城乡居民。其二，建立行为监管机制。在实施负面清单制度过程中，将金融监管重心从金融机构拓展到各类主体的金融活动，统一监管标准、流程、机制，实现金融监管

对金融行为的全覆盖,既有效维护实体企业和城乡居民进入金融市场展开金融投资运作的合法权益,又有效防范由监管盲区引致的金融风险。其三,建立监管沙盒机制。实体企业和城乡居民直接进入金融市场交易运作,既是金融体制机制改革的过程,也是金融创新的过程。创新不仅表现在借助金融科技所展开金融产品、金融流程、金融运作和金融形态等方面,而且表现在资产的存量、增量与流量之间的组合变换,期间存在着诸多的试错、调整、补充和完善,由此,需要金融监管部门提供一定程度的保护期限、容错空间和监管弹性。面对金融科技创新所遇到的制度障碍,2015年3月英国金融行为监管局(FCA)提出了“监管沙盒”机制,以实现保护金融科技创新与有效管控风险的双赢目标。

参考文献

- [1]2019年2月22日中共中央政治局会议新闻稿。
- [2]查尔斯·金德尔伯格,2010:《西欧金融史》,中国金融出版社。
- [3]纪志宏,2018:《金融市场创新与发展》,中国金融出版社。
- [4]雷蒙德·W·戈德史密斯,1994:《金融结构与金融发展》,三联书店和上海人民出版社。
- [5]王洛林等,2002:《金融结构与金融危机》,经济管理出版社。
- [6]王国刚等,2017:《金融风险之点和可选防控之策》,中国社会科学出版社。

Optimizing Finance Supply Structure and Forestalling

Liquidity Risk

WANG Guogang

Abstract: Since 2018, there are correlated three pairs of dilemmas in Chinese finance working: contradiction of deleveraging and keeping growth; contradiction of funds transforming from real economy to fictitious economy and funds turning back to real economy; contradiction of financial regulation and evading financial risk. The loose monetary policies, inject more liquidity into economy and finance working, are difficult to solve the dilemmas, and may even cause contrary effects. The solutions are expanding commercial paper market, bonds market and stock market, permitting residents and real economy enterprises enter into the finance market as the funds suppliers and demanders; swift developing asset management market, expanding the financial services objects from legal entities to residents and families, promoting the entity enterprises transform the temporary idle funds from deposit (especially the fixed deposit) to cash management or funds management; basing on the negative list to found the behavior regulation mechanism and regulatory sand box.

Keywords: Finance supply; Liquidity risk; Dilemma



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn