



全体大会二

中国金融政策展望

主持人：李扬（中国社科院副院长）

吴晓灵：影子银行与中国金融结构

朱从玖：金融政策需关注五方面

李剑阁：展望未来金融政策走向

吕家进：浅谈普惠金融

李稻葵：商业银行聚集经济最大风险

黄海洲：欧洲经济去杠杆化路途还很遥远

影子银行与中国金融结构

吴晓灵

《中国金融政策报告2014》的主题报告是《影子银行与中国金融结构》。中国社会科学院金融所的一项研究指出,中国影子银行规模已经超过了GDP的40%,引起了监管部门、理论界和金融界对其风险的担心。就影子银行在中国经济融通资金中发挥的作用来看,它可以理解为某种程度上的直接金融,相对于银行信贷起到

了补充的作用,这也契合了中国近年来积极发展多层次资本市场的努力。

报告将我国影子银行归为两类:第一类是体系内的影子银行;第二类是体系外的影子银行。前者包括了信托在内的有牌照监管不足的机构与业务,这是中国影子银行的主体。

中国影子银行有其特定产生发展的原因和背景。客观地看发展了会是正规金融体系有益的补充,是发展直接融资的有序渠道,因为影子银行体系本身都是由非银行金融机构来代理的,如果在法律关系清楚的情况下,非银行金融机构它的融资特点都是投资人自担风险,而不是由中介机构来承担风险。如果中介机构承担资金的风险,这种方式其实就是一种存款方式。因而,它不是非银行金融机构吸收资金的方式和做业务的方式。非银行金融机构最大的特点就是它的投资方要承担自己的风险,因而非银行金融机构的活动都可以说是直接融资的构成

部分。

但是,这种非银行金融机构的活动确实存在问题:1、法律关系模糊;2、市场运作混乱;3、刚性兑付严重;4、有效监管缺乏。在非银行金融机构的活动中,投资者要获取收益,承担风险,法律关系应该是明示的,但是我们的影子银行业务当中最大的缺陷就是没有民事法律关系,正因为法律关系不明确,所以责任不明确,运作混乱。

由于对影子银行业务不同的认识,到底该谁来监管,怎么监管,也不是特别清楚。所以,既存在着监管过度,也存在监管空白。

关于中国影子银行的监管与展望,政府及金融监管部门出台了不少监管政策,已经开始显现出不断规范、透明的发展趋势。规范的影子银行业务将促进中国金融结构的调整,促进直接金融比重的上升。中国影子银行应置于中国金融发展与改革,包括金融监管改革的长远发展来分析,其中一项重要任务就是不断完善与中国金融



吴晓灵,全国人大财经委副主任委员,清华大学五道口金融学院理事长兼院长,清华大学国家金融研究院院长

体制改革相适应的法律体系和监管构架。

在发展金融改革的过程中，应该客观地来划分监管的边界，并不是所有的信用活动都是需要严格监管的。如果能够对所有的金融活动，第一明确产品功能的性质，第二明确它的法律关系，第

三明确收益和风险承担的责任，第四看一看金融活动涉及的是少数人利益还是多数人利益，如果是少数的可承受风险的，那可以适度监管，如果涉及到众多的小投资人的利益，应对此类金融产品和金融活动进行严格的监管。如果能够做到上述四个方面

的严格的划分，我想现在所称的影子银行的发展应该有助于中国直接金融的发展，有利于中国金融结构从过重的间接金融结构发展为直接金融和间接金融均衡发展的结构，是对中国金融结构改变的有益探索。■

链接

《中国金融政策报告》为年度报告，由中欧陆家嘴国际金融研究院和中国社会科学院金融研究中心联合编写。其始编于2011年中国加入世界贸易组织十周年之际，当时中国经济和金融改革获得举世关注，但各类监管当局发布的年报均缺乏对中国整体金融政策的全面归纳。《中国金融政策报告》由此应运而生，旨在以系统精要的介绍中国金融政策的重点、现状以及进展，服务国际国内关注中国金融的不同读者。

《中国金融政策报告》由主题报告和动态报告两部分组成。前者针对每一年内中国金融的热点焦点问题、相关的金融政

策情况以及未来的改革和发展趋势进行研究、讨论和分析；后者则从宏观调控，主要金融市场发展和金融监管三个层次分别对每一年度中国各领域内的政策颁布和实施情况进行相应的总结和评价展望。报告由来自学界、业界和监管部门的专业作者队伍用双语编写，拥有经验丰富、涵盖中外的专家顾问团队，既面向专业读者，也服务普通大众；既聚焦年度重点主题，也传递全面政策动态。

《中国金融政策报告》至今已发布四本。2011年首次发布的报告回顾了30多年中国的金融改革，并分析了后危机时代的金融监管改革和中国

监管的改革实践；2012年的报告对国际金融危机背景下的中国主要金融风险和对的政策改革进行了分析，指出房地产泡沫和地方政府的过度负债问题是中国的主要金融风险；2013年的报告聚焦于发展中国的多层次资本市场的问题与对策，强调中国多层次资本市场应当建立在一个宽大坚实的场外市场的基础之上，并且形成合理的金字塔的结构。《中国金融政策报告2014》以“影子银行与中国金融机构”为主题报告，就中国影子银行现状与发展逻辑、对正规体系融资的有益补充、存在的问题、监管与展望等方面进行了深入分析。■

金融政策需关注五方面

朱从玖



朱从玖，浙江省副省长、清华大学五道口金融学院战略咨询委员会主席

研究金融政策要讲究方法，现在关于金融问题的研讨随着互联网的发展变得十分广泛和深入。对金融政策可以从两个层面来看：第一从金融业自身；第二是金融政策所涉猎的金融和实体经济的关系，这在我国经济领域已引起广泛重视。我认为有五个方面需要金融政策加以关注：

一、金融政策的传导体系需要特别关注。传导体系包括传导机制、执行金融政策的主体。当前处在改革和多变的时期，每一类市场主体都在发生巨大变化，金融机构本身作为

金融政策的一个重要传导主体，也在不断自我完善。金融政策的传导体系需要不断健全，使金融政策能够有效传导到实际部门。

二、已经形成的、有广泛共识的、确定的金融政策要坚定不移地、彻底地执行到位。就是说我们现有的已经确定的一些政策可能还没有执行到位。比如近几年在推进的商业银行改革，把商业银行从国有商业银行变成上市主体和市场主体，落实它的自主权。但是目前来看，自主权并不充分。比如商业银行处置不良资产，它的权限仍然受到很多限制。

三、金融政策需要关注的是金融资源。对于一个企业来讲是外部融资，外部融资对于我们获得这些金融资源的市场主体企业是有很多要求的。这样的要求谁最清楚？我们金融部门。企业有时候并不是很清楚，即便是通过中介机构作为顾问，也很难掌握一些政策上的精髓。所以这就需要金融部门，包括监管部门、宏观调控部门、金融经营部门深入到实体部门当中去，帮助实体经济的企业更多、更充分准确地了解我们实体部门的结构，使得金融资源能够更加有效地服务

于实体经济。

四、金融政策需要考量金融服务的可持续性和可预见性。有时候企业不知道下一笔融资和贷款还能不能得到，对于企业这是很致命的，因为这样这个企业能不能继续下去就变成一个问号。这是金融部门和实体部门的信息对称性问题，也是金融运行体系的透明度问题。从实体部门来看，非常迫切希望金融部门能够提升业务的透明度、政策的透明度，使实体部门能够清晰地预判它是不是能够稳定、持续地获得外部的金融资源，这是非常重要的。

五、金融政策要关注民间金融的发展情况。民间金融在当前的经济体制中占有很重要的份额，它服务着一大批的企业，这些企业无法从持牌的金融机构获得金融资源，但是民间金融可以帮助很多企业。它有不规范并且多变的特点，但是经济当中确实是一个支撑。我认为未来的金融政策应该把民间金融运行的一些特点，服务一些什么样的企业，它的规范性如何，怎么样来提升它的效率，防范风险等等，纳入到金融政策体系当中来，这对于金融的稳定以及经济的运行都是非常重要的。☞

展望未来金融政策走向

李剑阁

第一，我们面临一个全面深化改革的历史阶段。十八届三中全会已经明确了市场要在资源配置中起决定性作用，明确了下一步改革的重点和主要的方向。未来金融政策的走向主要是要减少前置性的审批、事前的审批，而要加强事中和事后的监管。所以，金融更加减少管制，减少审批，鼓励创新，鼓励市场竞争，开放市场，打开民营参与金融的大门。当然也要避免在金融创新中可能出现一些新的、原来预见不到的金融风险，特别是系统性风险。

第二，中国正处于从低收入国家进入中等收入国家的过程中，同时，正在向高收入迈进。我国有较高的储蓄率，就决定了有比较高的投资率。尽管现在说不能再搞刺激政策，但是最近金融政策的走向，对于应该做的事情，应该进行投资，现在还是在继续安排，我认为这是一个正常的走向，不要被一些其他的判断所误导。

第三，中国已经进入老龄化的社会。最近兰德公司讲，到2020年，也就是十八届三中全会达到若干改革目标的那一年，中国老龄化程度会超过日本。我认为有两个问题：第一是我国的中低端就业岗位劳动力会开始紧张，使我们在低劳动

力成本的行业逐步失去竞争力，产业升级的过程中将有更多的机械取代劳动力。因此，对于增加自动化和机械设备替代的投资可能还会加强。第二是进入退休年龄的老人会越来越多。现在关于养老体制的讨论越来越多，过去中国是现收现付的一种养老体制，后来逐步统账结合，也就是现收现付加上基金积累，过去十年一直在强调要把个人账户做实，现在越来越感觉到这是一个不可能做到的事情，将来肯定会进入记账式的个人账户，这对金融提出了一些非常高的要求，未来出台的金融政策要充分考虑到养老金的安全性和增值问题。

第四，中国金融业正面临着新一轮高水平的对外开放。金融改革和其他改革一样，都是由对外开放来倒逼国内的改革，特别是开通沪港通，这是非常有意义的事情，它打开了人民币资本项目可兑换的突破口，对于中国资本市场和国外的互联互通起到示范性的作用，这也是金融政策的一个重要走向。

第五，互联网对金融业全方位的渗透。我认为，现在所讲的互联网金融概念的简单提出有一个很大的问题，好像到今天为止中国的金融业才开始和互联网电子技术相结合，这

是一个极大的误解。我国是比较早利用互联网和电子技术的国家，我国的资本市场一开始就是无纸化的。为什么又说互联网对金融的冲击很大呢？我认为，原来互联网和金融业其实已经高度结合了，但是突然来了一个外来者，这个外来者原来不是搞金融的，现在却借助于互联网进行商业活动，比方说电商，所以带来了新的冲击，当然也带来了新的思维，对传统的金融制度产生了冲击。电商进入金融业，符合向民营企业和社会资本开放金融业的大趋势，同时它也是一个极大的挑战，未来金融工作者在呵护和监管中如何取得平衡是需要我们考虑的问题。



李剑阁，申银万国证券股份有限公司董事长、清华大学国家金融研究院联席院长

浅谈普惠金融

吕家进



吕家进，中国邮政储蓄银行行长

建立普惠金融体系要坚持四原则：

一是坚持普惠服务原则。普惠不等于恩惠，是要运用市场化的机制和商业化的手段，让更多的人以合理的价格和便捷途径获取各种金融服务。

二是坚持社会责任原则。传统观点认为，普惠金融业务意味着成本高、风险大，大银行总是倾向于将普惠金融业务留给小银行做。但是，随着经济发展模式的变迁以及信贷技术的发展，大银行更能发挥小银行所不具有的规模优势、资金优势，在履行服务国家战略、维护社会公平正义等方面发挥更大的作用。

三是坚持可持续发展原则。普惠金融不能被简单地看成小

业务。普惠金融触角虽小，但其在“最后一公里”的服务发挥着“雪中送炭”、“难中救急”的功能。普惠金融应成为金融业的蓝海。

四是坚持创新发展原则。普惠金融有其自身的特点，不仅需要金融机构在盈利模式、服务理念，产品和技术等方面的创新，还需要政府在监管政策、货币政策、财税政策等方面做好创新。

构建中国普惠金融体系需要立足四个转变：第一，从金融机构建设向金融功能建设转变；第二，从城市金融思维向农村金融思维转变；第三，从商业化改革模式向多维度改革模式转变；第四，从片面衡量指标向综合衡量指标转变。一个好的普惠金融体系应该能够实现：服务范围广覆盖、自身商业可持续、社会福利最大化。

构建中国普惠金融体系是一项复杂的系统工程，从长远来看，可以考虑从以下几方面入手：

一、创新普惠金融组织体系。不仅要鼓励现有各金融机构向县域、乡镇延伸机构和业务，而且还要适度放宽市场准入，有序引导社会资本和民间资本进入金融领域。

二、丰富普惠金融产品体

系。需要创新信用模式和扩大贷款抵质押担保物范围，构建起小额信用贷款、抵押担保贷款、担保机构保证贷款“三位一体”的普惠信贷产品体系，有效破解普惠金融“贷款难、贷款贵”的抵押物瓶颈困局。

三、强化普惠金融政策体系。发展普惠金融，需要建立相应的激励机制，调动金融机构积极性。要加强信贷、产业、财税、投资政策的协调配合，综合运用再贷款、再贴现、差别准备金动态调整等货币政策工具和财政贴息、税收优惠、差别税率、先税后补等财税政策工具，提高金融资源配置效率。

四、健全普惠金融市场体系。要健全包括银行、保险、证券、期货、租赁、信托等在内的功能完备的普惠金融市场体系，充分发挥不同金融机构之间的协同效应，实现综合化、一体化服务。

五、拓宽普惠金融渠道体系。互联网金融具有交易成本低、覆盖范围广、服务效率高先天优势，与发展普惠金融高度契合。随着互联网应用普及和推广，需要鼓励互联网企业和金融机构利用互联网技术创新金融服务方式，为社会各阶层提供良好的服务。❶

商业银行聚集经济最大风险

李稻葵



李稻葵，清华大学苏世民学者项目主任，经管学院弗里曼讲席教授

我刚从浙江调研回来，有很多感想：

第一，当前金融改革重中之重是解决商业银行当前运行的问题，为什么？当前经济增长的速度在放缓，因此带来了企业信贷风险加剧。信贷风险的加剧直接反映在商业银行不良贷款率上升。

经济增速放缓之后，各种影子银行通过信托、理财产品，尤其是同业拆借所隐含的风险将暴露出来。同业拆借规模达到1100个亿，基本上自营业务和贷款的存量单位是1:18的关系，而同业的风险目前为止还没有暴露出来。商业银行现在是中国经济运行之中大的风险，现在所关注商业银行的三项改革，首先是

利率市场化，再者是银行的准入，还有存款保险机制。这三件事经过调研，我不认为利率市场化短期内会对中国经济产生影响，我们的银行结构还是大银行的市场占有率非常高，大的银行市场上有溢价能力，我不认为可以一窝蜂地盈利。

第二，我们的金融问题、商业银行的问题该怎么办？应该抓三件事情：

一是影子银行要阳光化。我想对影子银行的判断，如果说两年前还是客观、中性的，认为是传统金融业务的补充，现在恐怕是挑战大于风险，这是我个人的观点。需要紧紧抓住风险解决问题。影子银行应该阳光化：一部分当年为了突破贷款限制的、体外循环的影子银行一定要纳入正式贷款的管理，纳入风险拨备的机制和不良债务的考核机制。另外一部分应该转换成债券，比如说信托的一部分，把信托做成真正的信托，让信托市场上发债，变成真正的信托，而不要找银行。

二是地方投资平台应该债权化。很多地方的平台是长期债务，现在变成地方银行短期的包袱，把目前的债务变成银行贷款，对于银行整个风险评估而言是带来负面冲击的，所以必须要债务化。怎么债务化？一点点来，找信用、政府运营、

财政状态比较好的地区进行试点，发城投债，甚至由财政部暂时发一部分特别国债，这部分特别国债再转给地方债。

三是在《预算法》不做重大修改的前提下，可以进行一部分地方债的发行。通过这种方式，把部分城投的贷款转换成可持续、公开的证券。资产证券化试点的规模也在扩大，从几十亿人民币变成了上百亿人民币，但还远远不够。尤其不够的是现在银行不愿把真正适合于证券化的资产房贷证券化，相反把企业的债款变成证券，这条路是非常难走的。因为企业的经营情况只有银行了解，你把它打包上市变成一个债券的话，那么债券投资者是很难了解这个具体情况的。相反，房屋贷款相对而言比较标准，风险也比较低，利率是浮动的，所以这一部分是最适合于证券化的。如果能够顺利地实行房屋贷款的证券化，我相信会带来一个非常好的副产品。那就是我们商业银行的自有资金率会提高，商业银行股市融资的可能性会下降，从而又带来一个正向结果。

如果抓住这三件事，我觉得不仅能够使经济放缓的风险缓解，也能够带来股票市场的发展。■

欧洲经济去杠杆化路途还很遥远

■ 黄海洲

美国通过三次量化宽松，把经济稳下来，同时完成了去杠杆化过程，这非常了不起。我刚从欧洲回来，总体感觉欧洲经济有恢复性增长，但是去杠杆化路途还很遥远。广大的新兴市场国家面临着比较大的挑战，一个主要的原因是因为过去五年广大新兴市场国家都把杠杆率推上去了。对以前的刺激政策，我们属于消化期。实际上不光中国，印度、巴西，其他国家也处在消化期。而在消化刺激政策的过程中，美国也要加杠杆，美国要退出QE。从全球格局来讲，我们会面临一些比较大的挑战。



黄海洲，中国国际金融有限公司首席策略师、董事总经理

我个人认为利率市场化是深化改革在金融领域里最重要的体现。就目前中国的金融生态而言，整个银行业所占的资产比例大概是93%以上，而对于发达经济体而言，银行业所占的比重只有60%多一点。中国银行以外的证券、保险、资管等加起来，所占比例只有大概7个点。如果没有利率市场化，整个金融生态环境很难得到改变。

而货币国际化不单是人民币怎么走出去，也不单是一个资本项下开放或者是经常项下开放的问题。中国作为一个发展中大国，将来有机会把自己的货币变成一个全球主要的储备货币，这条路很长。实际上货币国际化可能涵盖很多内容，包括沪港通，也可能有其他通，比如北京到香港直通。

在利率市场化、货币国际化能够推进的前提下，未来三五年，我觉得国际资本化是一个大看点。三中全会公报里对此有重要表述，表达了从以前的管人管事管资产如何变成资本化运营。资本化运营如果得以实现，实际上是国企改革的第二个重大的发展机遇，将给资本市场带来一系列红利。这些年来，大家很关注上证指

数跟纳斯达克或美国SNP之间的差距，过去三五年拉的越来越大。如果我们期待上证指数有好的表现，国企资本化改革如果不能完成的话，我觉得压力很大。

前面“三化”如果能大力推行，我觉得最值得期待的是投资证券化对应的投资专投化。过去十年中国最好的投资标的是房地产。中国经济进一步改革，进一步深化转型，则中国的投资机会还有很多，比如在技术、设备方面。

中国经济的长期发展还有很多机遇。基于IMF的计算，未来十年全球经济增长率大概有55%是来自亚洲区日本以外，中国是30%。我们改革现在遇到了一定困难，经济增长短期也面临下行的压力，但是我们不要失去信心。从股市来讲，欧洲、日本、美国都走出了低谷，中国现在可能还在低谷徘徊，中国何时能走出低谷有两点可以给大家启示。

第一点启示，比较上证指数跟美国标普500的指数。这是第一个可以观察的角度。

第二个启示，这次论坛开始之前，国务院新九条出来了，我相信新九条对将来整个资本市场的发展会有非常重要的意义。☞