

# 金融业仍需 “补短板”“锻长板”

2021年是极不平凡的一年，不仅是“十四五”的开局之年，更是全球“后疫情”时期修复式抢跑的关键之年。很多以往需要用相当长时间推进的改革不得不进入快车道，在所有的改革中，金融体系供给侧改革发挥着坚实的辅助作用。不论是“补短板”“锻长板”，还是促进内外双循环，金融市场都是不可或缺的重要元素。

文 | 张玮



2020年中央经济工作会议对2021年重点工作进行了部署，其中与金融业相关的内容主要包括：要健全金融机构治理，促进资本市场健康发展，提高上市公司质量，打击各种逃废债行为；金融创新必须在审慎监管的前提下进行。

回首刚刚过去的“十三五”这五年，在国际经济金融形势更加复杂多变、国内供给侧结构性改革进入深水区的背景下，中国金融统筹国内国际两个大局，砥砺前行，积极推进金融供给侧改革，例如积极推进利率市场化改革，强化服务实体经济更进一步，健全完善“双支柱”调控框架，资本市场规模快速扩大，注册制快速推进，加大力度对外开放等。可谓成绩斐然。

## “适配实体”仍有功课要做

资金总量与经济增速“不匹配”。“十三五”时期，M0、M1和M2分别增长30.29%、50.21%和55.43%，社会融资存量规模增长102.53%，贷款余额增长了80.26%，均高于“GDP增长率+CPI增长率”。如果用M2/GDP来表示金融体系膨胀程度，我国早已居于世界前列。如此庞大的货币资金没有引发恶性通货膨胀，主要还是因为“货币迷失”的存在：第一，货币化程度不断提高，商品市场吸纳了大量的超额货币供应；第二，以股票市场、债券市场、期货市场、金融衍生品市场等为代表的资本市场和金融市场发展壮大，同样是吸纳超额货币供应的重要渠道；第三，经济结构不尽平衡，社会储蓄率偏高，各项存款持续大幅增长，直接导致M2供应量持续快速增长。尽管“货币迷失”没有导致恶性通胀，但资本价格的变动会长期威胁到“货币迷失”对于超发货币的吸纳程度。有鉴于此，货币当局提出未来的工作方向是引导社会融资规模增长同经济发展相适应，以避

要加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为，金融创新必须在审慎监管的前提下进行。

免货币超发带来的债务风险。

市场资金逐利行为盛行，抑制了价值投资对企业成长的扶持作用。原则上讲，投向金融市场的资金应该发挥价值投资功能，助力企业长期成长。但长久以来我国A股资金“大进大出、快进快出”，在牛市中盲目追涨，在熊市中抱团取暖，资金往往偏离企业的成长性，更多只是一种“相对收益下的博弈”。

债券市场风险逐渐暴露，“信仰”面临考验。最为显著的就是不久前的“永煤”事件。11月10日，永煤集团公告称，因流动资金紧张，截至2020年11月10日，该公司未能按期筹措足额兑付资金，“20永煤SCP003”已构成实质性违约。一石激起千层浪，永煤事件直接导致市场信用风险上升并出现债券“发行难”。根据数据统计，在“20永煤SCP003”债出现违约后，也就是11月11日至12月11日期间，共有1166亿规模的债券公告取消或延迟发行。业内纷纷呼吁要加大对违法违规行为的打击力度，共同维护债市秩序，避免无序违约。有序的违约有助于市场成长，无序的违约会令十余年积累的信用毁于一旦。

资本无序扩张成为焦点。2020年12月18日召开的中央经济工作会议明确提出，反垄断、反不正当竞争，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求。要加强规制，提升监管能力，坚决反对垄断和不正当竞争行为，金融创新必须在审慎监管的前提下进行。其实在中央经济工作会议召开的前一周，12月11日召开的中央政治局会议就已经对“强化反垄断和防止资本无序扩张”做出过指引。近年来，互联网巨头的金融业务快速发展，由于监管缺位，它们的高速扩张已经达到了酝酿系统性金融风险的程度，引起了决策层的重视和警惕。蚂蚁集团在上市前被紧急叫停，监管部门出台政策以规范互联网金融业务，就是相关监管思路的体现。

## “内外循环”需金融助力

展望 2021 年乃至“十四五”更长时间，金融体系的核心使命是扶持“内外双循环”，这就意味着不仅在资金总量上要与发展相适应，而且在具体的赛道选择上也要认清产业方向，助力“补短板”和“锻长板”，构建资本市场的“双循环体系”。

对内而言，供给端涉及产业链“补短板”和“锻长板”。高新技术从研发到生产要经历三个过程，先是最原始的研发过程，依靠的是科研人员；再是技术转化过程，依靠的是既了解技术又懂市场的人；最后是大规模生产能力的过程，这个阶段就要突出发挥金融的辅助作用。重点是各类股权投资机构跟踪投资、企业 IPO 上市或者大型上市公司收购，以及银行贷款发债融资等。以传统商业银行为主体的间接融资体系在信贷配给方面存在针对中小企业的“错配”问题，很多初创的科技类企业都被拒之门外，原因就是缺少担保抵押品。这也暴露了间接融资体系的不足，而近年来一直提倡大力发展直接融资，也恰恰可以缓解科技类中小企业的融资压力。通过 IPO 注册制改革和企业发债门槛的降低，一大批具有自主知

识产权的科创类企业有望腾飞，这些企业对于填补我国高技术产业链缺口具有至关重要的作用。对于“长板”而言，金融资本与特定领域之间可以做到互利互惠。

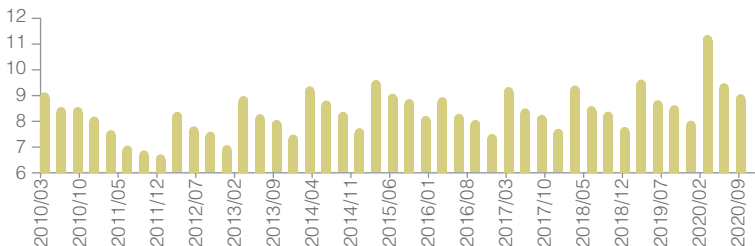
再说需求端。受周期性经济下行和新冠肺炎疫情叠加的影响，我国生产性企业、尤其是小微企业受到了沉重打击。但小微企业以往吸纳了超过七成的城镇就业，企业营商环境的转坏，自然会通过失业或压缩劳动报偿转嫁到居民端，进而抑制消费需求。这就需要更多依靠金融的力量，延长企业债务展期，缓解流动性危机；同时通过利率市场化改革缓解间接融资体制下的信贷错配问题，多方面创设企业融资渠道，压低融资成本；通过长期慢牛的资本市场提升居民财产性收益占比，带动消费回升。

对外而言，在发达国家大多施行零利率或负利率的条件下，我国凭借自身的经济影响力，正在建立以人民币为主的地缘货币体系。随着“一带一路”的发展，人民币国际化仍可以在周边地区发挥作用。这种格局的演变，意味着中国的资本市场有条件借助人民币国际化的步伐实现地缘范围内的“外循环”。实现上述目标，需要从金融工具入手，努力创造有别于海外的市场环境，不仅让中国的实体经济从疫情中率先修复，还要让中国的金融市场抢占先机，获取国际资本的集中青睐。尤为重要的一点，就是继续加强金融市场基础制度建设，完善风险对冲机制和评级、税收等配套制度安排，进一步提高国际投资者入市便利度和入市意愿。逐步推进证券、基金行业以及期货市场的规则接轨和双向开放。

## “多管齐下”完善金融市场

一是促进股票市场健康发展，提高上市公司质量。上市公司是资本市场健康发展的基石。近

### M2/GDP



资料来源：Wind

年来随着供给侧结构性改革的有序推进，我国上市公司数量稳步增长，价值创造能力不断增强，已成为推动国民经济发展的重要力量。但与欧美成熟市场相比，我国上市公司依然存在一些差距，尤其是A股市场结构不够均衡、科技股发展相对缓慢。截至2020年10月底，美股市场总市值占比前三的行业是信息技术、可选消费和医疗保健；而A股市场是金融、信息技术和工业。中央经济工作会议再次强调了资本市场发展的重要性，即“促进资本市场健康发展，提高上市公司质量”。预计提高上市公司质量将成为2021年资本市场改革的重要内容，并将在加大违法处罚、严格推迟制度和完善投资者保护几个方面快速推进。

二是完善债券市场法治建设，打击各种逃废债行为。打击“逃废债”是此次中央经济工作会议的新提法。主要针对的是前文提到的债务违约和“信仰”流失，体现了中央规范债券市场发展、维护债券市场稳定工作的决心。未来，要在防止风险进一步扩大的同时，加快推进信用评级、违约处置等深层次领域的改革，做到长短搭配、标本兼治。加强对国企风险的排查摸底，使市场回归更合理的投资与估评体系。强化中央、地方、各部委的联动，避免出现区域性金融风险。同时还要提高企业“逃废债”违法成本，防止其侵权行为扩大化。

三是深化汇率市场化改革，保证人民币汇率基本稳定。由于中国经济率先从疫情中恢复，自第二季度以来人民币资产的海外吸引力不断提升，汇率快速升值。截至2020年年末，人民币兑美元汇率报收于6.5249，较年初升值了6.27%。人民币汇率的快速升值令企业结汇的成本上升，给其带来较大的财务压力；同时，汇率快速升值也会促进资本的大量流入，催生资产价格泡沫风险。此次中央经济工作会议提出“深化利率汇率市场化改革，保持人民币汇率在合理均衡水平上的基本稳定”，意味着未来一段时间汇率市场的稳定已成为防范金融风险工作的重要关注点。

未来，要在防止风险进一步扩大的同时，加快推进信用评级、违约处置等深层次领域的改革，做到长短搭配、标本兼治。

四是强化反垄断和防止资本无序扩张。反垄断、反不正当竞争，是完善社会主义市场经济体制、推动高质量发展的内在要求。平台经济快速扩张和不正当竞争会影响到经济金融稳定，尤其一些头部机构已经涉嫌垄断和不正当竞争，必须要采取措施进行限制。预计“强化反垄断和防止资本无序扩张”将成为2021年的重点工作任务，具体包括遏制资本非理性扩张，严打各类垄断行为；加强消费者保护，切实维护消费者正当权益；以及在审慎监管前提下鼓励合理的金融创新。

五是多渠道补充银行资本金。从目前的情况看，最需要补充资本金的是中小银行。2020年采用的是用专项债补充中小银行资本金的做法：国务院在2020年年中的时候提出在新增的3.75万亿元地方专项债限额中，安排一定额度，允许地方政府依法依规通过认购可转换债券等方式，探索合理补充中小银行资本金的新途径。当时全国中小银行共4005家，资产规模近80万亿元，占整个银行业体量约25%。其中，有605家中小银行资本充足率已低于10.5%的最低监管标准，有532家风险比较高，主要是农村中小金融机构。从中央这一新的政策来看，这实际是把财政政策和货币金融政策结合起来，进一步推动金融体系向中小微企业倾斜的考虑，希望通过增加中小银行的资本，增加中小银行抵御风险的能力，加大对中小微企业的金融支持力度。从财政政策的角度来看，以财政资金注入中小银行，可以说是进一步支持中小企业的一个新的方式。但从地方角度来看，用地方专项债补充中小银行资本金，实际上会对地方项目资金形成争夺。对此，国常会明确提出获得专项债资金注入的重要前提条件就是银行必须有完善的治理和健全的内控机制。此外，国务院常务会议也要求本轮的专项债注资要有市场化的到期及时退出机制，严防道德风险。E

（作者系昆仑健康保险资管首席宏观研究员）