



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute for Finance & Development

深入推进金融供给侧结构性改革 ——国家金融与发展实验室年会(2019)

2019年4月1日·北京

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

国家金融与发展实验室

2019年4月1日

深入推进金融供给侧结构性改革

——国家金融与发展实验室年会（2019）

张平

国家金融与发展实验室副
主任

张平：稳增长与增强金融体系韧性

感谢今天有这样一个机会做 15 分钟的简短讲演，我的讲演内容主要分成三个部分：一是中国 2019 年稳增长；二是中国经济增长现在面临的一些压力；三是增加金融系统的韧性，我们称之为“第三种货币类政策”。

第一，中国 2019 年增长平稳。

现在基本的态势是政府工作报告预计中国 2019 年经济增速保持在 6-6.5% 的区间。去年第四季度中国经济增速只有 6.4%，按照现在的增长态势来看，今年第一季度估计还会继续下滑。这个时候政府推出了一组比较均衡的宏观政策，包括以降准为基准的激励政策，以减税降费为主的微观激励政策，再加上增加支出、扩大基建。均衡的特征在于整个政府赤字扩张得并不快，现在赤字只增长了 0.2%，新增债务也不高，增加了 8500 亿元。这些都说明我们一方面通过减税降费，钱一方面来自于减支，减支一部分是来自于过去大量沉淀在系统中没有使用的如科教文卫的累计经费。根据我们计算，2018 年这部分已经超过 38 亿元，这些资金沉淀在那里没动。中国不是没有钱，相

反有很多钱，但是这块儿的运行并不强，需要通过改变流程来激励。我们这次使用减费降税扩支的政策，但是并没有大幅度增加财政赤字。这是一个比较均衡的激励政策，能够稳定中国的经济增长。

为什么需要这样做？如果按照现在经济增长的环比趋势看，到今年下半年我国经济增速可能要向着 6% 的方向滑落。通过去年 12 月份增支、今年 4 月份减税、5 月份降费，希望在下半年这些激励政策能够使我国经济增速大概提高 0.3-0.4 个百分点，进而维持我国经济全年保持着 6.3% 的增长。这是我想给大家讲的第一个判断来源，**通过使用比较均衡的宏观政策使得我国经济增长速度维持在 6-6.5%，我们预计大概会在 6.3% 的水平。**但是还要看减税降费扩支，以及货币方面的降存准这一套均衡的政策组合在今年下半年能否起到应有的激励效果，否则上半年的经济增长也就维持在 6.2% 的水平。通过这一系列政策的调整，激励下半年能够有稍微适当的提升，使经济增速全年能够保持在 6.3% 的水平。

这一系列的均衡政策组合对于中国的经济增长是重要的，因为这套政策组合能使得今年的经济增长稳定在 6.3% 的水平，这样才能保证 2020 年经济增速保持在 6% 以上，大概在 6.1% 的水平，进而能够实现中国经济到 2020 年翻一番的政策目标。这就是现在的这套均衡政策组合，我们要看到它的成效，但是还需要时间来考核。

第二，中国经济增长面临的威胁。

全球经济增长放缓是威胁之一，尽管美国已经不再持续加息了，但这也预示着经济放缓的特征。在国际压力下，中国面临的另一个压力是按照自然运行的程度，到今年 6 月份中国的 PPI 翘尾因素将会转负，基本上中国的实体部门会进入到通缩的水平。从现在来看，实体部门 PPI 转为负值可能会比这个时间更早，我们可以看到 PPI 现在已经有所压力了。这种压力不仅来自于统计

性因素，也来自于货币因素。这几年的货币释放其实在内生性收缩，大量的货币释放主要通过外汇占款，随着外汇占款增长的下降，现在只能够通过创造一系列新的短期资产，包括 MLF、SLF 等等，以及增加乘数的方式来获得 M2 的扩张，现在的货币乘数已经在持续上升。现在如果不能解决好货币发行机制问题，货币发行内生性收缩再加上整个实体经济也有相当大的压力。今年下半年 PPI 转负基本可以说是未来经济有压力的一个新开端，因为 PPI 转负意味着企业利润的下降，其实我们从 1、2 月份企业利润的下降中已经可以看出 PPI 的压力所在。

PPI 下降会导致整个利润下降以及实际利率提高，这些都使得我们未来需要采取金融货币政策来进行对冲。这次 PPI 转负并不完全是一件坏事，因为前段时间通过供给侧改革也暴露了一系列问题，比如上下游产业利润分配比例非常失调，上游产业利润很丰厚，下游产业利润很薄。通过适当的 PPI 调整也会对此有利，但是不能让 PPI 持续地下降，这会使得经济增长压力比较大。

第三，增加金融系统的韧性。

最后我还想给大家分享一下这几年货币政策的特性，这就是我们常讲的金融供给侧改革。第一类是传统意义的货币政策，主要是盯住通货膨胀；第二类是宏观审慎政策，主要是盯住资产价格加上微观监管；**第三类是增加金融韧性**，像英格兰银行、国际清算组织、FSB 等都开始强调“第三种道路”，**也就是通过增加金融中介的能力，比如通过补充资本金的方式，来提高金融中介吸收经济波动的能力。**增加金融韧性包括了金融类型的多元化，也包括了金融连接的各类方式，比如金融机构间的过度交易会导致金融脆弱性增加，如果金融过度单一化，配置效率很高，但是风险程度也很高。这就是我想和大家探索的现在如何提高金融中介组织的韧性。

中国在 2015 年和 G20 签约，2019 年开始实施关键银行的资本补充，通过永续债的方式增加银行补充资本金的新方式，实际上对于金融中介吸收经济波动的影响已经给出了一个非常重要的政策。这也是中国此轮股市的重要启动点，因为过去银行的 PB 一定要压在 1 以下，因为只要压到 1 以上，大家就会从股市里吸收资金，现在金融中介有了新的补充资本金的方式，有助于新的估值，也有助于形成新的吸收风险的方式。

中国从工业化转向城市化，从过去高效率、高集中度的金融服务体系转向了现在讲究可持续、分散型，且服务于范围经济的这套金融体系，这是中国金融供给侧改革的重要方面。通过这些金融供给侧改革，我们才能够完成高质量的发展，因为这类发展主要服务于实体经济。

中国金融业增加值占 GDP 的比重已经很高了，约占 8%，但是在运用方面大量的的是金融中介的交易，2018 年金融机构间交易占 24%。这些都是我国金融供给侧改革的关键，总量是够的，但是配置不对，配置要从服务于传统工业体制向基于城市化的新金融服务体制转型。

谢谢大家！

声明：所有会议实录均为现场速记整理，未经演讲者审阅。