

# 深化金融供给侧结构性改革： 金融功能视角的分析框架<sup>\*</sup>

郑联盛

**内容提要：**金融功能是金融体系在不确定环境下对经济资源跨时空调度与配置的便利化媒介，可分为交易促进、资源配置、风险管理和经济调节四个功能。交易促进功能发挥金融体系交易实现和价值交换作用，资源配置功能发挥金融体系期限转换、信用转换和流动性转换等作用，风险管理功能指金融体系通过风险转换实现金融风险缓释或转移，经济调节功能是金融体系在政策实施中发挥数量调控、价格信号和政策传导等作用。金融功能发挥受制于金融体系的功能性短板。交易促进功能受制于技术性短板和安全性冲击；资源配置功能面临要素定价市场化缺陷、金融结构固化性扭曲、金融机构非功能性扩张以及市场与政府关系不明等弊端；风险管理功能面临金融风险内生以及政策副作用等难题；经济调节功能面临功能定位、量价匹配以及体制适应性等约束。金融供给侧是匹配金融供给与金融需求的关键端，是完善金融功能的核心支撑。金融供给侧结构性改革要以金融体系功能性改进为核心，以四个功能提升为依托，提高供给体系适应性和灵活度，完善金融服务实体经济的整体功能。

**关键词：**金融功能 功能性缺陷 金融供给侧 结构性改革

**作者简介：**郑联盛，中国社会科学院金融研究所副研究员，100028。

**中图分类号：**F830 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2019)11-0066-15

## 一、引言

2019年2月底，习近平总书记在中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行的第十三次集体学习中强调，要“正确把握金融本质，深化金融供给侧结构性改革，平衡好稳增长和防风险的关系，精准有效处置重点领域风险，深化金融改革开放，增强金融服务实体经济能力，坚决打好防范化解包括金融风险在内的重大风险攻坚战，推动我国金融业健康发展”。深化金融供给侧结构性改革，有效防控金融风险，服务好实体经济，促进中国经济高质量转型发展，成为金融体系改革发展的核心任务之一。

<sup>\*</sup> 基金项目：国家社会科学基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(15AJY017)。作者非常感谢匿名审稿人的建设性意见，文责自负。

2015 年底党中央提出了供给侧结构性改革的重大战略,致力于通过减少无效供给、增加有效供给、提高供给效率来提升供给体系的适应性和灵活性,以促进向高质量发展转型。中国新增长格局尚未形成,在保持适度经济增长的同时要更加注重供给侧结构性改革,需重点解决供给侧、结构性和体制性矛盾(刘鹤,2017)。供给侧结构性改革的实质是改革,是结构性改革,不等于供给学派主张,不等于结构调整,不是搞新的计划经济(尹艳林,2016)。供给侧结构性改革更直接作用于生产者,在政策调控、传导机制、制度创新和政府与市场关系系统上构建更加完善的体制机制(刘伟,2016)。

金融是国家重要的核心竞争力,金融体系是供给侧结构性改革的重要组成部分。2017 年第五次全国金融工作会议提出了服务实体经济、防控金融风险、深化金融改革三项任务。金融服务实体经济的根本要求是有效发挥金融体系媒介资源配置的功能,降低交易成本,提高金融中介服务质量和金融资源分配效率(李扬,2017)。高质量发展转型中,金融业依靠传统模式已经无法满足实体经济多层次、多元化、多类型的金融需求,需要推进金融业供给侧结构性改革,提高金融供给满足实体经济金融需求的能力(孙国峰,2017),尤其需要通过供给侧管理和结构性改革增加融资的有效供给(刘光溪,2017)。

金融供给侧结构性改革的研究取得一定进展,但整体缺乏一个完整的分析框架。本文致力于从金融功能视角为“金融供给侧结构性改革”这一最新命题提供分析框架,以金融供给侧为研究对象,以金融供给侧的功能性含义、功能性缺陷、功能性改进为主线,分析中国金融供给侧与金融功能的关联、中国金融体系的功能性缺陷以及如何通过改革实现功能性改进。本文第二部分在明确金融功能定义后,主要讨论金融供给侧与金融功能的关联以及金融供给侧的结构性秉性与功能性含义;第三部分讨论中国金融体系功能性缺陷,分析定价、机构、市场以及政府职能等功能性短板;第四部分基于功能性改进提出金融供给侧结构性改革的核心任务;第五部分是结论与建议。

## 二、金融功能与金融供给侧的结构性关联

供给侧结构性改革尤其是金融供给侧结构性改革提出后,学术界进行了积极讨论(孙国峰,2017;刘光溪,2017;张斌,2019;李扬,2019),但是,如何从更加宏观系统的角度认识金融供给侧结构性改革亟待一个更为完整的理论框架。由于金融功能注重金融体系与经济体系的关联,注重金融供求匹配以及金融结构优化,同时,不管是在时间维度还是在空间维度上,金融功能都是相对稳定的,从金融功能视角来理解金融服务实体经济的媒介作用、金融供给侧与金融功能的结构关联以及金融供给侧结构性改革的功能改进等是有益的理论尝试。

### (一)金融功能定义及其四个功能划分

金融功能是金融体系在不确定环境下对经济资源跨时空调度与配置的便利化媒介。金融功能整体表现为资源配置的媒介作用以及通过金融深化对经济增长的促进作用(McKinnon,1973; Shaw, 1973)。围绕金融功能的理论及政策研究逐步形成金融功能论,在金融功能论开创性研究(Merton 和 Bodie,1995;Merton,1995)中,金融功能被进一步分为六个核心功能:一是商品服务交易的支付;二是企业融资的资金池构建;三是跨期限、跨区域和跨行业的经济资源转移;四是不确定性管理和风险控制;五是不同部门经济决策的价格信号提供;六是信息不对称和逆向选择的应对。

金融功能在时空维度上保持相对稳定。金融功能稳定性体现于两个方面(Merton 和 Bodie, 2005):一是金融功能比金融结构更加稳定,不管在时间维度还是在空间维度上金融功能基本是相

似的;二是追求更高效率的金融竞争会使金融结构发生显著变化,但是,结构变化的归宿是金融功能的实现。国内外其他诸多针对金融功能的研究(Levine, 2002; Allen 和 Gale, 2001; Luintel 等, 2008; 白钦先, 2003; 沈军、白钦先, 2006; 孙国峰, 2017)对金融功能的要点划分、作用机制和政策启示均保持较好的相似性和稳定性。

金融功能是金融体系在不确定环境下对经济资源跨时空调度与配置的便利化媒介,进一步可以分为交易促进、资源配置、风险管理和经济调节四个相对独立又有机联系的基本功能。交易促进功能主要指金融体系的交易、支付、结算、兑换、计价等基础功能,目标是交易实现和价值交换。资源配置功能主要是指金融体系在储蓄者与投资者资金融通中的期限转换、信用转换和流动性转换等媒介功能,亦是金融体系的核心功能,其目标是引导价值交换、要素流动和资源配置有序进行。风险管理功能是金融体系通过储蓄投资风险转换以及金融机构风险管控、金融市场纪律约束以及金融监管标准强化等来实现金融风险缓释与转移。金融风险再分布效应可降低单一经济主体的风险承担,同时会导致经济利益的再分配(Gaffeo 和 Molinari, 2016)。随政府能动性强化,经济调节功能成为金融体系显著的扩展性功能,这种功能与宏观政策特别是货币政策的实施紧密相关。当然,不同功能的协同及整体效应是金融功能发挥的基础(Merton 和 Bodie, 2005; 曾国平、王燕飞, 2007; Cihak 等, 2013),金融体系四个基本功能的划分是相对的。

## (二)金融供给侧与金融功能的内在关联

### 1. 金融供给侧的内涵

供给侧更加注重各种要素的供给机制特别是制度安排,可界定为一个经济体在特定时期内的各种生产要素的总和及其供给体系。金融的供给侧结构性改革是经济的供给侧结构性改革的有机组成部分。金融供给侧可定义为一个经济体在特定时期内的金融要素总和及其供给体系,包括金融基础设施、机构、产品、服务、市场、监管等要素供给及相关制度安排。

金融功能实现的基本途径是金融供给侧与金融需求端的匹配。金融体系功能健全的核心要求是构建与实体经济金融需求相适应的金融供给体系。金融体系完善的关键是减少供给与需求的交易性和机制性摩擦,同时通过提供多样化金融活动及工具来满足个人、企业甚至政府的多元化金融需求(Torre 等, 2013)。金融供给侧结构性改革以完善金融要素供给体系为核心,加强优质金融要素供给,减少无效供给,扩大有效供给,提高金融供给结构适应性和灵活性,但重点是把握供给制度适宜(Trichet, 2004)。

### 2. 金融供给侧的结构性秉性

金融供给侧具有显著的结构性秉性。金融供给侧主要是金融要素、机构、市场、产品、服务及监管等的供给及其制度安排,各个组成要素的规模、形态、机制及相互关系等的组合就会形成不同的金融结构(Goldsmith, 1969)。第一,金融供给侧自身具有结构性。金融供给体系所涉及的金融机构、市场、产品、服务、制度等是金融结构的核心要件,这些要件的组合呈现差异化的供给侧结构、效率及功能。第二,金融供给侧与金融需求端的匹配呈现结构性。金融供给侧是金融结构的一个部分,金融供给侧的功能需要通过金融需求端的匹配才能发挥,匹配机制差异呈现不同金融结构特征,并形成直接融资与间接融资孰优孰劣的争论(Allen 和 Gale, 2001; Levine, 2002; Demirguc-Kunt 等, 2013; Allen 等, 2018)。第三,金融供给侧通过金融结构与实体经济的关联机制具有结构性。金融体系与经济体系关联的核心机制是风险定价下的资源调度配置,不同经济结构、产业布局、内外关系下的风险定价差异对应于差异化的金融结构与供给体系,即最优金融结构内生于经济结构与发展阶段(Lin 等, 2009; Lin, 2012; 龚强等, 2014)。

3. 金融供给侧的功能性映射

金融供给侧是金融功能完善的关键因素。金融功能保持相对稳定,而金融需求呈现嬗变特征,需要一个更加动态、有效的供给体系加以匹配。世界银行基于 1960—2010 年全球 205 个经济体金融发展数据来分析金融深化、金融功能及其对经济产出的影响( Cihak 等,2013),主要考察金融深度、可得性、效率和稳定性四个指标。这里将金融深化的四类指标及其分项指标根据金融四大功能进行重新分类,并匹配金融供给侧的相关项目,可以发现金融深化、功能发挥与金融供给侧的直接关联性(见表 1)。比如,金融体系资源配置功能决定了金融深化中的金融深度与市场效率。金融功能发挥与存款、贷款、股权融资、债券融资等金融产品供给,与收益率曲线、利率决定、风险定价等机制供给等直接相关。

表 1 金融功能与金融供给侧的映射关联

金融功能	金融深化领域	结构性指标或项目	金融供给侧相关项目
交易促进	服务可得性	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 千人账户数</li> <li>➤ 10 万人银行分支数</li> <li>➤ 征信成本</li> <li>➤ 支付结算成本</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ 金融账户供给</li> <li>➤ 金融机构发展与分布结构</li> <li>➤ 支付、结算、清算设施供给</li> <li>➤ 金融信息系统供给</li> </ul>
资源配置	金融深度 市场效率	1) 数量型指标 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 存款总量/GDP</li> <li>• 信贷规模/GDP</li> <li>• 股票市场市值/GDP</li> <li>• 债券余额/GDP</li> </ul> 2) 价格型指标 <ul style="list-style-type: none"> <li>• 存贷款净息差</li> <li>• 政府债券拍卖息差</li> <li>• 3 月期和 10 年期国债收益率</li> <li>• 非金融企业信用利差</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 金融要素供给</li> <li>• 金融要素定价</li> <li>• 信用利差与风险定价</li> <li>• 金融产品供给</li> <li>• 间接金融(机构、市场、产品)</li> <li>• 直接金融(机构、市场、产品)</li> <li>• 国际市场可得性</li> <li>• 金融市场统一程度</li> </ul>
风险管理	稳定性	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 市盈率</li> <li>▪ 资本充足率</li> <li>▪ 风险承担(头寸、结构与比例)</li> <li>▪ 流动性比率</li> <li>▪ 证券指数波动性</li> <li>▪ 短期债券占比</li> <li>▪ 净外汇头寸与资本比</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>▪ 估值体系</li> <li>▪ 竞争中性原则</li> <li>▪ 微观监管指标</li> <li>▪ 风险内生性的处置机制</li> <li>▪ 系统性风险预警</li> <li>▪ 外溢冲击应对</li> </ul>
经济调节	稳定性	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ M2/GDP</li> <li>◇ 利率变动敏感性</li> <li>◇ 外汇市场干预程度</li> <li>◇ 信贷数量管理与执行</li> <li>◇ 央行资产负债表操作</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>◇ 货币政策</li> <li>◇ 市场预期管理</li> <li>◇ 宏观审慎框架</li> </ul>

资料来源:交易促进、资源配置、风险管理三大功能的衡量指标主要来自 Cihak 等(2013),经济调节功能指标以及金融供给侧相关项目为作者整理补充。

三、中国金融体系的功能性缺陷

金融功能完善程度更好代表着金融服务可得性更好、金融效率更高或成本更低、金融稳定性更强,金融对经济资源配置的媒介功能更显著。即使是发达经济体,如欧元区同样面临统一市场体系供给侧的功能性缺陷以及结构性改革难题(Trichet,2004),并严重制约统一货币政策的传导机制和政策绩效。基于金融交易促进、资源配置、风险管理与经济调节四个基本功能的框架,深入认识中国金融体系功能性缺陷是未来深化金融供给侧结构性改革的逻辑基础。

(一)交易促进功能的短板与冲击

金融体系交易促进功能包括交易、支付、结算、兑换、计价等基础性中介服务功能。中国普通居民和企业基本金融服务得到了较好地满足。但是,金融交易促进功能仍面临支付清算完善、技术冲击应对、金融监管健全和极端条件处置等难题,可总结为功能性短板和安全性冲击。

1. 功能性短板

支付、结算和清算供给体系的功能性短板有四个方面。一是在法律法规上,支付、结算、清算的法律基础需要进一步强化。目前支付服务制度法律层级较低,难以适应需求结构变化后消费者权益保护和支付机构规范监管(谢众,2018)。二是在需求结构上,个人支付结算多元化需求尚未得到实质性满足。支付服务场景化趋势较为显著,支付结算需求将从企业主导向“企业+个人”双重驱动转变。三是在供给结构上,匹配个人支付需求的支付机构体系仍有待进一步完善发展。目前,以匹配企业支付为支撑的“银企结构”仍是主导性供给力量。四是在监管完善上,以技术为驱动力的第三方支付体系潜在地挑战支付系统以至金融体系的稳定性。移动通信、大数据、云计算、人工智能等技术应用使得支付服务、支付流程和支付生态都可能发生重大的改变。

2. 安全性冲击

在支付、结算和清算体系以及金融基础设施整体安全性上,中国面临极端条件下交易功能被阻断的风险,即交易促进功能存在安全性冲击。全球金融危机后,美元及其在全球支付清算体系中的地位和作用并没有显著降低(见表2),甚至有所强化。中国支付清算等金融基础设施仍面临“卡脖子”风险,核心技术、通信渠道、服务器、信息系统以及数据治理等受外部制约较显著。比如,跨境支付清算仍是美国主导的环球银行金融电信协会(SWIFT)体系的一个组成部分。若支付清算功能被直接切断或间接孤立,那金融体系交易支持功能将被破坏,资源配置功能将严重受限。

表 2		主要货币在国际支付体系的市场份额				单位:%
年份	美元	欧元	英镑	日元	人民币	
2011	29.73	44.04	9.00	2.48	0.25	
2012	33.34	39.76	8.68	2.45	0.57	
2013	39.52	33.21	9.13	2.56	1.12	
2014	44.64	28.30	7.92	2.69	2.17	
2015	43.89	29.39	8.43	2.78	2.31	
2016	42.09	31.30	7.20	3.40	1.68	
2017	39.85	35.66	7.07	2.96	1.61	
2018	41.57	32.98	6.76	3.36	2.07	

注:2011 年数据缺失,这里以 2012 年 1 月数据作为替代。  
资料来源:BIS、Wind。

## (二)资源配置功能的机制性缺陷

金融体系不仅是经济增长中的重要因子,而且是资源配置的重要机制。金融体系资源配置功能发挥涉及四个问题。一是金融要素定价;二是金融结构选择;三是金融机构发展;四是市场与政府关系。

### 1. 要素定价的市场化缺陷

现代金融市场体系需要公平、开放、透明的市场规则和由市场决定价格的体制机制,尤其是强有力的契约机制(Levine 等,2000)。深化金融要素市场化改革,健全金融要素定价机制,是发挥金融体系资源配置核心功能的关键。利率市场化决定、汇率形成机制、国债利率曲线形成机制是金融要素定价机制优化的三大任务。

利率市场化是金融需求与金融供给匹配的价格机制发挥作用的关键。利率市场化面临三个问题。首先是政策利率体系问题。目前,中国人民银行还在公布存款、贷款的基准利率。既然是市场化改革,那么设定一个基准利率水平就可以作为其他利率的“锚”,没有必要设置存款和贷款两个基准利率水平。同时,由于短期利率决定机制和国债收益率曲线有待完善,中国尚未形成真正的政策利率体系。其次是市场化基准利率问题。目前国内有同业拆借市场等较为市场化的利率定价机制,但是缺乏一种有效的基准利率定价机制,“均衡”的基准利率水平难以确定。最后是利率政策传导机制问题。一方面,缺乏明确的政策目标利率不利于形成顺畅的利率传导机制。另一方面,金融机构的利率定价和政策传导受制于较多的内外因素。比如,市场溢价和政策溢价是影响利率决定的重要外部因素,并引致对期限结构的非对称影响,使得银行利率定价自主权弱化以及政策信号紊乱(刘明康等,2018)。

国债收益率是无风险利率,是其他债券、证券化资产等金融资产的定价基准,完善的国债收益率曲线具有利率锚的作用。央行可以通过公开市场操作等手段影响国债收益率曲线的高度和弯曲程度,从而达到调控金融市场的宏观调控目标。国债理应是央行公开市场操作的基本工具,但是,我国国债收益率曲线短端和长端参考点少,市场难以形成平滑的收益率曲线。中国货币政策行为及其相关的宏观经济不确定性与不完善的国债收益率曲线及不健全的基础收益率曲线功能具有因果关系(尚玉皇、郑挺国,2018)。

在汇率制度改革上,中国遵循 2005 年汇率形成制度改革的原则,但人民币汇率形成机制有待进一步完善。一是参考货币篮子的定值机制。人民币货币篮子定值模式仍在很大程度上盯住美元,这导致政策上有维系人民币兑美元汇率稳定的诉求。二是人民币中间价定价市场化程度有待提高。若持续对人民币中间价进行干预,将降低外汇市场的透明度与可预测性,不利于外汇远期与期货市场的发展。三是人民币汇率体系缓释外部冲击能力有待强化。在中美贸易摩擦的压力下,亟待建立起以汇率机制为核心的市场化风险缓释机制。四是汇率制度改革、资本项目开放与人民币国际化的协调。三个任务是有机整体,但又存在目标权衡,需要进行有效统筹。

### 2. 金融结构的固化性扭曲

金融结构是金融功能发挥的重要影响因素,最优金融结构随经济结构的变化而变化(Luintel 等,2008;Lin 等,2009;Allen 等,2018)。中国经济进入“新常态”,经济增速换挡使得资产配置久期可能拉长,间接融资方式相对于直接融资方式将面临更严重的期限错配,金融结构亟待调整。但是,从新近金融结构演进看,中国并没有摆脱原有金融模式,甚至强化了间接融资模式。2013 年以来新增人民币贷款在新增社会融资中的占比呈现上升趋势,2018 年该比例高达 81.4%,而股票融



资占比仅为 1.9%。<sup>①</sup> 这种以信贷为支撑的间接融资模式和固化性的金融结构,使得金融供给侧、金融结构和金融功能难以匹配高质量、创新型、技术型发展的金融需求。

3. 金融机构的非功能性扩张

金融机构是金融供给侧的市场主体,是金融产品和服务的基础供给者。一般地,金融机构的资产负债表扩张优化过程就是金融机构提供金融产品和服务的过程,是金融资源配置的过程,也是金融功能发挥的过程。但是,中国金融机构发展呈现资产型而非功能性扩张的特征。

如果金融机构的资产负债表扩张是一种功能型扩张,那么将有利于金融功能的发挥;如果金融机构的资产负债表扩张更多的是一种数量型或资产型扩张,那么对于金融功能发挥的促进作用可能就相对有限,甚至可能引发影子银行、监管套利、金融空转等功能异化。这种异化被称为金融体系“阴暗面”,并严重影响金融功能的发挥(Torre 等,2013)。2010—2018 年,在中国金融产品的供给中,商业银行理财、信托计划等产品规模扩张最为迅猛,而商业银行整体新增人民币贷款的增长水平低于同期 GDP 增长水平。外资金融机构的人民币贷款供给和非金融机构股票融资规模呈现绝对下降(见表 3)。金融部门同质化、数量型扩张使得资本投入产出效率在下降,中国增量资本产出比从 2010 年的 4.5 倍提高至 2017 年的 5.8 倍(Moody,2017)。

表 3 中国主要金融机构/市场主营业务规模发展 单位:亿元, %

机构/市场	主营业务指标	2010 年	2018 年	增幅
商业银行	新增人民币贷款	79451	156712	97.2
大型商业银行	新增人民币贷款	40822	63388	55.3
外资金融机构	新增人民币贷款	1628	908	-44.2
商业银行	理财产品资金余额	28000	321000	1046.4
政策性银行	债券发行量	13193	34340	160.3
保险公司	保费收入	14528	38017	161.7
信托公司	管理资产规模	30405	227013	646.6
企业集团财务公司	债权总额	13441	57909	330.8
债券市场	债券发行量	95238	184713	93.9
股票市场	非金融企业境内股票融资	5786	3606	-37.7
证券公司	证券承销和保荐业务收入	252	2663	956.7
基金管理公司	管理资产规模:公募	25207	130347	417.1

资料来源:Wind、《中国金融统计年鉴》和中国证券业协会。

4. 市场决定与政府干预的体制性弊端

出于多元化目标,政府会对金融体系进行干预、引导及纠偏,金融供给侧结构性改革亦强调既要发挥市场在资源配置中的决定性作用,又要更好发挥政府作用。但是,政府干预就涉及政府与市场的关系统筹。若政府过度参与甚至决定资源配置,那么政府行为可能造成金融资源配置和金融功能发挥的扭曲。比如,在国有企业的金融资源配置问题上,市场决定性作用有待强化,而政府干预程度有待弱化。2016—2018 年,针对国有企业和地方政府债务较重的结构性特征,去杠杆政策主要集中在国企部门和地方政府的债务去化上。在去杠杆执行过程中,部分地方政府实行“一

<sup>①</sup> 数据来自 Wind。

刀切”政策,私人部门出现较显著的“缩表”压力,而国企部门因资源可得性较好反而提高杠杆率。2018 年中国实体经济部门总杠杆率为 243.7%,企业杠杆率小幅下降至 153.6%,但国企杠杆继续攀升至 103%(张晓晶等,2019)。

### (三)风险管理功能的内生性权衡

风险管理功能是金融体系最重要的一种拓展性功能,该功能保障了信用转换的顺畅性和安全性。但是,金融体系风险转换功能不仅内嵌于金融体系之中,而且可能成为相对独立的业态,金融体系是风险的管理者,同时也是风险的产生者,二者需要有效权衡。

#### 1. 金融体系的风险缓释功能

金融机构通过实施微观监管标准和内部风险管理要求来实现机构审慎经营,同时为金融体系宏观稳健性奠定微观基础。在这个过程中,不仅是金融机构作为资金需求方和资金供给方风险转换的中介,同时,也部分产生资金供求双方风险无法全部转换的风险。比如,在信贷业务中银行可以通过各种风险管理方式来减小不良贷款规模或降低不良贷款率,但无法避免不良贷款问题。风险管理本质是信用风险在储蓄者、投资者等不同主体之间的转移与再分布,实施转换的微观主体是金融机构,为此,金融机构的风险管理功能是重要的基础领域。

#### 2. 金融体系的风险内生性

金融体系内部存在风险产生、累积和暴露机制。中国金融体系风险内生化趋势不断强化,并衍生出了四类风险。首先,影子银行的膨胀。影子银行是商业银行信用转换功能的一种异化形式,将信用转换从银行表内转移至表外或将信用转换从银行体系转移至非银行体系。其次,资产管理业务的跨界经营。2012 年中国迎来“大资产管理时代”,截至 2017 年底,大资产管理行业资产管理规模高达 120 万亿元。<sup>①</sup> 该领域最显著的风险是金融综合经营模式与金融监管分业体系的制度性错配。再次,“金融空转”问题。“金融空转”使得金融体系与实体经济之间形成更加复杂的债务债权关系,金融中介获得较大的利润规模同时背负更高的风险,实体经济付出更高的融资成本同时形成更高的债务杠杆。最后,短期流动性依赖症。金融机构杠杆持续提升,期限错配日益严重,对短期融资依赖程度达到“饥渴”程度。2018 年 8 月至 2019 年 3 月,隔夜拆借月度交易规模超过 12 万亿元。银行对短期融资依赖大幅提高,并没有显著提升其对企业 and 居民的贷款能力(见图 1),反而带来更大的风险承担和更高的风险资产比例(马勇、李振,2019)。

#### 3. 金融体系风险内生与政策体系关联

金融体系风险内生性将金融部门与政策体系关联在一起,使得政策有效性被弱化。金融政策调整实施是金融风险的重要影响因素,并且政策引致型风险具有显著的外溢效应,这是金融体系风险布局重构功能的负反馈(Torre 等,2013)。如全球金融危机之前“大繁荣”时期,在过低且持续过久的利率政策下,金融机构风险感知度不断弱化,风险容忍度持续提升,产生了风险承担效应(Borio 和 Zhu,2008)。风险承担效应不仅提高了金融机构的风险偏好,而且导致了风险溢价低估和风险集聚强化,产生了系统性风险(Farhi 和 Tirole,2012;Taylor,2016)。中国同样存在明显的风险承担效应,并且影子银行的风险承担效应具有更大的非对称效应(胡利琴等,2016)。

### (四)经济调节功能的适当性约束

金融体系通过改变信用供给和交易成本使生产者和消费者、储蓄者和投资者的行为及其关联性发生改变,金融体系在具有经济增长促进效应的同时具有影响微观主体行为的经济调节功能。

① 该数据是作者利用中国银行业协会、信托业协会、证券业协会和证券投资基金业协会等的数据进行加总而得。



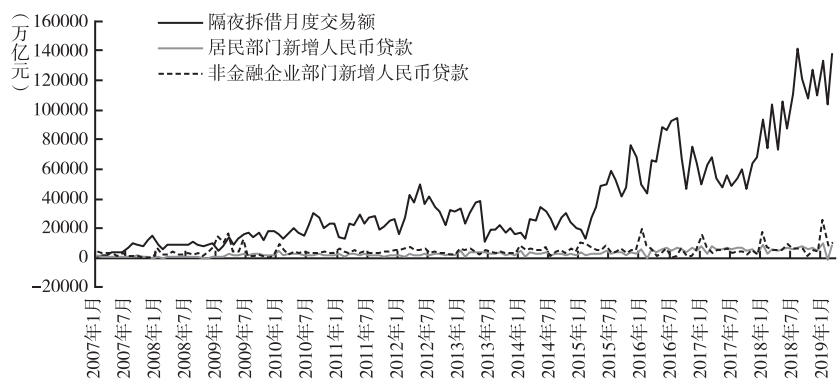


图1 隔夜拆借交易额与新增人民币贷款

资料来源:Wind。

注重需求和供给匹配的金融体系在市场经济中发挥的作用越大,金融体系对货币政策和金融稳定政策的反馈越显著,其经济调节的潜在功能就越大(Trichet,2004)。金融体系经济调节功能主要体现在数量、价格和政策传导上。比如,在价格引导上,金融体系可以通过改变金融要素价格决定的各项因子来使金融市场体系的各种价格发生变化,最为重要的是利率及其信号功能(Merton 和 Bodie,2005)。

金融体系经济调节功能是经济平稳较快增长的基础保障之一,但是,中国金融体系的经济调节功能仍存在显著的适当性难题。首先,经济调节功能的定位。作为相对独立的市场主体,金融机构的经济调节功能和市场主体功能的边界亟待明确。其次,经济调节功能的量价匹配。如过多地采用数量调控方式来影响经济运行,那么部分信用供给和金融服务定价就必然是非市场化的,这会金融供给的量价关系,同时会对金融功能产生溢出效应。再次,经济调节功能的价格信号。目前,利率、汇率和国债收益率的价格形成体系基本建成,但是,价格在资源配置中的决定性功能仍然偏弱。比如,利率决定中不同机构的信用利差并没有发挥核心功能。最后,经济调节功能的制度完备。金融政策、金融制度等功能性、高层次资源对于金融功能发挥和资源调度配置具有最终决定性(刘伟,2016)。金融体系的经济调节功能的应用需要适当且规范,需要有政策、制度和纪律等安排以提高经济调节功能和政策供给的适应性和灵活性。

四、金融供给侧的功能性改进:结构性改革

由金融结构到金融功能的理论与实践演进(Song 和 Thakor,2010; Cihak 等,2013; Yeh 等,2013; Gaffeo 和 Molinari,2016)可见,金融供给与金融需求的动态有效匹配可以进一步深化金融功能、金融结构与经济增长的内在关系。金融功能发挥是中国过去40年高速增长的重要支撑,但是,交易促进、资源配置、风险管理以及经济调节功能均存在较多的短板,约束了金融服务实体经济的功能。中国金融功能性缺陷是由多方面根源和矛盾造成的(黄益平,2018)。中国金融体系的主要矛盾是金融资源配置的质量和效率不适应经济高质量发展和现代化经济建设的要求(徐忠,2018),需深化金融供给侧结构性改革,加速金融供给侧功能改进,进一步发挥金融服务实体经济的总体功能。

## （一）金融交易促进功能的改进

金融交易促进功能的发挥有待于金融基础设施的供给体系建设,重点深化金融支付清算体系、信息统计体系和金融法律制度等的建设。(1)建立健全匹配双重需求驱动、银行与支付机构为核心供给主体、适应场景化的支付结算服务供给新体系,不断强化金融体系的基础服务功能,构建从企业主导向“企业+个人”双重驱动的支付结算供给体系。(2)完善清算设施协调发展机制,提升清算服务供给能力,强化不同清算设施的互联互通。强化支付清算信息系统建设,重点防范信息风险。重点防范个人信息泄露风险以及支付系统集中部署、数据集中存储处理的集中性信息泄露风险。(3)大力推进人民币跨境支付清算体系建设,需要构建 SWIFT 系统被切断等极端情况下重要资源的支付清算备份系统。(4)建立健全国家级金融信息综合统计系统,使金融发展、金融监管、政府决策等具有数据与信息基础。(5)金融法律制度的供给。重新审视商业银行、证券、基金、行政处罚等相关法律法规的适用性,着重发挥法律惩戒标准的指挥棒作用;着力推进“阻断法”立法,以缓释潜在的金融制裁等外部冲击。

## （二）金融资源配置功能的“三支柱”构建

### 1. 金融要素定价机制的市场化改革

金融核心功能的发挥要以金融要素市场化定价作为首要支柱。在利率体系改革方面,(1)完善中央银行流动性管理框架。货币当局应有效使用创新型流动性管理工具,保障流动性相对稳定以及短期利率的稳定性,发挥信用利差的市场功能。(2)强化基础利率的核心地位。以市场基础利率形成机制为核心,尤其是短期利率的市场化定价机制和市场预期引导功能,以逐步取代存贷款基准利率,以短期市场利率作为利率体系中的“名义锚”,并消除信贷市场利率和货币市场利率的“双轨制”。形成具有实质性市场价格信号功能的短期基础利率是金融供给侧结构性改革最为基础的任务之一。(3)顺畅化利率传导机制。在发挥基础利率锚定功能的基础上,需要针对短期、中期和长期利率相对脱节的问题,重点平滑短期利率并强化其引导功能,提升信贷、货币、债券市场的利率关联度,形成较为完善的利率传导机制。利率传导机制顺畅化是金融要素引导或融合资源配置功能的一个有机组成部分,是发挥金融资源配置核心功能的关键。

在汇率机制改革方面,(1)继续改革人民币汇率形成机制,提高市场化定价水平,增强人民币汇率波动弹性。可考虑设定年度宽幅波动区间,进一步发挥市场定价功能。(2)基于贸易权重的货币篮子来完善人民币汇率形成机制,改变刻意维系人民币兑美元双边汇率的稳定性的局面,使人民币汇率在双向波动中逐步逼近均衡汇率。(3)稳步推进包括外汇市场在内的金融市场开放进程,深化沪港通、深港通、沪伦通机制完善,在取消 QFII、RQFII、QDII 等额度限制基础上进一步深化金融市场开放,提高外汇市场主体及供给的多样性。

打造新的国债收益率曲线是利率市场化改革的基础性工作。(1)扩大国债市场规模,夯实国债收益率曲线完善的“物质基础”。在以收定支的财税体系和赤字率受控情形下,国债规模将有限,但是,可发行与稳增长、调结构、促改革等相关的特别国债、专项国债来扩大国债市场规模。(2)进一步确定国债收益率作为无风险收益率的“政策定位”。一旦国债收益率作为中央银行货币政策操作的中介,其将逐步成为中长期利率的“政策利率”。央行短期利率“锚定”和国债长期利率“锚定”,将使金融市场收益率曲线保持相对平稳,金融体系价格型资源配置功能等获得有效支撑。(3)强化国债收益率作为无风险收益率的“市场定位”。不断丰富国债品种、期限和利率结构,实施滚动发行、续发行等机制,重点解决短端和长端参考点少的弊端,以形成连续、平滑、反应市场供

求、具有无风险收益率特征的国债收益率曲线。

## 2. 金融机构体系的功能性发展

金融机构体系发展是与金融核心功能完善相关的供给侧结构性改革第二支柱。金融机构是金融体系服务经济发展的主体,需要围绕其法律地位、机构能力、契约精神、会计标准等来进行完善(Levine等,2000)。对于中国而言,要健全商业性金融、开发性金融、政策性金融、合作性金融分工合理、相互补充的金融机构体系;要构建多层次、广覆盖、有差异的银行机构体系,扩大民间资本进入银行业;要审慎稳妥推进金融机构开展综合经营,提高金融机构会计要求、治理结构和服务质量;要重点发展金融服务的专业中介机构,比如,法律、会计、审计、工商、信息、评级等专业化机构,着重提升专业化服务水平。在金融机构发展中,应更多考虑高质量、差异化、生态型金融机构的供给,而不是同质化金融机构的“复制”或简单的网点开设,甚至需要考虑金融服务网点的功能性缩减。

## 3. 金融市场的结构性优化

金融核心功能发挥的供给侧结构性改革第三支柱要以金融市场结构调整优化为重点。一是坚持市场中性原则。对于东部地区和中西部地区、国有企业和民营企业、境内金融机构和境外金融机构等给予同等的市场主体地位。二是优化融资结构。统筹好间接融资市场和直接融资市场的关系,大力发展直接融资并协调股权融资与债券融资的关系,推进科创板和注册制试点,强化市场退出机制、惩戒机制和信息披露机制,形成融资功能完备、基础制度扎实、市场监管有效、投资者合法权益得到有效保护的多层次资本市场体系。三是健全金融市场体系。完善银行、证券、保险、基金等市场长期发展机制,重点打破信贷市场、货币市场、债券市场相对分割的状态,提升金融市场效率,降低资金融通成本,强化金融市场在资源配置中的功能。打破不同部门“各管一段”的怪局,将分治的债券市场完善为统一监管、统一定价、有效联通的市场体系。四是反思金融市场结构优化的体制机制因素并进行针对性改革。比如,多层次资本市场的建设并未取得预期的成果,可能与功能定位、发行制度、退市机制、惩戒机制、监督管理等体制机制问题紧密相关。

### (三)金融风险管理功能的优化

金融风险管理与防控是金融体系的重要功能,防范化解系统性金融风险是金融工作的根本性任务,是金融供给侧结构性改革的应有之义和必然要求。

首先,构建完善的金融稳定治理框架。一是健全微观监管标准,对金融机构、结构、市场和设施进行有效的微观监管。二是运用动态有效的宏观审慎政策,重点防范顺周期效应和系统重要性问题,确保金融体系稳定。三是构建货币政策、宏观审慎和微观监管的内在链接机制,统筹货币政策、宏观审慎和微观监管的内在关联和目标权衡关系。四是健全金融政策协调机制,提升金融治理统一化水平。

其次,优化系统性金融风险防控的政策安排。第一,加强金融基础设施建设与监管,推进金融业综合统计和监管信息共享,夯实风险防控的信息基础。第二,构建系统性金融风险监测预警体系,建立早期干预机制,提升风险防范的主动性和前瞻性。第三,优化系统性风险应对及处置机制,着力完善金融安全防线和风险应急处置机制,做好金融产品违约、金融机构破产、市场功能丧失的应对机制和政策储备。第四,着力防范化解重点领域风险,重点完善宏观杠杆率高企、地方政府债务攀升、房地产泡沫化、产能过剩恶化和外部冲击等风险处置机制。

最后,金融风险防范和金融功能发挥相互统筹。金融业务本质就是经营风险,金融功能的发

挥必然涉及金融风险应对,但是,防范风险无法杜绝风险,金融机构也无法不承担风险,不能采用“一刀切”的方法来处置风险。金融风险应对框架除了提高资本金要求、限制金融风险头寸、配备风险缓释工具外,也应该接受金融体系适度风险承担的现实,重在提升金融机构的韧性,增加金融市场的深度,强化金融体系吸收损失及冲击的能力。

#### (四)经济调节功能的再定位

金融体系经济调节功能完善的实现主要是通过市场机制来影响金融需求、供给以及二者的匹配,同时发挥政府的引导、协调和纠偏作用。在金融体系经济调节功能再定位上,一者,要明晰政府边界。金融体系经济调节功能的首要任务在于理顺政府和市场的关系,对金融体系经济调节功能进行再定位。当下的工作重点是减少政府的行政干预,交由市场进行资源配置,政府将注意力集中在为市场配套法律法规等制度保障,并行使监督管理的职能。

二者,要完善金融监管。机构监管是金融监管部门对金融机构的市场准入、持续的稳健经营、风险管控和风险处置、市场退出等进行监管。功能监管是在综合经营环境中,对不同类型金融机构开展的相同或类似业务进行标准统一或相对统一的监管。金融监管体系向功能监管转换,以监管制度和法律规范为准绳,以市场机制和价格信号为核心,是完善金融功能并平衡风险防控的体制机制保障。

三者,要强化政策协调。强化国务院金融稳定发展委员会的政策制定和协调功能,统筹国内国际两个大局,强化货币政策、微观监管、宏观审慎的融合,统筹货币、财政、产业政策,深化金融体制机制改革,尤其是提升金融体系资源配置功能,实现金融与经济有效融合、共生共荣。

### 五、结论与建议

金融供给侧是金融结构的核心组成部分,金融功能发挥需要依托与经济结构相适宜的金融结构,金融供给侧结构性改革是缓释金融供给侧结构性问题的根本途径,是匹配金融供给与金融需求的关键之举,是完善金融体系服务功能的核心依托。但是,中国金融供给体系存在显著的功能性缺陷。首先,交易促进功能缺乏健全的法制保障和技术准备,供给能力难以适应需求结构变化,难以适应极端冲击的挑战。其次,资源配置功能面临金融结构固化性扭曲、金融要素定价缺陷、金融机构功能不足以及市场与政府关系不明晰等问题,尤其是利率、汇率和国债收益率等金融要素市场化定价机制亟待完善。再次,金融体系风险管理功能面临风险内生性以及宏观政策副作用等的综合影响。最后,在功能拓展上,金融体系被赋予过高的经济调节功能,在金融资源数量、金融要素价格和宏观政策传导上均存在功能性约束。

金融供给侧结构性改革需以金融功能完善为核心,以构建金融服务实体经济的新范式。在金融基础功能的供给侧改革上,要完善从企业主导向“企业+个人”双重驱动支付结算供给体系,强化支付清算信息系统建设,重点防范支付清算体系的技术安全和企业个人的信息安全,完善清算设施协调发展机制,实现不同清算服务的互联互通,大力推进人民币跨境支付清算体系建设并构建 SWIFT 系统被切断等极端情况下重要资源的支付清算备份系统。建设国家级金融信息综合统计系统,实现国家级金融数据供给能力。构建金融法律制度为主导而非行政力量为主导的金融法律制度体系,适时推出应对外部冲击的“阻断法”。

在资源配置功能完善的供给侧结构性改革上,以金融要素定价机制市场化改革、金融机构体系功能性发展、金融市场结构性优化为“三支柱”,进一步发挥市场在储蓄投资转换以及资源要素

配置中的决定性作用。在金融要素定价市场化改革上,(1)强化货币市场短期利率的基础地位,逐步弱化甚至取消存贷款基准利率,消除信贷市场利率和货币市场利率的“双轨制”,重点是平滑短期利率波动、发挥国债收益率长期利率决定功能,形成顺畅的利率传导机制。(2)继续完善人民币汇率形成机制以提升汇率定价市场化水平,尝试建立年度宽幅汇率目标区,基于贸易权重的货币篮子来完善人民币汇率形成机制以改变刻意维系人民币兑美元汇率的稳定性的局面,稳步推进金融市场开放。(3)扩大国债市场规模,夯实国债收益率曲线完善的“物质基础”,确定国债收益率作为无风险收益率的“政策定位”,逐步强化其长期利率的“政策锚”。强化国债收益率作为无风险收益率的“市场定位”,发挥其对金融风险的定价引导功能。

在金融机构体系功能性发展改革上,(1)重点发展多层次、差异化的存款性金融机构,尤其是构建多层次、广覆盖、有差异的银行机构体系,避免简单的网点扩张而非功能拓展;(2)借力新兴技术构建技术水平高、覆盖范围广、服务效率高、商业可持续好的数字普惠金融机构体系;(3)大力提高专业性金融服务机构的供给能力,尤其是着重提高法律、会计、审计、评级等专业服务的市场约束力。

作为第三支柱,金融市场体系建设需要强化四个任务。一是坚持市场中性原则,对不同经济体给予同等的市场主体地位。二是优化间接融资和直接融资、股权融资与债券融资结构,推进科创板和注册制试点,建设多层次资本市场体系。三是重点突破信贷市场、货币市场、债券市场分割,形成统一的市场体系。四是深化金融市场功能定位、机构退出破产、信息披露机制、市场惩戒体系、监督管理体制等的改革,夯实市场运行的法律约束与制度基础。

金融风险防范和金融功能保障的平衡是优化金融体系风险布局重构功能的关键,是金融供给侧结构性改革的基础任务之一。第一关是把控金融机构风险管控。通过金融机构自身风险管控体系来提升应对金融风险的弹性,尤其是限制风险头寸、约束风险承担。第二关是把控好重点领域风险。深化金融监管体系改革,构建行为监管、功能监管和机构监管相融合的监管体系,着力处置银行业不良贷款、影子银行、地方政府及国有企业债务、房地产泡沫、外溢效应等风险点。第三关是把控政策风险。注重金融风险内生性或经济政策副作用,防止风险防控政策的自身风险或衍生风险,提高政策适宜水平。深化宏观审慎、微观监管与货币政策的统筹,以机构风险、重点领域风险和政策风险把控为基础,着重防范顺周期效应、系统重要性问题 and 外溢效应问题,坚决守住不发生系统性金融风险底线。

金融供给侧结构性改革需着重考虑金融体系经济调节的功能性定位和政策性适宜。政府需提升其经济调节功能,提高宏观经济政策的适宜水平,限制行政性干预举措,多利用市场机制来实现资源配置,以更好地发挥金融体系的经济调节功能。同时,全面推进经济体制机制改革,重点深化金融供给侧结构性改革,着力补齐金融体系功能性短板,夯实金融功能进一步发挥的制度基础和市场基础,使金融体系更好地服务实体经济。

#### 参考文献:

1. 白钦先:《百年金融的历史性变迁》,《国际金融研究》2003年第3期。
2. 龚强、张一林、林毅夫:《产业结构、风险特性与最优金融结构》,《经济研究》2014年第4期。
3. 胡利琴、陈锐、班若愚:《货币政策、影子银行发展与风险承担渠道的非对称效应分析》,《金融研究》2016年第2期。
4. 黄益平:《2018 径山报告》,中国金融四十人论坛工作论文,2018年9月。
5. 李扬:《“金融服务实体经济”辨别》,《经济研究》2017年第6期。
6. 李扬:《金融供给侧结构性改革的六大方向》,2019年4月1日在国家金融与发展实验室年会讲稿。



7. 刘光溪:《供给侧管理与结构性改革的特殊及现实意义——关于金融结构性改革增加融资有效供给的思考》,《中共中央党校学报》2017年第1期。
8. 刘鹤:《〈渐行渐远的红利——寻找中国新平衡〉序》,《领导决策信息》2017年第5期。
9. 刘明康、黄嘉、陆军:《银行利率决定与内部资金转移定价——来自中国利率市场化改革的经验》,《经济研究》2018年第6期。
10. 刘伟:《经济新常态与供给侧结构性改革》,《管理世界》2016年第7期。
11. 马勇、李振:《资金流动性与银行风险承担——来自中国银行业的经验证据》,《财贸经济》2019年第7期。
12. 尚玉皇、郑挺国:《基准收益率曲线与宏观经济:基于混频DSGE模型的研究》,《经济研究》2018年第6期。
13. 沈军、白钦先:《金融结构、金融功能与金融效率——一个基于系统科学的新视角》,《财贸经济》2006年第1期。
14. 孙国峰:《推进金融业供给侧结构性改革》,《清华金融评论》2017年第1期。
15. 谢众:《支付体系创新与发展》,中国金融出版社2018年版。
16. 徐忠:《新时代背景下中国金融体系与国家治理体系现代化》,《经济研究》2018年第7期。
17. 尹艳林:《准确理解供给侧结构性改革——谈供给侧结构性改革的“两是”与“三不是”》,《理论视野》2016年第7期。
18. 曾国平、王燕飞:《中国金融发展与产业结构变迁》,《财贸经济》2007年第8期。
19. 张斌:《结构转型期的金融供给侧改革》,《中国金融》2019年第9期。
20. 张晓晶、常欣、刘磊:《宏观杠杆率首次下降》,国家金融与发展实验室工作论文,2019年3月12日。
21. Allen, F., & Gale, D., Comparative Financial Systems: A Survey. Wharton Working Papers, 2001.
22. Allen, F., Bartiloro, L., Gu, X., & Kowalesiki, O., Does Economic Structure Determine Financial Structure?. *Journal of International Economics*, Vol. 114, Issue c, 2018, pp. 389 – 409.
23. Borio, C., & Zhu, H., Capital Regulation, Risk-Taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism. BIS Working Paper No. 268, 2008.
24. Cihak, M., Demircuc-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R., Financial Development in 205 Economies: 1960 to 2010. *Journal of Financial Perspectives*, Vol. 1, No. 2, 2013, pp. 17 – 36.
25. Demircuc-Kunt, A., Feyen, E., & Levine, R., The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. *World Bank Economic Review*, Vol. 27, No. 3, 2013, pp. 476 – 490.
26. Farhi, E., & Tirole, J., Collective Moral Hazard, Maturity Mismatch and Systemic Bailouts. *American Economic Review*, Vol. 102, No. 1, 2012, pp. 60 – 93.
27. Gaffeo, E., & Molinari, M., A Functional Perspective to Financial Networks. DEM Working Papers, No 2016/06, 2016.
28. Goldsmith, R. W., *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press, 1969.
29. Levine, R., Bank-based or Market-based Financial Systems: Which Is Better?. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 11, No. 4, 2002, pp. 398 – 428.
30. Levine, R., Loayza, N., & Beck, T., Financial Intermediation and Growth: Causality and Causes, *Journal of Monetary Economics*, Vol. 46, No. 1, 2000, pp. 31 – 77.
31. Lin, J. Y., *New Structural Economics: A Framework for Rethinking Development and Policy*. World Bank Publications, 2012.
32. Lin, J. Y., Sun, X., & Jiang, Y., Toward a Theory of Optimal Financial Structure. The World Bank Working Paper, No. 5038, 2009.
33. Luintel, K., Khan, M., Arestis, P., & Theodoridis, K., Financial Structure and Economic Growth. *Journal of Development Economics*, Vol. 86, No. 1, 2008, pp. 181 – 200.
34. McKinnon, R., *Money and Capital in Economic Development*. Washington DC: Brookings Institution, 1973.
35. Merton, R. C., A Functional Perspective of Financial Intermediation. *Financial Management*, Vol. 24, No. 2, 1995, pp. 23 – 41.
36. Merton, R. C., & Bodie, Z., Financial Infrastructure and Public Policy: A Functional Perspective. Harvard Business School Working Paper 95 – 064, 1995.
37. Merton, R. C., & Bodie, Z., The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure. *Journal of Investment Management*, Vol. 3, No. 1, 2005, pp. 1 – 23.
38. Moody's Investors Service, China's Incremental Capital to Output Ratio was Rising Until Recently, August 2017.
39. Shaw, E. S., *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University Press, 1973.



40. Song, F. , & Thakor, A. V. , Financial System Architecture and the Co-evolution of Bank and Capital Markets. *The Economic Journal*, Vol. 120, No. 547, 2010, pp. 1021 – 1055.
41. Taylor, J. , Can We Restart the Recovery all over Again? . *American Economic Review* , Vol. 106, No. 5, 2016, pp. 48 – 51.
42. Torre, A. , Feyen, E. , & Ize, A. , Financial Development: Structure and Dynamics. *World Bank Economic Review* , Vol. 27, No. 3, 2013, pp. 514 – 541.
43. Trichet, J. , Supply Side Economics and Monetary Policy. Speech at the Institut der Deutschen Wirtschaft, Köln, 22 June 2004.
44. Yeh, C. C. , Huang, H. C. R. , & Lin, P. C. , Financial Structure on Growth and Volatility. *Economic Modelling* , Vol. 35, No. 3, 2013, pp. 391 – 400.

## Deepening the Supply-Side Structural Reform of China's Financial System : A Financial Function Perspective

ZHENG Liansheng ( Institute of Finance and Banking, Chinese Academy of Social Sciences, 100028 )

**Abstract:** Deepening the supply-side structural reform of the financial system has become an important task of financial development for better serving the real economy in China. The financial service to the real economy is realized through the financial functions of trading promotion, resource allocation, risk management and economic regulation. Each function is a relatively independent and organic unity. The trading promotion function is constrained by the weakness of legal framework and the difficulty of matching demand changes. The resource allocation function is constrained by the distortions of financial institutions and financial markets, the poor marketization of financial factor pricing and the need to clarify the relationship between market and government. The risk management function needs to deal with the problems of endogenous financial risk and policy side effects. The economic regulation function of the financial system needs to be further reformed in terms of function orientation, price match and institutional construction. The supply-side structural reform of the financial system needs to focus on improving the financial functions to enhance the overall efficiency of financial services for the real economy. First, it needs to strengthen the financial basic functions by providing effective payment and settlement services. Second, it needs to give full play to the decisive function of the market with the combination of financial elements, institutions and markets. Third, it needs to resolve financial risks and optimize the derivative function of the financial system. Finally, it is important to clarify the boundary between government and market.

**Keywords:** Financial Function, Functional Defects, Supply-Side Structural Reform of the Financial System

**JEL:** G01, G18, G28

责任编辑:诗 华