

■ 高端视野



□中国社科院金融所所长 王国刚

互联网金融依托于互联网而展开,有着开放、便捷和快速等特点。有观点强调,互联网金融颠覆了传统金融,是一种全新的金融运作方式。由此提出了以下三个问题。

#### 金融的实质没有颠覆

第一,金融的实质是否发生了颠覆性改变?金融是以资产权益为基础,为了获得这些资产权力的未来收益所展开的权益交易的总和。在现实的市场经济中,与商品交易和劳务交易等相比,金融交易的特殊性在于,进入交易的各种产品均为权益性产品(即非实物产品),交易各方的目的在于获得这些权益的未来收益。如果互联网金融颠覆了金融,它首先必须颠覆金融交易的对象(以及与此对应的制度和机制等,下同),那么互联网金融的交易对象是什么呢?从第三方支付、余额宝、P2P和众筹之中,人们可以看到,所交易对象除了以商品为基础外(如第三方支付),均以已有的金融产品为对象(如余额宝、P2P和众筹),因此互联网金融并没有改变金融的交易对象。自第一次产业革命以来,人类的科学技术快速发展,突破了原先一系列的自然性质,推进了商品交易的效率提高,但这并没有导致商品交易性质出现颠覆性的改变,商品交易的内在原理、规则和机制贯彻至今。这说明了载体、渠道和技术的变化,有利于提高对应的交易活动效率,但不可能改变交易活动的实质。

20世纪70年代末,美国展开了金融创新,曾提出金融体系应由银行主导还是市场主导的问题,通过发展直接金融和市场信用,引致金融脱媒和银行信用的占比降低,重新构造金融体系。但在这个过程中,始终没有人提出过“颠覆金融”的命题。20世纪90年代以后,在美欧国家,网络金融快速发展,以至于绝大多数的金融交易都已通过各种网络所展开,但也没有人提出过“颠覆金融”的趋势。在中国,互联网上展开的金融活动还只是全部金融交易(每年的金融交易高达数千万亿元)中的很小一部分,在此背景下,使用“颠覆金融”一词是否属于言过其实?

实际上,只要从逻辑关系角度分析,就不难看出“互联网金融”是否具有颠覆金融的功能,即如果“互联网金融”果真颠覆了金融,那么它就不该在互联网之后再冠之以“金融”一词(它可冠之任何合适的概念,但不是“金融”一词);既然它还要冠之以“金融”,也就意味着它属于“金融”范畴,金融的一般属性和功能没有改变,也就不可对金融起到颠覆性改变的作用。

#### 金融的功能没有颠覆

第二,金融功能是否发生颠覆性改变?诺贝尔经济学奖获得者罗伯特·C·莫

对金融业的发展来说,充分运用互联网是重要的,一方面可利用互联网的快速便捷功能,降低经营运作成本,提高金融交易效率;另一方面,可利用互联网上免费或低价的各种信息来弥补自己的信息不足,弱化信息不对称引起的各种金融风险。因此,对金融业发展来说,互联网的功能不在于“颠覆”,而在于提高效率。

## 互联网金融功能重在提升效率

顿曾强调指出,金融系统具有6项基本的核心功能,即在不同的时间、地区和行业之间提供经济资源转移的途径;提供风险管理的方法;提供清算和结算支付的路径以完成交易;为储备资源和在不同的企业中分割所有权提供有关机制;提供价格信息,帮助协调不同经济部门的决策;当交易中的一方拥有另一方没有的信息,或一方为另一方的代理人时,提供解决激励的方法。互联网金融建立在互联网基础上,与以往的金融活动相比,它增加了互联网的载体、通道和技术。但不论这种载体、通道和技术怎么改变,它并不直接引致“功能”的改变。以货币为例,从以贵金属为载体转变为以纸张为载体再转变为以电子为载体,货币还是货币,货币的各种功能并不因载体变化而变化,否则货币就不再是“交易媒介”、“支付手段”。同理,在海外发达国家中,网络金融、电子金融已有10多年的发展历史,但它并没有改变莫顿所说金融系统的6方面功能,至多只是使这些功能的实现方式发生某些变化。例如,人们不再用支票、现金等进行金融交易,转为使用信用卡、网络支付等方式;各种金融产品不再以纸张体现,转而以电子凭证方式体现等。

有人强调,互联网金融之所以对金融有着“颠覆”功能,是因为互联网可利用大数据、云计算等技术实现信息的对称性,克服金融活动中的信息不对称问题。这实际上把一系列问题弄混了。

首先,互联网只是一个运用电子技术和通讯技术所形成的通道性载体,它本身并不创造任何信息(信息是由进入互联网的各类主体提供的),也不整合任何信息(信息整合也是由进入互联网的各类主体进行的),因此互联网本身既无识别信息真伪的能力,也无筛选信息和配置信息的能力,不具有解决信息不对称的功能。在经济和金融运行中,信息的不对称是一种客观存在(它的成因相当复杂)。这种不对称一方面主要靠法律机制(如通过法律强制要求相关主体公开披露信息和数据)、行政机制(如政务公开)和媒体机制(如公开报道)等予以减弱,也可以通过调研活动(收集相关信息和数据)等进一步减弱信息不对称的程度。另一方面,利用一些技术手段,通过对各种信息的分析处理,以相关原理或逻辑关系为基础,对收集到的各种信息进行挖掘处置(包括某些推演),从非完整的信息中整理出可能的预期结果。但所有这些工作都需要相关的主体的活动(并投入对应的成本和时间),不是互联网所能替代的。在这方面互联网的功能至多在于,给相关主体提供了一个收集信息的快捷渠道。需要特别指出的是,由于各类主体都可以通过互联网发布所谓的信息,互联网在加快信息传递的同时,也在加速引致信息的不对称。一个众所周知的事实是,一些人和一些机构利用互联网散布了众多虚假信息。

信息,误导网民,给经济社会造成了严重的不良后果。

其次,大数据、云计算只是一些新的数据处理方法和技术模式(与此相比,互联网提供的实际上是更有效利用海量信息、处理信息的渠道)。从大数据看,各种数据是各类主体在经济社会生活中创造的,由于格式、指标、口径和制式等一系列的差别,即便将它们集中到一起,也难以显示从而处理任何问题。只有在各种运用这些数据的使用者按照自己的意图编制相关对应的软件、模型和挖掘技术等的条件下,且通过不断试错和修正,这些数据才可能生成合意的结果。因此,各种数据的集中和处理不是互联网与生就有的功能,互联网只是为这些数据的集中提供了一个快捷的通道技术。在经济社会生活中,也有大量的数据并不通过互联网传递。在这方面,互联网更是无能为力。从云计算来看,它强调的是可以同时处理如云状的众多信息,其主要装备是大型高速计算机或计算机组。大型高速计算机和计算机组本身并非互联网,它既可以与互联网相接(如阿里巴巴),也可以独立于互联网(事实上,处于保密及其他原因的考虑,大型高速计算机处理的众多信息和数据并不与互联网相接,如军工、资金清算系统和银行卡系统等)。显而易见,不能将大数据、云计算说成是互联网独有的能力。更准确地说,大数据、云计算是可以在互联网之外展开的,互联网更多的是提供一个信息集中传递的通道。

最后,从金融角度看,信息是否对称意味着金融产品的价格是否能够充分反映风险程度,它对金融交易的各方都是至关重要的。金融的运作建立在解决信息不对称基础上,它要求交易的每一方都应按照相关制度要求向对方披露信息,由此不仅有了诸如资产负债表等财务制度,而且有了发债发股的公开披露信息制度,有了建立在信息公开披露基础上的金融监管机制和媒体监督机制。正是因为金融具有解决信息不对称的要求和财务能力、技术能力及工作程序,美欧国家的一些研究将金融划入了信息产业范畴。将互联网解决信息不对称看作是引致金融颠覆的主要机制,似乎金融运作无力于解决信息的不对称。用个中国成语表述,叫做“本末倒置”。

#### 金融的精神没有颠覆

第三,金融的精神是否发生了颠覆性改变?有人强调:“互联网金融是传统金融业与互联网精神相结合的新兴领域,其是将互联网‘开放、平等、协作、分享’的精神往传统金融业态渗透,从而对人类金融模式产生根本的影响……,具备互联网精神的金融业态统称为互联网金融。”这一表述很容易给人以误导,有着一系列问题需要厘清。

其一,且不论“开放、平等、协作、分享”

作为互联网的精神只是某些人的一厢情愿还是已达成国内共识乃至国际共识,就四个词本身的含义在此也语焉不详,例如,“开放”对谁开放、开放什么、如何开放、开放是否需要遵纪守法等。因此,它是否为互联网独有的精神?值得推敲。

其二,将互联网“开放、平等、协作、分享”的精神往传统金融业态渗透”的潜台词是,传统金融业态是一个不开放、不平等、不协作和不分享的产业,这有何根据,又是否符合市场经济原则?

其三,金融业属于市场经济的一部分,它应贯彻市场经济规则。但如果认为市场经济本身并不“开放、平等、协作、分享”,那么一个简单的问题就发生了,即一个不开放的市场经济如何能够在配置资源方面起到决定性作用?一个不平等的市场经济如何能够形成等价交换?一个不协作的市场经济如何能够不断推进专业化发展?一个不分享的市场经济如何能够激励各类主体的参与?早在互联网形成之前的成百上千年,人类就已在推进市场经济的发展,相关市场规则也逐步趋于成熟,因此,与其说是金融业需要贯彻所谓互联网的“开放、平等、协作、分享”精神,不如说这些精神只是市场经济规则在互联网上的体现。

其四,金融业如何贯彻“开放、平等、协作、分享”?以“开放”为例,如果“开放”指的是存款市场对城乡居民和各类企业开放,那么中国存款市场已经是如此,即已无进一步开放问题;如果指的是设立吸收存款的银行机构对城乡居民和实体企业“开放”,即人人可设立金融机构来吸收存款,且不说世界各国和地区从无此现象发生过,就以最基本的常识来说,两种现象就将发生,即在每个人、每家企业都将资金存入自己的“银行”(结果是谁也不可能吸收他人存款)的同时,全社会的金融处于一片混乱之中。经过众多折腾并付出惨重的经济社会代价后,再回到由专业化金融机构(如商业银行)来经营存款业务的起点。不难看出,金融业并不像互联网那样,人人可随时随意地自由进入系统免费发送信息或收取信息,因此也不可能像互联网那样的“开放”。不仅金融业是如此,几乎所有的产业也是如此。既然互联网不可能从所谓的“精神”层面上改变金融机构的经营运作规则和金融市场的内在机制,也就不可能具有“颠覆”金融业的功能。

毫无疑问,对金融业的发展来说,充分运用互联网是重要的(但不是唯一重要的),主要原因在于,一方面可利用互联网的快速便捷功能,降低经营运作成本,提高金融交易效率;另一方面,可利用互联网上免费(或低价)的各种信息来弥补自己的信息不足(或降低信息收集成本),弱化信息不对称引致的各种金融风险。因此,对金融业发展来说,互联网的功能不在于“颠覆”,而在于提高效率。

## 社会融资规模应适度放大

□清华大学研究员 陈德胜  
中国金融四十人论坛青年研究员 李洪侠

社会融资总量与经济之间应保持相对稳定的关系,融资规模过大或者过小都不利于经济发展。这一指标过大说明实体经济的发展特别是企业自有资金不足,对外部融资的依赖程度过高,而且有可能引起物价上涨、经济泡沫甚至是金融风险;如果这一指标过小,则意味着经济缺乏活力,或政策偏紧,或经济金融结构不合理。国际经验表明,一个成熟健康的经济体,经济发展与社会融资规模之间一般保持大体稳定的关系。以社会融资总量与GDP之比计算,美国1990—2014年正常年份都在50%上下,其中主要是债券和股票融资,银行贷款一般占2%左右。日本和欧元区的社会融资规模与GDP之比,在正常年份也保持基本稳定。

上世纪90年代以来特别是进入新世纪以来,除个别年份波动较大外,我国社会融资总量与当年GDP之比,大致稳定在20%—30%。这一比例略低于发达国家水平,是由我国经济、金融结构和发展水平决定的,预计短期内这一稳定关系不会发生根本改变。

从我国社会融资规模偏离合理区间的情况看,超宽松政策一度导致社会融资规模过大。为减少国际金融危机影响,2008年底我国出台四万亿刺激政策。受此影响,2009—2010年,社会融资与GDP之比达到40%和35%。恰恰是融资规模的飞涨,引起了房价和其他商品价格上涨、无效投资大量增加。数据显示,2009年全国商品住房价格上涨25%,远高于2000—2013年平均9%的涨幅,2010年和2012年消费者价格涨幅超过5%,生产者价格涨幅接近10%。大量钢铁、水泥、电解铝、煤炭等项目集中上马,为产能过剩埋下伏笔。

而融资需求低迷导致社会融资规模偏低的情况也时有存在。受亚洲金融危机影响,1999—2000年我国经济仅增长7.6%和8.4%,远低于改革开放35年平均9.3%的增速,1998年出现的通货紧缩,直到2003年才彻底摆脱紧缩影响。由于当时货币政策没有明显放水,因此社会融资量偏低,与GDP之比不足10%。此外,我国金融体系中资本市场融资能力弱,银行等金融机构在利率非市场化环境下主导金融体系,也一定程度上限制了我国融资供给能力。

目前我国社会融资出现偏紧态势。2012年以来我国经济进入增速放缓、结构优化、动力升级、方式转变的新常态,融资需求有所放缓,风险有所提升,同时客观上需要经济适度增长。与此同时,2014年以来,受监管强化影响,表外业务明显收缩,带动全年社会融资规模较上年减少1万亿元。类似融资规模收缩仅在2004年和2011年出现过。尽管当前规模基本反映了融资意愿和融资能力的现实,但融资结构中,票据融资和信托贷款的大幅收缩,在一定程度上却加剧了融资难和融资贵,增加了经济困难。保持经济平稳运行,离不开适度宽松的融资支撑。从这个意义上讲,2014年以来我国的社会融资环境有进一步放松的必要。

合理的社会融资规模水平,有利于促进经济发展,优化经济结构,改善融资环境,增强金融与经济间的良性互动关系。当前,我国经济发展面临下行压力加大,同时稳增长、调结构、防风险的任务更加突出。为保持经济稳定发展所需的融资环境,预计2015年社会融资环境将有所放松,相关制度和政策将呈现以下趋势。

一是在堵住不规范金融行为的同时,进一步放宽规范金融行为,满足社会融资需求。一方面,原有大部分影子银行业务是监管套利行为,在当前经济形势下,容易诱发风险,所以规范影子银行意义重大。另一方面,稳增长必需的融资环境又要保证。因此,堵住偏门、后门的同时,应该进一步打开信贷等规范融资渠道的正门。

二是继续实施结构性货币政策,确保满足重点领域和区域融资需求。从领域看,“三农”、住房保障等是经济社会发展的短板,也是培育经济新增长点的突破口之一。2014年,创新了PSL、定向降准等政策,有针对性地满足了这些领域的融资需求。预计2015年还将继续扩大和创新手段。另外,经济下行期,金融机构的风险偏好总体下降,科技创新领域因为风险大而融资困难,但这确是增强经济长期竞争力的关键。监管当局应该适当鼓励这些领域的融资行为。从区域看,西部地区更加需要金融支持。西部地区社会融资规模变化1个单位,GDP变动0.18个单位,而东部地区则只有0.14。这说明西部地区金融市场相对不发达,实体经济对社会融资规模的依赖程度较高;而东部地区企业效益相对好、生产效率相对高,自有资金较为充足,资金来源渠道较多。

三是加快资本市场和投资银行业务发展。当前经济处于重大结构调整阶段,很多传统产业已经达到顶峰,下滑具有趋势性、长期性和不可逆性。即使如此,由于国有企业具有政府隐性担保等,市场机制作用不灵敏。行业自身认识不清,再加上现代化金融服务跟进慢,行业兼并重组进展缓慢。为服务实体经济升级和自身经营发展,传统金融机构走投行化之路几乎已成共识。这就需要相关政府部门加快资本市场发展,放松和完善传统金融机构从事投行业务的管制。

四是2015年我国社会融资规模和相关政策走势判断。首先,全面非对称降息还应继续。这是因为,经济增长乏力需要降低融资成本,大宗商品价格和由此引起的国内CPI走低为降息腾出空间;现实中银行在利率市场化背景下竞争加剧,已经通过不同方式在主动降息苗头。之所以仍非对称降息,是因为总体上看金融业盈利能力仍强于实体经济,而且适当渐进降低银行利差水平,将有助于增强利率市场化改革背景下的银行生存能力。其次,还应降准1个百分点左右。在存款准备金率偏高情况下,2月初的降准对流动性提升经济的实质意义有限,外汇占款减少要求央行拓宽货币发行渠道。再次,银行监管政策应适当放松,在传统产业下行、资产质量恶化情况下,存贷比等银行监管将会适当放松。最后,在金融脱媒和利率市场化大背景下,股票和债券市场发展应进一步提速,占社会融资比重可进一步提高至18%左右。综合判断,2015年社会融资规模将超过17.5万亿元,占GDP比重稳定在25.5%左右。

## 通缩时期也能创造增长红利

□

中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

近两年来,伴随着我国经济增速逐级下行,物价总水平也同样出现持续下行。今年1月份CPI跌破1%,仅为0.8%,PPI更是连续35个月负增长,通缩正在成为我国宏观经济运行中的一个突出特征。然而,必须指出的是,我们必须明确区分这种通缩到底是供给驱动还是需求驱动?到底是“好通缩”还是“坏通缩”?这是科学研判我国宏观经济形势以及未来走向的关键。

数据显示,1月份CPI还要较去年12月份CPI回落0.7个百分点,但即便扣除春节因素,CPI环比增速仍然为负。而上游领域中,PPI已经连续35个月负增长。为了对冲价格总水平下行和经济下行压力,央行已经在去年和今年连续“降息、降准”,但仍未能有效缓解通缩压力。

事实上,当前的中国的通缩既有供给端因素、也有需求端因素;既有周期性因素,也有结构性因素;既有“坏通缩”,但也有“好通缩”,相比以往都要更为复杂。上世纪90年代以来,伴随经济增速的起伏,中国先后出现过四轮较长时间的PPI下行情况,分别是:1997年6月至1999年12月、2001年4月至2002年11月、2008年12月至2009年11月和2012年3月至今。每一轮PPI的较长时间下行都对应

升值周期与大宗商品价格明显形成负相关关系。美联储货币政策回归正常的过程中,美元升值效应将通过“进口—购进价格—PPI—CPI”的渠道影响价格总水平,从而可能会加剧未来一段时间的通缩压力。事实上,在1980—1985年和1995—2001年的两轮美元升值周期中,也出现过类似的情形,即同样是经济从萎缩逐渐恢复,进入重新增长区间,利率周期也步入加息周期,同时美元、美债收益率双双回升,通货紧缩持续较长时间。

第三,本轮通缩具有明显的混合性特征。一方面,从需求侧看,有效需求不足是当前导致价格总水平持续下行的重要原因。不论从GDP增速、CPI水平、投资规模、发电用电量、外贸活跃度等实体经济指标,或是货币供应量、社会融资量、利率水平等金融指标,还是

PMI、消费者信心指数等先行指标来看,我国宏观经济都处在“双去(去产能、去杠杆)叠加”、“三低(低增长、低通胀、低利率)并存”的状态。数据显示,当前我国制造业投资中占比最大的9个主要行业投资的累计增速均不同程度地下滑,其中,汽车制造业、电气机械及器材制造业、计算机通信设备和其他电子设备制造业、农副食品加工业投资增速的降幅都较大,显示出需求下降对制造业投资的影响较大,预计制造业投资短期内弱势难改。

从供给侧看,这种价格下降也与外部的

供给冲击有密切关系,这是我们区分价格通缩和成本通缩的本质差异。近些年,随着美国“能源独立”战略的有效推进,以及“页岩气革命”溢出效应的重大影响,石油的供给冲击直接导致国际油价的大幅暴跌。我国是石油净进口大国,2014年石油进口占到GDP的2.4%,本次国际原油价格自去年7月以来下跌幅度已经超过了50%,石油价格的下跌带来进口成本下降和“上游”价格的下跌。根据中金公司测算,国际油价下跌40%,我国全年石油进口少支出920亿美元。供给曲线就相当于边际成本曲线,这种来自于供给侧的改善,降低了国民经济的生产总值,并进一步推动物价总水平下降,这种通货紧缩的出现是良性的,从一定程度上反而提升了国民经济对“通缩”的承受力。

笔者认为,在“通缩时期”同样能够创造增长红利。一方面,企业应进一步通过包括研发技术创新、生产率提高,以及进口商品价格大幅下降导致的贸易条件改善等方式加速市场出清,实现产业的优胜劣汰和转型升级。另一方面,“通缩时期”恰恰是改革的机遇期。比如,通过金融、财税、国企等重点领域市场化改革,不仅大大降低总成本和生产成本的下降,也极大提升了政府管理效率,对总供给形成扩张性作用。中长期而言,则有利于经济竞争力和增长质量的提高。

□

中国国际经济交流中心副研究员 张茉楠

近两年来,伴随着我国经济增速逐级下行,物价总水平也同样出现持续下行。今年1月份CPI跌破1%,仅为0.8%,PPI更是连续35个月负增长,通缩正在成为我国宏观经济运行中的一个突出特征。然而,必须指出的是,我们必须明确区分这种通缩到底是供给驱动还是需求驱动?到底是“好通缩”还是“坏通缩”?这是科学研判我国宏观经济形势以及未来走向的关键。

数据显示,1月份CPI还要较去年12月份CPI回落0.7个百分点,但即便扣除春节因素,CPI环比增速仍然为负。而上游领域中,PPI已经连续35个月负增长。为了对冲价格总水平下行和经济下行压力,央行已经在去年和今年连续“降息、降准”,但仍未能有效缓解通缩压力。

事实上,当前的中国的通缩既有供给端因素、也有需求端因素;既有周期性因素,也有结构性因素;既有“坏通缩”,但也有“好通缩”,相比以往都要更为复杂。上世纪90年代以来,伴随经济增速的起伏,中国先后出现过四轮较长时间的PPI下行情况,分别是:1997年6月至1999年12月、2001年4月至2002年11月、2008年12月至2009年11月和2012年3月至今。每一轮PPI的较长时间下行都对应