

北京大学国家发展研究院副院长黄益平：

提高金融效率 加强数字普惠金融工具创新

提高金融效率支持经济增长

中国证券报：改善居民收入分配，金融改革应从哪些方面发力？

黄益平：改善居民收入分配，金融的作用主要集中在市场主导的初次分配环节，具体而言，金融可以从三个方面发力。

第一，通过进一步金融改革与创新，提高金融效率，支持经济增长。在高速增长的经济中，收入分配不平等的问题更加容易得到解决。发展中国家有一条普遍的经验，即经济增长是最好的反贫困手段。只有蛋糕在不断地做大，更为平等的分配也就比较容易实现。当前，我国经济发展已经进入了新的阶段，经济增长模式也从要素投入型转向了创新驱动型，但金融体系在支持经济创新方面还需进一步发力。因此，金融体系需要不断改革与创新实现转型，包括发展多层次的资本市场、创新商业银行的业务模式等，更好地支持经济创新，实现经济的可持续增长。

第二，通过进一步推进金融市场化改革，实现金融资源的市场化定价，增加居民的财产性收入。我国拥有一个规模庞大的金融体系，但居民资产的很大比例是房地产，金融资产也集中在银行存款，回报较低。这就造成企业投资回报高、金融投资回报低的现象，大量的投资回报集中在企业股东与高管手中。这一点在大科技企业、平台公司表现得尤其突出，而普通老百姓的财产性收入较少，也在一定程度上加剧了收入分配的不平等。如果进一步推进利率市场化的进程，银行的存款利率可能会有所提高，这样就可以增加存款人的收入。但更重要的是，我国的资本市场需要进一步的扩容、提质，这不仅能使企业的融资渠道更多样化，也能为居民提供更为稳健的投资渠道，直接提升投资收入。随着我国人口老龄化程度的不断加深，财产性收入将成为居民收入的重要组成部分。

第三，发展普惠金融，改善中小企业、低收入人群以及“三农”的经营环境与生活条件。普惠金融发展是一个世界性的挑战。在一些发达经济体中，大概有一半的中小微企业可以获得外部融资，在我国这个比例相对较低。因此，不断缓解中小微企业“融资难”问题，有利于提高大部分城镇就业人口的收入，从而改善收入分配状况。而应对中小微企业融资难问题，可以主要从以下两个方面入手：一是解决“获客难”的问题，金融机构找到需要融资的中小微企业，既可以通过传统的渠道如社区网络，也可以通过新型的渠道如大科技平台。二是解决“风控难”的问题，中小微企业既缺乏足够的财务数据，也没有很多的抵押资产，信用风险评估需要更多地依靠非传统手段，比如关系型贷款中的软信息和大科技信贷中的大数据。

金融资源配置应做到竞争中性

中国证券报：在更好服务实体经济方面，金融政策应发挥哪些作用？

黄益平：我国的金融体系还处于转型、发展的过程中，在促进共同富裕的大背景下，金融政策可以从以下方面发力：一是通



北京大学国家发展研究院副院长黄益平日前接受中国证券报记者专访时表示，改善居民收入分配，金融的作用主要集中在初次分配。一是通过进一步的金融改革与创新，提高金融效率，支持经济增长。二是通过进一步推进金融市场化改革，实现金融资源的市场化定价，增加居民的财产性收入。三是发展普惠金融，改善中小企业、低收入人群以及“三农”的经营环境与生活条件。

● 本报记者 焦源源



视觉中国图片 制图/王春燕

过支持金融创新更好地服务实体经济。随着经济增长模式从要素投入型转向创新驱动型，金融体系也应随之调整，包括发展资本市场、改变银行的业务模式以及创新数字金融工具。

二是进一步推进金融市场化改革，民营企业已经成为经济创新的主力，金融资源的配置应尽量做到竞争中性。更重要的是，银行对中小微企业贷款要尽量做到市场化风险定价，而不要行政性地压低贷款利率。

三是逐步完善金融监管框架，取代过去单纯依靠政府兜底的做法，更好地保持金融稳定。

四是有序、稳步地推进金融开放，加快金融服务业的开放，增加人民币汇率的弹性，逐步放开资本项目，并不断提高人民币国际化的程度。

助力普惠金融发展

中国证券报：助力普惠金融发展，在金融工具创新方面，你有哪些建议？

黄益平：金融工具创新应重点关注普惠金融，特别是数字普惠金融发展。我国的普惠金融发展在“十三五”期间取得了很大进展，最重要的突破发生在数字普惠金融领域，特别是移动支付与大科技信贷。移动支付的普及，不仅使绝大部分老百姓拥有了十分便利的支付工具，同时通过与网络世界的链接，增加了许多新的机会。比如，一些农民在使用移动支付工具之后，开始从事与外部市场相关的生产与经营活动，收入水平也得到了提高。另外，移动支付工具也可以增强消费平滑的功能，帮助家庭更加平稳地度过外部冲击影响。同样，一些新型互联网银行利用大科技平台的长尾效应快速、海量地获客，同时利用平台上的大数据进行信用风险评

估，为大量从未获得过银行贷款的小微企业提供信贷服务。

未来的数字普惠金融工具创新可能会集中在数字供应链金融、智能投顾和数字保险等方面。数字供应链金融利用供应链关系，整合产品流、资金流、信息流，通过控货、验真和大数据分析等手段，向供应链上的中小企业提供融资服务。与大科技信贷相比，这样的贷款既直接服务了实体经济中的企业，风控的可靠性可以得到提升，同时还可以提高贷款的规模。如果说大科技信贷和数字供应链金融主要解决中小微企业“融资难”的问题，智能投顾将解决普通老百姓“投资难”的问题，投顾机构通过利用大数据和人工智能，深入、全面地了解客户的经济条件、风险偏好等，提供相应的综合性投资顾问服务。

中国证券报：支持创新活动，资本市场应扮演什么样的角色？

黄益平：一是利用资本市场更好地支持经济创新。国际经验表明，与商业银行等间接融资渠道相比，资本市场更加有利于支持创新活动。因此，资本市场往往是领先型国家的标配，而商业银行则更适合赶超型经济。我国经济即将近过高收入经济体的门槛，创新的重要性已经日益提升，目前应当大力发展多层次的资本市场，提高直接融资比重。发展资本市场的一个重要目的是支持创新型企业，支持经济增长。

二是利用资本市场支持中小企业融资。通常而言，企业到资本市场融资的门槛要远远高于到银行融资，所以，创新型企业特别是创新型中小企业上市并不容易。但北京证券交易所的成立，将改变这一格局。北交所需要积极地创新市场制度与市场实践，除了实行注册制，也可以主动利用大数据分析等手段，降低上市中小企业的信息不对称程度，增加市场与投资者对这些企业的了解。

货币调控 稳健基调不会动摇

● 国元证券研究所总量负责人 杨为敦
国元证券资深分析师 孟子君

 今年以来，国际大宗商品价格上涨、电力煤炭供不应求、局部疫情多次反复等因素对经济潜在增长形成扰动。在稳增长背景下，央行货币调控如何调整成为市场关注焦点。笔者认为，后续货币调控的稳健基调不会动摇，边际上更有可能在量上略微收紧。

今年货币投放速度偏低

 今年的货币投放速度实际是偏低的。首先，利率稳定在相对较低的位置，给市场造成了货币宽松的错觉。从最新的超储率去倒推货币调控的话，超储率已回到2017年的低位。因此，货币投放速度比疫情之前要低。有部分货币在资金拆借市场中循环，导致资金利率长时间稳定在相对较低位置，造成了市场认为货币调控偏宽松的错觉。

其次，今年实体层面的“吸水性”在变弱。一是地产行业的“三条红线”与贷款集中度管理制度在一定程度上触发了地产的主动去杠杆；二是在专项债穿透式考核和相关文件出台背景下，对于显性债务及隐性债务来说，政府债务的扩张较困难，地方政府支出完成预算的进度偏慢；三是教育、医美、游戏等新锐消费行业也受到一定影响，使其他消费行业的资本开支意愿有所下降。此外，下半年以来，能耗双控政策的出台导致钢材、有色金属及焦炭这类资源型产品产量出现了减少。

综合而言，在经济结构转型过程中，部分资金不愿意进入旧的经济支柱，引发了一定程度的流动性堰塞湖效应。尤其是，部分资金在拆借市场中循环，压低了债券市场收益率。

明年经济大概率边际企稳

 明年经济基本面大概率会边际企稳。首先，当前政策为基本面企稳提供了支撑。政策回暖，房地产市场合理资金需求得到满足。同时，财政支出的增长差也在持续收敛，中央财政支出已出现幅度不小的加速，对地方财政的后续支出形成带动作用。此外，近期已陆续出台的政策也更加强调避免“一刀切”停产限产或“运动式”减碳，政策纠偏开始显现。

其次，制造业投资与出口也为明年经济提供了修复动力。制造业的资产回报率又回到了2017年的高位，且远远高于资金成本，因此制造业有继续进行资本开支的动力。从结构上看，今年以来，支撑制造业向上的动力其实是高技术制造业和战略性新兴产业，是政策支持的行业。此外，当前出口的超预期是全球经济的复苏推动的。而从全球短端加权利率对全球景气度的带动规律看，明年海外经济存在韧性。因此，笔者预计明年出口不会比预期的弱。

货币调控难言宽松

 货币调控难言宽松，边际上更可能略微收紧。经济企稳下货币环境宽松的理由是不充分的。当前宏观经济存在下行压力，并非由货币造成的，资金利率现在处于偏低位置，且如果去将资金利率和宏观增长相互匹配的话，资金利率比宏观增长的位置要更低。这代表着货币调控如果进一步宽松的话，对经济增长的效用可能是有限的。

接下来，货币调控的目标可能是寻求跨境资金的平衡。当前部分经济体的货币政策在紧缩或即将紧缩的路上，如果拿我国的收益率与各个发达国家做对比，其实我国收益率相对外围的收益率是偏低的。

当前需要关注的是跨境资本问题，如果我国的货币环境相对宽松，其在利率平价上，不利于吸引外部资本。这个压力已经隐隐显现。经济基本面稳定后，适度用货币调控温和调高自身的利率水平，是比较有利的做法。

 种种迹象表明，明年的宏观增长可能处于一个类复苏之中，这导致货币环境宽松的可能性较低。如果宏观增长变得更加稳定，且消费品价格有所上升，这个组合比起今年的环境更容易使货币环境收缩，明年的流动性投放速度至少不会比今年更高。当然，介于当前存在一定的经济下行压力，信号性强的紧缩政策（譬如加息）不会在明年推出，但从量上看，货币调控可能在一个稳定或略为减速的状态之内，资金利率也会出现温和上升。

独立董事需要担责确权

● 南开大学金融发展研究院院长 田利辉

 近日，“康美药业案”一审判决，5名时任独立董事被罚超亿元连带赔偿责任，引发对于独董权责是否一致的大讨论。独立董事是投资者保护的重要践行者，也是公司董事会机制不可或缺的一页。然而，我国上市公司部分独立董事一度“花瓶化”“橡皮图章化”。这次康美药业独董追责既可督促独董履责，更应确立独董权限。

应捍卫公众股东利益

 公司制意味责任有限，股东对于公司责任的承担直到其出资额为止。董事会是公司的经营决策机构。董事是具有实际权力和权威的管理公司事务的人员，是公司内部治理的主要力量，对内管理公司事务，对外代表公司进行经济活动。董事在办理公司业务时如有疏忽，必须就疏忽而引起的损害对公司负责。董事执行公司职务时违法违规给公司造成损失的，应当承担赔偿责任。

 上市公司在公众市场筹资，存在众多股东，具有公共利益，故而存在更为严苛的法律法规。我国明确要求，上市公司需要设立独立董事制度。这一制度设计目的在于防止控股股东及管理层的内部控制，损害公司整体利益。这就是说，独立董事应该成为公众股东利益的捍卫者。

维护公众利益，独立董事需要独立性和专业性。独立董事的独立性意味着独立董事不能在公司内部任职，不能依附于公司大股东，不能和公司经营管理者存在重要业务关系，能够对

于公司事务做出独立判断。独立董事的专业性意味着独立董事必须具备一定的公司治理专业素质和能力，能够凭自己的专业知识和经验对公司的董事和经理以及有关问题独立地做出判断和发表有价值的意见。合格的独立董事需要“既独又懂”。

 合格的独立董事是公众利益的捍卫者，是上市公司制度不可缺少的角色。

履职不足问题须改善

 独立董事角色重要，然而往往存在独立不足、能力不足、投入不足、信息不足等问题，成为上市公司控股股东或管理层的“橡皮图章”。

 我国不少民营上市公司存在一股独大的股权结构，不少国有上市公司存在内部人控制的问题。这意味着，独立董事的遴选过程往往是控股股东或管理层决定的，而非中小股东参与的。这样，控股股东、董事长或总经理的朋友们时常成为了独立董事。虽然相关部门对于任职资格、独董培训进行了较为详细的要求，但依然无法改变“独董不独”的严峻问题。

 同时，不少独董是社会名流，是符合相关部门要求的独董资格，但不少社会名流未必真正懂得经营和管理，也不具备必要的法律和财务专业知识。不少独董缺乏进行公司治理研究或实践的经历，对于公司运营知识有限，专业性不足，出现了部分“独董不懂”的问题。

 有些公司有幸遴选到了既是社会名流，又是治理专家的人士，能够独立专业地开展工作。但是，这些人员往往身兼数职，时间和精力难免有限。同时，我国多数公司的独董收入相对于这些人的机会成本而言，相对较少。这样，有些

“既独又懂”的人士投入时间严重不足，甚至对于公司的报送材料都懒得花时间阅读，仅是签字画图而已。

 少数公司拥有“既独又懂”的董事，而且这些独董还乐意投入时间，开展公司治理。然而，在具体工作中，独立董事和控股股东、管理层难免存在不同意见。这时，某些公司可能会认为这些独董干扰了运营，降低了效率，成为了麻烦制造者。有些内部人开始玩弄信息的游戏，只是给予这些独立董事经过精心遴选的片面信息。在信息不足的情况下，独立董事是难以做出正确判断的。

 这样，很多公司的独立董事只是公司合规要求的结果，是公司公众形象的点缀，成为了“花瓶”，并没有承担起对于公共利益保护的责任。无论源自独董自身还是上市公司，这一履职不足的问题必须改善。

建设权责对等的独董制度

 近期“康美药业案”判决时任独立董事的高额连带赔偿责任是依法办事。倘若市场能够正确看待，近期出现的独董辞职潮可能成为我国公司治理质量提升的有效契机。

 独董辞职是担心公司业务存在问题而形成对于独董个人的连带赔偿责任。这意味着，所辞职的公司或确实存在问题，或者所辞职的独董确实不知道公司的实际情况从而形成无端焦虑。倘若所辞职的公司存在公司治理问题，这次辞职事件或能给予市场和公众了解公司真实情况的机会。倘若所辞职的公司没有问题，但由于康美独董的重罚形成某些独董的焦虑，那么这恰恰是开展独董更替，获得“既独又懂”且能投