

# “双循环”重心转向下的金融结构调整： 内在逻辑与政策选择

凌永辉

**摘要：**“双循环”重心从国际循环转向国内循环以构建新发展格局，是高质量开启中国式现代化新征程下的主动性、创造性和战略性抉择，而金融作为现代经济的核心，其结构调整在这种循环重心转向中发挥了关键作用。对“双循环”重心转向国内循环下的金融结构调整内在逻辑的理论分析表明：在以国内循环为重心的新发展格局中，经济运行与资金流动的特定过程决定了金融结构调整需要从以金融抑制为主导转换到以金融深化为主导上来，有助于打破金融资金在金融体系内部空转的恶性循环。基于“双循环”重心转向下金融结构调整背后金融深化逻辑的理解，当前中国金融结构调整应重点解决好金融抑制程度较高、直接融资占比较低、金融开放与安全之间平衡等关键性问题。为此，需要从金融产业组织结构、金融主体结构、金融工具结构、金融业务结构、金融市场结构、金融融资结构、金融开放结构和金融监管结构等八个方面，探索“双循环”重心转向下金融结构调整的路径和政策选择。

**关键词：**“双循环”重心；金融结构调整；金融抑制；金融深化

**中图分类号：**F832.1   **文献标识码：**A   **文章编号：**1000—8691（2023）02—0082—09

## 一、引言及文献评述

改革开放以来，中国的产业分工和发展格局最重要的特点，是经济全球化下的“世界工厂”定位，即作为世界供给中心，以出口导向为主要战略推动工业化跨越式发展。特别是2001年加入WTO以后，这种“两头在外、大进大出”的发展格局更加突出。在这种发展格局下，经济运行的总体特征是：基于劳动资源丰富和资本短缺的要素禀赋条件，围绕出口导向战略而形成了一整套的产业发展体系，其微观组织形式主要是嵌入发达国家跨国公司主导的全球价值链进行国际代工，即大量引进资金和技术，并且进口先进生产设备、原材料等，在国内加工组装平台代工生产后再大量出口至国外。在这当中，资金流动过程主要围绕出口这一关键性变量而实现正反馈循环，呈现为一种始于出口又终于出口的循环过程<sup>①</sup>，从而拉动了中国经济过去持续几十年的高速增长。

在这种资金流动过程的背后，其实有着金融结构调整的深刻逻辑，即遵从金融抑制理论对金融活动

**基金项目：**本文是国家社会科学基金后期资助项目“资本形成、资本配置与产业结构调整研究”（项目号：20FGLB002）的阶段性成果。

**作者简介：**凌永辉，男，经济学博士，南京大学长江产业经济研究院助理研究员，主要从事经济全球化与中国产业发展研究。

<sup>①</sup> 刘志彪：《全球价值链视角下的发展格局：结构、循环与效应分析》，《中共中央党校（国家行政学院）学报》2022年第4期。

进行较多干预,如限制存贷款利率、控制金融机构、管制资本账户等<sup>①</sup>,以此支撑大量服务于出口导向型发展模式的产业政策。众所周知,由于中国的银行体系具有很强的政府主导性质,因而能够长期对存贷款基准利率实施管制政策,导致国内名义存贷款利率变化的幅度要远小于通货膨胀波动,这使得中国的真实利率具有逆周期性。<sup>②</sup>同时,在资本账户管制的条件下保障了货币政策独立性和汇率稳定性,从而大大降低出口企业承担的汇率风险。这其实是政府有目的地通过“有形之手”扭曲要素价格来解决外汇和资金短缺问题,以追求赶超型的非均衡增长。因此,在出口导向型发展格局下,金融抑制是在双轨制经济的有限条件下,“有为政府”弥补市场有效性不足而采取的“次优”选择。虽然这种扭曲的金融体系不可避免地存在降低资金配置效率的弊病,但从特定时期来看,这种选择符合以国际循环为重心的技术模仿与引进策略,对中国经济稳定和增长而言有着一定的合理性和必要性。

然而,2008年国际金融危机是中国经济发展格局演变的一个重要分水岭,表现为中国经济循环的重心逐步从国际循环转向国内循环,国内循环在经济发展中的作用开始显著上升。在此背景下,金融结构也需要做出适应性调整和优化,才能更好地服务“双循环”新发展格局下的中国实体经济高质量发展。过去几年中的金融乱象频发以及金融“泡沫化”等现象,本质上反映了对“双循环”重心转向下金融结构调整内在逻辑的偏离,导致金融结构适应性调整和优化动力不足。

自 Goldsmith 最早提出金融结构论以来<sup>③</sup>,关于金融结构与经济发展之间关系的争论从未停止。从现有文献来看,主要存在“银行主导论”“市场主导论”“最优金融结构论”“金融结构中论”四种观点。其中,“银行主导论”强调银行在投资项目搜集、贷款企业监督、跨期风险分担等方面的优势,因而更有利于经济发展<sup>④</sup>;“市场主导论”则强调金融市场的价格发现、创新激励、风险分散等功能优势,促进资源配置和经济发展<sup>⑤</sup>;“最优金融结构论”认为在不同的产业结构特征下,具有一个最优的金融结构与之相匹配,进而发挥金融促进经济发展的功能<sup>⑥</sup>;“金融结构中论”则认为金融体系对经济发展的职能主要体现在金融服务效率上,包括与其配套的法律制度等,而与金融结构无关<sup>⑦</sup>。

上述研究为进一步探索中国当前情境下金融结构调整等重大问题提供了较为丰富的成果借鉴。但值得注意的是,这些研究均忽略了宏观经济运行环境的重大转变,且缺乏对这种变化背后资金流动的

① R. I. Mckinnon, *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution Press, 1973. C. E. Bai, D. D. Li, Y. Qian, and Y. Wang, Anonymous Banking and Financial Repression: How does China's Reform Limit Government Predation without Reducing Its Revenue? *CPER Discussion Paper*, No.2221, 1999.

② 参见徐高:《宏观经济学二十五讲:中国视角》,北京:中国人民大学出版社,2019年。

③ 即一国金融工具和金融机构的相对规模、经营特征与方式,会随着经济发展而发生变迁,并表现出国别间差异。R. W. Goldsmith, *Financial Structure and Development*. New Haven: Yale University Press, 1969.

④ D. W. Diamond(1984). Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *The Review of Economic Studies*, 51(3), 393-414. A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen, and R. Levine(2011). Optimal Financial Structures and Development: The Evolving Importance of Banks and Markets. World Bank, Mimeo. 袁敏、秦佳良:《外贸依存度、银行主导融资与科技自立自强》,《科学学研究》2022年第8期。

⑤ J. Greenwood and B. D. Smith(1997). Financial Markets in Development, and the Development of Financial Markets. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 21(1), 145-181. R. Levine and S. Zervos(1998). Stock Markets, Banks, and Economic Growth. *American Economic Review*, 88(3), 537-558. J. R. Brown, G. Martinsson, and B. C. Petersen(2017). Stock Markets, Credit Markets, and Technology-led Growth. *Journal of Financial Intermediation*, 32(10), 45-59. 张怀文、张秀全:《金融结构市场化推升了系统性金融风险吗——基于国际对比的实证研究》,《经济学家》2022年第6期。

⑥ 林毅夫、孙希芳、姜烨:《经济发展中的最优金融结构理论初探》,《经济研究》2009年第8期。A. Demirgüç-Kunt, E. Feyen, and R. Levine(2013). The Evolving Importance of Banks and Securities Markets. *The World Bank Economic Review*, 27(3), 476-490. 王文倩、张羽:《金融结构、产业结构升级和经济增长——基于不同特征的技术进步视角》,《经济学家》2022年第2期。

⑦ R. L. Porta, F. Lopez-De-Silanes, A. Shleifer, R. W. Vishny(1998). Law and Finance. *Journal of Political Economy*, 106(6), 1113-1155. R. Levine(2002). Bank-based or Market-based Financial Systems: Which is Better. *Journal of Financial Intermediation*, 11(4), 398-428. 王竹泉、王苑琢、王舒慧:《中国实体经济资金效率与财务风险真实水平透析——金融服务实体经济效率和水平不高的症结何在?》,《管理世界》2019年第2期。

一致性逻辑的关注。由此进一步引出的现实问题是，考虑到新发展格局下的经济循环重心转向，金融结构究竟需要如何进行调整才能更好地适应国内国际产业分工和发展格局的重大变化？已有文献中有关金融结构调整的争论在很大程度上是一种表面上的冲突，其底层实际上有着一致的逻辑线索。特别是在中国经济转型背景下，清晰地显现为金融抑制与金融深化两种作用力相互交织共同演化并产生资金流动和经济运行的特定过程，因而当“双循环”重心发生转向时，两种作用力的主次地位也需实现适应性转变，才能为居民财富管理、企业融资需求、重大风险防范化解等提供更好的保障、支持和服务，才能探索出高质量开启中国式现代化新征程的有效路径。由此，本文从分析“双循环”重心转向下金融结构调整的内在逻辑与政策选择中所得到的有关研究发现，应该能为上述现实问题的解答以及其中的前沿研究领域增加重要证据，也有助于对加快构建新发展格局下中国现代金融体系建设的认识和实践，提供新的切入点。

## 二、“双循环”重心转向下金融结构调整的内在逻辑

加快构建“双循环”新发展格局是中国适应全球政治经济变化的一种偏于主动性的发展战略调整，其主要内容是要将利用西方市场的客场全球化战略转变为利用本国内需的主场全球化战略。显然，“双循环”重心从国际循环转向国内循环，这有利于更好地利用内需联通国内市场和国际市场，通过增加对产业部门高级生产要素的投入，增加知识资本、人力资本、技术资本密集的高级生产者服务的投入，把全球价值链转化为具有促进产业升级功能的全球创新链。金融结构调整应瞄准这种新趋势下的发展要求，提高与实体经济结构的匹配水平，既能支持供给侧结构性改革，又能有效激发国内市场需求，做到供给体系、需求体系与金融体系互动协同，从而支持国民经济循环体系由外向内迁移，逐步实现以内需为主、内需带动外需、内部产业链和外部产业链相互促进的内生创新发展。

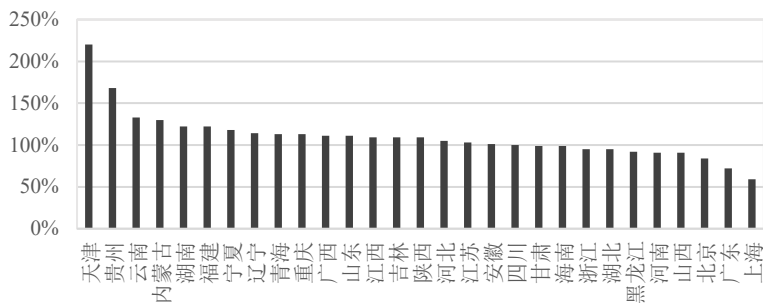


图1 2020年底中国主要省份的全口径债务率

资料来源：作者根据张明和孔大鹏提供的数据绘制<sup>①</sup>，其中，部分地区由于数据缺失而未统计，全口径债务率等于地方显性债务加隐性债务所得之和与地方综合财力的比值。

随着“双循环”重心从国际循环转向国内循环，过去的经济运行和资金流动循环过程难以持续，而且还可能带来较大的宏观经济风险。譬如，伴随国外发达经济体增长持续疲软，中国的出口就可能出现下降甚至停滞，导致国内市场信用紧缩以及房地产市场不景气，进而引起相关产业的连锁性衰退和国内投资环境恶化<sup>②</sup>，这又反过来不利于全球价值链升级和出口贸易发展。其中，一些被经济繁荣所掩盖的资金问题也会进一步暴露，如地方政府融资平台的显性或隐性债务高垒而导致违约风险。如图1所示，截至2020年底，中国绝大部分省份的全口径债务率都逼近或超过了100%的整体风险警戒线，大大推高了中国经济的宏观杠杆率。化解上述宏观风险，关键还在于顺应经济循环重心转向的深刻变化，加快推动高质量发展、扩大内需和产业结构升级。从学理上讲，宏观杠杆率可以按公式“ $\text{负债}/\text{GDP}=\text{负债}/$

① 张明、孔大鹏：《中国地方政府债务：特征事实、潜在风险与化解策略》，《辽宁大学学报（哲学社会科学版）》2021年第4期。

② 刘志彪：《全球价值链视角下的发展格局：结构、循环与效应分析》。



资产 × 资产 / GDP”表示为企业资产负债率与资本产出比的乘积。无论是高质量发展，还是扩大内需，抑或产业结构升级，都有利于现代生产性服务业、高端制造业等代表的新经济发展，而这些产业都是轻资产高产出的产业，对企业资产负债率和资本产出比的降低均有着不容忽视的积极作用。

在当前以国内循环为重心的新发展格局中，经济运行特征和资金流动过程发生了根本性变化。首先从经济运行特征来看，经济增长的主要市场依托转变为国内市场，投资、生产乃至进口也不再简单地满足出口需要，而是为了更好地满足人民对美好生活的向往，因此消费将成为国内经济运行的主导性变量，并且呈现多样化、多层次、多方面的特点。这实际上是由新的双循环格局下国内要素禀赋变化和全球价值链调整共同决定的。近年来，中国劳动力资源占全球比重已持续降至 20% 左右，资本形成总额占全球比重高达 26% 左右，研发投入也升至 21% 左右<sup>①</sup>；同时，全球价值链在全球化逆流冲击下呈现纵向分工收缩、横向分工区域化集聚的调整趋势，超大规模内需越来越成为中国参与国际合作和竞争的新比较优势<sup>②</sup>。因此，当前及未来一段时期，中国国内市场主导经济循环的特征会更加明显，高质量发展越来越深入，经济增长的内需潜力不断释放。<sup>③</sup>

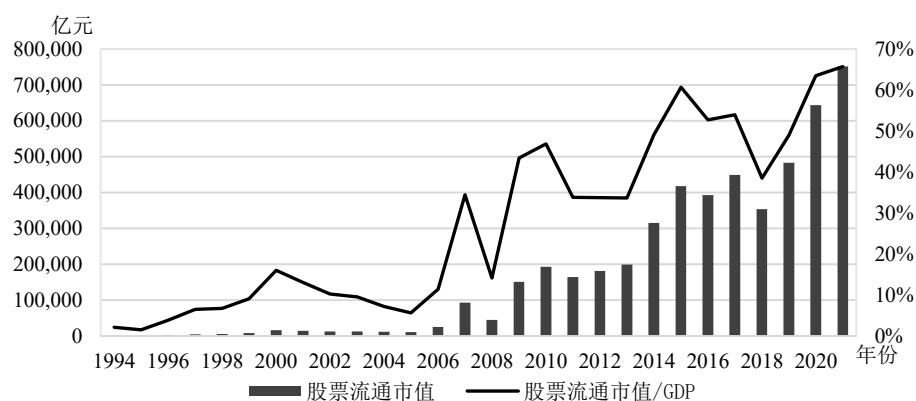


图2 中国股票流通市值及其占GDP比重变化

资料来源：作者根据 Wind 数据库相关数据绘制。

其次从资金流动过程来看，由内需规模增加引起的国内信用扩张，将主要投入到国内实体企业的扩大再生产当中，而且由于外汇收支也基本不再需要保持庞大规模的盈余，因此可以将外汇用在利用国外技术资本、人力资本、知识资本以及自然资源等方面<sup>④</sup>，从而进一步优化国内要素禀赋结构，以支撑和促进实体经济的创新发展。在这个资金循环当中，不需要把房地产市场作为承担货币资金的“蓄水池”，而应该将多层次资本市场建设成为新的货币“蓄水池”。事实证明，发达的资本市场不仅能够促进经济的长期增长，而且还能推动资本积累和生产力进步。<sup>⑤</sup>图2是中国自1994年以来股票流通市值占GDP比重的变化情况。从中可以看出，尽管中国资本市场规模受金融危机、股市危机等影响而经历过若干次大幅调整，但期间整体经济证券化程度是呈现波动上升的，并在2015年首次突破50%，达到了61%的水平。随后，尽管在2018年股票流通市值再次经历回落，经济证券化程度一度降至35%左右，但伴随着国家多层次资本市场建设目标的推进，经济证券化程度仍然随着直接融资市场的不断发展而获得提升，经济证券化程度在2020年重新回到60%以上并得以保持，股票流通总市值也达到了75.16万亿元。国外发达国家的经验也表明，资本市场的繁荣对于本土“隐性冠军”企业、“链主”企业的不断涌现具有极其重要的作用，有利于促进国内产品供给质量和水平显著提高，这又会反过来促进国内市场需求

① 江小涓、孟丽君：《内循环为主、外循环赋能与更高水平双循环——国际经验与中国实践》，《管理世界》2021年第1期。

② 凌永辉、刘志彪：《横向竞争视角下全球价值链治理结构变动及产业升级》，《江西社会科学》2021年第2期。

③ 参见习近平总书记2020年10月29日在党的十九届五中全会第二次全体会议上的讲话，《新发展阶段贯彻新发展理念必然要求构建新发展格局》，[http://www.qstheory.cn/dukan/qs/2022-08/31/c\\_1128960034.htm](http://www.qstheory.cn/dukan/qs/2022-08/31/c_1128960034.htm)。

④ 刘志彪：《全球价值链视角下的发展格局：结构、循环与效应分析》。

⑤ 吴晓求、方明浩：《中国资本市场30年：探索与变革》，《财贸经济》2021年第4期。

增加。

在这种以国内循环为重心的“双循环”格局中，过去那种以金融抑制为主的金融结构调整逻辑已经越来越不能适应推动高质量发展的新要求，并且表现出多重的错配效应。比如，信贷市场中的贷款期限以短期贷款为主，民营企业以及中小微企业贷款成本较高和贷款渠道受限，资本市场进入和退出功能不对称，投资功能、融资功能和财富再分配功能不协调，风险基金和天使基金的股权融资也异化为债权融资等。<sup>①</sup>这些都很难与高质量发展所要求的高风险创新活动相匹配，而这些经济活动无不内含了较长期贷款融资需求增加、市场不确定性提高、融资渠道多元化的特征。这就意味着，作为底层逻辑的金融结构需要调整，而调整的思路就在于应由金融抑制为主导转换到金融深化为主导上来，以推动金融体制改革，加快形成服务实体经济本源的现代金融体系。从理论上讲，金融深化有助于打破金融资金在金融体系内部空转的恶性循环，与以国内循环为重心下的内需驱动型新发展格局具有高度契合的逻辑一致性。

一方面，金融深化下的利率市场化等机制将释放被锁定在房地产及相关产业的国内消费潜力<sup>②</sup>，并通过国内市场需求与供给结构进行传递，进一步影响微观实体企业的盈利模式和产业结构变迁，使得中国产业结构突破创新机会较少、附加值较低的全球价值链“低端锁定”<sup>③</sup>，从而增强实体产业部门的全要素生产率和内生增长动力。另一方面，金融深化通过抑制政府“有形之手”对金融市场融资流动的干预，有效防范影子银行、钱荒、股灾等金融乱象的发生和蔓延，进而降低制造业部门真实贷款成本，促进其再投资、创新研发的能力和动力。这会带来全社会劳动生产率以及全要素生产率的持续稳定提升，而在劳动者工资收入增长取决于劳动生产率增长，企业价值创造能力取决于全要素生产率增长的既定规律下<sup>④</sup>，金融深化最终将大幅提升国内劳动者工资收入和扩大中等收入群体，对内需驱动型新发展格局的形成和强化产生极大的推动作用。

实际上，以金融深化为主导的金融结构调整逻辑，可以从供给与需求两个方面进行具体理解：一是在供给方面内在地蕴含了深化金融供给侧结构性改革的内容。中国以外源融资为主的金融结构，意味着金融部门的资金供给结构对实体经济部门的资产结构和经营运作结构都有着决定性的影响，由此也直接影响着实体经济部门资产结构调整和供给侧结构性调整。这就决定了实体经济部门要巩固已取得的供给侧结构性改革成果并将其推向深入，就必须遵循金融深化逻辑进而有效展开金融层面的供给侧结构性改革。特别是要加快推进金融结构从间接金融为主向直接金融与间接金融相协调的方向转变，以有效解决实体经济资金来源中的资本性资金和中长期债务性资金供给严重不足的问题。二是在总需求管理方式、总需求形成机制、总需求调控机制、供需结构匹配等需求方面进行有效的制度安排，合理引导消费、储蓄、投资等结构关系实现动态最优化。譬如，中国居民金融资产结构单一、预防性储蓄较高、房产占比偏高等现象，均反映出了居民家庭的财产配置存在严重的结构性缺陷，这些都是导致国内消费需求难以从“潜在”转化为“现实”的关键因素。在这种情形下，金融深化主导的结构调整可以优化财产配置结构，特别是加快提高居民的股票和投资基金等财产占比，不仅不会对其他诸如工资等收入来源造成挤占，还将促进企业增加直接融资，提高企业生产效益，这又会反过来促进居民财富收入的增加，进而大幅度提振内需。

### 三、“双循环”重心转向下金融结构调整的政策选择

如前所述，面对“双循环”转向，金融结构调整的内在逻辑需要从金融抑制为主导转换到金融深化为主导上来。基于对此逻辑的理解，当前中国的金融结构调整应重点解决好金融抑制程度较高、直接融

① 张杰：《中国金融体系偏向性发展的典型特征、错配效应与重构路径》，《探索与争鸣》2018年第1期。

② 郭念枝：《金融自由化与中国居民消费水平波动》，《经济学（季刊）》2018年第4期。

③ 凌永辉、刘志彪：《全球价值链发展悖论：研究进展、述评与化解》，《经济体制改革》2021年第3期。

④ 张杰：《中国金融体制改革的演进轨迹与取向观察》，《改革》2018年第5期。

资占比较低、金融开放与安全之间平衡等关键性问题。这是因为：第一，金融抑制程度较高不仅表现在官方利率长期远远低于市场利率，而且表现在国有金融机构的垄断地位和门槛准入方面。根据垄断经济学的基本理论，一旦行业形成垄断，那么其供给水平一定是低于市场最优水平的。这也是为什么许多企业，尤其是中小微企业“贷款难、融资贵”等老大难问题长期存在的重要原因。第二，中国直接融资占比在2008年之后长期稳定在30%—40%之间，总体上的资产证券化程度不高，资本市场内部存在结构失衡，难以发挥集聚资本、优化资本配置的功能。而且，随着近年来中国劳动适龄人口比重见顶后呈现持续下降趋势，银行主导的间接融资体系已越来越不能适应发展格局转变的新要求。第三，一直以来，学界存在一些高估对外开放风险而低估益处的观点。对此，应该充分认识到过去四十多年来，改革开放推动了整个金融体系的发展和进步的基本事实。当前中国金融发展并非是对对外开放过度，而是对外开放不足以及由此导致国际竞争力不足。当然，金融开放并不能一放了之，而是要在完善宏观审慎管理、加强金融监管、提高金融市场透明度前提下的稳步有序开放。为此，需要从以下8个方面，探索“双循环”重心转向下金融结构调整的路径和政策选择。

### （一）金融产业组织结构调整

从金融产业组织结构看，需要通过金融业改革打破金融市场结构垄断，以金融市场竞争为突破口，推动国内商品和要素市场竞争，从而促进各行各业实现高质量发展。由于实体经济本身就是一个纵横交错且持续循环的产业生态系统，金融要回归“本源”更好地服务实体经济，那么其内在组织结构也须是纵横交错且持续循环的生态系统。因此，国家相关的反垄断机构应明确银行业包括国有银行主体，银行利率的协商定价行为等，都适用于《中华人民共和国反垄断法》的管辖；推动《中华人民共和国反垄断法》的不断完善，加强相关法律对行政垄断的管辖，将实施行政垄断的行政主体作为管辖重点；对一些具体的反垄断和央行行使宏观调控职能之间可能出现的冲突问题，央行要在充分考虑市场决定机制的基础上进行宏观审慎管理。

### （二）金融主体结构调整

从金融主体结构看，需要加快推进银行业金融机构的协调发展，通过大型银行与中小银行协同发力，为实体经济提供广覆盖、差异化、高效率的金融服务。一是要引导大型银行差异化经营，主动向中小微企业让利，确保普惠金融政策红利有效传导至中小微企业。二是要支持中小银行通过多渠道补充资金，可考虑适当降低其发行优先股、可转债等准入门槛，引导基金、年金等长期投资参与银行增资扩股。三是要推进银行业金融机构的数字化转型升级，建立和优化客户数据平台，利用新技术提高普惠金融资源配置效率。四是考虑在中央政府主导下由地方政府成立专业的金融资源协调组织机构，促进金融资源现在市场基础上的区域间优化配置。五是要从中国金融业发展的实际出发，坚持多管齐下、协同发力，加紧培养国际化、科技化、产业化、复合型的金融人才。

### （三）金融工具结构调整

从金融工具结构看，需要积极引导资金增加对交通通讯、文化教育、卫生和社会保障、公共事业等项目投资，垫高居民消费的“护城河”，进而使储蓄比重自然降低，消费比重自然提高。也就是说，政府产业政策制定和实施，在控制固定资产投资总量的前提下，要逐步适当地降低对盈利性、竞争性的产业投资比重，增加对上述非盈利性的公共事业投资比重，从而实现从增长型政府到公共服务型政府的职能转换，增加教育、医疗、养老、公共卫生等社会保障优质供给，增加新时代人民的幸福感、获得感。同时，需要大力鼓励金融创新，拓展金融科技应用场景，借助科技进步提高金融机构管理水平、增进金融交易效率和优化金融组织结构。实际上，金融是典型的科技密集、信息密集和知识密集的行业，金融科技在一定程度上重塑了金融生态环境。譬如，电子货币、电子金融产品等具有交易对象工程化、交易方式电子化的特征，有助于打破传统金融工具运用的地域界限。



#### （四）金融业务结构调整

从金融业务结构看，一方面，需要转换信用扩张机制，把信贷扩张重点放在对现代服务业、高端制造业、新兴技术产业等代表新经济的重点领域资金支持上。政府可以设法考虑通过产业政策引导把一部分扩张的信用流向现代服务业、高端制造业、新兴技术产业等领域，在这些新经济重点领域进行适度超前的基础设施建设投资，通过产业链共振效应带动民间资本在这些领域进行投资，并且为其提供专门的投资便利和优惠政策。另一方面，需要强化资产管理功能，以满足内需驱动型的新发展格局下家庭居民对财富管理、实体企业对现金管理的需要。这就要求，一是信托机制能作为保障委托人权益的最基本机制，二是金融产品要形成从无风险到高风险的光谱序列以实现多元化的资产组合选择和调整，三是资金能够有效流入创造财富和价值的实体经济部门。<sup>①</sup>同时，为避免资产管理成为银行贷款的补充品，当前需要积极推进持牌制度、资产管理新规有效落地，加快引入国际先进的资产管理经验。

#### （五）金融市场结构调整

从金融市场结构看，需要加速发展多层次的资本市场，发挥资本市场促进产业转型升级的创新效应，增加居民财产性收入。研究表明，发达的资本市场能够通过增加实际财富收入、强化增收预期、改善企业绩效等方式，直接或间接地促进居民消费水平大幅提高，从而为以国内循环为重心的“双循环”新发展格局提供支撑。具体地，提高股票市场、债券市场等融资量在各项金融产品中的比重地位，优化主板、中小企业板和创业板市场在发行、定价和并购重组等方面的制度安排，从而有效满足各类企业的直接融资需求，特别是创新型、创业型企业融资需求。同时，要选择一些风险管理能力较强的区域性股权市场，开展制度和业务创新试点，加强区域性股权市场和全国性证券市场板块间的合作衔接。通过金融市场切入，促进全国统一大市场的加速形成。

#### （六）金融融资结构调整

从金融融资结构看，需要加大对中小企业融资需求的支持力度，增强市场主体信心和活力。在短期，可以利用再贷款、再贴现、贷款贴息及奖补等结构性货币工具，切实解决这些市场主体融资难融资贵问题。在中长期，可以学习国家开发银行支持城市化建设的经验和做法，设立全国统一的中小企业融资担保平台，以若干国有银行为主导对现有各地担保机构进行资产、业务和人员整合，建立由国务院直接领导的面对中小微企业融资担保机构；同时要建立全国性的中小企业贷款风险补偿制度，以分散全国统一的中小企业融资担保平台的担保风险，增强平台的担保能力及后续补偿资金的投入，保障平台运营的可持续性。此外，还需重点关注国内商业信用机制的短板问题。由于商业信用机制是建立在实体经济中的产业、技术、市场和信息关联基础上，具有内生性、高效率、风险分散等特点，是增加直接融资占比的前提，因而必须突破“金融是金融机构专有权”的观念约束、规范和完善票据市场、激活实体企业间的资金借贷机制。<sup>②</sup>

#### （七）金融开放结构调整

从金融开放结构看，需要加快推进金融业有序对外开放，支持国外企业“引进来”、国内企业“走出去”。中国金融改革开放的实践证明，金融业开放竞争是增强自身活力、保持健康发展的需要，也是更好服务实体经济的内在要求。近年来，中国金融业对外开放取得显著成就，特别是2018年以来，金融管理部门出台了多项开放措施（如“金融开放11条”），金融业开放取得了突破性进展。但不可否认的是，中国金融业对外开放还有待进一步扩大，促进金融大国向金融强国转变。具体可以在人民币国际化、债券市场互联互通、境外上市备案制度优化、大宗商品市场国际化进程等方面加快部署和推进。不过，金融开放是把“双刃剑”，面对国内经济下行压力和错综复杂的国际形势，中国在加大金融对外开放力度中，

① 王国刚：《优化金融供给结构 防范流动性风险》，《经济理论与经济管理》2020年第3期。

② 王国刚、罗煜：《论国内大循环中的实体经济横向金融系统》，《中国社会科学院大学学报》2022年第2期。

还要注意把握金融对外开放的次序。未来可以利用自由贸易试验区和自由贸易港的开放平台，在推进资本项目可兑换、扩大金融服务业对外开放、鼓励支持内外资金融机构开展离岸业务、创新支付方式等方面开展试点和探索。

#### （八）金融监管结构调整

从金融监管结构看，需要不断优化金融监管，守住金融风险安全底线。由于金融（不论是资本还是债务或是货币）已覆盖国民经济各个领域各个环节，牵涉实体企业、家庭居民、政府部门等各类经济主体的利益。如果要每项活动、每种产品、每个部门都纳入金融监管部门的直接管控中来，势必会产生顾此失彼的局面。为了避免金融监管陷入“一管就死，一死就放，一放就乱，一乱就管”的周期性怪圈，当前的金融监管体制应进一步深化改革，尽快建立和完善金融市场准入的负面清单制度，并且将金融监管重心从金融机构延伸到各类主体的金融活动，统一监管标准、流程、机制，但要防范其落入“一刀切”的监管误区。其中，可以构建“监管沙盒”机制，使金融监管对金融创新过程提供一定程度的保护和容错空间。此外，金融法律体系的不健全，会严重制约和影响金融发展和稳定。由于《中国人民银行法》《商业银行法》《证券法》及《保险法》等现有法律，基本上是以部门和行业监管为基础而确立的，已不能满足“双循环”重心转向下金融结构调整对金融稳定机制的要求。近年来，欧美发达经济体普遍出台专门立法，加强金融稳定制度建设（如美国《多德-弗兰克法案》、德国《金融稳定法》），中国也可考虑争取尽早出台金融稳定法<sup>①</sup>，以便更好应对未来各类金融风险挑战。

### 四、结 语

金融作为现代经济的核心，为中国经济持续几十年的高速增长提供了重要的支撑。回顾改革开放以来的中国金融发展历程，不难看出，金融结构调整一直以来都是为了配合经济改革的需求，采取政府推进和引导的渐进式市场化改革方式，逐步形成了以银行信用为基础、以存贷款为主体，且资本市场建设取得一定进展的金融体系。因此，随着“双循环”重心转向国内循环，金融结构调整也需要做出战略性调整，才能适应新发展格局下的发展要求。这不仅关系到金融服务实体经济“本源”功能的有效发挥，而且也会对中国经济高质量发展和中国式现代化的实现产生重要影响。

本文从理论上廓清了“双循环”重心从过去的国际循环到当前的国内循环这种重大战略转换过程中金融结构调整的内在逻辑和政策选择问题。主要研究结论是：第一，在以国际循环为重心的发展格局下，经济运行与资金流动的特定过程决定了金融结构调整需遵循金融抑制逻辑，从而实施一系列“次优”的制度安排；当转向以国内循环为重心时，金融结构调整逻辑应转换到以金融深化为主导上来，这有助于打破金融资金在金融体系内部空转的恶性循环。第二，遵循“双循环”重心转向下金融结构调整的内在逻辑，当前中国的金融结构调整应重点解决好金融抑制程度较高、直接融资占比较低、金融开放与安全之间平衡等关键性问题，因而与之相对应的金融结构调整路径和政策选择，则涵盖了金融产业组织结构调整、金融主体结构调整、金融工具结构调整、金融业务结构调整、金融市场结构调整、金融融资结构调整、金融开放结构调整和金融监管结构调整 8 个方面。

习近平总书记指出：“随着外部环境和我国发展所具有的要素禀赋的变化，市场和资源两头在外的国际大循环动能明显减弱，而我国内需潜力不断释放，国内大循环活力日益强劲，客观上有着此消彼长的态势。对这个客观现象，理论界进行了很多讨论，可以继续深化研究，并提出真知灼见。”<sup>②</sup> 本文从金融角度切入，对“双循环”重心转向下金融结构调整的内在逻辑和政策选择的理论分析，为更好地理解

① 值得注意的是，中国已于2022年4月6日发布了《中华人民共和国金融稳定法（草案征求意见稿）》，这为未来正式出台《金融稳定法》奠定了基础。

② 参见习近平总书记2020年8月24日在经济社会领域专家座谈会上的讲话，[http://www.qstheory.cn/yaowen/2020-08/25/c\\_1126408718.htm](http://www.qstheory.cn/yaowen/2020-08/25/c_1126408718.htm)。



和推进新发展格局下的现代金融体系建设提供了一种崭新的视角，是对新发展格局和金融结构理论研究的边际推进。但必须承认的是，“双循环”重心转向下的金融结构调整无疑是事关全局的系统性、深层次变革，是一篇富含经济理论和现实问题研究议题的大文章，仍然需要继续进行深入探索。

## Financial Structure Adjustment in the “Double Circulation” Focus Shift: Internal Logic and Policy Choice

LING Yong-hui

(Yangtze Industrial Economic Institute, Nanjing University, Nanjing, 210093)

**Abstract:** The “dual circulation” focus shift from international circulation to domestic circulation to build a new development pattern is the initiative, creative and strategic choice to start a new journey of Chinese-style modernization with high quality. As the core of the modern economy, adjusting financial structure plays a key role in the shift. The research on the intrinsic logic in adjusting the financial structure under the “dual circulation” shift shows that in the new development pattern which focuses on domestic circulation, the specific process of economic operation and capital flow determines the need for financial structural adjustment to shift from financial repression to financial deepening. It helps to break the vicious circle of financial funds idling in the financial system. Based on the understanding of the logic of financial deepening behind the adjustment of the financial structure in the “dual circulation” focus shift, China should focus on key issues such as the high degree of financial inhibition, the low proportion of direct financing, and the balance between financial openness and security. For this reason, we need to explore the path and policy choices for adjusting financial structure from eight aspects: financial industry organization structure, financial subject structure, financial instrument structure, financial business structure, financial market structure, financial financing structure, financial openness structure and financial supervision structure.

**Keywords:** “Dual Circulation” Focus, Adjustment of Financial Structure, Financial Repression, Financial Deepening

[ 责任编辑：张莺译 ]