

新华社上海11月18日电（上海证券报记者 李丹丹）中国人民银行17日在官方网站开设“央行研究”专栏，开篇文章是中国人民银行行长易纲今年在《经济研究》发表的论文《再论中国金融资产结构及政策含义》。

为何是“再论”？易纲曾于1996年和2008年，在《经济研究》分别刊发过《中国金融资产结构分析及政策含义》和《中国金融资产结构演进：1991—2007》。今年的这篇论文显然与前两篇一脉相承。细读这三篇跨度24年的论文，能够明显感受到中国金融资产结构的变迁。

改革开放以来，中国金融资产由单一的银行资产向市场化、多元化方向发展。《中国金融资产结构分析及政策含义》提到，1981—1995年累计发行国债4794.39亿元，国家投资债和投资公司债共313.98亿元，金融机构债1182.97亿元，企业债1738.3亿元，股票（A股面值）119.56亿元。这些金融工具的出现，为中国货币市场和资本市场的进一步发展奠定了基础。但是，中国金融资产的大部分仍是银行和金融机构的存贷款。

从直接融资的国际比较看，1993年中国股票市值占GDP的9%，债券市值占GDP的11%。而周边国家股票市值平均占GDP的148%，债券市值平均占GDP的30%。英、美、德、日四个发达国家的股票市值平均占GDP的75%，债券市值占GDP的74%。中国资本市场的发展不仅落后于发达国家，也远远落后于周边发展中国家。

金融资产结构不合理导致彼时国有企业行为扭曲、负债率高、风险增大等，这反映出发展资本市场的必要性和重要性。易纲建议，逐步开放资本市场，增加直接融资的比例是走向市场经济的必由之路。市场经济发展到这个阶段，有要求资本市场的内在动力。开放资本市场有风险，但不开放风险更大。他呼吁，要积极发展中国急需的用来直接融资的股票市场和债券市场，但不能操之过急。

而到了12年后的2008年，易纲撰写的《中国金融资产结构演进：1991—2007》显示，中国金融资产结构出现改善，直接融资情况发生了改观。到2007年底，股票、债券、保险准备金占国民总收入的比率分别为85%、38.7%、10%，原来落后的金融资产结构下存在的问题部分得到缓解。当然直接融资发展空间还很大。该文称，与发达国家相比，我国的直接融资水平还较低。2005年底，我国非金融机构部门的直接融资与间接融资比率为36%，而美国非金融机构部门的直接融资与间接融资比率高达157%。

随后，直接融资占比不升反降。易纲在2020年发表的《再论中国金融资产结构及政策含义》中分析了2008年至2018年中国金融资产结构。2018年末，包括股票和债券在内的证券资产与GDP之比为135.5%，较2007年末下降31.4个百分点。在1991年至2007年期间，中国直接融资占比总体呈现上升态势，其中股票市场的发展起到

了关键带动作用。2008年后，受内外部多种因素影响，股票融资占比下降。2018年末，股票市值与GDP之比为44.6%，较2007年末降低了75.5个百分点。

这就一定程度导致了在国际金融危机爆发以来的10多年里，中国金融资产的风险向银行部门集中，向债务融资集中。易纲指出，直接融资涉及非银行经济主体之间的直接交易，对法治和信用环境的要求更高。直接融资特别是股票融资增速较低，实体经济融资仍以间接融资和债务融资为主，导致银行贷款在各项融资之中的占比明显上升。风险向金融机构尤其是银行集中，容易扭曲激励约束机制，影响金融资源的配置效率，还会扭曲风险定价，导致金融资产总量过快膨胀和部分资产质量下降，放大金融风险。

易纲建议，发展直接融资根本上要靠改革开放。只有发展好直接融资尤其是股权融资，才能够减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。在推进改革方面，要加快推进证券发行注册制改革，提高资本市场的透明度，让投资者真正通过自我决策，在承担风险的同时相应获得投资收益。完善证券市场法律体系，健全金融特别法庭，完善信息披露制度。发展多层次股权融资市场，支持私募股权投资发展，让市场机制充分发挥作用，鼓励创新发展。在扩大开放方面，过去几年，推动实施了准入前国民待遇加负面清单制度，放宽并逐步取消了外资对境内金融机构控股比例限制，大幅度扩大了金融开放，这有利于引入国外先进的管理经验和做法，推动国内竞争和改革。

他指出，从国际上看，普通法系国家直接融资发展得要更好些，我国可以学习借鉴发展直接融资的经验。现在国内对财富管理、养老及健康保险等需求很大，有很大的市场潜力，这方面国外发展时间长、有比较成熟的经验，通过扩大开放，可以更好地促进国内相关产业加快发展，提供更好的金融服务。

政策研究是现代中央银行科学履职的重要基础工作。长期以来，人民银行一直践行“研究立行”理念，在决策中始终坚持“研究先行”，把研究工作作为科学决策的谋事之基和与公众沟通的重要途径。（完）