



# 供给侧改革的金融学视角

## A Financial Perspective of Supply Side Reform

赵建

**要** 深刻理解“金融供给侧改革”，首先需要理解一些基础知识和基本理念。从金融的本质来看，金融实质上不是目的而是工具，金融发展的最终目的应该是个人价值的提升和社会福利的改善，而不是为一些无效行为（比如寻租）提供便利工具。而金融对经济社会进步的促进，对个人价值和尊严的提升，本质上都是提高微观个体的资源配置自由度，这个与货币是相似的功能。只不过，货币给予的是要素空间交易的自由，而金融更多的是时间交易和跨期配置的自由。

先从重大历史叙事出发，介绍美国20世纪80年代里根供给侧革命中的另一个“国运”：金融资本主义。美元向全球输出，产业资本插上金融的翅膀在

全球“剪羊毛”（此处不是贬义词，也有积极意义），本质上是因为资本在时空上获得了更高阶的自由度。而金融学的三个分离定理，也为金融资本主义在理论上提供了逻辑。中国的金融供给侧改革，应该认识到金融在生产要素配置方面“时空自由”功能，通过金融工具解放要素所受到的生产关系束缚，构建更加有利于微观市场进行资源有效配置的金融体系，从财政和政策工具的行政干预及计划传统的路径依赖中释放出来，形成与大国金融相匹配的有助于中国长期经济“软着陆”或跨越“中等收入陷阱”的真正的金融资本。

因为中国实体经济的风险，通过多次政策对冲和逆周期调节，很大程度上被“再分配”到了金融体系。这是认识

作者系济南大学商学院教授，西泽研究院创始人、院长。



当前防风险攻坚战和金融供给侧改革的关键。

### 美国的供给侧革命与金融资本主义

众多的研究发现，20世纪70年代是美国历史上的一次分水岭。对美国人来说那是一个很艰难的时代，几乎是国运的最低谷：越战泥潭、石油危机、经济滞胀、冷战阴云等。然而金融史上最大的一个事件还是改变了坚持了近三十年的布雷顿森林体系，将美元脱离了黄金的附庸和桎梏。从此美元实现了自由，从此美国进入了金融资本主义时代。

20世纪80年代是美国的另一个开始。大家记住的一般是里根的供给侧革命，却忽略了在金融体系层面的另一场

革命。为什么叫里根经济学，因为里根通过右派的种种举措，将美国经济多年推入一个经典经济学理论认为不可能的“里根大循环”（索罗斯命名）：高增长率、强势货币、高赤字、高逆差。索罗斯对这一现象运用“反身性理论”进行了解释。实际上，在这个大循环中金融资本起到了很大的作用。那就是离岸美元进化成离岸金融资本，通过围绕美国构建一个开放的全球贸易和投资体系，实现更大范畴内的国民账户收支平衡（1986年美国历史上由净债权国变为净债务国，图1）。

由此可见，金融资本主义不是学者刻意的定义，的确是资本主义的一种更加高级的形态。具体体现为资本在虚拟化、证券化、标准化后，依托庞大的二级市场包

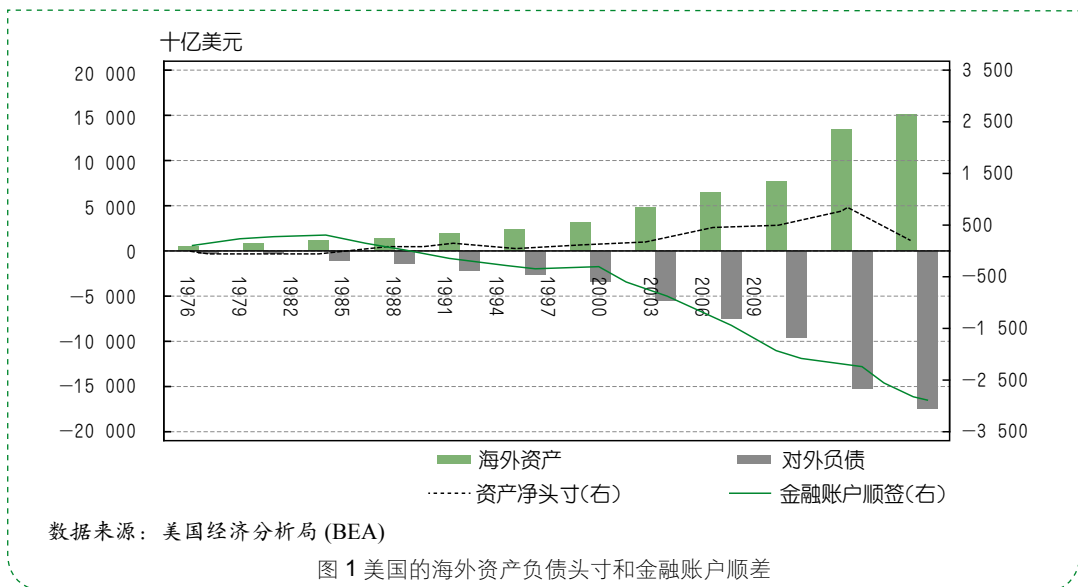


图1 美国的海外资产负债头寸和金融账户顺差

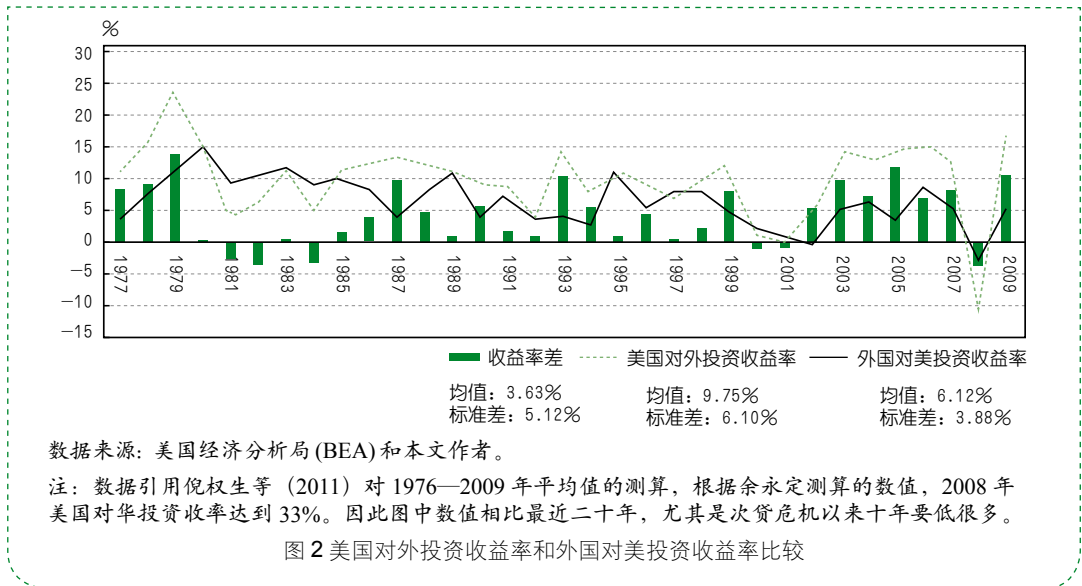


括场外市场和国际金融市场及交易清算系统，更好更快地在全球流动，不再拘泥于产业资本的本土固守，从而可以更便捷地从全球产业链中“攫取”剩余价值。当然这跟全球化也密切相关。产业资本借着全球化和美元脱离黄金约束后的金融自由，在全球寻找利润洼地，借着跨国公司和资本市场的金融工具，形成了一个庞大的经济帝国。

金融此时赋予了资本更大的时空自由，资本插上金融的翅膀就变得更加无所不能。如果说产业资本受到更多物质形态的束缚，那么金融资本则显得从容轻盈得多。尤其是金融市场体系的日益完善和发达，清算交易系统、法律

和财税制度、离岸账户和支付系统、高频数据库、标准化证券、二级和场外市场、衍生品市场、对冲基金等多元化机构……形成了一种类似热带雨林的生态系统，而且置于全球化背景之下，金融体系给予了生产要素自由流动更完善的基础设施，更大的舞台。

一个数据可能说明这个观点：近三十年来，美国向全球发行国债的平均利率可能不到4%，尤其是次贷危机以后联邦基准利率几乎接近0，然而机构预测美国对华投资的收益率却高达18%—20%，（见图2）。如此高接近两位数的利差，可以看作全球生产要素依赖美元金融资本所付出的“自由溢价”。



数据请参考经济观察报:《专家预测今年外储将达4.5万亿美元净收益仍负》。



### 三个分离定理与“无用之用”

在思想和理论层面，几乎与金融资本崛起同步，新古典金融学也开始复兴并占据主流。金融学的三个分离定理实际上就是为金融解放要素自由而证明，为金融资本光明正大地腾云驾雾提供了理论上的合法性。

#### 费雪分离定理

费雪分离定理，分离的是生产和消费，通过信贷市场的跨期配置，给予了企业家独立做生产决策的自由。如果没有金融市场、信贷市场，企业家的每一项生产性和资本性支出，都要受到其自身和家庭的消费预算约束。即使遇到好的投资项目，也因为受到消费预算的约束无法按照生产决策进行有效配置，使社会生产可能性曲线失去了一次向外扩展的机会。

因此，费雪分离定理，开创发展了信用市场、信用经济学的研究领域。

#### 两基金分离定理

两基金分离定理，分离的是资产组合和个人风险偏好，给予了基金经理自由。既然每一个组合都可以用无风险资产和切点组合（市场组合，类似大盘指数）来合成，那么基金经理就不必太关注投资者客户个人的风险偏好，只要在没有风险资产和市场切点组合中做个线性组合就行了。当前市场上的各类基金，包括众所周知的美国的共同基金，还有

各类FOF、MOM等，其理论基础就是两基金分离定理。所以，基金经理们应该感谢法玛和托宾，虽然估计大多数基金经理没有意识到这一点。

因此，两基金分离定理，开创发展了新古典金融学的资产组合理论。

#### 迪利安尼-莫顿定理

莫迪利安尼-莫顿定理，即MM定理，分离的是资本结构与公司价值，给予了公司财务主管自由。MM定理应该是典型的新古典金融学框架，简要的意思是公司究竟是选择债务融资还是股权融资（资本结构），对公司价值（债务价值+股权价值）是没有影响的，因为市场会自行消化其中的成本和信息。当然这是在没有税收等成本摩擦的情况下。与此相似的一个定理是李嘉图等价，即在理性预期下，政府选择债务还是税收融资产生的宏观效果是一样的，因为市场存在理性预期，在无摩擦情形下会将国债和税收的信息放到同一个层面去理解。

因此，资本结构与公司价值分离定理，开创发展了新古典公司金融学领域。

这三个定理在现实中基本无法直接应用。事实的确如此。但是，作为基础理论的学科，并不是直接拿来应用，而是思想启迪和逻辑修悟。因为这三个分离定理，假设的都是新古典环境：没有交易摩擦、没有非理性行为、市场能随时出清……等等。然而现实的金融市场



却绝非如此，充满噪音、非理性、群体效应等等。新古典只是给了我们一个彼岸世界，这自由是绝对的、理论的、乌托邦的自由。很大程度上也是为金融资本主义的自由流动进行“辩护”。

在此基础上进行拓展和扬弃的是斯蒂格利兹等的信息不对称理论。他们发现了“信贷配给”问题，即信用市场不同于一般的商品市场，价格可以自由地调整供需均衡；在信贷市场上，由于存在信息不对称，当利率高到一定程度，银行会怀疑借款人的本金风险问题。这就出现了超过一定的阈值后，信贷价格无法对供需均衡进行调整，即借方即使愿意付出再高的利率也无法获得贷款，这就出现了信贷可得性问题（图3）。该问题的出现是由于在信息不对称的条

件下，借贷双方的信息生产结构和风险偏好无法匹配。此时在金融市场上就出现了“失灵”问题。金融也就无法赋予要素自由的权能，当前中国出现的流动性陷阱、民企和中小微企业贷款难等问题，都可以从这一理论中寻找答案。

### 金融供给侧改革的本质是释放生产要素的自由本性

现代经济是在一定的契约规则下要素可以自由选择的经济。金融是现代经济的核心，则是意味金融作为一种空间的和跨期的（时间）的资源配置机制，应该赋予实体经济更多的选择自由。用时髦的词汇表达就是：金融赋能实体。这应该是当前中国推动的金融供给侧改革的出发点。

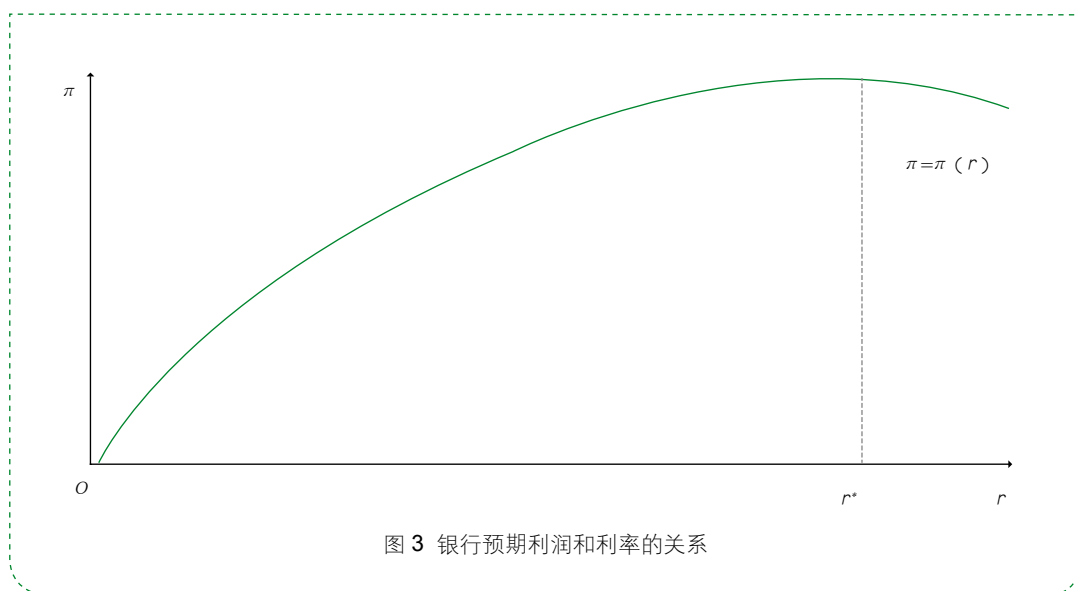


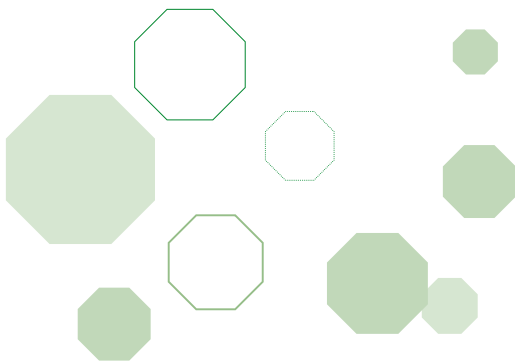
图3 银行预期利润和利率的关系



然而，要理解也需要尊重的一个规律是，金融本身也有赋能自身、赚取更多利润、积累更大规模的自由本性。金融资本的本质也是资本，资本的使命不能说是唯一但是最大的使命就是追逐利润。如果赋能实体经济无法赚取利润，金融资本也会自发的进行反抗，利用在分层、流动、分离和重组的优势，去变相或通道化地寻找利润的洼地。此时，金融就可能脱离它原始的使命和面目，进入了一种自组织、自生长和自繁衍、自膨胀，直到自毁灭的状态。因为金融的信用功能，会自发形成一种离散系统。离散系统的结局是，如果没有持续的负熵或能量注入，总有一天会走向塌缩和崩溃。作为通道的影子银行，就是这种系统的代表。更可怕的是，当实体经济无法向金融系统注入能量或减少熵增，金融体系内部会进行自我反噬（同业间相互赚取利润），直到最后进入明斯基时刻。当前来看，这个系统要维持下去，开始高度依赖央行持续的流动性供给。用交易员的话语来说就是，“最后赚的都是央行的钱”。

金融供给侧改革着力解决的应该是这个问题，目的应该侧重于恢复和重塑金融赋能实体要素自由配置的本性，同时也应该尊重金融自身的追逐利润的本性，减少非生产性活动金融化（比如无效平台融资）对有效金融资源的挤出，减少国家信用和政策性银行对信用市场活动的扰动，真正让市场在信贷资源的配置中发挥作用，让过去十年即次贷危机以来承担了过多政策性功能的商业银行再商业化，回归商业银行的本质，商业银行才会回归服务实体经济的本质。在此期间，过剩的金融产能，有毒的、臃肿的资产负债表，以及一些假金融家、假银行家，首先应该作为旧产能被出清掉。因为他们，赋予实体经济的不是自由，而是桎梏。<sup>[N]</sup>

学术编辑：韦燕春



参考文献：

1. 倪权生,潘英丽. 谁在补贴美国?——美国对外资产负债规模及收益率差异分析[J]. 上海金融,2011(04): 11-16.
2. 乔治·索罗斯. 金融炼金术[M]. 海南出版社, 1999.
3. 赵建. 警惕人民币背后的"经济暗物质" [J]. 商周刊, 2014.
4. 赵建. 从金融严监管到金融业供给侧改革: 政策思路与基本逻辑[R]. 西泽研究院, 2019-02.
5. 斯蒂格利茨等. 通往货币经济学的新范式[M]. 中信出版社, 2005.