

· 中国式现代化与中国知识体系 ·

从金融视角看中国式现代化道路

何德旭 张雪兰

摘 要：金融是现代经济的核心，关系发展和安全。在剖析金融支持中国式现代化道路的逻辑机理的基础上，从系统循环的视角讨论金融与经济共生共荣的思想根源；解构金融改革如何以制度创新减少信息不对称、降低交易成本，有效缓解融资约束、促进资源优化配置、防范化解金融风险；刻画如何统筹金融发展与金融安全，以恰当的政府干预与制度约束阻遏宏观金融内生不稳定状态、抑制渐进性改革进程中的结构性套利机会，以内外兼顾、激励相容的“大禹改进”策略设计，构筑中国式现代化道路的金融安全屏障，为理解并推进中国式现代化提供了经验与启示。

关键词：中国特色金融发展 金融供给侧结构性改革 金融与经济共生共荣 金融安全

作者何德旭，中国社会科学院财经战略研究院研究员（北京 100006）；张雪兰，中南财经政法大学金融学院教授（武汉 430073）。

引 言

党的二十大开启了全面建设社会主义现代化国家的新征程，对以中国式现代化全面推进中华民族伟大复兴作出了全面擘画。实现中国式现代化，必须坚持以经济建设为中心，^① 习近平总书记指出，“金融是现代经济的核心，关系发展和安全”。^② 在全球金融资本加速渗透政治经济领域、虚拟经济快速发展冲击资金配置机制的背景下，金融体系如何有效应对资本高速流动与扩张对经济社会结构的冲击，是具有世界历史意义的实践。实践生成于特定的历史、社会、经济与政治的情境与视域。中国金融问题长期以来被放在西方理论—中国经验的二元关系中加以探讨，且基于

① 参见张占斌等：《关于中国式现代化道路的答问》，北京：国家行政学院出版社，2022年，第73页。

② 《在高质量发展中促进共同富裕 统筹做好重大金融风险防范化解工作》，《人民日报》2021年8月18日，第1版。

欧美故事的“主流金融学”的解释力正在逐渐减弱。^① 深刻理解中国式现代化道路形成的历史背景和实践形态，对中国式现代化道路进行经验提炼与理论抽象，能够为丰富和发展人类探索现代化道路作出一般性贡献，^② 这就使得立足于金融学话语体系，刻画中国式现代化道路的形成逻辑和理论内涵具有极为重要的研究意义。

本文所关注的核心问题是：中国金融如何在西方学者普遍认为的严重的金融抑制下，支持了中国经济的调整增长并保持了基本金融稳定？其背后隐含了怎样的指导思想？这一指导思想有着怎样的方法论和学理支撑？

中国式现代化是人口规模巨大、全体人民共同富裕、物质文明与精神文明相协调、人与自然和谐共生、走和平发展道路的现代化，面对前进道路上不平衡不充分的结构性挑战以及百年变局下逆全球化浪潮和民粹主义兴起、全球主要经济体增长陷入长期停滞带来的巨大外部压力，叠加地缘政治博弈中金融工具日益“武器化”，以及中国金融体系因微观机制和融资渠道的缺陷所致的金融资源错配，^③ 中国金融改革如何不断提升金融服务实体经济能力、促进高质量发展，为中国式现代化提供不竭的动力源泉，并筑牢金融安全屏障？中国进行了怎样的制度和策略设计，确保经济中高速增长的同时实现了基本金融稳定和安全？上述问题，在一定程度上反映了中国式现代化道路的独特内涵，对上述问题的回答，在一定程度上解释了中国式现代化道路的形成逻辑。基于此，本文试图从金融角度，理解和阐释中国式现代化道路的特殊性。通过深入探讨金融与发展、金融与改革、金融与安全的内在逻辑，明晰认知中国式现代化道路的独有价值及其一般性贡献。上述工作不仅构成了我们当下认知和剖析中国式现代化道路的理论基础，也可以为新发展阶段乃至更长远的将来继续推进中国式现代化提供经验和启示。

一、金融与发展：厚植中国式现代化道路的物质基础

规模巨大的人口要实现全体共同富裕、物质文明与精神文明相协调、人与自然和谐共生、走和平发展道路，离不开坚实的物质技术基础，必须以经济高质量发展

-
- ① 典型例子是艾伦·盖尔悖论和米什金关于“中国是金融发展重要性的反例吗”的疑问。参见张杰：《金融学在中国的发展：基于本土化批判吸收的西学东渐》，《经济研究》2020年第11期。
- ② 参见吕炜、靳继东：《从财政视角看中国式现代化道路》，《中国社会科学》2022年第11期。
- ③ 参见黄益平、王勋：《读懂中国金融：金融改革的经济学分析》，北京：人民日报出版社，2022年，第83页。

作为支撑。金融基于何种逻辑影响着中国式现代化进程，是有待于进一步厘清的重要理论命题。

（一）金融支持中国式现代化道路的逻辑机理

自熊彼特提出运作良好的银行通过识别和资助企业家来刺激技术创新、加速资本积累，是提升经济增长的重要动力等论断^①以来，学界积累了大量关于金融发展与经济增长关系的文献。其中，一个广为接受的观点是：金融发展降低了金融交易的交易成本、信息成本和监督成本，能够改善资源配置，促进经济增长。^②

金融对中国式现代化诸要素的推动作用，已获得相当多的文献支撑——金融在不确定的环境中促进资源跨时空分配的功能，及其作为产业增长与产业结构转型“催化剂”的角色，有助于有效应对人口规模巨大带来的挑战与机遇；金融能在夯实共同富裕物质基础的同时，以其对风险的有效管理及减少随机性降低社会不平等程度；文化作为精神文明的土壤，无所不在地渗透于各项金融活动，而金融也往往与国家及意识形态工程相关联，始终与文化同频共振，故而有助于促进物质文明与精神文明相协调；绿色金融能够通过支持可持续发展行业、优化资源配置、优化产业结构、推动节能环保领域的技术创新以及帮助企业控制环境风险等途径促进绿色发展，有助于推动人与自然和谐共生；金融在推动世界和平方面发挥着重要作用，全球资本市场的力量早已能够影响政府决策，全球金融体系的运作逻辑本身也已成为经济政策的规则。^③

（二）秉持金融经济共生共荣理念是发挥金融积极作用的前提

金融支持中国式现代化的积极作用，建立于“好金融”的基础之上，而非提高金融中介成本、降低金融资源配置效率的“坏金融”，^④后者通常表现为资金脱实向虚和实体经济金融化，其后果一如亚当·斯密对于一国工商业过度金融化的警

① Joseph A. Schumpeter, *The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle*, Cambridge: Harvard University Press, 1934.

② Raghuram G. Rajan and Luigi Zingales, "Financial Dependence and Growth," *American Economic Review*, vol. 88, no. 3, 1998, pp. 559-586; Robert King and Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right," *Quarterly Journal of Economics*, vol. 108, no. 3, 1998, pp. 717-737.

③ 参见何德旭、张雪兰：《中国式现代化需要怎样的金融体系》，《财贸经济》2023 年第 1 期。

④ 参见刘俏：《我们热爱的金融：重塑我们这个时代的中国金融》，北京：机械工业出版社，2020 年，第 5 页。

示——“当他们这样或者如以前一样‘依赖纸币做成的代达罗斯翅膀’的时候，是不能做到完全的安全无忧的。”^①“好金融”与“坏金融”的思想根源差异，就在于是否秉持了“金融与经济共生共荣”理念。这一理念事实上也映照了中国金融改革的三个困惑：既然已经决定进行市场化改革，为什么政府还要对金融体系实施如此普遍的干预？既然政府持续而普遍地对金融体系实施干预，为什么中国还能够实现高速增长并保持基本金融稳定？既然中国金融体系帮助创造了中国的“经济奇迹”，为什么近年来“金融不支持实体经济”的矛盾越来越突出？^②对前两个问题的回答，正是“中国历来重视金融服务实体经济，强调金融产品、金融服务和金融市场应与实体经济密切相关”。^③正是因为政府深谙“金融与经济共生共荣”，采取独具中国特色的金融资源跨时配置，^④在金融市场机制还不够完善的情况下，通过一系列金融政策在民间部门创造租金机会，从而达到既防止金融抑制的危害又能促使金融部门主动规避风险。^⑤第三个问题，则是金融部门未能充分贯彻落实“金融与经济共生共荣”理念的结果，解决这一问题已使得避免脱实向虚、推动金融服务实体经济成为中国金融供给侧结构性改革的重要工作。理念的误区不可避免地带来认知和行为的偏差，正如斯蒂格利茨指出的，对金融部门建模不足，致使难以预测金融风险，正是现代宏观经济学微观基础的错误之一。^⑥走中国特色的金融发展道路，无疑需要秉持“金融与经济共生共荣”的理念，切实降低金融中介成本，提高金融资源配置效率，唯其如此，才能有效发挥金融发展对中国式现代化的积极推动作用。^⑦

① 转引自海因茨·D. 库尔茨：《经济思想简史》，李酣译，北京：中国社会科学出版社，2016年，第36页。

② 参见黄益平、王勋：《读懂中国金融：金融改革的经济学分析》，第8—11页。

③ 值得一提的是，周小川同时强调，“很多人可能认为，其他国家也会存在类似的概念。其实不然。世界上很多国家并不怎么提金融服务实体经济，也不特别强调金融要和实体经济保持紧密关系。”参见周小川：《金融服务实体经济的理念、相关政策和长期效果》，《比较》2021年第4期。

④ 参见张杰：《金融资源跨时配置与经济崛起》，《中国金融》2018年第4期。

⑤ 参见 Joseph E. Stiglitz, “The Role of the State in Financial Markets,” *The World Bank Economic Review*, vol. 7, no. 1, 1993, pp. 19-52.

⑥ 参见 Joseph E. Stiglitz, “Where Modern Macroeconomics Went Wrong,” *Oxford Review of Economic Policy*, vol. 34, nos. 1-2, 2018, pp. 70-106.

⑦ 例如，周小川就认为，“金融和实体经济之间的关系，从长期效果来讲，关系到国家的竞争力，关系到经济的增长和人民的福祉。坚持金融为实体经济服务，从长远来讲，会获得巨大的好处。比较近年来中美经济规模及其全球占比的变化，可以看出这一差别。”参见周小川：《金融服务实体经济的理念、相关政策和长期效果》，《比较》2021年第4期。

(三) 从系统循环的视角理解金融与实体经济共生共荣

正确认识金融与实体经济共生共荣，就是要坚持系统观点，将经济—金融视为一个有机的整体，经由对整体及其构成部分相互作用过程的透视来把握经济过程与金融过程、经济变量与金融变量之间的联系，审视资本驱动下的金融和经济可能造成的扭曲和失衡的原因和机理，把握实体经济同金融良性循环的逻辑及实现路径。

资本通过金融体系进入实体经济领域，以如下方式参与产业资本循环：（1）金融利用期限转换、信用转换等方式实现资本跨时空配置，引导实体经济资源优化配置；（2）金融发挥其价值实现的交换功能，作用于流通过程，维护货币资本、生产资本和商品资本的空间并存性和时间继起性，有助于生产、分工和交换的不断扩大；（3）金融发挥其基于规模经济和专业技术的信息揭示和甄别优势，通过激励相容机制来实现风险缓释和流动性不匹配的转移，^①降低实体企业风险承担，提高实体经济风险防控和化解能力。金融与实体经济相互作用、相互强化，并在这种相互作用中实现良性循环。

值得重视的是，金融与实体经济的互动在繁荣与萧条时期存在不对称性：繁荣时期的经济很大程度上可视同在无摩擦金融市场中运行；但萧条时期则不然，金融摩擦会加剧负面扰动、放大冲击对经济衰退的影响。^②金融市场摩擦内生化的常见方法是引入借贷双方间的委托代理问题，由于信息不对称的存在，理性的贷款人会对贷款施加诸如贷款限额、抵押担保及破产选择权等要求，从而使得外部融资成本高于内部融资成本，即“外部融资溢价”。^③借款人资产负债表恶化会推高外部融资溢价，减少借贷、消费和经济活动，在金融加速器^④和信贷周期^⑤的推动下，外部融资溢价不断上升导致借款人被迫大幅削减支出，最终导致金融危机全

① 参见 Douglas W. Diamond and Philip H. Dybvig, “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity,” *Journal of Political Economy*, vol. 91, no. 3, 1983, pp. 401-419.

② 参见 Zhiguo He and Arvind Krishnamurthy, “A Macroeconomic Framework for Quantifying Systemic Risk,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 11, no. 4, 2019, pp. 1-37.

③ 参见 Ben S. Bernanke and Mark Gertler, “Agency Costs, Net Worth, and Business Fluctuations,” *American Economic Review*, vol. 79, no. 1, 1989, pp. 14-31.

④ 参见 Ben S. Bernanke, Mark Gertler and Simon Gilchrist, “Chapter 21 The Financial Accelerator in a Quantitative Business Cycle Framework,” in John B. Taylor and Michael Woodford, eds., *Handbook of Macroeconomics*, Amsterdam: North-Holland, vol. 1, part C, 1999, pp. 1341-1393.

⑤ 参见 Nobuhiro Kiyotaki and John Moore, “Credit Cycles,” *Journal of Political Economy*, vol. 105, no. 2, 1997, pp. 211-248.

面爆发。^①历史和国际经验充分表明，在严重金融危机之后往往会发生长期而大幅的衰退，^②而大衰退又在很大程度上肇因于金融和信贷市场紊乱，后者可分为两类：一是投资人对金融机构和证券化贷款的信心丧失，由此引发的金融恐慌收紧了信贷供给，即“金融脆弱性”观点；二是居民资产负债表受损，导致去杠杆化和居民支出缩减，即伯南克所称之“资产负债表渠道”。^③金融与实体经济无法实现良性循环的后果由此可见一斑。

秉持金融与实体经济共生共荣的理念，方可有效遏制资本逐利的内在本性，避免“脱实向虚”对高质量发展的侵蚀。20世纪80年代以来，在全球化进程及信息技术革命的推动下，金融交易突破地域和时空限制，金融资本的流动性和便利性大大提高，金融市场交易成本下降、效率提高，金融市场与社会脱嵌的趋势日益明显，经济金融化的趋势不断增强，对经济社会产生了巨大的负面影响。在当下这个被萨米尔·阿明定性为“普遍垄断”的时代，^④垄断资本“不仅没有成为社会生产力发展的推动力，反而成为一个寄生实体，本质上具有食利和投机功能”。^⑤“作为资本主义新形式的平台经济”“赢者通吃”，在威胁传统企业发展的同时，导致劳动“优步化”、公共政策“硅谷化”。^⑥无序扩张的资本不断地将自然资源、药品、教育等关系人类生存和发展的基本资源商品化、金融化，并从对这些资源的排他性占有中

-
- ① 参见 Mark Gertler and Simon Gilchrist, “What Happened: Financial Factors in the Great Recession,” *Journal of Economic Perspectives*, vol. 32, no. 3, 2018, pp. 3-30.
- ② 参见 Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, New Jersey: Princeton University Press, 2009, pp. 223-239.
- ③ 参见本·伯南克:《信贷紊乱对实体经济的影响:来自本轮全球金融危机的教训》,余江译,《比较》2019年第1期。克里斯蒂安诺等学者亦主张,大衰退期间的总量实体经济活动的变动有很大部分是由金融摩擦造成的,参见 Lawrence J. Christiano, Martin S. Eichenbaum and Mathias Trabandt, “Understanding the Great Recession,” *American Economic Journal: Macroeconomics*, vol. 7, no. 1, 2015, pp. 110-167.
- ④ Samir Amin, *The Implosion of Contemporary Capitalism*, New York: Monthly Review Press, 2013, p. 46.
- ⑤ Raúl Delgado Wise and Mateo Crossa Niell, “Capital, Science, Technology: The Development of Productive Forces in Contemporary Capitalism,” *Monthly Review*, vol. 72, no. 10, 2021.
- ⑥ 劳动“优步化”(uberisation)指的是平台雇佣大量的自由职业者,特别是低技能的自由职业者,把风险和成本转嫁至没有制度保护的劳动者身上。公共政策“硅谷化”(silicolonisation),是指硅谷文化和意识形态在政治领域的入侵与扩散,硅谷企业家极力推动政府运用其数字化方法解决公共问题,却又不想让官僚体系对其施以监管。参见 Matthieu Montalban, Vincent Frigant and Bernard Jullien, “Platform Economy as a New Form of Capitalism: A Régulationist Research Programme,” *Cambridge Journal of Economics*, vol. 43, no. 4, 2019, pp. 805-824.

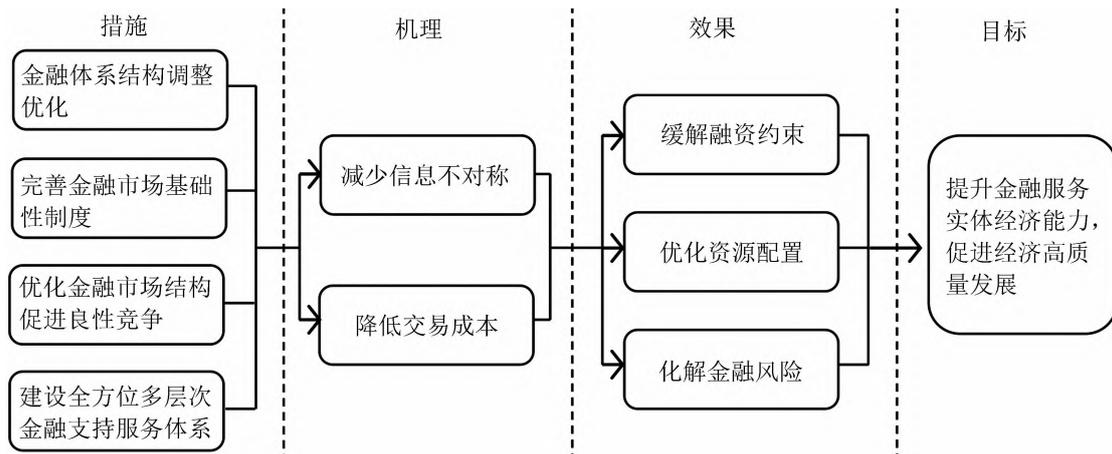
获取垄断利润，严重地侵害了公众利益和社会福利。

尽管资本内在矛盾所引发的生产过剩等消极影响在中国特色社会主义经济建设过程中受到极大的限制和消除，但资本的逐利本性和消极作用依然是客观存在。放任资本逐利，任由资本无序扩张，必将严重破坏产业生态，侵蚀高质量发展的经济基础。正确认识和把握资本的特性和行为规律，探索如何在社会主义市场经济条件下发挥资本的积极作用，同时有效控制资本的消极作用，有其必要性：一方面，要筑牢产业资本与金融资本的“防火墙”，依法加强对资本的有效监管、防止资本野蛮生长、遏制资本无序扩张；另一方面，支持和引导资本规范健康有序发展，依法维护公平竞争，坚决反对垄断，充分发挥资本在金融活动中的积极作用。唯有秉持金融与实体经济共生共荣的理念，才能做到始终如一把金融服务实体经济放在第一位，摆正金融工作位置，促进经济和金融良性循环、健康发展。

二、金融与改革：激发中国式现代化道路的动力源泉

2019 年 2 月，针对新形势下金融服务实体经济能力亟待提升的严峻现实，习近平总书记明确提出要深化金融供给侧结构性改革，^① 为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务。主要内容包括：一是完善金融体系制度建设，以金融体系结构调整优化为重点，适应创新型经济发展要求，建设一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场，健全资本市场功能，提高直接融资比重。二是加强和完善现代金融监管，完善金融市场基础性制度。三是进一步完善金融市场结构，增加中小金融机构数量和业务比重，构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系，在确保金融安全的前提下扩大金融业双向开放，以良性竞争促进金融产品体系优化及金融服务质量提升。四是坚持以市场需求为导向，积极开发个性化、差异化、定制化金融产品，改进小微企业和“三农”金融服务，围绕建设现代化经济的产业体系、市场体系、区域发展体系、绿色发展体系等提供精准金融服务，构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系，不断增强金融供给对金融需求的响应能力。如图所示，上述举措，旨在缓解融资约束、促进资源优化配置、防范化解金融风险。其核心正是通过制度创新减少金融摩擦，有效降低信息不对称和交易成本，稳定经济主体对未来的预期，避免追求短期利益最大化的机会主义行为，充分发挥金融业对协调重大经济结构、优化生产力布局、提高人民生活福祉、提升国家竞争力的重要作用，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。

^① 参见《深化金融供给侧结构性改革 增强金融服务实体经济能力》，《人民日报》2019 年 2 月 24 日，第 1 版。



金融供给侧结构性改革示意图

(一) 以金融供给侧结构性改革缓解融资约束

融资约束是指由于金融摩擦的存在，企业外源融资成本增大而无法在最优水平下进行投资。融资约束抑制企业的投资与研发创新，影响再生产要素的积累而阻碍经济增长；反之，融资约束降低使得高生产率的企业更容易获得外部融资，信贷配置效率提高又弱化了企业投资对总体经济环境的依赖，使得企业的投资和劳动雇佣对基本面冲击的敏感程度变弱，宏观经济波动率下降。因而，融资约束的缓解是高质量发展的题中应有之义。

金融产品的本质是一种契约，且契约的结构依赖于法律体系、社会习惯和交换中资产标的物的技术特性。金融基础设施和制度越完备，则订立契约的不确定性越小，有限理性的个人在复杂环境中的行为大为简化，交易费用的不断节约意味着经济效率的上升。通过制度创新完善金融体系结构、金融基础设施、金融市场结构，可有效减少金融摩擦、减轻融资约束，推动经济的高质量发展。其一，根据戈德史密斯提出的金融结构理论，随着经济发展水平的上升，金融市场在金融体系中的角色更为重要。尤其是在发展中国家的技术进步由吸收模仿转向自主创新的过程中，金融结构需要实现从“银行主导”向“市场主导”的转变。提高直接融资比重，无疑有助于优化金融结构体系，打破企业以银行融资为主要渠道的现状，增加长期资金供给，缓解融资约束。^① 其二，金融基础设施的完善会减缓信息不对称^②及因此

① 金融市场使资金池能为大量资本所用，通过去中介化降低了企业融资成本。参见 Ron Chernow, *The Death of the Banker: The Decline and Fall of the Great Financial Dynasties and the Triumph of the Small Investor*, London: Pimlico, 1997, p.4.

② 例如，对 129 个国家的合法债权以及私人 and 公共信贷登记数据的分析表明，法律体系改革、债权人权利和信息共享方面的改善，有利于私人信贷市场的发展。参见 Simeon Djankov, Caralee McLiesh and Andrei Shleifer, “Private Credit in 129 Countries,” *Journal of Financial Economics*, vol. 84, no. 2, 2007, pp. 299-329.

所致的逆向选择和道德风险，金融契约执行成本下降，企业违约风险、违约损失及企业违约时承担的审计、清算等监督成本所构成的交易成本的下降，带来金融产品定价水平的下降，继而减少了企业的融资成本；与此同时，由于信息不对称程度的下降，金融机构可有效减少对抵押品的依赖，而不必过度将金融资源配置于第二产业，有助于推动第三产业及创新创业企业的发展。其三，优化金融市场结构，积极稳妥推动金融业对外开放，在确保金融安全的前提下降低进入壁垒、健全退出机制，促进良性竞争，可有效缓解融资约束。产业组织理论的市场力量假说认为，在集中度更低的市场中，大型金融机构难以利用其垄断地位、信息优势及隐性的政府担保，通过共谋对贷款定以高价，^①也难以运用各种手段来限制竞争，更为充分的良性竞争可增加企业再融资决策所需的信息分享，促使金融机构放宽抵押物等融资条件，从而有助于减少信贷配给、顺畅企业信贷通路，促进资本积累和产业成长。^②其四，建设全方位多层次的金融支持服务体系，以市场需求为导向，积极开发个性化、差异化、定制化产品，有助于更好地满足不同类型市场主体在生命周期不同阶段及不同情境下的融资需求，匹配不同类型金融服务提供者基于不同的风险收益偏好设计的金融产品供给，从而更为有效地缓解融资约束。

（二）以金融供给侧结构性改革优化资源配置

通过制度创新完善金融体系结构、金融基础设施、金融市场结构，可有效减少金融摩擦、促进资源优化配置，推动经济高质量发展。其一，扩大直接融资，可显著提高股权融资比重。研究证明，金融市场上的股权融资方式更适合为技术创新提供金融支持：一方面，股权投资者按持股比例分享企业创新的潜在高额回报，投资者被激励入股并帮助企业分担创新的不确定性；另一方面，创新需要长期而持续的研发资金投入，股权融资的长期性和流动性机制有利于企业从事具有一定风险的技术开发与产品研制，实现技术创新向市场价值的转化。银行则缺乏对企业创新提供资金支持的激励，这是因为创新企业往往缺乏可抵押的资产，即便企业研发成功，银行也只能获得固定利息，与自身承担的风险不匹配，故而以银行为主导的间接融资模式难以形成风险共担、风险共享的市场化融资机制。从实践来看，金融市场尤其是股权市场在支持根本性、颠覆式的创新方面更有优势，而信贷市场在支持渐进性的技术改良方面更有优势。创新早期，来源于资本市场的金融契约与创新活动有

① 参见 Xavier Freixas and Jean-Charles Rochet, *Microeconomics of Banking*, Cambridge: The MIT Press, 2008, pp. 89-148.

② 参见 Marco Da Rin and Thomas Hellmann, "Banks as Catalysts for Industrialization," *Journal of Financial Intermediation*, vol. 11, no. 4, 2002, pp. 366-397.

更高的契合度，即，允许短期内试错和包容失败，长期内又给予成功高额的回报；^①当创新获得市场认可之后，其扩散就需要与银行信用相对应的生产资本的投入，在金融资源的推动下，新的“技术—经济”范式得以生成，^②主干创新衍生出诸多次级创新，从而带来产业的繁荣和财富的积累。随着经济增长模式由“要素投入型”向“创新驱动型”转变，提高股权融资比重无疑更有利于优化金融资源配置。其二，完善的金融市场基础设施有助于提高金融资源配置效率。资源错配的重要原因之一，在于金融基础设施不完善，而完善的金融基础设施有助于推动要素价格市场化、有效提升金融契约效率。因而，要缓解资源错配，首先要从完善征信机制、监管法规、会计审计制度及提高司法执行效率等方面推动金融基础设施建设。伴随着金融基础设施的不断完善，金融市场能够通过价格信号、信息披露和收购威胁提供更有效的信息，同时将信息有效地传递给投资者。作为企业的间接融资渠道，金融机构由于信息不对称及交易成本的下降，在增大信贷融资可得性的同时，贷款管理流程更为透明高效，从而倒逼企业提高经营管理质量与资源利用效率；作为企业的直接融资渠道，金融市场要求上市企业披露信息，其本质是对企业的动态监督，实现对企业信息的有效揭示，并显著降低投资者获取信息的成本，这将有助于提升企业创新效率 and 创新能力。其三，金融市场结构的改善，良性竞争的有效推进，有助于金融资源从低效率部门转移至高效率部门，继而促进产业结构升级。竞争是提高资源配置效率的应有之义。大力发展中小型银行、优化银行业结构有助于改善金融资源配置扭曲，而伴随着直接融资的大力发展，资本市场参与主体之间的竞争促使更多的金融资源流向以科技、知识、技术、数据等要素为核心的新经济产业，从而提高金融资源配置效率，促进全要素生产率的提升。其四，构建风险投资、银行信贷、债券市场、股票市场等全方位、多层次金融支持服务体系，为把有限的金融资源高效配置到符合长远发展的关键领域、关键产业以及薄弱行业，使资金更多流向科技创新、绿色发展，更多流向中小微企业、个体工商户、新型农业经营主体，实现金融和经济可持续发展创造了条件、夯实了供给基础。

（三）以金融供给侧结构性改革化解金融风险

历次金融危机一再表明，当金融体系摩擦剧烈增加时，就会导致金融体系的不稳定，金融体系将无法为良好的投资机会提供有效融资渠道，最终会使经济体经历严重的衰退。金融加速器理论就认为，金融摩擦越大，冲击的乘数效应就越强，即使一个微小的冲击，经过金融市场传导后也会导致经济的剧烈波动。经济繁荣期过

^① 参见 Gustavo Manso, “Motivating Innovation,” *Journal of Finance*, vol. 66, no. 5, 2011, pp. 1823-1860.

^② 参见卡萝塔·佩蕾丝等：《技术革命与金融资本：泡沫与黄金时代的动力学》，田方萌等译，北京：中国人民大学出版社，2007年，第38—40页。

度负债形成的金融脆弱性、信贷周期的静态和动态乘数效应、外部融资溢价与金融摩擦间的非线性函数关系以及预期通过金融渠道的自我实现等，都有可能形成冲击的放大机制，继而形成系统性金融风险、危及金融稳定。

完善金融体系结构、金融基础设施、金融市场结构，有助于防范化解金融风险，推动经济高质量发展。其一，提高直接融资比重，大力发展金融市场，运用金融市场的风险分散机制为投资者提供大量、多样化的金融资产和衍生金融工具，投资者可根据自身的风险偏好进行风险互换、管理投资组合。尽管这样并不能从总体上消除风险，但能够实现风险在不同风险承受能力投资者之间的重新分配。^① 尤其是在支持创新方面，金融作为社会资源配置的枢纽，既能为科技创新活动提供资金支持，又能为规避化解创新风险提供金融工具和制度安排。^② 不仅如此，资本市场的深度发展，也有助于降低溢出风险。^③ 其二，金融产品生产和交易过程中涉及远比其他行业更为密集和复杂的契约安排，在市场交易中更容易出现“信息不对称”和“道德风险”问题，而诸如信用基础设施、司法体系、信息披露、监管机制、支付清算、会计审计等市场基础制度，尤其是与投资者保护相关的制度安排，^④ 是维护契约良

① 例如，默顿和博迪认为，金融市场通过分拆股票分散了信贷风险，可用于对冲高风险投资的衍生产品。参见 Robert C. Merton and Zvi Bodie, “A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment,” in Dwight Crane et al., *The Global Financial System: A Functional Perspective*, Boston: Harvard Business School Press, 1995, pp. 3-31.

② 运作良好的金融市场通过其刺激技术创新的能力在推动经济增长方面发挥着核心作用，且融资创新本身也是金融市场影响技术发展的重要渠道。近十年来的文献亦开始关注金融市场是否以及如何积极地塑造研发的性质，以及这将如何通过塑造跨公司开发的想法来影响技术创新和增长。参见 Po-Hsuan Hsu, Xuan Tian and Yan Xu, “Financial Development and Innovation: Cross-Country Evidence,” *Journal of Financial Economics*, vol. 112, no. 1, 2014, pp. 116-135; Bronwyn H. Hall and Josh Lerner, “The Financing of R&D and Innovation,” in Bronwyn H. Hall and Nathan Rosenberg, eds., *Handbook of the Economics of Innovation*, Netherlands: Elsevier, 2010, pp. 609-639; Ufuk Akcigit and William R. Kerr, “Growth through Heterogeneous Innovations,” *Journal of Political Economy*, vol. 126, no. 4, 2018, pp. 1374-1443.

③ 国际货币基金组织的研究表明，国内金融市场更为深化和发达、投资者保护和公司治理更强大的司法辖区，受溢出效应的影响更小。参见 International Monetary Fund, “How Do Changes in the Investor Base and Financial Deepening Affect Emerging Market Economies,” *Global Financial Stability Report*, 2014; International Monetary Fund, “Corporate Governance, Investor Protection and Financial Stability Emerging Markets,” *Global Financial Stability Report*, 2016.

④ 例如，约翰逊等认为，与股东保护有效性相关的公司治理措施，比标准宏观经济措施更好地解释了货币贬值和危机中股市下跌的程度。参见 Simon Johnson et al., “Corporate Governance in the Asian Financial Crisis,” *Journal of Financial Economics*, vol. 58, nos. 1-2, 2000, pp. 141-186. 布莱克亦主张，如果一个国家能够

好执行、提振投资人信心和交易意愿、防范化解风险的基础。其三，实践表明，市场约束效能的充分发挥主要依托良性的竞争环境。优化金融市场结构和竞争制度，培育良性竞争环境，维护金融市场的公平竞争平台，既可有效地平衡金融创新、经济效率和可持续增长的关系，更可有效缓解“大而不倒”的道德风险以及大型金融机构与其他金融机构的系统关联性所放大的负面冲击，^①遏制系统性风险和亲周期效应，保障金融稳定和金融安全。其四，根据马科维茨的投资组合理论，通过资产配置的方法进行投资，可有效降低风险、确保稳健收益。建设全方位多层次的金融支持服务体系，极大地丰富金融产品供给，为运用各种金融工具和分析方法，对市场趋势进行合理分析和判断，结合投资偏好，合理有效地配置投资资产，规避投资风险奠定了坚实基础，有助于从微观层面更好地防范化解金融风险。

三、金融与安全：筑牢中国式现代化道路的坚实保障

（一）系统思维：统筹金融发展与金融安全

统筹施策，本质上是以系统的思维考虑问题。^②金融发展与金融安全是金融改革的“一体两面”，相辅相成，密不可分。一方面，根据明斯基的金融不稳定假说，金融发展不当可能导致金融安全问题。^③从企业层面来看，过往投资所带来的利润和现金流会促使投资者继续扩大投资，故而会通过增加债务融资来追逐更多的利润，债务的累积和杠杆率的上升又需要未来更多的利润和现金流来偿付；从家庭层面来看，家庭负债结构的变化同样会影响金融机构资产结构的变化，经济繁荣时期，家

强有力地保护中小股东免受自我交易（self-dealing）的伤害，就可以维持没有任何收购要约规则或惯例的强大证券市场，极大地降低控制权变更带来的自我交易风险。作为证券市场中典型的逆向选择/道德风险问题，自我交易可分为直接自我交易和间接自我交易，前者指公司从事不公平的交易，以使公司内部人、其亲朋或内部人控制的另一家公司中饱私囊；后者又称为内幕交易，是指内部人利用公司的有关信息与不太知情的投资者交易。参见 Bernard S. Black, “The Legal and Institutional Preconditions for Strong Securities Markets,” *UCLA Law Review*, vol. 48, no. 4, 2001, pp. 781-855.

- ① 参见 Frederic S. Mishkin, “Financial Consolidation: Dangers and Opportunities,” *Journal of Banking and Finance*, vol. 23, nos. 2-4, 1999, pp. 675-691.
- ② 实践表明，政策制定者在管理金融体系时不可避免地要面对确保金融稳定和提高价格效率的权衡。参见 Markus K. Brunnermeier, Michael Sockin and Wei Xiong, “China’s Model of Managing the Financial System,” *Review of Economic Studies*, vol. 89, no. 6, 2022, pp. 3115-3153.
- ③ Hyman P. Minsky, “The Financial Instability Hypothesis,” Working Paper, no. 74, 1992, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, pp. 4-5.

庭负债率的上升，会提高经济下行期金融中介不良资产产生概率，滋生金融不稳定性。好的金融发展通过优化金融结构、增加金融服务覆盖面、提高金融服务实体经济效率——优化金融结构，使之与经济结构发展相适应，有助于夯实金融安全的经济根基，而金融结构失衡则会影响实体经济的健康运行，后者又势必影响金融安全；推行普惠金融，加大金融服务覆盖面可以成为实现强劲包容性增长的有力推动因素，且普惠金融可以增强国内资本基础，从而减少对外国资本流动的依赖，并降低外部冲击的风险；对金融服务用户的有效保护则可以增强整体金融稳定和金融安全；^①提高金融服务实体经济效率，引导社会资本有序流向实体产业，让实体经济筋骨强健，能提升经济体系抗风险能力。

另一方面，从金融安全到金融发展也存在反馈效应。金融体系处于一定范围内的安全状态，意味着其可以有效应对内生或由于重大不利和不可预见事件导致的金融失衡，并主要通过自我纠正机制来吸收冲击，防止不利事件对实体经济或其他金融体系产生破坏性影响。^②因而，金融安全有助于更有效地配置资源、评估和管理金融风险、维持接近经济自然率的就业水平，并消除影响货币稳定或就业水平的实物或金融资产的相对价格变动，避免出现流动性短缺，为金融支持实体经济提供良好环境。而当金融体系处于不安全状态时，金融机构提供融资的意愿会大幅下降，资产价格过度偏离其内在价值，遏制实体投资增长，继而抑制生产率提高。^③极端的金融不安全可能导致银行挤兑、恶性通货膨胀或股市崩盘，甚至严重动摇人们对金融和经济体系的信心，从而严重损害金融发展。^④

统筹金融发展与金融安全，要坚持以金融发展的绩效为维持金融安全状态提供保障、为提升金融安全治理能力提供支持；坚持以金融安全保金融发展，有效防范化解重大风险，为金融发展创造安全的国内外环境。既要防止过度追求金融发展，侵蚀金融安全基础，又要防止过度追求金融安全而形成对金融发展的抑制，继而削弱金融支持实体经济的能力。

① Atiur Rahman, "The Mutually-Supportive Relationship Between Financial Inclusion and Financial Stability," *AFI Viewpoints*, vol. 1, 2014, pp. 1-5.

② 参见 Garry J. Schinasi, "Preserving Financial Stability," *Economic Issues*, no. 36, 2005, p. 2.

③ Hyman P. Minsky, "The Capital Development of the Economy and the Structure of Financial Institutions," Prepared for the Session "Financial Fragility and the U. S. Economy," Annual Meetings, American Economic Association, New Orleans, 1992.

④ 国际货币基金组织一项对 180 个国家 28 年间（1984—2011）金融稳定与金融发展关系的研究表明，银行危机严重影响金融发展。参见 Raja M. Almarzoqi, Sami Ben Naceur and Akshay Kotak, "What Matters for Financial Development and Stability?" IMF Working Paper, 2015, WP/15/173.

（二）制度保障：恰当的政府干预与制度约束

恰当的政府干预和制度约束，于维护国家金融安全不可或缺。

其一，恰当的政府干预和制度约束是阻遏宏观金融内生不稳定状态的必要制度安排。经济运行的市场过程在产生内生经济周期轨迹的同时，也导致了内在宏观不稳定性的出现，最终带来债务通缩乃至经济萧条，因而需要恰当的政府干预和制度约束。^① 恰当的政府干预和制度约束通过中断内生过程，并以非市场决定的数值作为“初始条件”而再次启动经济过程，从而改变金融不稳定的表现和周期的形状。^② 但正如明斯基所指出的，相关的制度安排具有两面性，其在促进金融稳定的同时同样可能助长不稳定性。具体表现在，一方面，政府干预可能会产生政府债务与财政赤字，若是政府债务超过一定规模，便会损害政府产生净现金流的能力及政府信用；另一方面，金融监管干预为金融体系提供的再融资以及对潜在损失的社会化（如救助政策）会造成道德风险，从而成为金融不稳定的诱导性力量。^③ 此时，政府干预和制度约束的价值取向和驾驭能力至为关键。改革开放以来，我国金融发展经历过多次重大风险考验，之所以没有发生全面的金融危机，^④ 一个重要原因就是坚持底线思维，坚持早识别、早预警、早发现、早处置，着力防范化解重点领域风险，着力完善金融安全防线和风险应急处置机制。当市场出现系统性风险苗头时，监管部门能够通过高效的金融控制阻遏金融风险的传染，从而极大地降低金融危机的发生概率。另一个重要原因则是各级领导干部驾驭金融工作能力不断增强。^⑤ 党中央明确要求健全地方党政主要领导负责的重大财政金融风险处置机制，中央金融管理部门要依照法定职责承担监管主体责任，派出机构要自觉服从地方党委政府的领导，积极发挥专业优势和履行行业管理职责，与地方党委政府密切配合、协同发力，金

① Hyman P. Minsky, "The Transition to a Market Economy: Financial Options," Working Paper, no. 66, 1991, The Jerome Levy Economics Institute of Bard College, November.

② Hyman P. Minsky, "The Strategy of Economic Policy and Income Distribution," *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, vol. 409, 1973, pp. 92-101.

③ Hyman P. Minsky, *Stabilizing an Unstable Economy*, New York: McGraw-Hill Professional Publishing, 2008, pp.45-49.

④ 参见中国银保监会党委：《持之以恒防范化解重大金融风险》，《求是》2022年第10期。

⑤ 根据豪斯曼和罗德里克关于作为自我发现的经济发展的研究结果，实行政府干预，对政府能力有很高的要求。参见 Ricardo Hausmann and Dani Rodrik, "Economic Development as Self-Discovery," *Journal of Development Economics*, vol. 72, no. 2, 2003, pp. 603-633.

融风险防范化解成效显著。^① 许多学者将中国作为成功抵御 2008 年国际金融危机的典型、肯定国家权力在控制金融危机方面的重要作用，^② 正是对金融安全的中国道路的肯定。

其二，恰当的政府干预和制度约束是抑制渐进式改革进程中结构性套利机会的必要前提。从金融学套利机会与定价体系的原理出发，这一必然性源于金融问题的全局性与中国渐进式改革局部性之间的矛盾。^③ 结构性套利机会的存在，等同于金融资产定价机制的缺失或扭曲，^④ 使得资产价格对风险不敏感，^⑤ 从而引发更多的套利行为，导致金融创新偏向跨界和跨境的套利，成为中国金融系统大幅波动的主要原因；源于资金的低成本快速流动与货币市场和资本市场纽带作用的金融问题全局性，叠加融资市场的割裂和无序管理，^⑥ 则进一步经由金融网络加大了金融危机发生概率。而长期存在套利机会，也会加大金融体系的杠杆，并且使得各类不在监管视野内的“影子银行”迅速扩张，进一步增大金融体系的波动性。因而，有效抑制渐进性改革的结构性套利机会，是防范化解系统性金融风险、提升金融为实体经

-
- ① 据银保监会披露的数据，2017 年至 2021 年，累计恢复与处置高风险金融机构 600 多家，2021 年末高风险影子银行规模较历史峰值压降约 25 万亿元，同业投资和非标融资大幅减少，保本理财和不合规短期理财产品接近清零，房地产泡沫化金融化势头得到根本性扭转，地方政府隐性债务风险初步控制，一批债务金额巨大、涉及面广的大型企业债务风险事件得到平稳处置，立案查处非法集资案件 2.5 万起，涉案金额 1.56 万亿元。深入推进 P2P 网贷专项整治工作，约 5000 家 P2P 网贷机构全部停止运营，无牌照互联网资管机构、支付机构、股权众筹平台、网络互助平台全部清退。参见中国银保监会党委：《持之以恒防范化解重大金融风险》，《求是》2022 年第 10 期。
- ② 参见 Leo Panitch and Sam Gindin, “Capitalist Crises and the Crisis This Time,” in Leo Panitch, Greg Albo and Vivek Chibber, eds., *Socialist Register 2011: The Crisis This Time*, Halifax, UK: The Merlin Press, 2010, p.16.
- ③ 参见何佳：《论中国金融体系的主要矛盾与稳定发展》，北京：中国金融出版社，2020 年，第 78 页。
- ④ 定价体系存在的充分必要条件是没有套利机会，参见 J. Michael Harrison and David M. Kreps, “Martingales and Arbitrage in a Multiperiod Securities Markets,” *Journal of Economic Theory*, vol. 20, no.3, 1979, pp. 381-408.
- ⑤ 从历史经验看，美国股票市场过去 200 年的市场风险溢价约为 6%，欧洲国家为 4%—6%。我国股票市场作为新兴市场，风险溢价理应更高。然而，2002—2018 年间我国股市平均风险溢价仅为 1.17%，这说明股票定价机制存在扭曲。参见黄益平、王勋：《读懂中国金融：金融改革的经济学分析》，第 122 页。
- ⑥ 中国金融体系在改革开放进程中已经形成三大板块，一块是由中央政府监管的银行、证券和保险行业；一块是地方政府监管的地方“准金融”，包括地方小额贷款公司、典当行、产业引导基金等；还有一块就是以香港为代表的母公司在内地的金融机构和主业在内地但注册地在境外的上市公司。参见何佳：《论中国金融体系的主要矛盾与稳定发展》，第 18 页。

济服务质效的关键。这就需要依靠金融体系外部的力量，最主要的是加强恰当的政府干预与制度约束，唯其如此，方能从全局着眼，打好防范化解金融风险攻坚战，切实维护国家金融安全。多年来的实践表明，在坚持市场化取向、稳步推进金融改革发展的同时，恰当的政府干预和制度约束起到了举旗定向、稳定大局的关键作用，有效地遏制了破坏金融生态、滋生金融风险的套利及腐败行为，^① 而干预不足、干预不当则不可避免地陷入乱象丛生、风险积聚的困境。

（三）内外兼顾、激励相容的金融安全策略

随着世界百年未有之大变局的加速演进，地缘政治博弈中金融工具“武器化”的趋势日益明显，内外因素错综交织，金融安全与国家安全的界限日益模糊。中国崛起、“修昔底德陷阱”导致资本主义国家冷战思维日趋严重，维护中国金融安全，既要面对由外部经济金融环境叠加政治生态环境不确定性带来的风险，又要面对由经济体系内部生发的不确定性事件导致的金融发展不确定性和风险。

一是内外兼顾。于内，中国金融体系存在的内在脆弱性和系统性风险的隐患不容忽视。多年的经济持续高速发展，金融体系累积了大量风险，而金融业新一轮对外开放，不同风险的交叉、叠加、共振和传染都可能引发金融脆弱性风险。^② 为有效维护金融稳定和金融安全，在设立国务院金融稳定发展委员会负责系统性金融风险防范处置和维护金融稳定重大政策的同时，我国采取了坚持宏观审慎管理和微观行为监管两手抓、健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架的策略，^③ 微观行为监管注重完善现代金融企业制度，完善公司法人治理结构，优化股权结构，建立有效的激励约束机制，强化风险内控机制建设，加强外部市场约束；宏观审慎管理则以“宏观、逆周期、防传染”的视角，从时间和结构两个维度，在采用逆周期调

① 布鲁内梅尔等学者以 2015 年夏季“国家队”救市为背景的研究认为，中国政府通过直接交易或广泛的政策干预而采取的逆金融市场周期行为，有效地阻止了市场崩盘，在市场上充斥着大量短期主义特征的噪声交易者时尤应如此。参见 Markus K. Brunnermeier, Michael Sockin and Wei Xiong, “China’s Model of Managing the Financial System,” pp. 3115-3153.

② 金融机构之间的相互依赖关系对风险的传播起到了“放大器”的作用，金融体系某部分所遭受的初始冲击通过违约和股权减值渠道广泛传播，导致最终损失远远超出基本面的初始变化。参见 Paul Glasserman and H. Peyton Young, “Contagion in Financial Networks,” *Journal of Economic Literature*, vol. 54, no. 3, 2016, pp. 779-831.

③ 斯文森认为，货币政策可以调节宏观审慎政策在通胀和资源利用率方面的影响，宏观审慎政策则可调节货币政策在金融稳定方面的影响。两项政策协同，就如同满足了最优纳什均衡的条件。参见 Lars E. O. Svensson, “Monetary Policy and Macroprudential Policy: Different and Separate?” *Canadian Journal of Economics*, vol. 51, no. 3, 2018, pp. 802-827.

节工具平滑金融体系顺周期波动^①的同时，以统筹监管系统重要性金融机构、金融控股公司、重要金融基础设施为重点，强化综合监管和功能监管，完善金融风险化解相关主体约束机制，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，发挥金融稳定保障基金、存款保险制度和行业保障基金在风险处置中的作用，提升监管科技水平，防范系统性金融风险跨机构、跨市场、跨部门和跨境传染。然而，尽管具有“时变”特征的逆周期调节宏观审慎管理可以有效“熨平”短期波动，倘若调节力度过强，却可能刺激经济泡沫、导致金融风险加剧，且频繁的逆周期调节不利于形成稳定的市场预期，甚至会引发产能过剩、杠杆率攀升等内生问题而加剧结构性问题，使得一国经济增长潜力和活力难以持续。为了克服逆周期调节这一缺陷，我国在充分借鉴西方新凯恩斯主义经济学关于逆周期宏观审慎管理论述的基础上，结合对宏观审慎政策实践的深入思考，确立了统筹协调逆周期调节与跨周期调节^②的指导思想。跨周期调节与逆周期调节相结合，有利于在平抑短期经济波动的同时，更好地解决影响中长期发展的结构性、体制性问题，有效防范化解重点领域风险，统筹好金融发展与金融安全，实现稳增长防风险长期动态均衡。

于外，跨境资本尤其是短期跨境资本流动具有逐利性、易超调^③和顺周期性等特点，短期资本大进大出、快进快出极易引发跨境风险甚至金融危机，金融机构通过金融合约关联和/或持有共同风险敞口所形成的“稳健但脆弱”^④的金融网络联结

① 有关金融机构及金融市场顺周期行为及其与金融危机关联的文献可谓汗牛充栋。例如，Mark Gertler and Nobuhiro Kiyotaki, “Financial Intermediation and Credit Policy in Business Cycle Analysis,” in B. M. Friedman and M. Woodford, eds., *Handbook of Monetary Economics*, vol. 3, Amsterdam: Elsevier Science, 2009, pp. 547-599. 数字经济时代，人工智能、算法交易的大量使用，使投资者行为更加趋同，导致更大的顺周期性波动，甚至造成金融市场闪崩。参见陈昌盛、许伟：《数字宏观：数字时代的宏观经济管理变革》，北京：中信出版社，2022年，第17页。

② 纵观历史，金融泡沫的破裂易出现于经济周期的高位转折点，例如，熊彼特将1929—1933年间的大萧条解释为基钦周期（库存周期）、朱格拉周期（投资周期）和库兹涅茨周期（建筑周期）高位转折点的叠加巧合。大多数时候，不同的周期相互交叉——一个周期的峰值可能对应另一个周期的低谷，从而创造出介于全面繁荣和极端危机之间的商业环境。这一观点事实上为跨周期调节提供了特征事实基础。参见 Joseph A. Schumpeter, *History of Economic Analysis*, London: George Allen & Unwin, 1954, p. 1090.

③ 金融市场对外部冲击做出过度调整，即偏离了在价格完全弹性情况下调整到位后的均衡价格，这种现象称之为超调（overshooting）。参见 Rudiger Dornbusch, “Expectations and Exchange Rate Dynamics,” *Journal of Political Economy*, vol. 84, no. 6, 1976, pp. 1161-1176.

④ 金融网络交易对手的多元化有助于降低单个机构的失败概率，是为“稳健”；但重大冲击会导致某个机构破产，金融机构间的相互依赖可能使冲击的传播更普遍、更广泛，

日益紧密，^①叠加全球主要经济体财政政策和货币政策调整形成的风险外溢，有可能对我国金融安全形成外部冲击，因而完善参与全球金融安全治理机制势在必行。2017年，我国在实践探索中提出了跨境资本流动“宏观审慎+微观监管”两位一体框架制度，有效维护外汇市场稳定，促进跨境资金双向均衡流动，提升了防范跨境资本流动风险和维护国家经济金融安全的能力；通过加快推进人民币国际化、拓展双边清算合作、强化人民币跨境支付系统（CIPS）应用、推动人民币数字货币建设、强化香港国际金融中心地位、完善内地资本市场建设等举措有序降低对美元体系的依赖。我国积极参与国际金融秩序优化治理，增强新兴市场国家和发展中国家的金融话语权，主张应该完善全球金融安全网，加强在金融监管、国际税收、反腐败领域合作，建设稳定、抗风险的国际货币体系，改革特别提款权货币篮子组成，加强国际和区域金融合作机制的联系，建立金融风险防火墙，提高世界经济抗风险能力。

二是激励相容，为维护全球金融安全提供中国智慧和方案。“金融三元悖论”^②认为，金融稳定、独立的国内金融政策、金融体系的全球化，三者只有二者可以同时存在。这意味着金融全球化对一国金融安全及金融政策有效性的影响不容忽视，监管套利的存在使得国际合作成为必要，唯其如此，方能提高金融政策的有效性并遏制其外溢性。^③金融全球化的一个重大隐患是金融风险的快速传染从而引发全球金融危机，使得经济运行的不确定性大大增加。在经济金融全球化背景下，金融安全既包括国际货币基金组织倡导建立全球金融安全网所要处理的流动性不足、债务过高等与客观困难有关的无意安全问题，也包括特定国家通过金融基础设施武器化冲击别国稳定或运用制裁手段限制他国金融主体运营等相关的有意安全问题。^④金融安全的参与主体是追求自身利益最大化的理性行为体，如何实现激励相容，维护安全和稳定，构建金融安全共同体，“大禹改进”^⑤是关键。亦即，让来自其他行

是为“脆弱”。参见 Andy Haldane, “Rethinking the Financial Network,” speech given at the Financial Student Association, Amsterdam, April 28, 2009.

- ① 参见 Matthew O. Jackson and Agathe Pernoud, “Systemic Risk in Financial Networks: A Survey,” *Annual Review of Economics*, vol. 13, 2021, pp. 171-202.
- ② Dirk Schoemaker, “The Financial Trilemma,” *Economics Letters*, vol. 111, no. 1, 2011, pp. 57-59.
- ③ Maurice Obstfeld, “Two Trilemmas for Monetary Policy,” Speech at Bank Negara Malaysia Conference on “Monetary Policy 2.0?” July 24, 2017.
- ④ Henry Farrell and Abraham L. Newman, “Weaponized Interdependence: How Global Economic Networks Shape State Coercion,” *International Security*, vol. 44, no. 1, 2019, pp. 42-79.
- ⑤ 据《淮南子·原道训》记载，大禹之父筑“三仞之城”来防范风险，结果陷入了安全投入增加而安全水平下降的困境。大禹改其道而行之，“坏城平池，散财物，焚甲兵，施之以德”，在降低安全投入的同时增加物资及道德等方面的公共产品，得到诸侯和四

为体的有意安全威胁能力转变为防控共同的无意安全威胁的能力。金融领域的有意安全威胁在逆转威胁意图之后，各国不仅不再构成彼此的金融安全威胁，而且还能形成共同应对无意金融安全威胁的能力，从而显著提升整体金融安全水平。

中国始终重视共识的达成与制度的建设，^① 倡导各国秉持共同、综合、合作、可持续的安全观，推动构建均衡、有效、可持续的安全架构，呼吁各国加强政策协调，减少负面外溢效应，共同维护金融稳定与金融安全。鉴于当下全球金融稳定和主要威胁来自资本流动波动、气候变化和与大流行病相关的外部冲击，^② 中国持续加强与全球金融安全网（GFSN）核心机构国际货币基金组织的协作，推动全球和地区金融安全网不断提升共同应对无意金融安全威胁的能力；开展本币互换，维护区域金融稳定；推动主要经济体中央银行加强沟通，避免政策分歧导致市场预期剧烈波动；^③ 促成扩大国际货币基金组织向低收入国家提供优惠贷款的“减贫与增长信托”规模以及设立向低收入国家、中等收入国家提供长期贷款的“韧性与可持续信托”；参与发起监管机构绿色金融网络（NGFS）和可持续金融国际平台，深化可持续金融领域的国际合作；与 G20 各国共同制定并实施了“暂缓最贫困国家债务偿付的倡议”，支持最贫困国家应对疫情挑战。针对全球金融安全网的覆盖范围尤其是新兴市场和发展中经济体仍然存在严重不平等的现实，^④ 中国始终致力于推动金融安

夷的认同和支持。参见张宇燕、冯维江：《新时代国家安全学论纲》，《中国社会科学》2021 年第 7 期。

- ① 共识有助于超越自利，制度可约束自利行为和鼓励利他行为。巴苏在对共识、道德与策略关系的分析中，基于监禁博弈的推演，强调事前达成共识与制度的重要性，而共识能够帮助我们无须借助超越个人利益的外力，而实现一个较好的结果。参见 Kaushik Basu, “Conventions, Morals and Strategy: Greta’s Dilemma and the Incarceration Game,” *Synthese*, vol. 200, no. 1, 2022, pp. 1-19. 博弈论的焦点均衡（focal equilibrium，即个体对自身在社会情境中的行为抱持共同的信念）分析表明，当参与者遵循特定规范时，某些策略将变得稳定。参见 H. Peyton Young, “The Evolution of Social Norms,” *Annual Review of Economics*, vol. 7, 2015, pp. 359-387. 不仅如此，规范也可能内化为偏好，从而影响参与者对某些行为和选择的评价方式。参见 Gabriel Almond and Sidney Verba, *The Civic Culture: Political Attitudes and Democracy in Five Nations*, New York: Sage Publications, 1963, pp. 14-18.
- ② 参见 Kevin P. Gallagher et al., “Expanding the Global Financial Safety Net,” GEGI Policy Brief, no. 15, Boston, MA, Global Development Policy Center, 2020.
- ③ 例如，中国在担任 G20 主席国期间，在 G20 领导人杭州峰会公报中，各方重申汇率的过度波动和无序调整会影响经济金融稳定，将就外汇市场密切讨论沟通，并重申将避免竞争性贬值和以竞争性目的来盯住汇率。
- ④ 参见 Laurissa Mühlich, Barbara Fritz and William N. Kring, “Towards the Marginalization of Multilateral Crisis Finance? The Global Financial Safety Net and COVID-19,” GEGI Policy Brief, no. 15, Boston, MA, Global Development Policy Center, 2021.

全的地区性融资安排（RFAs），积极推动清迈倡议多边化（CMIM）进程修正案于2021年3月31日正式生效，将除美元外使用成员国本币融资制度化，增强了应对外部流动性需求和国际收支困难的缓冲，充分体现了我国为促进全球金融安全合作的“大禹改进”努力与稳定全球金融市场的大国担当。

结 语

中国式现代化道路因其生成于特定的历史、社会、经济与政治的情境与视域而有其独有的特殊性，正所谓“理一分殊、月映万川”，探讨中国式现代化在解决世界现代化的普遍性问题过程中所展现出来的特殊性背后的学理，无疑有助于凝炼现代化道路可资镜鉴的理论建构，为世界现代化贡献中国智慧。基于此，本文以金融学视角讨论中国式现代化道路，重点从“发展”“改革”“安全”三条关键线索考察了中国式现代化的独特内涵与逻辑架构。

金融发展是为中国式现代化道路充实物质基础的主要途径，“好金融”对于中国式现代化道路涵盖的各个构面，即人口规模巨大、全体人民共同富裕、物质文明和精神文明相协调、人与自然和谐共生、走和平发展道路发挥着积极且不容忽视的重要作用，“坏金融”则不然。好金融与坏金融的思想根源差异，就在于是否秉持了“金融与经济共生共荣”理念。这一理念解释了为什么中国政府持续而普遍地对金融体系实施干预，中国还能够实现高速增长并保持基本金融稳定。金融始终坚持为实体经济服务，致力于现实实体经济同金融的良性循环，避免“脱实向虚”和过度金融化，正是中国式现代化道路积累并应一以贯之且可供世界现代化借鉴的宝贵经验。

金融改革是为中国式现代化道路提供动力源泉的主要举措，其实质是通过制度创新减少金融摩擦，有效降低信息不对称和交易成本，稳定经济主体对未来的预期，避免追求短期利益最大化的机会主义行为，充分发挥金融业对协调重大经济结构、优化生产力布局、提高人民生活福祉、提升国家竞争力的重要作用，推动经济实现质的有效提升和量的合理增长。这一作用机理不仅有着深厚的理论支撑，更有着来自中国式现代化道路的经验证据。中国金融供给侧结构性改革实行以来所取得的成绩及对高质量发展和中国式现代化道路的促进，充分证明了提升金融服务实体经济能力、不断激发经济发展活力于推动现代化进程的重要性和必要性。

金融安全是为中国式现代化道路筑牢安全屏障的重要条件，需要坚持统筹金融发展与金融安全的系统思维，以恰当的政府干预与制度约束形成制度保障，有效阻遏宏观金融内生不稳定状态，抑制渐进性改革进程中的结构性套利机会。在金融安全与国家安全界限日益模糊的背景下，中国式现代化道路实质上形成了内外兼顾、激励相容的金融安全策略安排。为促进全球金融安全合作，中国致力于以“大禹改

进”将其他行为体的有意金融安全威胁能力转变为防控共同的无意金融安全威胁的能力，为以金融力量保障现代化道路提供了可资借鉴的方案。

在全面建设社会主义现代化国家新时期，金融要肩负起更重要的发展、改革与安全保障工作，其工作重点主要包括以下几个方面。

一是坚持党对金融工作的集中统一领导，以恰当的政府干预和制度约束建构金融安全“防火墙”，强化金融改革政治担当，重视提高政府部门驾驭金融工作能力，发挥国有金融部门在降低金融风险发生概率方面的积极作用；强化对行政权力运行的制约和监督，探索建立一体推进惩治金融腐败和防控金融风险相关机制。

二是牢固树立金融经济共生共荣的理念，从系统循环的视角深刻认知金融与实体经济实现良性循环的重要性与必要性，以之作为制定金融政策、制度和监管规则的指针，避免“脱实向虚”和过度金融化，疏导金融体系流动性精准有效地流向实体经济，精准滴灌经济社会发展的重点领域和薄弱环节，切实提高金融服务实体经济质效，为中国式现代化道路奠定厚实的物质基础。

三是持续推进以降低信息不对称与金融交易成本继而减少金融摩擦为核心的金融供给侧结构性改革，调整优化金融体系结构，健全资本市场功能，提高直接融资比重，加强和完善现代金融监管，完善金融市场基础性制度，构建全方位多层次金融支持服务体系，不断增强金融供给对金融需求的响应能力，推进金融要素市场化改革，切实降低实体经济融资成本，提高金融资源配置效率。

四是统筹金融发展和金融安全，有机结合跨周期与逆周期宏观调控政策，进一步健全货币政策和宏观审慎政策双支柱调控框架，健全金融风险预防、预警、处置、问责制度体系，加强跨行业、跨市场、跨区域金融风险识别和预警，加强系统重要性金融机构和金融控股公司的监管，抓实化解地方政府隐性债务风险工作，健全防范化解风险长效机制，筑牢金融安全网，坚决守住不发生系统性风险底线；积极参与全球金融安全治理，以持续的“大禹改进”为中国式现代化道路争取安全的发展环境。

〔责任编辑：梁 华〕