

130

刘尚希：
如何理解新一轮
财税体制改革

P47

金李等：
关于财富管理助力高质量
发展的观察与思考

P79

张晓燕等：
中国散户交易与
收益率预测

P95

TSINGHUA PBCSF
清华五道口

2024年第9期 总第130期

2024年9月5日出版

人民币定价 36元

港币定价 48元

国内统一连续出版物号 CN 10-1169/F

国际标准连续出版物号 ISSN 2095-6738



TSINGHUA Financial Review 清华金融评论

封面专题

P14

- P16 易纲：
学习领会全会精神
推动经济高质量发展
- P18 巢克俭：
金融支持建筑行业绿色转型的
首都实践与思考
- P21 田轩：
金融发展与
新质生产力
- P24 鲍淑君、许滢方：
金融支持新质生产力的
路径及举措

金融支持 新质生产力

2024



ISSN 2095-6738



9 772095 673247

新闻出版管理部门认定第一批学术期刊
中国人文社会科学核心期刊



构建与新质生产力发展特征相适应的金融支持体系

当前的新质生产力集中在以大数据、云计算、新能源生物科技等为代表的战略新兴产业。这些产业的技术变迁和产品迭代对金融如何支持实体经济和新质生产力发展提出更高要求。在促进新质生产力发展的过程中，金融不仅需要和实体经济形成基于价值创造的长期共生关系，而且要着力于完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的制度体系建设，同时也要有系统性、全局性的考量。

在历次技术革命浪潮展开的过程中，强大的金融体系可以显著促进生产力的质变进程。但金融支持生产力质变的方式、内容和重点是随着生产力发展的内容变化而变化的。当前的新质生产力集中在以大数据、云计算等为代表的战略新兴产业。这些产业产品周期短、技术迭代快、嵌套性强，这些新特征对金融如何支持实体经济和新质生产力发展提出了更高的要求。在促进新质生产力发展的过程中，金融不仅需要和实体经济形成基于价值创造的长期共生关系，而且要着力于完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的制度体系建设，同时也要有系统性考量。

引言

日前结束的中国共产党第二十届中央委员会第三次全体会议通过了《中共中央关于进一步全面深化改革、推进中国式现代化的决定》（以下简称《决定》），对进一步全面深化改革、推进中国式现代化的愿景、原则和措施进行了详细的阐述和部署。《决定》全文中，共有34次提到“金融”一词，且高度集中于第五部分《健全宏观经济治理体系》中的第18点——深化金融体制改革（24次）。对下一阶段金融的工作重点，《决定》明确指出，要做好科技金融、绿色金融、普惠金融、养老金融、数字金融“五篇大文章”，加强对重大战略、重点领域、薄弱环节的优质金融服务。

关键词的变化，体现的是改革着力点的变化。作为现代市场经济体制的重要组成部分，在进一步深化改革的进程中，金融的体制机制改革被给予了高度重视。在全面深化改革，推进中国式现代化的进程中，金融的体制机制和制度，需要根据内外部环境条件进行适宜性和变革性调整与完善。其中，尤为重要，围绕加快培育新质生产力的形成与发展，对发挥金融的孵化、赋能和放大效应。从理论上廓清金融对新质生产力发展的重要作用，对于实践中推进金融改革，助力中国式现代化和经济高质量发展有着极为重要的意义。

生产力的质变与金融支持

技术进步是生产力质变的题中之义，但生产力的质变并不

仅仅是技术进步：一方面，技术进步仍有可能是在旧的技术轨迹、技术集合下产生的边际进步；另一方面，脱离制度变革，不仅技术本身的发展，而且整个生产方式的变革也会受阻。马克思明确指出，“必须变革劳动过程的技术条件和社会条件，从而变革生产方式本身”。这种“变化的社会条件”，不仅涉及科研、教育、劳资关系等领域，也包括金融制度的变革。

工业革命以来，每一次技术革命浪潮的兴起和推进，都需要强大的金融支持。历史地看，先进技术的创新应用，推动了金融的不断深化和发展，铁路、电话、电报和互联网技术的发展，伴随着金融市场交易范围的扩大和时效性的提高；与此同时，不断拓展和升级的金融市场，又通过资本的快速集中和高效融通为产业发展提供了有力的支持。

从经济史的发展历程看，金融制度的适宜性变革，在很大程度上也影响着国家“赶”与“超”的进程。荷兰帝国对威尼斯和佛罗伦萨等城邦的超越，与荷兰的金融市场创新密切相关；而伦敦资本市场对阿姆斯特丹资本市场的胜出，也是大英帝国在工业革命之后一个多世纪里能稳定霸权地位的重要支撑；甲午海战所暴露出的洋务运动和明治维新的绩效差异，与其说是枪炮之争，不如说是制度差异，其中，日本率先建立以中央银行为标志的现代国家金融体系是一个不容忽视的优势。19世纪末期以来，美国逐步在GDP总量、技术创新等领域持续领先英国，同样也得益于美国在金融领域的连续创新。即使在发展水平相近的发达国家阵营中，金融产业的竞争力也在很大程度上决定着技术革命的红利创造。阿吉翁指出，许多国家技术浪潮收益的实现之所以有迟滞或者不完全的现象，主要源自僵化的经济结构或者不合时宜的经济政策。

生产力的质变之所以与金融支持密不可分，原因在于：第一，生产力的质变往往发生于旧的技术—经济范式增长潜力殆尽，新的技术—经济范式尚未成熟之际。在新的技术—经济范式的利润和增长预期下，资本会大量进入。如果缺乏有效的金融体系支持和引导，新的、充满不确定性的技术领域就无法得到足够的金融资源。第二，新质生产力形成初期，往往与旧部门的衰退、重组、转型以及新部门激烈的内部竞争相伴。在旧部门的

衰退、重组和转型时期，需要金融体系在旧部门资本积累能力衰减的过程中提供有力的金融支持，才能舒缓创造性破坏的破坏效应，减少“要素损耗”的痛苦。而对于新部门而言，新的技术—经济范式展开的过程，同时也是一个市场集中度逐步提高、新部门中的领先企业规模迅速扩大的过程，也只有如此，才能筛选出真正有效率和竞争力的企业。而这一过程，也必然伴随着资本的“进”和“出”。成功企业的扩张、兼并和失败企业的破产、重组，也需要强大的金融市场做基础。

由于技术革命与金融体系这种密不可分的关系，生产力质变的创造性破坏进程往往伴随着金融体系的推动和波动。当代新熊彼特学派的代表人物佩蕾丝甚至断言，技术革命的初期，必然伴随着一次金融泡沫。因为在新、旧技术—经济范式交替之际，新技术的广泛市场前景最初吸引的，一定是更多动物精神驱动的投资，但新技术的成熟需要大量互补技术的发展和完善，所以初期的投资繁荣往往只是“镀金时代”。但佩蕾丝认为，镀金时代的泡沫破灭对于之后的黄金时代是不可或缺的，是经济质变必须付出的代价。虽然大量投资会失败、大量企业会在泡沫破灭之后的重组期被淘汰，但留下的基础设施、产业能力和人才确会在黄金时代中持续发挥作用。也正因为如此，佩蕾丝将这种镀金时代形成的泡沫称为技术泡沫（MTBs, Major Technology Bubbles），以区别于明斯基性质的流动性泡沫（ELB, Easy Liquidity Bubbles）。在佩蕾丝看来，技术泡沫是由市场经济吸收技术革命的方式造成的，而明斯基性质的流动性泡沫则往往是过度宽松和缺乏监管下的金融空转和金融套利所形成的庞氏游戏。

金融为什么必须支持实体经济

尽管技术泡沫和流动性泡沫的成因和性质不同，但是要区分两者绝非易事。尤其是在现代金融市场中，资本的快速跨境流动、复杂的金融产品体系和各种对冲、做空机制的存在，为资本套利提供了充足通道的同时也增加了流动性泡沫形成的可能性。在投资和投机之间控制泡沫化，在稳定支持实体和投资繁荣之间寻求平衡，具有极大的难度。一个发达的现代金融市场要保持稳定，可能就会易于丧失效率的功能；而要保持效率，往往就会有潜在的流动性风险。

基于技术革命浪潮的经验，佩蕾丝等人曾经认为，生产力质变初期到生产力质变加速器，也即镀金时代到黄金时代的转变过程中，金融泡沫固然难以避免，但阵痛期并不长久。这种阵痛期，被佩蕾丝称为转折点时期。其特征是从基于财务标准的疯狂模式向基于生产逻辑的协同模式转变，完成生产资本向金融资本的夺权。但从现代金融体系的跨境流动性和衍生产品复杂性看，佩蕾丝基于之前若干次技术革命浪潮所总结出的结论解释力已大大下降。从西方国家的表现看，进入信息通信技术革命以来，尤其是21世纪以来，生产资本向金融资本的夺

权进程大大延长。这主要是由于金融化进程的大大加快和全球资本流动的加速，使生产资本和金融资本不仅在边界上逐步模糊，而且主导权的交替也难以“自动发生”。这就需要创新金融支持实体经济的发展思维，逐步走向耐心资本的发展之路。

20世纪80年代至今，美国经济一方面表现出股市和局部技术领域创新的单边繁荣，另一方面又表现出制造业空心化和工业体系的衰退，与此同时也催生了收入分配极化、就业极化和企业极化（也即少量明星企业垄断绝大部分市值和利润）的三重极化乱象。之所以如此，与20世纪80年代以来美国的金融化不无关系。20世纪80年代以来，以市场化、私有化和金融化为特征的自由主义政策的确导致了美国综合利润率的回升，但这种高积累并没有转化为投资，而是大量转向了金融性资产配置。在股东价值至上、裁员加分红的美国新经济模式主导背后，是金融化进程的大大提速。其结果是，在金融部门产值和利润份额不断上升的同时，劳动收入份额持续下降并呈现出典型的极化特征：高收入群体的收入份额逐渐增加，其中资本回报的提高起着很大作用，低收入群体的收入份额快速下降，中等收入群体的收入份额缓慢下降。美国实体经济和金融部门渐行渐远的分化发展格局，深刻地映射出美国政府在面对华尔街金融家、军工复合体等利益集团绑架国家政策时的无能为力，同时也对后发国家的金融发展与改革有警示作用。

美国之所以可以长期维持这种实体与金融的分化格局，和它的美元霸权地位不无关系。这种独特的美元霸权地位，可以使美国通过掌控全球资产价格的涨落潮汐收获金融利润。但在缺少全球霸权货币地位支撑条件下，发展中国家盲目移植和模仿美国的金融化路径，不仅不会实现美国的所谓单边市场繁荣，而且还会给自己的金融安全带来极大的风险。

不同国家发展阶段、经济结构和金融基础的差异，对不同国家的金融发展有不同的要求。而中国的国情决定了中国需要走出自己的金融发展道路：第一，作为后发赶超型国家，在较长一段时间里，要将有限的金融资源集中在对工业化发展和升级中最为关键的领域，也即格申克龙所说的发展型金融（development finance），为产业基础设施和产业发展提供资金，促进技术转移与扩散。第二，无论是“赶”还是“超”，无论是通过技术模仿还是独立创新，决定性的因素都是社会能力，而社会能力主要由知识积累、金融体系和管理能力决定。发展中国家不仅继续需要发展现代化的金融体系为技术破局和产业升级提供资金，同时还要在日趋开放的分工和贸易秩序中保持金融体系的稳定性。第三，以人民为中心的价值取向要求金融发展必须避免产生财富和收入的极化现象，而且要为人民美好生活需要提供高质量的金融服务。《决定》所指出的“五篇大文章”中，绿色金融、普惠金融、养老金融三大任务都与人民生活直接相关。同时《决定》还专门提出，要“完善金融监管体系和金融稳定保障体系、健全金融消费者保护”。对于

中国这样的发展中大国而言，在面临产业升级和技术赶超的紧迫任务时，金融发展必须建立在坚实的实体经济基础上，从真正的价值创造中获得金融发展的可持续性。《决定》明确提出要完善金融机构定位和治理，健全服务实体经济的激励约束机制，其要旨也就在这里。

如何引导金融支持新质生产力发展

从历次工业革命的历史看，强大的金融体系可以显著促进生产力的质变进程。但金融支持的方式、内容和重点并不是一成不变的，而是随着生产力发展的内容变化而变化的。在工业革命之前，威尼斯城邦、荷兰和英国的金融竞争，主要是围绕着贸易结算和战争融资而展开的；进入工业革命之后，英国不仅是世界上最大的工业国，也是世界上全球贸易秩序的主导者，金融支持的重点一方面是为工业发展提供融资，另一方面是建立与贸易中心地位相匹配的金融结算与支付体系，金本位制度和商业银行体系成为英国金融竞争力的代表。进入第二次工业革命之后，工业发展以铁路、钢铁等为主要内容，这些行业的典型特征是规模化，促进企业规模化发展的并购、融资、债券等金融工具就十分重要。第三次工业革命以来，以信息技术为代表的高新技术企业成为主导产业，这类产业的典型特征是知识密集，研发投入高，投资风险高，就需要更具灵活性的融资渠道和退出机制，以风投、创投为代表的金融创新就更适合高新技术企业发展的融资需求。

当前的新质生产力集中在以大数据、云计算、高端芯片、新能源、低碳技术、生物科技等为代表的战略新兴产业。这些产业的典型特征是：第一，产品周期短、技术迭代快；第二，嵌套性强、融合空间大；第三，产业链和价值链生态化，产业链和价值链在不同分工点位上形成生态控制；第四，从基础科学到产品研发、应用、规模化发展的传导链条中，各环节联系更紧密，波动性也更强；第五，新质生产力的深层次、方向性的力量是激进技术创新，也即具有革命性意义的技术创新。

新质生产力关涉产业、产品的这些新变化，对金融支持实体经济和新质生产力发展提出了更高的要求。由于产品周期短、技术迭代快，进一步加大了风险投资和创业投资的不确定性，在投资的长期性上提出了更高的要求。相互嵌套性强、融合空间大则要求投资具有系统性和协同性。由于产业链和价值链复杂化、生态化，从培育国家的产业竞争力而言，金融支持不仅要求发挥市场配置资源的决定性作用，而且要求投融资体制和政府的产业发展战略有效协同。由于科学到产业的传导链条的变化，投融资有必要更早、更全面介入。由于激进技术对新质生产力形成的决定性作用，则对金融支持的前瞻性提出了

更高的要求。《决定》在提出支持实体经济的同时，之所以专门强调“鼓励和规范发展天使投资、风险投资、私募股权投资，更好发挥政府投资基金作用，发展耐心资本”，以及“构建同科技创新相适应的科技金融体制，完善长期资本投早、投小、投长期、投硬科技的支持政策”，正是基于对新质生产力上述特质的充分认识。

从具体落实看，发展耐心资本，要求长期投早、投小、投长期、投硬科技的同时，还需要系统投资，战略布局，唯有如此，才能使中国的新质生产力发展形成合力，获得产业链韧性和价值链主动。当前，从新质生产力的金融支持看，间接融资如贷款、专享再贷款、金融债券等向科技型中小企业、“专精特新”企业、灯塔企业倾斜固然十分重要，但更重要的是拓宽与做大股票和风险投资等直接融资渠道，尤其是在直接融资总体占比较低的条件下，更有必要以新质生产力为基准，提升直接融资的比重，引导更多的金融资源向科技创新领域倾斜。其中，风险资本、创业资本具有投早、投小的天然属性，应成为金融支持新质生产力发展的重要手段。但要同时满足投长期、投硬科技和系统投资，就需要更多的举措。第一是要做大投资资本规模，多渠道拓宽创业投资资金来源。第二是要做好层次结构协同，耐心资本既可以始终是单一主体的资本的长期耕耘，也可以是多主体、多轮次但始终保持支持功能的资本。这就需要完善多源头、多层次的资本市场。第三是要充分发挥好国有资本的引导作用，建立科学的国资容错机制和评价机制。

结语

新熊彼特学派认为，后发国家的技术追赶存在着两种机会窗口：“第一种机会窗口”存在于传统产业中，“第二种机会窗口”则与激进的新技术革命相关。而只有第二种机会窗口才能为后发国家实现赶超提供机遇：一方面，在新技术革命爆发初期，先进国与后发国中新的技术知识存量上基本处于同一水平；另一方面，后发国家在传统技术经济范式上的路径依赖要弱于先进国。在充满不确定性的新兴产业发展过程中，后发国家完全可以依托本国独特的市场需求、市场规模和禀赋结构走出实现适宜性的技术路径，提升本国产业的国际竞争力。促进新质生产力的发展，本质上是抓住第二次机会窗口的机遇，推进产业高级化和现代化。基于中国经济发展阶段和产业基础的现实，结合新质生产力的发展特点，发挥金融创新对新质生产力领域的孵化、赋能和放大效应，具有极为重要的意义。①

（杨虎涛为中国社会科学院经济研究所外国经济思想史研究室主任、教授。本文感谢国家社科基金项目“促进数字经济与实体经济深度融合的政治经济学研究”（23ZDA043）、中国社会科学院习近平新时代中国特色社会主义思想研究阐释工程重点项目：“新质生产力与新型生产关系塑造研究”（2025XYZD08）的支持。责任编辑/王芳）