市场功能重构:从资源配置到风险出清

——兼论存量—流量循环中的风险定价与制度创新

刘尚希

摘　要:在经济金融化与数智化深度演进的背景下,市场的首要功能正在发生历史性转变:从传统的资源配置转向风险出清。中国经济运行中的三个结构性悖论——社会层面“不缺钱、缺需求”、经济层面“不缺资金、缺资本”、财政层面“不缺财力、缺流动性”——共同指向一个事实:存量风险的累积正在阻滞经济流量循环,当前经济面临的首要问题不是资源不足,而是风险未出清。围绕这一核心判断,系统论述了经济循环从流量主导转向存量—流量主导的历史进程,提出在存量—流量循环主导的新阶段,市场的首要功能应从资源配置转向风险定价和风险出清,资源配置是风险出清的派生结果。据此,提出宏观政策应从逆周期调节转向风险出清的社会成本分担、财政政策从投资驱动转向制度投资、货币政策从总量宽松转向疏通货币循环等新主张,并提出市场化改革应从资源配置的市场化转向风险分配的市场化,政府则应加强市场出清风险的制度基础设施建设。

关键词:市场功能;风险出清;资源配置;风险循环;风险定价

中图分类号:F124　　**文献标识码**:A　　**文章编号**:1003-7543(2026)09-0001-15

现阶段,中国经济运行呈现一组悖论现象:社会层面“不缺钱、缺需求”——货币供应量充裕,但消费和投资需求持续疲弱;经济层面“不缺资金、缺资本”——债务融资规模庞大,但权益资本不足;财政层面“不缺财力、缺流动性”——财政资金账面规模可观,但可自主支配的现金流紧张。这三个悖论的共同特征是:从存量视角看,经济运行中各类资源并不短缺;但从存量与流量互动的视角看,风险的循环累积正在阻滞流量循环,影响了资源配置效率和政策传导效果的提升。

上述悖论现象对传统经济学框架提出了挑战。传统的宏观经济学框架——无论是新古典经济学的供求均衡模型还是凯恩斯主义的需求管理理论——都以流量分析为核心,假定市场机制的基本功能是通过价格信号实现资源的优化配置。然而,当经济体系中的存量财富规模远超年度流量、当资产负债表成为微观主体决策的核心约束、当风险循环而非商品循环成为经济运行的主导形态时,传统理论的解释力和政策指导力便面临挑战。

与此同时,中国市场化改革的核心命题“放开准入、搞活竞争”本质上是一个增量时代的命题,其逻辑前提是经济处于高速增长通道、新增资源持续涌入、存量问题可以被增量所稀释。当经济进入存量—流量循环主导的新阶段,增量空间收窄、存量风险凸显,市场化改革的核心命题就应从“如何让市场配置资源”转向“如何让市场出清风险”,消除经济循环的阻力。

本文的主要贡献在于:提出“市场功能从资

基金项目:国家社会科学基金重大专项课题“中央和地方财政关系理论构建、历史经验和协调机制研究”(24ZDA040)。

作者简介:刘尚希,国家一级研究员,中国宏观经济学会副会长。

源配置转向风险出清”这一核心命题，构建了存量—流量循环下风险循环与货币循环互构的理论分析框架，并据此在宏观政策和市场化改革两个维度提出系统性新主张。

一、相关文献综述与理论基础

（一）传统市场功能理论：从资源配置理论到一般均衡理论

关于市场功能的主流论述，自亚当·斯密以来便围绕“资源配置”这一核心命题展开。亚当·斯密的“看不见的手”揭示了个体逐利行为如何通过市场机制自发地促进社会资源的有效配置。此后，经过瓦尔拉斯、马歇尔等经济学家的系统化工作，一般均衡理论成为理解市场功能的基准框架：市场通过供求定价形成均衡价格，价格信号引导资源在不同部门之间流动，最终实现帕累托最优的资源配置。

在这一理论传统中，市场被理解为一种信息处理和资源配置机制。格罗斯曼和哈特从产权角度论证了所有权配置对经济效率的影响[1]，进一步强化了市场机制在资源配置中的基础性地位。阿克洛夫关于信息不对称条件下“柠檬市场”的分析[2]虽然揭示了市场失灵的可能性，但其理论落脚点仍然是如何通过制度设计改善市场的资源配置功能。

总体而言，传统市场功能理论的核心假设是：经济以流量循环为主，市场的主要任务是将资源引导到效率最高的用途；价格信号是市场配置资源的核心工具；只要价格机制不被扭曲，资源配置就能趋于优化。这一理论框架在工业化高速发展阶段具有较强的解释力。然而，传统理论隐含着两个重要的前提假设：其一，存量财富的规模相对于年度流量而言是无须考虑的，不会系统性地干扰流量循环的运行；其二，风险主要是外生的、局部的、可分散的，不会内生地改变市场机制的基本运行逻辑。当这两个前提假设在金融化时代不再成立时，传统理论的解释框架面临进一步拓展和深化的需要。

（二）金融化理论

20世纪80年代以来，全球经济经历了深刻的金融化进程。金融化理论将金融化定义为金融动机、金融市场、金融参与者和金融机构在国内及国际经济运行中的作用不断上升的过程。相关研究进一步指出，金融化不仅意味着金融部门规模的扩张，更意味着金融逻辑向非金融部门的渗透——金融关系全面渗透至各种交易之中，非金融企业的资产也不再局限于“历史成本法”，对未来的估值左右企业的资产负债表，决定企业的存亡。在这里，估值实质就是风险定价。同一项资产有三个价值叠加在一起：账面价值、公允价值和未来价值，依据不同的情境呈现不同的价值。资产价格不具有唯一性和确定性，而是具有物理学上的量子特征，根源就在于风险的变化。在不确定性环境中，交易的是风险，这不只是对金融企业如此，对非金融企业也是如此。

经济金融化的深层含义是面向未来定价，从而所有资产、商品和资源都具有金融属性，并不局限于产业分类中的金融行业。这意味着市场机制的运行不再仅仅是商品和服务的当期供求定价和资源配置，资产的估值、交易和风险分担日益成为市场运行的核心内容。社会的存量财富（包括但不限于存款、股票、债券、养老金等各类金融资产）的规模持续膨胀，其价格波动对消费、投资乃至社会稳定的影响远超年度流量变动的影响，这集中体现在不同部门的资产负债表上。现代社会的经济金融危机，几乎都是资产价格大起大落引发的社会存量财富危机。既有的金融化研究虽然揭示了金融部门扩张的事实和趋势，却未能从根本上重新审视市场功能的理论定位，被产业分类中的“金融业”视野所束缚。基于行业的金融化研究显然停留于现象和技术层面，而未深入其本质——经济演化的基本趋势。

(三)风险与不确定性理论

Knight 在其经典著作中区分了“风险”(可量化概率的不确定性)与“不确定性”(不可量化概率的不确定性),指出利润的真正来源是应对不确定性的企业家能力[3]。这一区分奠定了风险经济学的理论基础,但在主流经济学中,风险长期被简化为可保险、可对冲的技术问题,未被视为市场功能的核心维度。

Minsky 的金融不稳定假说[4]为理解风险在经济循环中的核心地位提供了重要框架。Minsky 指出,市场经济具有内在的不稳定性:在经济繁荣时期,微观主体从对冲性融资逐步转向投机性融资乃至庞氏融资,金融脆弱性不断累积;当某一冲击导致现金流不足以覆盖债务偿付时,便引发“明斯基时刻”。Minsky 的深刻洞见在于:风险不是外生于市场机制,也不是“市场失灵”,而是内生于市场运行过程本身的固有特征。

Fisher 的债务—通货紧缩理论[5]从另一个角度揭示了风险累积与经济衰退的关系。Fisher 指出,过度负债与价格下跌之间会形成自我强化的恶性循环:债务人被迫抛售资产以偿还债务,抛售资产导致资产价格下跌,资产价格下跌导致实际债务负担加重,进一步加剧抛售。这一“债务—通货紧缩”螺旋为理解当代经济中的风险出清问题提供了经典分析框架。

刘尚希从公共风险视角进一步丰富了风险理论。刘尚希在研究财政风险时提出,中国财政风险具有“风险大锅饭”的制度特征——各类风险最终都会向财政转移,形成风险承担主体的模糊化[6]。刘尚希在《公共风险论》中系统论述了公共风险的形成机制和治理逻辑[7],后来又进一步从公共风险视角审视财政政策转型,强调财政政策应从传统的总量调节转向公共风险的识别、定价和分担。

(四)货币理论与货币循环

内生货币理论为理解货币循环与风险循环的关系提供了理论基础。Moore 系统阐述了水平主义的货币供给理论[8],指出在现代银行体系中,货币供给是内生的——银行贷款创造存款,而非存款约束贷款。Graziani 的生产货币理论[9]进一步指出,货币是生产过程启动的前提条件。这些理论共同揭示了一个关键事实:现代经济中的货币创造本质上是债务创造,货币循环天然地具有“债务基因”。

Wray 的现代货币理论[10]从主权货币的角度论证了政府支出创造货币的机制。也有学者从维护央行独立性的角度对现代货币理论提出了批判,指出其忽视了财政纪律和通胀风险,不宜简单照搬。姚东旻和徐雅菁从功能财政与平衡财政的比较视角探讨了财政政策在不同经济条件下的功能定位[11]。马海涛和姚东旻从中国特色财政金融协调的角度,论述了财政与金融在风险分担中的互动关系[12]。刘尚希提出财政政策与货币政策呈现一体化趋势[13],其制度基础在于:在存量—流量循环主导的经济中,二者都面临着风险出清的共同任务,功能边界日益模糊,而且财政收支本身也在推动货币流通及其时空分布。

综上所述,现有文献在各自理论传统中对市场功能、金融化、风险和货币循环进行了深入研究,但尚未形成一个统一的理论框架来解释当代经济中“市场功能从资源配置转向风险出清”这一根本性转变。本文尝试在上述文献基础上,构建一个以风险循环/货币循环为核心的分析框架。

二、中国经济的三个悖论:现象与数据

(一)社会层面:“不缺钱、缺需求”

中国社会层面“不缺钱、缺需求”的悖论,可以从货币供应、消费行为和货币流通速度三个维度加以刻画。

从货币供应来看,2026 年 6 月末广义货币(M2)余额达 356.71 万亿元[14]。以 2025 年名义 GDP 约140.2 万亿元为基准计算,M2/GDP 之比

约为255%。这一比率在全球主要经济体中处于较高水平。从历史趋势看,M2/GDP之比在2008年全球金融危机前约为150%,此后持续攀升。货币供应量的快速增长并未带来相应的名义GDP增长,说明大量货币并未进入实体经济的交易循环,而是以各种形式沉淀在金融体系中。

从消费行为来看,居民消费支出占GDP的比重约为40%[15],明显低于全球平均水平(通常在55%至65%之间)。居民消费倾向约为67.6%(按人均消费支出与人均可支配收入之比计算),意味着居民人均可支配收入中有约1/3被储蓄起来而非用于消费。住户存款总额达到约173万亿元,其中定期存款占比高达74.3%[14]。定期存款占比的持续上升反映出居民的风险偏好显著下降。

从货币流通速度来看,以GDP/M2衡量的货币流通速度V从2018年的约0.5持续下降至2025年的约0.41。货币流通速度的下降意味着单位货币参与实体交易循环的次数减少,即货币的"活性"降低。

这一悖论的深层含义是:在存量风险(资产负债表恶化)累积的背景下,微观主体的行为模式在经济循环中从"收益驱动"转向"风险导向"为主,表象上看是收入及其分配问题,更深层看是风险循环累积扩散渐渐改变了微观主体的预期,普遍的行为收缩引发消费和投资收缩,传统的宏观政策传导机制因微观行为的根本性变化而边际失效。

(二)经济层面:"不缺资金、缺资本"

经济层面"不缺资金、缺资本"的悖论,集中体现在杠杆率结构、融资结构和资金周转三个维度。

从杠杆率来看,2026年第一季度末中国宏观杠杆率为309.3%,其中居民部门杠杆率为59.0%,企业部门杠杆率为180.0%,政府部门杠杆率为70.3%[16]。中国企业部门杠杆率在全球主要经济体中位居前列,远超美国(约72%,BIS口径)和欧元区(约103%,BIS口径)。高杠杆率意味着企业部门已积累庞大的债务存量,但这些债务并未转化为有效资产,即可带来预期回报的资本形成低于账面上的资本形成。账面上的资本形成计入当期的GDP,同时企业也积累了无效资产,存量风险扩大。

从融资结构来看,非金融企业的融资结构中股票融资占比仅为1.4%[14],绝大部分融资依赖银行贷款和债券发行等债务工具。债务融资和权益融资的本质区别在于风险承担机制:债务融资要求固定回报,风险主要由债务人承担;权益融资则允许风险在投资者和企业之间分担。当企业过度依赖债务融资时,其抗风险能力被削弱。

从资金周转来看,规模以上工业企业应收账款达到28.60万亿元[15],反映出产业链上下游的资金周转困难。应收账款的累积本质上是企业间的"隐性债务",大量资金被困在应收账款的"堰塞湖"中,无法回到正常的生产和投资循环。新增贷款增速为5.2%[14],结合宏观杠杆率和融资结构分析,可以发现信贷增长中存在相当比例的"借新还旧"和资金空转。审计署的审计工作报告[17]也揭示了信贷资金空转、脱实向虚的问题。

这一悖论的深层含义是:资金充裕不等于资本充足,风险会提高未来现金流的折现率,减少权益性投资而趋向债权性投资,对赌协议、明股实债增多也就不难理解。在存量债务高企的背景下,新增资金的主要功能从"形成新资本"转变为"维持旧债务",资金的边际产出持续下降。恢复资金形成资本的能力,必须改善企业资产负债表,而这离不开市场风险定价的引导。

(三)财政层面:"不缺财力、缺流动性"

财政层面"不缺财力、缺流动性"的悖论,体现在账面资金充裕但可用流动性紧张的反差之中。

从账面资金来看,央行资产负债表上的政府

存款长期超过5万亿元[14](2026年6月末政府存款约5.49万亿元)。然而,这些政府存款中有相当部分是被“锁定”的——包括专项债对应的项目资金、上级下达的专项资金,以及因各种原因无法及时支出的沉淀资金。真正可以灵活调配用于当期支出的流动性远低于账面规模。

从收入端来看,土地出让收入作为地方政府最重要的基金预算收入来源,在2021年达到8.71万亿元的历史高点后持续下滑,2025年仅为4.15万亿元[15]。土地出让收入的大幅下降不仅直接削弱了地方政府的可支配财力,更深层的影响在于:土地财政模式的衰退导致地方政府逐渐失去了通过土地出让撬动基础设施投资和城市开发的“杠杆”。

从支出端来看,2025年地方化债资金规模为3.6万亿元,其中专项债用于化债的金额达1.28万亿元[17]。大量财政资金被用于偿还存量债务而非当期公共服务和投资支出。刘尚希指出的“风险大锅饭”[6]现象在此表现得淋漓尽致:各类历史累积的风险最终都需要财政资金来兜底,导致财政的可用流动性被风险化解所挤占。

值得特别关注的是,依赖上下级库款调度已成为地方财政运行的常态,分级财政体制正在向“统收统支”体制隐形演化。地方政府财政普遍紧张,支出刚性不减,流动性缺失,不得不越来越多地依赖上级财政的库款调度和转移支付来维持运转。这种隐形演化不仅削弱了地方财政的自主性和效率,还意味着财政体制的深层结构性演化正在加速。

这一悖论的深层含义是:央地之间的风险与能力错配,地方承担的风险超出其能力,存量债务风险的化解消耗了大量原本可用于公共服务和投资支出的流动性。财政扩张政策如果不与风险出清和制度改革相结合,新增财力将继续被存量风险所吞噬。

(四)三个悖论的共同指向

上述三个悖论虽然表现在社会、经济和财政三个不同层面,但其深层逻辑是统一的:在存量—流量循环主导的经济中,存量无效积累造成的风险累积正在阻滞流量循环。三个悖论共同指向一个核心判断:我国经济面临的首要问题不是流量层面的资源不足,而是存量层面的风险未出清。解决这一问题的关键不在于继续增加流量,而在于疏通存量——赋能市场、出清风险、创新体制,使存量—流量循环重新畅通。

三、经济循环的演化:从流量循环到存量—流量循环

(一)工业化时期的流量循环主导

回顾中国改革开放以来的经济发展历程,可以清晰地看到经济循环模式的历史性转变。在1978—2012年的工业化高速发展阶段,中国经济呈现典型的流量循环主导特征。

所谓流量循环主导,是指经济运行的核心动力来自年度增量的持续扩张:GDP保持高速增长(年均增速超过9%),新增劳动力从农业部门向工业部门转移,新增储蓄通过银行体系转化为新增投资,新增投资形成新增产能。在这一阶段,存量问题的规模相对有限,可以被高速增长带来的增量所稀释和消化。从货币创造与实体经济的对应关系来看,这一阶段的货币循环与实体经济循环具有较高的吻合度。银行贷款主要投向生产性投资,信贷创造的货币直接对应实体经济的资本形成。

(二)金融化时代的存量—流量循环

2012年以后,特别是2020年以来,我国经济循环的模式发生深刻变化,从流量循环主导转向存量—流量循环主导。这一转变的标志性特征是:存量财富规模远超年度流量,资产价格波动和资产负债表变化成为影响经济运行的核心变量。

从规模对比来看,2026年6月末M2余额356.71万亿元,约为年度名义GDP的2.55倍[14]。如果将范围扩大到全部社会金融资产,存量财富

的规模更为庞大。在房地产领域,城镇住房总市值在2021年峰值时估计超过300万亿元(此后经历深度调整),是年度住宅销售额的20倍以上。这意味着存量资产价格的微小变动,对居民财富和消费行为的影响就可能超过年度收入变动的影响。

从居民行为来看,2026年6月末住户存款约173万亿元,而年度居民消费支出约41万亿元[15],住户存款是年度消费支出的4倍以上,存量财富对消费行为的影响力远超当期收入。2022年以来房地产市场的深度调整,导致家庭资产负债表恶化,一些家庭甚至出现了"负资产",这正是住户存款定期化、消费倾向下降的前置条件。

从企业行为来看,在存量产能充裕的背景下,企业的投资决策不再主要取决于当期的产品价格和利润率,而更多地取决于对存量产能利用率和未来需求前景的预期。企业的本能选择是修复资产负债表、偿还存量债务、收缩经营规模,这一微观行为的集体化导致了宏观层面的"合成谬误"。居民、企业、银行和政府的资产负债表成为经济循环产生宏观涌现的核心变量,是宏观存量—流量循环(GDP是国内财富存量的一个增量)的微观基础。

(三)存量—流量循环衍生的总量和结构性问题

存量—流量循环模式可以解释经济运行中的总量和结构性问题。

第一,存量风险的累积与循环。在增量经济时代,经济增长带来的"蛋糕做大"效应可以自然化解部分存量问题。但进入存量经济时代之后,在存量—流量循环中,增量空间收窄,存量风险难以再被增长所稀释,反而因为时间的推移而不断累积和放大。僵尸企业占用大量信贷资源而无法产生有效产出,形成"资金空转";地方融资平台积累了庞大的隐性债务,却缺乏相应的微观现金流,也难以带来区域经济增长;房地产开发商的债务危机通过供应链和金融链条向上下游传导。年复一年的无效投资(流量)积累成无效资产(存量),在风险定价失灵的条件下,会引发更多的无效投资。无效投资计入当期GDP,但当无效投资转化为无效的资本积累之后,会抑制未来的GDP增长。

第二,杠杆率的被动攀升。根据国家金融与发展实验室的数据,2026年第一季度宏观杠杆率为309.3%,较2025年末上升约6.7个百分点[16]。值得注意的是杠杆率变化的结构性特征:居民部门杠杆率降至59.0%,反映出居民主动去杠杆的行为趋势;而政府部门杠杆率上升9.4个百分点(从2024年末的60.9%升至70.3%),反映出政府在经济下行压力下被迫加杠杆以托底经济。这种"居民去杠杆、政府加杠杆"的格局,本质上是存量风险从私人部门向公共部门转移的过程。

第三,存量调整对流量循环的挤压。在存量—流量循环中,存量资产的调整和处置会对流量循环产生显著的"虹吸效应"。这种挤压效应具有自我强化的特征:存量风险拖延出清的时间越长,其对经济循环的挤压就越严重;经济循环越是受阻,经济增速越是放缓,存量风险的出清就越困难。这种恶性循环构成存量—流量循环中最核心的结构性矛盾。打破这一恶性循环的关键,在于政府如何作为,即政府主动承担风险出清的社会成本来阻断负反馈回路。

上述分析共同指向一个结论:在存量—流量循环主导的新阶段,经济运行的核心问题已经从"如何配置资源"转变为"如何出清风险"。这离不开宏观政策的重新定位和风险定价改革的启动。

四、风险循环与货币循环:新阶段的主导形态

(一)风险循环的机制

在存量—流量循环主导的经济循环(供需循

环作为流量循环嵌入其中)中,风险循环日益成为经济运行的核心维度。所谓风险循环,是指风险在经济主体之间产生、传导、转化和累积的循环过程。这一过程具有以下关键机制。

第一,微观风险向公共风险的转化链条。一家企业的违约可能触发供应链上下游的连锁反应;一个房地产项目的烂尾可能导致风险通过金融链条和供应链向上下游广泛传导。刘尚希在《公共风险论》中指出,个体风险通过经济关联、社会关联和心理关联三条渠道向公共风险转化[7]。在金融化的背景下,关联渠道更加复杂和隐蔽,微观风险的传染速度和波及范围远超传统经济。

第二,资产负债表关联与风险传染。存量—流量循环的核心特征是微观主体之间通过资产负债表形成紧密的债权债务关联。任何一个节点上的资产减值都可能引发链式反应——资产减值→净资产缩水→杠杆率被动上升→信用评级下降→融资成本上升→经营困难→资产进一步减值。Fisher 所描述的"债务—通货紧缩"螺旋[5]正是这种风险传染的经典案例。

第三,风险预期在循环中的加速作用。当经济主体观察到周围的风险信号——房价下跌、企业违约增加、就业形势恶化时,会形成悲观的风险预期,进而调整自身行为:企业减少投资、居民增加储蓄、银行收紧信贷。这些行为的集体化反过来又强化了经济下行趋势,进一步验证和加剧了悲观预期。Minsky 所描述的金融不稳定过程[4],在很大程度上就是风险预期自我实现的循环过程。

第四,地方政府债务风险定价缺失与风险循环的累积。在当前制度环境下,地方政府融资实质上是在风险定价缺失的条件下进行并不断扩大的。地方一般债和专项债的风险都靠地方政府预算来兜底,其债券发行的风险定价基本缺失。一方面,地方债券的"畅销"提供了扭曲信息——低利率和高认购倍数掩盖了真实的信用风险,其隐含的风险也传导给债券购买者;另一方面,债券项目的推进遇到瓶颈,"钱等项目"的现象较为普遍,资金淤堵就不可避免。资金闲置的风险是双重的:政府承担了利息,却难以及时达成政策目标。这种风险定价缺失下的融资扩张,是隐债反复形成、专项债不断扩大的条件,也使得风险在财政—金融循环中不断累积而难以释放。

第五,契约不完备与风险外溢的制度基础。阿克洛夫关于信息不对称的分析[2]揭示了市场机制在面对信息不完全时的内在脆弱性。在存量—流量循环中,契约的不完备性更加突出:金融合约的条款设计无法穷尽所有可能的风险情景,担保和抵押品的价值在市场恐慌时大幅缩水,信用评级的滞后性使得风险在暴露之前已经广泛传播。这些制度性因素为风险外溢提供了通道。

(二)货币循环的"债务基因"

现代经济中的货币循环具有深层的"债务基因"——货币的创造、流通和回收始终受到债务关系的约束。这一特征在存量—流量循环中表现得尤为突出。

第一,信贷创造货币的三重锁定。在内生货币理论[8-9]的框架下,现代经济中的货币主要通过银行信贷创造。然而,信贷创造货币的机制在存量—流量循环中面临三重锁定:一是自动抑制。当存量债务高企时,企业的借贷意愿和能力同时下降(企业不愿借、银行不敢贷),信贷创造货币的过程自动放缓。二是结构集中。有限的信贷资源倾向于流向国有企业、大型企业和政府平台等"安全资产"持有者,中小企业和创新型企业的融资需求容易被挤出。当前,AI 供应链在出口带动下被看好,但 AI 的有效商业模式仍在探索中。三是消费疲软。居民部门在去杠杆过程中减少消费、增加储蓄,导致消费需求萎缩。

第二,财政创造货币的分散化特征与制度约束。与信贷创造货币相比,财政创造货币具有天

然的分散化特征,在理论上更有助于避免货币持有者结构集中问题。Wray 的现代货币理论[10]强调了政府支出创造货币的机制。在中国现行的制度框架下,财政创造货币面临赤字约束、地方政府的举债限额、专项债的项目收益自平衡要求等多重约束。

(三)"气滞血瘀":风险循环与货币循环的互构

借用中医理论中"气"与"血"的比喻,可以将风险循环理解为经济体系中的"气"——无形的预期、信心和风险感知在经济主体之间传递和扩散;将货币循环理解为经济体系中的"血"——有形(可计量)的资金在经济主体之间流动和配置。在健康的经济体中,"气行则血行";而在当前中国经济中,呈现的是"气滞血瘀"[18]——风险的循环累积导致货币循环的淤塞。

具体而言,风险循环与货币循环的互构表现为四个层面。

第一,风险累积导致资金空转。当存量风险未能有效出清时,大量资金被困在"覆盖"存量风险的状态中——银行向僵尸企业发放续贷以避免不良贷款暴露,企业借新还旧以维持债务链条不断裂,地方政府借新债还旧债以避免违约。这些资金虽然在统计上表现为"增长",但债务和资产之间的循环并未带动供需循环和存量—流量循环。

第二,资金空转加剧信贷需求不足。当大量信贷资源被存量风险所吸附时,真正可用于新增投资的信贷空间被压缩。同时,存量风险的存在压制了微观主体的投资意愿。信贷市场的"供需双弱"格局是风险循环与货币循环互构的典型表现。

第三,货币政策传导受阻。传统的货币政策传导链条在"气滞血瘀"的状态下严重受阻。央行释放的流动性在银行间市场堆积,难以有效传导至实体经济的终端用户。在公共风险高企的背景下,传统的货币政策工具面临效力递减的困境,如利率下调被风险折扣率的上升所抵消。

第四,融资分化加剧。风险循环与货币循环互构的一个重要后果是融资的 K 型分化——资金加速从实体经济流向非银行金融机构和金融市场。金融稳定理事会的全球监测报告[19]指出,非银行金融中介的规模在持续扩张。在中国,这一趋势表现为:大型企业凭借信用优势获取低成本资金后转投理财和金融市场,中小企业则面临融资难、融资贵的困境。融资的 K 型分化,也是货币持有者集中化的表现。

风险循环与货币循环的互构模型揭示了一个深层逻辑:在存量—流量循环主导的经济中,风险问题和货币问题已经不是两个独立的问题,而是同一个问题的两个侧面。化解"气滞血瘀"的困局,不能仅靠货币政策的"活血化瘀",更需要风险出清的"理气通络"。只有风险循环疏通了(通过风险定价不断出清风险),货币循环才能重新畅通。

五、传统理论的拓展与新理论的构建

(一)"供求定价"理论面临的挑战

传统的市场功能理论以基于流量的供求定价为基础,认为市场通过价格信号引导资源实现优化配置。然而,在存量—流量循环主导的经济中,这一理论框架面临新的挑战和拓展需要。

第一,存量主导经济中价格信号面临新的复杂因素。在流量循环主导的经济中,价格主要反映当期供求关系。但在存量—流量循环中,价格越来越多地受到存量因素的影响:资产价格不仅取决于当前供求,更取决于对未来风险走势的预期;利率不仅取决于当期的资金供求,更取决于存量债务的风险溢价和流动性偏好。风险溢价会导致利率悖论:资金存量越多,资金反而更贵。当经济存量(国民财富)规模远大于经济流量(GDP)规模时,存量的风险定价日渐超越流量的供求定价,成为经济运行的实际主导力量。传统供求定价理论对存量因素的处理

是不充分的。

第二,僵尸企业扭曲价格体系。在存量风险未能有效出清的环境中,大量僵尸企业继续在市场上运营,从供给侧和需求侧同时扭曲价格体系:在供给侧,它们压低了行业的价格水平和利润率;在需求侧,它们占据了信贷、土地、劳动力等资源,挤压了新兴企业和创新型企业的生存空间。

第三,风险不透明导致风险定价缺失。在中国金融市场中,风险不透明从根本上破坏了风险定价机制。投资者在严重信息不对称条件下,不会要求与风险相匹配的风险溢价,市场无法通过价格信号区分不同风险等级的资产和借款人。这不仅导致了资源的错配,还导致了风险的隐性累积。

(二)"资源配置"市场化改革的深化方向

中国市场化改革的核心命题是"资源配置的市场化"。这一改革方向在增量经济时代取得巨大成功。然而,在存量—流量循环主导的新阶段,以"资源配置的市场化"为核心的改革范式需要在新的历史条件下进一步深化和拓展。

第一,增量时代命题与存量时代命题的错位。"放开准入、搞活竞争"是增量时代的改革命题,其逻辑前提是经济中存在大量的增量空间,主要依靠"商品(服务)市场"。在短缺经济条件下,商品市场是资源配置的主要场域。在存量时代,经济发展的主要约束既不是供给,也不是需求,而主要是社会存量财富的状态,这种状态集中反映在企业、居民和政府的资产负债表上。"资产市场"和"债务市场"的地位在存量时代上升,成为资源配置的主要推手,此时风险也在增加。通过风险定价来动态出清风险,是存量经济条件下市场的基本功能。三个市场(商品市场、资产市场、债务市场)是一个互动的有机整体,但在割裂的经济金融理论指导下,对三个市场的认识也是割裂、错位的。

第二,市场功能从配置生产要素转向管理存量财富。在存量—流量循环中,市场的首要功能不再是基于商品服务的生产来配置生产要素,而是管理存量财富和风险循环——包括存量资产的合理定价、存量风险的合理分担、存量主体的退出机制,以及通过信息披露和信用评级使存量风险"可见化"。后者决定了资产负债表状态,进而决定了要素的流动和配置。显然,资产市场、债务市场成为主角,商品市场成为配角。多年来反复讨论的要素市场化配置难以推进的问题,根源就在于资产市场、债务市场的配角定位。

第三,风险出清是资源配置的前提条件。在风险未出清的环境中,即使放开准入、引入竞争,资源也可能被风险所吞噬。只有当风险得到有效出清,市场机制才能在"干净"的基础上重新运转。因此,风险出清不是市场功能的"附加题",而是市场功能的"必答题"。

(三)新理论的核心命题

基于上述分析,本文提出以下核心理论命题。

第一,市场的首要功能是风险定价和风险出清。在存量—流量循环主导的经济中,市场机制的核心任务不是将资源配置到效率最高的用途(商品市场的任务),而是对风险进行准确的定价和有效的出清(主要是资产市场、债务市场的任务)。风险定价是指通过市场来识别、判断和权衡风险,对不同主体、不同资产、不同期限的风险进行甄别和度量并据此形成新的定价机制,如大宗商品交易中的长协价、期权,资产交易中的风险溢价以及各种可对冲风险的工具等。传统金融学把风险定义为收益率的波动,可用标准差来度量,实质上是场景概率分布,而非单一已知场景的收益率波动。在这里,风险定价是广义的,不限于狭义金融资产。唯有在风险定价机制中,才会产生"负价格"(倒贴)。风险出清是指市场通过破产清算、债务重组、资产处置、损失分担和场景转移等制度安排,将持续累积的风险(通常体现在资产负债表的状态)有序地消化和释放。有了风险定价机制,风险出清才有可能;否则,只

能依赖一轮又一轮的行政手段来集中出清风险。

第二，资源配置是风险出清的派生结果。传统理论将资源配置视为市场的首要功能，将风险问题视为市场失灵的附属问题。本文的理论命题颠倒了这一关系：在存量经济中，风险出清才是市场的基础功能，资源配置是风险出清得以实现后的派生结果。风险出清是因，资源配置是果；遏制风险循环累积是前提，恢复货币循环是结果。

第三，“花钱买机制”：宏观政策的新定位。在新理论框架下，政府花钱的目的应该从“刺激需求”转向“购买机制”，即通过财政资金的投入，为风险出清和市场制度建设支付必要的成本。这种“花钱买机制”的政策定位，其短期效果是化解风险，长期效果是重建市场机制运行的制度基础，遏制风险循环累积。

（四）风险定价机制失灵的制度障碍

上述核心命题的成立，隐含着一个关键的实践前提：风险定价机制能够有效运转。然而，当前我国经济发展中风险定价机制运行面临多重障碍。

第一，认知障碍：传统思维框架对风险定价的遮蔽。长期以来，理论界和实务界习惯于“供求—价格—资源配置”的认知框架，将风险定价误解为仅仅是金融业的技术性行为，而未认识到风险定价是整个市场经济体系的基础功能。事实上，有效的风险定价需要一整套制度基础设施的支撑：破产法律体系和司法执行能力、信用信息系统和数据共享平台、资产估值和交易市场、会计和审计制度、独立的信用评级机构、投资者保护机制等。当风险定价被狭隘地理解为金融部门的行为时，改革就容易陷入局部技术修补的误区。

第二，制度障碍：“风险大锅饭”体制对风险定价的扭曲。刘尚希曾揭示了中国财政风险中的“风险大锅饭”特征[6]。在存量—流量循环主导的新阶段，这一体制以新的形式继续存在并深刻影响着风险定价机制的有效性。契约的不完备、信息不对称本是市场经济的固有特征，但在当前的制度环境下，这些固有缺陷被制度因素显著放大。市场主体作为“风险人”，天然具有隐瞒风险的特征——国有银行、国有企业、地方政府等主要市场主体的隐瞒动机被强化：银行为避免不良贷款暴露影响考核和问责，倾向于持续续贷和展期；国有企业依靠隐性担保维持低成本融资，回避市场化的风险定价；地方政府出于政绩和融资能力考虑，通过各种融资平台掩盖真实债务状况。与此同时，风险揭示工具不足——会计准则不完善、统计体系不健全、信用评级行业评级虚高且独立性不足、金融衍生工具缺失。风险揭示工具的不足与隐瞒风险动机的强化，共同构成风险定价难以实现的制度性约束。刚兑预期仅仅是这一体制的一个小的表象因素，真正的破局需要覆盖风险识别、定价、分担和出清全链条的系统性制度建设。

六、宏观政策的新主张

（一）从逆周期调节到风险出清的社会成本分担

传统宏观政策的核心逻辑是逆周期调节：在经济下行时采取扩张性政策，在经济上行时采取紧缩性政策。这一逻辑在流量循环主导的经济中是有效的。然而，在存量—流量循环主导的经济中，逆周期调节面临效果递减的新课题。原因在于：当前的经济下行不是周期性的，而是结构性的——其根源在于风险循环累积和货币循环被阻滞。逆周期调节增加了货币供应和财政支出，但如果风险未出清，新增的货币和支出将被风险所吞噬。事实上，当前 M2 增速 8.0%、社融增速 7.4%、信贷增速仅 5.2%[14]，三者的“剪刀差”表明大量资金在金融体系空转，无法有效逆转存量—流量的负反馈循环，资产负债表整体收缩，投资下降、消费低迷是其结果。

“花钱买机制”的政策内涵在于：政府应将宏

观政策的目标从“逆周期调节”转向“风险出清的社会成本分担”。风险出清必然产生职工安置、债权人损失、地方收入减少等社会成本。政府通过财政资金的投入来分担这些社会成本，可以降低风险出清的阻力，加速风险的化解。

以房地产领域为例，“保交楼”的任务虽然已经完成，但市场化的风险处置机制仍未真正形成——出险房企在完成“保交楼”的过程中并未通过风险定价完成债务重组和资产处置，购房者权益甚至在住房质量上打了折扣，风险并未出清，房地产业、建筑业仍在下沉，相关风险可能传导至银行和居民部门。这说明，行政化的风险应对方式虽然能够解决短期紧迫问题，但难以替代市场化的风险出清机制建设。

（二）财政政策：从“投资驱动”到“制度投资”

新阶段财政政策应实现从“投资驱动”到“制度投资”的转型，即将财政资源的重点从直接投资转向支持风险出清和市场制度建设。具体包括三个层面。

第一，为破产出清买单。企业破产、债务重组是风险出清的核心途径，但破产、债务重组过程涉及大量的社会成本。财政资金可为这些社会成本提供兜底支持，降低风险出清的制度摩擦。

第二，为金融风险出清买单。2025—2026年使用特别国债连续为国有大型银行定向注资，实质上已经在为风险出清提供安全垫。银行不良资产的处置是金融体系风险出清的关键举措。财政资金可以通过注资资产管理公司、设立不良资产处置基金、为不良资产证券化提供信用增级等方式，主动为金融风险出清提供流动性支持和损失分担。这一政策方向体现了公共风险治理视角下财政功能的拓展。

第三，为制度基础设施买单。风险出清不是一次性的，需要完善的制度基础设施持续发挥作用，对于这些制度基础设施建设，财政资金应将其作为优先投入方向，把制度创新和财政投入关联起来，形成推动改革的激励相容机制，调动各领域制度创新的积极性和主动性。

（三）财政货币政策一体化运作，畅通货币循环

在存量—流量循环中，传统的“总量宽松”货币政策面临传导受阻的困境。财政货币政策应从“各施其职”转向“一体运行”，共同打通货币循环。

第一，更新观念，调节货币流通不是央行的独有职责。其实，财政收支本身就是货币流通活动，其收入、支出过程都是在调节基础货币，影响货币乘数，但长期以来忽视了财政收支的这种货币属性[20]。由此来看，单靠央行难以打通货币循环的淤堵。这需要财政货币政策一体化运作，并置于存量经济条件下的存量—流量循环之中，以财政和央行共同创造货币的方式来调节货币流通。

第二，国债具有财政金融双重属性，与财政赤字的关联性在变弱。传统观念认为，国债源自财政赤字，国债仅仅是弥补赤字的工具。随着现代金融的发展，国债已经成为金融基础设施（国债收益率曲线、公开市场操作）不可或缺的金融工具，也是支撑本币国际化的重要储备资产。这意味着国债的金融属性大于财政属性，政府常态化发债是维系金融市场正常运转的需要，而非仅仅满足于政府融资。短期国债越来越具有货币属性，可直接参与货币循环。

总之，宏观政策的新主张可以概括为：财政政策和货币政策应从供需均衡指导下的“刺激需求”转向存量经济时代的“疏通货币循环”，从“增加流量”转向“化解存量”，从“逆周期调节”转向“风险出清的社会成本分担”。

七、市场化改革的新主张

（一）从“资源配置的市场化”到“风险分配的市场化”

市场化改革的核心命题是“资源配置的市

场化”。这一改革路径取得举世瞩目的成就。然而,在存量—流量循环主导的新阶段,市场化改革的核心命题需要发生历史性的转移——从“资源配置的市场化”转向“风险分配的市场化”。所谓风险分配的市场化,是指通过市场化的制度安排来实现风险的识别、定价、分担和出清,具体包括六个维度。

第一,风险定价的市场化。让风险体现在价格之中,这不只是反映在“债务市场”“资产市场”,也反映在“商品市场”。利率是风险的函数,这已经形成共识,但在实践中仍有阻碍。产供链变化、消费者偏好变化的风险,在商品(服务)市场的定价中体现得不充分,有时甚至被传统理论认为是不公平竞争。风险定价机制的有效运转受制于认知和制度两个层面的深层障碍。改革应从认知更新(将风险定价上升为市场化改革的核心议题)、制度重构(消除风险隐瞒的制度性激励,改革地方官员绩效考核体系和国企隐性担保)、工具补齐(推动金融资产分类标准转型、建立统一的地方政府债务信息披露平台、发展信用违约互换等风险转移工具)三个维度协同推进。

第二,破产制度的市场化。建立市场化、法治化的企业退出机制,使不具备持续经营能力的企业(包括上市公司)能够通过破产程序有序退出。当前在实践中面临地方政府阻挠、银行续贷偏好、破产管理人制度不完善等障碍,需要消除这些行政性障碍,让市场力量在企业的“生”与“死”中发挥决定性作用。同时,应提升全社会对企业破产、重组的认知,在条件成熟的地区率先推行个人破产制度。

第三,鼓励兼并重组的市场化。通过风险定价引导资源重组,让初创企业获得资本,让闲置资产被重新利用,让不良债务得到处置。兼并重组是风险出清的重要途径——它不是简单地“消灭”风险,而是通过资源的重新组合来化解和转化风险。政府应消除兼并重组中的行政壁垒和制度障碍,完善非上市一级、二级产权交易和资产估值市场,为市场化的兼并重组创造条件。

第四,信息披露的市场化。充分、准确、及时的信息披露是风险定价和风险出清的前提条件。在存量—流量循环中,信息不对称的问题更加突出:存量资产的真实价值难以评估,存量风险的分布不透明,存量主体的信用状况变化难以追踪。信息披露市场化改革要求扩大披露范围和颗粒度,提高披露标准和处罚力度,大力发展独立的信息中介和信用评级机构。信息不对称最终仍要靠市场来解决,政府的作用是为市场赋能,而不是替代市场。

第五,信用评级的市场化。独立、客观、专业的信用评级是风险定价的重要参考。当前我国信用评级市场存在评级虚高、竞争无序、独立性不足、可信度不高等问题。改革需要引入国际竞争、完善评级方法论、强化评级结果的市场约束力、建立评级机构的法律责任追究机制。

第六,主动暴露风险以提高透明度。转变观念,适当主动暴露风险,不仅不会引起不稳定,反而有利于抑制隐性的风险循环累积和扩散,更有利于改善大众预期。提高风险透明度需要专业化的工具、机构和方法,这也是市场出清风险的必备条件。有序的风险暴露是风险定价的前提——只有当风险被看见,才能被定价;只有被定价,才能被出清。出清风险,不是临时任务,而是现代市场的基本功能。这是新一轮市场化改革的核心目标,也是政府赋能市场的方向。

(二)政府赋能市场:创造风险出清的制度条件

在风险分配的市场化改革中,政府的角色不是替代市场进行集中式的风险出清,而是赋能市场——为市场机制在风险出清中发挥决定性作用创造制度条件,具体包括三个方面。

第一,实现顺畅退出。当前我国经济中风险难以出清的一个重要原因是制度性阻滞:地方政府出于年度 GDP 考核和维稳考虑,阻止僵尸企业退出;银行出于不良贷款率考核压力延续僵尸

贷款。政府的首要任务是消除这些制度障碍:改革地方官员绩效考核体系,弱化年度 GDP 增长的权重,增加风险化解和制度建设的权重;改革银行不良贷款考核机制,允许不良贷款在合理范围内显性化。

第二,建设制度基础设施。市场化的风险出清需要完善的制度基础设施作为支撑——破产法律体系和专门的破产法庭、信用信息系统和数据共享平台、资产评估和交易体系、投资者保护机制、社会保障体系等。这些制度基础设施是发挥市场基本功能作用的必要条件,政府应作为主要投资者来建设和维护。

第三,数字化智能化赋能风险定价。大数据、人工智能、区块链等技术为风险定价和风险出清提供了全新的工具和手段。政府应积极推动数字技术在风险定价和风险出清中的应用:建设统一的信用信息共享平台,开放政府数据,供风险评估、风控模型使用,支持金融科技公司在风险定价领域的创新。

(三)央地关系重塑

存量风险的出清和风险管理的市场化改革,还涉及央地关系的重塑问题。

第一,"花钱买机制"重塑转移支付逻辑。在风险出清的背景下,转移支付应增加"买机制"的新功能——中央通过财政转移支付,为地方政府推进风险出清与制度改革提供激励和支持。其回报不是短期的 GDP 增长,而是长期的制度改善和市场机制的有效运转。

第二,化债与改革挂钩。化债资金应该与改革进程挂钩:地方政府在接受中央化债支持的同时,必须承诺并实施一系列改革措施——包括清理僵尸企业、完善破产制度、推进信息公开、改革投融资体制等。这种"化债—改革挂钩"的机制设计,将化债从单纯的"财务操作"提升为"制度改革"的契机。通过"花钱买机制"和"化债—改革挂钩"的机制设计,可以在一定程度上打破这种格局,重建地方政府的风险责任和改革动力。

八、研究结论与展望

本文围绕"市场功能从资源配置转向风险出清"这一核心命题,进行了系统的理论分析和政策论证,主要结论如下:第一,中国经济运行中三个悖论的共同根源在于,在存量—流量循环主导的新阶段,存量风险的累积正在系统性地阻滞流量的循环。传统宏观经济学和市场化改革理论以流量分析为核心,难以有效解释和解决这些结构性障碍。第二,经济循环模式已经发生历史性转变——从工业化短缺时期的流量循环主导演化为存量经济时代的存量—流量循环主导。存量财富规模远超年度流量,资产负债表状态成为微观主体决策的核心约束。第三,在存量—流量循环中,风险循环与货币循环的互构成为经济运行的主导形态。风险循环如"气",货币循环如"血"——风险累积导致资金空转、信贷需求不足、货币政策传导受阻,形成"气滞血瘀"的困局。第四,传统的"供求定价"理论在存量主导经济中面临根本性局限。风险定价机制本身面临深层的制度障碍:市场主体作为"风险人"天然具有隐瞒风险的特征,"风险大锅饭"体制使隐瞒动机被制度性强化,加之风险揭示工具不足,共同导致风险定价难以实现和风险循环累积。第五,市场的首要功能应从资源配置转向风险定价和风险出清。资源配置是风险出清的派生结果。宏观政策应从逆周期调节转向风险出清的社会成本分担,财政政策从投资驱动转向制度投资,财政货币政策转向一体化运作,共同打通货币循环。第六,市场化改革的核心命题应从增量时代的"放开准入、搞活竞争"转向存量经济时代的"风险分配的市场化"。改革应涵盖风险定价市场化、破产制度市场化、鼓励兼并重组、信息披露市场化、信用评级市场化、主动暴露风险以提高透明度等六个维度。政府的角色不是替代市场配置资源,而是赋能市场进行风险定价和风险

出清。出清风险，不是临时任务，而是现代市场的基本功能。

本文的理论框架尚需在以下方面进一步深化和拓展：第一，风险循环与货币循环互构模型的形式化和定量化，特别是通过构建包含存量—流量互动机制的计量模型，量化风险循环对货币循环和经济循环的传导效应。第二，不同制度背景下风险出清模式的比较研究——日本、美国、欧洲在应对存量风险时采取了不同的制度路径，其效果差异值得系统比较。第三，数智化技术对风险定价和风险出清的颠覆性影响，特别是大语言模型在企业信用评估、风险预警和破产预测中的应用前景。第四，全球化背景下跨国风险传导与出清的协调机制。

在经济金融化和数智化深入推进的时代背景下，重新认识市场功能、重建市场制度基础，是我国经济从高速增长阶段平稳过渡到高质量发展阶段的理论前提和制度保障。市场功能从资源配置到风险出清的转变，不仅是理论认知的深化，更是改革实践的指引——它要求我们从增量思维转向存量思维，从“刺激需求”的政策取向转向“疏通循环”的政策取向。唯有如此，我国经济才能在存量—流量循环的新阶段找到通向高质量发展的道路。*Reform*

参考文献

[1]桑福德·格罗斯曼，奥利弗·哈特，阮睿.所有权的成本和收益：一个纵向和横向一体化理论[J].经济社会体制比较，2017(1)：14–30.

[2]乔治·阿克洛夫.柠檬市场：质量的不确定性和市场机制[J].经济导刊，2001(6)：1–8.

[3]Knight F H. Risk, uncertainty and profit[M]. Boston: Houghton Mifflin Company, 1921.

[4]Minsky H P. Stabilizing an unstable economy [M]. New Haven: Yale University Press, 1986.

[5]Fisher I. The debt–deflation theory of great depressions[J]. Econometrica, 1933, 1(4): 337–357.

[6]刘尚希.中国财政风险的制度特征：“风险大锅饭”[J].管理世界，2004(5)：39–44.

[7]刘尚希.公共风险论[M].北京：人民出版社，2018.

[8]Moore B J. Horizontalists and verticalists: the macroeconomics of credit money[M]. Cambridge: Cambridge University Press, 1988.

[9]Graziani A. The monetary theory of production [M]. Cambridge: Cambridge University Press, 2003.

[10]Wray L R. Modern money theory: a primer on macroeconomics for sovereign monetary systems[M]. 2nd ed. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2015.

[11]姚东旻，徐雅菁.政府债务的本质——两种财政观对比与我国政策理念的选择[J].中国人民大学学报，2026(4)：31–46.

[12]马海涛，姚东旻.构建体现中国特色的财政金融协调理论[N].光明日报，2024–03–19(11).

[13]刘尚希.财政政策与货币政策已呈一体化趋势[EB/OL].(2025–06–19)[2026–07–14].https://www.news.cn/sikepro/20250619/d1d0d0f606fd4e16a44b3fc25c63d065/c.html.

[14]中国人民银行.2026年上半年金融统计数据报告[R].北京：中国人民银行，2026.

[15]国家统计局.中华人民共和国2025年国民经济和社会发展统计公报[EB/OL].(2026–02–28)[2026–07–15].https://www.stats.gov.cn/sj/zxfbhjd/202602/t20260228_1962662.html.

[16]国家金融与发展实验室.NIFD季报：2026年一季度宏观杠杆率报告[R].北京：国家金融与发展实验室，2026.

[17]审计署.国务院关于2025年度中央预算执

行和其他财政收支的审计工作报告[EB/OL].(2026-06-23)[2026-07-15].https://www.audit.gov.cn/n11/n536/n980/c10793231/part/10793271.pdf.

[18]清华大学中国经济思想与实践研究院.畅通国民经济循环:从传统公共财政转向现代公共金融——2025年上半年经济形势分析与下半年经济展望[J].改革,2025(6):56-75.

[19]Financial Stability Board. Global monitoring report on nonbank financial intermediation 2025[R/OL].(2025-12-16)[2026-07-14].https://www.fsb.org/uploads/P161225.pdf.

[20]刘尚希,等.货币之母与风险之锚:解码现代财政金融关系的新逻辑[M].北京:中信出版集团,2025.

Reconstructing Market Functions: From Resource Allocation to Risk Clearance—Also on Risk Pricing and Institutional Innovation in Stock-Flow Cycles

Liu Shangxi

Abstract: Against the backdrop of deepening financialization and digital-intelligent evolution, the primary function of markets is undergoing a historic transformation—from traditional resource allocation to risk clearing. Three structural paradoxes in China's economic operation—social-level "no shortage of money, but lack of demand", economic-level "no shortage of funds, but lack of capital", and fiscal-level "no shortage of financial resources, but lack of liquidity"—collectively point to a reality: the accumulation of existing risks is impeding the circulation of economic flows. The foremost challenge currently facing the economy is not resource scarcity, but unresolved risks. Centering on this core assessment, the text systematically elaborates on the historical transition of economic cycles from flow-dominance to stock-flow-dominance. It proposes that in the new phase dominated by stock-flow cycles, the primary function of markets should shift from resource allocation to risk pricing and risk clearance, with resource allocation being a derivative outcome of risk clearance. Accordingly, it advocates for new propositions such as macro policies transitioning from counter-cyclical adjustments to social cost-sharing for risk clearance, fiscal policies shifting from investment-driven to institutional investment, and monetary policies moving from aggregate easing to facilitating monetary circulation. Additionally, it suggests that market-oriented reforms should transition from marketization of resource allocation to marketization of risk distribution, while governments should strengthen institutional infrastructure for market-clearing risks.

Key words: market function; risk clearance; resource allocation; risk circulation; risk pricing

(责任编辑:杨果)