

论文 NO. 2017 年 9

发表时间：2017 年 9 月 8 日

# 制度改革助力金融支持实体经济

曾刚

摘要：在日前召开的第五次全国金融工作会议上，习近平总书记对当前和今后一个时期金融工作做出全面部署，提出要服务实体经济，防控金融风险，深化金融改革三项任务。这标志着中国金融业将步入全新的发展时期。

声明：国家金融与发展实验室论文发表实验室工作人员的研究成果，以利于开展学术交流与研讨。论文内容仅代表作者个人学术观点。如需引用，请注明来源为《国家金融与发展实验室论文》。

## 新时期的金融定位

将服务实体经济列为金融工作三项任务之首，实质上是明确了金融在新的经济发展阶段的定位。在一段时间中，金融业的快速发展与过度繁荣，使人们对金融本质的理解出现了不小的偏差。在一些人看来，金融无所不能，金融效率的高低决定着实体经济繁荣程度和国民富裕水平。基于这种观点，降低金融准入门槛、推动金融要素市场化以及放松监管等等，都可以通过提高资源配置效率来促进金融繁荣，进而带来实体经济的发展。但现实告诉我们，情况并非总是如此。新世纪以来，全球金融监管放松所带来的金融业繁荣，并未如愿带来实体经济同样的增长，反而导致金融机构甚至是实体企业自身的脱实向虚，经济结构严重扭曲，最终引发严重的资产泡沫和次贷危机，反倒给实体经济造成了严重伤害。

对中国而言，在过去几年中，尽管还远未严重到危机的程度，但一些类似的问题和风险也在不断累积。一是金融业规模快速扩张，远远超过实体经济的增长速度，引发了资产价格泡沫的风险；二是在金融创新加速的同时，监管制度的完善相对滞后，导致套利业务盛行，大量风险游离于监管之外；三是金融机构过于关注短期收益，对实体经济（尤其是对中小企业）的支持力度明显减弱，越来越多的资金投向金融市场相关领域，脱实向虚愈发严重。以上种种迹象，均意味着金融繁荣与实体经济发展的背离，由于缺乏实体经济发展做支撑，金融业依靠“自娱自乐”带来的繁荣必然是伴随着系统性风险的快速积累。

在以上背景下，金融工作会议强调金融回归支持实体经济的本源，是在新的发展阶段（尤其是金融业经历了一段时间过度创新，脱实向虚愈发明显，金融风险事件日益增多）对金融业做出的一个全新的、明确的定位。

## 结构减速背景下金融与实体经济的关系

次贷危机爆发以来，全球原有经济结构被打破，失衡与再平衡成为过去十年经济运行的主要特征。在此背景下，全球实体经济增长步入停滞期，而中国经济则进入了新常态。我国经济新常态的主要特征可以概括为结构性减速。一方面是整体经济增速的放缓，另一方面则是伴随着中长期的结构性调整 and 变化。

经济增长方面。如果剔除 2009 年财政强刺激政策引致的 2010 年经济增长率的“异动”，中国经济增速的缓慢下滑始于 2008 年初，而且下行的压力至今未减。尽管 2017 年上半年经济增长速度回升至 6.9%，但从长期来看，劳动力和资本投入增长率下降，技术进步缓慢，决定了我国经济增长依然面临诸多困难。

结构调整方面。全球经济再平衡的过程，也推动了中国经济结构的深刻调整。从产业构成来看，第三产业对经济增长的贡献度显著上升，从 2006 年的 45.9% 上升到 2016 年的 59.1%，而第二产业的贡献度则从 2010 年最高峰时的 57.4% 下降到 2010 年的 37.8%；从需求构成来看，消费对经济增长的贡献度大幅提高，从 2006 年的 42% 上升到了 2016 年的 64.6%，投资的贡献度则从 2009 年最高时的 86.5% 急速下跌至 2016 年的 42.2%，而净出口对经济增长的贡献度则在 2008 年以后的多数年份为负。

总体来看，中国经济目前仍处于调整期，在经济增速逐步趋缓的同时，经济增长的主要动力也正从投资和传统制造业转向消费和服务业。这一转变对金融业有着极其深远的影响，在很大程度上也是今天我们所看到的许多问题的根源。

从我国目前情况来看，实体经济对金融发展的影响仍然是决定性的，金融风险在很多时候都是实体经济缺陷在金融层面的镜像而

已。具体而言，经济减速与结构调整，中央、地方财政，国企制度等领域所存在的问题，一一投射到金融层面，成为诸多风险隐患的根源。

经济结构性减速对金融的影响。其一，经济减速，意味着对金融的有效需求减弱，难以为金融业的持续扩张提供空间。其二，制造业是金融业传统资源配置的主要领域，制造业的调整，一方面会给存量贷款带来信用风险挑战，另一方面也会让银行业的资金投向缺乏明确的目标和依托。其三，尽管在理论上，消费和服务业兴起会带来新的机遇，但以服务对公客户为主的传统金融业务模式，难以适应消费和服务业金融需求小额、分散的特征，脱虚向实的难度加大。

财政对金融的影响。地方政府融资以及房地产泡沫问题，都或多或少的与中央地方财政的财权、事权分配有关。尽管近年来融资约束越来越强，但地方政府的融资冲动犹在，加之经济结构调整背景下，资金难以找到具有安全边际的投向，地方政府自然就成为金融机构竞相追捧的对象。以至于地方政府隐性负债模式花样翻新，规模迅速扩张。

国企改革对金融的影响。企业去杠杆一直是供给侧结构改革的核心内容，但在过去几年中并未取得明显成果，尤其是国有企业，杠杆率水平还一直稳中有升。究其原因，一方面与国有企业财务预算软化，难以对过度负债行为形成有效的自我约束有关；另一方面则是因为部分僵尸企业难以迅速退出，占用了大量资源，并形成潜在的金融风险。

对金融业而言，实体经济所存在的问题是给定的外部约束，尽管金融业可以部分参与这些问题的化解，但根本的解决之道，仍在于如何去推动经济结构调整以及地方债务制度和国企制度的改革与

完善，等等。

## 制度改革助力金融支持实体经济

要更好地服务于实体经济发展，从金融层面应关注两个方面的问题。

一要防范、化解系统性金融风险。

目前来看，我国经济、金融领域中潜在的系统性风险包括影子银行、房地产泡沫、国有企业高杠杆、地方政府债务，等等。以上这些问题都早已存在，有些也得到了一定的重视，但在政策制定和实施层面，仍有危机意识不够、执行力度不够等问题，潜在风险没有得到有效的遏制。以上这些潜在系统性风险，成因各不相同，但也相互关联，在具体的防范、化解中，需要在摸清情况的基础上，按照轻重缓急和危害程度，统筹先后顺序和政策协调，积极稳妥化解相关风险。

一是要正视风险，对高概率的、明显的“灰犀牛”事件要有足够的重视，全面提高金融机构、地方政府和国有企业的风险意识。二是统筹全局，制定防范和化解方案。由于系统性风险天然具有一定的公共性特征，政府需要在其中发挥主导作用。三是推进制度改革，完善激励约束机制。如前所述，许多潜在金融风险的形成，往往与实体经济或制度的缺陷有关。在现有框架之下，难以阻止风险的进一步升级，必须诉诸于体制改革和完善。

目前来看，已经明确的工作主要包括：一是金融监管改革，建立金融稳定发展委员会，统筹金融监管规则制定、监管协调与监管问责。二是国企去杠杆，一方面继续推进国有企业改革，建立合格市场主体的体制和机制；另一方面加快僵尸企业的处置、退出工作，在化解存量金融风险的同时，优化资源配置效率。三是约束地

方政府过度负债，在继续规范地方政府融资行为的同时，不断充实、完善地方债务发行的正常渠道。

二要提高金融服务实体经济的效率。

如何提高金融服务实体经济的效率，适应产业和经济结构调整，为供给侧结构性改革创造良好的金融环境，是金融工作会议要求的关键所在。可改进的领域包括：

一是优化金融结构。促进直接融资，尤其是股权融资发展，为优化企业债务结构、降低杠杆率奠定制度性基础。二是优化客户结构。适应经济结构和产业结构调整，金融机构应进一步优化产品服务、组织架构和业务流程，加大对小微企业和零售客户等普惠金融业务的支持力度。三是完善金融机构公司治理。引导金融机构逐步建立、完善激励约束机制，树立长期稳健经营的理念，降低对短期利益的过分关注，以推动银企关系的进一步改善。四是完善、优化监管体系。强化监管是引导金融服务实体经济的重要保障，从目前来看，统一监管规则，强化监管协调，进一步压缩金融套利空间，都是未来重要的发展方向。当然，完善监管并不只是一味提高监管标准，优化监管同样重要。在强化监管，遏制金融套利的同时，还应全面统筹政出多门的各种监管措施，对存在重叠或交叉的各项政策进行统一的梳理、整合，并配合供给侧结构性改革的要求和国家产业政策导向，对需要支持的领域进行适当倾斜。