

论文 NO. 2017 年 6

发表时间：2017 年 6 月 20 日

“金融服务实体经济”辨

李扬

摘要：我们主张环绕金融的基本功能来重新审视“金融服务实体经济”命题。本文认为，所谓“金融要服务实体经济”，根本的要求，就是有效发挥其媒介资源配置的功能；所谓为实体经济提供更好的金融服务，则要求的是降低流通成本，提高金融的中介效率和分配效率。因此，进一步理顺利率、汇率和无风险收益率曲线等媒介资源配置的市场基准、建立稳定的筹集长期资金和权益类资本的机制、大力发展普惠金融、建立市场化风险处置机制以及完善金融监管框架，是提高金融服务实体经济效率的根本举措。

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》。

本轮全球金融危机以来，“金融应当服务实体经济”，几乎成为所有文章、文件以及各类会议的箴言。近两年来，随着国内“经济发展新常态特征更加明显”，①另一个与此相近的命题——制止金融“脱实向虚”，又在各界不胫而走。

一望之下，这两个彼此应和的命题简单明了，但是，深究下去就会发现：要想把个中道理阐述清楚，其实相当困难。原因当然是多方面的，其中最具要害者有三。其一关乎概念：经过几十年的“经济金融化”发展，如今，在现实中，“金融”与“实体经济”的界限已经十分模糊，这使得主、客体难辨，“提供服务”难措手足；其二关乎本质：实体经济长期疲弱，投资收益率持续下滑，经济风险不断积累，致使金融机构在向企业提供贷款时逡巡不前，广大投资者在购买企业的债务或权益产品时不得不掂量再三；其三关乎金融自身：在金融发展的自身逻辑中，客观上就潜藏着对实体经济不断“疏远化”的倾向，危机以来尤甚。

本文认为，尽管存在缺陷，“金融服务实体经济”的命题是可以成立的，因为它揭示了货币金融的本质。然而，我们主张环绕金融的基本功能来重新审视这个命题。在我们看来，金融工具林林种种，金融活动纷繁复杂，其根本目的，就是在市场经济运行中媒介资源配置过程。因此，所谓“金融要服务实体经济”，根本的要求，就是有效发挥其媒介资源配置的功能；所谓为实体经济提供更好的金融服务，则要求的是降低流通成本，提高金融的中介效率和分配效率。

本文首先从金融与实体经济的相互渗透、实体经济发展的现状以及金融对实体经济疏远化倾向等三个方面，探讨金融出现“脱实向虚”的原因，然后，环绕媒介资源配置和提高资源配置效率这个基本功能，探讨提高金融服务实体经济效率的改革举措。

一、若干概念辨析

（一）金融与实体经济、虚与实的分野

在一般人看来，货币金融与实体经济非此即彼。然而，经过专业训练的经济学者都清楚地知晓：货币金融与实体经济之间的界限从来就不是泾渭分明的。马克思早就指出：“货币是和其他一切商品相对的一般商品。”^②这就从起点上揭示了货币金融和实体经济（商品）的同源性。在人类历史上，货币确曾固定地由某些商品（如黄金）来充当，从而保持着与实体经济相区别的样貌，但是，由打货币被信用化之后，金融活动日趋多样，货币金融与实体经济的界限开始趋向模糊。尤其是近几十年来，经过层出不穷的金融创新和持续不断的金融自由化，实体经济已程度不同地被“金融化”或“类金融化”了。

在实体经济金融化的过程中，发挥关键作用的是金融的一个基本属性——流动性。在货币金融世界里，一种资产是否为货币，是依据其流动性高低来确定的。所谓流动性，指的是一种资产转换为交易媒介的难易、快慢和受损失程度。一种资产有了流动性，便就有了一定程度的“货币性”。货币当局总是将定期存款、储蓄存款和外币存款等合称为“准货币”，基本根据就是：它们较其他资产具有较高的流动性，因而可称作“货币”；但较之现金和活期存款，其流动性较低，

因而只是接近货币(准)而已。

一种资产流动性的高低，由该资产之市场状况决定。一种资产的市场如果具有较高的密度(tightness, 即每笔交易价格对市场中间价格的偏离幅度较小)、较大的深度(depth, 即较大规模的交易都不会对市场现行价格产生显著影响)和较大的弹性(resiliency, 即由交易引起的价格波动向其均衡价格收敛的速度越快), 则称该资产具有较高的市场流动性; 资产的流动性越高, 其货币性就越强。根据这一界说, 现钞、活期存款等等我们常识中的货币, 无非只是具有最高流动性的资产而已。

虽然, 一种资产的金融化, 是通过提高该资产市场的流动性而产生的。问题恰恰在于, 近几十年来的金融创新, 其不懈的动力和客观的结果, 就是提高所有资产的流动性。举例来说, 房地产一向是流动性最差的资产, 但是, 经过一级又一级的证券化和信用增级, 基于庞大的市场交易规模, 与房地产相关联的金融资产如今获得了很高的流动性。正因如此, 在危机之初, 美联储才将用于投资的房地产归入金融一类, 将之与实体经济相对立。

如今, 在普通投资者资产配置的选项里, 其“实体性”不容置辩的大宗产品, 霍然就与其“金融性”毋庸置疑的固定收益产品和汇率产品等量齐观; 时下稍具规模的投资机构, 都会在旗下专设 FICC 部门, 即将固定收益(fixed income)、货币(currency)和商品(commodity)统一在一个逻辑框架下加以运筹。仅此一端就告诉我们, 如今讨论金融和实体经济的关系, 根本的难点之一, 在于缺乏清

晰的概念界定和不含糊的分析前提。要解决这一难题，恐怕需要另辟蹊径，从实体经济的金融化入手，将实体经济和金融经济同炉熔炼。

虚和实这一对概念更是如此。无论如何界定，虚、实关系的主体都包含金融与实体经济的关系；这两者间的边界越来越模糊且彼此渗透，已如上述。随着经济的发展，更有一些新的因素不断加入，使得虚实难辨，其中最具关键意义的，就是作为实体经济主体的制造业，自 20 世纪 70 年代来已经大规模“服务化”了。

在传统的经济学分类中，服务业大部被划归“流通部门”。根据传统理论，服务业的大部分自身并不创造价值，因而可视为经济的虚拟部分。然而 20 世纪 70 年代以来的制造业服务化浪潮逐渐侵蚀了传统的分类界限，如今，制造业和服务业已经难分轩轻。

制造业的投入广泛服务化了。这当然归功于生产的信息化、社会化和专业化趋势的不断增强。生产的信息化发展，使得与信息的产生、传递和处理有关的服务型生产资料的需求增长速度，逐渐超过对传统实物生产资料的需求。而生产的社会化、专业化，以及在此基础上的协作深化，则使企业内外经济联系大大加强，从原料、能源、半成品到成品，从研究开发、生产协调、产品销售，到售后服务、信息反馈等等，越来越多的企业在生产领域织就了密如蛛网的纵向和横向联系，其相互依赖程度日益加深。这些趋势发展的综合结果，就是使经济社会对商业、金融、银行、保险、海运、空运、陆运，以及广告、咨询、情报、检验、设备租赁、维修等服务型生产资料的需求呈指数上升。简言之，如今，服务作为生产要素，已经与劳动、资本、科技进步、

企业家精神等传统要素并列，而且日益显示出其重要性。

从产出侧来看，随着信息技术的发展和企业对“顾客满意”重要性认识的加深，制造业企业不再仅仅关注传统实物产品的生产，而是广泛涉及实物产品的整个生命周期，包括市场调查、实物产品开发或改进、生产制造、销售、售后服务、实物产品的报废、解体或回收等。服务环节在制造业价值链中的作用越来越大，许多传统制造业企业甚至专注于战略管理、研究开发、市场营销等活动，而索性放弃或者将制造活动“外包”。在这个意义上，制造业企业正在转变为某种意义上的服务企业，产出服务化成为当今世界制造业的发展趋势之一。

经济的服务化趋势，是造成经济生活中的虚与实、金融与实体经济难分轩轻的另一类重要因素。我们看到，在有关金融服务实体经济的讨论中，确曾就有训练有素的学者称：金融业是服务业，服务业就是实体经济的一部分，所以，“金融要服务实体经济”这个命题本身是伪命题。对于这种反诘，我们很难作答。

（二）金融能够做什么？

一般人理解的金融应当服务实体经济这一命题，其实包含着这样一句潜台词：在现实经济生活中，金融即便不是无所不能，至少也是最主要的决定因素。这一判断，过高地估计了金融的作用。

在 19 世纪之前，金融与实体经济之间的关系相对简单，而且主要体现在宏观层面，尽管当时还没有用宏观经济学的概念来指称这种关系。作为这一实践的理论映射，标准的经济学理论把我们生活在其中的纷繁复杂的现代经济社会区别为实体世界（real world）和货

币金融世界(monetary world) 两个侧面。所谓实体世界,指的是由物资资源、人口、产品、劳务、劳动生产率、技术等“实体” 因素构成的经济世界;而货币金融世界则指的是由饥不能食、寒不能衣的货币资金的运动所构成的经济世界。这样,在宏观层面讨论金融对实体经济的影响,主要涉及的是货币资金的供求机制及其对物价水平的影响。因而,所谓金融要服务实体经济,主要指的是:金融部门要为经济发展提供适当的流动性,并以此保持物价稳定。显然,此时的货币金融对于实体经济而言,本质上是中性的,企图运用货币金融手段来影响实体经济运行,或可产生短期冲击,但长期终究无效。此即古典经济学的“两分法”。这样,虽然金融在人们日常生产和生活中看起来十分重要,但是,在主流经济学的理论体系中,囿于有效市场假说,金融因素始终未被系统性地引入宏观经济学一般均衡模型框架中,从而一直委屈地在经济学家族中居于“庶出”地位。

在理论界,最早企图突破金融与实体经济“两分”框架的是瑞典经济学家维克赛尔(维克赛尔,1898)。他致力于在“金融世界”和“实体(真实) 世界”之间找到一座“由此达彼”的桥梁。在他看来,利率就是这座桥梁:通过货币利率和自然利率对应调整、前者向后者靠近的“累积过程”,引致储蓄和投资、供给(生产) 和需求发生方向相反的变化,最终驱使均衡达成,进而决定经济活动的总体水平;而利率结构的变化,则可能影响资源配置的效率,进而影响经济活动的总体水平。凯恩斯继承了维克赛尔的分析思路,并将之发扬光大(凯恩斯 1936) 。

20 世纪 60 年代，金融中介理论的异军突起，开辟了探讨金融与实体经济关系的新路径。这一理论，从实体经济运行不可或缺的要素入手，循着交易成本、不对称信息、中介效率、分配效率、风险管理和价值增值等等方面切入，层层考察了金融与实体经济的关系，阐述了两者间相互关联和相互

影响的关系。在金融中介理论的大家族中，其创始者，格利和肖的贡献不可忽视（格利和肖，1960），尤其是，当我们分析金融与实体经济的关系时，切不可忘记两位学者有关“内在货币”和“外在货币”的分析。在格利和肖看来，货币资产有着不同的类型，而不同类型的货币资产的名义扩张或收缩，对实体经济活动的运行会产生不同的影响。现实中，存在着政府债务和私人金融机构债务两类债务。由政府购买商品、劳务或转移支付而产生的货币资产可称作为“外在货币”，因为它们代表政府对私人部门的债务净额。与之对应，由私人部门债务组成的货币资产可称作“内在货币”，因为它们代表基于实体经济活动、产生于私人部门的资产和负债（初级证券）。换言之，在内在货币创造的过程中，金融与实体经济之间是相互勾连、彼此渗透的，这个过程引起财富转移，进而对劳动力、当期产出和货币的总需求产生影响。

20 世纪 70—80 年代，信息经济学、新增长理论和新金融发展理论兴起，进一步打破了传统金融研究的僵局。伯南克和格特勒将金融作为内生性体系纳入（实体经济的）动态随机一般均衡模型（伯南克和格特勒 1996），揭示出投资水平与企业的资产负债表状况间

的关系，以及金融市场波动逐步“绑架”传统经济周期的现实，进而让我们认识了“金融经济周期”；而以默顿为代表的金融功能学说，更为我们探讨金融与实体经济的关系提供了新的分析角度（默顿1995）。

根据默顿的概括，金融体系具有如下六项基本功能：（1）清算和支付功能，即提供便利商品、劳务和资产交易的支付清算手段；（2）融通资金和股权细化功能，即通过提供各种机制，汇聚资金并导向大规模的物理上无法分割的投资项目；（3）为在时空上实现经济资源转移提供渠道，即金融体系提供了促使经济资源跨时间、地域和产业转移的方法和机制；（4）风险管理功能，即提供应付不测和控制风险的手段及途径；（5）信息提供功能，即通过提供价格（利率、收益率和汇率等）信号，帮助协调不同经济部门的非集中化决策；（6）解决激励问题，即帮助解决在金融交易双方拥有不对称信息及委托代理行为中的激励问题。

不妨归纳一下，上述六项功能中，二、三两项涉及储蓄和投资，这为多数人所熟习；其他四项则概括的是金融体系在促进分工、防范和化解风险、改善资源配置效率、利用信息优势、降低交易成本等方面的作用。这些功能或容易被人忽略，或索性就没有多少人知晓。

长期以来，我国学界、政府与社会对于金融功能的理解，基本上集中于其储蓄和投资方面，而忽视其他重要功能。由于有此偏颇，金融的功能或多或少被扭曲了：金融仅仅被看作为向经济活动输送资金的“血脉”，它作为市场经济制度之基础构件以及其他或许是更

重要的功能（例如，为资源配置提供信号、深化分工与协作、管理风险、提供激励等），则被忽视了。客观地说，如此理解金融，在我国有其实践基础。从经济发展的阶段来看，在至今尚未结束的传统工业化时期，由于经济发展有着比较确定的需求或投资的方向，金融体系的主要功能确实就集中于为相应的生产与投资活动提供资金；过去30余年高速增长过程中微观主体对于资金的渴求和银行主导的金融体系，也使得人们产生了金融的功能就是筹集和配置资金的认识偏颇。基于这些看法和实践，所谓“金融服务实体经济”的命题，在我国这里很容易被简单化为无条件满足微观企业的资金需求；如果做不到，便会被扣上一顶“不为实体经济服务”的帽子。

不难看出，在整个经济的运行中，金融其实只是配角，近年来它所以引起越来越多的关注，实在只是因为，它在履行自身功能方面已经越来越不尽责，甚至“自娱自乐”，以至于从负面上干扰了实体经济的运行。面对此状，正确的做法就是将金融的发展拉回到媒介资源配置、提高资源配置效率的基本功能上。舍此，都会误入歧途。

二、金融运行的实体经济背景

金融业的收益来自实体经济，因此，有效服务实体经济，是金融业安身立命之本。人们在责难金融部门，称其不服务实体经济时，常常忽略了这一点。如果在这一点上我们有清醒且不含偏见的共识，那么，当我们看到金融机构在向企业提供贷款时逡巡不前，当我们看到企业发行的债务产品或权益产品在市场上不为广大投资者接受，就应冷静地看到，资金的融通活动在这里难以实现，是因

为实体经济中存在着越来越大的风险；而金融机构和广大投资者规避这种风险，恰恰是一种理性的行为。

基于这一认识，讨论金融服务实体经济问题，不可或缺的前提和重要内容，是对实体经济的状况进行分析判断。我们看到，危机以来的国内外实体经济，风险始终存在，而且有愈演愈烈之势。

（一）全球经济：长期停滞

始自 2008 年的全球金融危机，如今已呈现出长期停滞的特征。其主要表现有五：

其一，经历了 8 年多危机的全球经济，如今仍深陷弱复苏、低增长、高失业、低通胀、高负债、高风险的泥沼中。造成这种状况的原因可归纳为两类：一是导致危机发生的主要因素，即主要国家的经济发展方式、经济结构、财政结构和金融结构的严重扭曲，依然故我；二是在救助危机过程中各国相继推出的“超常规”措施，在防止危机产生多米诺骨牌死亡效应的同时，正逐渐显现出巨大的副作用。低迷的投资回报率、居高不下的债务率和杠杆率、过度的货币供应、徘徊于悬崖边的财政赤字、松懈的市场纪律以及社会动荡愈演愈烈，是其中最显著者。

其二，各国经济运行非同步、大宗产品价格变动不居、利率水平悬殊、汇率剧烈波动、国际游资肆虐。各国宏观经济变量差异的长期化和无序化，为国际投机资本创造出从事“息差交易”（currency trade）的温床，从而，国际游资大规模跨境流动并引发国际金融市场动荡，已经成为全球经济的新常态之一。

其三，各国宏观经济政策均程度不同地陷入“去杠杆化”和“修复资产负债表”两难境地。此次危机作为金融危机，主要是由各类经济主体负债率和杠杆率过高引发的。因此，危机的恢复，显然以“去杠杆化”为必要条件。然而，去杠杆化至少涉及两大难题：第一，从根本上去杠杆化，需要不断提高储蓄率并积累大量储蓄。但是，对绝大多数国家来说，储蓄率不易提高，储蓄急切难得。第二，去杠杆化作为经济恢复的前提条件，势将全面引发“修复资产负债表”冲击。这将致使大量企业在一个相当长时期内改变行为方式，从“利润最大化”转向“负债最小化”，从而引致整个社会形成一种不事生产和投资、专事还债的“合成谬误”，进而引致“资产负债表式衰退”。全社会的信用紧缩局面，就此形成。

其四，贸易保护主义抬头，地缘政治紧张，局部战争频仍。在经济普遍放缓、失业率攀升、风险不断积累的背景下，以保护本国产业和就业为名推行贸易保护，自然成为各国政府的第一选择。这已经导致全球贸易的增长率连续 4 年低于全球 GDP 增长率，并进一步触发了“去全球化”进程。

其五，全球治理出现真空。第二次世界大战以来，国际社会在几乎所有领域中都建立了专门的治理机构，并相应制定和形成了专业化的治理规则、最佳实践和惯例体系。这些机构及其运行规则，在各个领域中形成了完备的治理机制。这些机构、规则和机制一向运转有效，但显然未能经受住本轮危机的冲击。2007 年以来，现行的全球治理机制，既不能有效应对传统挑战，更无法对日趋复杂的非传统挑战适

时应变，几乎所有的国际治理机构和治理机制都已失灵。可以认为，二战以来建立的以美国为主导的全球治理体系已经“礼崩乐坏”。

上述状况将长期存在。这是因为，处于全球经济“长周期”的下行阶段，主要经济体均陷入了“长期停滞”。造成长期停滞的原因，从供给端分析，主要是技术进步缓慢、人口结构恶化、劳动生产率下降，以及真实利率水平降至负值区间；从需求端看，主要表现是多数国家持续存在“产出缺口”，即实际增长率在较长时期内低于其长期潜在趋势；从宏观政策角度看，主要体现为均衡利率为负值状态下的货币政策失效（流动性陷阱）；从收入分配看，日趋恶化的收入分配格局，进一步撕裂了社会，抑制了经济社会的活力与增长潜力。

（二）中国经济进入新常态

如果说全球经济已陷入长期停滞，那么，中国经济则进入了新常态，其主要特征便是结构性减速。不过，这种因“三期叠加”导致的经济增长速度由高速向中高速的下落，同时伴随着中国经济的总体质量、效益、生态及可持续性向中高端水平迈进。换言之，中国经济新常态包含着经济朝向形态更高级、分工更细致、结构更合理的高级阶段演化的积极内容。

观察中国经济的结构性减速，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”，我们发现经济增速的缓慢下滑自 2008 年始，而且，下行的压力至今未曾稍减。

导致我国经济出现结构性减速的原因主要有四。其一，要素供给效率变化。人口、资本和技术进步，构成支撑一国经济增长的三大要

素供给。从人口供给看，过去 30 余年中，每年数以千万计的劳动力从闲置、半闲置状态转移到制造业，构成支撑我国高速增长的主要因素。但是，从 2012 年开始的人口参与率下降、继以总人口下降的趋势，使得支撑中国经济长期发展的“人口红利”逐渐消逝，随着“刘易斯转折点”的到来，中国进入了“人口负债”时期。2015 年，我国劳动力投入的增长率 30 余年来首次降为 -0.9% ，为我们展示了不容乐观的前景。从资本形成看，过去 30 余年，在高储蓄率支撑下，中国的资本形成率一直保持着相当高的水平。然而，人口红利消失、传统工业化渐趋式微、消费率缓慢走高、资本边际收益率下降、资本产出率下降等，已使得无通货膨胀的资本投入呈逐渐下降之势，固定资产投资增长率从过去 30 余年平均 26% 直落到 2016 年的 8.1% ，便是明证。技术进步动态仍然令我们失望：资本回报率低、技术进步缓慢，是我们面临的长期挑战。统计显示 2008—2015 年，我国劳动生产率下降至 8.16% ，全要素生产率对 GDP 的贡献率也从过去的两位数降至 8.56% ，与此同时，资本的产出弹性也趋于下降（李扬、张平 2016）。简言之，劳动力和资本投入增长率下降，技术进步缓慢，三因素叠加，在经济增长的要素层面，合成了未来我国经济增长率下降的趋势。

其二，资源配置效率变化。过去 30 余年我国的经济增长，主要依靠的是大量资源从农业部门转移到工业部门，从效率低的一次产业转移到效率高的二次产业。长期、大规模地进行这种资源重新配置，带来了劳动生产率的大幅提高。如今，中国的制造业份额（占 GDP

比重) 已近饱和, 产能过剩已严重存在, 人口等资源开始向以服务业为主的三次产业转移。然而, 作为世界普遍规律, 服务业的劳动生产率显著低于制造业; 在中国, 由于服务业多处于低端, 这种生产率差距尤为显著。据中国社科院经济研究所分析(李扬、张平, 2016) , 2006—2015 年, 我国第三产业劳动生产率仅为第二产业的 70% 。基于这样的差距, 当越来越多的人口和其他经济资源从制造业转移到劳动生产率相对较低的服务业时, 中国经济整体的劳动生产率必将下降, 并累及经济增长速度下滑。

其三, 创新能力不足。30 余年来的中国科技创新, 以向世界学习为主要内容: 我们可以轻易地通过将农业中未充分就业的劳动力转移到出口导向、使用进口技术的制造业中, 来持续地提高生产率。但是, 当我们基本完成了以赶超为内容的“学习课程”时, 或者, 国外已没有系统的东西可供学习; 或者, 面对中国崛起, 发达国家已开始对我国进行全面技术封锁。这意味着, “干中学”模式已不可持续, 我们必须从依赖技术进口全面转向自主创新。但是, 自主创新谈何容易。举例来说, 我国专利申请 2014 年已居世界第一, 学术论文发表亦列世界前茅, 但专利转化率却居世界中游。诚如习主席最近尖锐指出的那样: 创新不是发表论文、申请到专利就大功告成了, 创新必须落实到创造新的增长点, 把创新变成实实在在的产业活动。习主席的这段话, 清晰地指明了我国创新能力不足的关键所在(习近平 2015) 。

其四, 资源环境约束增强。浪费资源, 曾经是我国粗放式经济发

展的典型现象。21 世纪以来，能源价格和其他大宗产品价格相继飙升，随后又剧烈波动，终于使我国资源消耗型增长方式遇到强硬的约束。同样，环境曾经被我们认为是可以粗暴“忽视”的外在要素，然而，雾霾挥之不去，食品中重金属严重超标，饮用水普遍被污染等等，已使得发达国家发展一两百年后方才出现的环境问题，在仍处于发展阶段中的中国这里显现出来。当我们着手解决环境污染问题时，中国的经济增长函数就会内生地增添了资源环境约束的负要素。

经济新常态下，我国经济发展的基本特征之一，就是大部分实体经济尚未找到新的发展方向，就是投资收益不断下滑并导致投资率下行。这种状况，使得金融体系的融资功能失去了目标和依托。在这种局面下，金融与实体经济保持一定的距离，并非不可思议的事情。

三、金融对实体经济的疏远化

早在 20 世纪 90 年代，类似我国金融“脱实向虚”的论断和讨论，在美国便已出现。不过，那里提出的命题是金融对实体经济“疏远化”，由被称作美国“经济沙皇”的美联储前主席格林斯潘在向国会为货币政策作证时首次提出（格林斯潘 1996）。

这说明，金融不能有效服务实体经济、脱实向虚的问题，是一种世界现象。

在国会银行委员会上的那段著名证词中，格林斯潘表达了这样的意思：由于金融创新不断深化，货币当局使用传统手段（控制利率、控制货币供应）来对实体经济进行调控，其传导机制越来越不畅通，以至于货币政策效果日趋弱化。换言之，从机制上说，控制

货币供应这样一个政策行为，要经过金融市场的传导才能到达实体经济并对之产生影响，但是，由于金融创新层出不穷，传导效果不断弱化，使得金融与实体经济的关系越来越远疏远化了。基本事实就是，力度足够大的一项货币政策操作在到达实体经济层面之时，即便没有消弭于无形，也成强弩之末。确认了“疏远化”的事实，美国的货币政策范式便开始调整。格林斯潘抛弃了前任联储主席沃尔克的货币政策理念和手段，转而进入了一种没有主义，“去中介化”，本质上是某种新凯恩斯主义的调控模式。

其实，货币金融对实体经济疏远化，早已在货币的原初形式中便已存在（马克思，1895）；随着经济的发展，这种疏远化逐渐由内含而外化，找到了其多样化的存在形式。也就是说，探讨金融脱实向虚问题，并寻找解决的方略，我们必须追根溯源，从货币金融的发展历史说起。

从历史看，经济发展到一定阶段，货币便出现了。货币的出现，极大地促进了实体经济的发展，其主要功能，便是解决了储蓄和投资的跨时期配置问题。如果经济中没有货币，所有的经济主体就不可能有跨时期的储蓄和投资，当然也就没有储蓄向投资转移这一社会机制出现。因为，没有货币，每一个经济主体的当期储蓄都必须而且也只能转化为当期的投资，并且，这种转化只能局限在同一个经济主体自身。货币的出现，改变了这种状况。生产者今年生产的东西没有消费完，他可以将之卖出，从而用货币的形式保有其储蓄。到了第二年，若有必要，该生产者就可以将这笔上期储蓄的

货币支用出去，其当年的支出就可以超出当年的收入。有了资源的跨期配置机制，全社会的配置效率就大大提高了。

但是，这样一个堪称革命的事情，其实已经蕴含着货币与经济相疏远的倾向。首先，货币一经产生，就有了价值和使用价值的分离，两者不相一致是常态（马克思 1890）。其次，由于货币供应很可能而且经常与货币需求不对应，通货膨胀或通货紧缩就有可能发生。事实上，一部货币史，就是探讨货币供应怎样与货币需求相吻合的历史；所谓对货币供求的研究，其核心内容就是努力寻找一种机制，使得货币的需求得以充分展示，使得货币的供应得以伸缩自如，进而使得货币供求经常地吻合。为什么这个问题至关重要呢？而且，为什么达到这种境界如此困难呢？那是因为，货币供应是虚拟的：它代表商品和劳务，但又不直接代表商品和劳务，尤其是它只是宏观地用一堆货币去与一堆商品相对应，而不是一一对应地去代表商品和劳务的个体。简言之，货币的产生，无非只是商品自身内部客观存在的“实”（可以满足人们的物质需求）与“虚”（可以用来与别的商品相交换）之对立的最初的外化形式。

讨论了货币问题，我们可以进一步讨论金融。首先要指出的是，不做深入考究，货币和金融两个概念是可以不加区别来使用的。因此，平常我们使用的货币政策、金融政策、货币金融政策概念，均可以表示相同的意思。但是，当我们研究具体的、金融体系内部各种形式的关系之时，货币和金融就必须区分开来。在这里，货币是供应到市场上用来便利交易的媒介，它也是价值计算的尺度；

而金融则是已经提供到市场上的货币的有条件转移。正是因为有了金融，举凡信用问题、期限问题和利率问题等等，方始出现。

那么，金融的作用是什么呢？还是提高资源配置的效率。不同的是，它使得储蓄资源可以跨主体（在赤字单位和盈余单位之间调节余缺）、跨空间（储蓄从一地区向彼地区）有条件地转移。我们知道，货币出现以后，所有的商品和劳务，所有的具体财富都被抽象化为某一货币单位。金融产生之后，这个货币单位便可在一定条件下、一定时间内、以一定的代价，并被赋予一定的附加条件，由某一经济主体转移到另外一个经济主体手中。在这个转移过程中，资源配置得以完成，其使用效率也得到提高。我们常说，市场经济条件下是“物跟钱走”，就是说，资源的配置现在体现为货币资金的分配，而货币资金的分配是通过货币的流通和金融交易完成的。在这里，虚拟经济因素引导了实体经济因素的配置过程。

金融活动借助货币流通产生之后，经济活动进一步虚拟化。这不仅表现为经济资源的实际流转逐渐被掩盖在货币借贷的洪流之下，而且表现为，货币交易自身开始成为目的，一批以经营货币为业的专门机构和人群应运而生。与此同时，当我们用存款 / 贷款的方式、用发行债券的方式、用发行股票的方式更为有效地展开资源配置的时候，诸如信用风险、市场风险、利率风险、操作风险等新的风险也就产生了。纯粹的实体经济不可能有这样的风险；单纯的货币流通也不可能产生这样的风险。更有甚者，金融产品一经产生，其自身也就成为交易的对象；在其自身供求关系的左右下，金

融产品的价格可以飙升飘落，从而引起货币供求的盈缩，引起物价的涨跌，带来社会剧烈动荡。

在论及金融时，有一个被讨论得很多的问题不能不提及，这就是直接融资和间接融资的关系问题。如果直接融资规模逐渐增大并趋向于超过间接融资规模，这就意味着经济虚拟化进程的加快，产生泡沫的可能也逐步增大。仔细想一想，当经济社会只有银行间接融资时，全社会的储蓄都将变成银行存款，而银行则用之发放贷款，从而实现储蓄到投资的转移。显然，在这种银行融资为主的融资体系下，由于银行只是中介，储蓄向投资转化的过程在银行的资产负债表中只是“过手”，经济的泡沫不易产生。更准确地说，如果这时出现泡沫，那也是从总体上来看的货币和信用的供应超出（或不足）对货币和信用的需求，其最坏的结果是造成通货膨胀（或通货紧缩）。直接融资则不同。诸如股票、债券、基金等等，由于其自身有特殊的定价方式，由于其自身就是交易对象，由于这种交易强烈受到自身供求关系的影响，它们的价格就可能严重背离其赖以产生的实体资产的价值，从而形成泡沫。《新帕尔格雷夫货币与金融大辞典》（2002）曾对经济泡沫做了形象的描述。所谓泡沫，指的是在一个连续的资产运作过程中，一种或一系列资产价格突然上升，而且，开始的价格上升会使人们产生还要涨价的预期，于是又吸引了新的买者，而新买主对这些资产本身的使用和产生盈利的能力是不感兴趣的。总而言之，在这个过程中，市场参与者感兴趣的是买卖资产的收益，而不是资产本身的用途及其盈利能力。更为严

重的是，由于价格可能被“炒”得高扬，而在长期中价格又存在着向其真实价值回归的趋势，于是，伴随着一段时期涨价的，常常是继之而来的预期的逆转和价格暴跌，最后以金融危机告终。我以为，金融之所以被称为虚拟，就是因为它的这种“自我实现”和“自我强化”的运动特征，使得它的价格经常与其赖以产生的商品和劳务的价格相去万里，“脱实向虚”乃至“以虚生虚”成为常态。

金融发展的下一阶段就是金融衍生产品的出现。这里所说的衍生产品，指的是其价值是名义规定的，衍生于所依据的资产或指数的业务或合约。在这里，“所依据的资产”指的是货币、股票、债券等原生金融工具。应当说，金融衍生工具的出现有着巨大的积极作用；通过远期、调期、互换、期货、期权等手段，通过一系列令人眼花缭乱的“结构性”金融操作，我们的经济社会得以大规模地规避和转移风险，得以大大提高了流动性，进而得以大大提高了资源配置效率。

衍生金融工具的产生和发展，当然同时产生了使经济进一步虚拟化的效果。如果说在金融原生产品上，金融与实体经济的关系还是若即若离，在金融衍生产品上，这种联系是彻底地被割断了。因为金融衍生产品本就不是根据实体经济来定义的，它的全部价值，只是存在于其赖以产生的金融原生产品的价格波动之中。发展到这一阶段，金融产品已变成了一个影子、一种称呼、一种符号、一个数字。更有甚者，对金融产品（原生产品）价格变化的追求甚至操

纵，在这里可能成为无可厚非的“常规”，因为，金融衍生品本就是应金融原生品的价格波动而生的。

金融对实体经济的“疏远化”，在此次危机之前的若干年中表现得极为明显。这可以从如下四个方面来分析：

其一，从基础金融产品到证券化类产品，再到 CDO、CDS 等结构类金融衍生产品，金融产品的创造及金融市场的运行逐渐远离实体经济基础；衍生品的过度使用，不断提高了金融业的杠杆率，使得这种疏远日趋严重；

其二，大宗商品市场全面“类金融化”，致使商品价格暴涨暴跌，干扰实体经济正常运行。这里，所谓类金融化指的是，金融机构和巨额资金大举进入传统的商品市场，并运用金融的推动力，造成商品价格像纯粹的金融产品那样暴涨暴跌。随着金融业的大发展并向实体经济大规模渗透，所有的经济活动都染上金融的色彩，传统的经济周期也演变成为金融经济周期（伯南克，1987）；

其三，市场中介机构行为扭曲。这在投资银行上表现得最具典型性。投资银行原本是中介，但随着金融创新的发展，投行的行为越来越接近对冲基金。起初，投资银行的专业是发现好的企业，然后替它重整，给它定价、推荐、上市，赚取手续费。后来，投资银行依靠雄厚的资金实力，开始有了自营业务。继而，投资银行又相继成为上市公司，有了自己独立的资产负债表，成为一个负债型企业，有了自己的各种利益。基于这种地位，它们自然什么产品都要炒，直至炒作到大宗商品上。这种行为方式已经与对冲基金毫无二

致。

其四，金融业普遍采行过分的激励机制，助长了短期、投机性行为。从美林、高盛这样的超一流投行在危机中的表现来看，正是这样一种激励机制，导致了它们在出现大幅亏损的时候，还一定要去兑现奖金合同的怪异现象。激励机制存在严重问题，于此可见一斑。

四、创造便利资源有效配置的货币金融环境

我们主张环绕金融功能来落实金融服务实体经济的战略。为了更具针对性，本节首先讨论：经过三十余年连续不断的改革，作为在市场经济条件下承载资源配置机制的金融体系，依然存在怎样一些缺陷，阻碍了它去有效发挥媒介资源有效配置的功能？厘清了这些问题之后，进一步金融改革的方向、重点和内容，自然就呼之即出，金融服务实体经济的战略目标，当然也就容易落实。

（一）经过 30 余年改革，我国金融体系还缺什么？

那么，经过 35 年不间断的改革，目前还存在怎样一些障碍和缺陷，使得我国的金融体系难以很好地发挥有效引导资源配置的功能呢？概言之，主要有六：（1）中国金融体系虽已初具现代格局，但是，引导市场得以有效配置资源的基准价格——利率、收益率曲线和汇率等——尚未完全市场化；（2）中国总体而言已不是资金短缺国家，但是，长期资金短缺、权益类资金供给不足，即“期限错配”和“权益错配”问题，却严重存在；（3）已有很多公民和企业获得了较好的金融服务，但是，向社会所有群体特别是弱势群体提供服务的金融体系，

依然有待建立，满足他们需要的金融工具和金融服务，仍待开发；(4) 中国金融业确已有了较大发展，但管理金融风险的市场化体制机制仍然十分缺乏，我们依然主要依靠政府的潜在担保甚至直接出资来管理风险；(5) 资本和金融项目尚被管制，人民币仍不可兑换，这无疑阻碍了我们构建开放型经济体制的步伐；(6) 金融监管框架已经初立，但是，各领域之监管的有效性、针对性、稳健性均有待改善，监管掣肘更是亟待解决的问题。

我以为，以上六个方面，就是我国的金融体系实现“到 2020 年，……各方面制度更加成熟更加定型”战略目标的“重要领域和关键环节”。在今后 3—5 年内，我们必须在这些领域和环节的改革上取得决定性进展，方能有效管理我国经济中日益严重的金融风险。

(二) 健全市场运行基准

30 余年中国金融改革和发展的成就十分巨大，中国的金融体系已经实现了“从无到有”的天翻地覆的变化。如今，在全球前十名的超级大银行中，中国已占 3 位；全球金融理事会圈定的 30 家“全球系统重要性银行”中，霍然也有 4 家中国的银行在列；金融稳定理事会公布的首批 9 家全球系统重要性保险机构中，也有 1 家中国机构跻身。若就资产来排名，中国的央行已在世界上名列前茅。如此等等足以说明，从外在指标看，中国的金融系统已堪与发达经济体相比。但是，在这令人眼花缭乱的“金融上层建筑”之下，各类金融交易赖以进行的“基准”，即利率、汇率以及无风险的国债收益率曲线等，现在还在相当程度上被管制着。这意味着，迄今我们所有的金

融交易，一直都在由某种可能被扭曲的定价基准引导着；依据这些信号展开的资源配置过程，其效率大可存疑。每念及此，不免心惊。

金融市场的核心基准是利率。利率市场化将构成下一阶段改革的核心内容，自不待言。然而，利率市场化绝不仅仅意味着“放开”，它至少包括三大要义：（1）建立健全由市场供求决定利率的机制，使得利率的水平、其风险结构和期限结构由资金供求双方在市场上通过反复交易的竞争来决定；（2）打破市场分割，建设完善的市场利率体系，建设核心金融市场并形成市场核心利率，建立有效的利率传导机制；（3）中央银行全面改造其调控理念、工具和机制，掌握一套市场化的调控利率的手段。这样看，我国利率市场化的任务还很繁重；“放开存款利率上限”，其实只是我们必须完成的并不具有决定性意义的任务之一。

另一个重要的市场基准就是国债收益率曲线。如所周知，收益率曲线是固定收益市场的主要收益率，它反映无风险收益率基准在各个期限上的分布；基于这条曲线，其他各种固定收益产品才能根据各自的风险溢价来有效定价。在我国，国债收益率曲线已在 20 世纪开始编制，但囿于各种条件，其缺陷依然明显，自然，使之日臻完善，是下一步改革的重要任务。在这方面，完善国债发行制度，优化国债期限结构；完善债券做市支持机制，提高市场流动性；改善投资者结构，增加交易需求；完善国债收益率曲线的编制技术；适时引进境外投资者等，都是必不可少的功课。

第三个市场基准就是人民币汇率。为了提高利用国内国外两种资

源的配置效率，促进国际收支长期均衡，我们必须完善人民币汇率的市场化形成机制。为达此目标，必须大力发展外汇市场，增加外汇市场的参与者，有序扩大人民币汇率的浮动空间，完善汇率形成机制，尤为重要，央行必须大规模减少其对市场的常态式干预。

除了以上三项机制性改革，我们还须加强金融的基础设施建设，这包括一整套登记、托管、交易、清算、结算制度，以及规范并保护这些制度运行的法律法规。

（三）致力于提供长期资本

经过 30 多年的金融改革，我国金融体系动员储蓄的能力已经相当强大。统计显示，从 1994 年开始，中国总体上已经摆脱了储蓄短缺的困境，成为一个储蓄相对过剩的国家。我国的外汇储备从那年开始逐年净额增长，就是储蓄过剩的明证。但是，在资金供给方面，以银行为绝对主导的金融结构所动员起来的资金，在期限上偏短；而在资金需求方面，由于工业化深入发展和城市化不断推进，我们对长期资金的需求甚殷。这种“期限错配”，是中国各类系统性金融风险的根源之一。不仅如此，以银行为主的金融体系，只能以增加债务的方式向实体经济提供资金；与之对应，我国非金融企业获取股权性资金的渠道相当狭窄和有限。这种“权益错配”，在推高微观主体负债率的同时，也为我国经济和金融体系留下了负债率提高和杠杆率飙升的风险。我国银行资产中的中长期贷款目前已高达 60% 左右的危险水平，地方政府融资平台问题愈演愈烈，都与金融体系上述结构性缺陷密切相关。毫无疑问，在下一步改革中，增加长期资金的供给，特别

是增加股权性资金供给，是又一个极为紧迫的议题。

改变我国金融体系期限错配和权益错配的方略，大致可归纳为如下几端：（1）进一步发展多层次资本市场。这一目标提出甚久，但长期以来，由于我们沿着主板、中小板、创业板的旧发展思路一路走来，迄今成效甚微。今后，必须加快完善以机构为主、公开转让的中小企业股权市场；健全做市商、定向发行、并购重组等制度安排；引导私募股权投资基金、风险投资基金健康发展；支持创新型、成长型企业通过公募和私募的方式进行股权融资；建立健全不同层次市场间的差别制度安排和统一的登记结算平台等；（2）应当给区域性资本市场“正名”，让市场基于区域之差别，建立不同层级，服务于区域发展的资本市场；（3）进一步推行股票发行注册制改革，根除我国股票主板市场的痼疾；（4）规范发展债券市场，其中最重要者，一是允许发行市政债券，二是大力推行资产证券化；（5）发展和完善类如国家开发银行的各类长期信用机构。建立透明规范的服务城市化建设的投融资机制；研究建立城市基础设施、住宅政策性金融机构；在沿边地区，建立开发性金融机构等等，都是从机构层面全面增加长期资本和股权资本供给的改革举措。

（四）发展普惠金融

目前，我国的很多机构和个人都已获得了充分、在一定程度上已经是过度的金融服务，但是，广大的普通居民只是获得了有限的金融服务，而广大的弱势群体却很难获得有效的，甚至根本就得不到金融服务。

发展普惠金融，支持服务地方的小型金融机构发展、大力发展小额信贷、鼓励金融创新、不断扩大金融服务的覆盖面和渗透率、优化小微企业金融服务生态环境、加强消费者保护等等，当然都是题中应有之义，然而，我们应该特别关注两个领域的改革和发展。

一是要彻底摒弃我们行之 60 余年的禁止非金融机构之间发生信用关系的禁令。我以为，唯有放开民间信用，普惠金融才有真正合适的发展土壤。二是大力发展互联网金融。实践告诉我们，普惠金融所以难以发展，客观上存在着成本高和结构化信息不易获取等难以逾越的技术和信息障碍。现代互联网金融的发展，恰恰提供了有效解决这些问题的渠道和手段。通过改变交易的基础设施，互联网使得交易成本大大降低，人们可以更加方便、快捷、低成本地进行交易；同时，互联网金融还突出了个体特有的需求，有效实现了所谓“私人定制化”；另外，大数据、云计算、社交网络、搜索引擎等现代手段的运用，也有效地为金融业提供了获取普罗大众有效信息的手段。

（五）市场化的风险处置机制

经过 30 余年的不懈努力，我国的金融市场已经有了长足的发展，与之相伴，各类风险也随之而来。然而，虽然我们的金融体系正向着更为市场化的方向发展，但我们的风险处置机制却依然停留在政府大包大揽的框架下。这意味着，在金融体系进一步改革的进程中，我们需要创造一个市场化的风险管控机制，需要用市场化的手段来防范和化解金融风险。

建立市场化的风险管理和处置机制，涉及到方方面面。其中最重

要者有三：(1) 完善商业性险制度。近年来，保险业在中国发展很快，但是，很多保险机构不安心于从事保险的本业，忽略了提供经济补偿的基本功能，而是热衷于从事金融活动，热衷于去进行投资，有时还热衷于从事所谓“社会公益”活动。我们不无忧虑地看到，此次危机中若干国际一流保险机构涉险，无不起因于其对本业的忽视和对金融的迷恋。强调保险应强化其经济补偿功能，目的是促使保险业的发展回归正途。(2) 建立存款保险制度。加快建设功能完善、权责统一、运作有效的存款保险制度，促进形成市场化的金融风险防范和处置机制，是关乎我国金融业特别是银行业健康发展的重大举措。这种存款保险机制，要与现有金融稳定机制有效衔接，应能及时防范和化解金融风险，维护金融稳定。(3) 明确金融机构经营失败时的退出规则，包括风险补偿和分担机制；进一步厘清政府和市场的边界，加强市场约束，防范道德风险，从根本上防止金融体系风险积累；明确地方政府对地方性金融机构和地方性金融市场的监管职责，以及在地方金融风险处置中的责任。在处理金融风险的过程中，切实加强对存款人的保护，有效防止银行挤兑。

(六) 加强金融监管协调

经过持续不断的机构改革和功能调整，我国已在本世纪初确立了“货币政策与金融监管分设，银、证、保分业监管”的金融监管和调控格局。然而，不仅银、证、保、信等领域的监管自身都需要更新理念、提高水平，不断提高监管的有效性、针对性和稳健性，而且，监管当局相互掣肘，致使出现监管真空、监管重复等问题的局面也亟待

改变。若无有效的协调，整个监管体系就很难发挥出正能量。

加强金融监管的措施，主要涉及两个方面。首先，在实现我国监管格局从机构监管向功能监管转变的同时，需要提高银、证、保、信各业的监管标准和监管质量，包括：设立、完善逆周期资本要求和系统重要性银行附加资本要求，适时引进国际银行业流动性和杠杆率监管新规，提高银行业稳健型标准；根据我国金融市场结构和特点，细化金融机构分类标准，统一监管政策，减少监管套利，弥补监管真空；优化金融资源配置，明确对交叉性金融业务和金融控股公司的监管职责和规则，增强监管的针对性、有效性等。其次，要加强监管协调，应充分发挥金融监管协调部际联系会议制度功能，不断提升监管协调工作规范化和制度化水平，形成监管合力。

特别需要指出：近年来，我国金融业发展的一个极为重要的现象，就是银、证、保、信等业已经在产品层面上大规模混业了。在混业已经在金融产品的微观层面大规模展开的情势下，仍然在宏观层面坚持分业监管，将使得我们无法把握信用总量的规模、结构和动态变化，弱化监管效率。更有甚者，它会使得大量金融活动处于无人监管境地，使得监管套利获得肥沃土壤。显然，借鉴美、英、欧监管框架从分业重归一统的最新实践，我们需要从体制上改革目前心劳日拙的分业监管格局。

Contention on Finance Serving the Real Economy

Li Yang

(Chinese Academy of Social Science; National Institution
for Finance and Development)

Summary: Since the outbreak of the financial crisis, the relationship between finance and the real economy has become a topic of heated discussion both in China and abroad. Although it appears to be a straightforward topic at first glance, in-depth analysis reveals it is indeed a problem that is difficult to unravel. The first difficulty relates to its concept. After decades of financialization, the boundary between finance and the real economy has increasingly blurred, making it increasingly hard to distinguish finance from the real economy. The second difficulty relates to its nature. The real economy remains weak, investment returns continue to decline and economic risks continue to accumulate, which has caused financial institutions to hesitate when issuing loans and investors to refrain from investing in corporate bonds or equity products. The third difficulty relates to finance itself. The tendency of finance to be alienated from the real economy has been embedded in its own logic of development, especially since the crisis.

The topic of “finance serving the real economy” in itself suffers from theoretical deficiencies, but nevertheless can serve as the foundation of our discussion. The issue should

be approached from the perspective of the basic function of finance. Despite the variety of financial tools and complexity of financial activities, the ultimate aim of finance is to facilitate resource allocation in the market economy. Therefore, the basic requirement of the so-called “finance serving the real economy” is to ensure that the Chinese financial system properly plays its role as the medium for resource allocation. The so-called provision of better financial services for the real economy requires the reduction of mobilization costs and the improvement of mediation and allocation efficiency.

This raises a question: after 35 years of continuous reform, what kinds of obstacles and deficiencies are still preventing the Chinese financial system from properly playing its aforementioned role? In essence, six aspects of the Chinese financial system demand attention. First, the modern Chinese financial system is already in its embryonic shape, but benchmark prices that facilitate efficient resource allocation, such as interest rates, yield curves and exchange rates, have not been completely liberalized. Second, China suffers not from a general shortage of funding, but a shortage of long-term financing and an insufficient supply of equity funding; in other words, the problems of maturity and equity mismatch persist. Third, many citizens and businesses have gained access to financial services of reasonable quality, but the financial system that provides services for the vulnerable groups remains to be established, and the financial tools that

satisfy their needs are yet to be developed. Fourth, the Chinese financial industry has indeed undergone impressive developments , but a market-oriented financial risk management system is still largely absent, and we still heavily rely on government's implicit or even explicit guarantees to manage risks. Fifth, the capital and financial account remains controlled, and the renminbi is still inconvertible, which undoubtedly obstructs the establishment of an open economy system. Sixth, although the basic framework for financial regulation is in place, its effectiveness, specificity and soundness remain to be improved, and the burning issue of regulatory impediments remains to be resolved.

In my opinion, the six aspects are the “important areas and key aspects” of China's strategic goal of achieving“ a more mature and complete financial system by 2020”. In the three to five years ahead, we must make crucial progress on each of these aspects to effectively manage the growing financial risks in China.

Key Words: Finance; Real Economy; Alienation; Financial Function; Resource Allocation