

论文 NO. 2017 年 7

发表时间：2017 年 7 月 21 日

构建金融与实体经济有效联通互动机制

郑联盛

摘要：在全国金融工作会议中，回归本源，服从服务于经济社会发展，成为未来金融工作的第一原则。会议要求金融要把为实体经济服务作为出发点和落脚点，全面提升服务效率和水平，把更多金融资源配置到经济社会发展的重点领域和薄弱环节，更好地满足人民群众和实体经济多样化的金融需求。

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》。

金融膨胀的回望

在新世纪以来，我国金融部门的发展胜过于改革开放的任何阶段，是我国金融部门壮大的“黄金”阶段。过去10年是我国经济蓬勃发展的10年，但比经济发展更为迅猛的是金融部门的发展。以银行业为例，2006年至2016年，我国银行业总资产为44万亿元增长至232万亿元，增长5.3倍；同期，我国债券市场托管规模从9.25万亿元膨胀至63.7万亿元，增长了6.9倍；2006年信托业信托资产规模为0.35万亿元，2016年信托资产规模高达20.22万亿元，增长了57.8倍；同期我国经济产出是全球最快的大型经济体，但也仅增长3.4倍。

理论上，银行业主导的金融体系，其金融资产占国内生产总值（GDP）的比重要显著低于资本市场主导的金融体系，金融业增加值对当期GDP的贡献亦是同样的趋势。比如，德国、日本金融体系的总资产占GDP的比重要显著低于英国和美国，德日金融业增加值对GDP的贡献要低于英美。我国在2016年底超越欧洲成为全球最大规模银行业，中国、欧盟、美国和日本的银行业位列全球前四大，资产规模分别为33万亿、31万亿、16万亿和7万亿美元。但是，我国银行业资产规模是国内生产总值的3.1倍，远高于欧洲、美国、日本。2016年，我国金融业增加值对GDP的贡献超过了8.4%，而全球金融体系最为发达的美国其金融业增加值对GDP的贡献为7.6%。2016年，作为传统的制造业大国、全球制造业中心的中国，其经济增长贡献排在前列的是金融和房地产部门。

我们再反思一下银行等机构的资产负债管理。在经济下行信用风险凸显以及利率市场化进程中，“资产荒”成为一个显性挑战。银行“存款立行”传统负债思维无法适应资产配置的新需要，基于银行间市场的主动负债成为典型模式。主动负债模式的过度盛行造

成的结果是银行间市场成为一个严重依赖流动性的交易型市场。隔夜拆借规模从 2015 年 2 月的 1.34 万亿元飙升至 2016 年 8 月份的 9.44 万亿元。2016 年 8 月份后，人民银行主动进行金融部门去杠杆并取得了积极进展，但 2017 年 3 月隔夜拆借规模仍高达 6.77 万亿元。更值得注意的是，在 2016 年 9 月份人民银行收紧银行间市场流动性的过程中，同业存单成为银行等金融机构维系负债端的主导方式，2017 年 2 月份和 3 月份同业存单新增分别为 1.97 和 2.02 万亿元，2016 年平均月增大约是 1 万亿元。

金融部门扩张长期高于经济增长带来的问题就是脱实向虚。比如，在债券市场的改革发展中，应该致力于建立顺畅的内部储蓄—投资转换机制或直接融资机制。但是，目前债券市场格局主要是银行间市场、交易所市场和商业银行柜台市场组成，这三类市场将大部分一般企业和居民基本排除在外，主要是银行、非银行金融机构以及大型国有企业等为主体的市场。但债券市场的直接融资功能是将居民或非金融企业的储蓄直接转化为非金融企业部门的投资，而不是将资金主要提供给金融机构。

不管是反思债券市场，还是回顾其他金融市场的发展，金融空转的状况在一些市场在一定程度上是存在的，甚至部分领域非常严重。在过去几年中，中国经济与金融体系之间最大的变化就是经济下行造成了“资产荒”，最后房地产成为了居民部门、非金融企业部门以及金融部门“最好的资产”，经济呈现地产化的现象，在经济地产化过程中伴随的又是地产金融化、经济金融化的趋势。

回归本源与端本正源

金融部门与实体经济的“渐远”关系，根本原因在于实体经济能够提供的收益率在下降，即出现了金融部门所面对的“资产荒”。实体经济收益率下降与经济增长速度下行相关，但是金融部

门似乎对此还未适应并对此作出能动性调整，最终以主动负债甚至杠杆操作来对冲资产收益率下滑以及风险溢价提升的趋势，整体造成了金融部门杠杆率高企以及此前所见的种种金融乱象。金融乱象中的资产负债错配在政府政策收紧过程中，很容易暴露脆弱性，主动负债模式可能演化为一个“负债荒”。最终，金融机构面临的可能是“资产荒”和“负债荒”的双重压力。

金融工作会议强调，金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，这要求金融部门回归本源，或主动或被动降低杠杆，降低资产负债、期限与风险等的错配程度。金融监管部门强化监管，宏观审慎和微观监管相结合迫使金融机构降低杠杆可能是行之有效的方法，金融监管应适度趋严。

值得一提的是，金融回归本源，并不是要消灭金融部门的杠杆运作。金融体系天生就是经营风险，是风险中介，具有杠杆操作的秉性。只是这种杠杆操作要与实体经济相结合，以实体经济需求作为基本出发点和落脚点，否则最后又是自娱自乐的泡沫化进程。

在金融部门强化监管、降低杠杆、有效回归本源的过程中，需要考虑到问题的另一个方面：除了金融部门逐利好利、杠杆操作、规避监管等因素之外，是什么力量把金融机构推向了这个境地？最为直接的因素恐怕是经济基本面及政策的重大变化。金融机构作为市场主体对于经济运行、金融发展以及成本收益的不确定性（经济下行过程中的风险累积、风险处置以及风险释放的问题）加上政策调整过程中的弹性“规避”，使得金融机构不敢过多地将资产配置于实体部门特别是非国有部门。最后的结果是两个：一是金融部门乱象。金融部门出现一定程度的自我膨胀、杠杆盛行、自娱自乐。金融部门追求“快、准、狠”，签“抽屉协议”、打擦边球、赚快钱；二是政府性、政策性资产的膨胀。金融机构与国有企业、地方

政府成为了一个利益共同体，而对于民营经济、经济薄弱环节、普惠金融等避之不及。

良好的经济基本面是金融有效服务实体的基础，让金融机构回归本源，更需要实体经济自身正本清源。金融部门是经营风险的，是风险厌恶者，在风险的识别中，金融机构应该深入分析服务实体经济和服务金融部门自身的成本与收益。金融之所以出现脱实向虚的状况，我们应该反思，金融部门行为的根源是不是有系统性的宏观政策导向问题，是不是有重大的体制机制问题，是不是有显著的监管缺陷问题。同时，更应该反思为什么实体经济无法有效吸纳金融部门提供的资本。本质上，构建一个具有公信力的政策体系、构建一个可持续发展的实体经济、构建一个市场决定与政府引导相互融合的资源配置框架、构建一个金融实体有效联通的互动机制，是理顺金融与实体关系、实现脱实向虚往脱虚向实转变的基础。