

## 分报告四

# 中国实体经济发展资本错配与扭曲的 成因与破解思路

张 杰

### 一、当前中国经济发展的核心问题：实体经济发展资本的短期化错配

当前,中国实体经济的增长与发展面临众多的压力和挑战。毫不夸张地说,在中国经济处于“新常态”的特定发展阶段中,中国实体经济能否实现可持续发展,已经成为事关中国经济可持续增长的关键因素。然而,自 2008 年的全球爆发金融危机以来,中国实体经济发展进程中最为突出的问题是面临既有发展优势的弱化和转型升级能力不足的双重挑战问题。一方面,在劳动力要素成本快速增长、制度扭曲造成的交易成本和物流成本居高不下以及人民币汇率相对美元近三年来 35% 的升值压力,导致中国制造业出口优势在短期内面临了极大的压力,造成中国制造业出口增速从两位数时代变为个位数时代,甚至短期内出现了大幅度负增长的情况;另一方面,在中国多达 20 个制造业部门出现不同程度的产能过剩和在持续 45 个月的 PPI 增速为负造成的制造业部门通货紧缩状态的双重挤压之下,自 2013 年以来,中国制造业的固定资产投资增速出现了持续 36 个月的下滑,与此同期,中国工业企业收入增速和净利润水平均整体呈现逐步下行的态势,而且,净利润水平的

波动程度加大。因此,在中国当前所处的“新常态”特定发展背景下,如何深入理解中国以制造业为主的实体经济可持续发展的重要阻碍和制约因素?如何寻找到对中国以制造业为主的实体经济发展形成制约效应的重要因素的破解思路与政策措施?这是摆在研究者特别是中国学者面前不可忽略的具有重要现实意义的研究命题。

然而,我们观察到的一个突出现象是,现阶段,中国经济发展特别是实体经济的发展过程中,缺的不是是否存在足够的金融资金,缺的是维持实体经济发展的长期发展资本和创新发展资本。当前中国实体经济发展的核心困境是维持发展所需资本的长期化和实际获得资金的短期化之间的错配和扭曲,换言之,就是中国当前缺乏某种适宜的金融机制,将社会储蓄资金有效地转化为维持中国现阶段的实体经济可持续发展的长期发展资本和创新发展资本。这具体表现在:

第一,中国最为基础最为重要的实体经济部门——制造业发展的资金来源,主要依靠以大银行为主的金融体系提供的间接融资形式的短期贷款。首先,从中国的融资渠道结构来看,中国实体经济的融资渠道仍然严重依赖于以大银行为主的金融体系。到2013年末,中国以银行为主的间接融资比重仍然高达80%以上,银行业资产占全部金融资产的比重超过90%(尚福林,2014)。中国人民银行2015年发布的数据显示,到2014年末中国实体经济社会融资规模存量为122.86万亿元,其中,以债券和股票形式的直接融资余额仅为15.49万亿元,比重仅有12.61%<sup>①</sup>。其次,中国银行体系新增贷款中的中长期贷款主要投向国家制定的重点基建项目、惠及民生的重要领域项目、各种类型地方政府融资平台、“走出去”的重点项目以及上市公司和大型国有企业,而中小微类型的制造业企业获得的中长期贷款比重相对很低。比如,截至2012年末,中国各地方政府融资平台贷款余额高达9.3万亿元,分别相当于同期所有金融机构各项贷款余额67万亿和中期贷款余额的36万亿的13.82%和25.56%。最后,中国制造业部门中的中小微企业普遍面临融资贵融资难现象,而且获得的银行贷款多以短期贷款为主。一方面,当前中国中小微企业的资金借贷成本实际上高达15%,远远超过中小微企业5—10%的净利润率。中小微企业15%的借贷成本既包括基准利率上浮30%的银行贷款利率,也包括必要的3%的财务费用、1%—2%的评估费用及3%的担保费。事实上,在中国中小微企业的资金成本构成中,银行利息费用本身并不高,相反,大量的非利息费用大幅度推高了企业真实资金借贷成本,具体如担保费、抵押评估费、财务顾问费、咨询

---

<sup>①</sup> 数据来源: [http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-02/10/c\\_1114325467.htm](http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-02/10/c_1114325467.htm)。

费、审计费、公证费、工商查询费、招待费、通道费等；另一方面，在中国中小微企业发展普遍面临较大风险的现实背景下，中国各类银行机构作为“天然”风险规避型的金融机构，纷纷出台了针对中小微企业经营风险和市场风险的过于谨慎控制的监管机制，这导致中国银行体系提供给中小微企业的贷款基本上是短期类型的贷款。据我们的实地调查，在 56 家受访的中小微企业中对超过一年期限的长期贷款的需求是 54 家，而获得长期贷款的企业只有 2 家，23 家获得的是低于一年期限的短期贷款。

第二，正式金融体系发展的滞后以及政府控制带来的资本市场发展不足，迫使中国实体经济对影子银行体系以及民间非正式金融体系的高成本融资形成一定程度的依赖性，进一步放大了中国实体经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的矛盾。首先，中国社会科学院金融所、社会科学文献出版社 2014 年共同发布的《金融监管蓝皮书：中国金融监管报告(2014)》显示，按照广义影子银行体系的定义，截止 2013 年末，中国所涉及的非传统信贷融资规模约为 27 万亿元，占银行业资产的比例大约 19%。其次，西南财经大学中国家庭金融与研究中心与汇付天下 2014 年共同发布的中国小微企业指数报告显示，2013 年全国 31.9% 的小微企业有负债。在负债小微企业中，62.9% 的小微企业从民间借款，有 14.1% 同时从银行和民间借款。民间借款已经占小微企业负债总额的 45.7%。其中，企业借款金额在 5 万元以下时，约 80% 的企业会选择从民间借贷渠道借款，而企业借款金额达到 100 万元以上时，75% 以上的企业则去选择银行申请贷款，其负债总额的 63.6% 来自银行，36.4% 来自民间。而且 93.5% 的民间借款平均利率高达 22.6%。以上两个方面的事实数据深刻说明，中国当前现实背景下，由于以大银行为主的金融体系发展的滞后以及资本市场发展的不足，导致影子银行体系以及民间非正式金融体系的盛行，这不仅仅会推高中国实体经济的融资成本，而且带来的更为严重的后果是加剧了中国实体经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的内在矛盾，一方面，由于影子银行体系追求短期最大收益的内在动机，导致影子银行体系更偏向于短期盈利水平高的高风险、高泡沫投资项目，造成影子银行体系贷款期限更为短期化倾向；另一方面，民间非正式金融体系的高利率所对应的高风险特征，需要贷款期限的短期化倾向来加以覆盖，这也激化了民间非正式金融体系的短期贷款倾向。

## 二、现阶段中国实体经济发展资本错配和扭曲的成因分析

现阶段,中国实体经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲。这些特定的错配与扭曲现象,既与中国金融压制体制的多重扭曲性有关,也与中国特定的发展阶段以及产业结构特征相关。

### (一)中国的金融压制体系与扭曲效应

首先,中国金融压制体制的产生以及以大银行为主的间接融资形式金融体系的形成,是与中国经济处于特定起飞阶段以及出口导向的劳动密集型产业为主的产业结构特征紧密相关(林毅夫等,2009)。在金融监管水平相对较低和金融风险控制能力相对较弱的发展中国家的经济起飞阶段,特别是在面临经济开放和全球化的特定背景下,金融抑制政策更有能力处置金融市场失灵问题,控制金融体系的各种内生和外生风险,加快有限的金融资源向实体经济的转移与汇集。而且,通过政府适当干预与控制金融机构,积极利用各种类型的金融抑制政策,可以快速且有效地构建储蓄转为投资的金融中介渠道,加快非创新型产业发展,促进经济增长。然而,发展中国家的政府干预和控制经济发展模式,既具有路径依赖型的内生锁定特征,也容易发生遭受特定利益集团的外部控制特性。即便已经过了政府干预产生的金融压制体系对经济发展能产生促进效应的特定阶段后,由于金融压制体制所具有的路径依赖型内生锁定特征以及特定利益集团的外生控制特性,既有的金融压制控制政策不仅难以取消,而且还有固化甚至强化的可能。从中国当前的现实状况来看,恰恰出现了金融压制体制的受到内外方面的固化和锁定特征,既造成了利率管制政策、信贷歧视与分割政策以及中小微企业融资贵、融资难困境,又导致了间接融资渠道形式的大银行体系的固化和僵化以及直接融资渠道形式的资本市场发展的严重滞后。

其次,中国金融压制体制导致了中国经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间错配与扭曲效应的发生。在中国各级政府地方官员在锦标赛晋升竞争的激励机制下,为了获得促进本地 GDP 增长的金融资源,普遍采取以掌控地方金融资源与干预金融体系的发展策略,导致了各种金融压制政策的产生。这些金融压制政策直接造成了中国经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间错配机制与扭曲效应的发生。具体表现在:银行信贷歧视政策+房地产泡沫+制造业产能过剩的叠加效应。在中国当前发展阶段中存在房地产泡

沫以及众多制造业行业存在产能过剩的双重情形下,房地产行业的投资收益率远高于制造业等核心实体经济,而且,国有企业所具有的行政垄断地位导致的贷款优势条件,这种背景下,制造业必然会遭受银行机构严重的信贷歧视影响,造成银行对制造业发展和转型升级所需的长期资本的信贷歧视;利率管制政策+流动性过剩+经济泡沫化的叠加效应。金融抑制政策的重要措施之一就是利率管制政策,特别是存款和贷款的上限管制政策,导致了信贷资金价格扭曲。在中国存在流动性过剩和经济泡沫化的双重背景下,信贷资金价格扭曲会激励银行机构倾向于那些能够获得短期高收益的短期投资项目,而削弱将资金提供给长期低收益的长期投资项目的激励动机。

最后,金融抑制所产生的中国实体经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的矛盾与错配,集中体现在经济结构和金融结构的相互内嵌式的双重扭曲格局,突出表现在贷款期限错配、资本结构错配以及货币和资产错配这三个方面。贷款期限错配效应。为了在有限的银行信贷规模和控制贷款风险双重目标下追求银行体系的利润最大化,银行机构普遍愿意将中长期贷款发放给国家支持的基础设施项目、有土地财政支持的地方融资平台、大型国有企业以及上市公司,而针对中小微企业是严格依据其能够提供的完全无风险的抵押担保品的金额数量,提供有限的高成本的短期贷款;资本结构错配效应。由于直接融资渠道的发展受到严格限制,多数实体企业只能以银行借贷、影子银行借贷以及民间借贷等债务形式来投资,这就迫使企业只能以利润积累来进行固定资产投资和创新研发投入。这导致了实体经济企业特别是制造业企业的资本结构,只能是偏向于满足短期市场需求膨胀性增长、短期能带来利润的资本投资,而不是进行支撑企业长期可持续发展的资本投资,造成了实体经济短期获取利润和维持长期发展之间的资本结构错配;货币和资产错配效应。从宏观层面来看,中国的经济金融化进程已经滞后于经济的货币化进程,造成这种现象的本质原因在于中国经济金融化过程的被压制。而这种宏观层面的经济金融化进程和经济货币化进程的严重不对称效应,在微观层面反映出的就是,中国的实体企业多数并不愿意将自身利润积累进行长期的固定资产投资和创新研发投入,而将积累利润转到流动性较强的房地产投资以及股票市场投资,进一步加剧了宏观经济层面货币和资产的错配效应。

## (二) 银行体系的市场化改革与垄断性地位的内在冲突

中国实体经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲,不仅仅来源于中国金融压制体制及其内涵的扭曲效应,也来源于中国在推进

银行体系改革进程中的不对称改革效应。在中国是以银行体系为主的金融体制中,以存款利息和贷款利息不对称的利差收入为主的银行盈利格局下,银行体系所推进的商业化与市场化改革,必然会造成实体经济只能以短期资本来替代长期发展资本的扭曲行为、高昂成本和发展困局,必然会带来垄断的银行体系对实体经济发展的掠夺效应和阻滞效应。加大中国实体经济中短期资本和长期发展资本之间的矛盾。具体来看,当前中国一直推进的银行体系的商业化市场化改革的过程中,一个突出的不对称改革问题是,银行体系自身的经营活动和业务操作实施了市场化改革,然而,以国有大银行体系为主的金融垄断体制却没有得到根本性的改革。这就导致了银行体系自身地位的垄断性和经营手段的市场化模式之间的内生矛盾。一方面,这会极大地加剧银行体系对自身贷款市场经营风险的过度谨慎监管机制,激励银行机构实施超出中国实体经济整体经营风险承担能力的苛刻贷款保证机制与贷款风险控制条件,催生了银行体系对贷款的市场风险的过度关注以及攫取超过实体经济发展所能支付的高贷款利率的双重扭曲性效应,迫使大多数实体企业只能符合短期贷款要求,而无法达到获得中长期贷款的要求;另一方面,固化了银行体系对政策干预下的高存贷利差盈利模式的依赖体制,削弱了银行体制通过服务实体经济发展与转型升级需求的中间业务创新和业务模式创新模式盈利的内在动力。中国央行针对银行体系利益“贷款利率上不封顶,存款利率下不探底”的长期过度保护政策,导致中国基准利率的实际存贷利差长期均在3%以上,实际利差几乎均在5%以上,比同期欧美银行业的基准利差要高出近10倍。以2010年为例,中国银行业中间业务(非利差收入)仅占总利润的20%左右,而同期欧美银行业却占近50%<sup>①</sup>。

### (三)影子银行和民间非正式金融体系的扭曲效应

金融抑制是中国影子银行得以迅速扩张以及民间非正式金融体系盛行产生的根源,二者均是是资本市场发展严重不足、银行业行政进入壁垒、利率管制和信贷管制等金融抑制政策的特定产物。资本市场发展严重不足以及银行业行政进入壁垒造成了中国银行体系的整体行政性垄断地位以及银行业创新动力的滞后。中国长期实施的存款利率上限,既限制了银行吸收存款的能力,也限制了银行储户的资金回报率,各种信贷监管政策又进一步缩小了银行盈利空间。中国央行经常性的信贷控制政策不仅压缩了房地产业和地方投融资平台,也使中小企业融资贵融资难问题,由于国有企业融资的独特优势地位和银行显性或隐性的信贷歧视行为而

---

<sup>①</sup> 数据来源: <http://www.treasurer.org.cn/webinfosmains/index/show/38619.html>。

变得更为恶化。在金融抑制背景下得不到满足的融资需求,再加上基于银行储户追求高资金回报的巨额可贷基金供给,使得银行看到了通过规避监管的金融创新带来高利润的空间,造成影子银行的迅速扩张,同时,使得民间非正式金融体系以及高利贷具备发展的足够空间。然而,金融抑制条件下出现于中国的影子银行以及民间非正式金融体系是一把双刃剑,其体现出的重要负面效应是必然会加剧了中国实体经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲。一方面,在中国处于房地产高速发展的特定发展阶段,土地供给的政府行政垄断性和人口特定红利阶段所造成的刚性需求,导致了房地产在特定时期可以获得较高的利润,这就导致影子银行体系以及民间借贷体系的贷款利率是以房地产行业能够支付的最高利润率作为可参照的市场基准贷款利润。这就必然造成大量的社会资金以及实体经济资金通过影子银行体系以及民间借贷体系转移到房地产及相关行业,既导致实体经济的融资成本急剧加大,又造成影子银行体系以及民间借贷体系的资金偏好于短期融资项目,极大地削弱和抑制了实体经济获得中长期贷款的空间;另一方面,这会加剧投资期限错配现象,加大金融系统性风险。由于影子银行以及民间借贷体系一般是使用短期债务融资方式,而借贷方经常使用这些高成本的短期融资来进行长期投资项目,加大中国实体经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲现象。而且,二者之间不可调和的内在矛盾积累到一定时期或者一旦受到外部金融冲击的情形下,就会爆发严重的资金链断裂和局部性金融风险。

(四)政府对微观经济长期的过度干预行为以及造成的制造业普遍产能过剩现象,导致中国制造业企业存在大量的“僵尸企业”以及处于风险暴露期的特定阶段,显著加大了现阶段金融体系对实体经济的短期贷款倾向以及更高的风险溢价索取要求。

长期以来,中国特有的政治体系形成了政府对微观经济进行过度干预的经济发展模式,形成了国有部门和金融部门等为首的巨大利益集团体系。2008年突发的全球金融危机,导致中国政府对微观经济的干预活动扭曲性地放大,2009年的大规模政府刺激政策的出台,造成的后果是实体经济企业在2010、2011年前后投资急剧扩张。其中,比较典型的是房地产部门的投资2010年暴增33%,制造业部门的投资在2011年增幅也高达32%,而消费在2010年因为通货膨胀的带动效应也激增19%,进一步刺激了实体经济部门的投资扩张。然而,中国情景下实体经济部门的投资扩张多数是依靠加大负债杠杆率来实现的,而且,中国当前房地产和

制造业部门的高负债率,多数是在 2008 年金融危机后政府大规模刺激计划的推动下快速扩张形成的,而且,2010 和 2011 年间中国民间高利贷的再次膨胀也是 2008 年金融危机后政府大规模刺激计划的直接产物。这种情形下,在劳动力等要素成本快速上升导致的中国劳动密集型和产业集群型低成本出口优势大幅度弱化,以及全球出口消费市场近年来的不景气造成的全球贸易“大停滞”局面形成的双重压力下,中国以出口为导向的制造业相关产业普遍出现了企业偿还负债能力的弱化以及相当比例“僵尸”企业的典型现象,这就导致中国制造业为主的实体经济企业处于风险暴露期,银行机构等资金借贷方就必然对实体经济部门需要更高的风险溢价以及实施更为短期化倾向贷款模式来规避风险。这就进一步扭曲了中国实体经济部门发展资金的短期化行为,触发和加剧了中国实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间错配与扭曲三个方面的新矛盾。一是中国当前银行机构的贷款利率已经远远超过实体经济部门的承受能力,导致制造业企业没有能力承担相对高额的负债成本,无法获得正常的投资回报率,从根本上抑制了制造业部门的投资动机;二是制造业部门出于风险暴露期的关键时期,导致银行机构资金无法渗透到制造业微观企业部门;三是处于对就业安全政治目标的过度关注,对“僵尸”企业施加了过多的保护措施,进一步激励了银行机构对实体经济部门贷款的短期化倾向以及抵押品要求等风险控制措施,导致金融机构资金无法向实体经济部门的创新和转型升级活动渗透和重新配置。

### 三、实体经济发展资本期限错配对中国经济发展造成的抑制效应

中国实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲,对中国以制造业为主的实体经济发展造成极大的多重危害,对中国经济发展也造成了不可忽略的风险,这具体表现在以下三个方面:

(一)中国实体经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的矛盾,推高中国实体经济杠杆率的持续上升,加大了实体经济的债务成本,挤压和侵占了实体经济的利润,抑制了实体经济发展的内在动力。

首先,正如我们前文所分析,中国以大银行为主的金融结构以及金融抑制政策,对中国实体经济造成了显著的资本结构错配问题,这主要反映在实体企业的资产负债表中,其基本表现形式就是债务形式的负债率持续增高以及杠杆率的过高特征。由于中国的银行信用只能以贷款方式提供,而中国的实体企业特别是制造



业企业只能以负债形式融资,必然会造成企业负债率过高的结果。2014年末,中国实体部门债务规模为138.33万亿元,占GDP的比重由2008年的157%上升到2014年的217.3%,6年间急剧上升了60.3个百分点。其中,非金融企业部门从2008年的98%提高到2014年的123.1%,6年间上升了25.1个百分点<sup>①</sup>。中国实体经济部门的杠杆率迅速上升已经是确定事实。其次,在银行体系垄断地位以及金融抑制政策的双重激励下,加大了实体经济的债务成本,挤压和侵占了实体经济的利润,抑制了实体经济发展的内在动力,成为中国实体经济杠杆率攀升以及经济泡沫频繁发生与资源配置扭曲的重要动因。仅以中国上市银行2006至2014年的净利润为例,16家上市银行的利润总额每年均远超所有2000多家制造业上市企业的利润总额。在中国经济面临极大下行的态势下,2014年中国商业银行净利息收入高达3.3万亿元,净利润仍然高达1.55万亿元,同比增长9.7%,比2013年还增加了1369亿元。而且,中国商业银行平均资本利润率仍然高达17.59%<sup>②</sup>,而同期,中国工业企业的平均利润率不超过7%,工业企业500强是2.3%,规模以上工业企业营活动平均利润率6.04%,二者的利润率对比非常鲜明。

## (二)对实体经济的转型升级以及自主创新能力提升造成突出的抑制效应

首先,中国当前以大银行为主的金融结构以及金融抑制政策,对实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲效应,对中国制造业企业为主的实体经济的转型升级以及“资本替代劳动”的劳动生产率提升过程,形成了显著的障碍效应。现阶段,在面临中国低端出口竞争力逐步弱化,需要构建中高端出口竞争力优势的情形下,在面临制造业产能过剩,需要大规模重组兼并的情形下,在中国推进新型城镇化以及居民收入稳步增长带来的内需市场的高端化态势,所引致的新产业、新业态、新模式大量出现的情形下,以制造业为主的中国实体经济需要大量的中长期固定资产投资、技术资本投资、人力资本投资以及品牌投资等。而且,伴随中国劳动力供需关系的逆转带来的劳动力成本的快速上升,倒逼中国制造业部门广泛采用“资本替代劳动”以及“机器人替代工人”的劳动生产率提升过程,这显然是促进中国今后一段时期内GDP增长的主要动力。很显然,这些方面均会受到中国实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间错配与扭曲效应的严重障碍影响。其次,中国已经进入了依靠实施创新

---

<sup>①</sup> 数据来源:李杨、张晓晶、常欣等著,《中国国家资产负债表2015——杠杆调整与风险管理》,北京:中国社会科学出版社,2015年。

<sup>②</sup> 数据来源:《中国银行业报告》(2014年)。

驱动发展战略的关键时期,制造业为主的实体经济的创新研发活动以及专利产业运用活动,均迫切需要具有长期性质的资本资金来加以全面扶持和激励。这种背景下,中国的大银行体制以及金融抑制政策带来的短期贷款偏好,就会严重不适宜于中国的创新驱动发展战略以及企业自主创新能力提升的发展需求,造成了非常严重的抑制效应和障碍效应。而且,在中国的金融抑制政策的环境下,在房地产泡沫等高利润行业并行的条件下,激励企业将各种生产资金与利润从实体经济部门转移到房地产泡沫行业、股市以及高利贷行业,从根本上抑制了中国实体经济企业投资于创新研发活动等高端竞争力的内生动力,对中国经济可持续发展能力造成了突出的抑制效应。

(三)对货币政策传导机制造成了突出的扭曲效应与阻滞效应。

中国当前以大银行为主的金融结构以及金融抑制政策,及其造成实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲效应,对中国的货币政策传导机制造成了突出的扭曲效应与阻滞作用,导致中国的货币政策传导机制难以对制造业为主的实体经济产生重要影响。这具体表现在:

首先,对货币政策传导渠道中的利率传导机制造成扭曲性影响。利率管制政策的不对称效应造成的后果是,一方面,部分利率虽然实现了市场化,但是未实现市场化的利率对已经市场化的利率会产生扭曲性影响,导致信贷资金定价发生偏离;另一方面,在金融机构偏好于短期贷款的激励下,必然导致中国资金市场的真实短期贷款利率和长期贷款利率存在收敛的趋势,增加了实体经济使用长期贷款的成本。

其次,对货币政策传导渠道中的信贷传导机制造成扭曲性影响。由于中国现阶段以大银行主导型的金融体系,间接融资仍是最为主要的融资方式,因此,货币政策的有效性很大程度上取决于商业银行的自身利益动机。中国央行虽然在1998年放弃了对信贷量的直接调控,但是仍然通过信贷指导计划和“窗口指导”影响商业银行的信贷行为。在这种背景下,一方面,中国银行体系通过存贷利差以及通过所谓的中小微企业利润掠夺式的中间业务创新谋取利益的动机,必将导致银行体系对中国国家层面维护实体经济可持续发展的货币政策目标产生不一致动机,导致商业银行体系的贷款行为与货币政策目标发生偏离;另一方面,只要中国还存在类似高利润房地产这样的行业,银行体系对实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲效应就不会发生变化,信贷渠道传导机制扭曲效应就会长期存在。

最后,影子银行与民间非正式金融体系的膨胀加剧了货币政策传导机制的扭曲效应。影子银行与民间非正式金融体系的高风险极易引发系统性金融风险。随着影子银行与民间非正式金融体系业务的迅猛发展,金融体系内部关联性大大提升。中国影子银行体系与民间非正式金融体系涉及银行、信托、证券、保险等多个行业,横跨货币、信贷、资本、保险、理财等多个金融市场,使得金融机构之间和金融体系内部的内在关联性和风险传染性成几何级数增长(《金融监管蓝皮书:中国金融监管报告》,2014)。一旦影子银行或民间非正式金融体系出现较大风险,可能通过货币市场、信用市场迅速传染至银行部门和实体经济,并可能引发系统性金融风险。中国影子银行及民间非正式金融体系兴起和扩张的重要根源之一是资金需求的刚性及其由此产生的高额利息诱惑。尽管影子银行及民间非正式金融体系对解决中小微企业融资难现象有一定的促进作用,大多数中小微企业是因为被正规金融机构阻隔在“信贷大门”之外而不得不求助于高成本的影子银行及民间非正式金融体系。取消贷款利率上限管制后,在当前资金“刚需”前提下,影子银行及民间非正式金融体系放款利率仍会维持在高位运行,从而弱化货币供应量的调控效力。影子银行及民间非正式金融体系通过为企业和个人提供信贷资金的形式直接创造货币供应量,通过创新金融工具为商业银行提供融资方式扩大了银行信贷,间接扩大货币供应量。具有信用创造功能的影子银行体系及民间非正式金融体系规避了中央银行信贷总规模的管控,游离与中央银行对货币供应量的监测之外,导致整个社会实际货币供应量中有相当一部分被“漏出”。同时,商业银行与影子银行及民间非正式金融体系通过合作等形式使大量资金在银行体系内外流转,改变了传统的货币需求与供给机制,导致货币供应量指标的可测性和可控性下降,削弱了中央银行货币供应量的调控效力(上海金融报,2014)。

#### 四、破解思路与政策建议

依据本文以上的分析,如何解决实体经济转型升级和自主创新能力提升过程中的长期发展资本短缺的困局?如何解决利用资本市场和金融体制的全面创新来缓解乃至消除实体经济的长期发展资本的阻滞难题?如何解决实体经济的高杠杆风险?这些问题已经成为影响中国实体经济可持续发展乃至“新常态”背景下经济可持续发展的核心问题。针对以上这些重要问题,我们认为,中国当前迫切需要的破解思路和政策措施,应该在以下三个方面加以着力考虑:

第一,加快银行体系的混业经营,通过针对银行体系发展直接融资方式的创新举措,来从根本上来解决银行体系的短期资金和实体经济的长期发展资本之间的内在矛盾,构建真正适宜于中国实体经济的特定发展内在需求阶段以及转型升级特征的金融体系。应当根据变化了的中国经济发展环境和实体经济优势条件,重新审视禁止商业银行从事投资活动的规定。中国金融体系的改革,已经不要再仅仅局限于是否逐步放松利率管制与利率市场化的表层次讨论,而是要彻底进入到银行体系的定位和发展思路的全面深层次改革的思考和探索。我们认为,在当前中国金融体系仍然是以银行主导的金融格局的现实背景下,通过发展直接融资形式的资本市场,来解决中国实体经济长期发展资本的错配与扭曲困局,短时期内可能难以有效实现。而且也“远水解不了近渴”。而且,在全球对外开放的现实背景下,冒进式的或者快速推进型的直接融资形式的资本市场发展策略,可能会遭受国外金融危机冲击的风险,甚至在国家之间残酷发展竞争情形下遭受发达金融体系的干预与控制。这种背景下,通过对中国银行体系禁止发展直接融资方式的管制政策的逐步解除,鼓励银行业的混业经营以及直接投资业务的创新,可能是中国情景下解决银行体系的短期资金和实体经济的长期发展资本之间的内在矛盾的可行思路与破解途径。

第二,在中国经济“新常态”的特定背景下,通过容忍和鼓励中国资本市场的全面发展乃至适度的泡沫化,对创业板、新三板以及主板市场适当容忍一定程度的泡沫性。来引导产业结构的转型升级,引导经济结构的调整与升级,引导大众创业万众创新战略的实施,引导中国宏观经济供给和需求侧面关系的有机平衡。中国当前经济发展进程中的突出难题是,旧的发展优势已经逐步弱化,而新的竞争优势还未全面确立。而且,无论是实体经济还是地方政府,共同面临的困局是无法获得有效的长期发展资本,只能依靠短期借贷资金的长期错配化使用,造成了中国经济发展进程中典型的三大不匹配与风险,即地方政府债务风险和实体经济转型升级之间的不匹配和风险;金融体制利益集团和实体经济发展之间的不匹配和风险;产能过剩和实施大众创业万众创新战略之间的不匹配和风险。因此,在这种背景下,通过引导资本市场的全面发展,甚至容忍中国资本市场适度的泡沫化,来引导社会资金、金融体系资金流向实体经济,为中国的产业结构的转型升级以及经济结构的调整与升级,营造良好的金融发展环境。同时,借助中国资本市场适度的泡沫化,通过引导社会资金、金融体系资金流向实体经济,积极促进大众创业万众创新战略的实施。而且,适度的资本市场泡沫可以增加投资者的投资信心,通过投资者的财富

效应和收入增长激励效应,促进中国宏观经济供给和需求侧面关系的有机平衡,逐步解决中国当前经济发展进程中的长期有效需求升级动力缺失引起供给不足的内生发展困局。

第三,适当鼓励和加快创业板、新三板市场、股票市场等直接融资金融市场规模的扩张,建议考虑在京津冀等核心区域板块设立新的股票市场以及创业板和新三板市场,促进区域创新能力的提升,增强区域经济发展的金融动力。为了加快破解中国当前以大银行为主的金融结构以及金融抑制政策,解决中国实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲效应难题,我们认为,在容忍中国资本市场存在一定程度泡沫的基础上,依据推进中国的不同区域经济发展板块的现实战略需求,依据中国的不同区域经济发展板块的经济发展阶段和创新能力提升的现实需求,适当鼓励和加快创业板、新三板市场、股票市场等直接融资金融市场规模的扩张,具体来看,可以在京津冀区域、东北区域、中部经济发展带区域等国家区域发展板块,增设区域性的新创业板、新三板市场、股票市场等资本市场。事实上,中国巨大的经济发展区域性格局以及发展差异显著的区域板块,应该能够为发展新的创业板、新三板市场、股票市场等直接融资金融市场,提供独特的发展空间和经济基础支撑条件。

## 参考文献

- [1]尚福林,《目前我国间接融资比重达到 80%以上》,《人民日报》2014 年 02 月 19 日。
- [2]李杨、张晓晶、常欣等,《中国国家资产负债表 2015——杠杆调整与风险管理》,北京: 中国社会科学出版社,2015 年。
- [3]中国社会科学院金融所及社会科学文献出版社共同主办、中国社会科学院金融法律与金融监管研究基地承办的《金融监管蓝皮书:中国金融监管报告(2014)》