



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

中国金融与发展报告

管理结构性减速过程中的 金融风险

MANAGING FINANCIAL RISKS
STEMMING FROM

S T R U C T U R A L D E C E L E R A T I O N

中国社会科学院国家金融与发展实验室 编



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institution for Finance & Development

中国金融与发展报告

管理结构性减速过程中的 金融风险

MANAGING FINANCIAL RISKS
STEMMING FROM

S T R U C T U R A L D E C E L E R A T I O N

中国社会科学院国家金融与发展实验室 编



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

管理结构性减速过程中的金融风险 / 中国社会科学院国家金融与发展实验室编. -- 北京: 社会科学文献出版社, 2017. 3

ISBN 978 - 7 - 5201 - 0527 - 9

I. ①管… II. ①中… III. ①金融风险 - 风险管理 - 研究 - 中国 IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2017) 第 047292 号

管理结构性减速过程中的金融风险

编 者 / 中国社会科学院国家金融与发展实验室

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 王婧怡

责任编辑 / 王婧怡

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理出版分社 (010) 59367226

地址: 北京市北三环中路甲 29 号院华龙大厦 邮编: 100029

网址: www.ssap.com.cn

发 行 / 市场营销中心 (010) 59367081 59367018

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

规 格 / 开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印 张: 16.25 字 数: 259 千字

版 次 / 2017 年 3 月第 1 版 2017 年 3 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 0527 - 9

定 价 / 89.00 元

本书如有印装质量问题, 请与读者服务中心 (010 - 59367028) 联系

 版权所有 翻印必究

关于“中国金融与发展报告”

作为国家高端智库，国家金融与发展实验室除了围绕若干重点经济和金融领域，如国家资产负债表、债券市场、FICC、宏观金融和信用总量、宏观经济运行、货币政策、金融监管、支付清算、保险与发展、资本市场、银行业发展、全球经济与金融、数字普惠金融、金融与科技、政治经济学等，展开专业性研究，推出研究报告并相应召开各种类型研讨会外，每年还编辑出版一部集体成果“中国金融与发展报告”，旨在反映过去一年中国经济与金融的最新发展、面临的最新问题，并提出应对之策。这部《管理结构性减速过程中的金融风险》，便是“中国金融与发展报告”的2017年版。

2016年底的中央经济工作会议明确指出：“要把防控金融风险放到更加重要的位置。”为落实中央的战略部署，我们组织实验室的主要研究力量，历时4个月，撰写了这份报告。报告基于连续12年中国国家资产负债表的翔实数据，深度剖析了企业、居民、政府、金融系统、对外等部门的主要风险，并从完善供给侧结构性改革的角度，提出了宏观调控和改革建议。

主 编

李扬，中国社会科学院学部委员，国家金融与发展实验室理事长，国际欧亚科学院院士，中国社会科学院经济学部主任，中国金融学会副会长，中国国际金融学会副会长，中国城市金融学会副会长，中国海洋研究会副理事长，第十二届全国人大财经委员会委员，中国社会科学院原副院长。专业领域：金融、宏观经济、财政。

“金融服务实体经济”辨

李 扬

本轮全球金融危机以来，“金融发展应当服务实体经济”，几乎成为所有文章、文件、讲话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”，另一个与此相近的命题，即制止金融“脱实向虚”，又在朝野不胫而走。

一望之下，这两个彼此应和的命题简单、明了，但是，深究下去就会看到，要在实践中落实这些箴言，殊非易事。原因是多方面的：金融与实体经济、经济的虚与实之间的界限日益模糊，使主、客体难辨，“服务”难措手足；实体经济长期疲弱，风险积累，致使金融业望而却步；金融自身的发展逻辑客观上存在对实体经济“疏远化”倾向等，都是不容忽视的重要因素。本文将就这些问题展开分析。

本文认为，尽管存在缺陷，金融服务实体经济的命题仍是成立的。然而，我们主张从金融的基本功能出发来阐释这一命题，并制定相应政策。必须认识到：在市场经济条件下，一切社会经济活动都是通过交易展开的，凡交易就需要有货币，货币有条件地移转就会有金融，这就使货币金融活动深深渗透到经济

社会的各个领域和各个层面。尽管金融活动纷繁复杂，但是，说到根本上，其最终的作用只是在资源配置过程中发挥媒介作用，并无其他。因此，所谓金融服务实体经济，根本上指的是其应有效发挥媒介资源配置的功能；而所谓更好地服务实体经济，无非是要求降低流通成本，提高资源配置效率——离开这一点，无论是讨论金融的产业归属，还是辨析贷款的难易、利率的高低，都会误入歧途。

一 若干概念辨析

金融与实体经济、虚与实的分野

金融与实体经济之间的界限曾经十分明晰，但是，经过近几十年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”和“类金融化”了，致使金融与实体经济的界限日益模糊。如今，在普通投资者资产配置选项里，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，也都会在旗下专设 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，根本的难点在于缺乏清晰的概念界定和不含糊的分析前提。

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，其中最致命者，就是作为实体经济主体的制造业，自 20 世纪 70 年代以来已经大规模“服务化”了。

在传统的经济学分类中，服务业大部分被划归“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輊。

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，使得对与信息的产生、传递和处理有关的服务型生产资料的需求，逐渐超过对传统实物型生产资料的需求。而生产的社会

化、专业化以及在此基础上的协作深化，则使企业内外的经济联系大大加强，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，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级上升。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霍然并列，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，而是广泛关注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、实物产品的报废及解体或回收。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生产活动“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輊的最重要因素。我们看到，在有关金融要服务实体经济的讨论中，确实有训练有素的学者提出：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。

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，其实包含着这样的一句潜台词：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 20 世纪 80 年代之前，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。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大体分为实体世界（real world）和货币世界（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，此时的金融对于实体经济而言，本质上是中性的，企图运用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。这种状况反映在理论上就是金融学始终未能有效地被整合进以一般均衡为主要分析工具的主流经济学分析框架中——它看起来金光耀眼，实则是理论经济学的“弃儿”。

20 世纪 80 年代，新增长理论、信息经济学和新金融发展理论兴起，开始打破传统金融发展研究的僵局，从金融功能的角度研究金融发展对经济增长的影响，为现代金融发展理论的形成和发展奠定了基础。

按照美国经济学家罗伯特·墨顿的概括，金融体系具有如下六项基本功能：①清算和支付功能，即提供便于商品、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、跨地域和跨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，这为多数人所熟悉；其他四项概括的则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，或索性就只有少数人知晓。

长期以来，我国学界、政府与社会对于金融功能的理解，基本上集中在储蓄和投资方面，而忽视了他重要功能。由于有此偏颇，金融的功能或多或少地被扭曲了：金融仅仅被看作向经济活动输送资金的“血脉”，其作为市场经济制度之基础以及其他或许更重要的功能（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。如此理解金融，在我国有其实践基础。从经济发展的阶段性特点来看，在过去传统工业化时期，由于经济发展有着相对确定的需求或投资的方向，金融体系的主要功能确实就是为相应的生产与

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资金的渴求和以银行为主导的金融体系，也使得人们对金融的功能产生了“就是筹集和配置资金”这一认识上的偏颇。基于这些看法，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“不为实体经济服务”的帽子。

总结以上，我们认为，环绕提高资源配置效率展开分析，是理解和阐释金融服务实体经济命题唯一可行的路径。

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。如果在这一点上有清醒的共识，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，就应冷静地认识到，资金的融通活动之所以在这里难以实现，主要归因于实体经济中蕴含着越来越大的风险；而金融机构和广大投资者规避这种风险，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时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，全球金融危机以来的国内外实体经济中，风险始终存在，而且有愈演愈烈之势。在此首先讨论全球实体经济状况，然后转回国内。

全球经济：长期停滞

始自 2008 年的全球金融危机，如今已使全球经济呈现长期停滞的特征，其主要表现有五。

其一，经历了 7 年多金融危机的全球经济，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。做此判断的根据有二：第一，导致危机发生的主要因素，即主要经济体的经济发展方式、经济结构、财政结构和金融结构的严重扭曲，依然故我；第二，在救助危机的过程中，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，正逐渐显现巨大的副作

用。其中最显著者，是低迷的投资回报率、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。

其二，各国经济运行非同步、大宗商品价格变动不居、利率水平悬殊、汇率上下波动、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”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”的两难境地。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，而对绝大多数国家来说，储蓄率不易提高，储蓄更急切难得；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，这将使大量企业在一个相当长的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国际治理体系已经濒临崩溃。

上述状况将长期存在。这是因为全球经济处于“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。

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，中国经济新常态的主要特征则是结构性减速。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，同时也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。这些趋势性变化，既是新常态的外在特征，又是其内在动因。

其一，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“异动”，中国经济增速的缓慢下滑自 2008 年开始，而且下行的压力至今并未消减。对未来潜在增长率的预测，进一步佐证了我国的结构性减速趋势。中国社会科学院宏观经济运行与政策模拟实验室的预测结果显示，2011~2015 年、2016~2020 年和 2021~2030 年三个时间段内，中国潜在增长率区间分别为 7.8%~8.7%、5.7%~6.6% 和 5.4%~6.3%，增速递减的趋势甚为明显。

导致我国经济出现结构性减速的原因主要有四。一是要素供给效率变化。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，从几年前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，迎来了“刘易斯转折点”的到来。从资本形成看，在高储蓄率的支撑下，过去 30 余年，中国的资本形成率一直保持在相当高的水平上。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 余年的平均 26% 直落到 2016 年的 8.1%，便是明证。技术进步的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。以要言之，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，从效率低的第一产业转移到效率高的制造业。长期、大规模地进行这种资源的重新配置，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第三产业转移。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。据中国社会科学院经济研究所分析，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，从而可以轻易地通过将农业中未充分就业的劳动力转移到以出口为导向、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目标的“学习课程”时，或者国外已没有系统的东西可供学习；又或者面对中国崛起，发达国家已开始对我国进行全面的技术封锁，这意味着，“干中学”的模式已不可持续，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，我国专利申请数量在 2014 年已居世界第一，学术论文发表数量亦列世界前茅，但专利转化率却居世界中游。诚如习主席最近尖锐地指出：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。

其四，资源环境约束增强。浪费资源，曾经是我国粗放型经济增长方式的典型现象。21 世纪以来，能源价格和其他大宗商品价格相继飙升，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，食品中重金属超标，饮用水被污染等，已经使那些发达国家发展一两百年后方才出现的环境问题，集中在我国显现出来。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。这样，金融体系的融资功能也就失去了依托和目标。在这种局面下，金融与实体经济的发展保持了一定的距离，并非不可思议。

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，在美国便已出现。在那里，提出的命题是金融对实体经济“疏远化”，由被誉为美国“经济沙皇”的美联储前主席格林斯潘在 1991 年向国会就货币政策作证时首次提出。

这说明，金融不服务实体经济、脱实向虚的问题，是一种世界现象。

金融对实体经济的“疏远化”

在 1991 年那段著名的证词中，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，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。确认了“疏远化”的事实，美国的货币政策模式开始调整。格林斯潘抛弃了前任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，在货币的原初形式中便已存在；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，探讨金融脱实向虚的问题并寻找解决的方略，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。货币对实体经济发展的促进作用主要体现在其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，全社会就不可能有跨时期的储蓄和投资，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上。货币的出现，改变了这种状况。生产者当年生产的东西没有消费完，可以将之卖出，从而用货币的形式转化为储蓄。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。

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。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每个个体。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）相对立的最初的外化形式。

讨论了货币问题，便可以进一步讨论金融。首先要指出的是，不做深入研究，货币和金融是可以不加区别来使用的。因此，我们平常使用的货币政策、金融政策、货币金融政策等概念，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，方始出现。

那么，金融的作用是什么呢？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（储蓄从此一地区向彼一地区转移）地有条件转移。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，资源的配置体现为货币的配置，而货币的配置则是通过货币的流通和金融交易完成的。在这里，虚拟的经济因素引导了实体经济因素的配置过程。

同时我们也看到，金融活动在货币流通的基础之上产生后，经济活动进一步虚拟化。这不仅表现在经济资源的实际流转逐渐被掩盖在货币的借贷洪流之下，而且表现在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，在这种以银行融资为主的融资体系下，由于银行只是中介，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供应超出（或不足）货币需求，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，由于其自身特殊的定价方式，也由于其自身就是交易对象，并且这种交易强烈地受到自身供求关系的影响，它们的价格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赢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赢利能力。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，接着是价格暴跌，最后以金融危机告终。笔者认为，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，使得其价格常常与其赖以产生的

商品和劳务的价格相去万里，脱实向虚愈演愈烈。

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，衍生于其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、掉期、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，从而大大提高了流动性，进而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，这种联系便彻底地被割断了。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看：①从基础金融产品到证券化类产品，再到CDO、CDS等结构类金融产品，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；②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，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为金融周期；③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，其行为越来越像对冲基金，起初，投资银行的专业是发现好的企业，然后替它包装，定价、推荐、上市，赚手续费，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，拥有独立的资产负债表，成为一个负债型企业，有了自己的各种利益，基于这种地位，投资银行自然什么东西都“炒”，最后“炒”到大宗商品上，这种行为方式已经与对冲基金毫无二致；④金融业普遍采取过度的激励机制，助长了短期、投机性行为，从美林、高盛