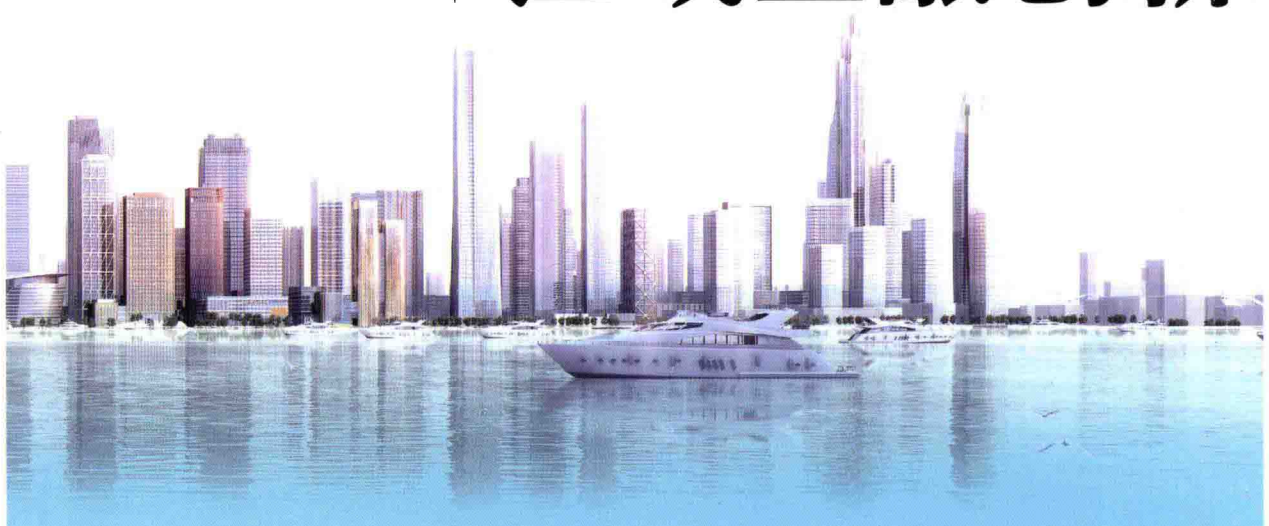




2014卷(第1辑) 总第2辑
中国滨海金融协同创新中心 编

Regional Finance
Innovation

区域金融创新



改革：推进金融回归实体经济
王国刚

天津滨海新区社会融资总量测度研究
刘通午 曲 彬

天津金融产业集聚的发展现状与路径选择
马蔡琛 徐晓雪 罗 磊 邹宏魁

推行可转换型运费远期合约 推动天津航运金融发展
温博慧

地方投融资平台债务风险：预警与实证
武彦民 张丽恒

区域金融稳定评估
叶永刚 刘荣辉 张 培

中国信托业发展及监管体系构建
邢天才 张 颖 吉 敏

人民币国际化的缘起、进展和战略选择
宗 良 李建军

现阶段人民币跨境贸易结算障碍研究
齐 欣 赵雅玲 胡 浩 杨珍增

 中国金融出版社



2014卷(第1辑) 总第2辑

中国滨海金融协同创新中心 编

Regional Finance
Innovation

区域金融创新

 中国金融出版社

责任编辑：王效端 王 君

责任校对：张志文

责任印制：陈晓川

图书在版编目 (CIP) 数据

区域金融创新 (Quyú Jīnróng Chuāngxīn). 2014 卷. 第 1 辑/中国滨海金融协同创新中心编. —北京: 中国金融出版社, 2014. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7507 - 2

I. ①区… II. ①中… III. ①区域金融—金融创新—研究—天津市 IV. ①F832. 721

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 080844 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](http://www.chinafph.com)

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 185 毫米×260 毫米

印张 14. 25

字数 302 千

版次 2014 年 6 月第 1 版

印次 2014 年 6 月第 1 次印刷

定价 36. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7507 - 2/F. 7067

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

顾问委员会主任：崔津渡

顾 问：黄 达 白钦先 郭庆平 张嘉兴 巴曙松
王小宁 刘锡良 魏大鹏 高正平 焦瑾璞
戴国强 戴金平 朱新蓉 叶永刚 郑振龙
裴 平

编辑委员会主任：王爱俭

编 委：（以姓氏笔画为序）

马亚明 马君潞 王国刚 史建平 张 杰
张湧泉 李 健 宗 良 金中夏 梁 琪

主 编：王爱俭

执行主编：李向前

编 委：王璟怡 林 楠 林文浩 孟 昊 杨 帆
刘 瑒 邓黎桥

《区域金融创新》是中国滨海金融协同创新中心主办的学术读物，以“金融智慧，交流创新”为宗旨，突出区域视角，探索金融改革、金融发展和金融创新。

“中国滨海金融协同创新中心”以天津财经大学、南开大学、中央财经大学的经济学、管理学两个学科门类的国家级重点学科和教育部人文社会科学重点研究基地为依托，充分发挥中国人民银行金融研究所、中国社会科学院金融研究所和中国银行国际金融研究所的信息支持、思想库和智囊团作用，联合天津市金融办、滨海新区政府、环渤海区域合作市长联席会，以及二十余家金融机构共同组成，围绕中国滨海金融这一国家重大发展战略需求，以机制体制改革创新为突破口，着力打造具有国际水准的中国滨海金融理论与技术方法研究、人才培养、科研成果应用转化的协同创新平台。

“中国滨海金融协同创新中心”坚持“需求导向”、“全面开放”、“深度融合”与“创新引领”的基本原则，建设创新平台和创新团队，主动对接中国特别是天津市、滨海新区金融发展需求，对中国金融改革，尤其是对滨海新区金融改革先行先试进行开拓性研究。

联系电话：022 - 88186856

联系地址：天津市河西区珠江道 25 号天津财经大学第 2 教学楼

《区域金融创新》编辑部

投稿邮箱：binhaijinrong@163.com

以金融发展为突破口 释放天津综合改革创新红利

2013年12月27日，李克强总理视察天津，要求将天津建成具有自身特色的投资和贸易便利化综合改革创新区，享受并超过上海自贸区所有政策，且面积扩至整个滨海新区，其目的在于希望天津在新一轮改革开放中成为北方地区的“排头兵”和“领军者”，走在全国最前列。在当日的天津市委常委会议中，进一步确立了综合改革创新区的主要内容，包括贸易自由、投资便利、金融服务完善、高端产业聚集、法制运行规范、监管透明高效、辐射带动效应明显等。天津市副市长宗国英更是强调要把天津滨海新区建立成同时具备自贸区全部政策和天津特色的综合改革创新区，集成海港、空港、物流园区、自主创新示范等优势，进一步释放天津经济金融改革的活力。

从金融领域的改革理念上看，天津的综合改革创新区与上海的自由贸易区相比有着很大的不同。上海自由贸易区金融改革总体上看是“自上而下”的改革，它强调了金融制度方面的改革，特别是对资本项目可兑换、利率市场化、人民币跨境使用等方面提供先行先试的优惠政策；天津综合改革创新区在金融改革方面不仅拥有与上海相同的政策，更应当强调“自下而上”的改革，即通过金融创新来带动中国金融制度的改革，这种改革模式相较上一种更为平稳，更容易形成市场化运行机制，从而进一步提高资源配置效率。

从此次李克强总理视察天津，并要求天津建立起以贸易投资便利化为核心的综合改革创新区来看，在金融领域重点强调了“创新性”与“支持实体经济”两大方面。特别是从李克强总理第一站考察工银租赁并对工银租赁提出的相关问题来看，

释放出鼓励通过金融创新支持实体经济发展的信号。金融创新是手段，支持实体经济是目标，二者相辅相成，具体体现在四个方面：一是要提高企业融资的便利性和便捷性；二是要降低企业的融资成本；三是要提高融资的多样性，满足企业的多层次融资需求；四是要帮助企业化解风险、管理风险。因此，在深化金融服务支持天津综合改革创新区建设方面，应当从外汇管理改革创新、境内外投资方式多样化、进一步发展民营金融以及建设离岸金融市场四个方面具体落实：

首先，加强外汇管理创新力度，提高贸易投资外汇管理效率。一是要加强简政放权的核心地位，进一步取消或减少行政审批项目，建立统一的部门互通的网上行政审批管理和服务平台，提高外汇管理审批效率；二是积极推进外汇管理方式转变，进一步推进跨国公司外汇资金集中管理高效化、发展跨境贸易投资电子商务，提高外汇资金的使用效率；三是培育和发展具有天津特色的外汇市场，强化人民币跨境贸易、结算与投资的相关政策协调，为国家进一步实现资本项目可兑换等一系列金融体制改革起到压力测试槽的作用。

其次，探索境内外投资方式，提高境内外贸易与投资吸引力。一是要进一步完善天津多层次资本市场体系，适当程度允许外资企业参与投融资活动，丰富外资企业资金运用渠道；二是要探索境外间接投融资方式，允许部分有资质的个人或企业进行包括股票、债券、外汇等海外间接投资；三是要培育和发展天津人民币海外投资基金，为国内企业海外投资并购提供商业化、市场化的操作平台及专业化的投融资综合服务；四是要建立健全投资环境评价指标体系，维护开放透明市场规则的保障机制，为境内外投资者提供全面的投融资指引和风险防范服务。

再次，完善民营金融体系，释放民间资本在提高投资贸易便利性中的活力。一是要加快天津第一家民营银行“津城银行”的筹备和申报进度，将其作为天津民营金融的龙头机构予以大力扶持，把它建成天津民营金融的品牌；二是要合理引导民营金融机构支持小微企业发展，一方面促进民营金融机构专业化发展，另一方面为小微企业提供更为丰富的融资渠道；三是要鼓励民间资本进入互联网金融领域，设立以互联网为支点的股权投资基金、战略投资基金和私募股权基金，支持中小企业进行产品研发和技术创新，提高企业的核心竞争力和自主创新能力。

最后，建设离岸金融市场，实现境内外国际贸易和投资的完美对接。一是要加强多元化离岸金融市场建设，加快形成包含离岸保险、离岸证券、离岸基金、离岸

信托、离岸货币、离岸同业拆借、离岸黄金和离岸金融衍生品在内的离岸金融市场主体；二是要完善多层次离岸金融管理机制，加强对跨国公司地区总部开展离岸金融业务的支持，在开设离岸账户等方面提供相应的便利，满足跨国公司地区总部资金管理、投融资、避险保值等账户管理需求；三是要健全多维度离岸金融法律体系，制定和健全以离岸银行业务管理、离岸账户管理、离岸业务税收、离岸公司登记注册、离岸金融交易为主要内容的法律法规、管理办法及实施细则；四是要提高离岸金融监管效率，以防范热钱波动跨市场套利为重点，进一步加强离岸金融监管和风险监控，探索符合国际惯例和便利业务开展的审慎监管模式，确保天津离岸金融市场健康、有序和可控。

此外，从建立具有天津特色的综合改革创新区方面看，应当充分发挥天津已存在的优势领域，以此为核心带动其他领域共同发展，最终实现上述目标。重点来看，应当以航运金融为突破口，充分发挥自身的港口特色以及金融租赁的优势，加快构建适合航运事业发展的多层次金融产品体系，加快构建面向航运事业发展的多元化金融机构体系，加快构建服务航运事业发展的专业化资本及要素市场体系，加快构建支持航运产业发展的综合性配套服务环境体系以及加快构建推动航运事业发展的强有力的组织保障体系，以金融支持航运事业发展为核心，做好模板，探索思路，形成一套可复制、可推广的建设路径，不仅在天津市其他产业领域进行应用，更可以为全国其他地区树立综合改革创新区的榜样，带动其他区域经济金融发展。

在国家的大力支持下，天津市特别是滨海新区又一次获得了前所未有的政策优势，天津市应当进一步提高对外开放水平，加大对内开放力度，发挥天津区位、港口、综合配套改革和高端制造业等优势，推动投资与贸易便利化改革创新，带动全区域多层次合作协调发展，相信在不久的将来，天津必然会成为中国对外开放的门户和北方的经济中心！

王爱俭

中国滨海金融协同创新中心主任

天津财经大学副校长

2013年12月30日

王国刚	改革：推进金融回归实体经济	(1)
刘通午 曲 彬	天津滨海新区社会融资总量测度研究	(16)
马蔡琛 徐晓雪 罗 磊 邹宏魁	天津金融产业集聚的发展现状与路径选择	(37)
温博慧	推行可转换型运费远期合约 推动天津 航运金融发展	(58)
武彦民 张丽恒	地方投融资平台债务风险：预警与实证	(79)
叶永刚 刘荣辉 张 培	区域金融稳定评估	(105)
邢天才 张 颖 吉 敏	中国信托业发展及监管体系构建	(149)
宗 良 李建军	人民币国际化的缘起、进展和战略选择	(178)
齐 欣 赵雅玲 胡 浩 杨珍增	现阶段人民币跨境贸易结算障碍研究	(198)

改革：推进金融回归实体经济

——以公司债券为抓手

◎ 王国刚^①

〔内容提要〕两部门宏观经济模型证明了金融内生于实体经济部门。改革开放35年来，中国建立了外植型金融体系，它有着积极意义，但也存在一系列弊端。要发挥市场机制在配置金融资源方面的决定性作用，必须改革中国金融体系，使其回归实体经济。金融回归实体经济的真实含义是，扩大实体企业和城乡居民的金融选择权利，使他们能够与商业银行等金融机构在金融市场中展开价格竞争。公司债券具有存贷款的替代品、改善资金错配、推进实体企业债务率降低、推进商业银行业务转型和缓解小微企业的融资难等一系列功能，应以公司债券为金融回归实体经济的政策抓手，推进金融体系的改革深化。

〔关键词〕公司债券 金融 回归 实体经济

处理好政府和市场的关系是中共十八届三中全会指出的经济体制改革的核心问题，使市场在资源配置中起决定性作用，完善主要由市场决定价格的机制，更好地发挥政府作用。从金融角度看，就是要发挥市场机制在配置各种金融资源方面的决定性作用，完善金融产品价格主要由市场机制决定的金融体系。这不仅切中了中国金融体系和金融市场的时弊，指明了金融改革的方向和重心，而且指明了中国金融发展和金融创新的方向和重心。

中国金融历经几十年的发展，取得了举世瞩目的成就。多年来，金融监管部门和社会各界着力探讨的金融改革，其中包括人民币存贷款利率市场化改革、建立存款保险制度、商业银行业务转型、资产证券化、加快资本市场发展、加大资本账户开放程度和人民币汇率改革等，大多属于单项改革范畴，并且大多基本上没有从国民经济角度论及金融体系改革。实际

^① 王国刚，中国社科院金融研究所所长、研究员，中国滨海金融协同创新中心特聘研究员。本研究得到天津财经大学中国滨海协同创新中心课题的资助。

上，发端于20世纪70年代末的中国金融体系，对实体经济而言，已成为一种外部植入型金融体系。这种外植型金融体系在30多年的发展中具有积极意义：

第一，它运用商业银行的资金再创造机制，通过发放贷款等金融活动，保障了中国经济发展中的资金供给和金融产品、金融市场的发展，使得中国经济在资金短缺中起步发展却没有陷入贫困陷阱，对30多年来的中国经济发展有着积极贡献，功不可没。第二，它运用行政机制以维护金融运行秩序的稳定，使得中国金融在经济高速发展中没有出现大的风波和动荡，有效抵御了亚洲金融危机和国际金融危机的冲击，避免了因金融震荡给资金供给者（主要是居民家庭）和资金需求者（主要是实体企业）带来的利益损失。第三，它为探讨建立中国特色的金融体系提供了时间和空间，避免了我们重走发达国家用200多年走过的金融体系建立发展之路，减少了在市场混沌和竞争乱局中建立金融体系所付出的巨大代价。第四，通过各类金融机构之间的竞争，积极探讨了发挥市场机制在配置金融资源方面的基础性作用，为中国金融的进一步改革发展创造了条件。第五，它创造了发展中国家摆脱金融抑制、推进金融深化的一条新路径，突破西方国家建立金融体系的老路径，给世界各发展中国家和地区的金融发展提供了一个可资借鉴的新思路。

但是，也存在着一个严重的缺陷，即金融体系脱离实体经济的状况越加明显。后金融危机时代，金融服务于实体经济的呼声愈加强烈。但是，中国的外植型金融体系，脱离实体经济的状况却继续加重，几乎剥夺了实体经济部门的各项金融权利，成为既位于实体经济部门之外又不断从实体经济部门中获取养分的一个自我循环体系。随着中国（上海）自由贸易试验区试验区的建立，中国经济发展正进入一个新的历史时期，改革开放也迈入了一个新的阶段。由此，改革外植型金融体系，推进金融回归实体经济，建立内生型金融体系，已是必然。

一、中国外植型金融体系的成因和特点

在计划经济时期，中国没有金融活动，也谈不上金融体系。当时，行政机制和财政机制支配着国民经济中的几乎所有活动，企业的资金由财政拨付、供销由国家计划安排、生产按照计划任务展开、职工工薪由国家统一规定、利润全额上缴和国家财政统付盈亏等机制，切断了居民与实体企业之间资金融通的金融联系。在此条件下，银行只是作为财政的出纳机制而设立，并无证券公司、信托公司、基金公司和融资租赁公司等金融机构，也不存在金融监管部门。这些体制机制的安排，决定了中国不可能有产生和形成金融活动乃至金融体系的基础性条件。在这种经济格局中，一方面，居民不是资金的主要供给者，政府财政部门成为实体企业经营运作资金的主要提供者，实体企业之间禁止展开股权投资、资金借贷等金融活动，它们的经营利润全额上缴财政部门，因此，不存在居民和实体企业之间的金融活动；另

一方面，实体企业缺乏最基本的经济权益，也就谈不上金融权益，由此，金融机制也就难有存在和发展的基础性条件。中国金融起步于20世纪70年代末的改革开放初期，当时有五个条件决定了中国选择的将是外部植入型（外植型）金融体系：

第一，在长期计划经济（行政机制成为经济运行的支配机制）条件下，实体经济部门的企业和居民没有金融权，既不知道何谓金融权，也没有金融意识（甚至没有“金融”一词的概念）。一个突出的实例是，20世纪80年代中期，负债经营作为具有创新意义的观念突破而大加宣传，“借鸡生蛋”、全负债经营广为推行。

第二，受计划经济中审批体制影响，金融机构的设立、金融产品的问世和金融业务规模（甚至金融机构客户）等都需通过严格的行政审批，由此，在金融部门中普遍延续了各项活动均需经过行政审批的制度（在20世纪90年代后期之后，甚至有着细化审批制的倾向）。到1984年，虽然工、农、中、建等银行已经分立，但它们作为专业银行（并非商业银行）各有着政府行政部门安排的特定业务。

第三，面对发达国家成熟的金融市场体系，我们期望能够尽快缩小与它们之间的差距，由此，将它们浮在表面的金融机构格局借鉴学习过来，并没有深入地看到它们沉在水下实体经济部门的金融权利。

第四，在20世纪90年代中期之前，企业改革的组织制度、变固定工制度为合同工制度等尚在探讨之中，“自负盈亏、自我发展”的公司制刚刚起步，以资金平衡表为中心的企业财务制度正在向以资产负债表为中心的财务制度转变。在缺乏资产负债理念和制度的条件下，企业不能发行股票、债券等金融产品，也就难以有获得金融权利的内在根据。

第五，1998年之前，银行信贷依然按照国家计划安排，在信贷规模和信贷投放对象上都有明确的行政取向。虽然已有股票、债券发行，但由国家计划安排，并通过制度规定，这些金融产品只能由金融机构承销运作。实体企业和居民依然缺乏对各种金融产品的最基本选择权。改革开放30多年来，中国努力从实体经济外部推进金融的发展，形成了一种外植型金融体系。

中国金融体系是一个运用行政机制嵌入到实体经济部门中实体企业和城乡居民之间的架构，它一方面建立在以最低廉的价格充分通过储蓄存款方式吸收城乡居民消费剩余资金的基础上，另一方面，建立在以最贵的价格通过贷款机制从实体企业获得贷款利息基础上。这种切断居民与实体企业之间直接金融联系的金融体系，与内生型金融体系有着实质性差别。外植型金融体系的主要特点表现在八个方面：

第一，在金融产品方面，实体经济部门（包括实体企业和家庭）几乎没有选择权，居民消费剩余资金除了存款几乎没有去向（存款意味着，资金只能通过金融机构的媒介才能进入实体企业），实体企业除了贷款也很少有从金融市场获得资金的其他渠道。金融活动的各项权利成为金融机构的专有权。没有金融机构和金融监管部门的准许，实体企业几乎得不到来自居民的资金供给。

第二，实体经济内部没有展开金融活动的制度空间。从最初的实体企业间不准借贷资金、到实体企业难以发行商业票据进行短期融资、再到实体企业间不能进行融资租赁等都通过制度规定予以限制。一旦实体企业间进行了这些金融活动，就以违法或者非法予以处置。

第三，各种证券发行都必须通过金融监管部门审批并由金融机构承销，使得实体企业丧失了自主发行各种证券的权利。这些承销证券的金融机构，不仅直接决定着实体企业能否发行证券，而且在证券发行的定价方面有着举足轻重的话语权。

第四，直接金融工具成为间接金融工具。公司债券是实体企业向居民发行以获得居民资金的一种主要的直接金融工具，但在中国，它变成了一种间接金融工具。内在机制是，实体企业发行的公司债券几乎完全由商业银行等金融机构购买，而商业银行等金融机构购买债券的资金则来源于城乡居民以存款等方式提供的消费剩余资金。

第五，“存款立行”成为商业银行等金融机构的一项基本战略。“拉存款”、“存款竞争”长期是商业银行等金融机构维持经营运作和加快经营发展的一项具有决定意义的基本业务。商业银行等金融机构的金融运作主要取决于资金数量的多少和资金供给的可持续性。自20世纪90年代中期以后，城乡居民消费剩余资金成为商业银行等金融机构的主要资金来源，由此，想方设法获得这些资金就成为各家商业银行等金融机构的一个主要竞争方略。

第六，金融市场（尤其是货币市场）在很大程度上才成为金融机构彼此之间的交易活动，与实体经济部门没有多少直接关系。银行间市场是中国主要的货币市场，进入该市场操作的主体集中于金融机构，由此决定了这一市场的交易基本上是金融机构彼此间的游戏。

第七，金融机构与金融监管部门成为一个相互依赖的体系，以各种理由限制实体经济部门的金融权要求，其中包括金融稳定、风险控制、专业性和公共性等。在各项金融制度形成过程中，金融监管部门通常需要征求金融机构的意见，但极少有征求实体企业意见的，由此，这些金融制度更多地反映了相关金融机构的利益取向，很难反映实体企业的诉求。

第八，各种金融产品创新，与其说来源于实体经济部门的要求，不如说来自于金融机构自身业务拓展和追求利润最大化的内在要求。

二、中国外植型金融体系的缺陷

正如世间任何事物都有其长处和短处一样，在国民经济系统中，外植型金融也有其内在缺陷。在进一步深化改革，发挥市场机制在配置资源方面的决定性作用，以加快经济结构调整、增强经济的可持续发展能力、进一步提高综合国力的背景下，尤其是在实施开放型经济战略、加快中国经济介入全球经济步伐、提高中国金融体系开放度的背景下，外植型金融体系的内在缺陷越加凸显出来。这些缺陷主要包括：

第一，将原本多维一体的有机经济活动分切为若干相互缺乏关联的部门活动，使得各种

资源的关系碎片化。这种碎片化不仅降低了实体经济部门的运作效率和市场竞争力，而且给金融体系带来了本不应有的风险。

消费金融内生于商业购物活动。一方面，在由商业机构展开的过程中，集资金流、物流和客户信息流为一体，既给消费者带来了购物的商家优惠，又给商家带来了资金和客户信息，有利于提高商家的市场竞争力和调整商业结构。但在中国，消费金融统一采用银行卡消费方式，在这种方式中出现了银行管资金流、商业机构管物流、无人管客户信息流的格局。在这种格局中，商家扩展业务所需的资金需要向银行申请，银行贷款既需要充足的抵押物又利率高企还延时甚多，给商家带来诸多不利。另一方面，由于缺乏客户信息和难以向这些客户提供专门的服务，使得各个商家迄今难有自己稳定的客户群，也很难根据特定客户的特色需求，量身打造地提供特色质量。再一方面，限制了商家之间的服务竞争。除了在价格上打折销售外，众多商家严重缺乏提供服务质量的竞争手段，形成了众家经营方略雷同的商家格局，给多层次商业市场的发展带来严重影响。

供应链金融内生于产业关联的各实体企业之间，它的原本含义是，在供应链中位于核心地位（或主干地位）的实体企业，可以根据产业发展的需要向位于上下游的实体企业提供资金支持和其他金融支持。这种资金或其他金融支持得到货物供应、商业信用、信息共享、技术支持和市场开拓等一系列因素的共同支撑，因此，是现代金融的一个重要发展方向。但在中国，供应链金融成为商业银行向供应链中的各家实体企业分别发放贷款的金融，或者成为供应链中核心企业（或主干企业）将自己的资金委托商业银行贷款的金融。在这种贷款中，商业银行实际上关心的只是本息的安全性，并不直接关心（也无能力关心）供应链是否由此得到强化、供应链效率是否因此提高。另外，供应链中的核心企业失去了利用资金供给来增强货物供应、商业信用、信息共享、技术支持和市场开拓等方面的凝聚力，难以有效协调好供应链各环节的关系。由此，本属一条链式的金融关系转变成了由商业银行“点对点”式的金融服务。

第二，以存贷款为重心，引致了金融资源配置的种种矛盾和效率降低，给实体经济部门发展造成了诸多的金融障碍。

金融资源配置效率的高低并不直接以金融机构是否获得了较高的收入和利润为衡量标准，它的实际含义应当是实体企业获得资金的成本是否降低。但在外植型金融体系下，实体企业普遍遇到融资数量少、融资价格贵和融资渠道窄等“融资难”问题。一方面，在缺乏金融产品选择权的条件下，大中型企业获得的贷款资金在利率上高于同期公司债券利率，表现出了“融资贵”。与此同时，在大量贷款向大中型企业集中的条件下，小微企业既遇到了融资数量少、融资渠道窄等困难，也遇到了融资贵的难题。这些难题意味着，受资金成本高的制约，在实体经济部门中许多本可展开的投资活动和经营活动难以有效进行，由此，资源配置的效率受到制约。另一方面，商业银行等金融机构的收益大幅增加。近10年来，在加入世界贸易组织、“狼来了”的背景下，中国商业银行的税后利润呈快速增长的态势，与实

体企业的利润走势形成了反差，以至于媒体有着“银行业垄断暴利”一说。利润的快速增加固然与商业银行改制后的体制机制创新、银行职员的努力直接相关，但与实体企业缺乏金融选择权条件下商业银行可坐享存贷款利差也直接关联。这是引致商业银行等金融机构以吸收存款为“立行之本”战略难以消解、持续地展开存款大战的一个主要成因。再一方面，广大的城乡居民作为存款人只能获得低利率的存款收入。由于消费剩余资金难有去向，在存款利率降低的条件下，城乡居民存款却形成了大幅增加趋势，实难分享实体企业付给金融体系的巨大收益。

在继续以存贷款为主要金融活动的条件下，要改变间接金融为主的金融格局几乎不可能。内在机理是，要发展直接金融就必须赋予实体企业必要的金融权利，这难免与现存的金融机构和金融监管部门的权利相冲突。因此，发展大力直接金融、降低间接金融比重的政策主张已提出了15年，但它并没有落到实处，商业银行也无“金融脱媒”之忧。中国金融体系中的间接金融比重依然高企。实体企业通过直接金融获得的资金占社会融资规模的比重还处于相当低的水平。尽管如此，各种创办新商业银行的冲动还在持续增强。

第三，在实体经济部门和金融部门之间资金错配现象越加严重。经济运行中不同的实体企业在经营运作和固定资产投资等方面对资金的性质、期限和流动性等有着不同的要求，从本源上讲，金融资产的结构应与这些要求相匹配。但在中国实践中，金融部门的资金和金融产品的结构与此相差甚远，从而，有了错配现象的严重发生。

在中国，资金错配包括五个方面：一是主体错配，即本属城乡居民与实体企业之间配置的金融资源转变为城乡居民与商业银行之间、商业银行与实体企业之间金融资源配置。二是性质错配，即资本性资金和债务性资金错配。三是期限错配，即长短期资金的错配。四是产品错配，即债券等直接金融工具与存贷款等间接金融工具的错配。五是市场结构错配，即资本市场与货币市场的交易功能错配。

在中国经济运行中长期存在着资本性资金与债务性资金的错配现象。典型状态是，资本性资金严重不足。2012年，中国的固定资产投资绝对额在近40万亿元（且继续按照20%以上的速度增长）。按照固定资产投资的资本比率30%计算，需要12万亿元左右的资本性资金予以支持。即便假定各家实体企业的每年税后利润（为5万亿元左右）都作为资本金投入固定资产投资范畴，再加上股市融资、折旧金转投资、外商投资和财政投资等资金，每年固定资产投资中资本金缺口也在5万亿元左右。如果这一现象只在某年发生，尚可不必过于担忧，然而，资本性资金严重缺乏的现象已延续20多年，累计的数额已达数十万亿元之多。相当多实体企业不仅资产负债率长期处于高位态势，而且屡屡用银行信贷资金进行注册资本的投资。这是引致经济运行缺乏长期性资产支撑的一个主要成因。

引致资本性资金严重不足的成因不在于居民部门每年消费剩余资金的不足，而在于这些资金的绝大部分以存款方式进入了商业银行、再以贷款方式流出商业银行。由于贷款通道发生的只能是债务性资金，所以，居民消费剩余资金就转变成债务性资金进入实体企业。作为

资本性资金严重不足的对对应性表现是，存款资金与贷款资金的期限错配。在中国商业银行吸收的存款资金中，活期存款和定期存款的期限结构大约各占 50%，但在贷款资金结构中，短期贷款通常只占 40% 左右、中长期贷款占 60% 左右。此外，还有大量的短贷长用现象。贷款属于商业银行风险资产范畴，贷款期限越长，则风险越大，因此，在主要发达国家中商业银行通常不发放中长期贷款。但在中国，由于实体企业缺乏金融权利，经营运作中的长期性资金难以自主地通过金融市场获得，所以，在依靠银行贷款的条件下，只能将大量贷款用于固定资产投资；商业银行面对这种状态，也不得不大量投放中长期贷款，短期资金更加捉襟见肘，以至于发生了 2013 年的“6·20”事件。

第四，货币市场成为金融机构间彼此交易的市场，与实体经济部门基本无关。

银行间市场是中国货币市场的主体部分。一方面，可进入该市场的交易主体包括国有控股商业银行、其他商业银行、其他金融机构和外资商业银行等，并无实体企业，更无居民。因此，该市场是金融机构彼此间进行短期资金和短期金融产品交易的市场。在交易中，国有控股商业银行是资金的主要融出方，其他商业银行和其他金融机构则主要是资金融入方。另一方面，该市场的交易品种主要包括银行间资金拆借、债券的现券交易、债券回购和票据等。2012 年，交易量达到 295.2 万亿元，其中，票据交易仅为介入其中交易 31.6 万亿元，占总交易量的 10.71%，与实体企业短期资金直接相关的票据只占货币市场交易中的很小比例。

2013 年，中国进一步扩大了资产证券化试点范围。但从 2005 年建设银行和国家开发银行的资产证券化看，发生的情形是，1 家银行发行的资产证券化证券，由其他各家银行分别购买。如果这种情形继续发展，结果将是资产证券化成为商业银行等金融机构彼此间的游戏，金融体系脱离实体经济程度进一步增大。

第五，各项金融改革举步维艰，或停留于做表面文章，或停留于口头。

货币政策调控机制的改革进展缓慢。近 10 年来，继续以运用行政机制直接调控存贷款基准利率和新增贷款规模为主要工具，在维护金融运行稳定的同时，维护着金融体系独立于实体经济部门的格局。

在存款数额巨大、在金融产品总额中所占比重甚高且为商业银行最基本业务内容的条件下，存款保险制度一旦实施就可能引致各类存款向大型商业银行集中，小型商业银行和小型存贷款金融机构（如农村信用社等）立即陷入经营困境，给金融体系带来严重震荡，因此，这一制度的出台时间屡屡延期。

按照市场机制的要求形成存贷款利率，是利率市场化的核心内容。但迄今这方面的改革基本停留在运用行政机制扩大存贷款利率波动幅度上，既没有引致商业银行等金融机构的资产结构调整、业务转型和盈利模式变化，也没有给城乡居民和实体企业更多的金融选择权。

商业银行业务转型的提出已有 10 年之久，但从它们的资产负债表看，负债结构中“各项存款”依然是最主要的资金来源，占据主体地位的程度非但没有降低而且继续提高；资产结构中“各项贷款”依然是最主要的资产运用方式，虽所占比重有所降低，但如加上商

业银行间相互持有的债券数额，比重变化并不明显。负债结构和资产结构的变化不大，反映了商业银行业务转型基本停留在表面上，难有实质性进展。

资本账户中金融账户开放迟迟难以迈步。金融账户开放绝非只是一个货币可兑换问题，要使得流到境外的人民币能够回流境内、要使得境内金融市场与国际金融市场对接，就必须有足够的金融产品可供国际金融运作者（包括机构和个人）投资运作，而这又不是人民币存贷款所能胜任的，也不是仅仅由金融机构运作所形成的金融体系所能担当的。

外植型金融体系存在的一系列缺陷说明，它已到了非改不可的境地。但如何改革却绝非易事，一旦选择失误，就可能引致严重的金融震荡甚至金融危机，因此，需要慎之又慎。

三、金融服务实体经济发展的内生诉求

打开任何一本《宏观经济学》都可看到如下表述：在两部门模型中，居民（或家庭，下同）部门是资金的盈余部门，实体企业（或厂商，下同）部门是资金的赤字部门，为了支持实体企业创造财富、维持经济运行，资金就应从居民部门流向实体企业部门，由此，在经济运行中，居民部门是资金的供给者，实体企业部门是资金的需求者，金融活动原本就在他们之间进行。在此，有三个需要细化的问题：

第一，居民部门的资金是如何提供给实体企业部门的，或者说，实体企业部门是如何获得居民部门的资金的？最初，居民部门主要通过股权投资、资金借贷等方式将资金投入实体企业部门；随着金融关系的发展，居民部门通过购买债券、股票等证券将资金提供给实体企业部门；最后，随着这些金融活动规模逐步扩大，商业银行等金融机构建立，在上述渠道继续发挥作用的条件下，居民部门又通过存款等路径将资金提供给实体企业部门。由此可见，居民部门和实体企业部门原本就拥有金融权。

第二，实体企业部门之中是否存在资金供求关系？在实体企业之间存在着由商业信用支撑的商务往来关系。在货物与钱款的交付中，由于时间和空间分离，自然存在着先付款后发货或者先发货后付款的现象，由此，商业本票、商业期票和商业汇票等金融产品应运而生。由于实体企业购买的一部分大型设备并不日夜使用，有些实体企业临时性加工某些零部件又需要此类设备，所以，实体企业之间的设备租赁使用现象自然发生；此类现象的进一步扩展，也就有了实体企业间的融资租赁业务。由于某些实体企业有着暂时的闲置资金，与其经营运作相关的另一些上下游实体企业却缺乏资金，由此，在商业信用和互利基础上的实体企业间发展起了资金借贷关系。此外，实体企业之间的资本投资、债权并购、股权并购和项目融资等也在市场发展逐步展开。由此可见，实体企业本来拥有充分的金融运作权利。

第三，实体企业部门是否存在资金回流给居民部门？居民以股权方式投资于实体企业，实体企业以股利方式将与收益回报对应的资金支付给居民；居民以债权方式购买实体企业的