

改革开放与创新发展理论和实践丛书



上海社会科学院应用经济研究所
周年所庆专题系列文集

普惠金融发展之路：

从排斥走向包容

杨咸月 杨何灿◎著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

改革开放与创新发展理论和实践丛书



上海社会科学院应用经济研究所
周年所庆专题系列文集

普惠金融发展之路： 从排斥走向包容

杨咸月 杨何灿◎著



上海交通大学出版社
SHANGHAI JIAO TONG UNIVERSITY PRESS

内容提要

本书首先结合中国目前金融市场的实际情况,分别从企业的货币紧缩效应以及农村的借贷市场两个层面来分析传统金融的局限性,进而得出普惠金融的包容化发展的重要性。随后对普惠金融的主体——小企业融资担保、手机银行、小额金融、P2P 网络借贷逐一进行了较为系统的研究,包括在国内外发展的现状和趋势,构建的均衡模型或者典型模式,监管制度框架,国外出现的问题和背后的原因,以及对我国的启示和建议。

本书适合金融从业人员、研究人员及感兴趣的读者参考和阅读。

图书在版编目(CIP)数据

普惠金融发展之路:从排斥走向包容/杨咸月,杨何灿著. —上海:上海交通大学

出版社,2018

ISBN 978-7-313-20158-4

I. ①普… II. ①杨…②杨… III. ①金融体系—研究—中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2018) 第 206534 号

普惠金融发展之路:从排斥走向包容

著 者: 杨咸月 杨何灿

出版发行: 上海交通大学出版社

邮政编码: 200030

出 版 人: 谈 毅

印 制: 江苏凤凰数码印务有限公司

开 本: 710 mm×1000 mm 1/16

字 数: 321 千字

版 次: 2018 年 6 月第 1 版

书 号: ISBN 978-7-313-20158-4/F

定 价: 75.00 元

地 址: 上海市番禺路 951 号

电 话: 021-64071208

经 销: 全国新华书店

印 张: 17.25

印 次: 2018 年 6 月第 1 次印刷

版权所有 侵权必究

告读者: 如发现本书有印装质量问题请与印刷厂质量科联系

联系电话: 025-83657309

编 委 会

主 编 孙福庆

执行主编 李 伟

副 主 编 李 湛

编 委 (按姓氏拼音排序)

曹祎遐	曹永琴	陈则明	樊福卓	顾书桂
胡映洁	蒋莉莉	蒋媛媛	靖学青	李小年
梁朝辉	刘 亮	刘 平	陆军荣	施 樾
司马志	孙 洁	孙 林	万 勇	王慧敏
王如忠	王晓娟	谢露露	徐炳胜	徐丽梅
徐林卉	徐 赞	杨咸月	于秋阳	郁鸿胜
张剑波	张 岩	张 彦	郑世卿	

笔者长期以来一直笔耕于金融学理论和实践研究的前沿。主持和参与研究国家社科基金项目、国家自然科学基金项目 5 项；在《经济研究》《金融研究》《数量经济技术经济研究》《中国工业经济》《世界经济》等核心期刊上发表了上百篇学术论文。研究中，作者深切地感受到金融在经济发展过程中的核心地位何其重要！

一方面，改革开放以来中国金融的快速成长支撑了经济发展的奇迹。短短 40 年里，中国即建立起了由政策性银行、国有控股大型商业银行、全国和地方股份制商业银行、新兴民营银行、农村信用社组成的间接金融机构体系；由主板、中小企业板、创业板、新三板和区域性股权交易市场组成的多层次资本市场体系。它们通过分布在全国各地的经营网点和市场体系源源不断地“汲取”各地金融资源，以非常低廉的成本支持国企改革和国有大中型项目融资，从而确保了中国经济持续 40 多年的增长。

另一方面，传统金融在快速成长中所暴露出来的金融排斥性问题也日益突出，越来越难以适应中国经济转型发展的新时代需要。简单地说，所谓排斥性就是金融不包容(Financial Exclusion)特征，即一个国家特别是转型国家的金融在发展过程中有逐步远离经济支持功能的倾向。这种倾向通常有三个发展过程：第一个过程是传统金融在发展过程中对高端客户的追逐，使得中小企业等弱势群体越来越难以获得传统金融的支持；第二个过程是传统金融在快速成长中“脱实向虚”，使得实体经济部门越来越难以得到传统金融的服务；第三个过程是传统金融资源的高度集中，使得其体内金融资源循环成为可能，因而彻底走到实体经济的对立面。不同的只是各国由于金融进入门槛高低有别因而金融外部性表现的过程略有侧重。发达国家金融市场进入门槛比较低，因而排斥性集中表现在后两个过程(如 2008 年美国次贷危机爆发)；发展中国家由于金融进入门槛较高因而三个过程都容易爆发(如中国当前既面临着融资难和融资贵问题，又面临着“脱实向虚”和金融高风险问题)。很显然，这种状况(任其发展)无法适应中国经济转型发展和创新驱动的新

时代要求。

因此，中国金融要想确保其创新地位不动摇，就必须适应世界发展新潮流，发展普惠金融。因为普惠金融(Inclusive Finance)的基本理念就是让想从事金融的人从事金融，让需要金融服务的人获得金融服务。其本身蕴藏着一种巨大的内在创新动力和能力。普惠金融对抑制中国传统金融的排斥性问题至少有三个方面的效果：一是赋予传统金融体制外的“草根”金融发展权利，一定程度上缓解个人、中小微企业等弱势群体融资难和融资贵问题；二是降低传统金融体系进入门槛，促进传统金融体系内合理的竞争机制形成；三是延伸传统金融的服务触角和服务领域。而这三个方面恰恰是传统金融排斥性症结所在，可谓对症下药！因此，世界各国（无论是发展中国家还是发达国家）进入新世纪以来都十分注重本国金融的普惠性发展，如欧美的 P2P 市场、孟加拉国的 Grameen Bank 和印度的小额信贷等。

中国普惠金融的起步比较早。20 世纪 80 年代国内即出现小额信贷，只是当时处于自发的零星状态。直到 2013 年互联网金融在国内广泛兴起，普惠金融才在国内作为一种理念被广泛接受。期间，政府的“大众创业、万众创新”和经济转型战略可谓“天时”；互联网和现代通信技术的广泛应用与低成本运作是“地利”；个人、中小微企业等广大弱势群体的融资需求可谓“人和”。可以说，普惠金融迎来了难得的发展机遇！

但必须指出，中国普惠金融发展还处在无序的混沌状态。一方面，体制内金融行业垄断尚未被打破，“脱虚向实”进程举步维艰，风险仍然高企不下。另一方面，体制外金融发展空间不够，不仅继续遭到传统金融的打压，而且其自身也还存在诸多“劣币驱逐良币”的现象。究其原因，中国尚未形成一个统一而又互惠的发展普惠金融的行动纲领。“安得金融普惠顾，百姓创业创新皆欢颜”，仍然是一个现实难题。

为此，本书的目的就是希望推动中国金融普惠式发展，为国内金融转型升级找到有的放矢的思路对策。同时也期待本书能够起到抛砖引玉的作用，吸引国内更多同仁站在普惠金融发展的视角来分析中国金融发展中的问题，为更好地发挥金融在中国经济转型发展中的积极作用尽一份力量。

作者于上海

2018 年 6 月

第一章 导论	1
第一节 普惠金融：人类社会发展的必然要求	2
第二节 中国金融发展难以例外	4
第三节 本书结构安排	18
第二章 传统金融局限之一：大、中、小企业货币紧缩效应迥异	20
第一节 文献述评	20
第二节 理论基础与研究设计	23
第三节 货币紧缩效应	30
第四节 货币紧缩效应的差异	43
第五节 稳健性检验：考虑同期影响	49
第三章 传统金融局限之二：农村正规与非正规市场融资截然不同	55
第一节 文献述评	55
第二节 农户资金需求及其借款状况	57
第三节 农户借款影响因素的理论假设及实证模型	60
第四节 实证分析	64
第五节 稳健性检验	70
第四章 小企业融资担保	75
第一节 小企业融资的市场特征及其均衡模型构建	75
第二节 自由竞争市场上小企业担保融资的配置效率	79
第三节 对我国发展小企业融资担保的几点启示	82

第五章 手机银行	84
第一节 手机银行在发展中国家迅速发展	84
第二节 手机银行的典型模式与包容型监管	87
第三节 中国的模式与监管：重心应转向促进农村金融包容性 发展	93
第六章 小额金融	97
第一节 小额金融机构可持续发展的国际趋势	97
第二节 印度小额信贷危机的深层次原因	112
第三节 小额贷款亟待走出高利率盈利模式：来自印度危机的进一 步反思	128
第四节 小额金融机构监管的独特制度框架	140
第五节 小额金融机构的审慎性监管	155
第六节 监管能实现小额金融机构盈利与服务低收入群体 双赢吗？	168
第七章 P2P 网络借贷	195
第一节 欧美 P2P 网贷市场的发展和监管	196
第二节 亚洲 P2P 网贷市场的发展与监管	205
第三节 中国 P2P 网贷市场的发展	213
第四节 我国网络借贷平台风险差异及其影响因素	221
第五节 我国 P2P 市场区域差异与效率	243
参考文献	254
后记	265



第一章 导 论

何为普惠金融？简单地说，普惠金融(Inclusive Finance)是指金融行业的发展要惠及每个个人和企业。其核心体现在“普”和“惠”上。具体的，它包括金融发展和金融服务两个方面的普惠。金融服务普惠是让那些合理的资金需求都能够得到应有的金融服务，很显然，这对单个金融机构或市场来说可能勉为其难，因为它可能像某种动物具有吃素或者吃肉的偏好，因此只会向某一类客户提供某一种金融服务。但对于整个金融系统来说，普惠金融服务就是可行的，因为其系统内部的各组成部分之间，既可以通过分工也可以通过合作来满足不同群体、不同层次的金融需求。可见，关键要看普惠金融发展能不能产生足够的金融机构、组织、平台和市场来保证满足各种正当的金融需求。普惠金融发展的普惠，即让那些有效率的金融机构、组织、平台和市场都能够得到充分发展，取决于天时、地利和人和三个方面。其中，天时指是一个国家或者社会的金融发展制度，地利是指其金融发展技术，人和则指其金融服务的需求。尽管人类社会的不同发展阶段，世界各国的天时、地利、人和各不相同，但普惠金融发展始终是人类社会生存和发展的内在要求。离开了普惠，金融就没有产生的必要；离开了普惠，金融发展就失去了根本！

事实确实如此。纵观人类金融发展历史，不难发现普惠无处不在，而且无时无刻不在发挥作用。可以说，普惠是金融产生和发展的前提和基础，更是金融业繁荣和健康发展的动力和源泉。

第一节 普惠金融：人类社会发展的必然要求

一、金融的产生发展源自包容

我们知道,金融即资金融通,关于其起源有两种说法。一种是庙宇。由于古代生产力落后,人们信奉宗教。各地均设有庙宇,一方面接受当地居民的香火和捐赠;另一方面向当地居民传教和做慈善业务。当周围信徒为了感恩而加倍偿还时,庙宇与周围的信徒之间便建立起实物信用。当实物信用产生后,其在发展中碰到的最大问题就是实物种类繁多而且有些实物容易腐败变质,于是一些大的实物信用在发展过程中便演变成以货币计价的金融活动;另一种说法是起源于金银首饰加工匠和工商业巨贾。他们由于相对集中地占有不易腐烂而易保存、质地均匀的黄金、白银和珠宝,因此在当地享有极高声誉。当地穷人经常向他们借钱度日,并以更高的回报报答他们;而富人则通常将自己多余的金银珠宝寄放在那里以期获得额外收益。当他们认识到这种方式能够带来稳定收入时,独立的钱庄、票号便出现了。可见,无论哪一种说法均表明金融源自实体经济包容发展之需要,体现的是经济人之间的一种互济、帮助和共赢。

二、金融发展加剧了行业垄断

金融一旦产生,其信用形式很快由货币信用向银行信用(如银行券、票据等)、国家信用(如国家主权货币)、区域货币(如欧元货币区)等方向全方位拓展。并且在业务品种和市场结构上不断细化成复杂的业务结构(如银行、证券、保险等)和市场结构(如货币市场、证券市场和衍生品市场等)体系。

究其原因,主要是金融交易对象的货币属性。货币具有流动性、安全性和收益性“三性”特征,而且此“三性”在货币仅执行“交易媒介”功能时是高度统一的,很难出现背离。但当货币作为金融交易对象时,其执行的功能是财富功能,原来凝结在一起的流动性、安全性和收益性开始重新组合,使得不同利益主体在金融领域追求自身利益最大化成为可能。于是,金融行业的货币创新、产品创新和市场创新层出不穷。

但必须指出,传统金融业是垄断行业。可以说,没有一定经济实力和商誉的任何人一开始就被该行业拒之门外。引入国家信用后,政府为了获得稳定的铸币税和金融秩序更是严格设定该行业的进入壁垒。因此该行业越发展,其机构规模越

大、社会财富集聚成的金融资产越多。

三、行业垄断限制市场效率

如今没有哪个行业比金融行业垄断程度更高。经典的经济理论告诉我们，垄断因其市场价格由垄断者根据自身利益最大化原则决定，而不像完全竞争市场那样由供求双方决定，因而效率最低，其结果必然有“脱实向虚”倾向。

典型案例是在1997年亚洲金融危机期间，以对冲基金为首的巨量国际游资在泰国、韩国等新兴金融市场兴风作浪，将这些国家多年积累的外汇储备血洗一空！直到开始做空香港市场时才遭到有强大后盾的香港政府的猛烈阻击，不得不受挫折载。2008年美国次贷危机期间，明知美国次级住房抵押贷款风险高，全球各类相关金融机构却设计出各种名目繁多的金融衍生品，催生房地产泡沫。结果泡沫最终破灭，华尔街五大投行轰然倒地，许多大银行元气大伤，小银行破产关门。

而且，一些国家央行如丹麦、瑞士、日本实行负利率政策，更是表明这些国家银行系统的资金“空转”程度非常严重，整个银行体系宁可接受央行的负利率也不愿意对实体经济投资，以至于其中央银行都看不下去，不得不出手刺激实体投资。究其原因，根本在于缺乏竞争的动力。

四、金融效率来自包容发展

很显然，如此高度垄断的金融行业自娱自乐，已经不能适应现代社会经济发展的需要了。因为巨大金融资源的体内空转对实体经济来说既是风险又是浪费。而完全由金融机构和市场去配置金融资源，结果必然是金融资源难以流向那些真正需要资金的高效率实体经济，造成一部分大企业资金过剩，另一部分中小微企业资金饥渴的现象。因此，世界各国都十分注重金融的包容发展，试图在制度内、外引入竞争机制来提高金融对实体经济的服务水平和效率。

发达国家市场体系比较发达且制度比较完善，因此多从制度内引入竞争机制。例如，美国金融行业与市场的进入门槛不高。无论是银行牌照的发放还是企业上市，只要符合要求都可以获得通过。其目的就是希望在美国金融行业和市场内部营造一个公平竞争的环境，让那些适应的市场主体生存发展，而淘汰那些没有竞争力的市场主体。这种从内部引入竞争机制的做法好处在于可直接降低传统金融风险，让传统金融在服务和发展上更具有包容属性。因此，当制度外金融发展的时候，制度内金融与制度外金融的对接非常平缓，既不存在冲突也不存在爆发。

发展中国家由于国内市场机制不够完善，因此多数采用“加法规则”在传统的

金融制度外引入竞争机制。例如,孟加拉国的 Grameen Bank(GB)模式、印度的小额信贷、肯尼亚的 M-PESA 手机银行模式以及建立在互联网基础上的 P2P 网络借贷市场等,都是对传统金融业务的补充和延伸。这种制度外引入竞争机制做法的好处是如同雪中送炭般地直接发展传统金融抛弃或忽略的金融服务。虽然不能直接降低传统金融风险而且可能遭到传统金融势力的打压,但其迅猛的发展势头能够优化发展中国家的金融结构并提升其金融资源的分配效率。

究竟制度外金融与制度内金融关系怎样?可以用“小草”与“大树”的关系来比喻。单独一棵小草无法与大树相比,其生存环境要比大树恶劣得多,更别说能够有机会像大树那样受到关注与培育。但它具有顽强的生命力,只要有足够的阳光、空气和土壤,就能够让荒漠变成一片绿洲!甚至还可以与“大树”一起构成交相呼应的普惠金融蓝图。这里,对于制度外的普惠金融来说,“阳光”就是政策,“空气”就是技术条件,“土壤”就是实体经济的金融需求。在 21 世纪的今天,原来作为普惠金融“短板”的技术条件已经被现代通信技术、互联网和人工智能彻底突破,因此普惠金融在新兴市场经济体的发展迎来了前所未有的春天。

第二节 中国金融发展难以例外

中国金融业的发展始于改革开放。之前的计划经济体制中,中国金融主要由中国人民银行和中国银行两家金融机构负责。前者主要承担政府财政“口袋”功能,后者主要发挥国家对外结算的“窗口”功能。之后为适应社会主义市场经济体制建设需要,中国金融业的发展才迈开大步,朝着有中国特色的社会主义金融机构体系、市场体系和监管体系方向迈进。

如今,以工、农、中、建、交五大国有商业银行为主体,国有政策性银行、区域性商业银行、城商行和农信社等组成的多层次传统金融机构体系已经形成。其分支机构遍布全国各地,成为国民经济发展的主要金融机构体系。工、农、中、建四大行早已位列世界 500 强,2017 年已经跻身前 43 位,无论资本、资产总额还是利润能力均很耀眼。由主板市场、创业板市场、中小企业板市场、新三板市场和区域性股权交易市场组成的多层次资本市场体系,为满足国内不同类型的公司治理结构改革和做大做强提供了平台。由“一委一行两会”组成的中国金融监管体系表明政府高度重视国内银行、证券和保险三业的健康稳定发展,标志着我国金融监管体制已日渐成熟。

中国金融业发展对于中国经济转型乃至全面建成小康社会都具有重要的促进作用。特别是国有商业银行的改制、上市不仅做大做强了中国金融机构体系,而且

还显著提升了国内金融资源“汲取”能力,为国有企业改革发展和国有项目的落实提供了金融保障。多层次资本市场的发展不仅优化了国内直接融资和间接融资结构,而且还为各类发展企业股份制提供了广阔的低成本平台。因此短短 40 年里中国创造了世界经济发展奇迹:GDP 总量超过日本,成为仅次于美国的全球最大发展中国家;人均 GDP 进入世界中等发达国家行列,国民生活水平实现了向基本建成和全面建成小康社会的“双重”跨越。

一、不“普”现象尤为突出

但必须指出的是,中国金融发展越快,在发展中所暴露出来的“包容”问题却越突出。从机构看,大金融机构越来越大,小金融机构似乎越来越弱,彼此间缺少竞争机会,金融资源越来越集中于少数大金融机构。从市场看,不同层次资本市场尽管名称不同但运作机制相似,重筹资轻投资,导致风险不断积聚和沉淀。从融资看,个人、中小微企业融资难、融资贵问题越来越突出,正规市场资金充裕而非正规市场资金紧张,两者之间“东边日出西边雨”的矛盾始终无法调和。显然,这种格局很难适应下一阶段的国家发展战略。因为中国经济发展不仅需要传统部门创新驱动,而且需要“大众创业、万众创新”。无论哪一个战略的实施,都需要普惠金融来提高效率。

(一) 融资“难”与“贵”始终得不到解决

“融资难”和“融资贵”问题指国内总有一部分企业和个人被传统金融(机构与市场)体系拒之门外,不仅生产和生活所需资金难以获得满足,而且融资成本特别高(比正常成本高得多)。突出表现在个人、中小微企业的融资难和融资贵上。

每年中国有成千上万家中小企业诞生,小微企业的出现更是不计其数。截至 2017 年 7 月底,中国小微企业名录收录的小微企业已达 7 328.1 万户^①。但能从传统金融体系获得融资的机会相当低,尽管相关部门三令五申要求把解决中小微企业融资难问题放在突出位置予以解决。而农户获得正规信贷的融资比例更低。尽管国家有支农资金通过农村信用社发放,但是包括政策性支农贷款在内的正规融资市场也很小。北京大学中国经济研究中心于 2009 年开展的中国农村金融调查统计显示,该类贷款占农户借款的比例只有 15%左右,中西部地区 80%以上农户的借贷来自民间融资市场,包括亲朋好友借款和高利贷。相当一部分农户从未去过正规市场借款,因为他们知道去了也会被拒绝!

特别在货币紧缩或经济转型时期,中小企业等弱势群体的融资难问题更显得

^① 参见 <http://news.163.com/17/0902/17/CTBISMB100018AOQ.html>。

突出，不得不求助于民间融资市场。几乎所有的中小微企业都首当其冲，而大中型企业特别是国有企业哪怕已经变成“僵尸”，依然可能受益于传统金融体制。

民间融资市场利率有多高？已于2015年9月1日起施行的《最高人民法院关于审理民间借贷案件适用法律若干问题的规定》，改变了此前贷款利率不得超过基准利率4倍的司法政策，明确36%以上的借贷合同无效，24%以下是司法保护区。实践中，温州民间融资市场和广州小贷市场利率平均都在18%附近。18%是商业银行信用卡逾期罚息水平，而这一水平居然对小微企业具有强大的吸引力，可见民间融资市场利率与正规市场利率落差有多大！

事实上，民间融资市场还有各种隐性融资费用，而且有时候远比其表面看到的利率高得多。例如，小额贷款公司放贷时就存在10%以上的中介费用；P2P平台有10%~18%的平台费用。即使是商业银行现在标榜的零利率小额贷款隐性收费有时甚至高达20%左右。这些隐性费用如果与利率加在一起，构成弱势群体高昂的融资成本。仅以近几年发生在高校的校园贷为例，2016年3月，河南一大二学生因利滚利而欠下60多万元校园贷跳楼自杀。2017年8月，广西一大三学生借款1000元，没过多久就“滚”成19万元。出现这类事件的根本原因还是金融体制内部出了问题。在融资功能比较薄弱的落后金融体制下，这类问题的频繁出现可以理解；但在现代金融体制已经建立起来以后，这个问题依然存在而且相当突出，只能说是传统金融的“不包容”。

（二）传统金融的“阳奉阴违”和资金“体内循环”愈演愈烈

应该说，政府十分重视中小微企业等的融资难问题，并为解决这类问题先后出台了一系列鼓励政策和措施，而且传统金融体系积极响应国家政策要求。例如，五大商业银行都建立了普惠金融事业部；各商业银行都设立了“互联网金融服务中心”等对口服务部。从统计表上看，几乎所有商业银行的“中小企业贷款”金额及占比都达到（甚至超过）国家规定标准。

但实际状况如何？传统金融体系似乎对农村金融重视不够（见表1-1）。几乎所有的商业银行（除农业银行、邮政储蓄银行外）在县级以下农村都没有网点。即使有网点，其主要功能也仅是吸收存款，而对农户借款需求熟视无睹。原因可能有二：一是全球商业银行都在追求所谓稳定的高端客户，国内商业银行在成长中自然也不例外；二是在党的十八大以前中国执行的基本上都是财政扩张政策。期间无论国家、地方政府还是国有大中型企业，都储备了不少需要融资的新项目。两者结合在一起使得传统金融体系在所谓“高端客户”追求中极容易获利，因此必然无视广大农户和中小企业的资金需求。只是碍于政策压力，一些商业银行才被迫设立中小企业账户，将自己高端客户中的“中小贷款”归于此项。

表 1-1 我国传统金融机构在农村的吸储和贷款状况(2008 年)

省份		农业银行	农村信用社	邮政储蓄	合计
云南	存款额/千元	962	3 091	0	4 053
	贷款额/千元	672	2 982	0	3 654
	贷款数目/个	6	237	0	243
湖南	存款额/千元	1 063	3 473	1 299	5 835
	贷款额/千元	20	1 081	45	1 146
	贷款数目/个	2	49	2	53
黑龙江	存款额/千元	1 679	2 251	701	4 631
	贷款额/千元	303	1 539	0	1 842
	贷款数目/个	8	85	0	93

资料来源：根据 2009 年北京大学中国经济研究中心“中国农村金融调查”(花旗基金会资助)结果整理。

但必须指出,传统金融体系资金并不紧张。从来源看,商业银行都有主动“脱媒”现象发生。通常客户一进入银行营业大厅,大堂经理会立即主动向其推荐各种理财产品和投资连接保险,并鼓动其将储蓄存款转为这类风险高、收益不确定的产品。商业银行在为大客户提供各种优惠乃至免费服务的同时,不欢迎“小额账户”,通常对这类借记卡账户每年收取 22 元管理费和年费,直到发改委与当时的银监会联合叫停^①。从资金运用看,传统金融机构通过融资融券等杠杆方式进入证券市场的资金成为股票市场“千股跌停”或“千股涨停”的助推器;通过降息进入房地产的贷款成为房价暴涨的原因之一;所追逐的“高端客户”在新常态下有的已成为“三去一降一补”的对象,甚至有沦为“僵尸企业”的可能。因此相当一部分商业银行不得不采取资金“体内循环”的策略来降低风险。

(三) 证券市场“空手套白狼”现象频现

应该说,政府非常重视资本市场发展。为了适应不同层次的资本需要,国家已经先后建立起包括沪深主板、中小企业板、创业板和新三板市场在内的多层次资本市场。并在此基础上进一步培育出了各地产权交易市场以及包括期权和期货在内的衍生品交易所以增强市场风险防范能力。

但迄今为止,中国证券市场波动风险仍然很大。某些媒体通常称某些发达国家股票市场“大跌”1%至 2%为股灾;而称中国股票市场千股跌停为“市场调整”。

^① 从 2017 年 8 月起,对客户指定的一个本行账户(不含信用卡、贵宾账户)免收管理费和年费。

隐隐约约地，中国证券市场上似乎总有一种“魔力”，能够超越监管，扰乱市场。最突出的“市场调整”发生于2015年，上证综合指数从6月12日的高点5178点跌至8月26日的2927点，3个月不到的时间，跌去了近一半。

究其原因，主要是中国证券市场“空手套白狼”太容易了！首先，任何一家企业股票发行上市不仅为公司募集一笔巨额IPO资金，而且还可以通过所谓“职工持股计划”等，为公司员工带来一笔巨大的意外财富（其金额之大超过了普通人数辈子的劳动所得）。显然，这种“一人得道，鸡犬升天”的做法已经超出马克思主义劳动价值论的内涵，而且居然还无需缴纳资本利得税。其次，有些上市公司的“大股东”可能一不留神就被“经营者”赶出家门。这方面的案例在民营公司发生过，例如，黄光裕控股的国美零售（原名国美电器）差点被其高管据为己有，但更多地发生在国有上市公司（何光辉，2010）。可以说，已经将国有上市公司变成经营者实际控制的公司不胜枚举。但监管者一方面担心国有资产流失，另一方面又似乎纵容大股东缺位的经营者。确实，证券市场已经出现了“野蛮人”对上市公司举牌和控股，但有些可能因包括监管部门在内的多方压力而撤退，典型案例有国有控股公司万科A。原来资本市场长期以来遵循的“谁资本大，谁说了算”的规则可能还行不通。再次，一些企业资本运作做大后，其资产不知不觉被转移到国外。特别是有些民营上市公司经常喜欢玩“资本市场+（房地产、互联网等）”游戏来扩张资本。一旦运作不下去或不想继续下去，可能就将资本悄然撤出中国。确实，2015年底至2016年中国外汇储备的巨额流失与某些通过中国证券市场扩张成世界500强公司然后将资本转移出去有关（见图1-1）。最后，还有一些公司从不分红，直到ST后还期待借助“壳资源”翻身。

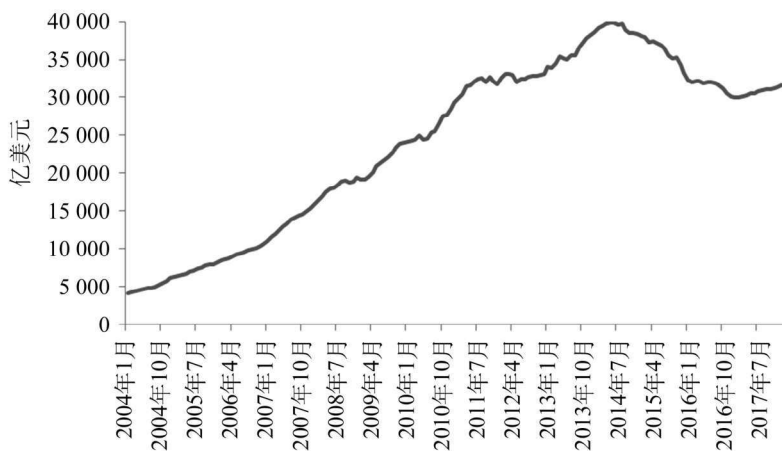


图 1-1 中国外汇储备月度变化走势

资料来源：中国人民银行。

经济学中有一个“劣币驱逐良币”经典理论：如果货币市场上劣质货币泛滥，则优质货币在该市场上必然被劣质货币挤出市场。中国证券市场如果长期充斥投机现象，就必然会将那些诚实的创业者拒之门外。

(四) 互联网金融中“己所不欲”与“勿施于人”

进入 21 世纪特别是 2013 年以来，随着互联网和现代通信技术的推广普及，互联网金融发展非常迅速。先是以天弘基金的余额宝为代表的各种“宝宝”们在各大互联网平台迅速崛起，极大地拓展了居民投资渠道和支付方式。后是各地网络借贷平台以“点对点(P2P)”方式在全国各地小额资金的供给者和需求者之间架起了突破时空的“鹊桥”。而且这两方面市场发展已经初具规模。余额宝规模已从 2013 年第 3 季度的 557 亿元暴增至 2016 年底的 8 083 亿元，2017 年底更是高达 1.58 万亿元，已经接近 2017 年在全球 500 强中银行类排名第 4 的中国银行 2017 年 1~6 月份的个人活期存款平均余额 1.81 万亿元，超过全国性股份制商业银行招商银行、中信银行、浦发银行和民生银行这四家银行 2017 年上半年个人活期存款平均余额之和，尽管为应对日益严厉的监管余额宝在 2017 年三次调低申购限额。其深受民众欢迎的程度在 2018 年春节期间再次进行“限购”可见一斑。天弘基金发布公告称，2018 年 2 月 1 日至 3 月 15 日，限制余额宝的单日申购额度，每天 9 点起发售，当日购完为止，并且在此期间由支付宝自动转入功能暂停执行。根据网贷之家的数据，P2P 市场 2017 年的交易额已经达到 28 049 亿元；其中 2017 年 12 月底为 2 248 亿元；而同期金融机构人民币新增存款分别为 13.51 亿元和 -7 929 亿元；网贷成交量占金融机构人民币存款余额、新增贷款的比例持续上升，2017 年 12 月分别高达 38%、0.14%（见图 1-2）。“宝宝”们和网络借贷的崛起对中国金融业普惠性发展无疑具有重大现实意义。对于传统金融来说，其受到的冲击也已经开始显现。以微信支付为例，该支付不仅使消费者免受找零和假币之苦，而且还让诸多小微企业放弃了对现金和银行卡支付结算的依赖，甚至由于要支付一笔额外费用而放弃了对银行卡的兴趣。

尽管传统金融机构已经开始意识到互联网等技术带来的新型普惠金融崛起的冲击，但还是不太愿涉足这些“草根”金融活动，原因可能有三。一是迄今为止传统金融核心利益主要集中在传统的货币及其资产运作上。由于大量低成本的货币资产体内循环使得传统金融体系获得一笔稳定的超额收益，因此不可能轻易改变对传统业务的偏好。尽管近年来国家先后培育了一些地方性中小商业银行、民营银行和新型金融机构，但传统金融垄断格局并未被打破。二是现代通信技术的发展彻底改变了传统金融的服务方式，使其获得了广阔的服务提供机会和利润增长点。中国的银行、证券和保险行业每时每刻都有新的创新和新的产品问世。其中国内