



NIFD

国家金融与发展实验室
National Institute 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

(修订版)

李扬 等 著



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

(修订版)

李扬 等 著



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 / 李扬等著. --

2 版. -- 北京: 社会科学文献出版社, 2017. 7

ISBN 978 - 7 - 5201 - 1106 - 5

I. ①管… II. ①李… 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 162789 号

管理结构性减速过程中的金融风险 (修订版)

著 者 / 李 扬 等

出 版 人 / 谢寿光

项目统筹 / 恽 薇 陈 欣

责任编辑 / 陈 欣 刘宇轩

出 版 / 社会科学文献出版社·经济与管理分社 (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: 17.75 字 数: 251 千字

版 次 / 2017 年 7 月第 2 版 2017 年 7 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5201 - 1106 - 5

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。

中国社会科学院国家金融与发展实验室

National Institution for finance& Development (NIFD), CASS

设立于 2005 年，原名为“中国社会科学院金融实验室”。这是中国第一个兼跨社会科学和自然科学的国家级金融智库。其后，中国社会科学院依托经济学部，陆续设立了十余家以金融、经济政策研究为取向的智库型研究机构，其中包括 2010 年与上海市政府合作设立的“陆家嘴研究基地”。

2015 年 6 月，中国社会科学院批准上述十余家智库型研究机构整合为“国家金融与发展实验室”（以下简称“实验室”）。

2015 年 11 月 10 日，“中央全面深化改革领导小组”第十八次会议批准实验室为首批 25 家国家高端智库之一。

实验室现下设：中国社会科学院陆家嘴研究基地、国家资产负债表研究中心、中国债券论坛、财富管理研究中心、宏观金融研究中心、金融法律与金融监管研究基地、银行研究中心、支付清算研究中心、资本市场与公司金融研究中心、全球经济与金融研究中心、经济增长与金融发展实验中心、保险发展研究中心以及科技金融研究中心等专业研究机构。

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，“金融应当服务实体经济”，几乎成为所有文章、文件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”^①，另一个与此相近的命题，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，深究下去就会发现：要想把个中道理阐述清楚，其实相当困难。原因当然是多方面的，其中最具要害者有三。其一关乎概念：经过几十年的“经济金融化”发展，如今，在现实中，“金融”与“实体经济”的界限已经十分模糊，这使得主、客体难辨，“提供服务”难措手足；其二关乎本质：实体经济长期疲弱，投资收益率持续下滑，经济风险不断积累，致使金融机构在向企业提供贷款时逡巡不前，广大投资者在购买企业的债务或权益产品时不得不掂

^① 2016 中央经济工作会议，人民网，2016/12/16.

量再三；其三关乎金融自身：在金融发展的自身逻辑中，客观上就潜藏着对实体经济不断“疏远化”的倾向，危机以来尤甚。

本文认为，尽管存在缺陷，“金融服务实体经济”的命题是可以成立的，因为它揭示了货币金融的本质。然而，我们主张环绕金融的基本功能来重新审视这个命题。在我们看来，金融工具林林种种，金融活动纷繁复杂，其根本目的，就是在市场经济运行中媒介资源配置过程。因此，所谓“金融要服务实体经济”，根本的要求，就是有效发挥其媒介资源配置的功能；所谓为实体经济提供更好的金融服务，则要求的是降低流通成本，提高金融的中介效率和分配效率。

本文首先从金融与实体经济的相互渗透、实体经济发展的现状以及金融对实体经济疏远化倾向等三个方面，探讨金融出现“脱实向虚”的原因，然后，环绕媒介资源配置和提高资源配置效率这个基本功能，探讨提高金融服务实体经济效率的改革举措。

一 若干概念辨析

金融与实体经济、虚与实的分野

在一般人看来，货币金融与实体经济非此即彼。然而，经过专业训练的经济学者都清楚地知晓：货币金融与实体经济之间的界限从来就不是泾渭分明的。马克思早就指出：“货币是和其他一切商品相对的一般商品”^①，这就从起点上揭示了货币金融和实体经济（商品）的同源性。在人类历史上，货币确曾固定地由某些商品（如黄金）来充当，从而保持着与实体经济相区别的样貌，但是，由打货币被信用化之后，金融活动日趋多样，货币金融与实体经济的界限开始趋向模糊。尤其是，近几十年来，经过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”或“类金融化”了。

^① 《马克思恩格斯全集》（46卷），第90页。

在实体经济金融化的过程中，发挥关键作用的是金融的一个基本属性——流动性。在货币金融世界里，一种资产是否货币，是依据其流动性高低来确定的。所谓流动性，指的是一种资产转换为交易媒介的难易、快慢和受损失程度。一种资产有了流动性，便就有了一定程度的“货币性”。货币当局总是将定期存款、储蓄存款和外币存款等合称为“准货币”，基本根据就是：它们较其他资产具有较高的流动性，因而可称作“货币”；但较之现金和活期存款，其流动性较低，因而只是接近货币（准）而已。

一种资产流动性的高低，由该资产之市场状况决定。一种资产的市场如果具有较高的密度（tightness，即每笔交易价格对市场中间价格的偏离幅度较小）、较大的深度（depth，即较大规模的交易都不会对市场现行价格产生显著影响），和较大的弹性（resiliency，即由交易引起的价格波动向其均衡价格收敛的速度越快），则称该资产具有较高的市场流动性；资产的流动性越高，其货币性就越强。根据这一界说，现钞、活期存款等等我们常识中的货币，无非只是具有最高流动性的资产而已。

显然，一种资产的金融化，是通过提高该资产市场的流动性而产生的。问题恰恰在于，近几十年来的金融创新，其不懈的动力和客观的结果，就是提高所有资产的流动性。举例来说，房地产一向是流动性最差的资产，但是，经过一级又一级的证券化和信用增级，基于庞大的市场交易规模，与房地产相关联的金融资产如今获得了很高的流动性。正因如此，在危机之初，美联储才将用于投资的房地产归入金融一类，将之与实体经济相对立。

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，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，根本的难点之一，在于缺乏清晰的概念界定和不含糊的分析前提。要解决这一难题，恐怕需要另辟蹊径，从实体经济的金融化入手，将实体经济和金融经济同炉熔炼。

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，其中最具关键意义的，就是作为实体经济主体的制造业，自上世纪 70 年代来已经大规模“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，上世纪 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轻。

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，使得与信息的产生、传递和处理有关的服务型生产资料的需求增长速度，逐渐超过对传统实物生产资料的需求。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，而是广泛涉及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、解体或回收等。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轻的另一类重要因素。我们看到，在有关金融服务实体经济的讨论中，确曾就有训练有素的学者称：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19世纪之前，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，尽管当时还没有用宏观经济学的概念来指称这种关系。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别为实体世界（real world）和货币金融世界（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；而货币金融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，此时的货币金融对于实体经济而言，本质上是中性的，企图运用货币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。此即古典经济学的“两分法”。这样，虽然金融在人们日常生产和生活中看起来十分重要，但是，在主流经济学的理论体系中，囿于有效市场假说，金融因素始终未被系统性地引入宏观经济学一般均衡模型框架中，从而一直委屈地在经济学家族中居于“庶出”地位。

在理论界，最早企图突破金融与实体经济“两分”框架的是瑞典经济学家维克赛尔（维克赛尔，1898）。他致力于在“金融世界”和“实体（真实）世界”之间找到一座“由此达彼”的桥梁。在他看来，利率就是

这座桥梁：通过货币利率和自然利率对应调整、前者向后者靠近的“累积过程”，引致储蓄和投资、供给（生产）和需求发生方向相反的变化，最终驱使均衡达成，进而决定经济活动的总体水平；而利率结构的变化，则可能影响资源配置的效率，进而影响经济活动的总体水平。凯恩斯继承了维克赛尔的分析思路，并将之发扬光大（凯恩斯，1936）。

上世纪 60 年代，金融中介理论的异军突起，开辟了探讨金融与实体经济关系的新路径。这一理论，从实体经济运行不可或缺的要害入手，循着交易成本、不对称信息、中介效率、分配效率、风险管理和价值增值等方面切入，层层考察了金融与实体经济的关系，阐述了两类间相互关联和相互影响的关系。在金融中介理论的大家族中，其创始者，格利和肖的贡献不可忽视（格利和肖，1960），尤其是，当我们分析金融与实体经济的关系时，切不可忘记两位学者有关“内在货币”和“外在货币”的分析。在格利和肖看来，货币资产有着不同的类型，而不同类型的货币资产的名义扩张或收缩，对实体经济活动的运行会产生不同的影响。现实中，存在着政府债务和私人金融机构债务两类债务。由政府购买商品、劳务或转移支付而产生的货币资产可称为“外在货币”，因为它们代表政府对私人部门的债务净额。与之对应，由私人部门债务组成的货币资产可称为“内在货币”，因为它们代表基于实体经济活动、产生于私人部门的资产和负债（初级证券），换言之，在内在货币创造的过程中，金融与实体经济之间是相互勾连、彼此渗透的，这个过程引起财富转移，进而对劳动力、当期产出和货币的总需求产生影响。

20 世纪 70 ~ 80 年代，信息经济学、新增长理论和新金融发展理论兴起，进一步打破了传统金融研究的僵局。伯南克和格特勒将金融作为内生性体系纳入（实体经济的）动态随机一般均衡模型（伯南克和格特勒，1996），揭示出投资水平与企业的资产负债表状况间的关系，以及金融市场波动逐步“绑架”传统经济周期的现实，进而让我们认识了“金融经济周期”；而以默顿为代表的金融功能学说，更为我们探讨金融与实体经济的关系提供了新的分析角度（默顿，1995）。

根据默顿的概括，金融体系具有如下六项基本功能：（1）清算和支付

功能，即提供便利商品、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、地域和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，这为多数人所熟习；其他四项则概括的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，或索性就没有多少人知晓。

长期以来，我国学界、政府与社会对于金融功能的理解，基本上集中于其储蓄和投资方面，而忽视了他重要功能。由于有此偏颇，金融的功能或多或少被扭曲了：金融仅仅被看作为向经济活动输送资金的“血脉”，它作为市场经济制度之基础构件以及其他或许是更重要的功能（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。客观地说，如此理解金融，在我国有其实践基础。从经济发展的阶段来看，在至今尚未结束的传统工业化时期，由于经济发展有着比较确定的需求或投资的方向，金融体系的主要功能确实就集中于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于资金的渴求和银行主导的金融体系，也使得人们产生了金融的功能就是筹集和配置资金的认识偏颇。基于这些看法和实践，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，便会被扣上一顶“不为实体经济服务”的帽子。

不难看出，在整个经济的运行中，金融其实只是配角，近年来它所以引起越来越多的关注，实在只是因为，它在履行自身功能方面已经越来越不尽责，甚至“自娱自乐”，以至于从负面上干扰了实体经济的运行。面

对此状，正确的做法就是将金融的发展拉回到媒介资源配置、提高资源配置效率的基本功能上。舍此，都会误入歧途。

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，是金融业安生立命之本。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。如果在这一点上我们有清醒且不含偏见的共识，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，就应冷静地看到，资金的融通活动在这里难以实现，是因为实体经济中存在着越来越大的风险；而金融机构和广大投资者规避这种风险，恰恰是一种理性的行为。

基于这一认识，讨论金融服务实体经济问题，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，危机以来的国内外实体经济，风险始终存在，而且有愈演愈烈之势。

全球经济：长期停滞

始自 2008 年的全球金融危机，如今已呈现出长期停滞的特征。其主要表现有五。

其一，经历了 8 年多危机的全球经济，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。造成这种状况的原因可归纳为两类：首先，导致危机发生的主要因素，即主要国家的经济发展方式、经济结构、财政结构和金融结构的严重扭曲，依然故我；其次，在救助危机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，正逐渐显现出巨大的副作用。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，是最显著者。

其二，各国经济运行非同步、大宗产品价格变动不居、利率水平悬殊、汇率剧烈波动、国际游资肆虐。各国宏观经济变量差异的长期化和无