

优化结构 塑造经济发展新格局

何德旭 冯照明

过去十年来我国宏观 融资结构的转型特征

一是融资主体结构转型。具体体现在：住户部门净融出率下降。住户部门通常而言是一国经济中最主要的净融出部门。住户部门的资金净融出率（资金净融出/GDP）由20世纪90年代前期的14%以上，降至2018年的约6%。造成住户部门净融出相对收缩的主要原因在于以住房抵押贷款为主体的住户贷款规模增长较快。2005—2009年，年均新增住户贷款10722亿元，这一数值到2010—2015年上升至年均31404亿元，到2016—2019年则进一步上升至年均70744亿元。

非金融企业部门净融入率降低。通常而言，非金融企业部门是一国经济中最主要的资金净融入部门。20世纪90年代初期和中期，非金融企业部门的资金净融入率（资金净融入/GDP）达到14%左右；2000年到2008年国际金融危机发生之前，降至6.5%附近；到2015年和2016年进一步降至1.6%和2.1%。这期间民营企业特别是中小微民营企业面临融资难的问题。

广义政府部门成为日益重要的融资主体。由于国债和地方政府一般债券、专项债券发行规模上升，特别是各级地方政府所属城投公司债务快速



扩张，近年来广义政府部门资金融入增长较快。

二是融资用途结构转型。具体体现在：个人住房抵押贷款规模增加。过去十年间，个人住房贷款的增长速度远远超出其他类型贷款的平均增速。截至2019年末，个人住房贷款余额已达到30.2万亿元，占全部人民币贷款总余额的19.72%，比2008年上升了约10个百分点。基础设施建设相关融资占全部社会融资规模的比例上升。随着经济社会的发展，需要关注我国基础设施建设项目的构成变化。在生产性融资内部，第三产业融资规模快速上升，第二产业尤其是制造业融资增速明显放缓。第三产业在全部

产业贷款增量中的比重由2011年的44.76%上升至2018年的82.60%，而第二产业所占比重则由54.20%下降至16.49%，其中制造业比重由32.87%下降至4.75%。作为比较，尽管在此期间第二、第三产业增加值在GDP中的比例结构也发生了此消彼长的变化，但变动幅度却远远小于贷款结构的变动。

三是融资渠道结构转型。长期以来，我国金融体系呈现以间接融资为主、直接融资为辅，债务融资为主、股权融资为辅的基本特征。近年来我国多层次资本市场发展较快，上述特征得到较大改善。直接融资占比有所提升，但主要得益于债券市场融资能

力的增强，股权融资仍然是需要加强的问题。

一个值得注意的现象是，由于金融专业分工不断细化和金融业态日益丰富，近年来银行业务与非银业务之间、银行体系与资本市场之间呈现出融合发展态势，直接融资与间接融资、股权融资与债务融资之间的传统界限被突破，“混合融资模式”发展较快。典型表现如：（1）商业银行不再是只承担吸收存款、发放贷款的单纯间接金融中介，而是越来越深刻地“嵌入”到直接金融体系之中。（2）银行理财业务的规模扩张。银行理财产品资金规模相较于金融机构各项贷款总额的比例已经由十年前的不足5%上升至超过20%，对宏观融资结构产生了一定的影响。（3）金融市场上活跃的各类资产证券化融资工具的合约设计和收益风险承担分配方式也往往介于狭义的间接融资和直接融资之间，具有混合融资模式的属性。间接融资与直接融资之间、股权融资与债务融资之间非黑即白的简单“二分法”已经变得难以适用于近年来不断发展中的金融实践。

宏观融资结构变化产生的影响

一是住户部门和广义政府部门杠杆率上升。一方面，以住房抵押贷款为主的住户部门融资增长导致住户部门杠杆率上升。另一方面，以城投公司为主的广义公共部门债务，导致地方政府隐性债务压力增大。2011—2019年，城投债余额相对于当年GDP规模升幅超过了狭义政府部门杠杆率升幅。

二是新增融资中用于利息支付的比例上升，导致真正可投向新增用途

的净增融资较为有限。2019年中国经济中实体部门的利息偿付支出总额达到12.9万亿元，大约相当于当年GDP的13.0%。实体部门的利息偿付支出总额已经相当于当年全国社会融资规模增量的50.5%，可用于新增用途的净增融资被大幅挤压。

三是融资链条的拉长。在传统贷款业务中，资金由商业银行直接流向用款企业或居民，资金传导链条较为直接；然而近年来受多种因素的作用，银行与非银行金融机构设计出更为复杂的业务模式，增加了资金在金融系统内传递的环节。

四是非生产性和间接生产性融资占比上升导致社会融资总体回报率下降。造成资金总体回报率下降的原因，主要在于融资用途的结构性变化。

政策建议

研究设立专门融资机制，稳妥有序地将居民住房贷款和基础设施建设融资与一般性的商业性融资活动区分开来。一是在城市层面组建专门的非银行类住房金融机构进行基金化的独立运作。二是在国家层面或省级层面组建专门的基础设施投资银行或基础设施投资基金，统筹布局 and 提供专业性的基础设施投融资服务。这些举措不仅顺应宏观融资结构的转型特征，有利于优化资金配置效率，而且有助于完善宏观债务的审慎管理。

顺应产业结构转型特点，创新投融资方式，针对不同产业和企业的特点提供有针对性的金融服务，提高金融体系对产业转型升级的适应性。一是在服务业规模扩大、重要性增强的情况下，银行等金融机构应提高识别能力，改变过去主要依靠土地、厂房

设备、存货抵押品进行效率识别的被动模式。二是要引导金融体系为制造业发展提供数量充足、价格适宜的资金，防止制造业融资萎缩。三是在提升股权融资增量占比的同时，通过引导利率下行、债务置换、债务甄别、及时剥离或重组不良债务等方式，多措并举减轻存量债务负担。

大力发展股权融资，促进金融专业分工细化，适应由要素积累驱动为主向创新驱动为主的经济发展新模式。一是促进多层次资本市场健康发展，尤其是加快补齐股票市场融资短板，大力发展股权融资，降低实体经济对银行信贷的过度依赖。二是对于金融实践中由专业分工细化产生的有利于提高资金配置效率的业务创新和混合融资模式，监管应避免政策“一刀切”，而应在防范系统性风险的前提下给予一定尝试空间和容错度，及时优化调整监管政策。

优化融资结构应遵循的基本原则是市场化和法治化。一方面，应通过深化金融供给侧结构性改革，形成更加市场化的资金配置方式和资金价格形成机制，使得市场规律在金融资源配置和定价中发挥决定性作用。尤其是要提高国有企业和地方政府等主体的融资需求利率弹性，硬化预算约束，打破刚性兑付预期。另一方面，应积极运用大数据、云计算、人工智能等新技术手段创新融资业务模式，增强金融机构的风控能力，提高中小微企业、个体工商户、“三农”等传统金融弱势主体的融资可及度和便利度。□

（何德旭为中国社科院财经战略研究院院长，冯煦明为中国社科院数量经济与技术经济研究所研究室主任）