

中国金融业高增长：成因与风险^{*}

何德旭 王朝阳

内容提要：近年来，中国金融业表现出一种高增长态势，这种高增长是传统宏观调控手段与中国经济新常态的特征不匹配、金融创新快速推进与监管改革相对滞后不协调、股票市场剧烈波动与房地产价格新一轮上涨相结合等诸多矛盾的集中体现。特别值得警惕的是，金融业的这一轮高增长是在制造业快速下滑的背景下发生的，反映出金融运行效率的低下，意味着金融稳定、可持续发展的基础正在丧失，预示着风险爆发的可能性正在提高。妥善应对这一变化，需要进一步深化金融改革和改进金融监管，为实体经济发展创造良好的金融环境。同时，学术界也应该反思并深入研究我国金融发展的特点与规律，为维护金融安全提供理论基础。

关键词：金融业增加值 金融创新 金融监管 金融风险

作者简介：何德旭，中国社会科学院财经战略研究院院长、研究员，100028；

王朝阳，中国社会科学院财经战略研究院副研究员，100028。

中图分类号：F830 **文献标识码：**A **文章编号：**1002-8102(2017)07-0016-17

一、引言

2016年底召开的中央经济工作会议指出，“我国经济运行面临的突出矛盾和问题，虽然有周期性、总量性因素，但根源是重大结构性失衡，导致经济循环不畅，必须从供给侧、结构性改革上想办法，努力实现供求关系新的动态均衡。”此后发表的人民日报评论员文章进一步明确指出，这里的“重大结构性失衡”主要表现为“实体经济结构性供需失衡、金融和实体经济失衡、房地产和实体经济失衡”。^①

金融与实体经济的关系，是金融学和宏观经济学研究中经久不衰的话题。金融部门通过提供

^{*} 基金项目：国家社科基金重点项目“‘十三五’时期我国的金融安全战略研究”(15AJY017)；国家社科基金一般项目“货币政策、资本结构与促进产业向中高端升级”(15BJY161)。本文还是中国社会科学院财经战略研究院课题“中国金融业高增长：逻辑与风险”的成果之一。作者感谢中国社会科学院财经战略研究院汪红驹、汪川、王振霞、高广春、李超等同事的讨论及建议，感谢钟春平、冯明的评论和建议。文责自负。

^① 人民日报评论员：《坚定不移推进供给侧结构性改革——二论贯彻落实中央经济工作会议精神》，新华社，2016年12月18日。

金融服务促进经济发展,并在此过程中实现自身增长和成为整个经济增长的一部分。作为经济增长不可分割的一部分,金融部门增长与非金融部门增长是相互促进还是此消彼长?或者说,在什么情况下二者能够相互促进?在什么情况下又可能相互抵消?按照这一思路,如果我们把金融业增长作为整体经济增长的一部分,可以发现,近几年来中国金融业快速增长,而工业在整个经济中所占比重快速下滑,表现为一种此消彼长的关系。对于这种现象,又该如何看待?

我们把研究起点先回到经典文献中。长期以来,金融发展能够促进经济增长的认识深入人心,Levine(1997)为此概括了金融体系的五大功能,认为金融发展有助于风险管理;能够吸收居民储蓄并将储蓄资金合理转为投资;促进储蓄资金向效率更高的投资项目流动;降低信息获取的成本;促进创新和产生溢出效应。围绕这些功能,相关实证研究类文章不计其数。但值得注意的是,上述诸多判断大都是基于金融体系从抑制状态向深化状态转变过程中得出的结论。随着金融发展水平不断提高,当金融体系脱离抑制进入深化甚至变得过度发展之后,金融发展对经济增长的作用究竟如何呢?

2008年美国金融危机被普遍认为是金融过度发展的结果。以此为转折点,对金融发展有利于经济增长的质疑和批判之声变得响亮起来。比如克鲁格曼(Krugman,2009)就认为“金融业的过度发展弊大于利”,“金融吸纳了整个社会太多的财富与人才”,高度复杂的金融创新产品对经济增长并没有明显的益处,而是更多地从实体经济赚取了租金收益,一旦金融创新程度超出了监管能力的控制范围,就可能引致金融危机并使经济发生倒退。不少实证研究结论也转而支持这一判断,比如 Rousseau 和 Wachtel(2011)利用线性模型对 1965—2004 年的数据进行实证检验,发现当金融深化达到一定程度后金融发展对经济增长的促进作用就消失了,并将其称为“消失效应”(vanishing effect)。

从近年研究的进展看,经济增长在实证中大都是用人均 GDP 增长率这个指标,但对金融发展的指标则有诸多选择,其中使用较多的三个指标是信贷规模相对 GDP 的比例、货币供应量相对 GDP 的比例、金融业增加值在 GDP 中的比例(见表 1)。事实上,这三个指标恰好反映了金融部门的两类属性。一方面,前两个指标反映出金融行业的经营对象是货币资金,它是所有经济活动的润滑剂,因此金融发展与经济增长密切相关;另一方面,金融同时还是众多的经济部门之一,金融活动自身创造增加值并直接贡献于经济增长,即第三个指标的含义。应该指出的是,几乎所有文献都忽略了这三个指标本身的关系,即金融部门如何在运用货币和开展借贷的过程中为自身创造了增加值,因此也就无法从根源上回答金融与实体经济关系的问题。^①

我们认为,现在有必要重新深入思考金融与实体经济之间的关系,特别是这一关系在中国的具体表现。一方面,对于前述金融与实体经济之间的关系,在理论研究的文献中到目前还没有较为统一的答案;另一方面,实践中无论是美国名目繁多的衍生产品,还是中国日益“创新”的影子银行体系,都意味着金融在某些方面有过度发展之嫌,或许已经脱离了金融发展的应有之意。对于中国金融部门近年来表现出的快速增长,我们认为其背后所反映的是金融运行效率的低下,意味着金融稳定、可持续发展的基础正在丧失,预示着风险爆发的可能性正在提高;从根源上防范这一风险,需要强化金融竞争,完善宏观调控,控制资产价格泡沫,改革金融监管体系,让金融更好地服务于实体经济。

^① 对这个问题的回答,需要理清资本、货币与借贷资本之间的转化,还是要回到马克思关于货币资本积累、借贷资本积累与现实资本积累之间的关系上。可参见马克思在《资本论》第三卷第 30、31 和 32 章的分析。

表 1 关于金融发展与经济增长关系研究的新进展

文献	金融发展指标	方法与样本	研究发现
Law 和 Singh(2014)	私人信贷/GDP、流动性负债/GDP、国内信贷/GDP	门槛模型,1980—2010 年 87 个国家的数据	门槛值分别为 88%、91% 和 99%,超过这个门槛值就会有显著的负向影响
Cournede 和 Denk (2015)	金融业增加值/GDP、银行贷款总额/GDP、股票市场市值/GDP	线性方程,OECD 国家	三个指标系数分别为负、负、正
Samargandi 等(2015)	M3/GDP、商业银行资产/所有金融机构总资产、银行对私人的信贷/GDP 的比值,用三个指标构建金融发展指数(FD)	门槛模型,23 个中等偏上收入国家和 29 个中等偏下收入国家	样本整体的门槛值为 0.915,中等偏上收入国家和中等偏下收入国家分别为 0.918 和 0.433;从长期看,为负相关关系
Muhammad 等(2015)	M2/GDP、国内信贷/GDP	线性方程,1975—2012 年 6 个海湾国家	正向关系
HaSanetal(2015)	私人部门信贷/GDP、上市公司市值/GDP、银行净息差以及股票市场周转率、资本收益率加上股本比除以资本收益率的标准差(衡量银行稳定性)	贝叶斯估计方法,1960—2011 年 72 个国家数据	只有银行效率可以促进经济增长
Capelle-Blancard 和 Laborme(2016)	金融部门信贷/GDP、金融部门从业人员数/总劳动力、单位人员信贷额	线性方程,过去 40 年间 24 个 OECD 国家	没有显著的正向或负向关系

资料来源:根据胡海峰、王爱萍(2016)整理,表中涉及文章在文末参考文献中未列示。

二、中国金融业高增长的界定与事实

金融业高增长的提法建立在金融业增加值这一概念的基础上。金融业增加值是一个统计概念,包括现价增加值和不变价增加值;按统计时段划分,又可以分为季度增加值和年度增加值。理解金融业的增加值核算问题,首先需要明确金融业的统计口径,其次需要理解增加值的核算方法及其与相关会计科目的关系。以此为基础,才可以进一步讨论何谓金融业高增长以及这种高增长的具体表现。

(一)中国金融业的统计口径

1984 年,中国首次发布《国民经济行业分类》国家标准,此后分别于 1994 年、2002 年和 2011 年进行了三次修订。2011 年修订后的标准(GB/T 4754—2011)由国家统计局起草,国家质量监督检验检疫总局、国家标准化委员会批准发布,并于 2011 年 11 月 1 日实施。该修订除参照 2008 年联合国新修订的《国际标准行业分类》修订四版(ISIC 4.0)外,主要依据我国近年来经济发展状

况和趋势,对门类、大类、中类、小类做了调整和修改。

第一,2002年修订后的标准为“GB/T4754-2002”(简称“GB-2002”),其中用J表示金融业门类,名称为“金融业”,下设银行业(J68)、证券业(J69)、保险业(J70)和其他金融活动(J71)四个大类,并进一步细分为16个中类和16个小类。具体来说,(1)GB-2002中J68银行业、J69证券业和J71其他金融活动三个大类是在GB-1994中I68金融业大类的基础上进行了拆分和细分,J70保险业是在“GB-1994”中I70保险业大类的基础上进行了细分。(2)GB-2002对商业银行的范围进行了修改,新增加了股份制银行,并将信用合作社纳入商业银行范畴。(3)GB-2002中的金融业在GB-1994的基础上新增了证券市场管理、证券投资、证券分析与咨询、保险辅助服务和邮政储蓄等活动。

第二,2011年修订后的标准为“GB/T4754-2011”(简称“GB-2011”),这次修订对GB-2002中金融业的分类做了非常大的调整。GB-2011中用J表示金融业门类,名称为“金融业”,下设货币金融服务(J66)、资本市场服务(J67)、保险业(J68)和其他金融业(J69)四个大类,包括21个中类和29个小类,较GB-2002增加了5个中类和13个小类。具体来说,(1)GB-2011中J66包括GB-2002中J68银行业大类下的所有机构和J71其他金融活动大类下的金融租赁服务、财务公司、典当、小额贷款公司等非货币银行服务,并新增加了银行监管服务;由于2007年3月中国邮政储蓄银行挂牌成立,GB-2011中不再单独将“邮政储蓄”作为一个中类或小类,而将其纳入货币银行服务小类中。(2)GB-2011中的J67在GB-2002中J69证券业的基础上进行了细分,分为五个中类;将证券市场和期货市场分离,并将证券期货监管服务从GB-2002中的证券市场管理服务中区分出来,独立成一个中类和小类。(3)GB-2011中的证券经纪交易服务的含义发生了变化,新增了证券承销与保荐和融资融券等业务。(4)GB-2011中的J68保险业在GB-2002中J70保险业的基础上进行了细分。(5)与GB-2002中的J71其他金融活动相比,GB-2011中的J69其他金融业也有较大变动。

(二)金融业增加值的核算方法

2009年12月,联合国、欧盟、国际货币基金组织(IMF)、经济合作与发展组织(OECD)、世界银行等联合颁布了2008SNA。为了不影响国民账户体系(SNA)实施过程的稳定性,SNA的更新工作确定了一个基本原则:不能对SNA1993有根本性的或全面的改变。因此,作为宏观经济核算国际标准的最新修订版本,2008SNA保持了1993SNA的基本框架,但为了更好地反映SNA1993实施以来的经济形势变化,吸纳统计业务和研究的新进展,2008SNA在许多方面做了修订,几乎所有部分都引入了新的内容,关键变化集中体现在资产、金融部门、全球化及相关问题、一般政府和公共部门、非正规部门等五大领域,金融核算是其中重点之一。^①

20世纪50年代初,我国按照物质产品平衡表体系(MPS)建立了国民经济核算体系,80年代开始由MPS向SNA转型,并于1985年开始核算国民生产总值,1993年完全按照SNA模式进行国民经济核算。这一时期,我国的国民经济核算制度一直处于调整和接轨的过程中。在2004年和2008年实施的经济普查时,又进行两次重要调整,特别是后一次,结合2008年版SNA,国家统计局从多方面对核算体系进行了修订,我国金融业核算方法就概念体系而言已基本实现了与国际通行方法的接轨。

具体来说,金融业增加值核算方法有生产法和收入法两种,生产法是通过金融各行业总产出

^① 关于这方面内容的具体分析可以参考陈梦根(2011)和宋旭光(2013)。

减去中间投入得到增加值,由于总产出及中间投入核算较为复杂,且数据可得性及时效性不太理想,目前生产法核算都是通过增加值倒推中间投入,并计算增加值率。收入法是从生产过程创造收入的角度,根据生产要素在生产过程中应得的收入份额反映最终成果的一种核算方法。金融业增加值年度核算以收入法为准,其计算公式为:

$$\text{金融业增加值} = \text{劳动者报酬} + \text{生产税净额} + \text{固定资产折旧} + \text{营业盈余} \quad (1)$$

其中,劳动者报酬指劳动者从事生产活动所应得的全部报酬;生产税净额指企业因从事生产活动向政府支付的税金(不包括所得税)与政府对企业的政策性亏损补贴的差额;固定资产折旧指生产中使用的房屋和机器设备等固定资产在核算期的磨损价值,反映了固定资产在当期生产中的转移价值;营业盈余指企业从事经营活动所获得的经营利润。银行业、证券业、保险业、其他金融活动的分项计算方法有所差异。收入法金融业增加值核算得到的是现价金融业增加值,其不变价采用单缩减计算,缩减指数为居民消费价格指数与固定资产投资价格指数的加权平均数。^①

利用收入法计算金融业增加值时需要较多详细的财务指标,而季度金融业增加值核算的资料来源远不如年度核算资料翔实,所以,季度金融业增加值主要依据相关指标进行推算。国家统计局每季度均会计算现价金融业增加值,再将现价金融业增加值除以缩减指数得到不变价金融业增加值。根据国家统计局 2010 年印发的《季度地区生产总值核算方案(试行)》^②,金融业分为银行业及其他金融活动、证券业和保险业三类,分别以人民币存贷款余额、证券交易额和保费收入为相关指标对季度金融业增加值进行推算,计算方法见式(2)和式(3)。

$$\begin{aligned} \text{当期金融业现价增加值} &= \text{上年同期金融业现价增加值} \\ &\times (100 + \text{当期金融业现价增加值增速}) \end{aligned} \quad (2)$$

$$\begin{aligned} \text{当期金融业现价增加值增速} &= \text{当期银行业及其他金融活动现价增加值增速} \times p_1 \\ &+ \text{当期证券业现价增加值增速} \times p_2 \\ &+ \text{当期保险业现价增加值增速} \times p_3 \end{aligned} \quad (3)$$

其中, p_1 、 p_2 和 p_3 分别表示上年年度银行业及其他金融活动现价增加值、证券业现价增加值和保险业现价增加值占金融业现价增加值的比重。关于银行业及其他金融活动、证券业、保险业三个行业的增加值增长速度,则分别以当期人民币存贷款余额现价增长速度、当期股票交易额现价增长速度、当期保费收入现价增长速度为基础,结合国家换算系数进行替代。

(三)中国金融业高增长的提出与界定^③

近 10 年来,中国金融业增加值占比翻了一番,从 2005 年的 4% 迅速攀升至 2015 年的 8.44%。这种变化在国际比较中显得十分醒目,或许意味着风险的积聚。我们选取美国、日本、英国、德国、巴西等国家金融业增加值占比指标,考察它们 1990—2016 年的数据变动情况(见图 1)并进行比较,能够发现:(1)金融业占比在各国均呈现波动趋势但波幅较小,并没有表现出单向增长趋势。比如德国的该指标就相对稳定,20 多年间最高为 1999 年的 5.5%,最低是 2008 年的 3.8%。(2)金融业

^① 从年度方法看,后来有一次很重要的调整是 2008 年第二次经济普查对金融业核算方法的改进。具体可参见课题组(2012)。

^② 对该方案的介绍根据公开资料整理。为了规范季度地区 GDP 核算方法,增强季度地区 GDP 核算方法的科学性,提高季度地区 GDP 数据质量和可比性,国家统计局 2016 年又发布了《季度地区生产总值核算方案(2016 年)》。

^③ 如无特别说明,本文数据均来源于 WIND 数据库。

增加值占比最高点往往和某场危机的时间点相呼应,这也值得引起我们的高度警惕。比如美国的两个高点分别为2001年的7.7%和2006年的7.6%,与此对应的是美国当时的互联网泡沫和次贷危机;日本的最高点是1990年的6.9%,此后则缓步下降,2000年为4.81%,2014年为4.11%,这恰好对应着日本20世纪90年代以来“失去的十年”甚至“失去的二十年”;英国的最高点是2009年的9.35%,或与当时的欧洲债务危机有关。

如何界定中国金融业的高增长?本文尝试提出一种简单的方法,即比较金融业增加值增速与GDP增速的相对关系。一方面,如果金融业增加值增速持续高于GDP增速,那么金融业在整个经济中的占比将不断提高,但这种趋势显然是不可持续的;另一方面,如果金融业增速持续低于GDP增速,意味着金融部门对经济增长的支撑乏力,对经济持续发展也是不利的。因此,金融业增加值增速与GDP增速维持在一种“相当”的关系上是合理的。如果把金融业增加值增速相对于GDP增速的比值界定在 $[0.75, 1.25]$,那么从图2可以看出,2000年以来中国金融业存在两次高增长现象,即2006—2009年和2013—2015年的高增长。

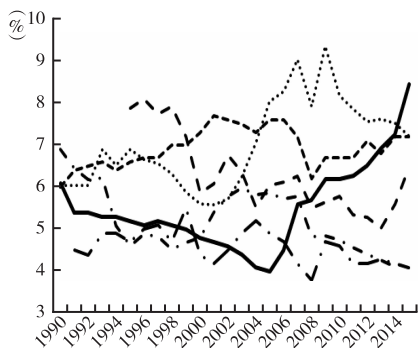


图1 金融业增加值占比的国际比较

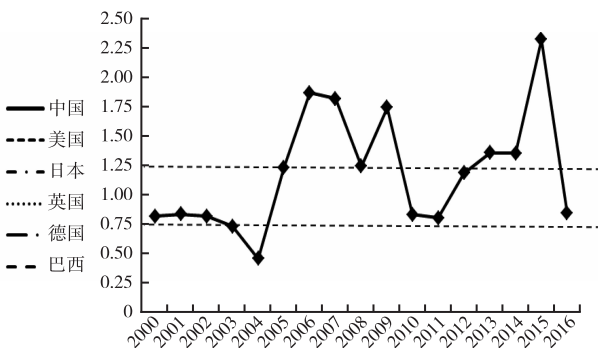


图2 金融业增加值增速/GDP增速的变化

把金融业高增长放在中国的宏观经济环境中,可以发现这两次现象存在差异(见图3、图4)。与第二次不同的是,2006—2009年中国工业占比并没有出现如2015年以来显著下降的情况。回归到“金融服务于实体经济”这一本质,我们认为,金融业高增长作为一种单独现象在短时间内存在或许并不值得过度担忧,但如果它与工业的快速下滑共同发生,就不得不令人担心了。特别是,在中国经济进入新常态后,经济增速换挡和增速下行压力较大的情况下,要寻求经济增长的新动能,这种情况就更加值得警惕。因此,本文后续研究重点关注的是2015年前后中国金融业的高增长问题。

(四)中国金融业高增长的特征事实

2012年以来,中国金融业快速增长与工业占比下滑形成鲜明对比,可以用两个产业的增加值占比、增加值增速以及对经济增长的贡献率三组数据来说明。

第一,从增加值占比来看(见图4),2012—2016年金融业增加值占GDP的比重稳步提高,依次为6.51%、6.92%、7.25%、8.44%和8.35%,而同期工业增加值占比则快速下滑,分别为38.66%、37.35%、36.31%、34.5%和33.31%。

第二,从增加值增速来看(见图5),2012—2016年的GDP增长率分别为7.9%、7.8%、7.3%、6.9%和6.7%,同期金融业增加值的增速为9.4%、10.6%、9.9%、16%和5.7%,而工业增加值的增速为8.1%、7.7%、7%、6%和6%。金融业增速全部高于工业增速,除2016年外均远高于同期经济增速,而工业增速除2012年外均低于经济增长率;特别是2015年,中国金融业增速是经济增长率的两倍还多。

第三,从各产业对经济增长的贡献率来看(图6),2012—2016年金融业对经济增长的贡献率分别为7.5%、8.9%、9.5%、16.4%和7.1%,而工业对经济增长的贡献率则显著下降,分别为40.59%、37.9%、35.3%、30.4%和30.7%。

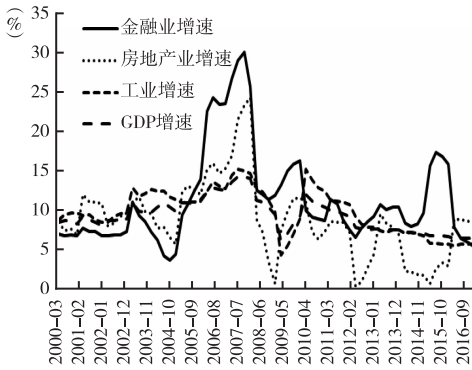


图3 金融业、房地产业、工业以及GDP的增速对比

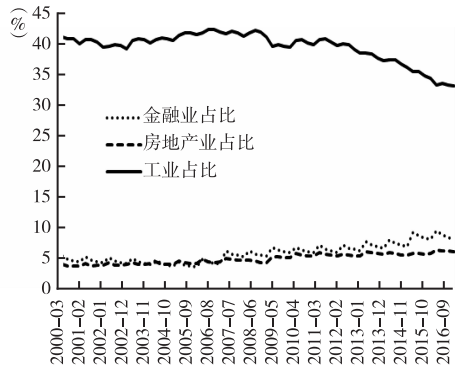


图4 金融业、房地产业、工业在GDP中的占比

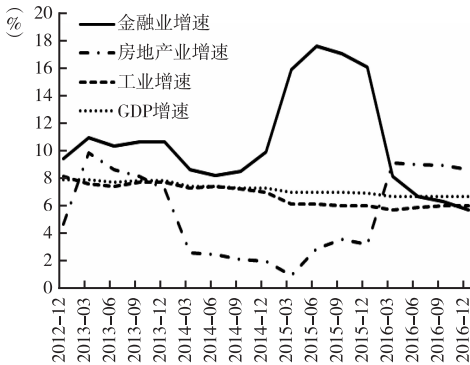


图5 金融业、房地产业、工业以及GDP的增速对比

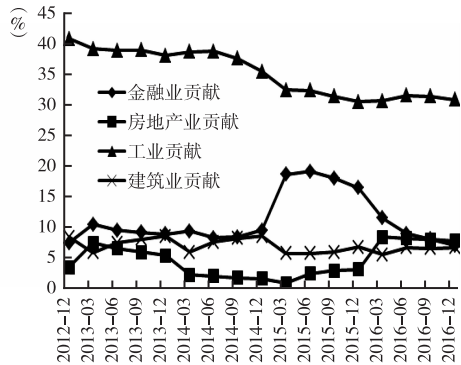


图6 金融业、房地产业、工业和建筑业对GDP的贡献

三、中国金融业高增长的成因分析

影响金融业增长的因素众多,理解近10年来中国金融业的高增长应考虑到其合理的成分,即近10年来中国经济增长、城镇化水平和工业化水平提高、服务业快速发展等对金融的需求,都要求金融业有相应的增长。但是,对于2015年前后中国金融业的高增长,则需要进一步深入探究其原因。为此,首先有必要理解金融业增加值的核算,并结合相关指标进行对比分析;其次,鉴于货币是各类金融机构经营活动的基础,有必要考察货币以及货币之外的因素。

(一)统计因素

如前所述,在统计核算中,金融业的统计口径主要涵盖银行、证券和保险等行业,金融业增加值年度核算以收入法为准,包括劳动者报酬、生产税净额、固定资产折旧和营业盈余,其中营业盈余在增加

值中所占比重为50%左右;季度金融业增加值则采取外推法,具体以人民币存贷款余额增速、股票交易额增速和保费收入增速作为银行、证券、保险三大主要行业的系数,并结合换算系数进行处理。

受统计数据限制,我们仅能考察银行与证券两类行业利润在金融业增加值中的比重变动情况。其中,银行业利润2010年以来在整个金融业增加值中的比重维持在30%上下,高点如2012年的35.2%,低点如2016年的26.54%,在趋势上已经表现出较为明显的下降势头。相比之下,证券业利润占比仅有2%左右,受市场波动的影响十分显著,比如2015年的占比达到4.23%(见图7)。在微观层面,也有证据显示银行业在金融业增加值的四项构成中都占据了最高的比重。^①

我们分别计算出人民币存贷款余额、股票交易额和保费收入三个指标的增速,并与金融业增加值增速进行比较,可以发现保费收入增速和股票交易额增速波动较为明显。鉴于银行业在整个金融业中巨大的比重以及股票市场波动对整个金融运行的影响,我们保留人民币存贷款余额和股票交易额的增速,可以发现金融业增加值增速与股票交易额增速在走势上高度吻合(见图8)。这意味着虽然证券业本身对金融业增加值的贡献并不十分突出,但股票市场波动却与金融业增加值密切相关。换言之,资产价格因素在金融业增加值中扮演了重要角色——证券业和保险业的增长受股票市场影响最大,证券业从股票市场的上涨中直接获益,保险业也因股票市场上涨带来更高的投资收益(被计入增加值)。

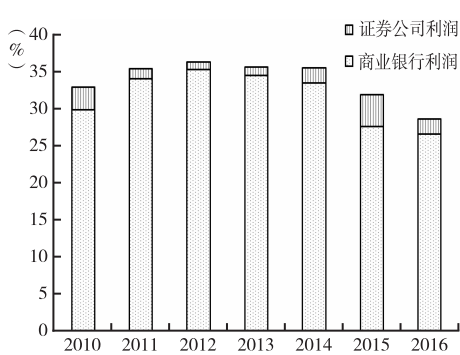


图7 银行业及证券业利润在金融业增加值中的占比

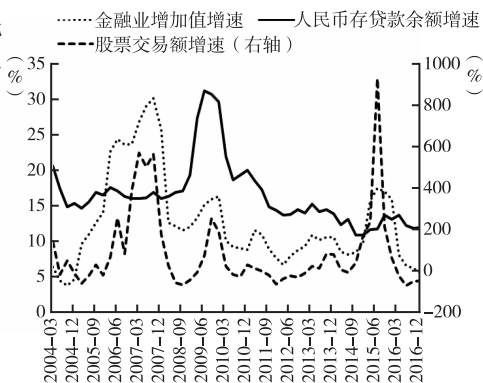


图8 金融业增加值及主要指标增速比较

(二) 货币因素

中国金融业高增长的一个基本环境是银行主导的金融体系结构。根据社会融资总规模的构成,近年来虽然直接融资占比有较明显的提高,但基于商业银行体系的间接融资比重仍高达75%——这一点在上述统计因素中也有很清晰的呈现。因此,理解金融业高增长首先是理解银行业的高增长,为此需要考察货币发行及其周转情况。

为应对美国金融危机的冲击,2009年我国M2增速高达27.6%,当年M2/GDP为1.74,而2008年M2/GDP为1.49。此后M2增速虽然下降,但由于基数较大,宽松货币环境已然形成,M2/GDP逐年攀高就是最好的证明。值得注意的是,M2增速与GDP增速在趋势上有两次较为明显的背离,即2008—2009年和2014—2015年(见图9)。虽然货币增速仍有提高,但经济增速却在下降——第一次要归因于金融危机的冲击,第二次则表明经济发展的基础与环境发生了变化。经

^① 比如在地区层面,乌鲁木齐和济南两个地区分别提供了金融业增加值分项和分行业的统计。

济新常态正是起源于此,意味着传统的宏观调控模式或许已经走到尽头,未来的需求管理需要与供给侧结构性改革相结合甚至在更大程度上要依赖于供给侧的改革。

关于货币因素的另一个佐证是 M2/GDP 这一指标的国际比较。虽然各国对货币层次的界定标准不一致,但仍可以从趋势上进行比较分析。对比美国、日本、英国、德国、巴西等国的情况能够发现,发达国家该指标虽然有所提高,但增长比较平稳;巴西总体水平不高,只是近年才呈一定的上升趋势(2016 年其 M4/GDP 为 0.94);相比之下,中国这一指标的总体水平最高,且上升势头最为突出(见图 10)。

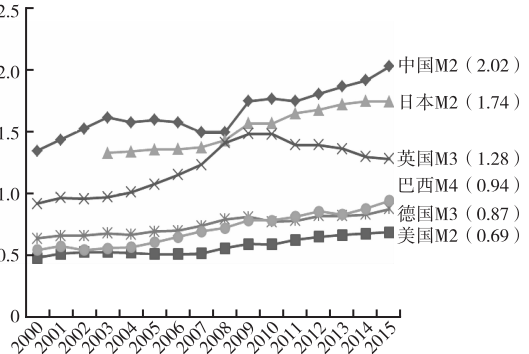
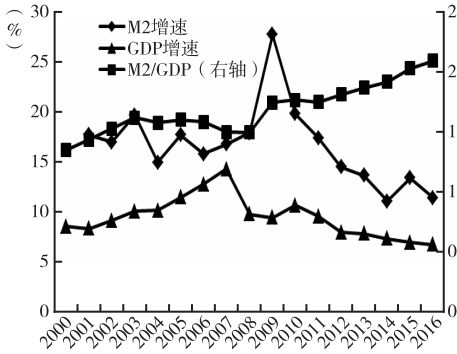


图 9 M2 增速、M2/GDP、GDP 增速的变动情况 图 10 各国货币供应量与 GDP 的比值变动情况

经济新常态在宏观层面的突出表现是经济增速换挡,在微观层面则表现为企业利润率的下滑和相应市场主体杠杆率的上升。以证监会分类的各行业上市公司为例(见表 2),2010 年以来,采矿业,制造业,批发和零售业,交通运输、仓储和邮政业,住宿和餐饮业,科学研究和技术服务业,水利、环境和公共设施管理业等行业净资产收益率都表现出显著的下降势头;建筑业,租赁和商务服务业,文化、体育和娱乐业净资产收益率相对稳定;只有教育、卫生和社会工作两个行业的净资产收益率有较为明显的上升。面对下滑的实体部门利润率,新增发的大量货币流向哪里呢?这时,名目繁多的金融创新进入公众视野。

表 2 上市公司分行业净资产收益率(2010—2016)

行业	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
采矿业	17.13	16.04	13.14	11.54	8.41	2.82	2.41
制造业	13.88	12.2	8.54	9.37	8.73	6.95	9.78
建筑业	12.91	13.51	11.23	13.45	12.99	11.89	11.38
批发和零售业	14.92	13.77	9.37	9.7	8.42	6.18	7.85
交通运输、仓储和邮政业	16.12	8.94	7.64	6.98	9.5	8.96	7.37
住宿和餐饮业	9.62	8.32	8.19	2.56	-3.26	6.62	6.04
租赁和商务服务业	10.24	10.28	10.9	11.95	11.36	11.63	10.25
科学研究和技术服务业	14.5	11.95	15.52	15.08	11.87	10	7.92
水利、环境和公共设施管理业	18.22	16.53	14.55	16.77	12.95	11.14	12.34
教育	2.71	1.47	17.01	28.85	29.77	22.43	11.44
卫生和社会工作	5.41	7.73	1.61	10.02	8.09	13.68	20.1
文化、体育和娱乐业	11.88	11.28	11.49	12.36	12.87	11.54	10.74

(三)金融创新因素

近年来,我国金融市场上的各类创新不断涌现,比如理财业务、非标业务、资管业务、委外业务、同业存单、互联网金融等等。事出必然有因,这些创新背后的原因包括:(1)货币环境宽松与实体部门利润率下滑,逼迫金融机构去寻求能够给资金带来收益的活动。(2)利率市场化改革加速推进,自2013年7月20日起,取消金融机构贷款利率0.7倍的下限,全面放开金融机构贷款利率管制,由金融机构根据商业原则自主确定贷款利率水平;自2015年10月24日起,对商业银行和农村合作金融机构等不再设置存款利率浮动限制。利率放开给金融机构带来更大自主权,使其有能力、有空间去寻求更高的收益。(3)金融本质上是一种稀缺资源,我国金融业的垄断竞争格局又加剧了这种稀缺性。大的金融机构或者系统性金融机构在很大程度上主宰市场并拥有定价权,新兴的互联网金融业务在市场上争夺资源并给传统金融机构带来压力,加剧了主要金融机构寻求更高收益的动力。在这些因素的综合作用下,所谓的影子银行成为银行的影子,商业银行—实体企业之间的信用链条在各种“创新”中被拉长,金融部门的自我增长和内在强化得以形成。

中国影子银行的兴起源于间接融资体系下金融运转的低效率和监管套利。结构性问题在中国现行金融体系中也表现突出,一方面,大型商业银行占有绝对优势,更容易从央行和存款客户中获取资金,且负债规模总体较大,但中小银行和其他金融机构在这方面则面临较大压力;另一方面,大型银行客户定位主要锁定国有企业,创新动力相对缺乏,受金融监管的程度更为严格,中小银行和其他金融机构则表现出较强的创新能力,更敢于在监管缝隙中挪移。这一结构性问题使得信用循环在金融体系内部被加强(见图11),一种情形比如其他金融机构从大型银行融入资金并投资增量资产,另一种情形比如其他金融机构从大型银行融入资金并投资大型银行的存量资产。对

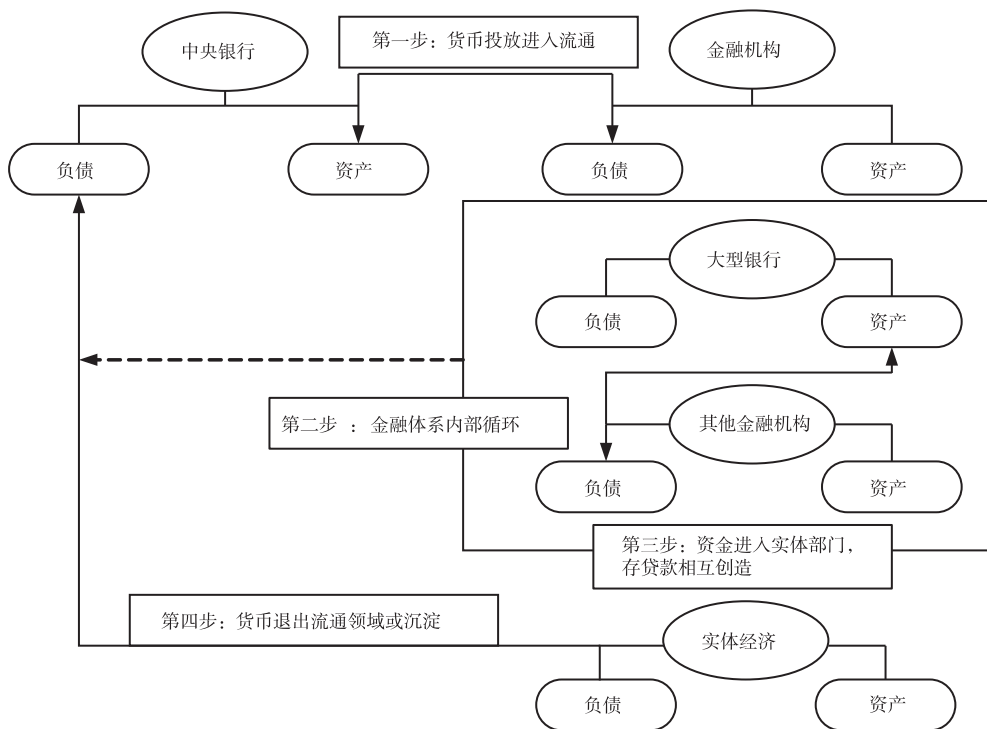


图 11 影子银行形成与信用链条的延长

前一种情形来说,本来增量资产应该可以直接从大型银行获得投资,但现在因为其他金融机构的介入而被拉长了信用链条;对后一种情形来说,大型银行对实体经济注入资金的效率降低并且容易形成期限错配风险。这两种情形都会抬高实体经济的融资成本。

再以委外业务为例(见图 12),这项业务的“创新性”如此之强,以至于到目前都不能在官方文件中找到其明确的定义。市场上通常把委外等同于委托投资,即委托方将资金委托给外部机构(管理方)主动管理的投资业务,操作方式包括产品模式及投顾模式两种;对应着官方说法中“资产管理产品”中的“委托管理”部分及“委外投资—协议方式”。表面看,委外业务为实体部门获取资金提供了新的渠道,但因为存在至少两次传递,将导致两种可能性,一是实体部门的融资成本被显著提高,二是金融部门通过加杠杆或者期限错配的方式把逼仄的收益区间放大。前者加剧实体经济“融资贵”的问题,后者将导致金融部门的高风险。有分析指出,整个委外资金链条中共有两次套利机会,且两次套利缺一不可:其一是银行委外所获收益与发行理财或存单等资金募集成本之间的息差,其二是委外受托方投资债市等所赚利差。2016年,委外产品收益率区间在4%~5%之间,且委外资金对投资的安全性保证要求较高;因此,在2016年“资产荒”的背景下,受托机构只能通过加杠杆、期限错配等方式实现第二次套利,委外成为诱发杠杆高企的重要资金来源。^①

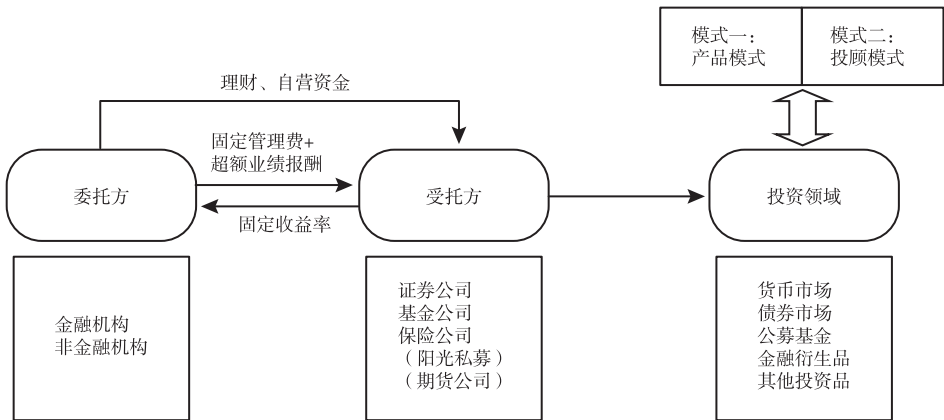


图 12 委外模式流程示意

虽然上述各类金融创新如雨后春笋般涌现,但我国金融监管格局一直没有显著调整。长期以来,我国实行“一行三会”的监管格局,在金融业务模式相对简单、金融产品创新不活跃的情况下,这种分工有利于明确监管责任和提高监管效率,但当各类金融创新不断涌现,监管空白和监管套利的问题就变得十分突出。比如上述委外业务,至少横跨了银行和证券两大行业;再如在资本市场上风生水起的“万能险”业务,则横跨了保险与证券两大行业,这其中的监管协调就变得至关重要。2013年8月,《国务院关于同意建立金融监管协调部际联席会议制度的批复》公开发布,同意建立由中国人民银行牵头的金融监管协调部际联席会议制度,但在官级平等的制度环境下,所谓的“牵头”和“协调”更多停留在纸面上,2015年以来证券市场上发生的诸多事件或许就是一种诠释。

① 资料来源:中信证券研究部([#](http://mp.weixin.qq.com/s/uJr5Be2IhWZYhFZV3LI8cQ))。

(四)一个综合解释

把上述各种因素相结合可以绘制出如图 13 所示的框架图,从而给出中国金融业高增长的一个综合解释,包括起点、过程、阶段性的结果及未来的可能性。(1)超额货币发行遇上了结构性减速,成为本轮金融业高增长的起点。曾几何时,需求管理模式在中国屡试不爽,但当中国经济增长逐渐结束人口红利时代,消费需求和投资需求需要更加注重质量时,传统宏观调控模式的缺陷便暴露无遗。(2)放松管制后的金融创新遇上了相对滞后的金融监管。金融创新能力不足曾是中国金融体系的一大短板,因此对创新的鼓励一直为各界所呼吁,但对创新的深入研究仍然缺乏,比如什么是“合意的”创新以及如何实现“合意的”创新,都还需要进一步探讨。(3)资产价格波动推波助澜,突出表现在股票市场和房地产市场上。超发的货币不愿意进入收益率偏低的实体部门,便在资产市场上横冲直撞,伴随着调控政策的松与紧而产生剧烈波动。^①

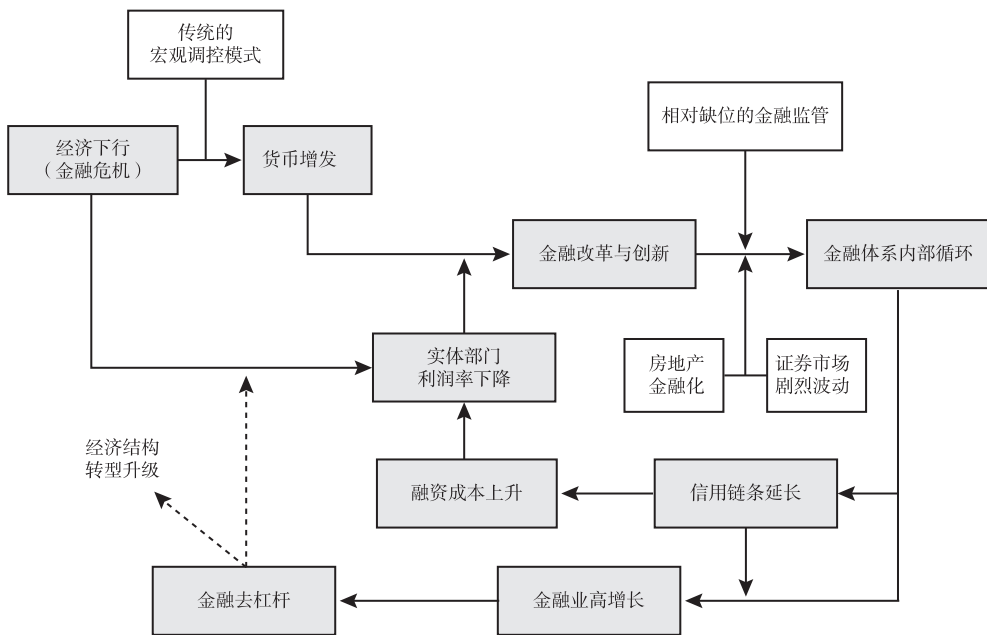


图 13 中国金融业高增长:起点、过程及未来的风险

一言以蔽之,由于货币宽松,但实体经济下行,各种金融创新涌现,用以吸收和消化增发的货币,所谓的“资金空转”、“脱实入虚”逐渐形成,最直接的表现就是金融部门自身的高增长。对此如果不能妥善处理,或将加剧经济下行和波动,发生系统性金融风险的可能性变得更大。要打破这种循环,只能稳步推进金融去杠杆,并与实体经济的结构优化和转型升级相结合,深入推进供给侧结构性改革。

四、中国金融业高增长的潜在风险

中国金融业高增长带来的风险可以从两个层面进行分析,一是金融业自身增长与实体经济不

^① 限于篇幅,本文没有专门讨论资产价格波动对实体经济特别是对企业投资的影响。张成思、张步昙(2016)从经济金融化视角解释了中国实业投资率下降之谜,认为“金融市场中的收益与风险错配问题不仅仅是金融部门自身的问题,而是涉及整个国民经济的长远发展问题”。

协调的风险,二是在强化监管背景下金融部门去杠杆可能带来的冲击。表面上看,前者是因,后者为果,但因果循环,一旦形成相互强化的反馈机制,则只有以更大的魄力推进改革,才可能打破这种循环。

(一)金融部门的潜在风险

第一,“资金空转”“脱实入虚”等问题严峻,使金融稳健发展的基础丧失。金融业的本职是“服务实体经济”,其利润最终只能来自实体经济。金融部门的异常增长与工业部门的快速下滑同时发生,一方面揭示出金融在服务实体经济时收取的“服务费”太高了,也即长期制约中国经济活力提高的“融资难、融资贵”问题仍没得到较好解决;另一方面反映出资金不愿进入利润率偏低的实体部门,而宁愿在金融市场寻找机会或者手持现金相机而动,民间投资增速的显著下降就是明显的证据。但是,这种增长模式绝不具有可持续性,实体经济下滑意味着金融成为“无源之水”,终将以泡沫的形式幻灭。

第二,金融体系运行效率低下,使金融可持续经营的能力下降。如前所述,中国 M2/GDP 近年来显著提高,2016 年达到 2.08。传统上,M2/GDP 是衡量金融深化的指标,但如果这一指标偏高,则更多意味着货币周转效率的下降,反映出资金难以创造实际产出。这时它不再表示金融深化程度的提高,而是宏观金融效率低下的表现。更为重要的是,新增发的货币不能进入实体经济,反而引发资产价格上涨,进一步加剧了金融的不稳定。在各层次货币中,M1 主要是活期存款,M2 则包括了定期存款,M1 与 M2 增速之差通常被看作是货币活期化的程度,能够反映经济景气指数。但这一规律在 2016 年也被颠覆,2016 年以来 M1 增速与 M2 增速之差持续拉大,但宏观经济景气指数却表现为下滑(见图 14),反映出经济与金融的关系出现了变化。

从信贷规模的角度来看,近年来各项贷款余额相对 GDP 的比例有所提高,新增贷款规模相对 GDP 的比例也在提高(见图 15),除个别年份如 2009 年受金融危机冲击这一比例曾达到 0.95 外,2011—2014 年该比值基本维持在 0.54,但 2015 年和 2016 年则上升至 0.61 和 0.6,这意味着单位 GDP 增长需要耗费更多贷款。站在实体经济的立场上,金融机构贷款就是实体部门的负债,贷款规模增加意味着实体部门负债率或杠杆率的提高。国家金融与发展实验室的研究显示,截至 2015 年底,我国债务总额为 168.48 万亿元,全社会杠杆率为 249%;其中非金融企业部门的债务问题尤为突出,债务率高达 156%。

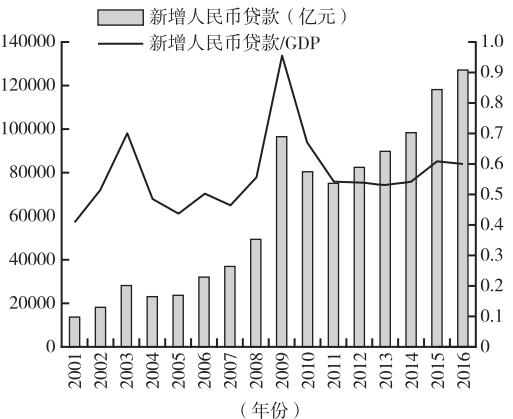
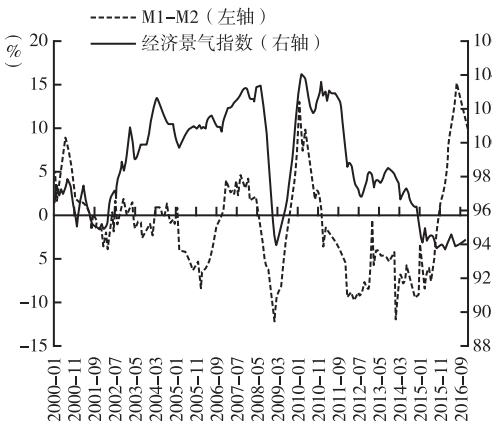


图 14 M1、M2 增速之差与经济景气指数比较

图 15 新增人民币贷款规模及其与 GDP 的比值

第三,金融工具单一和投资渠道缺乏,使金融风险在部分领域显著积聚。对国内企业而言,目前最主要的融资渠道仍是银行信贷,股票和债券等直接融资工具占比近年来虽有提高,但对大多数企业特别是中小企业来说仍可望不可及;新兴的各种互联网金融虽形式多样但规模有限,与银行信贷不在一个数量级上。对大多数居民而言,获取财产性收入的主要渠道只有股票和房地产,股票价格的剧烈波动一度导致市场上出现了“资产荒”的现象;房地产价格特别是一线城市房价的持续上涨让住房成为最受青睐的“炒作”对象,房地产领域的风险已不容忽视。任泽平等(2016)的研究认为,全球房地产总市值相对于全球GDP的比例约为2.6,而中国目前房地产总市值已是GDP的4.11倍,表明房地产领域蕴含着比较明显的泡沫。

(二)金融去杠杆的潜在冲击

进入2017年以来,强化金融监管和金融反腐成为舆论热词,其背后则是金融去杠杆的推进。在强化监管方面,银监会自3月底以来短短半个月时间内连续发布6个文件,指向银行业的“违法、违规、违章”“监管套利、空转套利、关联套利”“不当创新、不当交易、不当激励、不当收费”等活动,提出要“切实弥补监管短板提升监管效能”和“提升银行业服务实体经济质效”。保监会提出,要弥补监管短板和构建严密有效的保险监管体系,并开展保险资金运用风险排查专项整治工作。此外,自2017年一季度开始,中国人民银行在开展宏观审慎评估(MPA)时已正式将表外理财纳入广义信贷范围,以合理引导金融机构加强对表外业务风险的管理。“关于规范金融机构资产管理业务的指导意见”也正在制定和完善过程中,其覆盖对象包括但不限于理财产品、信托计划、公募基金、私募基金,各类金融机构发行的关于资金池操作、非标资产投资、多重嵌套等资产管理产品也将纳入规范治理范围。

在强化监管的同时,金融去杠杆的工作或许已经悄然展开。2017年以来,中国人民银行总资产从1月份的34.8万亿元下降至3月份的33.7万亿元,下降了1.1万亿元;其中,外汇占款下降0.1万亿元,对其他存款性公司债权下降了1万亿元(对政府债权、对其他金融性公司债权未发生变化,对非金融公司债权略有增加)。还应注意到,在此过程中,央行曾连续多日未开展公开市场操作和向市场投放资金,在去杠杆同时进行压力测试的用意已经有所显现。总之,金融监管全方位地强力推进,货币政策从“稳健”向“稳健中性”过渡,这种变化是否存在“矫枉过正”之嫌,已经引起了诸多争议。^①

如果上述势头得以持续,金融去杠杆的冲击首先体现在各类金融市场上,比如债券市场资金面变得紧张、股票市场上涨乏力等;其次要考察的是如果资金不停留在金融体系内部,是否能够进入实体经济以及以什么样的价格进入实体经济,这直接决定了“脱实向虚”能否转变为“脱虚向实”。陈彦斌等(2017)的研究表明,推动资产价格上涨过程中,市场受乐观预期的驱动会显著增加资产的购买规模,并减少对实体经济的投资;融资约束收紧则会强化这一机制,导致更多资金“脱实向虚”。由于资产价格上涨并未推动产出水平上升,市场对资产价格持续上涨的乐观预期不断减弱,转向悲观预期的倾向明显增强,资产泡沫破裂概率将显著提高。因此,对于金融的去杠杆需要谨慎把握好力度和节奏,既保证不因杠杆的快速去除而影响金融市场稳定,又能够挤压资金在金融体系内空转的空间并迫使其进入实体部门,通过寻求那些富有前景的投资项目进而带动整体

^① 毛泽东同志在《湖南农民运动考察报告》中曾写道“矫枉必须过正,不过正不能矫枉”(《毛泽东选集》(第一卷,人民出版社1968年版,第17页))。这一观点是针对当时错误的改良派和机会主义者提出的。在金融监管领域,如果政策操作不能在“乱”与“治”之间实现精准平衡,那么就只能寄希望于在“过枉”与“过正”的状态中实现螺旋上升。

经济的转型升级。在这个过程中,尤其要关注资产价格的变化,防止资产价格快速上涨对资金形成新的吸引力和再次掉入“脱实向虚”的陷阱。

国际经验还显示,在经济扩张期,资产价格上升放松融资约束,杠杆率上升,但还未到顶部。这是因为杠杆率本身也受资产价格影响,高资产价格提高了企业总资产估值,降低了杠杆率。一旦资产价格下降,负债名义价值不变,净资产大幅下降,杠杆率将大幅上升。也就是说,高资产价格背景下,现有的资产负债率低估了真实的杠杆率,一旦经济下行再叠加资产泡沫的破裂,将会产生“去杠杆—产出收缩—价格下降”的螺旋式循环,即下行阶段的金融加速器效应,“去杠杆”通过“债务—通货紧缩”循环加重经济的衰退。在这个过程中,流动性将再次成为关键词,市场流动性很可能从一个极端走向另一个极端,从过剩转变为稀缺。对此,我们有必要重温马克思的经典论述:“危机一旦爆发,问题就只是支付手段。但是因为这种支付手段的收进,对于每个人来说,都要依赖另一个人,谁也不知道另外一个人能不能如期付款;所以,将会发生对市场上现有的支付手段即银行券的全面追逐。每一个人都想尽量多地把自已能够获得的货币贮藏起来。因此,银行券将会在人们最需要它的那一天从流通中消失。”^①

五、结论、建议与思考

2015年,中国金融业增加值占国内生产总值的比重达到8.44%。该数值不仅高于巴西和俄罗斯等新兴市场经济国家,也高于美国、英国等传统经济发达国家。特别要警惕的是,2015年前后中国金融业的这一轮高速增长是在制造业快速下滑的背景下发生的。这意味着金融稳定、可持续发展的基础正在丧失,预示着风险爆发的可能性正在提高。随着中国经济进入新常态,要寻求经济增长的新动能,必须进一步理清金融部门与实体经济部门的关系。

本文认为,2015年中国金融业的这一轮快速增长,是传统宏观调控手段与中国经济新常态的特征不匹配、金融创新快速推进与监管改革相对滞后的不协调、股票市场剧烈波动与房地产价格新一轮上涨相结合等诸多矛盾的集中体现。金融业快速增长蕴含的风险一方面是金融部门的内部风险积聚,另一方面是金融体系去杠杆对宏观经济的冲击。换言之,这一轮金融业的高增长是不合意的,因此需要妥善应对。鉴于金融部门与实体经济之间千丝万缕而又复杂多变的联系,对该问题的任何简单处理都是不可行的,本文尝试提出如下系统性的对策建议。

第一,改进和完善宏观调控框架。坚持稳中求进的总基调,保持战略定力,使需求侧管理与供给侧结构性改革相配合。一方面,要通过有效需求管理为供给侧改革创造稳定的环境和赢得改革的时间;另一方面,避免需求管理越俎代庖,重回传统宏观调控的老路。货币政策方面,应改进和完善宏观审慎评估体系,将经济增长、货币稳定、金融稳定纳入统一框架;进一步健全利率传导机制,使货币政策操作更具针对性。信贷政策方面,应鼓励金融机构强化对实体部门特别是先进制造业等领域的支持力度。

第二,协调推进金融领域的创新与监管、改革与开放。一方面,要甄别合规、合意的金融创新并加以鼓励,对戴着“金融创新”的帽子进行不合理竞争的行为则应有相应的监管措施。比如,以产融结合为目标的金融创新值得推广,而基于“万能险”模式的保险资金的“兴风作浪”就需要限制。另一方面,尽快落实“积极稳妥推进金融监管体制改革”的要求,特别是要加强监管部门之间、

^① 马克思:《资本论》(第三卷),人民出版社1975年版,第598页。

中央与地方监管之间的协调机制,探索建立地方金融监管的有效模式,形成“全国一盘棋”的金融风险防控格局。再一方面,协调推进金融领域的改革与开放,允许更多外国金融机构进入和开展业务,并根据形势变化适时调整资本项目开放与人民币国际化的节奏。

第三,增加金融机构与产品供给,通过强化竞争来降低金融业的利润率。有观点认为,当前银行业发展模式雷同,从防范风险的角度来说不宜设立过多银行。我们认为,模式雷同恰恰是竞争不够充分所引致,银行靠存贷款利差过好日子的局面并没有完全改变;强化竞争或许会形成一些风险,但由此所带来的风险大多为个体风险,不至于产生大的冲击;如果不强化竞争,金融因为垄断而形成的风险积聚会更加显著,且一旦爆发就多为系统性、区域性风险。只有以强化竞争的方式降低金融业利润率,实现金融部门与实体经济在利润率上的协调,才能从根源上防范金融业高增长的风险。当然,实体经济利润率的提升还需要与“降成本”相结合,比如税费成本、制度成本等。

第四,遏制资产价格的过快上涨,严密防控资产价格泡沫,扭转持有资产比投资实业更赚钱的局面。一方面,货币政策“保持稳健中性”,但操作应该更加精确,研究和改进货币投放方式,把数量调控与价格调控更好地结合起来,让更多资金有效进入到实体领域。另一方面,坚决打破“刚性兑付”等陈旧的思维认识,下决心处置一批风险点,让“风险收益相匹配”在各个领域都得到体现,强化投资者的风险意识。当然,风险处置应与金融消费者权益保护相结合,特别是要加强对合法权益的保护。

第五,进一步显著提高直接融资比重,让金融更好地服务于实体经济。近三年来,直接融资在社会融资总规模中的占比有明显提高,但相比实体经济日益增长、更加多样化、更富个性化的金融需求,直接融资规模仍然不足。对此,需要更快、更深入地贯彻落实《关于进一步显著提高直接融资比重优化金融结构的实施意见》,进一步健全直接融资市场体系,积极拓展直接融资工具和渠道,提高直接融资中介机构的服务水平,营造直接融资稳定健康发展的良好环境。我们建议,在“十三五”金融业发展规划中,把2020年直接融资占比这一指标提高至30%,把金融业增加值占比这一指标设置在8%左右。

习近平总书记强调,“发展金融业需要学习借鉴外国有益经验,但必须立足国情,从我国实际出发,准确把握我国金融发展特点和规律,不能照抄照搬。”^①我国金融发展的特点与规律是什么?准确回答这一问题,是提高我国金融治理能力与水平,做好各项金融工作和有效维护金融安全的前提与基础。这有赖于学术界运用马克思主义的观点、立场和方法,明确研究对象和研究目标,努力建立中国金融学的学科体系、学术体系和话语体系。

参考文献:

1. 陈梦根:《2008SNA对金融核算的发展及尚存议题分析》,《财贸经济》2011年第11期。
2. 陈彦斌、刘哲希、陈伟泽:《推动资产价格上涨能够“稳增长”吗?——基于含有市场预期内生变化的DSGE模型》,经济研究工作论文WP1178,2017年。
3. 胡海峰、王爱萍:《金融发展与经济增长关系研究新进展》,《经济学动态》2016年第5期。
4. 课题组:《金融业增加值核算问题研究》,《华北金融》2012年第10期。
5. 任泽平等:《中国房地产泡沫风险有多大?》,方正证券研究报告,2016年9月19日。
6. 宋旭光:《国民经济核算更新方案:潜在影响及其应对》,《财贸经济》2013年第12期。
7. 张成思、张步昙:《中国实业投资率下降之谜:经济金融化视角》,《经济研究》2016年第12期。

① 《金融活经济活 金融稳经济稳 做好金融工作维护金融安全》,新华社,2017年4月26日。

8. Krugman, P., The Market Mystique. *New York Times*, 26 March, 2009.

9. Levine, R., Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, Vol. 35, No. 2, 1997, pp. 688—726.

10. Rousseau, P. L., & P. Wachtel, What is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth? *Economic Enquiry*, Vol. 49, No. 1, 2011, pp. 276—288.

Risks and Causes of Financial Sector's High Growth in China

HE Dexu, WANG Chaoyang

(National Academy of Economic Strategy, Chinese Academy of Social Science)

Abstract: In recent years, China's financial sector has been shown a high growth trend. This trend has been caused by several reasons, like the traditional macro-control tools does not match the new normal characteristics of China's economy growth, the regulatory reform is lagging behind the rapid progress of financial innovation, the stock market and real estate highly fluctuations. In particularly, this round of high growth in the financial sector occurs in the context of a rapid decline of manufacturing sector, which reflect the low efficiency of financial operations. It is also means the foundation of financial stability and sustainable development is losing and high risks is coming. Properly to deal with this change, we need to further deepen financial reform and improve financial supervision, create a favorable financial environment for the real economy. At the same time, the academic fellows should also reflect on and study the characteristics of China's financial development, and provide the theoretical basis for maintaining financial security.

Keywords: Value-added of Financial Sector, Financial Innovation, Financial Supervision, Financial Risk

JEL: E44, G20

责任编辑:无 明

(上接第 15 页)

On Marx's Monetary Capital Accumulation and Real Capital Accumulation Theory

ZENG KangLin, LUO Jing (South Western University of Finance and Economics, 610074)

Abstract: Marx profoundly analyzes the currency capital and real capital accumulation problem in “Das Kapital” volume third, which includes the theory of interest bearing capital's accumulation in the form of securities, commercial credit accumulation, the relation between interest capital accumulation and real capital, the lending currency capital accumulation and real capital accumulation, conversion on capital, as well as currency and loan capital. This article reviews and summarizes the theory of Marx about currency capital accumulation and real capital accumulation, providing a reliable starting point for the study of whether the funds go to the real economy and why not.

Keywords: Marx, Currency Capital, Real Capital

JEL: P16, D3

责任编辑:康 邑