



人大重阳

研究动态

第 91 期

2014 年 10 月 13 日

综合金融资源，支持产业结构转型升级

中国人民大学重阳金融研究院行业研究部主任 赵亚赟

一、金融与实体经济脱离所导致的问题

通过全球金融发展的历史与经验来看，以下几种金融模式具有典型的不可持续性：一是以 16 世纪西班牙为代表的“耗损型金融”，这种金融模式将大量资金投入政府购买或者社会消费，而不是用于扩大再生产；二是以 20 世纪日本为代表的“依附性金融”，这种金融模式使得金融的发展长期沦为产业资本和行政力量的附庸，并最终在复杂的“裙带资本主义”链条中失去了活力；三是金融



发展和金融创新过度脱离实体经济导致的“泡沫化金融”，从早期的荷兰到后来的英美等国，这种金融模式的破坏性影响已经在过去几百年的经济发展史中得到确认。¹

中国大陆在计划经济时代，无法培养出发达的金融体系，除了银行几乎没有其他金融机构，也几乎没有证券等金融市场。当时银行基本上都被看做政府的一个职能部门，存在的目的就是给实体经济，特别是工业提供资金支持，反倒不如农村信用社灵活。在改革开放初期，一方面日本是当时与中国经济关系最密切的发达国家，另一方面日本官民协调、共建的经济体系与计划经济较为相似，所以改革开放初期，中国大陆积极模仿日本的发展模式，这对当时来说也是明智之举。由于日本的“依附性金融”与计划经济银行有很大相似性，也受到中国的模仿，虽然当时完成了稳妥的过渡，但也留下了近似的隐患。时至今日，我们仍然可以看到银行还是受行政干预影响很大。这种模式过度强调金融为实体经济服务，牺牲了金融业本身的发展。在实体经济高速发展的时期，可以源源不断提供超额利润，即使是政策性贷款，也可以获得相当的回报。不过一旦经济减速，实体经济利润下降，银行就很难收回贷款，形成坏账，严重时造成金融危机。

到了上个世纪 80 年代末，日本出口导向型的经济模式发展到极限，在美欧压力下，被迫接受“广场协议”，将日元大幅升值，抑制了出口。随着出口受限，制造业利润下降，大量资金流入房地产、股市、汇市等金融市场，产生了巨大的泡沫。在 90 年代初，日本在金融市场上遭到以美国资金为首的国际游资狙击，金融泡沫破裂，诱发了严重的经济衰退，直至 20 多年后的今天，仍然无法摆脱。中国政府开始认识到培养发达金融体系的重要性，开始积极发展股市等金融市场，



金融体系建设上从学习日本开始转向学习美国。随后 1992 年，美国对冲基金利用欧盟为建立欧元区而采取的联系汇率制的缺陷，狙击了意大利里拉、英国英镑，此事影响之大以至于媒体惊呼“战争的形式改变了”。中国政府由此意识到金融制度性缺陷会招致严重的后果，1993 年 12 月 25 日，国务院公布《关于金融体制改革的决定》。金融体制改革的目标是：建立在国务院领导下，独立执行货币政策的中央银行宏观调控体系；建立政策性金融与商业性金融分离，以国有商业银行为主体、多种金融机构并存的金融组织体系；建立统一开放、有序竞争、严格管理的金融市场体系。通过金融体制改革，确立中国人民银行作为独立执行货币政策的中央银行的宏观调控体系；实行政策性银行与商业银行分离的金融组织体系；从 1994 年起实行汇率并轨。1995 年八届全国人大三次会议通过《中国人民银行法》。从 1996 年 12 月 1 日起，中国实现了人民币在经常项目下的可兑换。² 1994 年起，全国还陆续开办了一些期货交易所。这些金融改革和制度建设，后来都证明非常成功和及时，虽然期货市场因为初期制度不完善，一度出现国债“327 事件”和商品期货的逼仓潮等过度投机，但市场基本还是在健康发展。不过由于 80、90 年代中国大陆银行按照政府指令大量贷款给经营不善的企业，加上存贷款利率不平衡，造成庞大的坏账，这一问题到了东亚金融危机后才引起政府的重视。东亚金融危机由于造成的破坏严重，又是发生在身边，给中国人刺激很大，中国政府大大加快了金融体制改革的步伐。

经过金融体制改革的努力，中国大陆建立了中央银行体系，中国人民银行真正转换了职能，承担起金融监管及制定和实施货币政策的任务；打破了大一统的传统金融体制格局，中国大陆金融机构的种类开始增多，金融服务向多样化方向



发展；进行了专业银行的商业化改革，推动国有专业银行向自主经营、自负盈亏的商业银行转化。同时允许各专业银行超出其原有领域进行交叉经营，以促进银行业的竞争。中国政府还推动了金融业的法制化和规范化，加大了金融监管力度，先后制定了《银行管理暂行条例》、《中国人民银行法》、《商业银行法》、《保险法》、《票据法》和《证券法》等一系列法制法规；建立和发展了货币市场和资本市场。中国大陆金融运行朝着市场化、专业化、全球化的方向推进。

金融改革成就非凡，在处理金融与实体经济关系时，政府也注意到了强制金融为实体经济牺牲会造成严重后果。1999 年，为解决银行体系巨额不良资产问题，我国在借鉴国际经验的背景下设立了华融、长城、东方、信达四家国有资产管理公司，主要任务和经营目标是收购、管理、处置四大国有商业银行剥离的不良资产和最大限度保全资产、减少损失，化解金融风险。2000 年和 2004 年，国家对四大国有商业银行的不良资产进行了两次剥离。四大资产管理公司共收购 1.7 万亿银行坏账。之后，中国大陆的金融和实体经济发展基本平衡，金融市场在实体经济高速发展的同时，也取得了爆炸式增长。这期间美国风险投资扶持的以网络、通信和生物制药为主的高科技公司在纳斯达克交易所的股票价格狂飙，虽然后来泡沫破裂，但依然给我国很深的印象。中国政府由是注重多层级的资本市场建设，开始注意利用市场手段来引导金融服务实体经济，以达到金融实体经济双赢的目的。

但很快市场又出现了问题，先是房价飞涨，接着证券市场也出现严重泡沫化，最重要的是，到 2008 年中国一直学习的美国出现了二战后最严重的金融危机，并严重影响了世界经济，一直认为对金融危机免疫的中国也受到了严重冲击。中国失去学习的榜样，只能跟世界各主要经济体一起自己摸索解决之道。



首先看看目前我国金融与实体经济之间存在的问题。

1、行政化的后遗症。

金融行政化的残余和日本模式的结合造成政策性银行与商业银行权责划分不清。目前二者都跨界经营，商业银行也参与的政策性业务如地方平台贷款，部分政策性银行也逐步介入商业银行业务，凭借资金成本低、国家信用隐性担保、政策优惠等优势，与商业银行竞争。商业银行经营受行政干扰容易出现巨额坏账，1997 年底国有银行不良资产的比率可能位于 25—30% 之间³，经过政府有力处置后，一度大幅下降，但近期坏账率又开始抬头，根据财新网报道，截止 2013 年末，工农中建交五大行不良贷款同比多有两位数增长，而股份制银行坏账增长更是惊人，兴业银行居然高达 95%。⁴ 较高的银行坏账率不但造成巨大的潜在风险，而且会影响银行运作。为了防止负债企业破产，银行往往会允许其“借新债还旧债”，反而挤占了贷款额度，使得财务状况良好的企业贷款难度增加。

不仅银行，金融行政化也容易影响直接融资的发展。证券的发行和上市交易受到行政审批限制，很多创新型企业都上市困难。

由于主管部门不同，交易所债券市场和银行间债券市场不能统一，且交易所市场发展滞后于银行间市场。银行间债券市场由商业银行主导，结果风险实际上仍高度集中在银行体系。

2、银行为主导的金融体系效率低

虽然计划经济和日本模式都强调金融为实体经济服务，但我们近期却发现这几年恰恰这一点做得不好。经济体系中获得金融支持的分布很不平衡。目前能够获得正规金融机构支持的往往是重资产行业，服务业、农业、科技企业等轻资产行业融资困难。新一轮经济的转型升级却正应该伴随着金融资源从重资产行业向



轻资产的新兴产业重新配置。但现在即使是钢铁等生产过剩产业杠杆率依然居高不下，而新兴产业融资难的问题始终没有得到有效解决。这也证明了以银行业为主导的金融体系在推动经济转型方面效率很低。

3、金融市场结构失衡

从发达经济体的经济转型的经验可知，资本市场在支持新兴产业方面比银行更有效率，纳斯达克就是明显的例子，以银行贷款为主的间接融资难以支持经济转型升级。而中国金融体系突出的特征是以间接融资为主，直接融资发展严重滞后。从资产规模看，银行业金融机构的资产规模在 90% 以上。间接融资主导的金融结构不仅导致系统性风险主要在银行体系内部积累，同时银行的低风险偏好决定了其难以将信贷资源向科技型 and 轻资产企业倾斜，对经济转型和产业升级金融支持十分有限。

4、影子银行

由于利率市场化没有完成，引发的双轨制产生了大量的影子银行业务，到 2013 年底，中国影子银行体系所涉及的非传统信贷融资规模大致为 27 万亿元，占银行业资产比例为 19%。⁵ 很多银行和企业通过金融中介将资金高价贷给限贷的行业如房地产和融资困难的中小企业，一定程度上造成了金融体系功能的紊乱和潜在金融风险的积累。这些影子银行业务大规模放大资金杠杆，挤占贷款资金，提高企业资金成本，很多资金完全没有流入实体经济，形成空转。最重要的是，影子银行业务很多完全没有风险控制，资金回旋余地非常有限，一旦出现大规模挤兑，极可能引发社会大问题。



二、金融支持产业结构转型升级的基本路径

从历史经验来看，随着实体经济飞速发展，创造了巨大财富，金融体系也已更高的速度扩张，而且逐步全球化。全球金融体系逐渐形成了一个独立运行的、巨大的资本市场。在世界经济金融化的过程中，由于金融资本的回报率远远超过实体经济的回报，最终导致了实体经济被资本抛弃，整体走弱。在这一过程中，一些国家在实体经济“空心化”的同时，对金融业的依赖程度也越来越高。高回报率使得大量资本从实体经济部门流入以股市、汇市或房市为代表的金融部门，这种产业资本向金融资本的转换，不仅进一步增加了实体经济部门的融资成本，而且最终诱发了一轮又一轮的资产泡沫和金融危机。可见如果金融的发展脱离了实体经济的需求，金融资源过度集中于股票、地产、金融衍生产品等虚拟资产市场，不仅不利于产业结构调整和经济持续发展，还会导致社会资源错配，产生严重的资产价格泡沫，最终引发金融危机和经济衰退。遗憾的是，最近几年来，中国的金融也存在一定程度的“脱实向虚”倾向。

事实上，在现代经济金融体系下，金融和实体经济之间的关系早已密不可分，脱离任何一方面孤立地设置发展目标都将损伤一国经济长期增长的有效性。从金融发展服务于实体经济的基本原则来看，基于全球金融发展的基本经验以及本轮金融危机的重要启示，可以认为：金融和实体经济之间是相互依存和相互制约的关系，金融业的发展必须与实体经济的发展相匹配，才能真正实现金融和实体经济的共同稳定和共同发展；反之，任何过度超前和脱离实体经济的金融发展都会导致经济和金融的泡沫化，从而削弱一国的实体经济基础，进而诱发经济和金融



危机。⁶ 要以金融改革来促进经济转型和产业升级，并支持城镇化的继续推进。劳动力与资金价格的扭曲是过去 30 年中国高增长模式的重要贡献因素。近年来，劳动力要素的短缺正在提高劳动力的价格，一定程度上推动了落后产能的淘汰以及外部不平衡的矫正。而资金价格的压制仍在继续，因此必须通过加快金融改革发挥资金的资源配置功能。

要以金融改革来化解当前经济与金融体系中存在的金融风险。过去 30 年整个经济处于上升周期、货币化进程还在进行中，以不良资产为代表的金融风险在经济快速增长和货币化过程中得以消化。而目前无论是经济增长还是货币化进程都难以达到过去的增速，中国经济增长正处于从高速增长向中速增长的转换阶段，结构转型的压力加大，同时货币化也在逐步进入尾声，因此，化解金融风险的这种传统政策逻辑需要做出重大改变，必须及时转移到深化金融改革上来，一方面要加强对融资主体和金融中介的市场硬约束，强化市场纪律；另一方面，对存量的资产可以采取更为市场化的方式（如资产证券化）来处置消化。

根据中国金融资源分布的现状和比较优势，金融支持中国产业结构转型升级的基本路径可沿着以下四个方面展开：

一是充分发挥政策性金融的导向作用，为产业结构转型升级过程中那些具有明显社会正外部性效应、但商业性金融机构不愿在前期介入的项目提供融资。根据中国现行的政策性金融机构配置，可考虑适度拓展国家开发银行的业务覆盖面，充分发挥开发性金融在科技企业园区建设、企业集群创新方面的孵化、拉动和引导作用；进一步加大进出口银行开展进出口信贷的业务品种和范围，结合中国外汇储备的海外战略运用，积极支持高新技术引进和高新技术企业开拓国际市场；



逐步调整农业发展银行的业务范围和布局，推动传统农业向高科技含量、高附加值、高产业化的现代农业转变，积极探索开发以中长期农业基础设施和农业综合开发贷款等涉农贷款为基础的证券化产品，提高涉农金融资源的配置效率。

二是鼓励和引导商业性金融机构按照市场化和商业可持续原则，为产业结构的转型和升级提供全方位、多层次和一体化的信贷支持和金融服务。根据中国现有的商业性金融机构分布，工、农、中、建、交等大型国有商业银行可按照国家建设创新型国家的总体战略部署和产业发展规划，进一步提升金融支持关键领域大规模产业升级和技术创新的质量和效率；招商、民生、中信等全国性股份制商业银行应结合自身优势和业务发展重点领域，积极加强金融产品和服务方式的创新，有针对性地对战略性新兴产业和企业自主创新的支持力度；各城市商业银行、农村商业银行（农信社）、村镇银行等区域性或地方性金融机构可充分发挥资金链条向下延伸的优势，积极加大对符合产业结构调整方向的中小微企业的金融支持。上述三个不同层次的银行体系在发挥各自比较优势的同时，通过加强竞争、协调和互补，可以比较全面地满足中国产业结构转型升级过程中的银行信贷需求。

三是发展多层次的资本市场，盘活社会资本，通过企业上市（主板、二板、三板、创业板）、PE、VC 等多种形式，提高股权性资本的比重，加快资本形成。资本市场在产业升级和结构调整中扮演着重要角色，是存量社会资本调整、企业自主创新和产业升级的重要平台。但凡人口较多或经济总量较大的国家，大都建立了比较完善的资本市场体系。在发展多层次资本市场的过程中，要积极推动风险投资的发展。风险投资本质上是一种不依赖抵押、信用评级技术，是解决高科



技产业的风险收益结构矛盾的一种有效制度安排。风险投资在成就美国“新经济”的过程中发挥了重要作用，正如英国前首相撒切尔夫人所曾指出的：“欧洲在高科技及其产业方面落后于美国，并不是由于欧洲的科技水平低下，而是由于欧洲在风险投资方面落后于美国 10 年。”

四是加强金融、财政与保险机制的协调与配合，在形成政策合力的同时，有效降低金融风险。要吸取发达国家的有效经验，积极发挥政府财政资金的引导功能，通过建立风险补偿基金、创业投资引导基金、产业投资引导基金等方式，引导和鼓励商业性资金进入新兴产业领域和技术研发领域，促进企业自主创新和产业结构转型升级。要鼓励保险机构加强保险业务和产品创新，深化与银行、证券和担保机构的业务合作，针对高新技术企业知识产权保护、技术成果转化、产品责任和公众责任等方面的需求，积极创新保险产品，加强风险管理服务。要进一步引导和规范信托、租赁和财务公司的发展，组建和扶持一批经营高效、制度健全、管理规范、管理规范的担保机构，在完善公司治理机制和提升风险管理能力的基础上，有效发挥其在融资、担保、代理、中介、内部资金管理等方面的积极作用，全面提升资产管理能力，促进产业资本和金融资本的深度融合。

1 陈雨露、马勇（2013）.《大金融论纲》，中国人民大学出版社，P20

2 《金融体制改革》，互动百科 <http://www.baike.com/wiki/%E9%87%91%E8%9E%8D%E4%BD%93%E5%88%B6%E6%94%B9%E9%9D%A9>

3 林毅夫、李永军、路磊（2000）《中国金融体制改革的回顾与展望》
<http://time.dufe.edu.cn/jjwencong/c2000005.doc>

4 吴红（2014），《银行坏账引爆点》，财新《新世纪》2014 年第 13 期
http://www.360doc.com/content/14/0408/08/7219999_367163225.shtml

5 《中国影子银行规模约 27 万亿》，来源：中国经济网，2014-05-10 08:13:58
<http://money.163.com/14/0510/09/9RSH64PK00253B0H.html>

6 陈雨露、马勇（2013）.《大金融论纲》，中国人民大学出版社，P503