

金融供给侧结构性改革：发展历程与趋势

蔡庆丰

DOI:10.16619/j.cnki.cn10-1264/d.2019.27.007

改革开放以来，我国经济保持着近40年的高速增长，如此稳定且持久的经济发展，离不开金融体系的有力支撑。我国政府一直致力于推动金融体系改革，从而为不同的经济发展阶段提供对应的资本支持。纵观我国的金融改革历程，始终坚持为实体经济发展提供服务的根本出发点和落脚点。在新时代的背景下，随着我国经济从“增量经济”步入“存量经济”，金融部门的功能也应该从“增量金融”向“存量金融”过渡。

① 从供给侧结构性改革到金融供给侧结构性改革

2008年次贷危机爆发后，为了缓冲金融危机带来的负面影响，中国和美欧日等其他国家都采取了宽松的货币政策以刺激经济增长，至今已过10年。但对于我国而言，海量的货币供应和宽松的银行信贷并没能推动企业加大创新和研发投入的力度，促进实体经济转型升级，反而出现了大量企业利用“廉价”信贷资源盲目“加杠杆”、扩张产能的现象，这也导致近年来很多行业都出现了“产能过剩”的局面；同时，严重的货币超发也为近10年来的金融部门规模扩张和房地产价格持续暴涨埋下了隐患。

自2015年以来，我国经济社会逐渐受到人口红利减弱、资源环境供给趋紧以及国际经济格局变动等因素的影响，经济步入“新常态”。为了适应经济发展的新阶段，政府提出了供给侧结构性改革，以期通过制度供给改革，激发经济市场的活力，从而增强经济发展的新动力。供给侧结构性改革的提出标示着我国的经济增长模式逐渐开始从“增量时代”向“存量时代”过渡。国家多次提出创新发展战略，强调创新在经济发展过程中的核

心动力作用，以推动我国经济由要素驱动向创新驱动转变。

在我国经济由增量向存量转型的过程中，为了与经济发展特征从要素驱动的规模扩张向创新驱动的质量变革的转变相适应，金融体系也急需从“增量金融”向“存量金融”过渡。增量金融是适应增量经济时期而产生的，增量金融追求量的扩张，更多地体现为一种利差金融和套利金融，在投资驱动的发展模式下，能够迅速满足增量经济时期政府基建、国企扩张的海量资金需求；而存量金融更加注重金融服务实体的功能，体现为一种赋能金融和普惠金融，在创新驱动的发展模式下，存量金融的功能是为产业提供融资服务，扶持产业发展，从而满足经济社会发展和人民群众的需要。

在这一背景下，2016年7月中央政治局会议正式提出要防范经济金融风险，注重抑制资产泡沫，标志着国内正式进入了“货币政策收紧+严监管”的金融去杠杆周期。随后2017年银监会通过打击“三套利，四不当”整改银行违规业务，将银行表外理财纳入MPA考核，出台了最严格的资管新规，这一系列举措充分体现了监管当局去金融杠杆和整顿金融业的决心。在金融去杠杆取得阶段性成果的背景下，2019年2月，习近平总书记提出要“深化金融供给侧结构性改革、增强金融服务实体经济能力”。显然，现阶段我国已经开始从金融服务实体经济发展和经济转型升级相结合的高度来主导金融体系的改革目标与方向，金融对于实体经济的贡献将会被提到一个新的高度。基于此，下文以我国当下经济转型升级为背景，从金融改革中热议的“金融服务实体经济”出发，深度剖析当前金融体系与经济发展之间存在的问题，提出从经济供给侧结构性改革到金融供给侧结构性改革的逻辑必要性，进而提供改革的方向路径，以期为当前加强金融监管和深化金融体制改革提供意见。

2) 金融供给侧结构性改革的缘起与逻辑

作为实体经济的血脉，金融体系的存在本就是为实体经济发展提供支撑。然而，近年来中国金融部门的发展越来越脱离实体经济的需要，虚拟经济的扩张速度远远超过实体经济的增长速度，呈现出一种自我膨胀、自我循环和自我强化的趋势，金融部门的功能被扭曲和异化。究其缘由，

笔者认为，货币超发只是过剩金融资源的来源，中国金融体系内部运作模式、制度和监管方面的缺陷，才是金融部门过度膨胀和功能异化的根源。

脱实向虚：金融部门过度膨胀，资本空转严重

2009年以来，中国金融部门规模快速扩张。我国的利率还未完全市场化，与成熟市场国家银行业大约1%的利差不同，我国银行业目前仍然维持着2%到3%的利差水平。在较大利差水平的“诱惑”下，追求利润最大化的金融部门和追求自身效用最大化的金融高管，皆有不断扩大资产规模的冲动。例如，自2009年银监会印发《关于中小商业银行分支机构市场准入政策的调整意见（试行）》，放松中小银行的机构准入和网点扩张以来，以股份制银行和部分城商行为代表的中小银行加快在全国的网点布局，我国的银行分支机构迅速从2009年的18898个增加到2015年的151492个；到2016年，金融部门产出占GDP比重达到8.3%，甚至超过了英美等发达国家，信贷规模也达到了一个风险较高的水平。可以说，中国金融部门的规模在当时已超出了实体经济的合理需求，但其仍然不断吸占着经济体系的物质资源和人力资源，同时过量的金融资源加剧部分产业的产能过剩，并引发了以高房价为代表的资产泡沫。

值得注意的是，我国金融部门虽然实现了规模扩张，金融业的收益从根源上还是来自实体经济，有效地服务实体经济本应是金融业的“初心”和立业之本。但由于金融资本天然具有逐利性，中国金融部门的资源并未流入实体经济中最“缺血”的部分，而是进入既有刚性兑付又有较高收益的领域——房地产（“刚兑”源于房产价格的不断上涨）、政府基建项目和国有企业。除此之外，过剩的金融资源还通过层层嵌套流入各种金融子市场以追逐高收益，进入实体经济的链条也由此变得越来越复杂，各类资产泡沫快速积累，实体经济资金成本和生产成本不断上涨，大量处于成长期且真正需要资金支持的民营企业和中小企业的融资和生产举步维艰，市场呈现出企业融资结构性矛盾突出与资本空转盛行的局面。

资源错配：刚兑兜底，扭曲资源配置机制

金融危机之后，中国实体产业的出口受到重挫，国家推行了4万亿计

划刺激实体经济，通过商业银行等金融机构为政府基建提供巨量贷款。然而，每一轮政府主导的经济刺激，都会带来“国进民退”的现象。我国的融资体系目前仍是银行信贷占据绝对的主导地位，直接融资和间接融资比例严重失衡。企业的融资来源80%是通过银行信贷间接融资所得，只有20%是通过金融市场直接融资（股权与债权融资）实现，这与欧美等国家的20%来自银行和80%来自资本市场的融资结构截然相反。且中国银行业基本都是国有，在刚兑预期和产权歧视的引导下，银行更愿意将金融资源配置到政府基建和国有企业上，导致政府债务的扩张和国有企业的产能过剩。特别是2008年金融危机之后，金融业响应政策号召为基建行业提供巨量贷款，部分金融机构甚至主动“诱导”融资优势企业过度借贷。追捧而至的信贷资金使得部分企业家变得盲目自信，在没有对市场需求进行长远理性分析的情况下盲目追加投资，造成了企业的过度负债和过度投资，与此同时，获得贷款的企业盲目扩张生产，使得2011年以来钢铁水泥行业出现严重的产能过剩问题。然而由于这些行业有国家信用作担保，且存量贷款退出存在惰性，商业银行仍没有停止为这类行业输送资金，致使信贷规模进一步畸形扩张。而社会金融资源是有限的，信贷资金向国企和政府基建的过度偏向，挤压了民营企业和小微企业的金融资源配置，导致民营企业和中小企业融资难融资贵，出现资金配置效率低下的现象。

同时，在过去几十年的宏观经济高速增长阶段，中国民营经济凭借着自身的“比较优势”，不仅成为了推动经济发展的主要动力，也成为了我国经济产业转型升级中的主要驱动力。具体来说，民营企业为我国贡献了80%的就业、60%的GDP以及50%的税收，但获得的金融资源占比却不到20%，而且融资费用也偏高。时至今日，诸多民营企业的发展仍然面临着资本、市场管制与政策壁垒等诸多外部因素的约束，尤其是在商业银行信贷市场中，所有制和规模歧视现象导致民营企业和小微企业普遍融资成本过高，制约着许多民营企业的进一步发展。

监管滞后：金融监管水平难以匹配创新进度

近年来，我国进入了经济增速放缓、企业盈利能力下降以及实体经济部门杠杆率过高的三期叠加时期，我国金融系统性风险逐渐加大，金融

监管的作用亟待进一步加强。在此背景下，党的十九大报告明确强调，要“健全金融监管体系，守住不发生系统性金融风险的底线”，说明了金融监管对现阶段我国经济的稳定发展至关重要。

金融监管落后于金融创新，这种现象在中国现阶段的金融体系中同样存在。一方面，源于创新技术的应用，金融科技进入了蓬勃发展的时代。金融科技的发展给金融体系带来了新的商业模式、服务内容和交易主体，金融业逐渐向智能化和自动化转变，但是，与此同时，金融科技所滋生的信息技术风险、监管套利风险、数据安全风险也对以往的监管模式构成了巨大的挑战。传统的金融监管在思维、路径和模式上都严重滞后于现阶段的金融科技发展。例如，近年来以影子银行和互联网金融为代表的金融乱象严重影响了行业的发展，甚至引发群体性事件，然而，我国的金融监管法规却较少涵盖以上乱象。因此，金融监管的理念和模式在新时代下亟需重构。

另一方面，中国的金融机构并不是利用金融创新去解决融资问题或者进行风险对冲，而是更热衷于利用金融创新去规避金融监管，进行资金嵌套、杠杆操作甚至是投机套利，进而催生出规模庞大甚至一度脱离监管的“影子银行”体系。扭曲的金融创新阻碍了中国金融业的良性发展，监管当局也忽略了人的逐利性，导致2015年股市泡沫迅速膨胀，超出了监管能力范围并引发危机。因此，适当控制金融创新进程并提高金融监管水平，使两者的进程相匹配并相辅相成，才有利于中国金融业的长远发展。

3) 金融供给侧结构性改革的路径与重点

金融资源的脱实向虚、错配和金融监管的滞后，使得中国金融部门易受利益驱使逐渐走向功能异化，在一定程度上偏离健康支撑实体经济的轨道，同时，过剩的金融资源被偏向性地输入部分实体企业，导致这些实体企业盲目扩张、效率持续下降，杠杆率高企也积累了巨大的风险。对于金融部门而言，金融服务实体经济的准确定位是发挥金融部门功能的本质要求，金融机构的功能异化，货币超发只是表面原因，银行过度依赖利差收益、国企刚性兑付、以及金融监管水平有限，才是更为本质的原因。由

此，金融供给侧结构性改革，应当推动增量金融向存量金融过渡，促使金融部门能够真正服务于实体经济。对此我们认为，未来金融供给侧结构性改革应该注重以下六个方面。

回归本源，服务实体，促进“虚”“实”协调发展

金融部门资产规模扩张速度远高于实体产业，说明金融的发展超越了实体经济的需要，大量资金并没有用于支持实体经济发展，而是另轨空转，淤积在经济体系的某些领域中“以钱生钱”、自我循环和自我膨胀，最终轮番在房地产、股市、衍生品市场中形成泡沫，导致虚拟经济脱离服务实体经济的本质诉求。因此，未来需要对金融机构的各类投机和套利渠道加以遏制，并引导金融机构更加聚焦于实体企业主业需求，促进“虚”“实”的协调发展。一方面，金融服务实体经济，必须以支持企业创新发展为落脚点。资本是企业创新的核心要素，而创新活动以其周期长、风险高等特点难以得到资金支持。因此，政府应当致力于完善信贷体系，优化银行对企业创新投资的融资功能，提升银行的授信机制，完善实体企业的融资标准和信用评级，构建能够相对准确度量企业经营能力和偿债能力的指标体系，从而帮助银行更准确地定位放贷对象，降低贷款风险。另一方面，助力银行等金融机构改变以往的利差金融、套利金融的理念，依托金融创新，以更加个性化、差异化和专业化的产品服务实体经济，真正做到回归本源。

打破刚兑，服务民企，以市场化原则助力民企创新

目前国家财政对政府部门的负债和国有企业的亏损仍采取兜底政策，商业银行因此热衷于对政府平台和国有企业发放信贷。有些负债累累的国企虽已丧失活力，但银行仍源源不断向其发放贷款，分流了本应流向更具创新活力的民企的资源。因此，只有打破中国经济体系中所特有的国有（政府加国企）刚性兑付，减少市场资源配置的扭曲，摆脱金融体系对抵押贷款的过度依赖，才能提高民企融资需求的满足度，银行才会更加注意甄别信贷风险，致力于激活社会创业和企业创新，从而助力经济体系的转型升级。在打破刚兑的同时，我们也应该遵循市场化的原则对民企进行救

助。银行等金融机构对民营企业的信贷歧视归根结底还是这源于其信贷风险偏高。近年来所涌现的民企债务违约，大部分是由于其自身的经营决策存在偏误，因此对民企的信贷资助应该依托市场化原则，通过并购重组、破产清算等方式促使劣质企业和僵尸企业出清，实现市场上资源的优化整合，挖掘真正具有前景的民营企业，从而塑造出良性信贷助力企业创新的经济环境。

提高直接融资比重，建设多层次资本市场

增量经济主要靠要素投资驱动，与此对应的以银行信贷为主的间接融资具有天然的优势；而存量经济由技术创新驱动，因此以资本市场为主导的直接融资更为合适。我国经济体系的融资结构一直以间接融资为主导，直接融资比例偏低。因此，在经济体系由增量经济向存量经济转变时，融资结构也应该由间接融资向直接融资转变。建立多层次资本市场是提高直接融资占比的顶层设计，为此，除了要继续完善主板、中小板和创业板IPO制度，加快注册制步伐，推行科创板支持科技创新之外，还应该大力发展私募股权基金等基层试点，为小微企业服务，满足不同层次企业融资需求，优化企业融资结构，积极培育直接融资和间接融资统一互补的融资体系。除此之外，还要鼓励兼并重组以淘汰落后企业，让资本去选择能够在未来生存和发展的企业，更好地发挥市场在资源配置中的主导作用，从而真正化解过剩的产能。

优化信贷结构，盘活要素资源

中国经济体系已进入经济新常态，经济增长从增量模式进入了存量模式，与此相对应，金融也要从“增量扩张”转变为“存量优化”。大水漫灌式地刺激经济只会导致资金流向高回报率领域，形成资产泡沫。因此，一方面需要金融机构修复资产负债表，降低经营杠杆和扩张速度，优化自身信贷结构，提高中长期信贷占比，降低短期贷款和票据融资比重；另一方面要优化信贷流向结构，减少低效企业和项目占用金融资源的比重，防止资金在僵尸企业中空转，释放金融资源，增加新兴产业和小微企业信贷的可获得性。在资本市场中，则应该通过资产证券化和市场化并购等方

式，盘活要素资源，提高金融服务效率。

扶持中小微企业，构建“赋能金融”“普惠金融”

长期以来在我国金融体系中处于垄断地位的商业银行依然过分依赖存贷款利差带来的收益，具有强烈的动机去扩张资产规模来套取由于刚性兑付所带来的超额收益。与实体经济相协调的金融体系不应仅是“利差金融”和“套利金融”，而应该是资本+智本的“赋能金融”，应该是关注小微、扶助草根的“普惠金融”。因此，在展业过程中，除了对民营企业、中小微企业增加融资支持之外，还应对其在提高资金使用效率方面提供赋能服务与智力支持。一方面，加大支持小型金融机构的发展，扩大基础金融服务的覆盖面，通过多层次、差异化的金融服务模式为中小企业提供金融支持；另一方面，鼓励互联网金融创新，互联网金融因其低成本和高效率的特点极大满足社会各阶层的资金需求，具有天然的普惠性，互联网金融和小微企业的信贷需求相结合具有较大的拓展空间。

加强监管防止异化，激活市场提升效率

依托法律法规为金融体系提供监管依据，然后再依据实际情况进行机构设置和职能划分是我国金融监管的特点。因此，我国在加强金融监管、防止异化的过程中应该注重树立监管立法的权威性，明确监管的范围，防止监管冲突。更为重要的是，金融监管水平应该努力跟上金融创新的步伐，防止金融部门由于“自利”而功能异化。但在加强监管的同时也要防止对市场机制的过度干预，做到监管归监管，市场归市场，建立激励相容的监管体系，激活市场的定价效率和资源配置效率，以市场来主导资源的配置，让金融部门更好地为实体经济服务。G

【本文作者为厦门大学经济学院教授、博导、厦门大学一级岗教授、教育部新世纪优秀人才支持计划入选者，厦门大学经济学院金融系博士研究生陈熠辉对本文亦有贡献】

责编：蔡圣楠 / 罗婷