

资本错配、关联效应 与实体经济发展取向*

Capital Mismatch, Correlation Effect and the Development of Real Economy

张 杰 杨连星

内容提要 金融抑制体系导致我国实体经济维持发展所需资本的长期化和实际获得资金的短期化之间的错配和扭曲,对我国经济的可持续发展造成了三方面的负面效应:一是推高了我国实体经济杠杆率的持续上升,加大了实体经济的债务成本,挤压和侵占了实体经济的利润,抑制了实体经济发展的内在动力;二是对实体经济的转型升级以及自主创新能力提升形成突出的抑制效应;三是对货币政策传导机制形成了突出的扭曲效应与阻滞效应。解决资本错配与扭曲问题,应加快银行体系的混业经营,创新直接融资方式;容忍和鼓励资本市场的全面发展乃至适度的泡沫;在京津冀等核心区域板块设立新的股票市场以及创业板和新三板市场,促进区域创新能力的提升。

关键词 实体经济发展 中国经济转型 全面深化改革

作者单位 中国人民大学中国经济改革与发展研究院 北京 100872,中国人民大学经济学院 北京 100872

Zhang Jie Yang Lianxing

Abstract: Financial suppression system led to the mismatch and distortions of capital and the actual availability of funds between short-term and long-term development. It showed negative effects in three areas about the sustainable development of China's economy: Firstly, It pushed up rising leverage China's real economy, increased cost of debt of the real economy, which suppressing the inherent power of the real economy. Secondly, It showed inhibitory effect on the upgrading and enhancing the independent innovation capability. Thirdly, the monetary policy transmission mechanism has formed a prominent distorting effect and blocking effect. To solve the problem of capital mismatch and distortions, we should speed up the mixed operation of banking system, innovate the direct financing way, tolerate and encourage the full development of the capital market, and even moderate bubble, establish a new stock market and business sector in Beijing, Tianjin and other core area board and new board market to promote the upgrading of regional innovation capability.

Key words: real economic development, China's economic transformation, comprehensive deepening reform

现阶段,我国实体经济的发展面临诸多压力和挑战。在经济“新常态”下,实体经济能否实现可持续发展,已经成为事关我国经济可持续发展的关键因素。然而,2008年金融危机以来,我国实体经济发展进程中最为突出的问题是面临既有发展优势的弱化和转型升级能力不足的双重挑战。一方面,劳动力要素成本快速增长、制度扭曲造成的交易成本和

* 该标题为《改革》编辑部改定标题,作者原标题为《中国实体经济发展资本错配与扭曲的成因与破解思路》。基金项目:国家自然科学基金面上项目“贸易地理特征与我国出口国内附加值低下之‘谜’”(批准号:41371139)。

物流成本居高不下以及人民币汇率相对美元的升值压力,导致我国制造业出口在短期内面临较大的压力,制造业出口增速从两位数变为个位数,甚至短期内出现负增长的情况。另一方面,在我国多达 20 个制造业部门出现不同程度的产能过剩和在持续 45 个月的 PPI 增速为负造成的制造业部门通货紧缩状态的双重挤压下,2013 年以来,我国制造业的固定资产投资增速出现持续 36 个月的下滑。与此同时,我国工业企业收入增速和净利润水平整体呈现逐步下行的态势,且净利润水平的波动程度加大。因此,在“新常态”下如何深入理解我国以制造业为主的实体经济可持续发展面临的重要阻碍和制约因素,如何寻找到对我国以制造业为主的实体经济发展形成制约效应的重要因素的破解思路与政策措施,是摆在研究者特别是我国学者面前不可忽略的具有重要现实意义的研究命题。

一、我国经济发展的核心问题:实体经济发展资本的短期化错配

现阶段,在我国经济发展特别是实体经济的发展过程中,缺的不是是否存在足够的金融资金,而是维持实体经济发展的长期发展资本和创新发展资本。我国实体经济发展的核心困境是维持发展所需资本的长期化和实际获得资金的短期化之间的错配和扭曲,换言之,就是我国当前缺乏某种适宜的金融机制,将社会储蓄资金有效地转化为维持实体经济可持续发展的长期发展资本和创新发展资本。具体表现在:

第一,我国最为基础、最为重要的实体经济部门——制造业发展的资金来源,主要依靠以大银行为主的金融体系提供的间接融资形式的短期贷款。

从我国的融资渠道结构来看,我国实体经济的融资渠道仍然依赖于以大银行为主的金融体系。到 2013 年末,我国以银行为主的间接融资比重仍然高达 80% 以上,银行业资产占全部金融资产的比重超过 90%。^[1]中国人民银行

2015 年发布的数据显示,到 2014 年末我国实体经济社会融资规模存量为 122.86 万亿元,其中,以债券和股票形式的直接融资余额仅为 15.49 万亿元,比重仅有 12.61%。^①

我国银行体系新增贷款中的中长期贷款主要投向国家制定的重点基建项目、惠及民生的重要领域项目、各种类型地方政府融资平台、“走出去”的重点项目以及上市公司和大型国有企业,而中小微类型的制造业企业获得的中长期贷款比重相对较低。比如,截至 2012 年末,我国各地方政府融资平台贷款余额高达 9.3 万亿元,分别相当于同期所有金融机构各项贷款余额 67 万亿元和中期贷款余额 36 万亿元的 13.82% 和 25.56%。

我国制造业部门中的中小微企业普遍面临融资贵、融资难现象,而且获得的银行贷款多以短期贷款为主。一方面,现阶段我国中小微企业的资金借贷成本实际上高达 15%,远远超过中小微企业 5%~10% 的净利润率。中小微企业 15% 的借贷成本既包括基准利率上浮 30% 的银行贷款利率,又包括必要的 3% 的财务费用、1%~2% 的评估费用及 3% 的担保费。事实上,在我国中小微企业的资金成本构成中,银行利息费用本身并不高,相反,大量的非利息费用大幅推高了企业真实资金借贷成本,具体如担保费、抵押评估费、财务顾问费、咨询费、审计费、公证费、工商查询费、招待费、通道费等。另一方面,在我国中小微企业发展普遍面临较大风险的现实背景下,我国各类银行机构作为风险规避型的金融机构,纷纷出台了针对中小微企业经营风险和市场风险的过于谨慎控制的监管机制,这导致我国银行体系提供给中小微企业的贷款基本上是短期类型的贷款。

第二,正式金融体系发展的滞后以及政府控制带来的资本市场发展不足,导致我国实体经济对影子银行体系以及民间非正式金融体系的高成本融资形成一定程度的依赖性,进一步

^①数据来源: http://news.xinhuanet.com/fortune/2015-02/10/c_11114325467.htm。

放大了我国实体经济发展所需资本的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的矛盾。

中国社会科学院金融研究所、社会科学文献出版社 2014 年共同发布的《金融监管蓝皮书:我国金融监管报告(2014)》显示,按照广义影子银行体系的定义,截至 2013 年末,我国所涉及的非传统信贷融资规模约为 27 万亿元,占银行业资产的比例大约为 19%。西南财经大学中国家庭金融与研究中心与汇付天下 2014 年共同发布的我国小微企业指数报告显示,2013 年全国 31.9% 的小微企业有负债。在负债小微企业中,62.9% 的小微企业从民间借款,有 14.1% 的企业同时从银行和民间借款。民间借款已经占小微企业负债总额的 45.7%。其中,企业借款金额在 5 万元以下时,约 80% 的企业会选择从民间借贷渠道借款,而企业借款金额达到 100 万元以上时,75% 以上的企业会选择银行申请贷款,其负债总额的 63.6% 来自银行,36.4% 来自民间。93.5% 的民间借贷平均利率高达 22.6%。以上两个方面的事实数据深刻说明,在当前现实背景下,以大银行为主的金融体系发展的滞后以及资本市场发展的不足,导致影子银行体系以及民间非正式金融体系的盛行,这不仅仅会推高我国实体经济的融资成本,而且带来的更为严重的后果是加剧了我国实体经济发展所需资本的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的内在矛盾:一方面,影子银行体系追求短期最大收益的内在动机,导致影子银行体系更偏向于短期盈利水平高的高风险、高泡沫投资项目,造成影子银行体系贷款期限更为短期化的倾向;另一方面,民间非正式金融体系的高利率所对应的高风险特征,需要贷款期限的短期化倾向来加以覆盖,而这加剧了民间非正式金融体系的短期贷款倾向(陈雨露、马勇,2008)。

二、现阶段我国实体经济发展资本错配和扭曲的成因

我国实体经济发展的资本错配和扭曲,既

与我国金融压制体系的多重扭曲性有关,又与我国特定的发展阶段以及产业结构特征相关。

(一)金融压制体系与扭曲效应

金融压制体系的产生以及以大银行为主的间接融资形式金融体系的形成,与我国经济处于特定起飞阶段以及以出口导向的劳动密集型产业为主的产业结构特征紧密相关(林毅夫、孙希芳、姜烨,2009)。在金融监管水平相对较低和金融风险控制能力相对较弱的发展中国家的经济起飞阶段,特别是在面临经济开放和全球化的特定背景下,金融抑制政策更有利于处置金融市场失灵问题,控制金融体系的各种内生和外生风险,加快有限的金融资源向实体经济的转移与汇集。而且,通过政府适当干预与控制金融机构,积极利用各种类型的金融抑制政策,可以快速且有效地构建储蓄转为投资的金融中介渠道,加快非创新型产业发展,促进经济增长。然而,发展中国家的政府干预和控制经济发展模式,具有路径依赖型的内生锁定特征。即便已经历政府干预产生的金融压制体系对经济发展能产生促进效应的特定阶段,由于金融压制体系所具有的路径依赖型内生锁定特征以及特定利益集团的外生控制特性,既有的金融压制控制政策不仅难以取消,而且还有固化甚至强化的可能。从我国现实状况来看,恰恰出现了金融压制体系受到内外两方面的固化和锁定特征,既造成了利率管制政策、信贷歧视与分割政策以及中小微企业融资贵、融资难困境,又导致了间接融资渠道形式的大银行体系的固化和僵化以及直接融资渠道形式的资本市场发展的滞后。

金融压制体系导致我国实体经济发展所需资本的长期化和所获得贷款资金的短期化之间错配与扭曲效应的发生。为获得促进本地 GDP 增长的金融资源,地方政府普遍采取以掌控地方金融资源与干预金融体系的发展策略,导致各种金融压制政策的产生。这些金融压制政策直接造成我国实体经济发展所需资本的长期化和所获得贷款资金的短期化之间错配机制与扭曲效应的发生。具体表现为两个方面:一是“银

行信贷歧视政策+房地产泡沫+制造业产能过剩”的叠加效应。在我国存在房地产泡沫以及众多制造业行业存在产能过剩的情势下，房地产行业的投资收益率远高于制造业等核心实体经济，银行对制造业发展和转型升级所需的长期资本存有信贷歧视。二是“利率管制政策+流动性过剩+经济泡沫化”的叠加效应。金融抑制政策的重要措施之一就是利率管制政策，特别是存款和贷款的上限管制政策，这会导致信贷资金价格扭曲。在我国存在流动性过剩和经济泡沫化的双重背景下，信贷资金价格扭曲会激励银行机构倾向于那些能够获得短期高收益的短期投资项目，而削弱将资金提供给长期低收益的长期投资项目的激励动机。

金融抑制所产生的实体经济发展所需资本的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的矛盾与错配，集中体现在经济结构和金融结构的相互内嵌式的双重扭曲格局，突出表现在贷款期限错配、资本结构错配以及货币和资产错配三个方面。

一是贷款期限错配效应。为了在有限的银行信贷规模和控制贷款风险双重目标下追求银行体系的利润最大化，银行机构普遍愿意将中长期贷款发放给国家支持的基础设施项目、有土地财政支持的地方融资平台、大型国有企业以及上市公司，而针对中小微企业则严格依据其能够提供的完全无风险的抵押担保品的金额数量，提供有限的高成本的短期贷款。

二是资本结构错配效应。由于直接融资渠道的发展受到严格限制，多数实体企业只能以银行借贷、影子银行借贷以及民间借贷等债务形式来投资，这就迫使企业只能以利润积累来进行固定资产投资和创新研发投入。这导致了实体经济企业特别是制造业企业的资本结构，只能是偏向于满足短期市场需求膨胀性增长、短期能带来利润的资本投资，而不是进行支撑企业长期可持续发展的资本投资，造成了实体经济短期获取利润和维持长期发展之间的资本结构错配。

三是货币和资产错配效应。从宏观层面来看，我国的经济金融化进程已经滞后于经济的货币化进程，造成这种现象的本质原因在于我国经济金融化过程被压制。而这种宏观层面的经济金融化进程和经济货币化进程的严重不对称效应，在微观层面反映出的就是我国的实体企业多数并不愿意将自身利润积累进行长期的固定资产投资和创新研发投入，而将积累利润转到流动性较强的房地产投资以及股票市场投资，这进一步加剧了宏观经济层面货币和资产的错配效应。

(二) 银行体系的市场化改革与垄断性地位的内在冲突

我国实体经济发展所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲，不仅仅来源于我国金融压制体制及其扭曲效应，而且来源于我国在推进银行体系改革进程中的不对称改革效应。

在我国以银行体系为主的金融体制中，在以存款利息和贷款利息不对称的利差收入为主的银行盈利格局下，银行体系所推进的商业化与市场化改革，必然会造成实体经济只能以短期资本来替代长期发展资本的扭曲行为、高昂成本和发展困局，必然会带来垄断的银行体系对实体经济发展的掠夺效应和阻滞效应，加大我国实体经济中短期资本和长期发展资本之间的矛盾。

具体来看，在我国推进的银行体系的商业化、市场化改革的过程中，一个突出的不对称改革问题是银行体系自身的经营活动和业务操作实施了市场化改革，然而，以国有大银行体系为主的金融垄断体制没有得到根本性的改革。这就导致银行体系自身地位的垄断性和经营手段的市场化模式之间的内生矛盾。一方面，这会加剧银行体系对自身贷款市场经营风险的过度谨慎监管，激励银行机构实施超出我国实体经济整体经营风险承担能力的苛刻贷款保证机制与贷款风险控制条件，催生银行体系对贷款的市场风险的过度关注以及攫取超过实体经济发展

所能支付的高贷款利率的双重扭曲性效应,迫使大多数实体企业只能符合短期贷款要求,而无法达到获得中长期贷款的要求。另一方面,固化了银行体系对政策干预下的高存贷利差盈利模式的依赖体制,削弱了银行体制通过服务实体经济发展与转型升级需求的中间业务创新和业务模式创新模式盈利的内在动力。我国央行针对银行体系利益“贷款利率上不封顶,存款利率下不探底”的长期过度保护政策,导致我国基准利率的实际存贷利差长期均在3%以上,实际利差几乎均在5%以上,比同期欧美银行业的基准利差要高近10倍。以2010年为例,我国银行业中间业务(非利差收入)仅占总利润的20%左右,而同期欧美银行业占近50%。^①

(三)影子银行和民间非正式金融体系的扭曲效应

金融抑制是我国影子银行得以迅速扩张以及民间非正式金融体系盛行的根源,二者均是资本市场发展不足、银行业行政进入壁垒、利率管制和信贷管制等金融抑制政策的特定产物。资本市场发展不足以及银行业行政进入壁垒造成我国银行体系的整体行政性垄断地位以及银行业创新动力的缺乏。我国长期实施的存款利率上限,既限制了银行吸收存款的能力,又限制了银行储户的资金回报率,各种信贷监管政策进一步缩小了银行盈利空间。央行经常性的信贷控制政策不仅压缩了房地产业和地方投融资平台,也使中小企业融资贵、融资难问题由于国有企业融资的独特优势地位和银行显性或隐性的信贷歧视行为而变得更为恶化。在金融抑制背景下得不到满足的融资需求,再加上基于银行储户追求高资金回报的巨额可贷基金供给,使银行看到了通过规避监管的金融创新带来高利润的空间,造成影子银行的迅速扩张,同时,使得民间非正式金融体系以及高利贷具备发展的足够空间。^[4]

然而,金融抑制条件下出现于我国的影子银行以及民间非正式金融体系是一把双刃剑,其体现出的重要负面效应是加剧我国实体经济

发展所需资本的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲。一方面,在我国处于房地产高速发展的特定阶段,土地供给的政府行政垄断性和人口特定红利阶段所造成的刚性需求,导致房地产在特定时期可以获取较高的利润,这就导致影子银行体系以及民间借贷体系的贷款利率以房地产行业能够支付的最高利润率作为可参照的市场基准贷款利润。这会造成大量的社会资金以及实体经济资金通过影子银行体系以及民间借贷体系转移到房地产及相关行业,既导致实体经济的融资成本急剧加大,又造成影子银行体系以及民间借贷体系的资金偏好于短期融资项目,削弱和抑制实体经济获得中长期贷款的空间。另一方面,这会加剧投资期限错配现象,加大金融系统性风险。由于影子银行以及民间借贷体系一般使用短期债务融资方式,而借贷方经常使用这些高成本的短期融资来进行长期投资项目,这就会加大我国实体经济发展所需资本的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲现象。而且,这二者之间不可调和的内在矛盾积累到一定时期或者在受到外部金融冲击的情形下,就会出现资金链断裂现象,引发局部性金融风险。

(四)制造业产能普遍过剩与金融体系贷款的短期倾向

政府对微观经济长期的过度干预行为以及造成的制造业普遍产能过剩现象,导致我国制造业企业处于风险暴露期的特定阶段,显著加大了现阶段金融体系对实体经济的短期贷款倾向以及更高的风险溢价索取要求。

2008年的全球金融危机导致政府对微观经济的干预增强,2009年的大规模政府刺激政策的出台,造成的后果是实体经济企业在2010~2011年前后投资急剧扩张。其中,比较典型的是房地产部门的投资2010年暴增33%,制造业部门的投资在2011年增幅也高达32%,而消费在2010年因为通货膨胀的带动效应也激

^①数据来源: <http://www.treasurer.org.cn/webinfosmain/index/show/38619.html>。

增 19%，进一步刺激了实体经济部门的投资扩张。然而，实体经济部门的投资扩张多是依靠加大负债杠杆率来实现的，而且，我国当前房地产和制造业部门的高负债率，多数是在 2008 年金融危机后政府大规模刺激计划的推动下快速扩张形成的。2010~2011 年我国民间高利贷的再次膨胀也是 2008 年金融危机后政府大规模刺激计划的直接产物。

在这种情形下，在劳动力等要素成本快速上升导致的我国劳动密集型和产业集群型低成本出口优势大幅度弱化，以及全球出口消费市场近年来的不景气造成的全球贸易“大停滞”局面形成的双重压力下，我国以出口为导向的制造业相关产业普遍出现企业偿还负债能力弱化的现象，这就导致我国以制造业为主的实体经济企业处于风险暴露期，银行机构等资金借贷方对实体经济部门需要更高的风险溢价以及实施更为短期化倾向贷款模式来规避风险。这进一步扭曲了我国实体经济部门发展资金的短期化行为，触发和加剧了我国实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间错配与扭曲三个方面的新矛盾：一是我国银行机构的贷款利率已经超过实体经济部门的承受能力，导致制造业企业没有能力承担相对高额的负债成本，无法获得正常的投资回报率，从根本上抑制了制造业部门的投资动机。二是制造业部门处于风险暴露期的关键时期，银行机构资金无法渗透到制造业等微观企业部门。三是出于对就业安全目标的过度关注，对一些企业施加了过多的保护措施，进一步激励了银行机构对实体经济部门贷款的短期化倾向以及抵押品要求等风险控制措施，导致金融机构资金无法向实体经济部门的创新和转型升级活动渗透和重新配置。^[2]

三、实体经济发展资本期限错配对我国经济发展造成的抑制效应

我国实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲，

对以制造业为主的实体经济发展造成多重危害，对经济发展也带来了不可忽视的风险。

(一) 推高我国实体经济杠杆率的持续上升，加大实体经济的债务成本

以大银行为主的金融结构以及金融抑制政策，对我国实体经济造成了显著的资本结构错配，这主要反映在实体企业的资产负债表中，其基本表现形式是债务形式的负债率持续增高以及杠杆率的过高特征。由于我国的银行信用只能以贷款方式提供，而我国的实体企业特别是制造业企业只能以负债形式融资，这就会造成企业负债率过高。2014 年末，我国实体部门债务规模为 138.33 万亿元，占 GDP 的比重由 2008 年的 157% 上升到 2014 年的 217.3%，6 年间急剧上升了 60.3 个百分点。其中，非金融企业部门从 2008 年的 98% 提高到 2014 年的 123.1%，6 年间上升了 25.1 个百分点。^[3]我国实体经济部门的杠杆率迅速上升已经是确定事实。

在银行体系垄断地位以及金融抑制政策的双重激励下，资本错配与扭曲加大了实体经济的债务成本，挤压和侵占了实体经济的利润，抑制了实体经济发展的内在动力，成为我国实体经济杠杆率攀升以及经济泡沫频繁发生与资源配置扭曲的重要动因。仅以我国上市银行 2006~2014 年的净利润为例，16 家上市银行的利润总额每年均远超 2000 多家制造业上市企业的利润总额。在我国经济下行态势下，2014 年我国商业银行净利息收入高达 3.3 万亿元，净利润仍然高达 1.55 万亿元，同比增长 9.7%，比 2013 年还增加了 1369 亿元。而且，我国商业银行平均资本利润率仍然高达 17.59%^①，而同期，我国工业企业的平均利润率不超过 7%，工业企业 500 强平均利润率为 2.3%，规模以上工业企业主营业务收入平均利润率为 6.04%，二者的利润率相差较大。

(二) 对实体经济的转型升级以及自主创新能力提升形成突出的抑制效应

以大银行为主的金融结构以及金融抑制政

^①数据来源：《中国银行业运行报告》(2014 年度)。

策, 及其对实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲效应, 对我国以制造业企业为主的实体经济的转型升级以及“资本替代劳动”的劳动生产率提升过程形成了显著的抑制效应。在面临我国低端出口竞争力逐步弱化、需要构建中高端出口竞争力优势的情形下, 在面临制造业产能过剩、需要大规模重组兼并的情形下, 在我国推进新型城镇化以及居民收入稳步增长带来的内需市场的高端化态势所引致的新产业、新业态、新模式大量出现的情形下, 以制造业为主的实体经济需要大量的中长期固定资产投资、技术资本投资、人力资本投资以及品牌投资等。而且, 伴随我国劳动力供需关系的逆转带来的劳动力成本的快速上升, 倒逼我国制造业部门广泛采用“资本替代劳动”以及“机器人替代工人”的劳动生产率提升过程, 这显然是促进我国今后一段时期内 GDP 增长的主要动力。很显然, 这些方面均会受到我国实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间错配与扭曲效应的影响。

我国已经进入依靠实施创新驱动发展战略的关键时期, 以制造业为主的实体经济的创新研发活动以及专利产业运用活动, 均迫切需要具有长期性质的资本资金来加以全面扶持和激励。在这种背景下, 我国的大银行体制以及金融抑制政策带来的短期贷款偏好, 已不适宜于我国的创新驱动发展战略以及企业自主创新能力提升的发展需求, 造成了严重的抑制效应。在我国的金融抑制政策的环境下, 在房地产泡沫等高利润行业并行的条件下, 激励企业将各种生产资金与利润从实体经济部门转移到房地产泡沫行业、股市以及高利贷行业, 从根本上抑制了我国实体经济企业投资于创新研发活动等高端竞争力的内生动力, 对我国经济可持续发展能力形成了突出的抑制效应。^[4]

(三)对货币政策传导机制形成了突出的扭曲效应与阻滞效应

以大银行为主的金融结构以及金融抑制政

策, 及其造成的实体经济发展所需资本的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲效应, 对我国的货币政策传导机制形成了突出的扭曲效应与阻滞作用, 导致我国货币政策传导机制难以对以制造业为主的实体经济产生重要影响。具体表现在:

第一, 对货币政策传导渠道中的利率传导机制造成扭曲性影响。利率管制政策的不对称效应造成的后果是, 一方面, 部分利率虽然实现了市场化, 但是未实现市场化的利率对已经市场化的利率会产生扭曲性影响, 导致信贷资金定价发生偏离; 另一方面, 在金融机构偏好于短期贷款的激励下, 我国资金市场的真实短期贷款利率和长期贷款利率存在收敛的趋势, 增加了实体经济使用长期贷款的成本。

第二, 对货币政策传导渠道中的信贷传导机制造成扭曲性影响。我国现阶段的金融体系是大银行主导型, 间接融资仍是最为主要的融资方式, 因此, 货币政策的有效性较大程度上取决于商业银行的自身利益动机。央行虽然于 1998 年放弃了对信贷量的直接调控, 但是仍然通过信贷指导计划和“窗口指导”影响商业银行的信贷行为。在这种背景下, 一方面, 我国银行体系通过存贷利差以及通过中小微企业利润掠夺式的中间业务创新谋取利益的动机, 将导致银行体系对国家层面维护实体经济可持续发展的货币政策目标产生不一致动机, 导致商业银行体系的贷款行为与货币政策目标发生偏离。另一方面, 只要我国还存在类似房地产这样的高利润行业, 银行体系对实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲效应就不会发生变化, 信贷渠道传导机制扭曲效应就会长期存在。

第三, 影子银行与民间非正式金融体系的膨胀加剧了货币政策传导机制的扭曲效应。影子银行与民间非正式金融体系的高风险容易引发系统性金融风险。随着影子银行与民间非正式金融体系业务的迅猛发展, 金融体系内部关联性大大提升。我国影子银行体系与民间非正

式金融体系涉及银行、信托、证券、保险等多个行业,横跨货币、信贷、资本、保险、理财等多个金融市场,使得金融机构之间和金融体系内部的内在关联性和风险传染性成几何级数增长。一旦影子银行或民间非正式金融体系出现较大风险,就可能通过货币市场、信用市场迅速传导至银行部门和实体经济,并可能引发系统性金融风险。我国影子银行及民间非正式金融体系兴起和扩张的重要根源之一是资金需求的刚性及其由此产生的高额利息诱惑。影子银行及民间非正式金融体系对解决中小微企业融资难问题有一定的促进作用,大多数中小微企业是因为被正规金融机构阻隔在“信贷大门”之外而不得求助于高成本的影子银行及民间非正式金融体系。取消贷款利率上限管制后,在资金“刚需”前提下,影子银行及民间非正式金融体系放款利率仍会维持在高位运行,从而弱化货币供应量的调控效力。影子银行及民间非正式金融体系通过为企业和个人提供信贷资金的形式直接创造货币供应量,通过创新金融工具为商业银行提供融资方式扩大了银行信贷,间接扩大货币供应量。具有信用创造功能的影子银行体系及民间非正式金融体系规避了中央银行信贷总规模的管控,游离于中央银行对货币供应量的监测之外,导致整个社会实际货币供应量中有相当一部分被“漏出”。同时,商业银行与影子银行及民间非正式金融体系通过合作等形式使大量资金在银行体系内外流转,改变了传统的货币需求与供给机制,导致货币供应量指标的可测性和可控性下降,削弱了中央银行货币供应量的调控效力。

四、我国实体经济发展资本错配与扭曲的破解策略

如何破解实体经济转型升级和自主创新能力提升过程中的长期发展资本短缺的困局,如何解决利用资本市场和金融体制的全面创新来缓解乃至消除实体经济的长期发展资本的阻滞难题,如何解决实体经济的高杠杆风险,已经成

为影响我国实体经济可持续发展乃至新常态背景下经济可持续发展的核心问题。我国现阶段迫切需要的破解思路和政策措施,应该从以下方面考虑:

第一,加快银行体系的混业经营,通过针对银行体系发展直接融资方式的创新举措,从根本上解决银行体系的短期资金和实体经济的长期发展资本之间的内在矛盾,构建真正适宜于我国实体经济特定发展内在需求阶段以及转型升级特征的金融体系。应当根据变化了的经济发展环境和实体经济优势条件,重新审视禁止商业银行从事投资活动的规定。我国金融体系的改革,不能再仅仅局限于是否逐步放松利率管制与利率市场化的表层次讨论,而应进入银行体系的定位和发展思路的全面深层次改革的思考和探索。在我国金融体系仍然是以银行主导的金融格局的现实背景下,通过发展直接融资形式的资本市场,来解决我国实体经济长期发展资本的错配与扭曲困局,短时期内可能难以有效实现。^[5]在全球对外开放的现实背景下,冒进式的或者快速推进型的直接融资形式的资本市场发展策略,可能会遭受国外金融危机冲击的风险,甚至在国家之间残酷发展竞争情形下遭受发达金融体系的干预与控制。在这种背景下,通过对我国银行体系禁止发展直接融资方式的管制政策的逐步解除,鼓励银行业的混业经营以及直接投资业务的创新,可能是解决银行体系的短期资金和实体经济的长期发展资本之间的内在矛盾的可行思路与破解途径。

第二,在我国经济新常态的特定背景下,通过容忍和鼓励我国资本市场的全面发展乃至适度的泡沫化,对创业板、新三板以及主板市场适当容忍一定程度的泡沫性,来引导产业结构的转型升级,引导经济结构的调整与升级,引导大众创业、万众创新战略的实施,引导我国宏观经济供给和需求关系的有机平衡。我国经济发展进程中的突出难题是旧的发展优势已经逐步弱化,而新的竞争优势还未全面确立。而且,无论是实体经济还是地方政府,共同面临的困局是

无法获得有效的长期发展资本,只能依靠短期借贷资金的长期错配化使用,这造成我国经济发展进程中典型的三大不匹配与风险,即地方政府债务风险和实体经济转型升级之间的不匹配和风险;金融体制利益集团和实体经济发展之间的不匹配和风险;产能过剩和实施大众创业、万众创新战略之间的不匹配和风险。在这种背景下,应通过引导资本市场的全面发展,甚至容忍资本市场适度的泡沫化,来引导社会资金、金融体系资金流向实体经济,为我国产业结构的转型升级以及经济结构的调整与升级营造良好的金融发展环境。同时,借助我国资本市场适度的泡沫化,通过引导社会资金、金融体系资金流向实体经济,积极促进大众创业、万众创新战略的实施。而且,适度的资本市场泡沫可以增加投资者的投资信心,通过投资者的财富效应和收入增长激励效应,促进我国宏观经济供给和需求关系的有机平衡,逐步解决我国经济发展进程中的长期有效需求升级动力缺失引起供给不足的内生发展困局。

第三,适当鼓励和加快创业板、新三板市场、股票市场等直接融资金融市场规模的扩张,建议考虑在京津冀等核心区域板块设立新的股票市场以及创业板、新三板市场,促进区域创新能力的提升,增强区域经济发展的金融动力。^[6]为加快破解我国以大银行为主的金融结构以及金融抑制政策,解决我国实体经济发展资本所需求的长期化和所获得贷款资金的短期化之间的错配与扭曲效应难题,应在容忍我国资本市场存在一定程度泡沫的基础上,依据推进我国不同区域经济发展板块的现实战略需求,依据

我国不同区域经济发展板块的经济发展阶段和创新能力提升的现实需求,适当鼓励和加快创业板、新三板市场、股票市场等直接融资金融市场规模的扩张。具体来看,可在京津冀区域、东北地区、中部地区等国家区域发展板块,增设区域性的创业板、新三板市场、股票市场等资本市场。事实上,我国巨大的经济发展区域性格局以及发展差异显著的区域板块,应该能够为发展新的创业板、新三板市场、股票市场等直接融资金融市场提供独特的发展空间和经济基础支撑条件。**Reform**

参考文献

- [1]尚福林:《目前我国间接融资比重达到80%以上》,《人民日报》2014年2月19日
- [2]King R. G., Levine R.. Finance, Entrepreneurship and Growth. *Journal of Monetary Economics*, 1993, 32(3): pp.513~542.
- [3]李杨等:《我国国家资产负债表2015——杠杆调整与风险管理》,中国社会科学出版社,2015年
- [4]曹凤岐等:《金融市场全球化下的我国金融监管体系改革》,经济科学出版社,2012年,第35页
- [5]何师元:《“互联网+金融”新业态与实体经济发展的关联度》,《改革》2015年第7期,第72~81页
- [6]张茉楠:《中国经济新阶段需要创新经济治理框架——2013中国宏观经济走势与未来政策取向》,《发展研究》2013年第11期,第70~73页

(责任编辑:晓林)