

研究報告

警惕经济过度金融化

廖士光

宏观与战略组

资本市场研究所

2017年7月

警惕经济过度金融化

金融与实体经济之间的关系，一直是备受争议的话题。特别是 20 世纪 80 年代以来，以美国为代表的发达国家出现经济金融化趋势，实体经济与金融部门之间的关系被逆转，实体经济围绕金融运转，金融业跻身所有行业的顶端，成为现代经济的“血液”和核心。密歇根大学教授戴维斯(Davis)将经济金融化生动地比作“哥白尼革命”。随着经济金融化程度的加深，金融对宏观经济运行产生深刻影响，金融冲击成为经济波动的主要诱因，金融促进实体经济增长的主流观点受到质疑。比如，金融业脱离实体经济发展需要而形成的经济过度金融化被归咎为 2008 年全球金融危机的主要根源。近年来，中国经济发展步入新常态，经济增速放缓，民间投资下滑，货币政策效率下降，金融“脱实向虚”、过度繁荣等问题成为社会各界的关注焦点。近期召开的第五次全国金融工作会议将服务实体经济列为金融改革发展的三项任务之首。在经济金融化的背景下，考察和分析中国金融改革发展过程中出现的问题，抑制金融负面作用，有助于更好地推动资金“脱虚向实”，促进金融更好地服务实体经济。

一、经济过度金融化的主要表现

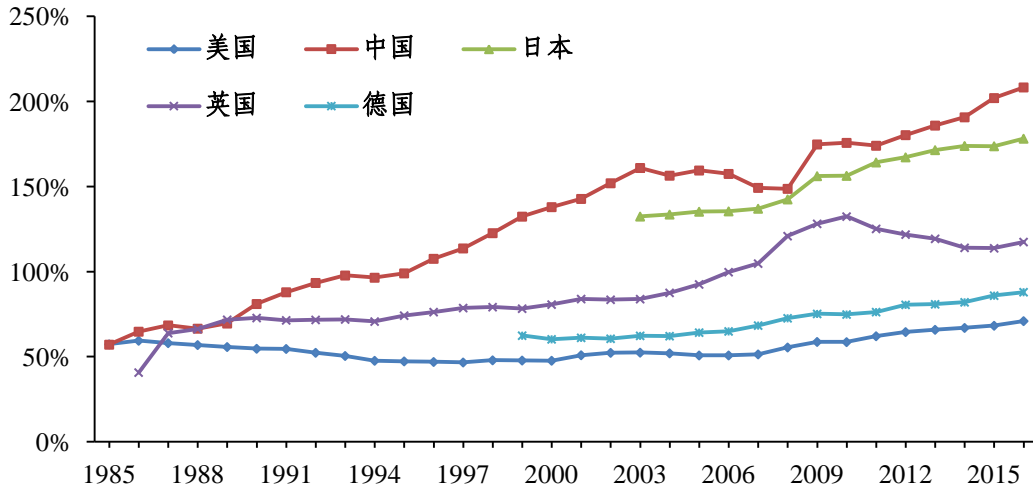
经济金融化是经济货币化发展到高级阶段的产物，其内涵是金融部门日益膨胀并处于支配地位，使经济运行方式呈

现类似金融的性质或状态。经济金融化既表现为宏观层面的经济货币化率，又体现为微观层面的金融部门资产和盈利规模，以及非金融部门金融投资比重和金融收益比重。因此，密歇根大学教授克里普纳（2005）将经济金融化概括成“通过金融渠道而非传统的商品生产和贸易渠道积累利润的一种模式”。最近十多年来，中国经济金融化趋势日益加快，甚至在某些领域呈现过度金融化现象。

（一）经济货币化程度大幅提升。过去 30 多年时间，中国由传统的计划经济向市场经济转轨，宏观经济经历了一轮快速货币化的进程，货币供应量持续增加。2016 年底，中国广义货币供应量 M2 余额为 155 万亿元人民币，约合 22.5 万亿美元，约占全球货币供应总量的四分之一，分别是同期美国、英国、日本和欧元区的 1.7 倍、7.9 倍、2.6 倍和 1.9 倍，货币供应量位居全球首位。同时，经济货币化率（M2/GDP）高达 208%，相比 1986 年底的 57%，增加了 150 个百分点，既高于以股票和债券融资为主的英美两国，又高于以银行信贷融资为主的日本和德国。2008 年全球金融危机爆发之前，中国经济货币化率水平快速攀升，是解除金融抑制并加快推进金融深化的结果，具有特殊的历史必然性和现实合理性，这一阶段的金融扩张同实体经济的发展需求基本相适应。2008 年全球金融危机爆发后，宽松货币政策进一步推高了经济货币化率，使得中国经济出现过度金融化趋势，金融发展

创新在一定程度上脱离了实体经济发展的内在需求，社会资金“脱实向虚”现象突出。

图 1 经济货币化程度的国别比较（1985 - 2016）



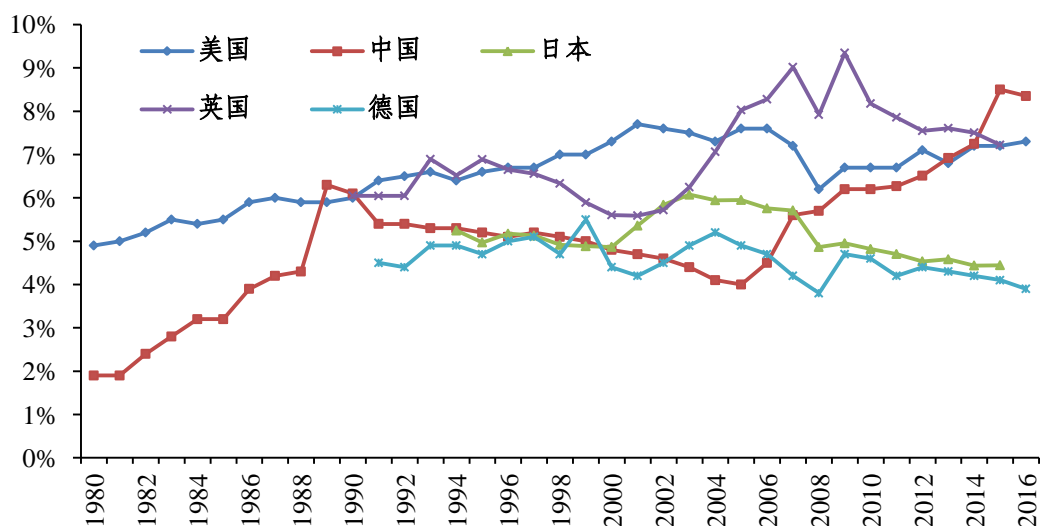
数据来源：WIND 资讯

经济货币化率的大幅提升是货币供应量快速增长的结果，货币供应量快速增长又是中央银行资产负债表大规模扩张（央行扩表）的结果。从中央银行总资产规模来看，2016年底，中国央行总资产规模为 34.4 万亿元人民币，约合 5 万亿美元，同期美联储、欧洲央行和日本央行的总资产规模分别为 4.5 万亿美元、3.9 万亿美元和 4.2 万亿美元。从中央银行总资产增速来看，2002 - 2016 年，中国央行总资产规模增加了 5.7 倍，同期美联储、欧洲央行和日本央行的总资产规模分别增长了 5.1 倍、3.4 倍和 2.8 倍。

（二）金融部门日益膨胀。在经济金融化过程中，经济重心开始逐渐从产业部门转移到金融部门，金融部门的 GDP 贡献率、利润比重、资产比重等指标值大幅上升。

一是金融部门增加值占 GDP 比重大幅上升。自上世纪 80 年代以来，中国金融部门增加值占 GDP 比重（又称为金融业对 GDP 贡献率）的变化趋势大致分为三个阶段。第一阶段是 1980 - 1989，对 GDP 贡献率从 1.9% 快速升至 6.3%；第二阶段是 1990 - 2005，贡献率从 6.1% 缓慢降至 4%；第三阶段是 2006 至今，对 GDP 贡献率从 4.5% 大幅升至 2016 年的 8.3%，已经显著超过美、英、日、德等发达市场国家水平。

图 2 金融业对 GDP 贡献率的国别比较（1980 - 2016）

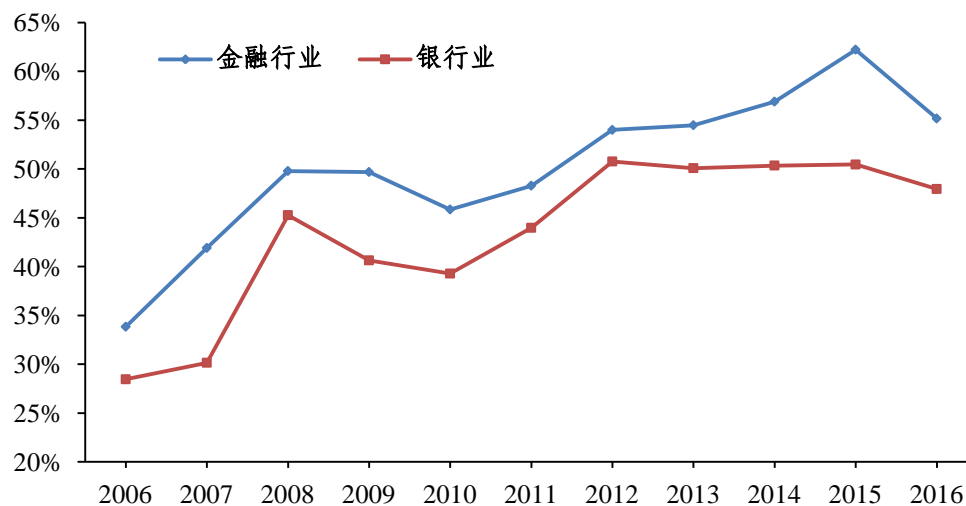


数据来源：WIND 资讯

二是金融企业利润占比大幅上升。金融部门增加值大幅扩张的同时，金融企业净利润占有企业利润的比重也呈大幅上升趋势。以 A 股上市公司为例，金融类上市公司（主要以上市银行为主）的净利润占有上市公司净利润总额的比重显著增加，其中，上市金融企业和上市银行的净利润占比分别从 2006 年的 34%、29% 增加至 2015 年的 62%、51%，净利润占比差不多翻了一番，金融企业已成为 A 股市场的

“盈利大户”。

图3 金融类上市公司净利润占比走势（2006-2016）



数据来源：WIND 资讯

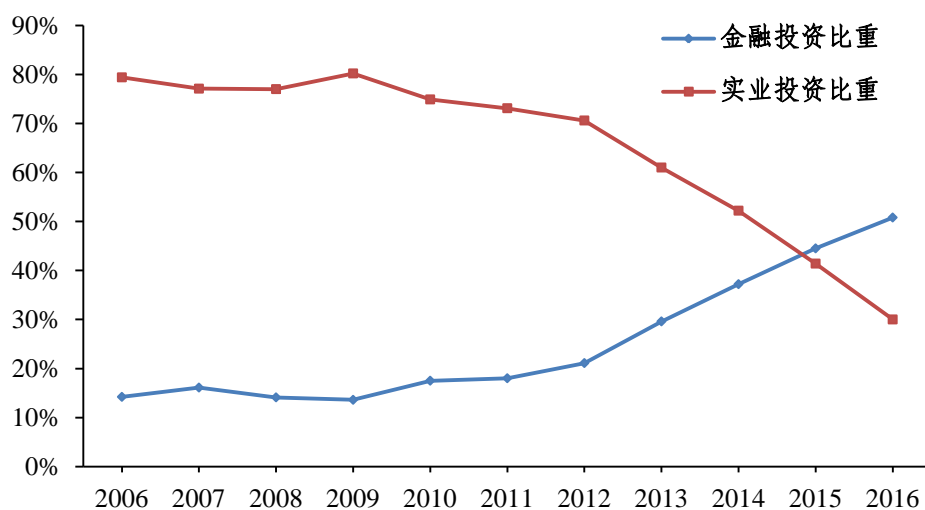
三是金融资产比重显著上升。中国国内金融资产总额呈现逐年上升态势。2016年底，国内金融资产总额接近400万亿元人民币，金融相关比率FIR（金融资产绝对规模与同期国民总收入的比值）上升至538%。银行业金融机构的总资产规模扩张速度远超过广义货币供应量和GDP的增速。2010-2016年，银行业金融机构总资产的年度增幅基本维持在17%左右，而同期广义货币供应量增幅维持在13%左右，名义GDP增速从10.6%降至6.7%。同时，社会融资规模增量从2002年的2万亿元大幅增加至2016年的17.8万亿元人民币，但每1元社会融资增量带来的GDP增量却由2002年的0.5元降至2016年的0.3元，资金供应量的大幅增加并未带来实体经济规模的同比例增长，资本边际产出下降显著。

（三）非金融部门金融化不断加剧。资金在非金融企业

（实体企业）的循环和周转路径大致分为两条。一条是企业利用资金购买固定资产等生产资料，生产和加工产品，并最终通过产成品销售收回增值资金；另一条是企业将资金投向金融市场，实现“货币资金-金融工具-货币资金”的直接转换，这部分资金并不参与实体企业的生产经营活动。上述两种资金循环方式维持在适度水平下，有助于企业健康稳定发展。但如果实体企业将资金过多地从商品生产和贸易领域转投到金融投资领域，使金融投资替代商品生产和贸易，成为实体企业利润的主要来源，则打破了实体企业原有资金周转方式的平衡，甚至可能引致实体产业空心化。近年来，受实业投资回报不断下降影响，中国实体企业的金融投资比重和金融收益比重显著上升。

第一，非金融企业金融投资比重大幅上升。在实体企业的现金流量表中，投资活动产生的现金支付主要分为四部分：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金，投资支付的现金，取得子公司及其他营业单位支付的现金净额，支付其他与投资活动相关的现金，因此，可以用投资支付的现金与投资活动现金流出总额的比值衡量实体企业的金融投资比重。以 A 股市场非金融地产类上市公司为例，统计数据显示，实体企业的金融投资比重逐年上升，从 2006 年不足 15% 大幅攀升至 2016 年的 50.8%，并在 2015 年首次超过实体投资比重，表明实体企业的金融化程度正在加速提高。

图 4 实体企业金融投资与实业投资比重走势（2006 - 2016）



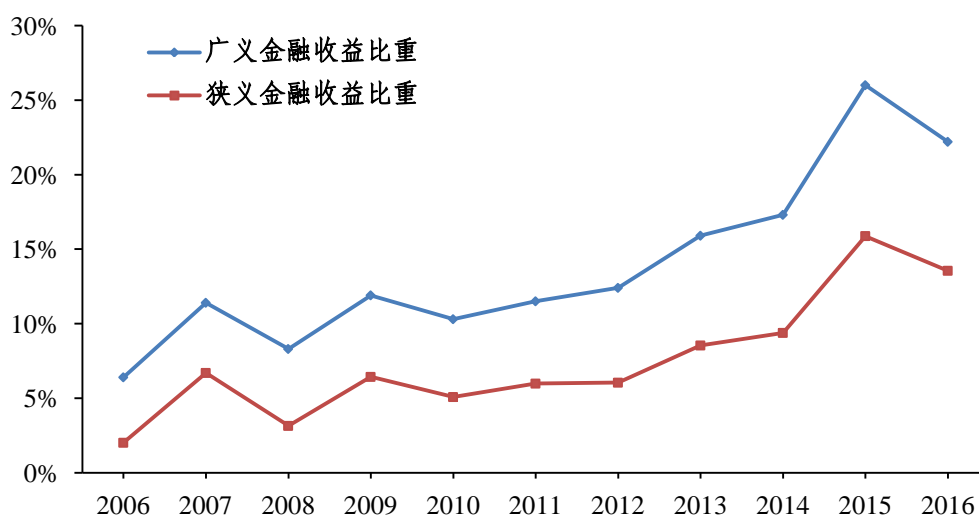
注：金融投资比重和实业投资比重采用整体法计算
数据来源：WIND 资讯

另外，银行业理财市场年度报告也显示，2015 年非金融企业购买银行理财产品资金余额为 7.2 万亿元，约占全部银行理财产品资金余额的 31%。

第二，非金融企业金融收益比重显著增加。随着非金融企业金融投资比重的逐年上升，金融投资收益占其营业利润的比重逐年上升。广义金融收益比重是非金融企业金融投资收益（公允价值变动净收益、投资净收益、汇兑收益和其他综合收益加总）占其总营业利润的比重，狭义金融收益比重是剔除对联营与合营企业的投资收益、其他综合收益后的金融投资收益占其总营业利润的比重。2006 - 2016 年，A 股非金融地产类上市公司的广义金融收益比重和狭义金融收益比重均呈现大幅上升趋势，两者分别从 2006 年的 6.4%、2% 增加至 2016 年的 22.2%、13.5%，金融投资收益对实体企业营业利润的贡献显著增加。尽管当前中国实体企业的金融收

益比重仍低于美国企业，但其增长幅度却远超过美国。克里普纳（2005）的研究结果显示，1980、1990 和 2000 年，美国实体企业的金融收益比重分别为 20%、30%和 40%，即每 10 年的增幅为 10 个百分点，而中国实体企业近十年的增幅高达 16%左右。

图 5 实体企业金融收益比重走势（2006 - 2016）



注：金融收益比重采用整体法计算
数据来源：WIND 资讯

第三，非金融企业的金融资产持有比重小幅提升。非金融企业将资金投向金融领域，最终体现为财务报表中的金融资产，比如，交易性金融资产、持有到期投资、短期投资、长期股权投资、衍生金融资产以及投资性房地产。非金融企业的金融资产持有比重可以用其持有的各类金融资产总和同其总资产的比值衡量。近年来，中国 A 股非金融地产类上市公司的金融资产持有比重也呈逐年上升态势。2016 年，非金融地产类上市公司的金融资产持有比重为 6.6%，其中，制造业和非制造业企业的比重分别为 5.9%和 7.2%。但中国实

体企业金融资产持有比重仍相对较低，显著低于美国实体企业的水平，根据经济学家奥尔汉加济（2006）的测算结果，上世纪 80 年代美国实体企业的金融资产持有比重高达 50% 左右。

二、经济过度金融化的负面影响

金融与实体经济之间并非简单的线性关系，两者相生相克、互促共生。符合经济发展需要的金融有助于加速资本形成、优化资源配置、提高定价效率，促进国民经济快速发展。脱离经济发展需要的过度金融化，可能产生加剧宏观经济波动、催生系统性金融风险、扭曲货币政策效果、拉大社会收入分配差距等负面效应。

（一）加剧宏观经济波动。一方面，在经济过度金融化背景下，实体企业持有金融资产的比重不断上升，对实体经济产生挤出效应，同时金融资产价格的变化触发企业资产负债表调整，引起企业投资和社会产出的变化，最终造成宏观经济波动。另一方面，随着金融创新和金融深化的持续推进，金融市场波动呈现显著的顺周期性和“超调”特征，并同企业资产负债表效应彼此叠加、相互强化，导致“金融繁荣－泡沫破裂”式金融周期取代传统的“通胀－通缩”式经济周期，使金融市场波动成为经济波动的加速装置，金融资产价格的小幅波动容易引发宏观经济的大幅波动，即产生伯南克、格特勒的“金融加速器效应”。因此，全球中央银行都已将

金融市场视为重要的监控对象，一旦市场出现大幅异常波动，就会以注入流动性的方式稳定市场，出现典型的“格林斯潘看跌期权”现象。

（二）催生系统性金融风险。金融发展严重脱离实体经济的发展需要，就会出现金融泡沫，加大金融脆弱化程度，滋生系统性金融风险。一方面，金融部门过度创新与发展，容易导致资金在金融体系内部空转、叠加杠杆、循环膨胀，推动影子银行规模扩张，割裂了金融与实体经济之间的内在联系，比如，金融同业、银行理财、资产管理等业务普遍存在杠杆高、链条长、嵌套多等问题。而且，大量资金追逐规模有限的可投资金融资产，出现金融投资领域的“资产荒”现象，加剧了金融资产价格泡沫的形成。另一方面，由于金融投资收益高于实体投资收益，实体企业有动机将生产性资金转投到金融领域，实体企业资金的“脱实向虚”既加剧了实体产业的空心化，阻碍了“工匠精神”的培育和“百年老店”的打造，又进一步加剧了投资领域的“资产荒”，吹大了资产价格泡沫，从而积累大量的系统性金融风险，甚至引发金融危机。近年来，中国股市、债市、汇市、房市等大类资产市场价格均出现过大幅异常波动情形，一定程度上折射出了中国经济过度金融化带来的负面效应，值得重点关注和深刻警醒。

（三）扭曲货币政策效果。早在 1993 年，中国人民银

行就将货币供应量作为货币政策的中介目标。目前，广义货币供应量 M2 的增速既是衡量中央银行公开投放货币规模的指示器，又是判断货币政策松紧程度的风向标。而且，每年年初的政府工作报告都会设定当年 M2 的增速目标。M2 统计是金融机构的负债，即金融体系提供的流动性和购买力。金融自由化背景下，规模较大的金融机构容易嬗变成“影子央行”，向规模较小机构提供基础货币，新型的货币创造体系 2.0（“中央银行 + 影子中央银行 + 商业银行 + 影子商业银行”）取代传统的货币创造体系 1.0（“中央银行 + 商业银行”），银行之间、银行与非银金融机构之间的货币借贷或同业理财等业务创造出大量信用。但根据现行统计口径，上述同业借贷或理财并未被计入 M2，导致 M2 严重低估货币发行总量。中央银行依据 M2 判别实体经济层面的资金紧缺程度，并实施针对性的货币政策，很容易出现货币政策效果扭曲、货币政策效应弱化的负面情形。

（四）拉大社会收入差距。金融天生内置财富转移机制，经济过度金融化滋生金融资产价格泡沫，而金融资产价格泡沫是一种变相的通胀，在“富人买入资产、穷人只有支出、中产阶级买入他们以为是资产的负债”的情境下，社会财富不断从穷人手中转移至富人手中，社会贫富差距的“马太效应”愈加显著，社会撕裂更加突出。正如美国《时代》杂志的商业专栏作家拉娜·弗洛哈尔在其新著《制造者与索取者：

金融的崛起与美国实体经济的衰落》中揭示的那样，金融业突飞猛进，金融产业“索取者”掠夺实体产业“制造者”，不仅对实体经济产生挤出效应，更会带来拉大贫富差距、加剧社会断裂等一连串“异化”。《2017 胡润全球富豪榜》统计数据显示，大中华地区共有 609 位 10 亿美元身家的富豪，其中，从事地产、金融和投资业务的富豪有 265 位，约占富豪总数的 44%。同期德国 10 亿美元级富豪有 109 位，绝大部分集中于制造业（汽车、食品、医药等），从事房地产、金融的富豪数为 0。日本上榜富豪有 42 位，从事地产、金融的地产富豪有 6 位，仅占其富豪总数的 14%。根据国家统计局数据，2008 年以来，中国居民收入的基尼系数总体呈下降趋势，从 0.491 大幅降至 2016 年的 0.465，但仍高于收入分配差距的国际“警戒线”（0.4）。基尼系数显著下降的同时，贫富差距的典型特征由“穷人太穷”快速转变为“富人太富”，贫富差距的代际固化现象显现。

三、打造有效服务实体经济的好金融

诺贝尔经济学奖获得者、行为金融学家罗伯特·席勒教授在其著作《金融与好的社会》中提出，19 世纪后期美国的崛起、二战后日本和德国的重新崛起，都有赖于金融的核心支持，“金融”是实现“好的社会”的重要工具，甚至是不可多得的工具。因此，需要打造“好金融”，服务“好社会”，促进经济和金融良性循环健康发展。

第一，管住流动性和控好杠杆率。近年来，中国金融业快速膨胀的主要原因归结为宽松的流动性、较高的杠杆率。因此，推动金融更好地服务实体经济，必须管住流动性、控好杠杆率，增加资金在金融体系内部空转、以钱生钱、“自娱自乐”的成本，倒逼资金“脱虚向实”。流动性源于中央银行、商业银行和影子银行体系的货币创造。目前，中国金融市场已经出现显著的“流动性分层”，大型商业银行、中小商业银行和非银行金融机构分别居于流动性顶层、中层和底层（钟正生，2017）。管住流动性、控好杠杆率，需要综合考虑流动性分层情况。顶层的大型商业银行是资金净融出方，资产规模大、杠杆率低，流动性环境最为宽松。流动性中层是以城商行和农商行为代表的中小型商业银行，是资金融入方，但资金融入总量较少、杠杆率偏高。非银金融机构是资金的主要融入方，承接银行委外资金从事杠杆投资，处于金融加杠杆的末端，个别类型机构的杠杆率畸高。因此，管住流动性的抓手在于管住流动性顶层金融机构的流动性，控好杠杆率的关键在控好流动性底层金融机构的杠杆率。同时，管住流动性，也有助于更好地控好杠杆率。

第二，补齐各类金融市场的短板。中国金融部门规模高速膨胀的同时，也存在诸多发展短板，这也是实体经济领域特别是中小企业、小微企业始终面临“融资难、融资贵”问题的重要原因。因此，需要改善金融服务，补齐金融短板，

疏通资金进入实体经济的管道。在间接融资方面，重点调整商业银行信贷结构，紧紧围绕供给侧结构性改革这条主线，优化信贷资源配置结构，盘活沉淀在僵尸企业和低效领域的信贷资源，将其投向符合国家和地区重大发展战略、更有发展潜力的实体领域，做到有保有压、有扶有控。在直接融资方面，深化多层次资本市场建设，积极完善各个市场板块的功能定位，提供适合不同类型企业需求的多元化融资工具。重点深入推进股票发行上市制度改革，健全和优化新兴产业、创新创业型企业的筛选和甄别机制，更好地服务“大众创业、万众创新”国家战略。在普惠金融方面，加强对小微企业、“三农”和偏远地区的金融服务，发展绿色金融，重点做好金融扶贫工作，创新运用货币政策工具，引导金融资源向贫困地区聚集，增强贫困地区金融服务的可获得性，发挥金融力量，着力精准扶贫、精准脱贫。

第三，加强金融监管的整体协同性。当前，在金融混业经营分业监管的体制下，在各类金融市场交互影响日趋加深、市场联动日益增强的背景下，中国金融监管形势错综复杂，稳市场、防风险、促改革的任务艰巨繁重。金融监管框架是采用“伞形结构”“双峰制”还是“集中制”，理论研究中还存在很大争议，境外市场的监管实践也千差万别。但无论金融监管框架怎么调整，健全和加强监管机构之间常态化的信息交流、制度化的协商议事、协同化的危机管理是境外金融

监管协调机制的通行做法。因此，各个金融监管机构在制定、部署和实施重大监管决策前，应当充分沟通、有效协商、达成共识，更加注重金融监管政策的整体协调性，把控好节奏和力度，协同推进金融监管和金融调控，既要防止单个金融市场单兵突进式监管，触发跨市场的风险外溢、波动传导，又要避免多个金融市场监管政策“碰头”叠加，引发各类金融市场风险重叠、波动共振。根据近期全国金融工作会议的精神和要求，各个金融监管机构要在国务院金融稳定发展委员会的有力领导下，积极主动配合人民银行履行宏观审慎管理职责，加强与其他金融监管机构、国家部委和地方政府的监管协作，增强金融监管的整体协同性。