

经济转型需要金融发展的最优化，而不是金融发展的最大化。要平衡好金融和实体经济的关系，一个重要的思路是缓解金融的负外部性，将负外部性内部化，让市场参与者承担相应的风险成本，从而提高金融发展的质量。

上世纪 80 年代和 90 年代，为实现经济赶超的发展目标，中国金融体系在准入、利率、汇率、资本流动等方面实行严格管制，引导有限的金融资源配置到优先发展部门，以“金融抑制”为成本支持着经济高速增长。

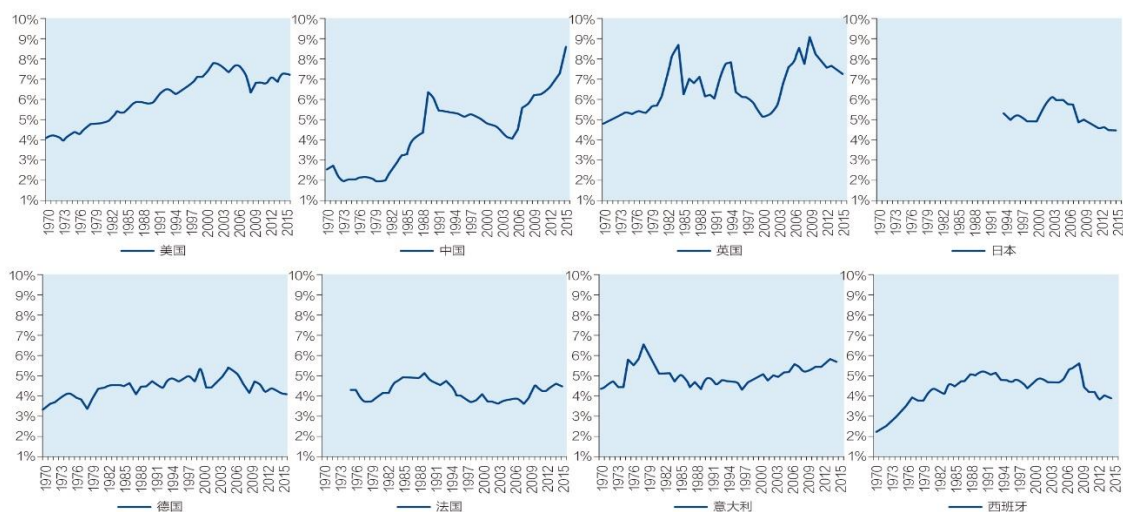
与此相反，近十年来，中国金融以一种比经济增长快得多的速度发展，形成了在大国经济史上罕见的结构性“金融膨胀”现象。

## 一、从金融抑制到金融膨胀

2017 年，中国金融业增加值为 6.57 万亿元人民币，是服务业中仅次于批发零售的子行业，比信息技术、租赁和商务服务、住宿餐饮三个子行业的加总值还要高。从全球可比的数据来看，2015 年中国金融业增加值为 9292 亿美元（现价美元，下同），已经位列全球第二，是美国金融规模（1.29 万亿美元）的 71.9%，达到美国 2005 年的发展水平。根据我们的研究，中国金融业增加值比日本、英国、德国等位列 3 位—8 位国家的金融业总规模还高出近 2000 亿美元。如果将中国金融业视为一个经济体来参加全球 GDP 竞赛，它将排在第 16 位。

中国金融业占国民经济的比重在主要大国中位居榜首。2015 年，中国金融业增加值占 GDP 的比重达到 8.5% 的历史峰值，高于美国（7.2%）和英国（7.3%），约为日本、德国、法国、意大利和西班牙的 2 倍（图 1）。2017 年，中国金融业在经济的比重已经下降为 7.9%，但在主要大国的金融发展史中，中国当前金融业比重仍仅次于英国在 2009 年危机前后曾经达到的峰值。从金融结构看，中国有 12 家银行跻身 2016 年全球资产 TOP50，其利润占前 50 大银行利润总额的 42.9%；2016 年末中国股票市场 7.6 万亿美元的市值，排名全球第二，比第三的日本和第四的

图 1：主要经济体金融业占 GDP 比重的变化：1970 年—2015 年



资料来源：EU KLEMS、Wind 以及作者计算 制图：于宗文

法国加总值还要高。

中国近十年金融业比重的快速攀升虽引人注目，但也并非绝无仅有。图 1 展示了 1970 年以来，主要金融大国金融增加值占 GDP 比重的变化。从“二战”后到 1970 年代初期，发达经济体的金融体系也长期处于利率、汇率、资本流动等管制的“金融抑制”状态，金融业比重大都在 4% 上下。1973 年布雷顿森林体系的解体，开启了全球新一轮金融深化，但主要经济体金融深化速度却大有不同。

美国金融业比重从 1970 年的 4.1% 稳步提高到 2007 年的 7.3%，直到次贷危机爆发后才出现明显下滑。英国金融业比重的波动要大得多，分别在 1984 年、1994 年和 2009 年达到 8.7%、7.8% 和 9.1% 的高值，但随后都经历了剧烈的下降。相对而言，德国、法国、日本、意大利和西班牙金融业比重的变化要平缓得多，尤其是德国和法国基本稳定在 4%—5% 的区间。

主要经济体发生过 9 次金融膨胀。“金融膨胀”是金融脱离经济增长基本面而快速发展的金融过度深化。我们对金融膨胀现象做了一个量化的界定：当一国金融占经济比重在 10 年之内（或更短时间）提高 1.5 个百分点，则其经历了一场“金融膨胀”。根据这一定义，我们发现主要金融大国在过去 45 年中经历了 9 次金融膨胀。其中，英国和中国各经历了 3 次，美国、意大利和西班牙各 1 次。在 9 次金融膨胀中，有 6 次随后出现了金融业比重的明显下滑，只有西班牙在 1970 年—1980 年以及中国在 2001 年—2011 年的经历是例外。值得警醒的是，中国金融业比重在 2015 年达到历史峰值之后，已经连续两年出现了下降。

对于服务全球市场的美国和英国金融体系，金融业发展速度超出其国民经济增长速度，有一定的合理性。而中国金融体系目前主要服务于国内，金融业比重却在近十年间超过美国 and 英国。我们不免产生如下疑问：金融业比重越高越好吗？中国金融业比重为什么在经济增速放缓阶段逆势上涨？金融膨胀对中国经济转型有怎样的影响？如何平衡金融发展和经济增长的关系？

## 二、负外部性是金融膨胀的主因

依传统之见，金融只是经济发展的面纱，“金融对实体企业的需求如影随形”。根据这种金融发展观，金融的绝对规模会随经济发展而增长，但在经济中的相对比重并不会提高。随着金融自由化思潮的兴起，大量理论研究和实证分析都力图论证，金融在促进经济增长和经济转型方面有不可替代的作用。例如，Laeven 等人建立了一个熊彼特式的模型，证明金融创新提高了金融体系筛选创新项目的能力，对科技发展和经济转型发挥了决定性作用。Aghion 等人的实证研究则表明，即使与初始产出、教育等重要变量放在同一回归模型里，金融发展水平仍然是经济增长最强劲的驱动力。

在金融自由化的理论框架下，金融发展的故事在金融深化之后就结束了：金融会在社会边际收益和社会边际成本相等的均衡点上达到最优规模，社会福利实现最大化。果真如此，那么脱离经济增长基本面的“金融膨胀”又怎么会发生呢？

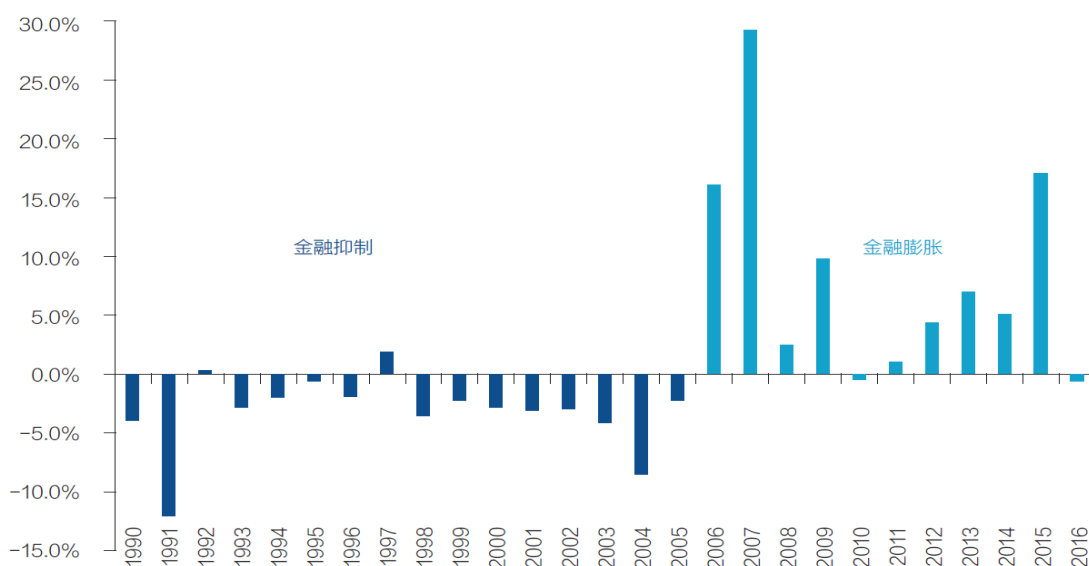
毫无疑问，一个高级阶段的经济需要由结构更加精细的金融部门支撑，但在美国金融协会前主席 Zingales 看来，过去 40 年的金融发展对人类社会而言并非皆有裨益。IMF 和 OECD 等机构近年一系列的研究也表明，金融发展和经济增长之间存在着倒 U 型关系，当金融占国民经济比重超过某个水平时，金融对经济增长的贡献减弱甚至为负。

金融是依靠经营风险获利的特殊行业，具有很强的负外部性。金融业增加值有很大一部分是风险的反映。2009 年英国金融增加值占 GDP 的比重达到历史峰值，事后来看，主要是因为违约风险和流动性风险上升后，银行提高信贷利率来应对预期损失的增加。某一金融活动的风险不仅存在于金融交易双方，还会通过价格波动、债权债务关系、担保链条等渠道传导到整个金融体系乃至实体经济。

类似于环境污染，如果金融体系充斥着负外部性，经济主体在做出决策时将不考虑外部性带给他人的成本，表现出过度交易的倾向，使得实际金融活动规模超过社会最优规模。在一定技术条件下，实体经济中符合金融最优规模的项目是有限的，超出最优规模的金融资源多进入高风险的投机性领域。负外部性越明显，金融膨胀的速度越快、持续时间越长。

金融自由化和政府担保的组合放大了中国金融的负外部性，推高了金融的供给和需求。在 2006 年以前，改革滞后的中国金融部门具有“补贴”实体经济的“正外部性”，长期处于发展不足的“金融抑制”状态，金融部门名义增速明显落后于经济名义增速（图 2 左半部分）。金融自由化激发了中国金融市场的活力，但市场化改革并不配套，尤其是政府担保较多介入金融活动，使得高风险金融交易的收益归个体所有，而蕴含的风险成本由全社会承担。在此种扭曲的激励机制下，居民部门、企业部门和金融部门倾向于过度依赖政府信用、过度承担风险、过度参与金融创新。2006 年之后，金融部门名义增速在“负外部性”推动下远超经济名义增速，表现为明显的“金融膨胀”（图 2 右半部分）。

图 2: 金融业名义增加值增速与 GDP 名义增速之差

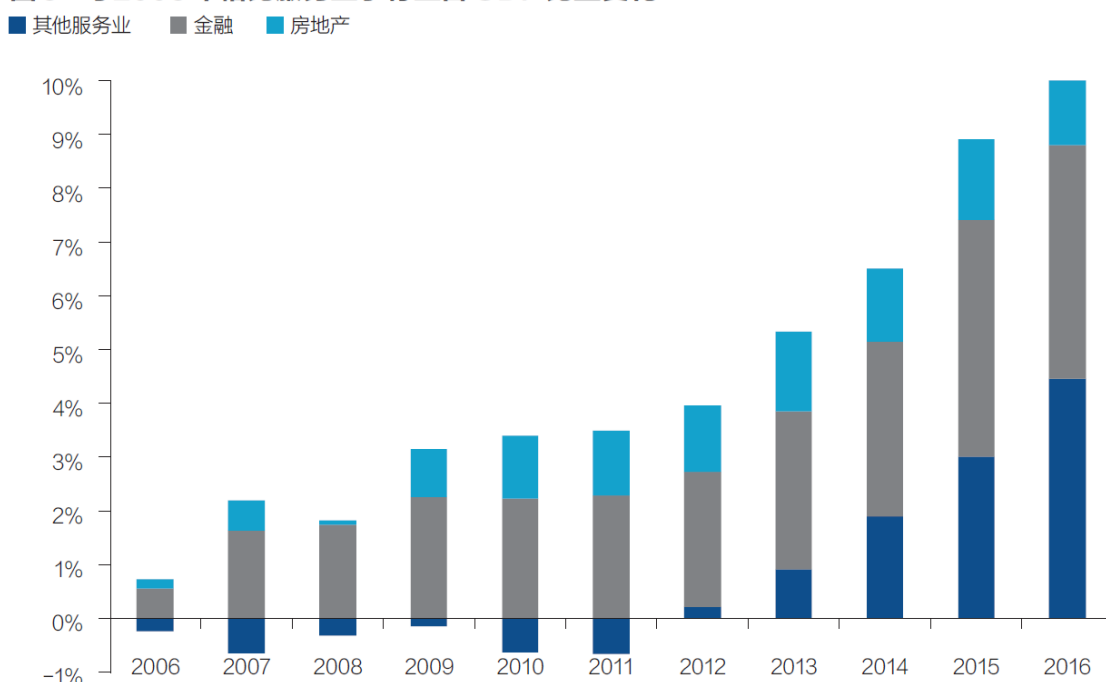


资料来源: 华通数据库以及作者计算

### 三、经济转型：莫为金融遮望眼

金融发展是中国经济转型的重要内容，但金融膨胀的存在容易夸大经济转型的成效。众所周知，中国经济转型的一个重要标志是服务业比重的上升。2017年，中国服务业占GDP的比重上升到51.6%，比2005年高出10.3个百分点，比第二产业高出11.1个百分点。但分析服务业增长的内部结构后，我们发现在2006年到2011年之间，除了金融以及和金融密切相关的房地产之外，其他服务业占经济的比重相比2005年都是下降的（图3）。从2006年到2016年，在中国服务业比重提高的10.6个百分点中，金融和房地产分别贡献4.4个和2.0个百分点，服务业比重上升有近三分之二得益于金融和房地产。

图3: 与2005年相比服务业子行业占GDP比重变化



资料来源: 华通数据库以及作者计算

毋庸置疑，作为服务业中重要的一个子行业，金融业本身的健康发展是中国经济转型的一个重要内容。但金融业的发展必须要植根于实体经济，脱离实体经济基础的金融膨胀反映的可能只是金融泡沫，它会阻碍资源在高效率行业的配置，对实体部门的人力资本产生挤出效应，从而影响经济转型。

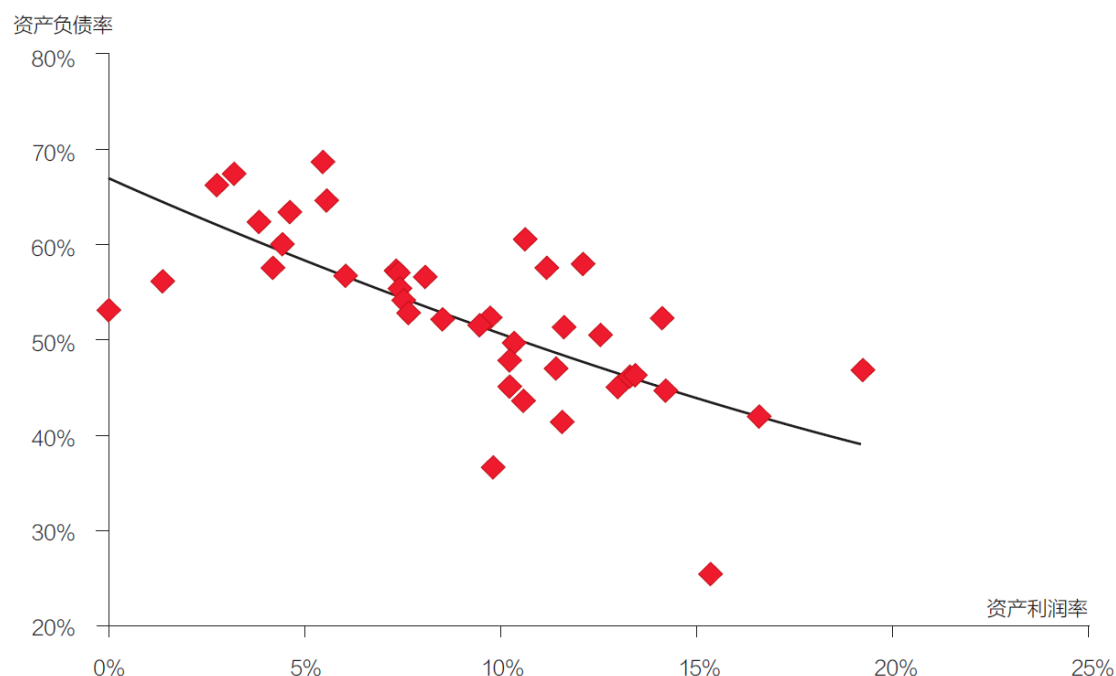
#### 1. 错配

在金融膨胀中，具有高效率的行业反而难以获得融资。在经济转型过程中，金融市场信息不对称加剧，项目的筛选成本提高，金融更看重抵押品而非项目本

身。因此，拥有土地、房产等固定资产的传统企业或有政府担保的大企业，更容易获得金融市场的垂青。相反，创新型的中小企业更重视人力资本投资和研发投入，而较少投资于固定资产，因此无法提供足够的抵押品，较难从金融市场上获得融资。

我们整理了中国工业 41 个子行业的数据，以 2013 年的盈利能力指标（资产利润率）为横轴、2015 年的融资能力指标（资产负债率）为纵轴，考察“盈利能力-融资能力”的关系。如图 4 所示，各个行业的盈利能力和融资能力表现出显著的负相关关系，效率越高的行业所获得的融资反而更少，更多金融资源配置到了效率更低但拥有更多抵押品的行业。这种错配导致了传统企业的高负债经营和创新型企业的“融资饥渴症”，减缓了经济转型中的“创造性破坏”进程。

图 4：工业 41 个子行业：利润越低，负债越高



资料来源：华通数据库以及作者计算

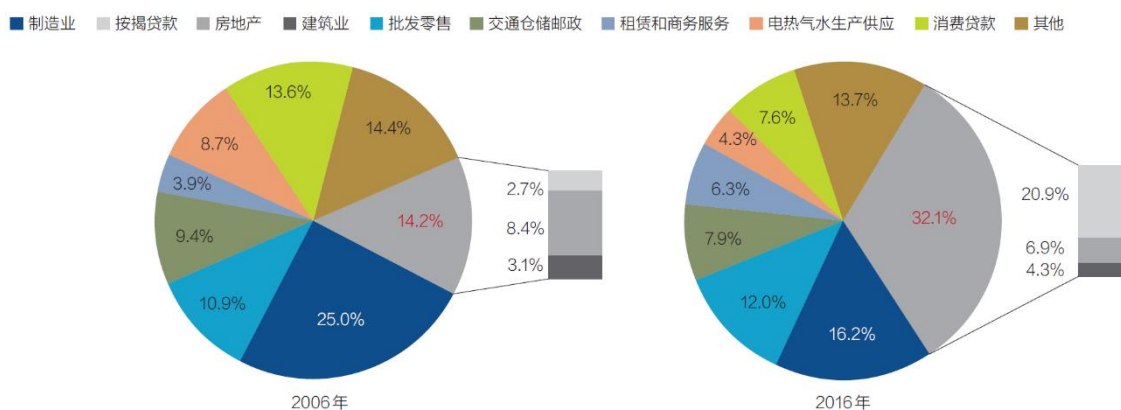
金融膨胀加剧了房地产泡沫的形成。金融膨胀不是均匀地发生在国民经济的各个领域。由于房地产是金融市场最为青睐的抵押品，在金融膨胀中形成了“信贷-房地产”的顺周期效应，房地产金融业务在过去十多年迅速发展。如图 5 所示，房地产相关领域（按揭贷款、房地产开发贷款、建筑业贷款）的存量贷款比重，从 2006 年的 14.2% 快速上升到 2016 年的 32.1%。其中，按揭贷款的比重上升得最快，从 2006 年的 2.7% 提高到 2016 年的 20.9%。但在房地产信贷繁荣的映衬下，制造业的贷款比重却在十年间下降了近 9 个百分点，目前只有房地产相关领域贷款的一半左右。制造业领域的创新和技术进步是中国经济转型的基础，金融膨胀显然不利于其发展。

## 2.挤出

中国经济要从要素驱动型增长转向创新驱动型增长，人力资本配置到高效率部门尤为重要。金融业是现代经济中人力资本最为密集的行业之一。但在中国金融膨胀的过程中，金融业吸收了过多的人力资本，分流了本应从事科技研发的天才，提高了高技能劳动力的整体成本，对实体部门的人力资本产生了挤出效应。

金融管制的放松提高了金融部门对高素质人才的需求。在金融抑制阶段，金融创新的空间较小，金融业并不需要太多高学历人才。如图 6 所示，2002 年，中国金融业高学历人才（本科及以上）比重只比其他行业高出 4.1 个百分点。随着金融自由化与 IT 技术的发展，金融创新的空间大大拓展，提升金融人力资本成为全球趋势，对金融人才争夺变为“军备竞赛”：即一些金融机构对高学历人才的过度投资，是为了防止别的机构依靠人才优势侵蚀自己的利益。到 2015 年，经过十几年的金融自由化，中国金融从业人员中本科及以上学历的人才比重达到 38.7%，已经比其他行业平均值高出 20.1 个百分点（图 6）。

图 5: 银行贷款的行业结构变迁: 2006 年–2016 年



资料来源：银监会年报以及作者计算