

# 现代金融体系的制度逻辑：结构演进、效率变革与要素协同

徐义国

**【摘要】**本文以“融资结构与资源配置效率”为逻辑起点，结合中美融资结构比较，从间接融资的错配到直接融资的协同作用凸显，探察结构演进与效率变革乃至要素协同的映射规律和制度逻辑。据此，因应于现代化经济体系的变革要求，现代金融体系的制度逻辑集中体现为结构演进中的效率变革，进而实现与科技创新协同发展的产业体系。其间，直接融资与间接融资平衡发展的竞争性互补格局成为市场体系较长时期的发展趋向。

**【关键词】** 融资结构 资源配置效率 直接融资 科技创新

（中图分类号）F832（文献标识码）A（文章编号）1000-2952(2018)02-

十九大报告对现代化经济体系和现代金融赋予了新时代的新内涵和新使命，强调要“深化金融体制改革，增强金融服务实体经济能力，提高直接融资比重，促进多层次资本市场健康发展。”<sup>①</sup>本文着眼于融资结构演进中的资源配置效率，结合我国融资结构的演进和制度变迁，考察不同融资结构对实体经济和科技创新的支持效应及其直接或间接原因，尝试探求现代金融协同实体经济和科技创新的效率特征。在研究中，采用了广义的“结构”内涵，即金融市场体系中直接融资和间接融资的数量规模关系；直接融资和间接融资各自体系内的结构，如前者的债券和股票，后者的大中小银行及政府融资、非金融企业的信用占比分布等；微观层面的企业资本构成中的股权和债权、内源融资和外源融资等。

## 一、逻辑起点：融资结构与资源配置效率

着眼于融资结构与资源配置效率关系的文献主要有三类，第一类主要强调间接融资对资源配置效率的促进作用；第二类主要强调资本市场对资源配置效率的促进作用；第三类认为间接融资与直接融资哪一个更有利于资源配置是由经济和金融体系的发展阶段所决定的。

在强调间接融资对资源配置效率具有促进作用的文献中，尤以银行主导优势论最具代表性，其主要思想是银行可以通过降低信息的不完全性、分散风险、促进产业结构调整以及利用利率的杠杆作用等途径来提高信贷资金的配置效率。在发展中国家的初期，市场活动赖以生存的制度不完善，相比资本市场，银行能以更高的效率提供资金。特别是在国有银行占主导的情况下，可以一定程度上缓解市场失灵，更好地将储蓄转化为投资。Diamond 的研究表明，金融中介尤其是银行可以掌握更多的企业信息，从而很好地监督企业的发展，同时，还

<sup>①</sup> 习近平：《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告（2017年10月18日）》，《人民日报》2017年10月28日。

可以通过在收益最后阶段的检查与验收抑制借款方的欺诈动机。<sup>①</sup>Stiglitz 认为,以银行为代表的间接融资体系可以更好地解决由于信息不对称而产生的委托代理问题,原因是银行与企业基于信贷合约构成的关系是个多期博弈的过程,这可以弱化企业追求短期利率的违约冲动。<sup>②</sup>Boyd 等认为,由于规模经济的效应,银行发放大规模的贷款支付的信息成本要远低于分散投资者,但银行在提供非标准化的贷款方面,如涉及到创新型企业的贷款时,并不如资本市场更有效率。<sup>③</sup>Leland 等将银行视作一种“信息共享联盟”,由于具备专业化以及规模化这两大突出优势,使其无需承担高额成本便能够筛选出理想的投资项目。<sup>④</sup>King 等认为,银行可以通过分散投资者的跨期风险提高资源配置效率,如果没有中介机构存在,投资者会由于缺少流动性而将投资项目推迟。<sup>⑤</sup>Bencivenga 等建立模型指出,金融中介的引入可以提高储蓄转化成资本的效率,减少社会不必要的资本清算,从而促进经济增长。<sup>⑥</sup>

强调资本市场对资源配置的促进作用的理论,即资本市场主导优势论,则指出了上述银行主导优势论的弊端,认为银行在开展业务的过程中免不了会干扰企业的正常经营;另外,银行天然具有风险规避偏好,从而不利于公司创新。而资本市场上金融产品与服务的创新则较快,可以有效满足创新型企业的资金需求与风险管理,这一优势是银行等金融中介所不具备的。

陈雨露等借鉴了 Diamond 等人的研究成果,进一步总结了融资结构、配置机制和效率水平的关系,认为三者之间存在显著的动态变化规律。在经济和金融体系发展的初级阶段,资本市场的效率一般低于以银行为代表的间接融资体系,常常形成银行主导型的融资结构。随着金融市场的经济和制度基础逐渐完善,资本市场的运行效率不断提高,会形成与银行部门的互补型竞争甚至超越其成为金融市场的主导力量。评价一国金融市场体系的融资结构是否有效率,关键在于这种结构对应的资源配置机制能否充分满足不同经济发展阶段的真实金融需求,并最大限度地降低金融运行成本和提高金融体系的稳定性。<sup>⑦</sup>龚强等研究发现,当产业的技术和生产的产产品较为成熟时,风险相对较低,资金回报较稳健,银行成为效率更高的融资渠道;而在技术前沿的产业中,创新和研发是企业发展的关键,技术风险和市场风险都较高,此时依靠资本市场能够提供更加有效的支持。<sup>⑧</sup>

对融资结构演进与资源配置效率关系进行实证研究的文献亦不乏其例。Weinstein 等将

<sup>①</sup> Diamond, D. W., Financial Intermediation and Delegated Monitoring. *Review of Economic Studies*, Vol.51(3),1984,pp.393-414.

<sup>②</sup> Stiglitz, J.E., Credit Markets and the Control of Capital.*Journal of Money ,Credit and Banking*,Vol.17(2), 1985,pp.133-152.

<sup>③</sup> Boyd, John H. and Prescott, Edward C., Financial Intermediary-Coalitions, *Journal of Economic Theory*,Vol.38(2),1986, pp. 211-232.

<sup>④</sup> Leland, Hayne and David Pyle, Information Asymmetric, Financial Structure, and Financial Intermediation]. *Journal of Finance*,Vol.32(2), 1977, pp.371-388.

<sup>⑤</sup> King, Robert G and Ross Levine, Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence. *Journal of Monetary Economics*, Vol.32(3), 1993,pp.513-542.

<sup>⑥</sup> Bencivenga, Valerie R. and Smith, Bruce D., Financial Intermediation and Endogenous Growth. *Review of Economics Studies*, Vol.58 (2),1991,pp.195-209.

<sup>⑦</sup> 参见陈雨露、马勇:《大金融论纲》,中国人民大学出版社2013年版,第436~456页。

<sup>⑧</sup> 龚强、张一林、林毅夫:《产业结构、风险特性与最优金融结构》,《经济研究》2014年第4期,第4~16页。

以英美为代表的直接融资体系主导的国家与以日德为代表的间接融资体系主导的国家进行对比分析,发现金融结构对经济增长有显著的影响。<sup>①</sup>Beck 等利用 42 个国家的跨国面板数据进行检验,发现法律体系的健全与金融整体发展程度是促进资本有效配置与产业发展的重要因素,与金融体系是银行主导型还是市场主导型无关。<sup>②</sup>Hsuan 等基于 34 个发达经济体和新兴市场国家的数据进行了实证研究,发现相对于银行,资本市场的功能及其提供的服务更有利于创新。<sup>③</sup>俞艳春在描述我国改革开放以来金融结构演进特征的基础上,运用金融结构和金融市场效率的有关数据进行了实证检验,结果表明我国金融结构的变迁对金融市场效率的提高具有显著作用。<sup>④</sup>

## 二、融资结构在我国的演进效应：效率变革与要素协同

我国的金融体系正在从传统以“间接融资”为主导的简单金融体系演变为银行与资本市场竞相发展的复杂金融市场体系,“无论“影子银行”还是“银行的影子”,都正在或多或少地替代正规银行体系的核心功能。在这种复杂的金融市场体系中,“直接融资”和“间接融资”都已经不再是本来的精准概念。但考虑到现有文献以及政策、实践的既定逻辑,由此展开论述更有助于话语体系的统一。“间接融资”指非金融部门的储蓄(存款)通过银行部门的信用活动(信贷)“间接地”转化为非金融部门投资。在这种体系中,银行部门的资产负债占比呈显著优势,货币和信用是统一的。相对地,“直接融资”指非金融部门发行、居民部门购买的各种信用工具,如公司债券。在这种体系中,银行的存在也是不可或缺的,因为创造货币和提供流动性的银行核心功能其他金融机构无法替代的。不过,这时的银行与银行主导的金融体系有明显的功能差异:后者偏重于创造信用,而前者的信用创造功能则部分或全部地体现为市场化的产品或服务。从金融市场体系的结构演化看,“影子银行”是“直接融资”的自然延伸,反映了资本市场主导的金融体系的发展;而“银行的影子”则是“间接融资”的进一步演化,反映了银行主导的金融体系的变化。<sup>⑤</sup>

### (一) 着眼于效率水平：走出经验和实践的错配

金融市场体系不同的结构性特征对应了不同的资源配置机制和效率水平。间接融资和直接融资的禀赋,体现在政府与市场的体制导向、金融与产业的弥合机制、企业与金融的资本配置等关系中,存在显著差异。在我们几乎已经习惯性地接受的“国际经验”中,如果考虑到金融市场融资结构特征的影响,在金融资本向产业资本演进的市场机制和政策设计方面,

<sup>①</sup> Weinstein, D. E. and Yafeh, Y., On the Costs of a Bank-Centered Financial System: Evidence from the Changing Main Bank Relations in Japan. *The Journal of Finance*, Vol. 53(2), 1998, pp. 635-672.

<sup>②</sup> Beck, T. and Ross Levine, Industry Growth and Capital Allocation: Does Having a Market or Bank-Based System Matter. *Journal of Financial Economics*, Vol. 64(2), 2002, pp. 147-180.

<sup>③</sup> Hsuan, P. H., Tian, X. and Xu, Y., Financial Development and Innovation: Cross-country Evidence. *Journal of Financial Economics*, Vol. 112(1), 2014, pp. 116-135.

<sup>④</sup> 俞艳春:“我国金融结构变迁对金融效率的影响分析”,武汉理工大学硕士学位论文,2007年。

<sup>⑤</sup> 参见殷剑峰、王增武主编:《影子银行与银行的影子:中国理财产品市场发展与评价:2010~2012》,社会科学文献出版社2013版,第2~10页。

我们可能在很多情况下忽视了这一点：“美国模式”中大多根植于直接融资为主的融资结构的那些经验，对于我国长期以间接融资为主的市场体系的借鉴意义是有局限的。因为来自不同的制度产出及其资本供给端，效率水平取决于资源配置机制是否适宜，如信贷资本和股权资本会体现截然不同的供给禀赋和功能特征，二者在产品层面的风险定价和管控机制均有所差异。因此，只有客观把握好基础、路径和机制、手段的各个环节，才可能避免所谓的“合成谬误”。

## （二）效率变革的关键：破解间接融资体系下的资源错配

我国以银行为主的间接融资体系在中国的改革实践中曾经担负了非常重要的历史使命，并在市场化进程中陆续完成了各自的股份制和商业化改造，很多银行无论治理结构还是经营业绩已堪与世界级金融机构比肩。但源于市场化程度和结构失衡等多重原因，我国曾占据绝对优势的间接融资体系日益暴露出很多资源错配的缺陷。

间接融资体系下的资源错配主要体现在三个方面：第一，阶段错配。初创企业的抵押品和担保能力、营收水平和市场前景等指标，与银行审贷原则对成熟型企业的偏好相背离。第二，规模错配。由于银行审贷程序和管理成本存在显著的规模收益，信贷部门更倾向于服务大企业尤其国有企业（以及政府融资平台和房地产开发企业），中小企业虽然富有对新技术的吸纳能力，但却常常表现为轻资产或无抵押、无担保、无信用记录的“三无”特征。第三，领域错配。商业银行首要秉承的是商业规则，要经受本行业的盈利考核和风控要求以保障持续发展，与国家的科技计划分类改革和战略新兴产业政策在达标次序和监管指向上并不完全同步，即便是多部门会签发起的投贷联动试点，其关涉的各方动机和实际表现也远比方案设计初衷要复杂得多。

## （三）协同效应来自直接融资促进市场机制及微观主体的有效与活力

在我国的金融资源格局中，商业银行的地位至关重要。但是，在现行的《中华人民共和国商业银行法》和相关制度约束下，商业银行作为信贷市场上短期资金的供给者，虽然体量巨大却无法胜任中小企业尤其是初创型科技创新企业长期资本的供给源，对微观经济基础的重新构造不能产生决定性的推动作用。传统的金融服务手段和融资制度对解决创新型中小企业的资金可得性问题贡献有限。一方面，是充裕的流动性与日俱增；另一方面，是科技进步和创新驱动发展战略的资金需求缺口日益增大。直接融资体系的功能和手段可以最大程度地弥补间接融资体系对阶段、规模和领域的“先天性歧视”，成为破解错配、协同实体经济与科技创新的新动能。近些年的实践证明，以天使投资、创业投资和私募股权投资等形式出现的“新生力量”，对解决初创企业、科技创新企业的融资需求正在发生越来越重要的作用。另外，从发展资本市场尤其是权益性市场的战略高度来看，提高直接融资比重显然还具备了去杠杆、防风险的意义。

## 三、中美融资结构趋同演进中的效率体现

中国金融市场的融资结构演进动力主要来自实体经济需求和市场内生力量的双重作用，同时，伴随其始终的资源流动和配置机制也在发生实质性的变革和演进，间接融资与直接融资的结构变化，除了数量比重的此消彼长，也映射了资源配置机制和手段的对应关系。因为，两种不同的融资结构所诉诸的分配形式及其产品和服务必然是有差别的。

### （一）美国的融资结构：温和平稳

本文选取了债券、贷款和股票三种最重要的融资方式增量，合成了美国融资结构的发展趋势。由于经济发展趋缓和金融市场稳定的阶段特点，美国金融市场体系的增量绝对值变化温和，整体趋势相对平缓。在占比格局上，除了个别年份（2004年），新增债券的比重基本保持了融资结构中的首席位置。同样，新增贷款的占比，除了2011年，均高于新增股票。也就是说，从间接融资和直接融资的结构来衡量，新增债券与股票总量占比一直高于新增贷款，而在资本市场的组成中，新增债券占比一直高于新增股票。

表1 2002~2016年美国融资结构（增量） 单位：亿美元，%

年份	贷款	债券	股票	合计	贷款 占比	债券 占比	股票 占比
2002	8462.19	14022.75	1540	24024.94	35.22	58.37	6.41
2003	11991.21	16383.72	1563	29937.93	40.05	54.73	5.22
2004	17747.29	15650.27	2027	35424.56	50.1	44.18	5.72
2005	18304.33	16736.15	1904	36944.48	49.55	45.3	5.15
2006	20049.35	20957.11	1905	42911.46	46.72	48.84	4.44
2007	23933.13	24318.4	2475	50726.53	47.18	47.94	4.88
2008	7577.56	17782.45	2426	27786.01	27.27	64	8.73
2009	-13241.8	10807.06	2642	207.3			
2010	-5182.9	13985.45	2617	11419.55			
2011	826.26	10604.08	1984	13414.34	6.16	79.05	14.79
2012	3580.65	13565.68	2818	19964.33	17.94	67.95	14.12
2013	6886.66	13469.22	3008	23363.88	29.48	57.65	12.87
2014	9722.63	13358.58	3114	26195.21	37.12	51	11.89
2015	8531.77	12497.41	2568	23597.18	36.16	52.96	10.88
2016	9870.64	15627.32	1976	27473.96	35.93	56.88	7.19

数据来源：美联储资金流量表。

注：由于2008年金融危机，导致美国2009年及2010年新增贷款出现负增长，故未做占比测算。

## 2. 中国的融资结构：消长显著

不同于美国的温和平稳，我国的金融市场体系增量绝对值呈持续快速增长趋势。在融资结构中，新增贷款的比重在绝大多数年份显著居于首位。在趋势上，从2014年开始，新增债券与股票总量开始提速增长，并于次年开始超越新增贷款。也就是说，中国金融市场体系的融资结构以间接融资为主、经久不变的格局出现了动摇，这种增量的消长格局如果持续下去，势必改变甚至颠覆存量结构。在市场的现实场景中，这样的新格局已经促使中国金融资源配置的机制通过产品创新和服务升级自发地演进和变迁。当然，融资结构的变革并非两种融资体系在数量上的简单替代关系，更应是功能上的动态平衡和互补。

表 2 2002~2016 年中国融资结构（增量） 单位：亿元，/%

年份	贷款	债券	股票	合计	贷款占比	债券占比	股票占比
2002	18,000.00	6,677.19	572.85	25,250.04	71.29	26.44	2.27
2003	27,700.00	11,662.84	701.60	40,064.44	69.14	29.11	1.75
2004	22,600.00	12,466.03	667.85	35,733.88	63.25	34.89	1.87
2005	23,500.00	19,066.37	55.35	42,621.73	55.14	44.73	0.13
2006	31,800.00	18,989.31	2,265.94	53,055.25	59.94	35.79	4.27
2007	36,300.00	32,004.45	7,719.49	76,023.94	47.75	42.10	10.15
2008	49,100.00	26,915.98	2,905.60	78,921.58	62.21	34.10	3.68
2009	95,900.00	24,635.14	4,564.88	125,100.02	76.66	19.69	3.65
2010	79,500.00	26,347.52	10,167.68	116,015.20	68.53	22.71	8.76
2011	74,700.00	17,579.07	7,046.76	99,325.83	75.21	17.70	7.09
2012	82,000.00	38,885.21	4,457.36	125,342.56	65.42	31.02	3.56
2013	88,900.00	38,401.73	4,613.86	131,915.59	67.39	29.11	3.50
2014	97,800.00	61,532.24	9,135.68	168,467.91	58.05	36.52	5.42
2015	117,200.00	128,379.49	16,107.23	261,686.72	44.79	49.06	6.16
2016	126,500.00	161,843.27	21,134.81	309,478.07	40.88	52.30	6.83

数据来源:Wind 资讯。

注：中国的“影子银行”更多的表现为“银行的影子”，其资金来源仍然主要来自于银行，故贷款规模存在低估。债券融资在2014年后迅速增加与低利率环境有关，但更重要的是金融机构债券的发行，尤其是同业存单的迅猛增加。因考虑到直接融资和间接融资的结构

分析，表中债券新增数量未包含金融债券，如 2016 年另外还有 18 万亿元新增金融债券。

### （三）中美融资结构映射的效率特征

从更宏观的视角对比分析中美两国金融市场体系的演进历程，可以发现一些规律性的特点和启示。

#### 1. 实体经济在很大程度上有赖于金融市场体系的合宜程度

在总量上，剔除危机后的短期反应，中美两国的三类融资增量规模基本呈持续正增长。这符合经济增长与金融发展的正相关规律。其中，相比美国，中国金融市场体系的融资总量增长迅猛。原因在于，在这一周期中，我国在创造“中国奇迹”的同时成就了金融市场直接融资和间接融资两大体系高歌猛进的大发展。如果不考虑后期杠杆率的过度攀升和产业发展的结构性配置失衡，从总体上评价，我国金融业对实体经济增长的贡献是不容置疑的。

#### 2. 美国直接融资为主的金融市场体系支持了科技创新的极大发展

在结构上，中美两国在新增融资占比上基本上分别延续了“贷款、债券、股票”和“债券、贷款、股票”的多寡格局。这种格局反映了两国融资结构的基本特征，同时，各自形成了本国中小企业及实体经济倚重的融资渠道和融资手段。从政府角度来看，在主导产业发展支持科技创新上所凭借的实现形式也有所不同。在实践中，美国基于直接融资服务和产品为主的市场体系，有效运用 SBIC 体系和创业投资机制，成功支持了中小企业和科技创新的快速发展。

#### 3. 效率变革是中美融资结构趋同演进的主要动因

在趋势上，中美两国的融资结构及各类增量占比相对关系基本稳定。在 2002~2016 年的统计区间，尽管在个别年份出现波折，在美国的新增融资占比中，债券的优势基本持续保持且一直高于同一周期中国的新增债券占比。中国新增债券占比自 2012 年起呈持续上扬趋势，至 2015 年接近美国。这种局面既与中国推动融资制度改革、优化市场融资结构以增进市场效率的诸多举措有直接关系，更离不开“有度”的宏观调控。

除了市场化的内生要求，融资结构变化的动因有很显著的制度性因素。新增贷款占比的大部分年份数据显示，中国的新增贷款占比持续呈优势并高于同一周期的美国。自 2012 年起，中国的新增贷款占比开始减少，除了经济下行的基本面因素以外，一方面是债券占比升高导致此消彼长，另一方面，与中国货币市场与资本市场的变革，尤其是理财产品及创新服务导致流动性走势在直接融资和间接融资体系间的变化有紧密关联。另外，两种制度下的危机后反应是迥异的，美国新增贷款连续两年出现负增长，中国则推出了“四万亿计划”。

### 四、现代金融体系的效率“内核”：从功能重塑到协同发展的制度内涵

金融复杂化与实体经济需求多样化相关，但金融机构间交易越来越多，推动了金融业增加值占 GDP 的比重不断高企。近几十年来，经过层出不穷的金融创新和持续不断的金融自由化，实体经济已程度不同地被“金融化”或“类金融化”了。另外，大量的衍生工具交易

已构成了一种可脱离实体经济独立运动的虚拟金融部门。结果是，一方面推高了资金成本，另一方面金融杠杆上升迅速，从而更多资源被金融部门占用和“空转”，以制造业为代表的实体经济资金成本被推高。这些都成为金融业“为何发展”和“如何发展”必须面对的现实问题。从已有经验和目前的政策取向看，问题的解决思路主要集中在“把发展直接融资放在重要位置，改善间接融资结构。”<sup>①</sup>

### （一）现代金融体系的发展使命：中国金融发展进入新阶段

我国前四次全国金融工作会议都是在全球经济“大稳定”时期（1980~2007年），以及我国经济同期创造年均增长9.8%奇迹的国内外背景下召开的，因此前四次会议的主基调集中在发展、市场化、放松管制和金融创新等方面。而我国第五次全国金融工作会议面对的形势，则是全球金融危机已经延续九年，国际经济形势愈加扑朔迷离、恢复乏力，我国的经济新常态特征更加明显，各类金融风险不断暴露。因此，本次会议将整顿金融体系、强化金融监管和防范金融风险放在更为突出的位置。这意味着，中国金融发展进入了新阶段。<sup>②</sup>中国金融业面临多重新挑战，金融业自身制度性利差的垄断性优势将很快被“客户需求导向、服务创造价值，靠竞争力存续”所取代。更为重要的是，当前和今后一个时期金融为实体经济服务的基本任务，需要依靠市场化手段和资源配置机制，推进供给侧结构性改革，解决实体经济严重的供需结构性失衡问题。这些，都是现代金融被赋予的新时代使命。

除了这些“新”特征，不可忽视的是，有些“旧”的制度性因素仍然在发挥着“逆向选择”的作用，成为创新的另一重阻力。现行的分权制度为中国粗放式经济增长提供了土壤和空间。在经济分权体制下，地方政府及其官员掌控着可观的经济资源，形成政府主导型经济。地方官员的自利性投资偏好能够借助政府“有形之手”，作用于各类市场参与者的投资行为，从而使得社会投资呈现“重生产，轻创新”的偏向。<sup>③</sup>

### （二）现代金融体系的发展“尺度”：对中国金融业增加值的考量

根据Wind资讯的数据，我国金融业增加值占GDP的比重在1996年至2002年期间为5%左右，在2003年至2006年期间约为4%，从2007年开始持续走高至2015年的8.4%。2015年，美日英三国的金融业增加值占比分别为7.2%、4.4%、7.2%，均低于我国。在以上的国别比较中，统计口径除了宽窄方面的差异，资产性质也在变化和转换。因为在现实中，金融资产和非金融资产的界线可能并不清晰。<sup>④</sup>例如，当法国政府将法国电信公司与法国邮政局改组为股份公司时，这两家企业所使用的政府办公楼就从原来的政府非金融资产变成了金融资产。

### （三）现代金融体系的发展取向：对功能的重新认识

如果新的金融机构设立以及金融产品和服务是对实体经济需求所做出的反应，称为“需

<sup>①</sup> 中国人民银行货币政策分析小组：《中国货币政策执行报告（二〇一七年第二季度）》，<http://www.pbc.gov.cn/zhengcehuobisi/125207/125227/125957/index.html>，2017年12月3日。

<sup>②</sup> 李扬：《“金融服务实体经济”辨》，《经济研究》2017年第6期，第4~16页。

<sup>③</sup> 吴延兵：《中国式分权下的偏向性投资》，《经济研究》2017年第6期，第137~152页。

<sup>④</sup> [法]皮凯蒂：《21世纪资本论》，巴曙松等译，中信出版社2014版，第124~125页。

求追随”(demand-following);反之,如果新的金融机构设立以及金融产品和服务是在经济增长对其产生需求之前主动供给的,则称为“供给引导”(supply-leading)。前者类似“被动创新”,后者则接近“主动创新”,二者所体现的产业特征和增长效应常常有所不同。

斯蒂芬·塞切蒂等在《金融高增长会拖累实体经济》一文<sup>①</sup>中,基于20多个国家30年的面板数据,重点分析了金融体系的规模变化对全要素生产率增长的影响,认为当信贷相对较低或金融部门就业比例适中时,较高的债务水平可推动经济增长;超过阈值,金融就可能成为经济增长的拖累,甚至会“危害”经济。并认为需要重新评估现代经济体系中金融与实体经济增长的关系,因为金融往往倾向于支持较低生产率的产业——这样的产业通常拥有相对容易用作抵押的资产。一些项目之所以比较容易获得金融支持,是因为这些项目在生产中更为依靠有形资本或能够生产出更多的有形产品。也就是说,信贷繁荣会伤害通常所认为的经济增长引擎——资产有形比例较低或研发密度较高的产业。

过度金融化及其过程中不可避免的金融行为异化,可能致使传统的观察视角、统计工具和监管技术出现失真和失灵,金融创新乱象增多,金融风险累积;加剧监管成本,这是因为金融产业链增长、交易结构复杂,对监管挑战和难度加大;导致资源错配,即大量的要素资源,包括人才和金融资源本身,从实体经济向金融产业转移。从实际情况看,在“过度金融化”的另一面,科技创新企业的“金融不足”同样显而易见,显然,这种过度与不足的并存局面在很大程度上缘于金融资源与“本源”的错配。重塑功能、协同发展,实现真正的“市场出清”和效率改进,势将成为金融业在新阶段的使命特征。

## 五、现代金融体系的效率改进预期:协同科技创新的制度性供给

结构问题不仅在市场体系的层面存在且意义重大,也关涉到微观层面的企业的发展。啄食顺序(Pecking Order)理论认为,当公司要为自己的新项目进行融资时,将优先考虑使用内部盈余,其次是采用债权融资,最后才考虑股权融资。内部融资优于外部融资,间接融资优于直接融资。<sup>②</sup>作为该理论的接续性研究,现代公司资本结构理论的创始人Modigliani和Miller在MM定理的最初形式中,设定了包括“个体可以在无风险市场上以市场利率借贷”及其破产风险、税收、交易成本等前置条件下公司的价值与资本结构的关系;如果MM定理是严格成立的,各种融资方式之间无差别,啄食理论就不可能成立。<sup>③</sup>二者针对的实则是不同的可得性和结构问题,在很多情况下,受可得性的约束,结构常常是被动形成的。在大多数企业融资的选择行为中,首要权衡的因素并非所谓的“啄食顺序”。

对于中国的大多数科技创新企业尤其是初创型中小企业而言,啄食顺序理论刻画的无疑

<sup>①</sup> 斯蒂芬·塞切蒂、埃尼斯·哈鲁比:《金融高增长会拖累实体经济》,周建军、张一弛译, [http://blog.sina.com.cn/s/blog\\_1516830db0102x3nn.html](http://blog.sina.com.cn/s/blog_1516830db0102x3nn.html), 2017年12月1日。

<sup>②</sup> Myers, S. C. and Majluf, N.S., Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information that Investors Do Not Have. *Journal of Financial Economics*, Vol.13(2),1984, pp.187-221.

<sup>③</sup> Modigliani, F. and Miller, M. H., The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment. *The American Economic Review*, Vol.48(3), 1958, pp.261-297.

是一种与现实颇有距离的理想场景。企业在现实中的资本结构选择和结果更多受制于彼时彼地的自身处境和市场条件，“事出无奈”是常态。民间融资成本一般在 10-20%的年化利率，甚至更高。当年福建盛行的“标会”、近些年陆续涌现的 P2P 以及品类复杂的民间借贷形式，归结到资本消费的“终端”，难和贵始终是大多数企业融资遭遇的现实生态。

### （一）我国科技创新的融资错配问题由来已久

十九大报告将创新置于前所未有的高度，强调“创新是引领发展的第一动力，是建设现代化经济体系的战略支撑。”<sup>①</sup>但是，如表 3 所示，占据了绝大规模金融资源的信贷资本在科技创新领域的错配问题由来已久。

《中国创业风险投资发展报告 2016》结合不同资本来源属性的交叉关系，按照多个维度对我国风险投资的资本来源进行了划分和比对。按照资本的金融属性，银行、保险、证券等金融机构资本合计占比 2.8%，其他金融资本占比 28.6%，非金融资本占比 68.6%。其中，银行占比仅为 1.4%。<sup>②</sup>很显然，多年来银行信贷对科技创新的贡献乏善可陈。

表 3 中国科技经费来源结构 单位：

亿元

年份	科技经费 筹集额	政府资金	企业资金	金融机构 贷款	其他来 源
1999	1,460.90	473.00	745.90	127.00	115.00
2000	2,347.00	593.40	1,296.40	196.40	260.80
2001	2,589.70	656.40	1,458.40	191.10	283.80
2002	2,938.00	776.20	1,676.70	201.90	283.20
2003	3,459.10	839.30	2,053.50	259.30	307.00
2004	4,328.30	985.50	2,771.20	265.00	306.60
2005	5,250.80	1,213.10	3,440.30	276.80	320.60
2006	6,196.70	1,367.80	4,106.90	374.30	347.70
2007	7,695.20	1,703.60	5,189.50	384.30	417.80

<sup>①</sup> 习近平：《决胜全面建成小康社会 夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利——在中国共产党第十九次全国代表大会上的报告（2017年10月18日）》，《人民日报》2017年10月28日。

<sup>②</sup> 胡志坚等主编：《中国创业风险投资发展报告 2016》，经济管理出版社 2016 版，第 3~4 页。

2008	9,123.80	1,902.00	6,370.50	405.20	446.10
------	----------	----------	----------	--------	--------

数据来源:Wind 资讯。

## （二）传统信贷模式的错配叠加：地方政府和房地产开发企业的“挤出”效应

殷剑峰等采用杠杆率指标，对社会信用总量的来源和去向进行了分析。2016 年，在总计约 182 万亿的信用总量中，政府部门为 36.8 万亿，占比 20%左右，较 2009 年上升了 5 个百分点。其中，中央政府占比由 2009 年的 11%下降至 2016 年的 7%，而地方政府占比在同期则由 4%上升至 14%。非金融企业为 110.8 万亿，占比从 2009 年的 71%下降至 2016 年的 61%。居民部门为 34.3 万亿，占比从 2009 年的 15%上升至 2016 年的 19%。2016 年非金融企业（不含地方平台贷款和城投债券）杠杆率为 149%，较 2015 年下降 1 个百分点。<sup>①</sup>

在信用总量的流向中，与本文关联紧密的包括地方政府的平台贷款和城投债券，以及非金融企业中的房地产开发企业。在经济增长结构性减速的背景下，地方政府的融资冲动、财政信用担保与房地产开发企业的重资产抵押优势，使得地方政府融资平台和房地产开发企业成为金融机构尤其银行的追捧对象。<sup>②</sup>中国的银行贷款余额的 1/4 强是房地产贷款，2016 年有 46% 的新增贷款流入房地产市场。

另外，政府融资中除了上述统计在册的中央政府和地方政府信用占比，还有规模不可小觑、花样翻新的地方政府隐形负债，在地方政府的直接债务项下和银行的资产负债表中均无踪可寻。这一方面可能造成地方政府过度融资，加大地方财政风险；另一方面则可能导致金融风险的累积，演化为危及金融稳定的“灰犀牛”。<sup>③</sup>凡此种种，本应流向实体经济（当然，地方政府的融资中也有一部分流向了实体经济）尤其科技创新领域的金融资源，却被地方政府和房地产开发企业“挤出”了。

### 3. 现代金融体系的效率变革：直接融资的“生力军”

直接融资的发展和局面令人欣慰。权威统计显示，2016 年初至 2017 年 7 月底，A 股市场累计实现各类股权融资约 3.6 万亿元；新三板挂牌企业超过 1.1 万家，2017 年前 7 个月融资金额 752 亿元；区域性股权市场挂牌企业超过 2 万家。同期，全市场并购重组交易额 3.38 万亿元；2016 年以来，交易所债券市场融资额超过 5.4 万亿元；2017 年前 7 个月，股债结合产品发行 759 亿元；资产证券化业务累计融资 4108 亿元。与规模增长相伴随，资本市场对企业发展的正向推动作用日益显现。近三年，我国战略性新兴产业上市公司实现的净利润占 A 股净利润的比重上升了 5 个百分点；2017 年上半年，1125 家战略性新兴产业上市

<sup>①</sup> 殷剑峰等：《钱去哪了：大资管框架下的资金流向和机制：中国理财产品市场发展及评价：2013~2017》，社会科学文献出版社 2017 版，第 2~3 页。

<sup>②</sup> 关于房地产是否实体经济，笔者倾向于以房地产交易目的是否金融化作为分界：“用来住”的消费性需求为实体经济，投机炒作的则是金融经济范畴。不过，如果考虑到二者在不同阶段的转换和统计口径以及时点的把握，在数量上确实较难做到界限分明地厘清。

<sup>③</sup> 曾刚：《化解实体经济问题重在推进改革》，[http://www.financialnews.com.cn/11/sx/201708/t20170828\\_123503.html](http://www.financialnews.com.cn/11/sx/201708/t20170828_123503.html)，2017 年 12 月 3 日。

公司延续了高增长态势，营业收入和净利润同比增速均超过 25%。<sup>①</sup>

与创业投资（Venture Capital, VC）相伴发展并迅速壮大的私募股权投资（Private Equity, PE），在规模上已然远远超越前者而成为资本市场上举足轻重的一支力量。根据中国证券投资基金业协会的统计，截至 2017 年年底，私募基金管理人数量为 22446 家，较 2016 年增加了 5013 家；已备案基金数量增长 42.82%，达到 66418 只；总体管理规模（实缴）由 2016 年年底的 78911 亿元增至 111003 亿元，增长率约为 40.67%。<sup>②</sup>

从建设长效机制的角度来看，结合制度性供给的一系列举措陆续推出，激发股权投资的极大发展可以吸纳最大范围的流动性，引导全社会金融资源向市场化配置演进，从而在很大程度上矫正失衡的市场融资结构，从源头上平衡直接融资和间接融资两个体系的流动性水平，通过市场机制和产品定价规则提升金融资源的配置效率。股权投资不但可以与间接融资形成竞争性的互补关系，也可以强力推动资本市场的全局性发展。

## 六、一个体系化的效率模式：现代金融与科技创新的协同体系

金融如何支持科技创新？从“麦克米伦缺口”到“达尔文之海”，从科技财政到科技金融，从天使投资到创投引导基金，很多理论成果已转化为政策并付诸实践，且已初见成效。破解错配、以较低成本和较高效率引导流动性向科技创新企业注入，实现金融回归本源支持实体经济，当前的制度基础、政策指向和市场条件等多个方面均在趋向契合，原本囿于融资结构的制度性障碍和市场功能缺陷均在不同程度地逐步修复和弥合。

### （一）推动形成直接融资和间接融资平衡互补的竞争性市场结构

我国的现代化经济体系建设，需要一个银行与资本市场平衡发展的金融体系结构与之相适应。与资本市场相比，作为系统重要性机构的银行体系防范系统性风险和应对危机更可靠和更具稳定性。世界经济发展史上的数次金融危机一般都始于股市危机或者货币危机，然后才波及银行体系。在中国的金融资源格局中，银行体系在较长时期内仍会发挥相当重要的作用。从更为长远的发展和布局看，由于独特的功能承载和风控机制，资本市场在中国金融业开放和市场化改革不断深化的进程中，积极作用将日益显著。

### （二）构建高质量的全能配置型金融供给体制

为适应经济发展从高速度向高质量的转型要求，金融资源的供给体系也要进一步在功能齐备、效率优化等方面提升质量。如何有机整合科技性财政投入、银行信贷和股权投资等资本市场资源，满足不同规模、不同领域的科技创新企业在不同发展阶段的融资需求，实现一个配置功能完备、兼顾直接和间接双层结构的资源供给体制？在已有的探索 and 实践中，行之

<sup>①</sup> 姜洋：《新三板挂牌企业超 1.1 万家 前 7 个月融资 752 亿》，  
<http://finance.china.com.cn/news/20170914/4391547.shtml>，2017 年 12 月 1 日。

<sup>②</sup> 《2017 中国私募证券投资基金投资年度报告》，  
<http://www.fangdd.com/news/t-34108939.html?fromShare=wct&cityId=339>，2017 年 12 月 3 日。

有效的做法包括以财政部分出资组建的创业投资引导基金、知识产权质押和担保增信等，能够最大化发挥财政资金效率、解决初创和科技企业的贷款担保不足问题，为股权投资稀释分担早期投资的部分风险，以市场化手段引导资金流向新兴产业，促使那些被地方政府和房地产开发企业“挤出”的流动性回归本源。

### （三）建设从直接到间接的分层匹配、穿透协同配置机制

不同于啄食顺序理论所关注的企业融资行为选择的顺序问题，著名心理学家马斯洛对人类需求的阐释更强调层次的重要性。无独有偶，汤继强基于企业融资供求的分层理念，提出了“梯形融资模式”，试图从政府的角度解决“何时介入，以何种方式介入”，以协同社会资本及市场力量。<sup>①</sup>

对企业的特性分析一般不外乎所处领域（新兴或传统产业）、规模大小及阶段先后三个维度，由此可归纳出不同的分层特征及所对应的融资禀赋。据此确立不同市场层次的功能取向，在现有的资源约束和制度供给条件下，按照融资企业的规模、营收和盈利层级，分别匹配主板、中小企业板、创业板、新三板、战略新兴板及产权交易市场等，符合条件的还可以设定国际化融资路线。从存量转换和增量优化的角度，配合去杠杆的总体要求，稳步推进债转股、合理安排各类债券发行等。同时，尽量发挥和利用银行和证券公司及保险公司、担保公司、信托公司、融资租赁等各种金融机构、类金融机构及中介服务机构的金融服务功能，合理运用资管、信托和证券化等创新产品和服务，在不同层次和不同板块的市场资源间创造高效、合规、低成本的转换融通环境，为不同领域、不同规模、不同阶段的企业建立有针对性的增信服务、授信升级和融通平台，以实现从“分层”到“穿透”的资源协同效应和多层次资本市场的健康发展。

### （四）实现政府、市场与机构的多元共享格局

在现代化经济体系的建设中，一方面要发挥市场在资源配置中的决定性作用并调动各类机构的积极性，另一方面要更好地发挥政府的作用。国家创新驱动发展战略和科技计划分类改革为科技金融提供了难得的历史机遇和制度空间，充分利用科技部门自身的资金和政策支持，最大限度呼吁和争取国家层面和相关部委的各类基金和财税倾斜，积极调动各种市场力量，以共享经济的理念精髓和互联网技术的特有优势，构造政府与市场、各种社会力量的协同共享平台。基于不同资金属性的产品定价和风控机制，有效协同科技财政、科技信贷和科技投资的积极作用，形成政策性金融、商业性金融、开发性金融与合作性金融有机结合的资源一体化平台。建立并完善以创业投资及私募股权投资机制为主导，以商业银行、证券公司、保险公司、信托公司、担保公司等金融机构和社会中介服务机构为依托，主要为科技创新企业提供创业资本、银行贷款、融资担保、科技保险和上市辅导等各类金融服务的多元化资源组合。以政府资金示范引导、社会资本为主力，兼顾地方经济发展和市场选择规律，逐步构

---

<sup>①</sup> 汤继强：“我国科技型中小企业融资政策研究——基于政府的视角”，西南财经大学博士学位论文，2007年。

建来源广泛、进出及组合自由、充分体现市场意志的体系化资源聚合及分享平台。

总之，应进一步发挥直接融资特别是股权投资的重要作用，逐步改善间接融资结构，推动增长动能转换，健全多层次、多元化、互补型、功能完备和富有效率的金融市场体系。毋庸置疑，从融资结构到资源配置机制再到效率改进，从科技创新到实体经济，从资源错配到要素协同，无论是理论经验还是政策实践，中国的金融市场体系都在逐渐步入健康规范的持续发展轨道，更好地服务于现代化经济体系的建设。

本文作者：中国社会科学院金融研究所副研究员

责任编辑：任朝旺

### **The system of the modern financial system logic:**

#### **Coordination with elements of structure evolution, the efficiency change**

*Xu Yiguo*

**Abstract:** Based on the 19th report about a new era of modern economy system and modern financial connotation, based on the "financing structure and allocation efficiency" as the logical starting point, combining with the financing structure of China and the United States, from the mismatch of indirect financing to highlighted the role of direct financing, exploration structure evolution and transformation efficiency and even elements coordinated system of mapping rules and logic. Accordingly, adapted to the change requirement of the modern economic system, the logic of the modern financial system system is the structure evolution of efficiency change, and then with the coordinated development of science and technology innovation. At the same time, direct financing and indirect financing balance development pattern of competitive complementary market system become a development trend for a long period of time.

**Keywords:** financing structure; allocation efficiency; direct financing; Science and technology innovation