金融供给侧的结构性问题及改革建议*

——基于金融结构视角的比较分析

赵瑞政　王文汇　王朝阳

摘要:深化金融供给侧结构性改革是今后一段时期金融工作的基本遵循。本文从金融结构视角入手,论述金融供给侧结构性改革的主线及其理论基础,从可量化角度对我国金融供给侧结构的现实表现进行比较分析。从整体来看,我国金融结构仍表现出银行主导型结构特征;从直接融资结构看,我国多层次资本市场体系已初具规模,然而各子市场内部结构失衡问题相对凸显;从间接融资结构看,我国以银行为主导的金融机构体系整体发育良好、风险可控,但在机构差异化、服务多样化等方面仍存较大完善空间;从金融开放结构看,我国金融机构与资本市场开放水平相对滞后,金融全面开放仍然任重道远。今后应在充分理解金融供给侧结构性改革内涵的基础上,调整优化金融体系结构,精准定位金融服务领域,防范化解金融风险,扩大金融业开放水平,创新金融服务模式,多措并举引导金融回归服务实体经济本职,走出中国特色金融发展之路。

关键词:金融供给侧　结构性改革　金融开放　比较分析

2019 年 2 月 22 日,习近平总书记在中共中央政治局第十三次集体学习时强调“要深化对国际国内金融形势的认识,正确把握金融本质,深化金融供给侧结构性改革,平衡好稳增长和防风险的关系”。2019 年 12 月召开的中央经济工作会议再次强调“要深化金融供给侧结构性改革,疏通货币政策传导机制”。深化金融供给侧结构性改革是基于当前金融形势的精准把握,是今后一段时期开展金融工作的基本遵循。一方面,金融的本质在于服务实体经济。金融活,经济活;金融稳,经济稳。新中国成立以来特别是改革开放以来,中国金融业取得历史性成就,为国民经济发展做出重要贡献。同时,应当清醒地看到,现阶段来自金融“血脉”的资金“养分”无法被保质保量输送至经济“肌体”,导致金融资产日益膨胀与实体经济增速放缓并存,金融部门资金空转与实体企业融资困局共存,金融与实体经济之间存在“重大结构性失衡”。另一方面,面对当今世界百年未有之大变局,处于转型时期的中国经济对金融业提出更高水平的建设标准,单靠运用财政政策和货币政策实现需求侧短期总量调控已不能满足金融业高质量发展要求。金融供给侧结构性改革着眼于金融服务的供给侧,深入结构性问题“内里”,是扭转金融与实体经济错配失衡的治本之策。本文基于金融结构理论的研究基础,结合供给侧结构性改革的主线,采用比较分析方法,考察我国金融体系的结构性矛盾与问题,并从体制改革的角度提出对策建议。

---

* 赵瑞政,山西财经大学金融学院,邮政编码:030006,电子邮箱:zrz128@163.com;王文汇,中国社会科学院大学财经系,邮政编码:102488,电子邮箱:sdwwh0303@163.com;王朝阳,中国社会科学院,邮政编码:100732,电子邮箱:wangcy@aliyun.com。本文受国家社会科学基金项目“货币政策、资本结构与促进产业向中高端升级研究”(15BJY161)资助。感谢河南大学闫妍同学在资料整理和文稿编排等方面的研究助理工作。感谢匿名审稿人的宝贵建议,文责自负。

一、金融供给侧结构性改革的基本逻辑与理论基础

(一)金融供给侧结构性改革的基本逻辑

金融供给侧结构性改革是供给侧结构性改革主线向金融领域的延伸。厘清金融供给侧结构性改革要义,须从供给侧结构性改革逻辑中找答案。一方面,市场供需关系是支撑供给侧结构性改革的理论基底。供给侧结构性改革强调供给与需求的辩证统一,即新需求催生新供给,新供给创造新需求,而非将两者割裂开来。另一方面,我国社会主要矛盾变化是造成结构性问题的现实推力。当前我国经济关系的基本事实是需求侧并非动力削弱而是目标转移,供给侧并非体量不足而是结构错配,因此矛盾的主要方面在供给侧,这就决定了当下的主要任务是调结构。另外,用好市场与政府"两只手"是供给侧结构性改革的实施关键。在中国特色社会主义市场经济体制下,要发挥市场在资源配置中的决定性作用和更好发挥政府作用,特别是政府要精准把握好在供需调节过程中的"度"。

金融供给侧结构性改革与供给侧结构性改革思路一脉相承。从供需关系看,金融供给侧结构性改革同样不是片面关注供给侧,而是以实体经济、人民生活的金融服务需求为实际出发点。从矛盾变化看,一方面,国有企业、地方政府、房地产等部门集聚资金过多与民营企业、中小企业、制造业等可融资金过少的固有矛盾十分突出;另一方面,随着经济社会发展,实体部门、人民群众对资产管理、投资交易、财富增值等新型金融服务的需求与日俱增,需要金融部门的供给侧匹配。事实上,金融供需两侧新旧矛盾所体现的结构性问题恰是我国当前金融发展不平衡不充分的真实写照,而金融供给侧结构性改革正是以金融体系结构调整优化为重点,以为实体经济发展提供更高质量、更有效率的金融服务为目标,以在推动经济高质量发展中防范化解金融风险为根本任务,努力实现金融业自身的高质量发展与高水平开放。

作为改革主体,金融供给侧结构涉及融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系等多个维度,而金融结构理论正是以包含金融机构、金融市场、金融产品在内的金融系统供给方的结构为研究对象,因此可以作为金融供给侧结构性改革研究的一个视角。20世纪60年代,戈德史密斯(Goldsmith,1969)将金融结构定义为同类型金融工具与金融机构的存在、性质以及相对规模,为许多西方学者沿用或借鉴至今。例如,已经写入教科书的"比较金融体系"便是通过计算、比较不同经济体大量指标数据从而将融资结构明确划分为以日本、德国金融结构为典型的银行主导型和以英国、美国金融结构为典型的市场主导型两种基本形式。在国内的研究中,金融结构由关注金融要素具体形态与数量比例向强调金融系统内在联系与整体配合方向进一步延伸(王广谦,2002),最终制度安排等要素也被纳入其中(林毅夫等,2009)。本文认为,金融供给侧结构性改革并不单纯以完善金融结构的形态与比例为目标,更是对金融服务供给与金融制度建设缺陷的根本性调整。

(二)金融结构的形成机理与影响因素

探求金融结构的形成机理,既有助于解释金融供给侧结构性问题的来源,也能够为解决结构性问题提供思路。经过长期发展,世界各国金融结构不断分化、变迁,衍生出银行主导型、市场主导型甚至均衡发展型等迥然不同的结构模式。作为描述一国金融体系整体框架的经济度量,金融结构的形成与变化是多重因素共同作用的结果。

考察金融结构形成的微观机理,狭义的金融结构实际上反映了以实体企业为代表的金融参与主体在既定金融制度安排下的融资需求及行为偏好。由于破产成本、代理成本、经营风险、市场摩擦等因素的客观存在,企业存在寻求最优资本结构的强烈动机。例如,杨子荣(2019)研究发现,企业盈利能力的分布决定了特定发展阶段企业最优融资方式的选择,因此直接催生了企业对具有比较优势的融资方式的需求。在强烈的需求效用下,金融机构与金融市场快速发展、成熟,又反作用于微观企业的融资选择偏好(Demirgüc-Kunt & Maksimovic,2002)。推而广之,其他实体经济部门也具备相应的融资需求与偏好,即所谓的"市场力量"。在正反馈机制作用下,市场力量不断强

化,诱致金融结构朝复杂化方向升级。此外,实现最优资本结构的生产企业将直接推动产业升级,改善经济布局,中观产业层面乃至宏观经济层面金融需求均将发生改变,从而推动金融结构进行螺旋式调整。

广义上的金融结构强调金融体系的制度安排,而制度创立及变更与政府行为息息相关。如果说萌生于实体经济部门的市场力量能够推动金融结构自然发展,那么政府力量则在金融结构形成过程中起到强制性引导作用,如"金融抑制论"就将发展中国家金融市场落后的原因归结于政府部门的过度干预。实践中,政府能够干预金融法律体系、监管体系,或推出导向型政策激励引导金融结构定向发展。Song & Thakor(2013)的研究指出,在金融市场不发达阶段,政府通过控制部分银行并提供资本补贴以助力市场发展;当金融部门发育完善时,政府则重归直接借贷监管角色。政府力量之外,金融改革、监管设计和法治水平都能显著影响金融体系结构转变,德国的"莱茵模式"和日本的"法人资本主义模式"便是政府干预金融结构的典例(殷剑峰,2018)。此外,特殊历史背景、政治制度、文化认同以及社会结构、心理因素均被证明能够干预金融结构形态(Stulz & Williamson,2003;余静文、姚翔晨,2019)。

(三)金融结构是研究金融供给侧结构性改革的一个重要视角

关于如何以金融供给侧结构性改革来提升金融服务实体经济的效率和防范化解金融风险,金融结构理论是一个重要的研究视角。梳理金融结构理论发展脉络可以发现两个重要时间节点:一是20世纪60年代西方国家进入经济增长的"黄金期",金融结构理论应运而生;二是20世纪90年代全球面临金融危机多发期,金融结构理论研究骤然升温。事实上,金融结构对经济增长和金融风险的作用关系恰为金融结构理论的核心议题,从中可以引申出既有研究的两个基本立足点:金融结构的效率性和稳定性(陈雨露、马勇,2009)。学界多基于此展开有关银行主导型与市场主导型的二元金融结构孰优孰劣问题的探讨,其相关结论能够为我国金融供给侧结构的演化方向提供重要参考。

金融供给侧结构性改革的理论前提是"金融结构相关论",该理论与坚持"金融服务观"(financial services view)与"法律主导观"(legal-based view)的"金融结构无关论"相对应。虽然有不少研究(Beck et al,2000;Rioja & Valev,2012)并未从实证结果中发现金融结构影响经济增长的确切证据,也有研究(La Porta et al,1998)坚定地认为健全的法律体系才是金融功能有效发挥的重要保障,但由于金融结构无关论无法合理解释经济发展进程中金融结构的自然分化、变迁,因此该观点并未得到普遍赞同。戈德史密斯(Goldsmith,1969)通过对35个国家跨国面板数据分析得出,以金融相关比率(金融资产总价值/国民财富)度量的金融结构对经济增长具有显著正向关系,为"金融结构相关论"奠定了基础;此后大量研究(林毅夫等,2003;Luintel et al,2016)均佐证了该结论。事实上,仅凭直观的数据也能看出经济发展与金融结构的密切关系,如图1显示的是2017年世界主要国家(地区)以人均实际GDP水平衡量的经济发展水平与融资结构的关系。

金融供给侧结构性改革之所以意义重大,除了因为金融结构能直接影响经济增长的最终结果,还在于它将作用于实现经济增长的中间过程。金融的核心功能之一是实现跨期跨区跨产业的经济资源转移,金融结构是金融体系实现资源配置功能的重要载体。一方面,合理的金融结构能够优化产业资源配置,推动产业结构升级;另一方面,合理的金融结构能够缩小地区收入差距,利于经济均衡发展。就前者而言,刘晓光等(2019)将经济增长与经济波动置于产业资源配置的统一分析框架,运用OECD国家面板数据证明了市场主导型金融结构在促进资源优化方面更具比较优势。就后一方面来说,刘贯春、刘媛媛(2016)发现金融市场发展、直接融资比例提高能够显著改善地区内部与地区之间收入不平等现象;陶锋等(2017)跳出强调银行与股市比重关系的常规金融结构范畴,从金融供给的地理(空间)结构上另辟蹊径,发现合理的金融地理结构能够带动当地及邻近城市产业结构升级。金融结构不仅影响经济增长的内部环节,还可能影响货币政策等宏观经济的调控手段。例如,

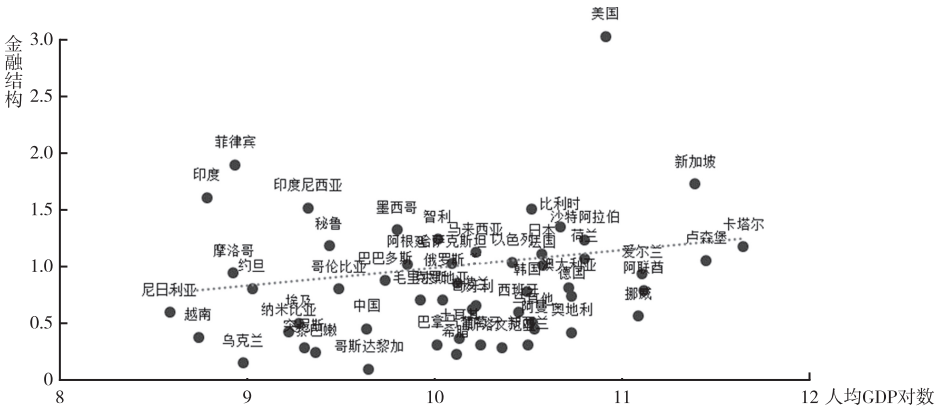

图 1　2017 年世界部分国家(地区)① 经济发展水平与金融结构分布

注:金融结构数据采用"股市市值/来自银行的私人信贷"指标计算而成,该指标数值越大,说明市场导向越明显。当然,该指标并未考虑债券市场规模等因素,因此可被视作简化指标。经济发展水平采用人均实际 GDP 的对数值衡量。

资料来源:世界银行的世界发展指标数据库(World Development Indicators Database,WDI)、金融发展与结构数据库(Financial Development and Structure Database,FDS)。

樊明太(2004)证实,金融结构变迁将显著改变我国货币政策工具传导路径与反应函数。当然,也有以欧盟国家为研究对象(Elbourne & Haan,2006),发现不同金融结构并未对货币政策传导产生差异化结果。

从相关实证文献看,市场主导型金融结构在推动技术创新、优化资源分配、引领产业升级、促进经济增长方面更有效率,"市场主导论"的推崇者认为这有赖于资本市场在信息获取、意见容错、风险分散、制度执行方面的比较优势。例如,在什么样的金融结构有利于技术创新这个问题上,不同类型的技术创新对两类融资方式的需求程度是不同的。盛斌、景光正(2019)发现,市场主导型金融结构能够通过人力资本提升和研发创新激励两条中介渠道显著提升一国在全球价值链中的地位,良好的契约环境将进一步放大这种促进效用。但是,"银行主导论"观点却认为,银行主导型金融结构在保持银企合作关系、分散跨期金融风险、动员居民参与储蓄等方面表现出色(Levine,2002),并表现出更为强劲的长期产出增长推动力。此类争论是把市场和银行视作拥有对立关系的竞争主体,以此判断二者的绝对优劣。"金融结构组合理论"却建议在资产证券化与资本化过程中市场与银行具有互补关系,二者共同进化(Langfield & Pagano,2016)。这一理论对区域经济协同发展尤为重要。例如,李健等(2012)通过构建技术演进模型,论证了市场导向型与银行导向型金融结构具有"互嵌"合作的必要与可能。

如果说以上从经济增长视角演化出的对于不同类型金融结构的优劣争辩偏于静态,那么"最优金融结构理论"为研究金融结构在经济发展过程中的动态变迁提供基本遵循。最优金融结构理论具有清晰完整的逻辑链条,概括来说就是不同经济发展阶段的经济结构对应不同的要素禀赋结构,内生决定其产业结构,产业中的经济主体进而形成一定的资金需求结构与风险偏好结构,从而决定了特定阶段特殊经济体的最优金融结构(林毅夫等,2009)。换言之,最优金融结构理论强调经济发展中要素禀赋结构的关键性以及动态过程中结构的适配性,这一结论得到了林志帆、龙晓旋(2015)以及张成思、刘贯春(2016)等大量实证检验的支持。与此同时,稳定性是金融结构的另一重要性质,围绕稳定性展开的有关金融结构与金融危机(风险)关系的研究起步较晚,有关结论也不统一。从静态

①本文所指国家,既包括国家也包括地区。文中不再专门说明。

比较看,陈雨露、马勇(2009)的实证结论支持金融市场稳定性处于绝对劣势,银行在经济发展中扮演“金融稳定器”的角色;金雪军、陈哲(2019)发现市场主导型金融结构更能维持货币国际化过程中的本币币值稳定;Baum et al(2011)认为,银行导向型金融结构虽有助于放松企业融资约束,长期却更易引发高杠杆风险;谭小芬等(2019)同样认为一国金融结构市场化程度高有助于非金融企业降低杠杆风险。从动态优化思路看,也有研究得出与最优金融结构理论相一致的结论。例如,范小云等(2011)指出,只要金融结构与金融发展水平相匹配,即金融发展水平较高的经济体选择市场导向型金融结构,金融发展水平较低的经济体选择银行导向型金融结构,金融危机的损失就会降低,经济复苏能力相应变强。

综上,具有丰富内涵的金融结构理论,一方面,证实金融结构通过对经济体自身要素禀赋结构、技术水平结构以及外部宏观调控政策效果施加影响,引导资源配置结构优化,推动产业结构升级,最终实现经济发展水平提升;另一方面,不同的金融结构在信息获取、制度建设、风险防范方面表现出的稳定性差异,实际上暗含着实体经济风险管控能力和危机发生概率。这些研究成果为我国推进金融供给侧结构性改革提供了有力的理论支撑,也决定了深化金融供给侧结构性改革需要兼顾完善金融服务和防范金融风险两个重点。

二、开展比较分析的维度及指标体系

金融供给侧结构性改革的目标:一是强化金融服务实体经济功能,特别是与经济高质量发展相适应;二是防范化解金融风险且重点是系统性风险。近年来,国内学者已经从定性角度详细阐述了金融供给侧结构性问题的一些表现,在现有研究的基础上,本文试图较为系统地比较分析和回答有关金融供给侧的结构性问题,这就需要借助量化指标分析与比较分析两类工具对我国宏观金融结构进行直观描述。

(一)金融结构的现实表现及比较分析框架

金融供给侧包括金融基础设施、金融机构、金融产品、金融服务、金融市场、金融监管等基本要素及相关制度安排,是金融实现交易促进、资源配置、风险管理和经济调节功能的主要依托(郑联盛,2019)。由于金融结构体现为金融要素内部的组成比例及要素之间的协调运作,因此有着较久的研究历史和丰富的现实表现。关于金融结构的划分,有的分为金融形式结构、金融机构结构、金融调节机制结构、金融从业人员结构、金融市场结构,也有的分为金融产业结构、金融市场结构、金融资产结构和融资结构等。总体上,这些纷繁迥异的金融要素结构共同构成一国多元化金融体系,对宏观经济运行产生重大影响。例如,证券市场中股市与债市的相对规模能够反映实体经济部门直接融资偏好,金融中介机构与证券市场的有机配合体现了一国金融结构的导向类型。

比较分析是为了从直观上找出金融结构现实表现的差异。不难发现,比较分析思想贯穿金融结构理论研究脉络。例如,“功能主义金融观”在对金融结构进行比较分析时就认为,由于金融功能相对稳定,而金融结构却偏于动态,因此金融功能重于金融机构的组织形态,有关金融结构的比较分析也应建立在金融功能发挥效果的基础之上。传统的比较金融体系框架从金融体系资源配置功能角度将金融功能思想具体化,其有关市场主导型与银行主导型金融发展模式的比较分析结果得到广泛认同。国内也有不少研究从金融功能的角度展开,从金融发展与结构特征、信息获得与处理能力、风险分担与管理、企业治理结构、金融基础设施、金融结构演变趋势等方面构建综合比较分析框架。例如,郑联盛(2019)等从金融功能角度对金融结构效率进行了比较分析。

基于金融功能的比较分析思路运用到我国金融供给侧结构性改革,从比较逻辑来看,金融的核心功能是为实体经济融注资金,融资结构体现了各经济部门直接融资与间接融资的比例。间接融资经由金融中介机构参与金融市场,金融机构结构反映间接融资结构;直接融资不借助任何中介直接

参与市场上的产品交易，股票、债券及衍生品的数量特征体现了产品的结构关系。因此，本文将立足于金融资源配置的基础功能，从融资结构切入分析，层层推进至对金融市场结构、金融机构结构及金融产品结构的分析。

在比较对象的选择上，为较为全面体现我国金融供给侧的结构表现，本文试图从两个维度进行分析，把国际比较对象重点分为两组：一组是美国、英国、日本、德国四个发达国家，它们不仅能够代表世界金融发展当前水平，同时也分别代表市场主导与银行主导两类金融结构模式的典例；另一组是世界银行最新公布的 2019—2020 财年国别收入水平分组中中等收入水平（包括中等偏高收入水平和中等偏低收入水平）国家（地区），并根据图 2 选择产业结构与中国相似的马来西亚、泰国、菲律宾、俄罗斯、哈萨克斯坦和埃及等六个发展中国家作为重点横向比较对象。与此同时，为更广泛了解世界各国金融结构的基本情况，对于一些不具有直接比较意义的国家（如作为发展中国家的毛里求斯、黎巴嫩、纳米比亚、哥斯达黎加等），也在数据可得的基础上在相关图中予以显示，但在比较分析时仍集中前两个维度。至于金融结构差异是否构成问题，需在金融供给侧结构性改革服务实体经济与防范化解风险的两大目标中做权衡。

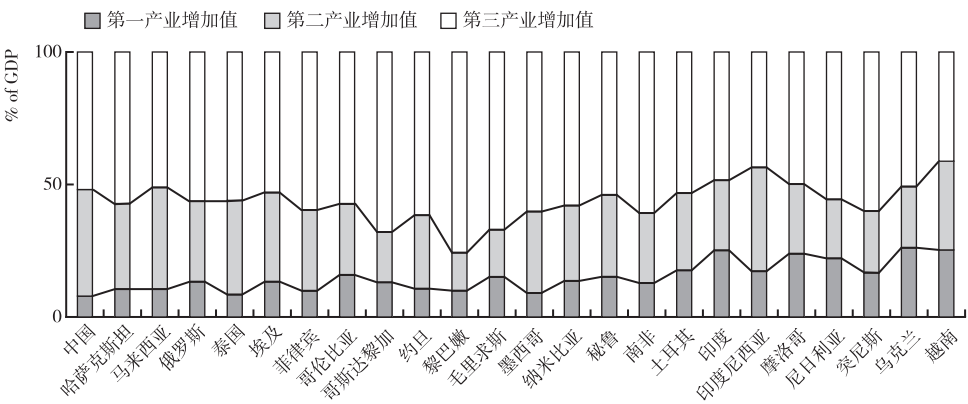

图 2　世界银行中等收入分组国家的产业结构（2017 年）

资料来源：WDI 数据库。

（二）比较金融结构框架的指标构建

毋庸置疑，对各类金融结构构建指标进行合理量化是金融结构理论研究的重要内容。Goldsmith（1969）通过构建金融相关比率、金融工具与金融市场份额比例等存量指标以及有关金融资产发行的流量指标，将金融结构大致分为三种基本类型来反映一国金融发展模式与水平。Levine（2002）从规模、效率和活力三个方面衡量金融结构的国别差异。李健、贾玉革（2005）设计了包含金融产业结构、金融市场结构、融资结构、金融资产结构、金融开放结构五个方面的金融结构分析指标体系。上述这些研究为之后有关金融结构的实证分析提供了基础。刘晓光等（2019）和盛斌、景光正（2019）等国内有关金融结构的前沿研究都在这些指标体系基础上，得出了对我国金融供给侧结构性改革富有参考价值的实证结果。遵循前述分析思路，本文选取经典文献中部分指标作为展开比较分析的依据（见表 1）。这些指标虽然无法展示金融结构全貌，但仍不失为一种简洁明晰、可观可比的分析工具。事实上，受数据可得性限制，这些指标也难以逐一进行量化和进行比较分析。

表 1　金融结构比较分析相关指标概览

结构类别	指标类型及主要指标	
金融发展水平	规模指标	（股市市值＋来自银行的私人信贷）/GDP

续表 1

结构类别	指标类型及主要指标	
金融发展结构	规模指标	股市市值/来自银行的私人信贷
		直(间)接融资增量/社会融资规模增量
		直接融资增量/间接融资增量
金融市场结构	深度指标	股票市场市值/GDP
		债券余额/GDP
		股票市场市值/债券余额
金融机构结构	深度指标	来自银行的私人信贷/GDP
		存款性银行资产/GDP
		非银行金融机构资产/GDP
		银行分支机构密度(每 10 万人)
		ATM 机密度(每 10 万人)
		信用卡/借记卡发卡率
		电子支付使用率
		手机支付使用率
		小微企业获得银行贷款率
		贷款申请驳回率
	行业结构指标	机构竞争度(H 统计量)
		机构集中度(前 5 大机构资产之和/金融机构总资产)
	开放度指标	外资机构数量比例
		外资机构资产比例
	稳定度指标	机构违约概率
		不良贷款率

资料来源:根据相关文献整理。

三、中国金融供给侧的结构及比较分析

(一)金融体系结构:直接融资与间接融资的关系

经济发展与金融结构的相关性是金融结构理论的研究焦点。融资结构作为各类金融结构的本体,在实践中表现为对直接融资与间接融资的依赖、使用程度不同。社会融资规模作为度量一定时期金融体系对实体经济资金供给数量的良好指标,其构成比例能够反映我国融资结构变化的基本情况。近年来,我国金融市场持续发育,直接融资在社会融资增量中的占比由 2002 年的 5%一度上升至 2016 年的 24%;然而到 2017 年,受监管趋严、利率波动、成本抬升等因素影响,这一比例再次回落至 7%的低位(图 3)。总体而言,间接融资仍是我国实体经济部门获取信用的主要渠道。

从静态比较结果看,图 4 展示了 2017 年我国与世界主要高收入国家金融规模与金融结构水平。与高收入水平国家相比,我国金融总量规模毫不逊色,金融规模与国内生产总值(GDP)之比不仅远超奥地利、爱尔兰以及德国等国家,甚至接近美国、日本、韩国及澳大利亚的水平。然而,对比金融结构,我国股市市值仅相当于银行私人信贷的 0.4 左右,与奥地利、马耳他、阿曼和巴拿马等金融规模较小的国家处于同一水平,同时低于多数高收入水平国家。

20 世纪 80 年代,全球范围掀起金融自由化的改革浪潮,资本市场快速发展,直接融资比重显著提升。从相关国家金融结构的演变看(图 5),中国、日本和德国的金融结构在研究区间内具有稳定的银行导向型特征,美国经历了由 20 世纪 70 年代间接融资水平稍占上风到如今极端的市场导向型融

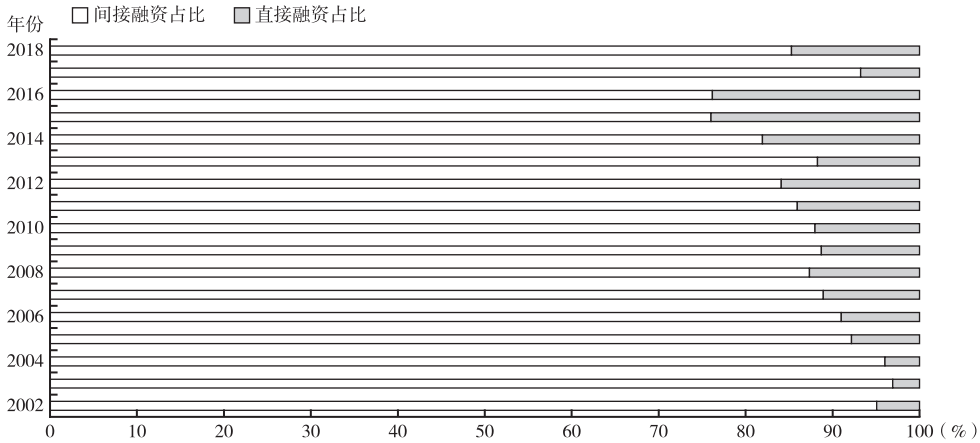

图 3　中国社会融资规模增量结构

资料来源：《中国统计年鉴 2019》。

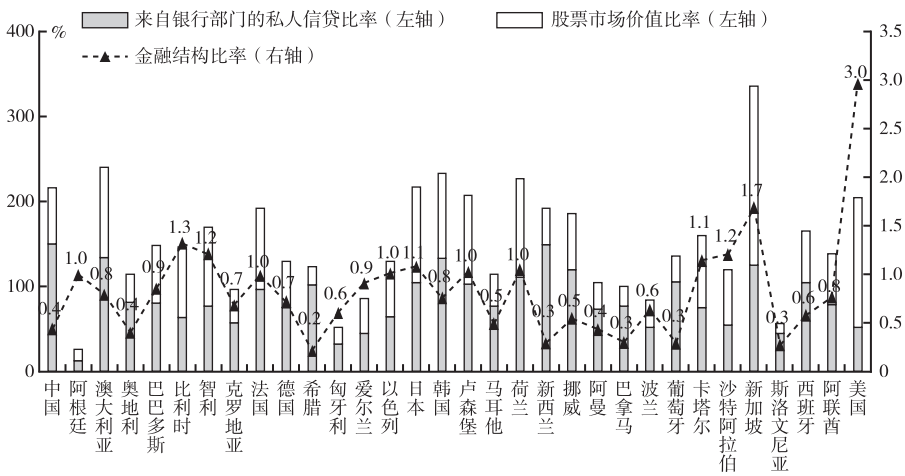

图 4　2017 年中国与主要高收入国家金融规模与金融结构

注：金融规模数据采用“股市市值/GDP＋来自银行的私人信贷/GDP”计算而成，金融结构数据由“股市市值/来自银行的私人信贷”计算得到。图 6 与此相同。

资料来源：FDS 数据库。

资结构的转变，英国股市市值与来自银行的私人信贷比值始终围绕 1 上下波动，因此可被视作一种相对的市场主导型金融结构，并且近年来向银行导向型结构转变的趋势愈发明显。从结构稳定性看，1997 年亚洲金融危机与 2008 年国际金融危机都造成 5 个国家金融结构发生波动，更准确地说，在经历金融危机之后金融体系结构都发生了一个短期逆转现象，这也验证了股票市场发展相对充分的发达经济体金融结构更具“弹性”（Allen et al，2012）的观点。

进一步比较中国与同等收入水平国家金融规模与融资结构，可以看出中国金融规模比重在所列出的同组别国家中处于领先水平，仅与南非存在明显差距（图 6）；结合部分中等收入水平国家的金融结构情况（图 7）还能够看出，与中国产业结构相近的哈萨克斯坦、秘鲁、俄罗斯和马来西亚展现出一种均衡型金融结构，即股票市场与商业银行在私人部门融资过程中“平分秋色”，但中国股票市场发育情况却远不及银行业，融资结构失衡的问题十分严重。

我国金融供给侧结构性失衡表现为一种全局性失衡，在区域融资结构中也有所体现。从东部、中部、西部和东北地区的结构来看，根据中国人民银行《2018 中国区域金融运行报告》，2017 年末，全

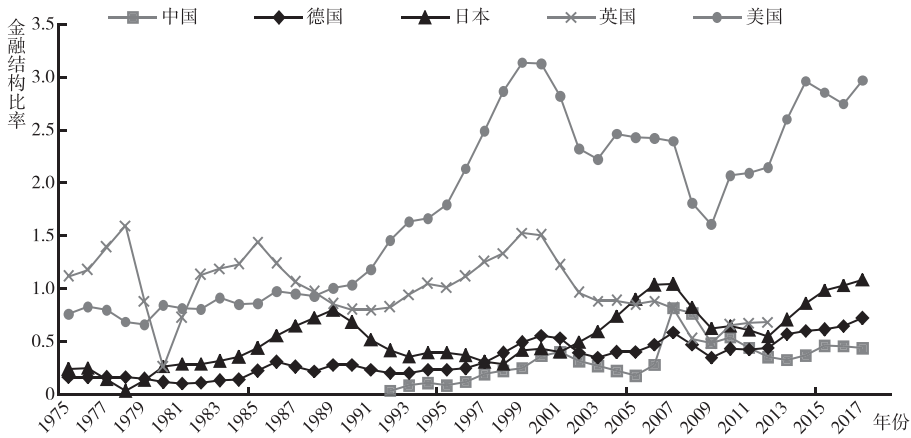

图 5　中国、德国、日本、英国、美国金融结构变迁

注:金融结构数据采用“股市市值/来自银行的私人信贷”指标计算而成。

资料来源:FDS 数据库。

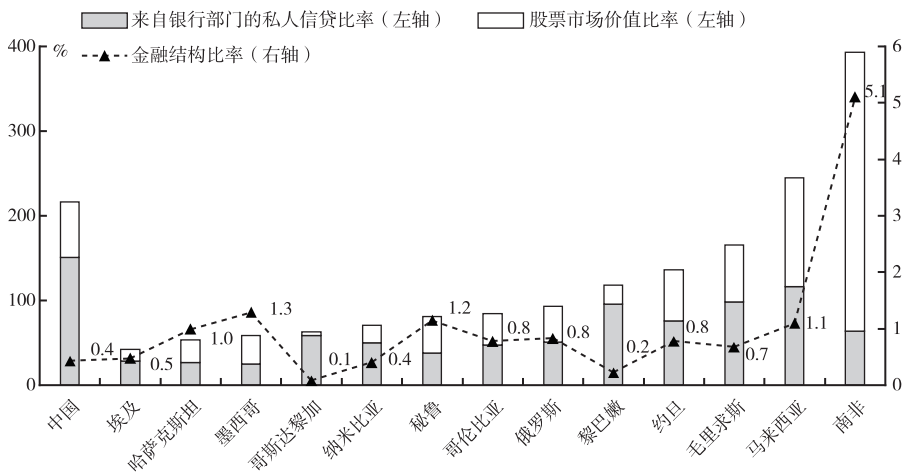

图 6　2017 年部分中等收入国家金融规模与融资结构

资料来源:FDS 数据库。

国社会融资规模存量为 174.6 万亿元,社会融资规模增量为 19.4 万亿元,东部和东北地区社会融资规模增量在全国社会融资规模增量中的占比分别为 53.9%和 4.4%,中部为 20.1%,西部为 21.6%。这意味着,东部地区以不到 40%的总人口占据了全国一半以上的金融资源,中部和西部地区各自以约 25%的人口分别获得 20%左右的金融资源,而占全国人口 8%的东北地区获得的新增社会融资不到 5%。从省市层面看,利用地区经济发展水平与金融结构的散点图(图 8)可以发现,北京地区社会融资规模中直接融资比例最高,上海、浙江等经济发达地区次之,多数地区直接融资与间接融资比例位于 0.1～0.3 之间。可以说,我国金融结构区域性失衡反映了我国区域经济发展不平衡的现实,在一定程度上也印证了金融结构理论的代表性观点:发达的金融市场往往与发达的经济发展水平相伴而生。

(二)直接融资体系结构:股权融资与债券融资的关系

股权融资与债券融资是直接融资的两类手段,金融市场是进行直接融资的重要载体。从发达国家直接融资结构的构成来看(图 9),除了英国表现为极端的股权融资导向外,德国、日本、美国三国债券融资与股权融资比例都大致相同,即债市股市发展相对均衡。比较而言,我国直接融资方式偏向股权融资,私人部门债券融资规模较小,这一现实一定程度上与“啄食顺序理论”相悖。然而与处于

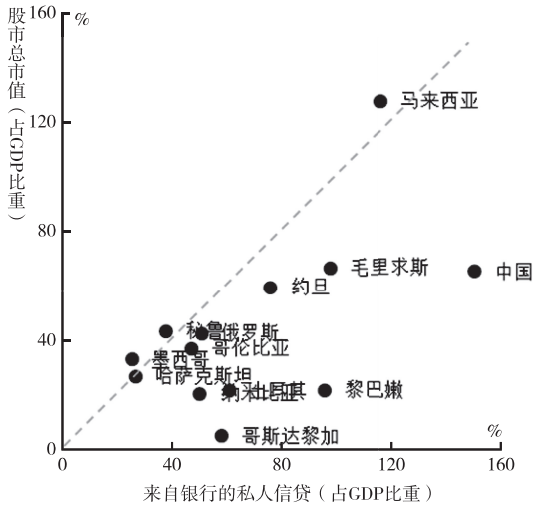

图 7　2017 年部分中等收入国家直接融资与间接融资规模对比

资料来源：FDS 数据库。

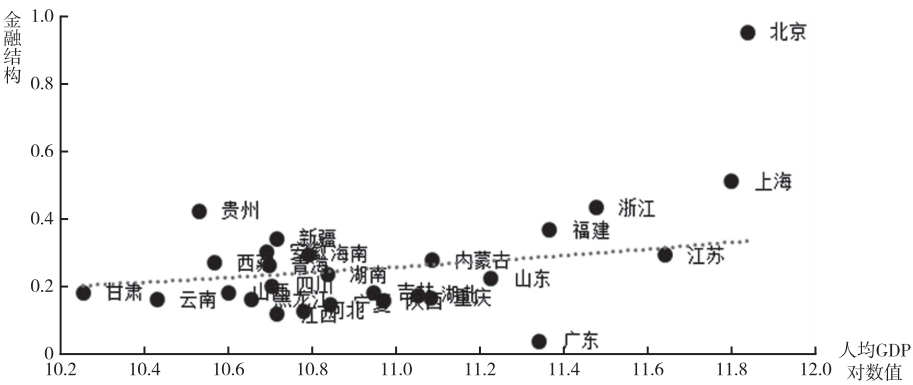

图 8　2017 年中国部分省（市）经济发展水平与金融结构分布

注：金融结构数据采用“直接融资/间接融资”计算所得。

资料来源：Wind、中国金融数据库。

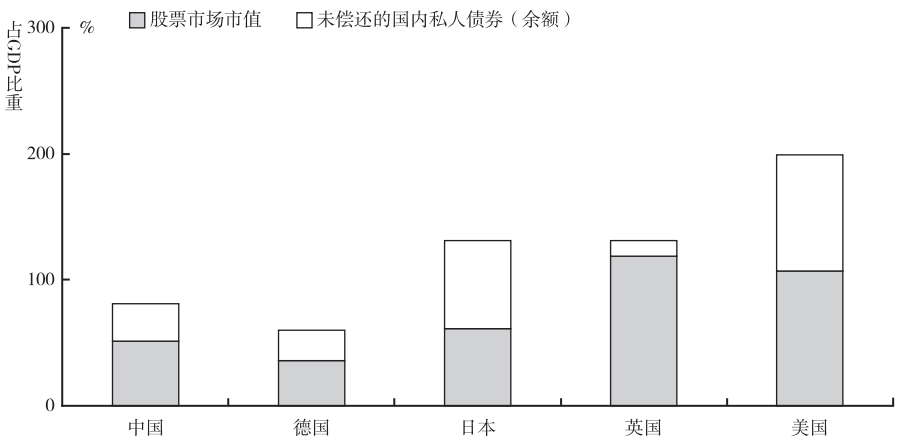

图 9　2011 年中国与德国、日本、英国、美国直接融资结构比较

资料来源：FDS 数据库。

相同收入水平、具有相似产业结构的国家相比,我国股市市值与未偿还的国内私人债券余额比例又显得相对均衡(图 10)。

从国内企业部门直接融资结构的变化来看(图 11),股权融资与债券融资比例在不同年份波动较大。例如,2007—2012 年,企业债券规模大幅攀升,债务融资模式很快取代股权融资成为直接融资的主流;2017 年"去杠杆""严监管"的政策导向又使得债券融资比例回落。这些现象一定程度体现了我国企业部门对于直接融资方式选择具有强烈的政策导向,同时也说明我国金融政策的稳定性和连续性需要进一步改进,金融市场发展的成熟度有待进一步提高。

在股权融资和债券融资中,还可延伸出股票市场与债券市场的结构问题。发展多层次股票市场、规范发展债券市场是我国资本主义市场发展的基本要求。从股票市场结构看,经过多年发展,我国已经建立了以主板、中小板、创业板和 2019 年 6 月新开板的科创板为主体的场内市场以及以全国中小企业股份转让系统(新三板)、区域性股权交易市场(新四板)、券商柜台交易市场(新五板)为主体的场外交易市场。从市场规模看,根据《中国证券监督管理委员会年报 2018》的统计,截至 2018 年底,我国交易所市值排名居全球第 2,仅次于美国。另外,截至 2019 年 10 月 31 日,上交所主板市值超过 32 万亿元,科创板达到 0.7 万亿元;深交所主板市值接近 8 万亿元,中小板市值超过 9 万亿元,创业板市值约 5.6 万亿元。日本股市结构与我国类似,截至 2019 年 9 月,日本股市二部股票(二板)

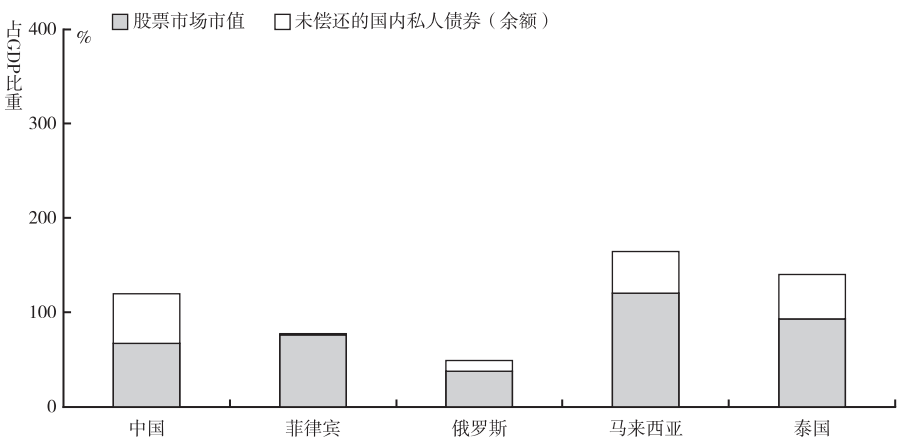

图 10　2016 年中国与同等收入国家直接融资结构比较

资料来源:FDS 数据库。

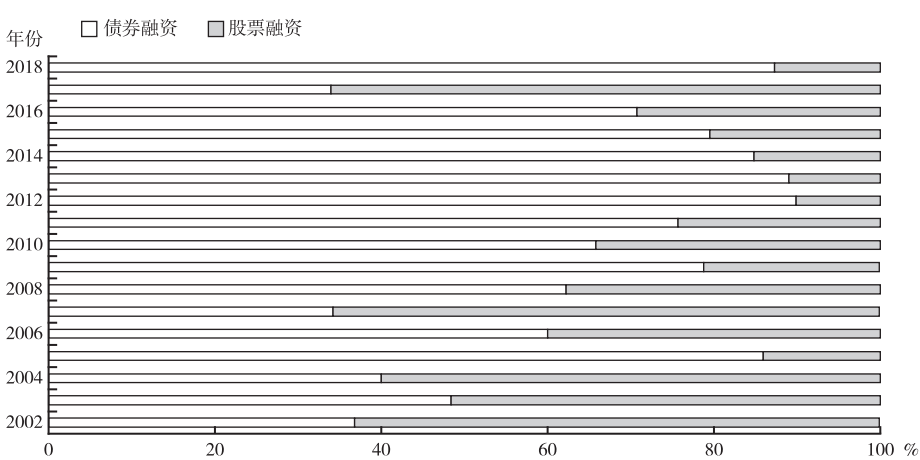

图 11　中国企业部门直接融资结构变化情况

资料来源:中国金融数据库。

和 Mothers(创业板)市值比例约占股市总市值的 10%,在市场结构方面与我国比较相似。在债券市场方面,我国银行间债券市场与交易所债券市场同样存在结构问题,如何实现融合发展也是学术界和实践部门一直在讨论的问题。

(三)间接融资体系结构:以银行为主的金融机构关系

对于银行导向型金融结构来说,银行是间接融资体系的命脉,事关间接融资乃至全社会融资的规模与效率。银行可得性指标反映了间接融资供给的"宽度",通常可分为业务办理服务、银行卡服务和电子支付服务等内容。从这三个方面对我国与高收入组别在个人层面的银行可得性结构进行比较可以看出(图 12):在业务办理服务可得性方面,无论是银行分支机构还是 ATM 机的人均密度,我国与发达国家相比都存在不小差距,当然其中存在我国对金融硬件服务基础设施需求人口过多这一因素的影响;在银行卡服务水平方面,我国借记卡和信用卡的持卡率均低于其他四个国家;在电子支付方面,我国电子支付使用率偏低,但手机支付转账率高于其他国家。

与发达国家相比,在行业结构方面,我国银行业集中度低于德国、日本、英国,银行业竞争度高于日本和美国,说明我国银行业相对更有"差异"、更有竞争活力;在开放结构方面,我国银行业开放水平较低;在风险结构方面,我国银行业违约概率适中,不良贷款率较低。虽然从统计数据看我国银行

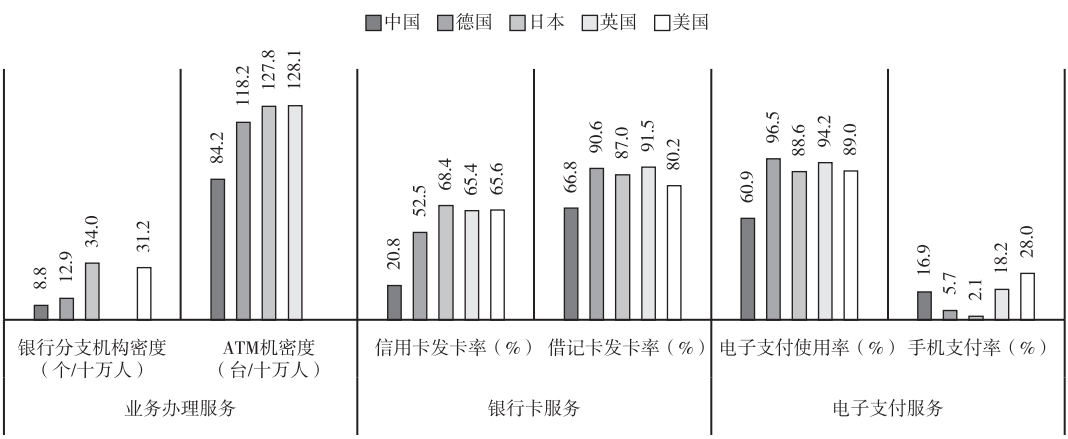

图 12　2017 年中国与发达国家银行可得性指标比较—个人层面

资料来源:国际货币基金组织全球金融发展数据库(Global Financial Development Database,GFD)、金融可得性调查数据库(Financial Access Survey Database,FAS)。

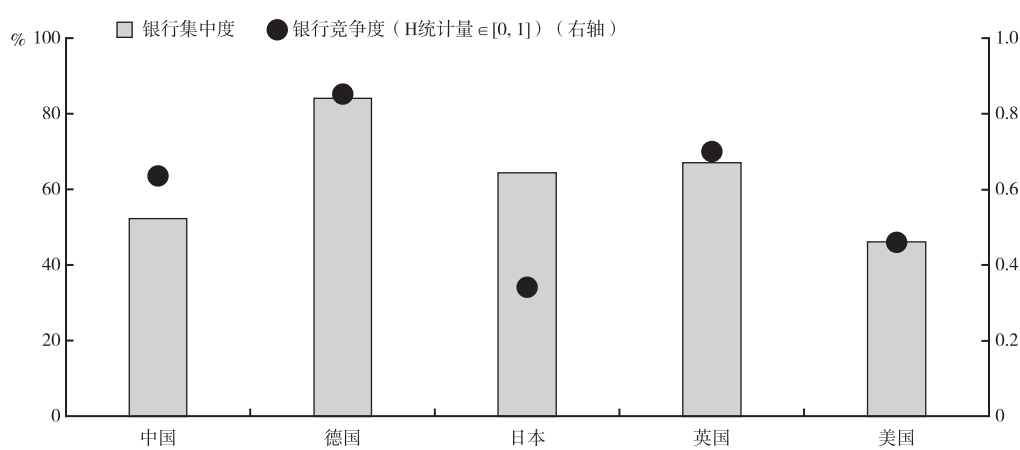

图 13　中国与发达国家银行业结构比较

注:由于无法获得近十年来同一年度下发达国家组别银行业结构的完整数据,因此该图展示的分别为 5 个国家 2017 年度的银行业集中度数据以及 2014 年度的银行竞争度数据。

资料来源:GFD 数据库、FAS 数据库。

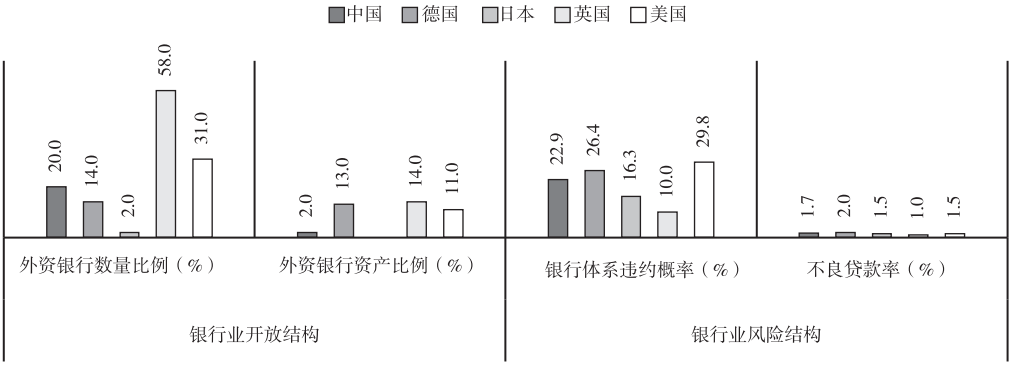

图 14　中国与发达国家银行开放结构、风险结构比较

注:由于无法获得近十年来同一年度下银行业开放结构与风险结构的完整数据,因此该图展示的分别为 5 个国家 2013 年度的外资银行数量与资产比例指标、2017 年度的银行体系违约概率指标以及 2015 年度的不良贷款率指标。

资料来源:GFD 数据库、FAS 数据库。

业集中度不高,但考虑到发达国家实行的是全能银行制度,对于银行业的竞争程度还值得进一步考察。当然,以银行为代表的金融服务业开放仍是今后一段时期金融开放的重点。

与同收入组别国家(地区)相比,一方面,我国银行业个人层面的各银行可得性指标在同等收入国家(地区)组别中居于前列,电子支付手段尤其是手机支付优势突出(图 15);另一方面,金融服务实体经济需要重点解决的问题之一就是缓解中小企业"融资难""融资贵"问题。与其他同收入水平国家相比,我国小微企业所获银行贷款比率不及哈萨克斯坦与马来西亚,但企业贷款驳回率与主观贷款困难度均处于低位。相较而言,埃及和泰国是所列示国家中最不易获得银行贷款的中等收入经济体(图 16)。进一步分析我国小微企业银行贷款的供给来源结构可以发现,近年来国有银行仍是小微企业贷款的供给主体,但所占比例逐年下降,对这一现象应该引起关注和警惕。理论上,关于缓解中小企业融资难和降低中小企业融资成本,通常有两个较为主流的观点:一是从规模的匹配性入手,大力发展各类小微金融机构;二是多种渠道、多种方式并举,实现供给的多元化。但事实上,疏解中小企业融资难题更应该发挥好大型商业银行的作用,特别是基于互联网、大数据等要素,商业银行信贷技术得以革新,大型银行基于自身雄厚的资金规模可充分利用技术进步,推动面向小微企业的"硬"信息信贷技术的发展,并在一定程度上实现对"软"信息信贷技术的替代和抵补。

与同等收入水平国家的银行业机构对比,在行业结构方面(图 17),我国银行集中度在所对比国家中处于中间位置,银行竞争度较低;在开放结构方面(图 18),我国银行业开放程度依然远远不及其他国家;在风险结构方面(图 18),虽然我国银行整体违约概率处于高位,但不良贷款率水平较低。这一对比结果再次提醒或者说明了我国金融供给侧结构性改革的一个重点是扩大金融业开放,这与近一年来金融改革的趋势是一致的。例如,2019 年 7 月 20 日国务院金融稳定发展委员会办公室就一揽子推出了 11 条金融业对外开放的措施。

(四)金融供给侧结构的比较结果分析

运用量化指标对我国与高收入水平国家及同等收入水平国家的金融结构进行比较,可以清晰看出我国金融结构的基本特征:在整体融资结构方面,跨国比较结果显示当前我国金融结构表现为极端银行主导型特征,金融市场虽经过多年发育但仍相对滞后,融资结构失衡问题较为突出,并且这种失衡在区域和省际层面也有较明显的表现;在直接融资结构方面,我国多层次资本市场体系已初具规模,然而债权、股权融资比例并不协调,不同类型市场之间的规模结构也存在失衡;在间接融资结构方面,我国以银行为主导的金融机构体系整体发育良好、风险可控,但在机构差异化、服务多样化等方面尚有不足;在金融开放方面,我国金融机构与资本市场开放水平相对滞后,要实现金融领域的高水平开放任重道远。

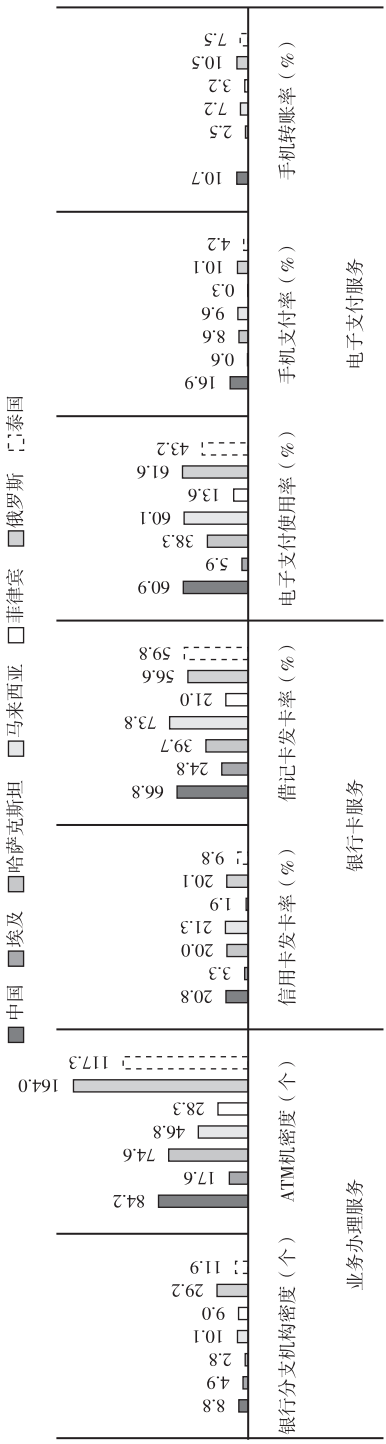

图 15　2017 年中国与同等收入国家银行可得性指标比较—个人层面

资料来源:GFD 数据库、FAS 数据库。

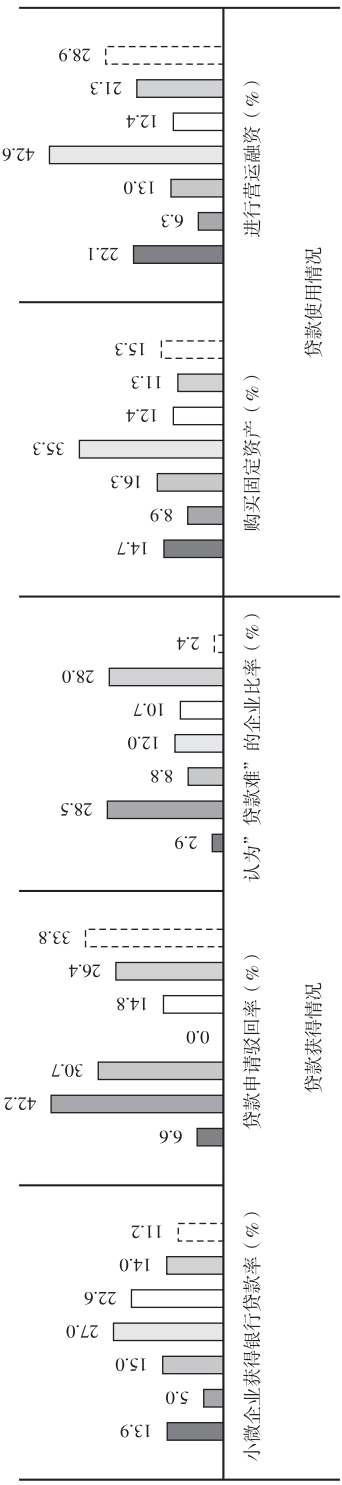

图 16　中国与同等收入国家银行可得性指标比较—企业层面

注:由于无法获得近十年来同一年度 7 个国家银行可得性指标—企业层面的完整数据,因此该图展示的分别为 2012 年度的中国、俄罗斯数据,2013 年度的埃及、哈萨克斯坦数据,2015 年度的马来西亚、菲律宾数据以及 2016 年度的泰国数据。

资料来源:GFD 数据库、FAS 数据库。

当前,我国金融供给侧的结构特征基本印证了供需逻辑下金融结构相关理论的观点。从形成机理看,中国金融供给侧的结构性特征及发展方向实际上体现了在既定历史条件、社会心理、传统文化因素下主导力量由政府向市场的让渡。新中国成立之初,确立了计划经济体制。此时,国家经济基础建设是资金主要需求方,而以中国人民银行为核心的非市场化"大一统"金融体系则在行政指令支配下,发挥了为国家经济建设目标统一调配信贷资金的职能。改革开放后至1993年,经济体制逐步转轨,金融调控由计划手段向市场化方向过渡,此时金融体系开始回归联结供需双方资金融通功能本位。这一阶段,银行体系率先开启由一元化向多元化转型的探索,成为企业部门主要融资来源;金融市场蹒跚起步。1994年金融改革后直至2002年,是社会主义市场经济体制确立与初步建设期,金融体制改革稳步推进。在以银行为代表的金融机构方面,机构类型全面分化,金融服务更加多样,重点风险得以处置,开放力度不断扩大,市场化运营步入正轨;在金融市场领域,沪、深交易所相继成立,主板市场试水运营,持有剩余资金的风险偏好者与作为融资人的大型企业分别"入市",直接融资

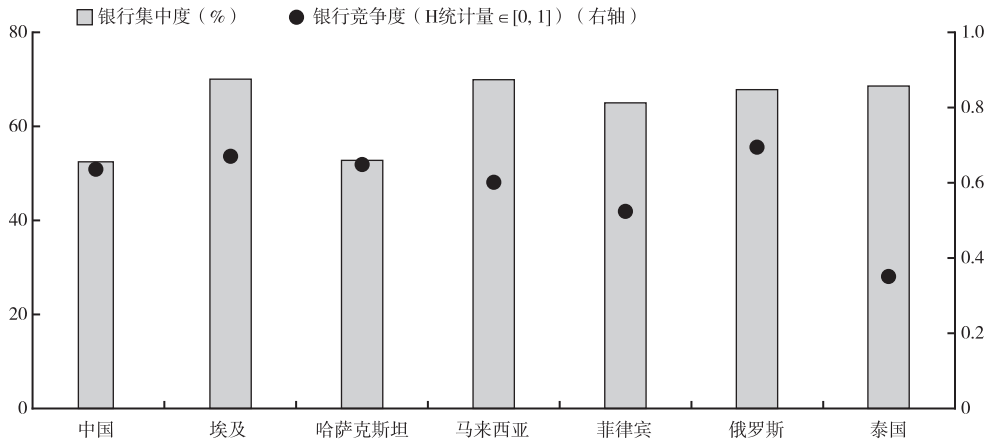

图17 中国与同等收入国家银行业结构比较

注:由于无法获得近十年来同一年度同等收入组别银行业结构的完整数据,因此该图展示的分别为7个国家2017年度的银行集中度数据以及2014年度的银行竞争度数据。

资料来源:GFD数据库、FAS数据库。

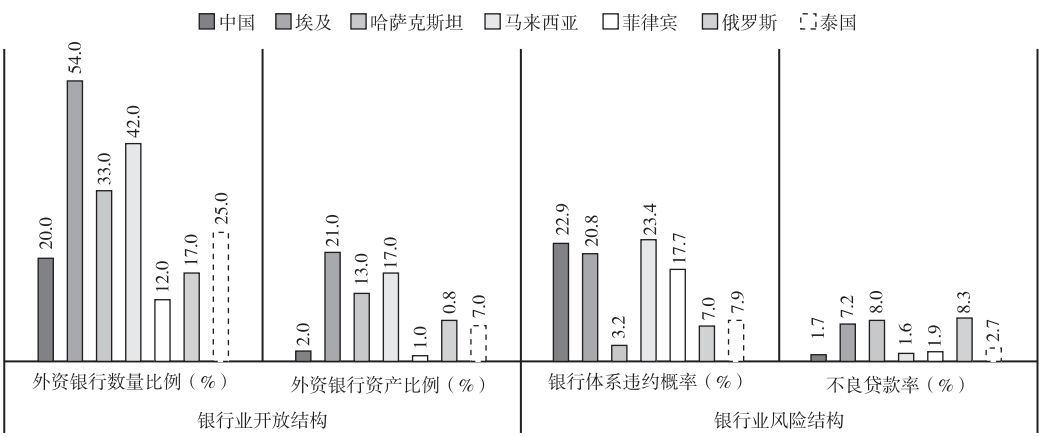

图18 中国与同等收入国家银行业开放结构与风险结构比较

注:由于无法获得近十年来同一年度银行业开放结构与风险结构的完整数据,因此该图展示的分别为7个国家2013年度的外资银行数量与资产比例指标、2017年度的银行体系违约概率指标以及2015年度的不良贷款率指标。

资料来源:GFD数据库、FAS数据库。

方式渐入大众视野。此后,中国金融发展在市场化经济体制改革浪潮下步履稳健,作为间接融资重要载体的银行业彻底完成银行业结构由一元化向二元化再到多元化的关键转型,形成层次清晰、机构齐全、产品多样、服务多元、监管有序的结构体系;作为直接融资场所的金融市场向纵深发展,活力持续激发,与银行体系共同为实体经济注入不竭动力。党的十八大以来,金融改革进一步深化,金融开放向高水平迈进,对金融与实体经济的关系形成了更加深入全面的认识,也由此迈出了金融供给侧结构性改革的步伐。

本文认为,推进金融供给侧结构性改革的一个重点方向是提高直接融资特别是股权融资比重。2015 年以来,受到股票市场剧烈波动和去杠杆等政策的影响,直接融资在金融结构中的占比波动较大,但无论如何,相比实体经济日益增长、更加多样化、更富个性化的金融需求,直接融资发展水平偏低是不争的事实,直接融资占比需要进一步提高。提高直接融资占比,既符合降成本等供给侧结构性改革的要求,与落实创新驱动战略和振兴实体经济的要求也内在一致。降成本的一个重要内涵是降低企业的财务成本,其中,规模最大的就是银行利息以及贷款过程中发生的各种费用。可以说,在商业银行主导的融资结构下,实体部门高企的杠杆率、难以降低的成本与金融部门的快速增长其实是同一枚硬币的两面。解决这些问题,最重要的抓手就是大力发展直接融资特别是不同形式的股权融资。同时,振兴实体经济的关键是创新,但无论是实施创新驱动战略还是践行“大众创业、万众创新”,都需要进一步丰富直接融资工具。因为,创业创新具有高度的不确定性,以商业银行为代表的间接金融不可能完成这一任务。构建有利于创业创新的投融资体系,需更进一步拓宽直接融资渠道,不断完善多层次资本市场建设。

四、结论与建议

资金是实体经济的血脉,金融供给侧结构性改革是以供给侧结构性改革为主线的全面深化改革的重要组成部分。本文紧紧围绕金融供给侧结构性改革这一主题,从金融结构理论的视角入手,一方面,回顾总结金融供给侧结构性改革的主线和研究角度,指出从形成机理来看,金融结构的形成、变迁是市场力量、政府力量与社会环境多重因素共同博弈的结果;从影响表现看,金融结构作用于经济增长与经济稳定两个方面;从最优化角度看,银行主导型与市场主导型金融结构各有利弊,能够与经济体特定经济发展阶段相适应、在“稳增长”与“防风险”间实现平衡的金融结构即不失为相对最优化金融结构。另一方面,通过比较发现当前我国金融供给侧总量相对充沛,结构存在失衡,“治本之策”正是系统化推进金融供给侧结构性改革。因此,必须深刻把握金融供给侧结构性改革服务实体经济、着眼精准供给、防范化解风险、推动改革开放的重要内涵,立足当前实际,走出一条有中国特色的金融高质量发展之路。

第一,不断优化金融体系结构,稳步提高直接融资特别是股权融资比重,增强金融服务实体经济能力。近几年,我国非金融企业境内股票融资占社融总额比重一直低于 5%,既不利于激励创新创业,也不利于降低和稳定总体杠杆率。要构建风险投资、银行信贷、股票市场、债券市场等全方位、多层次的金融服务体系,推动金融结构与服务模式朝着有利于鼓励创新、创造、创意的方向转变。完善资本市场制度建设,强化信息披露和监管,建立严格的退市制度。平衡好经济增长与风险防范的关系,牢牢守住不发生系统性风险的底线。

第二,持续深化金融机构体系和金融市场体系的市场化改革。在金融机构体系改革方面,坚持以构建多层次、广覆盖、有差异的银行体系为目标,积极发挥大型银行“头雁效应”,引导股份制银行多元化经营,助力中小金融机构立足地方,激励各类金融机构积极开发个性化、差异化、定制化的金融产品,以打造结构清晰、各有所长、优势互补、良性竞争的金融机构体系服务格局。在发展资本市场方面,坚持以建设规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场为目标,稳步推进创业板和新三板改革,把握住科创板改革契机,以创新发展作动力,切实提高直接融资尤其是股权融资对实体经济发展的影响力。

第三,精准定位金融服务领域,不断创新金融服务模式。要围绕建设现代化经济的产业体系、市场体系、区域发展体系、绿色发展体系等提供精准金融服务;对那些符合国家产业发展方向、主业相对集中于实体经济、技术先进、产品有市场、暂时遇到困难的民营企业要进行重点支持;稳步增加制造业中长期融资,引导资金投向供需共同受益、具有乘数效应的先进制造、民生建设、基础设施短板等领域。当前,科技金融、数字金融等新兴金融服务模式不断涌现,在给传统金融机构带来挑战的同时也蕴含着巨大机遇。各类金融机构都要在确保金融体系运作安全、可靠、高效的基础上,探索大数据等先进技术手段与金融硬件基础设施、金融产品的耦合模式,推出更多能够有效满足经济发展需求的个性化、定制化金融服务。

第四,扩大金融业高水平对外开放,这是实现金融强国目标的必由之路。坚持稳中求进总基调,牢牢把握对外开放主动权,兼顾各领域改革开放进展,使金融开放与经济改革相配合,妥善处理好金融服务行业开放与金融市场开放之间的关系。在金融服务业领域,银行业、保险业和证券业三大行业应相互借鉴、共同促进,缩小行业开放结构的不平衡。在资本市场开放进程中,稳步推进人民币国际化和汇率形成制度改革进程,协调好与国内金融改革的关系,把握好开放的时机与节奏,妥善应对当前国际金融市场与世界经济领域的风险与不确定性。

参考文献:

陈雨露 马勇,2009:《金融体系结构与金融危机》,《金融评论》第 1 期。

樊明太,2004:《金融结构及其对货币传导机制的影响》,《经济研究》第 7 期。

范小云 肖立晟 方斯琦,2011:《危机损失、经济复苏与金融结构比较——什么样的金融体系更能摆脱危机》,《当代经济科学》第 2 期。

金雪军 陈哲,2019:《货币国际化、金融结构与币值稳定》,《国际金融研究》第 9 期。

李健 范祚军 谢巧燕,2012:《差异性金融结构"互嵌"式"耦合"效应——基于泛北部湾区金融合作的实证》,《经济研究》第 12 期。

李健 贾玉革,2005:《金融结构的评价标准与分析指标研究》,《金融研究》第 4 期。

林毅夫 孙希芳 姜烨,2009:《经济发展中的最优金融结构理论初探》,《经济研究》第 8 期。

林毅夫 章奇 刘明兴,2003:《金融结构与经济增长:以制造业为例》,《世界经济》第 1 期。

林志帆 龙晓旋,2015:《金融结构与发展中国家的技术进步——基于新结构经济学视角的实证研究》,《经济学动态》第 12 期。

刘贯春 刘媛媛,2016:《金融结构影响收入不平等的边际效应演化分析》,《经济学动态》第 5 期。

刘晓光 苟琴 姜天予,2019:《金融结构、经济波动与经济增长——基于最优产业配置框架的分析》,《管理世界》第 5 期。

盛斌 景光正,2019:《金融结构、契约环境与全球价值链地位》,《世界经济》第 4 期。

谭小芬 李源 王可心,2019:《金融结构与非金融企业"去杠杆"》,《中国工业经济》第 2 期。

陶锋 等,2017:《金融地理结构如何影响企业生产率——兼论金融供给侧结构性改革》,《经济研究》第 9 期。

王广谦,2002:《中国金融发展中的结构问题分析》,《金融研究》第 5 期。

杨子荣,2019:《企业盈利能力、金融竞争程度与最优金融结构》,《世界经济》第 6 期。

殷剑峰,2018:《比较金融体系与中国现代金融体系建设》,《金融评论》第 5 期。

余静文 姚翔晨,2019:《人口年龄结构与金融结构——宏观事实与微观机制》,《金融研究》第 4 期。

张成思 刘贯春,2016:《最优金融结构的存在性、动态特征及经济增长效应》,《管理世界》第 1 期。

郑联盛,2019:《深化金融供给侧结构性改革:金融功能视角的分析框架》,《财贸经济》第 11 期。

Allen, F. et al(2012), "Financial crisis, structure and reform", *Journal of Banking and Finance* 36(11):2960－2973.

Baum, C. et al(2011), "The impact of the financial system's structure on firms' financial constraints", *Journal of International Money and Finance* 30(4):678－691.

Beck, T. et al(2000), "Finance and the sources of growth", *Journal of Financial Economics* 58(1):261－300.

Demirgüc-Kunt, A. & V. Maksimovic(2002), "Funding growth in bank-based and market-based financial systems: Evidence from firm-level data", *Journal of Financial Economics* 65(3):337－363.

Elbourne, A. & J. de Haan(2006), "Financial structure and monetary policy transmission in transition countries",

Journal of Comparative Economics 34(1):1—23.

Goldsmith, R. W. (1969), *Financial Structure and Development*, Yale University Press.

La Porta, R. et al(1998), "Law and finance", *Journal of Political Economy* 106(6):1113—1155.

Langfield, S. & M. Pagano(2016), "Bank bias in Europe: Effects on systemic risk and growth", *Economic Policy* 31(85): 51—106.

Levine, R. (2002), "Bank-based or market-based financial systems: Which is better?", *Journal of Financial Intermediation* 11(4):398—428.

Luintel, K. et al(2016), "Financial development, structure and growth: New data, method and results", *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money* 43:95—112.

Rioja, F. & N. Valev(2012), "Financial structure and capital investment", *Applied Economics* 44(14):1783—1793.

Song, F. & A. Thakor(2013), "Notes on financial system development and political intervention", World Bank Policy Research Working Paper, No. 6350.

Stulz, R. & R. Williamson(2003), "Culture, openness and finance", *Journal of Financial Economics* 70(3):313—349.

Structural Problems in and Reform Suggestions on the Supply Side of Finance

——A Comparative Analysis from the Perspective of Financial Structure

ZHAO Ruizheng[1] WANG Wenhui[2] WANG Chaoyang[3]

(1. Shanxi University of Finance and Economics, Taiyuan, China;

2. University of Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China;

3. Chinese Academy of Social Sciences, Beijing, China)

Abstract: Deepening supply-side structural reform of financial sector is the basic principle of financial work in the future. Starting from the perspective of financial structure, this paper discusses the main line and theoretical basis of financial supply-side structural reform, and makes a comparative analysis of the actual performance of China's financial supply-side structure from a quantitative perspective. On the whole, China's financial structure is still extremely dominated by banks. China's multi-level capital market system has begun to take shape, but the imbalance of internal structure of each sub-market is emerging. China's banking dominated financial institution system is generally well developed and risks are controllable, but there is still much room for improvements in institutional differentiations, service diversifications, and so on. The extent of opening of financial institutions and capital markets in China is relatively lagging behind, and the overall opening of finance still has a long way to go. In the future, we should adjust and optimize the structure of financial system, accurately position the field of financial service, prevent and resolve financial risks, expand the extent of opening up of the financial industry, innovate the financial service mode, take multiple measures to guide the financial industry to return to its original duty of serving the real economy, and walk out the path of financial development with Chinese characteristics.

Keywords: Supply Side of Finance; Structural Reform; Financial Opening up; Comparative Analysis

(责任编辑:陈建青)

(校对:何 伟)