

中国虚拟经济与实体经济背离： 现状、影响与治理分析

张 鹏¹, 李芳芳², 施美程³

(1 中国社会科学院 经济研究所, 北京 100836; 2 北京林业大学 经济管理学院, 北京 100083;
3 天津社会科学院 数字经济研究所, 天津 300191)

[摘 要] 虚拟经济与实体经济的协调发展对新时代中国经济高质量发展转型具有重要意义。但近年来实体经济过早过快下降和虚拟经济持续攀升, 使得虚拟经济与实体经济发展背离现象明显。二者背离导致实体经济部门融资成本居高不下, 并且实体类民营企业融资成本显著高于实体类国有企业, 侵蚀了实体经济部门特别是实体类民营企业价值创造能力。同时, 虽然虚拟经济规模较大但内部结构性缺陷也较为明显, 即以银行为主的间接融资体系占据主导, 而证券等直接融资体系居于次要地位, 使得虚拟经济发展并不能满足经济转型需求和解决广大中小实体企业“成长的烦恼”。本文最后根据中国现阶段虚拟经济与实体经济发展与转型现实, 提出应同时借鉴德国模式和美国模式, 建立富有韧性、虚实协调的以现代银行行为主的间接融资体系与发掘和支持创新的证券市场为主的直接融资体系的双层次金融架构, 不断提升虚拟经济服务实体经济发展能力, 加快推动中国向创新型国家转型。

[关键词] 虚拟经济; 实体经济; 融资成本; 双层次金融架构

[中图分类号] F269.24

[文献标识码] A

[文章编号] 1008-4479 (2025) 03-0096-12

DOI:10.16444/j.cnki.cn33-1228/d.2025.03.009

2023 年 10 月召开的中央金融工作会议指出, 坚持把金融服务实体经济作为根本宗旨, 疏通资金进入实体经济的渠道, 这一论断充分彰显了现代金融对实体经济高质量发展的基础和支撑性作用。从世界经验看, 产业结构转型遵循从农业向工业、工业向服务业不断升级的路径。不过, 也可能正是过度关注产业梯次

升级方向而忽略梯次升级接续问题, 使得产业向高质量转型并不顺畅。比如在向后工业化转型中出现的过早去工业化问题以及制造业占 GDP 比重早熟型下降问题容易使经济增速下滑^[1]。由于增长减速和实体经济回报率下降, 虚拟领域发展迅速。虚拟部门日益脱离实体经济发展而过度膨胀, 最终可能出现类似于一些

[收稿日期] 2024-08-28

[基金项目] 国家社会科学基金项目“人口老龄化影响产业结构的机制、效应与对策研究”(20BRK026)

[作者简介] 张 鹏 (1984—), 男, 山西长治人, 经济学博士, 中国社会科学院经济研究所经济增长研究室副主任、副研究员, 中国社会科学院上市公司研究中心副主任, 主要研究方向为经济增长与资本市场;
李芳芳 (1987—), 女, 山东聊城人, 经济学博士, 北京林业大学经济管理学院副教授、硕士生导师, 主要研究方向为产业经济学;
施美程 (1977—), 女, 天津人, 经济学博士, 天津社会科学院数字经济研究所副研究员, 主要研究方向为人口经济与数字经济。

国家发生的实体经济萧条、产业空心化以及贫富差距拉大和社会撕裂等现象。特别是 2008 年国际金融危机冲击更加加剧了业已存在的实体经济和虚拟经济的失衡问题。发达国家为应对金融危机推出了一系列宽松政策,宽松释放的流动性更多流入了虚拟经济领域,与以股市为代表的虚拟部门“狂欢”形成鲜明对比的是发达国家实体经济恢复缓慢、产业链稳定性、完整性和安全性受到严重冲击。同时,国际金融危机和新冠疫情以来释放的巨额流动性所致的较为全面的通货膨胀以及宽松政策退出带来的利率上涨都将会转化为实体经济更高的成本,为后续实体经济恢复蒙上阴影。因此,参照发达国家经验,大力推进实体经济与虚拟经济协同发展,对新时代中国经济高质量转型和产业发展与安全具有重要的现实意义。本文首先基于中国 2013 年至 2022 年中国上市公司微观主体数据对实体经济与虚拟经济背离现状进行了分析;其次,进一步分析了虚拟经济过度发展对实体经济所具有的危害;再次,虽然虚拟经济过度发展但内部结构性缺陷仍然明显,这种结构性缺陷严重影响了虚拟经济支持实体经济发展和转型的需要;最后,本文提出我国应同时借鉴德国模式和美国模式,建立富有韧性、虚实协调的以现代银行为主的间接融资体系,发掘和支持创新的以证券市场为主的直接融资体系的双层次金融

架构,进一步增强虚拟经济与实体经济发展的协同性以及服务赋能实体经济发展和转型的能力。

一、实体经济与虚拟经济发展背离现状

关于实体经济的定义,黄群慧将实体经济分为三个层次。其中最内核层为制造业,第二层为制造业加上农业、建筑业和制造业除外的其他工业,第三层为第二层内容再加批发零售、交通运输、住宿餐饮及除去房地产和金融外的其他服务业^[2]。显然构筑实体经济的核心为制造业部门,只有基底稳定才能对外层其他产业发展形成支撑和辐射。本文对实体经济的界定就以此为据,以制造业作为实体经济部门进行分析。

(一) 实体经济过早过快下降

从实体经济发展看,本文梳理了“十五”时期以来发展规划对制造业的关键论断(见表 1)。从中发现历次规划都将发展制造业作为重点工作,其论述的不断改变也表明了我国制造业发展规模的壮大以及技术水平的不断提升,而且制造业发展超出了自身视阈,其反哺现代农业、促进与现代服务业深度融合以及信息化、数字化等新科技革命成果应用都有了巨大进步,以制造业为代表的实体部门发展在国民经济格局中居于核心地位。但最新的“十四五”规划建议中相关论述的最大特征在于首次提及“保持制造业比重基本稳定”这一新论断。

表 1 历次发展规划中制造业论述亮点

时期	制造业论述亮点
“十五”发展规划	大力振兴装备制造业。
“十一五”发展规划	发展先进制造业、提高服务业比重;加快发展先进制造业;广泛应用高新技术和先进适用技术改造提升制造业;发挥制造业对经济发展的重要支撑作用;着力振兴装备制造业。
“十二五”发展规划	提升制造业核心竞争力;改造提升制造业,发展先进装备制造业;打造一批具有国际竞争能力的先进制造业基地;促进生产性服务业与先进制造业融合。
“十三五”发展规划	深入实施《中国制造 2025》,以提高制造业创新能力和基础能力为重点,推进信息技术与制造技术深度融合,促进制造业朝高端、智能、绿色、服务方向发展,培育制造业竞争新优势;加快发展新型制造业。
“十四五”发展规划	保持制造业比重基本稳定;推动先进制造业集群发展;推动现代服务业同先进制造业、现代农业深度融合;促进农业、制造业、服务业、能源资源等产业门类关系协调。

资料来源:作者根据历次发展规划整理。

这一则说明中国大规模工业化已经结束,工业化基本完成,中国已经步入后工业化时期^[2],制造业规模必然随着产业结构向后工业化时期转变而出现一定程度下降;另一则也反映了我国制造业比重下降过快引起了关注,“过早去工业化”“过度去工业化”现象引发担忧^[3],过早和过快显然不能用正常产业结构调整来解释。图1显示了中国工业和制造业比重在2006年分别达到42.03%、32.45%的顶峰后持续下降。特别是2011年后,工业和制造业比重下滑过快,十年间我国工业和制造业比重分别下降九个百分点和近六个百分点,如果进一步下降,势必造成产业“空心化”和产业链条出现“间断点”,对我国产业升级和安全、就业稳定以及经济高质量发展造成负面影响。

(二) 虚拟经济持续快速攀升

与制造业等实体部门下滑形成对比的是,金融业等虚拟经济部门在近十年得到了快速扩张。首先,从货币化率看,虚拟经济的过度繁荣与货币、金融资本密切相关,其与相对宽松的货币环境和充裕的流动性联系较为紧密,更与全球四十年来虚拟经济整体扩张大背景有直接关联。图2中为中国M2与GDP的比重变化,总体发现中国货币化率不断上升,而且货币化率变动与货币政策直接相关。货币政策宽松年份货币化率增长加快,货币政策从紧年份货币化率就会下降和调整;其次,从金融化率

看,无论是单独的金融业还是包含金融业和房地产业在内的“泛”金融等虚拟经济形式都经历了扩张趋势。从图3可以看到,改革开放以来“泛”金融部门变化大致经历了三个阶段。第一阶段为改革开放初期至1990年的快速增长期,其在国民经济中比重快速上升,而且这一阶段占比快速上升主要由金融部门占比增长所致。第二阶段是20世纪90年代平稳期,对金融业的改革导致金融部门主要以深度调整为主,金融部门占比总体保持稳定甚至小幅下降。第三阶段为新世纪以来房地产和金融双部门的快速扩张,其结果就是“泛”金融部门占比不断提高,2023年在国民经济中占比达到13.83%,21世纪以来扩张近一倍。最后,从证券化率看,其反映了上市公司证券市值与GDP的比率,这一指标经常被学界和业界用来衡量证券市场是否存在泡沫及对虚拟经济发展趋势进行跟踪。从图4看,中国证券化率虽然波动较大但依然保持了较为明显的上升趋势。所以,无论从货币化率、金融化率还是证券化率看,中国虚拟部门在近十年都经历了较为明显的扩张趋势,虚拟部门和实体部门的失衡得到验证。

(三) 实体经济与虚拟经济收益“倒挂”

上文从宏观上展示了实体经济与虚拟经济“一降一升”的强烈对比,可以推断在微观上实体经济部门与虚拟经济部门也必然呈现

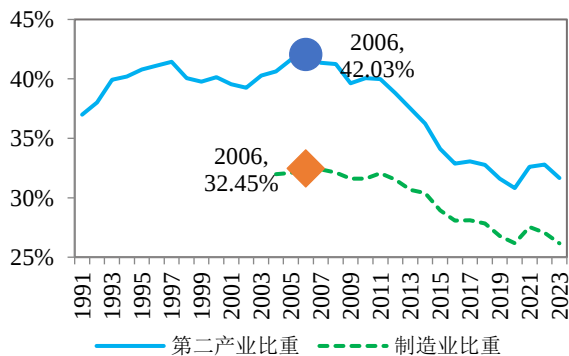


图1 中国第二产业与制造业占比变化

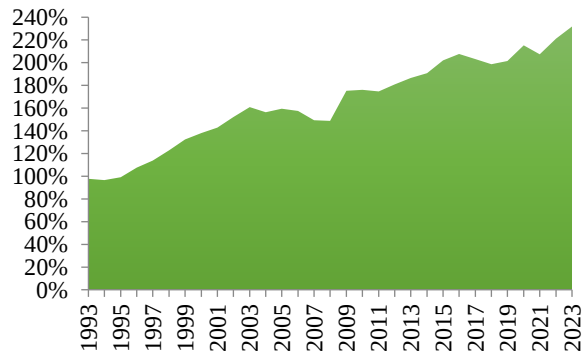


图2 中国货币化率

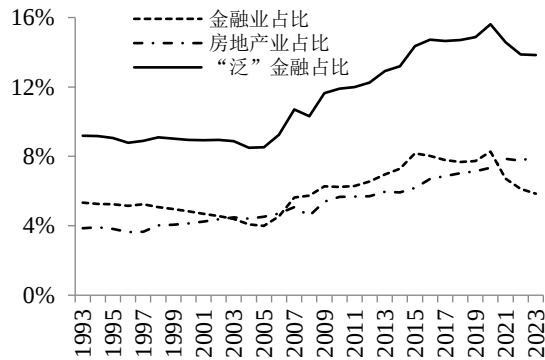


图 3 中国金融化率

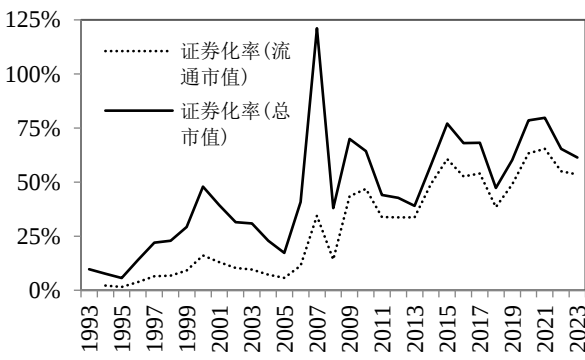


图 4 中国证券化率

天壤之别。这里将视角转向微观上市公司主体，由于企业是宏观经济的细胞和社会主义市场经济主体，其对于实体经济和虚拟经济的动态变化必然“春江水暖鸭先知”。而反映在企业经营、投资和筹资决策中，从微观企业运营

变化可以捕捉到实体经济所属企业与虚拟经济所含企业方方面面之差异，为宏观上实体经济与虚拟经济相背离提供更详细的微观证据。表 2 是根据 2013 年至 2022 年中国 A 股制造业和金融业上市公司数据计算的财务指标。归

表 2 中国虚拟部门与实体部门收益情况对比（单位：亿元）

金融业	利润总额	总量净利润	扣非净利润	平均利润	平均净利润	平均扣非净利润
2022 年	29041	24447	23568	236.11	198.75	191.61
2021 年	26351	22100	21291	214.24	179.68	173.09
2020 年	25919	21742	20634	214.21	179.68	170.53
2019 年	22959	18786	18113	189.75	155.26	149.69
2018 年	22827	18401	17686	188.65	152.07	146.17
2017 年	21659	17197	16125	179.00	142.12	133.26
2016 年	23218	17856	16918	191.88	147.57	139.82
2015 年	20473	15755	14910	169.20	130.21	123.22
2014 年	18046	13983	13108	149.14	115.57	108.33
2013 年	15607	12107	11182	128.99	100.06	92.41
制造业						
2022 年	21671	18107	14370	6.10	5.09	4.04
2021 年	15928	13152	9822	4.48	3.70	2.76
2020 年	12278	9955	7695	4.40	3.57	2.76
2019 年	12642	10262	7971	4.53	3.68	2.85
2018 年	12272	10184	7823	4.40	3.65	2.80
2017 年	8682	7040	5532	3.11	2.52	1.98
2016 年	6196	4922	3347	2.22	1.76	1.20
2015 年	6149	4994	3724	2.20	1.79	1.33
2014 年	5734	4670	3395	2.05	1.67	1.22
2013 年	4696	3749	2631	1.68	1.34	0.94

注：总量为A股全部上市公司相关财务指标加总计算而得，而平均为全部上市公司相关财务指标加总除以公司数量而得。

纳起来可以发现如下事实。第一，2013 年至 2022 年金融业和制造业经营成果都实现了较快增长，以扣非净利润为例，总量上 2013 年和 2022 年金融业分别为 11182 亿和 23568 亿、制造业分别为 2631 亿和 14370 亿。应该说随着供给侧结构性改革推进和制造业创新能力增强，制造业经营成果效率实现较快提升。第二，虽然制造业经营成果实现较快增长，但考虑到其数量众多且经营成果总量较低，以金融业为代表的虚拟部门利润仍然占据大头，虚拟经济部门“食利者”特征较为明显。因此，传统上虚拟经济部门依赖实体经济部门而生，虚拟经济应当在国民经济中占据次要地位，但从中国实际看，进入后工业化时期，伴随着实体部门的调整现代服务业壮大，客观上有利于金融业等虚拟部门扩张，但虚拟部门扩张迅速、实体部门收缩过快，虚拟部门经营续优、实体部门经营羸弱，虚拟部门持续占优、实体部门差距悬殊却对经济高质量转型和产业结构持续高级化形成负面影响。其原因主要在于目前实体经济部门进入后工业化时期经济减速调整 and 传统制造业回报率下降，但虚拟经济部门较高的利润必然进一步削弱实体部门的价值创造能力，长此以往必然导致实体部门进一步收缩。

二、虚拟经济过度繁荣对实体经济的危害

上文分析发现中国实体经济与虚拟经济背离现状明显，实体类上市公司收益无论从规模还是平均水平上都与虚拟类上市公司差距明显。中国虚拟经济发展总体呈现规模大、利润高等“食利者”特征，并且虚拟经济在进入后工业化时期后经历了快速扩张。而实体部门在进入后工业化时期后呈现规模虽然扩大但利润较低的特征，“只长骨头不长肉”。实体经济与虚拟经济失衡会对实体企业价值创造能力和核心竞争力形成危害。

（一）虚拟经济过度繁荣导致实体部门较高的融资成本

由于虚拟经济依赖实体经济而生，其业务总量、业务模式、业务对象、业务创新等都与实体经济发展息息相关，本质上虚拟经济部门发展过快一方面与实体经济过度繁荣所要求的金融服务提高相关，但另一方面也与其过度发展对实体经济的“挤出”有关，导致实体经济不振甚至萎缩。由于金融部门的收益主要产生于借贷息差以及其他金融服务，而金融部门的服务对象主要是实体部门，因此金融部门收益较高必然对应实体部门较高的成本，特别是融资成本。表 3 使用上市公司历年财务费用与带息债务^①之比来衡量融资成本，可以发现自

表 3 中国制造业上市公司运营情况

制造业	融资成本占比 (%)	平均人工成本 (元)	期间运营成本 占比 (%)	毛利率 (%)	净资产收益率 (%)	总资产收益率 (%)
2022 年	2.200	27114	7.700	20.800	11.000	5.400
2021 年	2.800	23405	8.800	21.300	9.400	4.600
2020 年	3.400	23006	10.100	21.800	8.500	4.100
2019 年	3.200	19949	10.000	22.100	9.600	4.600
2018 年	3.400	17827	12.000	22.000	10.700	5.100
2017 年	3.900	14753	12.400	21.600	8.800	4.100
2016 年	3.100	11633	12.300	20.500	7.400	3.400
2015 年	3.900	9979	11.700	19.700	8.900	3.900
2014 年	4.100	8614	11.000	19.000	9.600	4.200
2013 年	3.600	7276	10.300	19.500	8.700	3.800

注：平均人工成本为应付职工薪酬/员工总数。期间运营成本占比为消费费用和管理费用之和与营业收入之比。

2013年以来制造业融资成本基本都在3%以上。随着中央加大金融赋能实体经济力度,2021年和2022年融资成本出现明显下降,制造业上市公司净资产收益率和总资产收益率都获得了不同程度的提高。值得注意的是,疫情后人工成本和其他期间运营成本的上涨都将对实体经济恢复形成“挤压”,融资成本适度下降能一定程度减轻上市公司所面临的压力。考虑到上市公司都还是规模较大、竞争力较强的市场主体,可以推断一些中小实体类企业在疫情后恢复更是需要政策支持,这也是保市场主体的应有之义。

(二)“虹吸效应”加剧民营和中小企业融资难融资贵

党的二十大报告指出,强化企业科技创新主体地位,营造有利于科技型中小微企业成长的良好环境,中小微企业是我国建设创新型国家和做大做优实体经济的主要主体。但由于中小微企业一般都是民营企业,如何畅通民营企业融资通道,不仅关系到大多数专精特新类企业生存发展,更对我国创新发展具有重要意义。我们在上文分析虚拟经济过度繁荣导致实体经济融资成本较高基础上,进一步从所有制融资便利获得差异视角出发,来探讨因不同所有制导致企业间融资成本差异对不同所有制实体企业的差异影响。一些学者认为我国民营企业受到融资歧视,相对于国有企业的融资能力差异已经达到了很高的程度^{[4][5]},严重阻碍了从生存向R&D投入和竞争力提高的升级。然而,作为受到融资偏爱的一方,首先,国有企业具有优先获得银行信贷且享受着较低利率的先天优势^[6];其次,国有企业与政府和其

他国有企业之间更为密切的联系以及彼此之间的信用背书所具有的信息对称优势使得国有企业能够更加便利地获取资金,地方政府有很强的动机通过干预银行的信贷决策给国有企业提供贷款支持就是表现之一^{[7][8]}。

显然,不同所有制企业间存在的融资能力差异将一方面使得国有上市公司不仅能够优先融到资,还会因为较低的融资成本造成国企高杠杆率,并加剧金融资源错配,进一步挤压民营企业创新研发投入,导致民营企业转型升级困难。另一方面,由于很多国企能够低成本获得信贷资源,通过并购、新建等形式扩大规模,无形中造成一部分无效投资和产能过剩,此外还可能通过手上的廉价资金向民营企业借贷或投资,加剧公司金融化步伐、脱实向虚,无疑也长期削弱公司核心竞争力。那么国有企业和民营企业的融资费用是否差异较为明显?表4为不同所有制企业融资成本情况,依据表4结果我们可以把中央国有企业、地方国有企业和集体企业统一纳入国企范畴。其中有两个较为引人注目的现象。第一,民营企业无论横向还是纵向比较,融资成本几乎都处于最高水平,多年融资成本都超过4%。第二,平均而言,民营企业的融资成本处于最高水平,高于地方国有企业或中央国有企业等国企样本。可见民营企业生存较为困难,负担依然较重,融资难、融资贵等问题没有得到根本缓解。融资问题得不到根本改善的情况,必然对民企创新投入造成负面影响。因此,国有企业巨大的“虹吸效应”使得民营企业融资难的问题更加雪上加霜,也会对其创值效率和创新能力造成负面影响。

表4 不同所有制企业融资成本占比(单位:%)

所有制类型	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	平均
中央国有企业	3.181	3.717	3.967	3.357	3.268	3.254	3.157	2.714	2.403	2.179	3.120
民营企业	3.911	4.283	3.706	3.127	3.933	3.480	3.677	4.069	3.449	2.393	3.603
地方国有企业	3.592	3.822	3.751	3.290	3.352	3.489	3.243	3.025	2.885	2.521	3.297

资料来源:WIND金融资讯。

（三）虚拟经济过度繁荣使实体部门价值创造能力下降

上文发现虚拟经济繁荣导致实体经济部门特别是实体部门民营企业样本融资成本居高不下，但受规模、投入差异等影响，依然无法精确把握实体经济部门和虚拟经济部门上市公司的经营绩效，也无法对其价值创造能力差异进行准确判断。站在所有者角度，上市公司价值创造主要是使投资者即股东的投资得到持续的回报，所有者资产（权益）产生的利润越多越好，我们这里使用以分析净资产收益率（ROE）闻名的杜邦方法对上市公司价值创造能力及其影响因素进行层层分解，比较上市公司净资产收益率变化及其原因。

首先以上市公司净资产收益率为核心，利用各主要财务比率之间的内在关系，对企业财务状况及盈利能力进行综合评价^②。参考文献的

一般处理，删除了各行业的 ST、*ST 类股票，具体计算结果如表 5 所示。净资产收益率 a 和净资产收益率 b 的区别在于前者分子为扣除非经营性损益的净利润，而后者分子为净利润。众所周知，价值创造能力一方面是说明上市公司具有盈利能力，另一方面更要强调其持续性。随着经济进入后工业化时期及国家大力推动供给侧结构性改革，部分产能过剩行业持续亏损，为了防止 ST 或退市，一些企业可能通过非经常性损益对净利润进行调整，以使财务报表达达到正常上市要求。这些非经常性损益来源通常有处置资产、关联交易、债务重组、企业重组、资产置换以及其他营业外收入与支出。显然这些利得或损失具有偶然性和不确定性，无法构成上市公司正常经营收入来源和持续经营的价值基础，因此很多不具备持续经营能力的上市公司可能有净利润，但无法为股东持续创造价

表 5 中国金融业和制造业上市公司创值能力差异及影响因素分析（单位：%）

金融业	净资产收益率	净资产收益率	总资产收益率	资产负债率	资产周转率	所得税率	税费率
2022 年	9.700	10.100	0.900	90.700	3.800	15.800	19.800
2021 年	9.800	10.100	0.900	90.900	3.900	16.100	22.000
2020 年	10.600	11.100	1.000	90.900	4.000	16.100	22.000
2019 年	10.700	11.100	1.000	91.400	3.900	18.200	21.500
2018 年	11.600	12.000	1.000	91.700	3.900	19.400	19.700
2017 年	11.800	12.600	1.000	92.000	3.900	20.600	16.600
2016 年	14.100	14.900	1.200	92.100	4.400	23.100	17.400
2015 年	15.100	16.000	1.200	92.500	4.300	23.000	18.000
2014 年	16.200	17.300	1.200	93.000	4.200	22.500	17.800
2013 年	15.800	17.100	1.200	93.200	4.100	22.400	18.700
制造业							
2022 年	8.800	11.000	5.400	51.000	73.400	16.400	15.200
2021 年	7.000	9.400	4.600	51.300	68.100	17.400	17.400
2020 年	6.600	8.500	4.100	52.200	70.800	18.900	18.300
2019 年	7.500	9.600	4.600	52.600	72.600	18.800	20.200
2018 年	8.200	10.700	5.100	52.600	71.100	17.000	18.800
2017 年	6.900	8.800	4.100	53.500	67.000	18.900	20.400
2016 年	5.100	7.400	3.400	54.200	69.700	20.400	18.500
2015 年	6.700	8.900	3.900	55.700	76.200	18.800	15.800
2014 年	7.000	9.600	4.200	55.900	81.800	18.500	9.900
2013 年	6.100	8.700	3.800	55.400	83.400	20.100	8.200

值。因此,通过扣除非经常性损益后净资产收益率的分析才能更加证明企业价值创造能力的强弱。从表5可以发现,实体经济与虚拟经济部门上市公司价值创造能力存在巨大差异,横向看历年虚拟部门上市公司扣非净资产收益率、净资产收益率和总资产收益率都高于实体经济部门。以扣非净资产收益率为例,2022年金融业和制造业上市公司扣除非经常性损益后的净资产收益率分别达到9.9%和8.8%。虽然近年来国家强力推进金融去杠杆和化解金融风险等重大任务、金融业影子银行收缩、表外进表内、通道业务和违规信托整治等举措,使得金融业服务实体经济的能力有所增强,也让金融业净资产收益率经历了不断下降趋势(表5第二列),但是横向看依然高于实体部门。从资产负债率和资产周转率看,金融业和房地产业具有高杠杆和低周转属性,因此金融业和房地产业资产负债率和资产周转率分别高于和低于制造业具有合理性。

三、虚拟经济部门内部结构缺陷分析

整体而言虚拟经济过度繁荣造成了虚拟经济规模畸高、虚拟经济利润占据主导、实体经济融资成本居高不下以及实体经济类企业价值创造能力下降等问题,虚拟经济内部结构性缺陷是导致上述问题的主要原因之一。内部结构的不合理,以银行为主的间接融资体系占据主导,以证券等直接融资体系支撑经济转型和创新明显不足。工业化时期规模化和标准化的生产和需求特征使得间接融资体系能够为快速追赶提供可靠的资金来源,而后工业化时期差异化创新和个性化、定制化需求需要以直接融资为主的多层次资本市场体系提供融资支持。而差异化创新以及符合个性化、定制化需求的创新型企业由于风险高和抵押物不足等使得以银行为主导的间接融资体系不愿提供融资支持,融资难融资贵问题没有得到根本缓解。因此,现阶段看虚拟经济内部以银行为主的间接融资体系占据主导而以证券市

场为特征的直接融资体系处于从属地位的结构性缺陷使得虚拟经济支持实体经济发展不足,资金更多游离于虚拟经济内部而无法到达实体经济部门。

从发达国家经验看,以证券融资为主的直接融资体系是促进创新活动和提高企业核心竞争力的重要组成部分。从表6可以看出,中国目前融资结构依然以间接融资体系为主,直接融资体系中股票融资所占比重非常低。一方面,这会导致企业融资成本较高,大量中小企业不得不依靠影子银行等体系高成本获得资金,较高的利息费用吞噬了企业净利润从而对创新投入造成负面冲击;另一方面,可能最重要的是已有的融资结构不能满足创新的风险与收益相匹配的特征,使得支持创新的资金投入较少。一般而言,创新的风险较高,而以银行贷款为代表的间接融资体系一般要对项目的未来现金流有比较明确的预期,相应地它们不太愿意将资金贷给有风险的创新项目。当然,从结构上讲,这样的融资体系也符合工业化时期中国创新的基本特征,也最能挖掘工业化规模化、短平快的收益。但随着中国经济向后工业化时期转型,差异化创新和多样化创新占据主导,中小企业的创新主体地位愈发重要,以间接融资体系为主的融资结构不符合新时代转型发展的要求。

另外,从中国银行类上市公司与证券类上市公司的对比中也可以发现,无论是绝对规模还是相对规模银行都牢牢占据主导地位,其庞大的规模、畸高的利润以及依靠抵押物授信的经营模式,必然会加剧资源向银行聚集和分配中向大中型等抵押物良好的企业倾斜。特别是受内外部环境变化冲击,使得民营企业 and 中小企业经营存在一定困难,获得银行信贷资源可能需要付出更高的风险溢价。图5进一步从收益率视角比较了证券和银行的净资产收益率差异,虽然银行的净资产收益率自2013年以来趋于下降,但仍然高于证券业以及实体制造业。

表 6 中国不同融资渠道融资规模占社会融资规模的比重（单位：%）

年份	人民币贷款占社会融资规模比重	企业债券融资占社会融资规模比重	非金融企业境内股票融资占社会融资规模比重
2002	91.900	1.800	3.100
2003	81.100	1.500	1.600
2004	79.200	1.600	2.400
2005	78.500	6.700	1.100
2006	73.800	5.400	3.600
2007	60.900	3.800	7.300
2008	70.300	7.900	4.800
2009	69.000	8.900	2.400
2010	56.700	7.900	4.100
2011	58.200	10.600	3.400
2012	52.100	14.300	1.600
2013	51.350	10.460	1.280
2014	59.440	14.740	2.640
2015	73.140	19.080	4.930
2016	69.860	16.850	6.970
2017	52.930	2.390	3.350
2018	69.670	11.700	1.600
2019	66.010	12.670	1.360
2020	57.460	12.750	2.560
2021	63.600	10.480	3.940
2022	65.340	6.410	3.670
2023	62.450	4.570	2.230

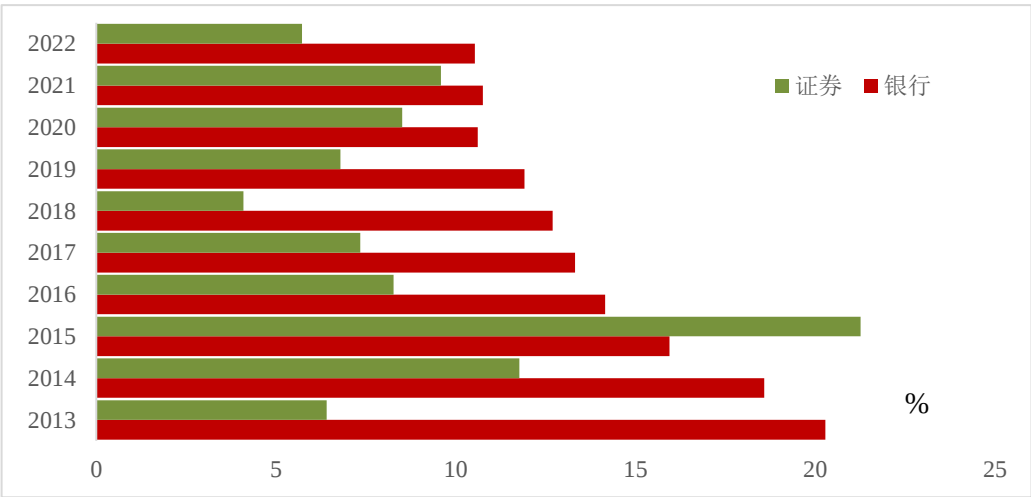


图 5 银行业与证券业历年收益率对比

不过，值得欣喜的是，随着资本市场改革开放措施深入推进，多层次资本市场体系建设正蹄疾步稳地向前推进。通过回顾历史和总结现有演进可以发现，以直接融资为主的金融市

场结构极大推动了美国科技创新。以直接融资为主导的市场结构才能聚集各类风险投资和加快创新生态完善。创投资金追求高风险高收益的投资模式，加大对各类初创型企业的投

资,这与颠覆式创新的高风险高收益特征完美匹配,初创企业在获得风险投资后进行颠覆式创新,推动中国科技特别是第四次互联网技术革命新成果加速推广应用,5G、移动互联网、物联网、大数据、人工智能技术都离不开包括风险投资在内的直接融资体系的支持。但显然,中国金融业要真正实现支持和引领实体经济发展和创新的功能要求还有较长的路要走。

四、建设双层次金融架构增强虚拟经济服务实体经济的能力

随着中国经济步入后工业化时期,制造业比重必然在深度调整中有所下降。“十四五”规划中提出“保持制造业比重基本稳定”说明需要扭转制造业比重过快下滑态势。这一方面要防止虚拟经济过度繁荣掏空实体经济发展根基,另一方面更需要采取措施对虚拟经济发展进行干预、引导和改革,使得虚拟经济发展不仅要服务实体经济发展,更要在发掘新技术、新业态、新模式等“三新”和培育专精特新类中小企业方面更具前瞻性、先导性,协同推进中国经济向更高质量转型,对接产业链安全、自主和可控之需。向高质量转型具有长期性和接续性,长期性说明虚拟经济支持服务实体经济转型具有同步性和可持续性,而接续性说明虚拟经济能够促进工业化时期制造业规模扩张、后工业化时期制造业向高精尖转型。从目前中国经济转型现实看,我国应同时借鉴德国模式和美国模式,建立富有韧性、虚实协调的以现代银行为主的间接融资体系与发掘和支持创新的证券市场为主的直接融资体系的双层次金融架构。这种制度安排一方面兼顾了中国工业化过程中与日德相似银行体系发挥重要作用的历史,同时也必须承认通过建立富有韧性、与实体经济协调发展的银行体系能够促进成熟期(后端)实体企业发展。另一方面也要考虑工业化完成后供给侧向高精尖转型和需求侧个性化定制化需求崛起所要求的新技术、新业态和新模式必需证券市场等风险

资本的支持,强化对企业发展早期、初创期(前端)的挖掘和支持。因此,建立双层次金融架构、构建中国现代金融体系,要进一步推动多层次资本市场建设,设立更加灵活、多元的板块,增强市场的包容性和多样性,同时要大力发展衍生品市场,加快衍生品监管相关制度建立,推动股票、债券和衍生品市场的协同发展,提高金融市场的深度和广度。建立双层次金融架构,构建中国现代金融体系要充分借助现代金融科技手段,鼓励数字化支付、区块链等技术的应用,提升金融服务效率和与实体经济衔接效率。通过构建一个更为全面、灵活和创新的中国现代金融体系,提高金融市场的发展水平,促进实体经济健康发展。当然,这也是防止脱实向虚、稳定实体经济比重和促进虚拟经济与实体经济协调发展的根本之策。这一体系将从根本上增强虚拟经济服务实体经济的能力,促进虚拟经济与实体经济在动态调整中实现均衡和协调发展,加快建设金融强国。

(一) 约束虚拟经济无序扩张,增强实体经济活力和效率

坚持虚拟经济服务实体经济定位,将虚拟经济业务限定于与实体经济发展相融的范围之内,将虚拟经济业务限定在监管框架之中。虚拟经济业务发展提倡适度创新同时防止过度创新、过度包装、过度超前和所谓“金融创新”。如果脱离实体经济根基,只会加速资金脱实向虚、资金游离于实体经济循环体之外,越来越多的业务脱嵌于现有监管框架。虚拟经济可以在实体经济发展基础上加快金融创新步伐,以便更好地服务实体经济发展,但无序扩张和盲目提供高风险、高收益产品只会加速分流居民储蓄渠道,这无疑会减少资金流入实体和推高实体企业特别是中小企业融资成本。同时,从根本上讲,约束虚拟经济无序扩张的关键还是增强实体经济活力效率,实体经济始终处于国民经济主体地位,可以更好约束虚拟经济脱离实体经济无序发展。我国经济向后工

业化时期转型后经济增速下降,实体经济在经济下行区间也会遭遇回报率下降难题。资金用脚投票的结果必然是进入虚拟经济领域以博得高收益,进入实体经济的资金必然少而且成本高,因此只有在采取政策措施保持实体经济基本稳定下继续推动实体经济向高精尖方向转型,提高实体经济竞争力,才能更好地约束虚拟经济无序扩张。

(二) 建立与产业深度关联的现代银行制度,将金融发展与产业扩张深度绑定

日本、德国在工业化和后工业化时期成功转型的一大经验就是建立产业和金融深度捆绑的银企关系,虚拟经济发展始终处于支持产业发展的合理范围之内。工业化时期规模化、集成化特征需要大型银行投入大量资金对工业化进行支持,步入后工业化时期产业向高精尖、需求向个性化定制化方向发展,现代银行也应该发展适应新形势。提供产品和服务主要定位于专业化、个性化、多样化等特征,服务对象更加多样,单笔授信额度相对于工业化时期可能更小更灵活,对现代银行管理也提出了更高要求。考虑到我国制造业规模庞大以及产业集群集中所带来的上下游互动联系紧密特点,可以尝试建立银企深度合作和供应链金融模式加快银行服务实体经济的效率。第一,加强银企深度合作,将金融发展深植于实体经济体系。银行等金融机构通过与产业深度融合还可以建立完善更加完备、灵敏的风险管理体系。比如随着产业链延长和加深,银行无法对全产业链上所有企业主体进行风险掌控,通过大企业与大银行合作模式,将大企业关联的上下游中小企业的金融需求传导至银行,银行可以授信给中小企业、更好服务中小企业的同时也降低了银行风险。第二,建立上下游互动的供应链金融体系。通过数字化供应链、创建融资平台、应用区块链技术等手段,实现企业间数据共享、风险共担,并创新供应链金融产品以提高资金流动效率。这种系统不仅促进金融

机构更精准地进行风险评估,也为上中下游企业提供更灵活的融资渠道,进而推动整个产业链可持续发展。

(三) 完善多层次资本市场体系,完善对“专精特新”中小企业的成长期支持

“专精特新”和新技术、新业态、新模式类中小企业或初创企业成长期最大特征是未来现金流不确定甚至没有现金流,因此在其生命周期前端发展中与间接融资所需要的抵押物或实物资产要求不符,银行等对中小企业授信的意愿显著小于发展进入成熟期(后端)的大中型企业。习近平总书记在2021年中国国际服务贸易交易会全球服务贸易峰会上的致辞中表示:“将继续支持中小企业创新发展,深化新三板改革,设立北京证券交易所,打造服务创新型中小企业主阵地。”北京证券交易所主要服务于创新型中小企业和专业化、精细化、特色化、新颖化细分市场龙头,有利于补齐多层次资本市场体系的关键一环,有利于与沪深市场形成差异化、错位化发展,共同将中国多层次资本市场打造成为培育创新和驱动成长的摇篮。多层次资本市场体系逐步建立之时,更需资本市场生态体系建设。第一,注重市场的包容性和多元化建设。通过设立层次差异明显板块和灵活包容的上市退市机制,为不同发展阶段和不同生命周期的企业发展壮大提供便利,以实现资本市场的多元化和包容性。第二,完善信息披露建设,加强监管,减少信息不对称,促进市场主体公平竞争,通过建立高效的信息披露机制和监管体系,确保市场公开透明、公平竞争,减少信息误差和市场波动。第三,要注重对投资者特别是中小投资者的保护,以市场的规范运行和长期的投资价值来充分维护广大中小投资者的利益。通过建立一个有活力、健康、有序的多层次资本市场生态体系,为企业提供更广泛的融资渠道,也能为投资者提供长期、合理和稳定的收益,使多层次资本市场体系赋能实体经济发展的能

力不断提高。

(四) 扩大衍生品交易品种和完善衍生品交易制度建设, 丰富金融产品和服务

相比于股权市场和债券市场, 我国金融衍生品市场发展更晚。2006年9月中国金融期货交易所成立, 并于2010年4月推出了沪深300股票指数期货, 标志着中国期货市场进入了商品期货与金融期货共同发展的新阶段。2013年9月6日, 经历多年暂停和整顿后的国债期货正式交易, 随后形成覆盖二年期、五年期、十年期和三十年期等不同期限和不同风险管理需求的国债期货体系。2019年12月23日, 沪深300股指期货正式上市交易。2022年7月22日, 中证100股指期货挂牌交易。至此, 覆盖不同期限、涵盖期货与期权、满足不同风险管理需求的金融衍生品市场体系初步建立。衍生品顾名思义即由资本市场“衍生”而来, 是资本市场健康发展的重要组成部分。现阶段实体经济发展中所需的套期保值产品、风险管理产品都较少, 随着内外部环境变化、经济增速下行及与之相关的衍生风险不断累积, 实体经济对风险管理的需求不断上升。经济不确定时期次生风险增多使得实体经济经营也面临很多困难。为了适应实体机构风险管理的需求, 金融机构只能在现有产品框架内通过嵌套、内嵌、组合等模式开发出各类具有衍生品特征的金融产品来满足企业需求, 但受多方面因素影响, 此类产品和服务仍然与衍生品具有本质区别, 无法帮助企业对冲经营风险。经济下行期实体企业通过配置此类产品进一步加剧了企业脱实向虚, 相反若有合理对冲风险的衍生产品存在的话, 企业通过合理配置金融产品消除或兜住经营风险, 能够将精力集中于产品创新和提高企业核心竞争力。因此,

完善衍生品交易品种与交易制度建设是未来发展双层次金融架构的重要补充, 对增强金融服务实体能力具有重要意义。

[注 释]

- ① 带息债务=总负债-无息流动负债-无息非流动负债, 反映了上市公司需要支付利息费用的负债, 其与应付账款、预收账款等商业信用形成的而不需要支付利息费用的负债有显著区别。
- ② 具体公式为改进的杜邦分解公式:

$$ROE = \left[\frac{EBIT}{\text{营业收入}} \times \frac{\text{营业收入}}{\text{总资产}} - \frac{\text{利息支出}}{\text{总资产}} \right] \times \frac{\text{总资产}}{\text{所有者权益}} \times (1 - \text{税率})$$

[参考文献]

- [1] 蔡昉. 生产率、新动能与制造业: 中国经济如何提高资源重新配置效率[J]. 中国工业经济, 2021(5).
- [2] 黄群慧. 论新时期中国实体经济的发展[J]. 中国工业经济, 2017(9).
- [3] 魏后凯, 王颂吉. 中国“过度去工业化”现象剖析与理论反思[J]. 中国工业经济, 2019(1).
- [4] David Dollar, Shangjin Wei. Das (Wasted) Capital: Firm Ownership and Investment Efficiency in China[Z]. National Bureau of Economic Research Working Paper, No. w13103, 2007.
- [5] Genevieve Boyreau Debray, Shangjin Wei. Pitfalls of a State Dominated Financial System: The Case of China[Z]. National Bureau of Economic Research, 2005.
- [6] 卢峰, 姚洋. 金融压抑下的法治、金融发展和经济增长[J]. 中国社会科学, 2004(1).
- [7] 余明桂, 潘红波. 政府干预、法治、金融发展与国有企业银行贷款[J]. 金融研究, 2008(9).
- [8] 张鹏, 施美程. 金融市场化, 所有制差异与融资渠道: 基于世界银行中国企业投资环境调查的实证分析[J]. 经济学家, 2016(11).

责任编辑 杜亦欣