

防控金融风险应与推动实体经济转型相结合

□申万宏源证券研究所首席经济学家 杨成长

金融市场和实体经济总是在波动中曲折发展的。迄今为止，西方市场经济没有改变周期性金融危机的运行规律。新中国成立以来，特别是改革开放以来，我国逐渐建立起中国特色社会主义市场经济体系，充分发挥了中国特色社会主义经济制度的优越性，在很大程度上消除了在西方市场经济条件下周期性发生破坏性金融危机的制度根源，经济和金融市场总体保持了持续平稳发展态势。

但是历史过程也说明，我国经济和金融市场周期性波动的规律依然存在。我们不是要从根本上消灭经济和金融的周期性波动，让它永远不发生，而是要尽量减少它的破坏性，让它释放出催生新经济、新金融、新结构的动能。防控系统性金融风险的目的，就是要超前把握我国经济和金融市场周期性发展的规律，充分发挥制度优越性，主动调整结构，加速释放风险，全面做好应对金融市场异常波动的准备工作，最大限度地降低风险释放过程的破坏性。新中国成立以来，特别是改革开放以来，我国政府已经多次应对实体经济和金融市场出现的巨大波动，应对能力不断提高，在化解和释放金融市场潜在风险的同时，通过加速改革、主动调整和完善制度，推动实体经济和金融市场步入更高层次的发展阶段。

1962年“伤筋动骨”式国民经济结构大调整

计划经济时代，我们金融市场虽然在经济运行中不占主导作用，但是依然存在，并且发挥着重要作用。新中国成立以来，我国经济发展面临的重大难题是如何在农业和农村人口占90%以上，人民生活水平又非常低的条件下，最大限度地集中财力物力，实现高积累，建立现代化工业体系和开展大规模基础设施投资。人口和产业结构决定着要实现高积累，积累只能来源于农民和农产品，实行以农补工。在当时的客观条件下，通过财政手段直接向农民征收高额税是不现实的。农民几乎没有货币收入，自留的粮食也只能维持基本生活需要。因此，如何通过金融手段去实现社会高积累，就是当时经济发展对金融市场的最大需求。为了实现这个功能，这一时期我国在金融上的最大创新，就是实行工农业产品价格“剪刀差”，即工业品按照远高于其价值的价格定价，农产品按照远低于其价值的价格定价。

实行工农业产品定价“剪刀差”，用金融市场的无形之手，顺利实现从农业和农村领域形成高积累的经济效果。首先，通过工农业产品定价“剪刀差”，当农民卖出农产品购买工业品的时候，农民和农业利益自然就转移到工业领域，实现了以农补工的目的。同时，农产品构成了城镇居民最基本的生活资料。农产品低价格又为对工人实行低工资制度创造了条件，大大降低了工业的用工成本。

通过工农业产品价格“剪刀差”，金融市场成为与财政并行的另一条实现社会高积累的途径。金融市场是“二财政”，财政金融穿“连裆裤”，这是计划经济时代我国金融和财政的基本关系。这一时期最重要的宏观经济总量关系，就是通过财政和金融所实现的社会积累跟物资供应之间的平衡关系，当时被称作“财政金融物资综合平衡”。

1989年“双紧缩”下的国民经济“硬着陆”

上个世纪八十年代，我国步入改革开放新征程，经济运行进入到计划体制和市场机制双轨调节的阶段。要运用市场机制来调节经济运行，首要条件是商品和生产资料必须要有市场价格，必须要解决计划经济时代工农业产品“剪刀差”问题，价格必须反映价值，体现供求，并与劳动生产率相一致。这个改革的先决条件首先要由金融市场来完成，这也就是传统意义上的中国经济快速货币化的过程。因此，当时最重要的金融学就是价格学。

计划经济时代，无论是消费品或生产资料的价格都是长期受压抑的，现在要进行消费品和生产资料价格改革，必然要通过涨价方式来实现，要通过不同的涨价幅度来形成新的价格体系和比价关系。涨价就必然会导致人民生活水平和生产成本大幅度上涨，这又要与涨工资和大幅度提高工业品出厂价格统一起来。因此，如何进行价格改革就是当时我国金融市场最重要的改革和创新方向。

对消费品和生产资料，我国采取了不同的价格改革方式。对以粮食为主的消费品，主要采取调、补、放相结合的改革思路。由于当时粮食等农产品国家收购价跟市场价格差距太大，如果一步到位彻底放开对社会冲击太大。我国采取了分步调高国家粮食收购价格，同时小幅度提高商品粮出售价格，再通过工资补贴等方式，保障低工资水平下城镇职工生活水平不下降。相当一段时间内，我国出现了国家粮食收购价格远高于粮食销售价格的价格倒挂现象，财政用于粮食价格补贴越来越大。等到通过多次调高的国家粮食收购价格逐步跟市场价格接轨的时候，再彻底放开粮食价格。这种边调、边补、边放的价格改革思路总体是成功的。

对于生产资料价格改革，我国是通过价格双轨制来逐步实现的。改革初期，我们在强调大部分生产资料仍然按照计划价格划拨的同时，允许一部分生产资料按照市场价格在计划外交易，然后逐步放大计划外的比重，等到计划外价格占主导地位的时候，再彻底放开生产资料价格。对于因生产资料涨价而造成成本上升，政府要求工业企业必须通过效率提升来化解大部分成本。但是，实际上工业企业仍然主要靠工业品涨价来消化成本。

无论是消费品还是生产资料的价格改革，都必须要通过涨价来实现。消费品和工业品价格的持续上涨和快速增加的市场化交易需要大量货币，引发了这一阶段我国货币的高速发展。

我国虽然在1983年确立了中国人民银行作为中央银行的地位，同时恢复和建立了中国建设银行、中国农业银行和中国银行等专业银行，但是中国人民银行在承担中央银行职能的同时，仍然要

1996年着重通过建章立制来化解金融风险

论”。另一重要宏观关系就是处理好保持社会高积累率和维护居民基本生活水平的平衡关系。城镇居民尽管也发工资，但是工资并不等于消费购买力。为了让货币跟社会能提供的物资（生产资料）和商品（消费品）相匹配，对生产资料实行计划分配，对消费商品购买实行各种票证制度。光有货币，没有票证，同样也形不成消费购买力。

计划经济时代，我国实行的金融政策是有效的，在人均生活水平低，且经济活动货币化程度低的环境下，有效实现了社会高积累，为“一五”期间建设156个大型工业和基础设施项目，建立现代工业体系立下了汗马功劳。但是，这种金融市场的功能定位和创新方式也容易积累潜在的金融风险，特别是在1958年“大跃进”之后，在短期内“赶超欧美”的过度热情下，造成了两大宏观结构关系的严重失衡。一是积累率过高，超出了居民和社会的承受能力，叠加三年自然灾害，造成相当一部分地区的农民最低生活得不到保障；二是过度高积累形成了过高的社会购买力与物资供应能力严重脱节。即使经过严格压缩，1962年我国的财政收入约288亿元，支出338亿元，赤字高达50亿元。面对十分严重的经济结构失衡问题和人民生活的困难局面，党中央从1960年开始进行新中国成立以来第一次经济结构和财经政策的大调整。1962年成立了中央财经领导小组，召开了七千人大会，推出了以严控社会购买力、加强物资统配、调整积累和物资供应关系等一系列“伤筋动骨”式的行政政策。这次重大结构调整无疑是十分成功的，我国经济和财经秩序逐渐恢复正常，但是对经济增长率的影响也是巨大的。从1962年开始，连续两年我国经济增长率下降了20%—30%水平，直到1964年我国经济才开始步入正常发展阶段。

我国这一轮金融市场的创新热潮，同样也伴随着经济逐步走向过热的过程。1994年我国的通货膨胀上升到24%的历史最高值，与此同时，金融领域蕴藏的潜在风险也越来越大。由于国有银行和国有企业的信用软约束，以及银行商业业务和政策业务职能不分，导致商业银行呆坏账比例越来越大。由于中央银行职能缺位，银行间市场不发达，导致社会资金无序流

上世纪九十年代初，是我国金融市场创新历史上的重要阶段。随着价格体系的逐渐理顺，国有企业改革深化到产权改革阶段，乡镇企业和民营经济有了很大发展。解决以国有企业为主的企业多元融资需求成为这一阶段我国金融市场的核心功能。

直接融资市场有了很大发展。1990年我国相继成立了沪深两大证券交易所，有了场内集中竞价交易的证券交易市场。同时，场外市场继续发展，并形成了成都、武汉和天津等几个比较集中的场外证券交易市场，多层次资本市场有了雏形。我国发展了企业债券市场，甚至在1992年超前发展了国债期货市场。九十年代初，一大批台湾金融界人士在中国开展境外期货业务，形成了中国最早的民营期货公司。在各地政府扶持下，相继成立了很多信托投资公司，成为各级地方政府筹资的重要平台。随着新一轮海南开发热，海南土地和房地产开发成了全社会投资热土。我国金融市场第一次大规模与土地房地产结合了起来。

我国这一轮金融市场的创新热潮，同样也伴随着经济逐步走向过热的过程。1994年我国的通货膨胀上升到24%的历史最高值，与此同时，金融领域蕴藏的潜在风险也越来越大。由于国有银行和国有企业的信用软约束，以及银行商业业务和政策业务职能不分，导致商业银行呆坏账比例越来越大。由于中央银行职能缺位，银行间市场不发达，导致社会资金无序流

动，各类金融机构通过场外市场乱拆借交易现象越来越严重。证券公司挪用客户保证金开展房地产业和实业投资十分普遍，随着海南房地产泡沫越吹越大，大量银行和其他金融机构挪用的资金，通过场外市场流向了海南的土地和房地产市场。随着1995年海南房地产市场泡沫破灭，我国金融市场潜在风险逐渐显现出来。

面对新一轮经济过热、严重通货膨胀和金融市场潜在风险，我国政府认真汲取三年治理整顿的经验教训，没有采取釜底抽薪的方式来解决当时问题，而是通过适度收紧货币，实行稳健财政政策，同时开展金融市场大整治等综合手段进行治理。从1995年开始，我国彻底关闭了各种场外证券交易市场，坚决制止了乱拆借行为，停止了国债期货交易，纠正证券公司挪用客户保证金行为等。

更重要的是，通过这一轮金融市场大整治，催生了中国金融市场体制改革和法制建设的一次大飞跃。1994年我国相继成立了国家开发银行、中国农业发展银行和中国进出口银行等三家政策性银行，来承接中国建设银行、中国农业银行和中国银行的政策性业务，推动三家专业银行彻底走向商业银行的发展轨道。1995年，《中华人民共和国中国人民银行法》、《中华人民共和国商业银行法》、《中华人民共和国保险法》、《中华人民共和国票据法》、《中华人民共和国担保法》相继出台，让中央银行、商业银行和政策性银行的功能定位和关

系彻底走向法制化轨道。1999年我国证券法开始实施，至此基本上形成了我国金融大法的总体构架。1999年相继成立了四大资产管理公司，专门处置商业银行剥离的不良资产。

总体来说，从1994年开始，我国这一轮治理经济过热和处置金融市场潜在风险的政策是十分妥当的，成功实现了经济软着陆。从1996年开始，我国经济增长率稳步小幅下降，通货膨胀率快速下降，并通过完善金融市场主体、制度和法律，逐步化解了金融市场潜在风险。

1998年亚洲金融危机的爆发，延长了这一轮金融整治的时间。我国在收紧内需的同时，碰上了外需急剧下降的局面，中国经济第一次遇到了需求不足、银行惜贷、资金空转等现象。政府通过加大基础设施投资特别是水利设施投资，稳住了经济增长率。年度经济增长率下探到1999年的7.6%后缓慢回升。1998年我国政府充分利用商业银行惜贷的有利时机，取消了长期以来实行的信贷总量管理制度，对银行实行资产负债比例管理。

在亚洲金融危机期间，我国商业银行呆坏账率上升到30%左右，大量西方学者预言中国商业银行将处于崩溃边缘。但是，后来的发展历史充分证明，只要我们积极应对，措施得当，始终保持实体经济持续稳定发展，很多看似短期内无法解决的金融风险问题都能在发展中得到有效化解。

为防控新时期系统性金融风险奠定基础

从2001年到2007年，随着中国加入WTO，我国在低端制造业、房地产和基础设施投资的共同拉动下，出现了跟世界同步的超常增长期。新一轮市场化房地产热潮的到来，发掘了城市土地的巨大商业价值，工业发展和基础设施投资同样都依赖土地。中国对城市房地产用地、工业用地和基础设施用地实行分割式定价交易方式，推动房地产用地走向“招”、“拍”、“挂”，同时最大限度地保障工业用地和基础设施用地的低价，推动三大领域共同繁荣。房地产是由土地价格的不断走高而繁荣，工业和基础设施由于低地价形成了成本比较优势而繁荣。推动土地和房地产的货币化，成为新时期我国金融市场的重要功能。

与此同时，随着房地产规模的不断扩张，我国居民家庭财产已经不再主要靠银行存款。房地产催醒了居民的财富意识，也推动金融机构逐渐把业务重点放在为社会提供财富管理上，财富管理理念和资产管理业务有了大发展。

土地和房地产的彻底货币化和价格快速走高，推动了社会不动产财富规模的急剧上升。以土地和房地产为基础的不动产，成了社会上坚不可摧的信用基础。抵押信贷和抵押融资快速发展起来，担保物和担保链成了中国金融市场最基本的信用基础。商业银行贷款中70%左右为抵押贷款，各种债权类融资也大都需要不动产作抵押。不动产的信用价值促使拥有最大土地资源的各级地方政府获得了金融机构的青睐，推动地方融资平台的快速扩张。

土地和房地产的不断货币化、金融机构业务财富管理化和以不动产为基础的抵押性融资的大发展，是这一时期我国金融市场创新的主线。这一轮金融创新在推动经济高速增长的同时，同样伴生着潜在金融风险的不断增大。

土地和房地产过度货币化、金融体系的信用基础对不动产依赖度过高、社会债务总量增长过快，是这一时期重要潜在风险源。直到目前为止，由于土地和房地产在价格和规模上仍然继续上升，社会债务规模也仍然在缓慢上升，因此这三大潜在风险并没有有效释放。随着2007年全球金融危机的爆发，我国低端制造业和贸易开始退潮，触发了浙江温州等地民营企业出现了担保链金融风险和部分地区贸易信贷风险，但是这一阶段沉淀的主要风险源并没有释放出来。

2009—2015年我国又出现了跟实体经济走势相悖的新一轮金融创新。过去的每一轮金融创新总是伴随着经济快速增长直至过热。但是，这一轮金融创新恰恰发生在我国经济处于调整时期。伴随着这一轮金融创新，我国实体经济增长率稳步下降，而金融业占经济比重逐年走高，一直到2015年金融业增长值占GDP比重接近9%的历史高峰值。

2009年实行的强刺激政策让我国银行信贷年度增长迈上十万亿大关。从2011年开始，我国经济步入主动转型升级阶段，要逐步消除过度刺激政策的负面影响，控制住信贷投放规模。但是在实体经济领域中除了逐步退潮的贸易和低端制造业外，最消耗货币和信贷的房地产和基础设施投资都依然处于高速增长阶段，实体经济对社会融资需求并没有下降。在信贷受限，债券和股票市场融资能力有限的金融市场条件下，金融机构只有另辟蹊径，打通金融市场和实体经济的融资渠道，才能满足实体经济的资金需求。各种类型的非标准融资（渠道融资）应运而生。为了实现非标准融资，各类金融机构必须相互打通资产管理业务的投资平台，形成各种产品投资和合作的通道，引发泛资产管理业务的大发展。为了实现非标融

资，资金必须脱离过去的监管体制，从表内转向表外，表外业务横生。总之，以发展非标融资为目的，以制度套利为手段，以实现期限转化内容的这一阶段金融创新，大大拓展了实体经济的融资渠道，密切了金融机构和金融市场在产品和资金上的互联互通关系，同时也积存着越来越大的金融风险。

这一阶段，金融创新的另一路径是互联网金融的发展，科技金融和金融科技相伴相生。互联网金融推动着客户接入方式、销售和支付路径、客户服务数据获得、交易和投资方式，以及监管方式的革命，推动传统金融和互联网平台的融合，催生了大量互联网金融机构和类金融机构，促进金融市场节约信息成本和提高效率，当然同样也产生了大量新型的金融风险。

综上所述，进入本世纪以来，我国经历了长周期的经济繁荣和多轮金融创新历程，以土地房地产的过度货币化、债务率的过度上升、金融市场融资信用过度依赖不动产、金融市场制度套利创新过度以及互联网与金融结合为主要类型的一系列潜在风险，都没有得到有效释放。目前，伴随着我国经济的主动转型，十几年来蕴藏在实体经济和金融市场上的潜在风险需要逐步释放出来。中央决定把防控系统性金融风险作为当前三大攻坚战之一，历史证明这一重大决策是十分及时和正确的。超前布局，为我们赢得了防控系统性金融风险的战略时机。我们要充分认识到当前我国金融市场条件，金融机制只有另辟蹊径，打通金融市场和实体经济的融资渠道，才能满足实体经济的资金需求。各种类型的非标准融资（渠道融资）应运而生。为了实现非标准融资，各类金融机构必须相互打通资产管理业务的投资平台，形成各种产品投资和合作的通道，引发泛资产管理业务的大发展。为了实现非标融

化解金融风险和推动经济高质量增长需同步推进

回顾新中国成立以来特别是改革开放以来，我国政府多轮应对金融市场潜在风险和经济周期性波动的历史表明：

一是经济和金融市场出现周期性波动，金融市场隐藏较大潜在风险，这是正常现象。不同历史时期，伴随着实体经济发展的不同需要，我国金融市场的核心功能和创新方向总是在不断变化的，由此而形成的潜在金融风险也是在不断变化着。我们必须根据不同历史时期金融和实体经济的结合方式，金融市场积存潜在风险的特点，有针对性地采取措施，在化解金融风险的同时，最大限度减少对实体经济的冲击，推动金融市场步入健康发展阶段。

二是我国政府处置金融风险和经济波动的能力正在逐步提高。1992年我国政府主要通过行政手段，成功地进行了新中国以来第一次重大经济结构的优化调整，让国民经济步入到

常轨道，但同时实体经济增长率短期内出现了大幅度下滑。上世纪八十年代末我国政府主要通过财政和信贷双紧缩的经济手段来解决严重通胀问题，化解了金融市场和流通领域的风险，经济没有出现负增长，但是也出现了“硬着陆”现象。1994年以来，我国政府通过适度收紧货币政策和稳健财政政策，通过大力度整治金融市场乱象和全面建构金融市场体制框架来化解金融风险。在基本化解金融风险的同时，成功实现了经济增长的“软着陆”，最大限度地降低了化解金融市场风险对实体经济的冲击。即使叠加亚洲金融危机，我们经济增长率也一直稳定在8%左右。目前，我国政府已经积累了应对金融风险和经济周期性波动的丰富经验，治理手段和政策更加丰富，理念更加先进，完全有能力打赢防控系统性金融风险攻坚战。

三是历史表明，防控系统性金融风险必须

要同推动实体经济转型结合起来。每一轮金融风险的释放和化解过程，都必然伴随着新一轮经济增长周期。单纯化解金融风险的政策是很困难持久有效的，当前我国经济正在从主要依赖土地、资金、廉价劳动力、能源资源消耗的传统增长模式，转向主要依靠技术、人才、信息和资本等新要素的高质量发展方式。经济转型过程中会加速传统金融市场风险释放，同时也会为未来金融市场创新发展奠定实体经济基础。传统金融中我国土地、房地产等要素货币化过度，但是在新的经济增长方式中，技术、信息、文化、生态等新要素又存在货币化严重不足。因此，在化解传统金融市场风险的同时，我们需要高质量发展，需要培育和构建金融服务实体的新业务新业态新模式，防控系统性金融风险和推动实体经济转向高质量发展，是相互关联、高度依存的两大平行战略。