



您的位置：首页 - 最新观点

周子衡：金融2006：瓶颈与创新(2月13日)

文章作者：

2005年，中国经济已经“超英”，正在“赶美”。但是，不客气地说，中国经济的腾飞在事实上等同于实体经济与对外贸易的大跃进。实体经济与金融两大部门的齿轮咬合却已形成金属疲劳，中国经济已悄然卡位于金融瓶颈。

三年来，中国把近50%的国内生产总值（基本相当于印度全部的国内生产总值）用在了国内工厂的建设和设备的购置上，这样的投资数额居全球之最，甚至超过了计划经济时期的投资水平（当时依靠的是财政投资，但很快产生了财政瓶颈，通过“拨改贷”，实现了金融投资对财政投资的替代）。这样宽口径的资金来源主要是银行信贷。

从货币供给的角度看，2005年，广义货币M2的增速提高（从当年1月份的14.13%上升到8月份的17.34%），狭义货币M1的增速下降（同期，由15.32%下降到11.5%），导致货币流动性（M1/M2）比例下降。这一指标表明，企业流动资金社会资金供给趋紧，它进一步说明，银行信贷趋紧与股市长期低迷形成的融资约束，已不仅在微观层面上起作用，并且在宏观经济上呈现出来。“宽货币、紧信贷”，股市长期低迷，这些导致了金融瓶颈的收紧，成为2005年最为显著的经济变化之一。

中国经济体系脱胎于有计划的实体经济，需要注入大量的货币资金，以提高产出，进而实现经济体系的货币化与资本化。以往财政拨款和金融注资并不需要抵押资产，这便形成大规模的财政赤字与大面积的金融坏账。

1997年，受东南亚金融危机的影响，中国改变了银行体系的信贷规则，并严格了信贷责任。由此，历史上形成的大量呆坏账开始浮出水面；同时，“惜贷”开始蔓延开来。于是，金融体系停止向实体经济“补血”，财政开始向金融体系“输血”。银行转制上市与股市全流通就成为金融改革主题，而改革事实上强化了金融瓶颈。

信贷规则的改变还刺激了不动产的快速发展：更多的农地廉价地货币化，城镇土地快速资本化。土地作为重要的经济要素，放量冲高，满足了新信贷规则对于抵押资产的需求。几年下来，住房价格上涨与农地开发所引发的社会矛盾日益激化，政府严厉调控，抵押资产的来源收紧，信贷随之收紧。反映到企业层面，从啤酒花到德隆，再到格林柯尔，疯狂扩张导致资金链断裂案例接二连三。根本原因在于，企业提供的有效抵押不足。

在信贷需求旺盛的状况下，抵押资产总量决定了信贷的有效发生量，进而确保了投资增长，经济增长也由此实现。如果没有充足的抵押资产，信贷偏紧势所必然；这种情况下，相对宽松的货币反而对信贷机构的利润增长构成压力。

从这个意义上说，金融瓶颈在相当程度上等同于抵押资产不足。GDP的增量中只有少部分可用于银行抵押，但是，GDP的增量却需要巨额的信贷支持。这个矛盾最终要放大到整个经济体系。

打破金融瓶颈需要金融创新。创新需要提高整个金融体系的资产流动性，进而拓宽抵押资产来源。创新的关键步骤在于实现资产证券化。惟其如此，货币流动性才将得以提高，金融与实体经济两大齿轮间才会注入充足的润滑剂，“宽货币、紧信贷”的金融困境才能逐步纾缓。

创新意味着通过一系列的新产品来疏浚直接融资与间接融资两条流通不畅的河道，而非绕过信贷市场与资本市场，走根本不存在的“第三条道路”。创新并不意味着一个蓬勃发展、健康成熟的金融衍生品交易市场指日可待，而在于如何迅速有效地摆脱信贷偏紧、股市低迷的窘境。

金融创新需要依市场原则与企业创新相结合；创新要求政府部门提供一个相对宽松、严谨、有序的法律与监管环境，扫除体制上与行政性的阻碍；创新还将考验整个经济社会的适应能力；金融创新也意味着风险，并时常为危机播下种子。

2006年，中国经济能否步入金融创新的快车道，并将在多大程度上摆脱瓶颈、迎来金融大跃进？人们将拭目以待。

文章出处：《证券市场周刊》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载请经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307
版权所有：中国社会科学院金融研究所