

# 经济“脱实向虚”的成因与治理

□ 彭俞超 黄志刚

中央财经大学 金融学院 北京 100081

在宏观经济层面上,“脱实向虚”表现为资金不断流入虚拟经济,引起影子银行体系膨胀、资产价格繁荣,以及实体经济有效投资不足。在微观经济层面上,“脱实向虚”主要指企业金融化,即非金融企业增加金融资产投资而减少生产性投资的现象(Epstein, 2005)。

关于企业金融化的原因,现有研究主要提出了“蓄水池”和“投资替代”两种解释。“蓄水池”理论指出,非金融企业持有金融资产的目的是储备流动性(Smith 和 Stulz, 1985; 胡奕明等, 2017)。根据该理论,实业投资越多的企业在遭遇财务困境时需要越多的流动性,从而平时持有的流动性储备也会越多,即实业投资与金融资产投资呈正相关关系。但从数据上看,中国企业金融投资与实业投资是负相关的,这与上述推断不一致,故“蓄水池”并非是中国企业金融化的主要原因(张成思和张步昙, 2016; 彭俞超等, 2018)。“投资替代”理论认为,企业金融化的目的是追求利润最大化(Orhangazi, 2008)。当金融资产投资收益率高于实业投资时,企业进行金融资产投资的比重会提高;反之,企业进行实业投资的比重会提高(张成思和张步昙, 2016)。根据该理论,中国不断提升的企业金融化水平是由实业投资与金融资产投资间的收益率差距引起的。但是,金融资产投资收益率为什么会长期高于实业投资收益率,是值得进一步研究的问题。

一个可能的原因是银行在提供贷款时对风险异质性企业的差别性对待。在信息不对称的条件下,企业从银行获得融资将受到一定的融资约束。低风险企业未来违约的可能性相对较低,更容易获得银行的青睐,受到的融资约束更小;高风险企业未来违约的可能性相对更高,受到的融资约束更大。于是,高风险企业被迫寻找其他的融资渠道,如金融市场、影子银行等。在发达国家尤其是市场主导的发达国家,高风险企业主要依靠金融市场融资。在中国、印度等新兴市场国家,金融市场发展相对缓慢,高风险

企业只能通过影子银行获得融资。这些企业对影子银行的资金需求推高了影子银行体系的投资收益率。面对影子银行的高收益率,低风险企业选择减少实业投资,把从银行获得的相对廉价的贷款转投影子银行,提高了企业金融化水平。金融化的企业事实上充当了高风险企业和银行之间的“实体中介”(Shin 和 Zhao, 2013; Du 等, 2017)。

由于信息不对称的存在,银行为预防企业破产带来的损失,必须设置严格的贷款条件,来保证贷款能够收回。风险异质性的企业破产概率不同,银行就会设置差别性的贷款限制,换言之,不同企业会受到不同程度的融资约束。

从银行承担风险的角度看,设置差别性的融资约束能够提升效率。对低风险企业而言,融资不歧视下的抵押率较差别性融资约束时更低,当该类企业破产时,抵押品的清偿价值将大于坏账金额,银行仍然能够足额收回贷款。对于高风险企业而言,融资不歧视下的抵押率较差别性融资约束时更高,当该类企业破产时,抵押品的清偿价值将小于坏账金额,银行将不能足额收回贷款。由此可见,对风险异质性企业设置差别性的抵押率有助于降低银行面临的信用风险。

然而,从企业部门的角度看,差别性融资约束降低了资源配置效率。低风险的传统企业经营效率低,而高风险新兴企业经营效率高,当银行以相同的贷款条件发放贷款时,这两类企业均能获得相当的融资水平(杠杆率)。当银行以差别性贷款条件发放贷款时,新兴企业获得的贷款更少,传统企业获得的贷款更多,资源的配置效率有所下降。银行“风险导向”的资源配置方式与经济中“效率导向”的资源配置方式存在一定的矛盾。企业间的资源错配为影子银行体系的自发形成提供了基础。

银行经营管理态度越积极,甄别企业风险的动机越强,进而提升自身风险管理水平的意愿越强,从而导致其对上述两类企业设置更高的抵押率以发放

更高的贷款。随着银行经营管理积极性的上升,传统企业的抵押率提高的幅度较新兴企业更大一些,导致融资约束的差别性程度增加了。考虑到中国银行业现状,非国有银行相对国有银行市场化程度更高,其经营管理态度较国有银行更积极。随着银行的市场化改革,国有银行的市场份额下降,企业部门的融资约束缓解,对金融资源的利用程度提高,低风险与高风险企业受到融资约束的差别性程度也会提高。

在存在企业金融化的情况下,国有银行比重下降是一把“双刃剑”。具体而言,随着市场结构中国有银行份额的下降,银行平均的经营管理积极性提高,企业部门面临的整体融资约束减轻了。与此同时,银行对风险异质性企业的差别对待程度上升。从银行的角度看,银行信贷配置效率得到改善,银行承担的信用风险降低了。然而,随着企业间影子银行交易规模上升,传统企业在分享新兴企业收益的同时,也承担了新兴企业一部分的风险,而这一部分风险最终可能会对银行造成负面影响。充当“实体中介”的传统企业,成了银行和新兴企业之间风险传染的桥梁,当新兴企业遭遇未预期的较大的负面冲击时,就可能引发影子银行体系的系统性风险,进而传染到银行体系。因此,在存在企业金融化的情况下,银行业市场化改革的融资约束缓解效应提高了经济效率,但随之带来的融资约束差别性程度增加却放大了金融体系的风险。由此可见,深化金融体制改革需要注重银行体系改革和金融市场改革的协调性。

企业金融化虽然优化了企业部门的资源配置,但放大了经济的系统性风险。企业金融化的积极作用主要表现在以下两个方面:第一,企业金融化使企业部门的资源实现再配置,提高了资源配置效率。由于风险异质性企业受到不同程度的融资约束,新兴企业难以从银行获得充足的融资,而传统企业从银行获得了相对过量的资金。企业的金融化行为使资金自发地从低效企业通过影子银行流向了高效企业,缓解了资源错配,提高了整个经济的资源配置效率。第二,企业金融化有助于缓解企业的财务困境。金融资产较固定资产的流动性高,当企业资金盈余时,把多余资金用于金融资产投资。在企业遭遇未预期的负冲击而出现资金短缺时,可以卖出金融资产以获得流动性,缓解财务困境。

然而,企业金融化对经济发展也存在一些负面影响。而且就目前而言,企业金融化的负面影响更加突出。第一,企业金融化推高了新兴企业的融资成本(刘珺等,2014)。由于新兴企业可选择的融资渠道少,资金需求迫切,在资金价格上缺乏议价能力,因而影子银行的利率不仅高于银行贷款利率,甚

至接近于新兴企业的资产收益率。较高的融资成本提高了新兴企业的债务负担,不断提高的债务负担又使新兴企业的利润率进一步下降,抑制了新兴企业的投资积极性。以“融资贵”替代“融资难”,在短期中能够缓解中小企业的财务困境,但在长期中会加剧中小企业的债务负担。第二,企业金融化导致影子银行规模不断扩大,聚集了较大的金融风险,削弱了金融稳定(王永钦等,2015)。从风险管理的角度看,银行对上述两类企业设置不同的贷款条件是有效率的,减少对新兴企业的贷款,正是为了控制信用风险。但与此同时,传统企业通过影子银行向新兴企业投资,导致其承担的风险增加,从而间接地提高了银行的风险。作为实体中介的传统企业并不具备银行的风险管理能力,当新兴企业出现超预期的大面积违约时,传统企业也会因遭遇损失而被迫违约,最终使银行遭受更大的损失。

中国金融市场发展落后是导致高风险企业向影子银行融资的客观原因。高风险的新兴企业应该首先借助金融市场获得资金,其次才考虑向银行或者影子银行融资。然而,由于中国是以银行为主导的金融体系,金融市场相对银行部门发展缓慢,新兴企业难以从金融市场获得融资。于是,这些企业长期依赖自身利润积累即内源融资来维持企业的生产经营。在经济繁荣时,企业的利润充足,内源融资能够支撑企业的各种生产性投资。而在经济环境恶化时,企业利润下降甚至遭遇亏损,内源融资难以维持企业的生存,这时企业被迫选择向影子银行融资。

在同时推进银行和市场改革的情况下,金融市场改革和银行改革的相对优先程度会影响到改革过程中的福利变化。由于中国金融体系长期以银行为主导,金融市场发展较为缓慢,银行优先的金融改革策略在推动企业部门融资约束下降的同时,也必然会导致企业金融化行为增加,进而引起影子银行规模上升。当市场改革优先且市场改革对企业金融化的负影响超过银行改革对企业金融化的正影响时,随着改革的不断推进,企业金融化比重就不会上升,甚至不断下降。银行改革先行的路径对金融稳定和经济效率而言不是连续的帕累托改进,而市场改革先行的路径每一步都是帕累托改进的,更加平滑地实现了金融体系的改革目标。

银行改革和市场改革都是金融体系改革的重要内容,但是要把金融市场改革和直接融资发展放到更加重要的位置。基于以上分析,相对完善的金融市场是银行业改革的前提条件,只有使金融市场改革先行,才能减弱银行改革带来的负面影响。

■ 《世界经济》2018年第9期,原题《经济“脱实向虚”的成因与治理:理解十九大金融体制改革》,约21000字