

张 明

zhangming@cass.org.cn

警惕金融业过度发展的危害*

最近，IMF 的一项研究指出，越来越多的证据表明，如果银行与其他金融机构的规模在经济体中的比重过大，那么金融业在引发经济与金融波动方面的成本将会超过其对经济增长的贡献。目前美国、日本、爱尔兰等发达经济体中金融部门的发展已经显露出过度的迹象，而新兴市场经济体也应该注意，不要让本国银行体系与金融市场发展过快。

归根结底，金融是要为实体经济服务的。从长期来看，脱离了实体经济的金融市场犹如无源之水、无根之木，很难真正创造出价值。笔者曾经听过的一个比较贴切的比喻是，实体经济好比一个运动员的上半身，金融好比这个运动员的下半身。只有上半身与下半身以近乎相同的速度前进，这个运动员才能平稳前行。而如果下半身的速度远超过上半身，那么结局将会是摔跟头。

从国际金融的历史来看，金融业过度发展，在很大程度上体现为信贷占 GDP 的比率过高、或者以房价为代表的资产价格过高。事实上，信贷占 GDP 比重以及房地产价格，也是目前用来衡量金融周期的主要指标。金融周期的时间一般长达十余年或更长时间，因此一个完整的金融周期的长度要显著超过经济周期。而在金融周期的波峰阶段，则通常会出现金融业过度发展的状况。

金融业过度发展的主要风险包括：

* 本文即将发表于《人民日报》。

第一，过快的信贷或股权融资的增长将会放大市场主体的杠杆率，导致资产价格泡沫的积累，最终使得市场的估值水平上升至实体经济无法支撑的水平，而资产价格泡沫的破灭通常会导致旷日持久的金融危机与经济危机。1980 年代末期的日本泡沫经济与 2000 年代美国的次级抵押贷款危机都是鲜明的案例；

第二，由于金融监管的水平通常很难跟上金融业的发展水平，因此金融业的过度发展通常会造成大量的监管不足或监管真空，从而导致金融脆弱性的累积，最终则可能酿成危机。例如，在美国次贷危机爆发前，证券化产品发展过快，以至于形成了能够重复多次衍生的担保债务权证（CDO）的平方、立方等产品，这些产品的相关风险很难进行准确定价，面临的监管又非常宽松，以至于成为危机传染的渠道甚至危机的放大器；

第三，如果金融业的发展明显脱离了实体经济，那么可能导致金融业为实体经济融资的功能明显削弱，从而形成大量流动性在金融系统内空转，但实体经济融资成本却高居不下的格局。这种格局，更容易在间接融资市场占据主导地位，而股权融资市场不太发达的经济体内出现，有时甚至出现大量企业“在流动性的海洋中被渴死”的结局。

在笔者看来颇为吊诡的是，尽管这次全球金融危机的爆发其本身就与金融业的过度发展密切相关，但危机爆发后，我们并未看到金融业的规模或重要性有明显下降。与之相反的是，随着发达国家集体实施量化宽松政策，金融业的扩张步伐继续（甚至进一步）超过实体经济的扩大步伐，这很可能会埋下新一轮金融危机的种子。例如，尽管距离 2008 年全球金融危机爆发已经有七年之遥，但发达经济体甚至全球经济的增长速度依然显著低于危机前的速度，以至于“长期性停滞”已经成为困扰全球经济的现实问题。相比之下，以股票为代表的全球资产价格却在过去七年快速上涨。导致金融发展与实体经济发展出现这一背离的重要原因，则是量化宽松释放的流动性并未进入投资机会不多的实体经济、而是进入了股票市场，从而形成一种正反馈机制。

展望未来，全球经济依然处于本轮金融周期的下行阶段，去杠杆的压力犹在。如果全球经济依然增长乏力，那么过去几年在充沛流动性与强烈的风险偏好下快速上涨的全球股票市场，则可能出现重要调整，甚至可能酿成新的危机。金融业要由过度发展转变为平衡发展，还有很长的路要走。

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。