

金融结构特征与金融体系 发展：大国的比较^{*}

刘磊 邵兴宇 王宇

各国金融机构特征及金融体系发展路径有着显著差异，看清这些差异并探究其主要决定因素有助于理解中国近30年来金融发展路径背后的逻辑并为今后的金融制度设计提供参考。纵观历史，一个高效的金融结构必然是金融演进客观规律在特定经济发展阶段下的适应性选择，各国金融结构的差异也普遍来自其不同发展阶段及经济特征。本文运用比较研究的方法，从金融资产负债表存量角度分析了中国与几个主要发达国家的金融结构特征，并总结出这些经济体的共性与差异及其背后的决定因素。具体来说：第一，总体视角看，各国金融体系普遍呈现规模增大、多元化、关联化的趋势，尽管中国金融结构仍以银行为主导，但复杂性同样大幅提高；第二，部门视角看，各国金融资产与负债结构存在巨大差别，中国最为显著的特征在于是所有比较样本中唯一政府净金融资产为正的國家，反映了特有的所有制结构及政府职能；第三，工具视角看，中国金融部门对非金融企业股权融资的支持力度明显不足，而债券工具则过度集中于金融部门。中国金融结构仍需要进一步强化工具和组织的多样性，同时缩短金融资源最终使用者与最终供给者的距离，抑制金融体系内部过度关联的倾向，强化金融服务实体的能力。

关键词：金融结构 金融资产负债表 大国比较

金融比较这一命题具有较为悠久的历史，纵观主要大国崛起的过程，无不伴

刘磊系中国社会科学院经济研究所助理研究员，Email: liu_lei@cass.org.cn；邵兴宇系中国社会科学院大学经济学院博士研究生；王宇系中国人民银行金融研究所副研究员。

^{*} 本文系国家社会科学基金重大项目“宏观经济稳增长与金融系统防风险动态平衡机制研究”（项目编号：19ZDA095）、国家社会科学基金重点项目“宏观金融网络视角下的合意杠杆率研究”（项目编号：19AJL006）、国家社会科学基金一般项目“中国宏观杠杆率合意部门结构研究”（项目编号：22BJL019）的阶段性研究成果。作者感谢匿名审稿人和编辑部提出的宝贵意见，当然文责自负。文章为作者观点，不代表供职单位意见。

随着金融体系的发展,不同的金融结构特征成就了不同的国家经济发展模式。^[1]金融体系的核心在于动员和跨期配置资源。提高金融效率、增强金融实力是实现经济长期健康发展的保障。现代经济学愈发重视金融因素在经济发展中的作用,越来越多的经济学家开始呼吁在宏观经济学中加入金融因素,重新构建理论模型,实现金融与实体经济的统一。^[2]戈德史密斯通过对各国金融体系的比较,认为金融发展的实质就是金融结构的变化,而金融发展对经济增长具有引致效应。^[3]提高金融效率的基础在于正确的金融理论指导,而正确的金融理论来自对金融结构演进规律的深刻认知。易纲利用金融资产负债表,对中国金融资产结构进行了将近30年的长期跟踪研究,分析总结了1978年以来金融发展的趋势和规律,并据此为中国金融发展路径提出了建议。^[4]遗憾的是这项研究主要分析了中国金融结构特征及金融体系演进,未能与其他主要发达国家进行对比,难以看出哪些是中国独特的模式,哪些是大部分国家发展的共性。

本文利用国家资产负债表数据,将中国金融发展路径与美英日德等主要发达国家进行比较研究,以期在更宽的维度上总结出有效的规律,并提供政策建议。国家金融资产负债表中所蕴含的大量信息,是经济金融发展积累的结果,既体现了一国经济发展模式,也是研究金融结构和金融体系发展的基础。2008年全球金融危机后,各国都更为重视金融资产负债表的统计工作,国际机构也积极建立统一的核算标准。当前编制金融资产负债表的国际一般准则为联合国等机构出版的《国民账户体系2008》(SNA2008)和国际货币基金组织2016年出版的《货币与金融统计手册和编制指南》。通过标准的统一,各国金融资产负债表数据有了更强的横向可比性。

整体上看,尽管中国金融市场建设已经取得了长足进展,但当前仍是以银行为主导的金融体系,银行业总资产远远超过包括保险、养老金在内的非银金融机构资产,银行业的力量在债券市场、股票市场中也占据主导。与此同时,中国金融体系的演进出现了一些新的变化,集中表现在金融规模持续膨胀、金融创新层

[1] Allen F., Qian J. Q. and Qian M., "A Review of China's Institutions", *Annual Review of Financial Economics*, 11: 39-64, 2019.

[2] 陈雨露:“重建宏观经济学金融支柱”,《国际金融研究》,2015年第6期。

[3] [美]戈德史密斯著,周朔、郝金城、肖远企、谢德麟译:《金融结构与金融发展》,上海:上海三联书店,1990年。

[4] 研究结果参见易纲:“中国金融资产结构及政策含义”,《经济研究》,1996年第12期;易纲、宋旺:“中国金融资产结构演进:1991—2007”,《经济研究》,2008年第8期;易纲:“再论中国金融资产结构及政策含义”,《经济研究》,2020年第3期。

出不穷、金融产品日益多样、金融机构关联性上升等方面。与发达国家相比，中国的金融体系具有较为明显的区别，反映了不同的经济发展阶段和路径。在金融体系日益复杂的趋势下，中国金融体系高质量发展面临更多待解的问题。^[1]来自金融“血脉”的资金“养分”无法被保质保量地输送至经济“肌体”，导致金融资产日益膨胀与实体经济增速放缓并存，金融部门资金空转与实体企业融资困局共存，金融与实体经济之间存在“重大结构性失衡”。作为改革主体，中国金融供给侧结构涉及融资结构和金融机构体系、市场体系、产品体系等多个维度。而金融结构理论正是以包含金融机构、金融市场、金融产品在内的金融系统供给方的结构为研究对象，因此可以作为金融供给侧结构性改革研究的一个视角。金融供给侧结构性改革并不单纯以完善金融结构的形态与比例为目标，更是对金融服务供给与金融制度建设缺陷的根本性调整。本文将中国与几个主要大国的金融资产负债表进行比较，探讨各国金融结构的共性和主要不同，以便在金融体系日益复杂化的环境下把握发展方向和路径。

总体视角：金融体系高度复杂化

（一）数据说明

中国的金融资产负债数据有两个主要来源。第一个是中国人民银行核算的各部门金融资产负债表。^[2]此数据之前并未对外公布，仅在一些论文中展示了部分内容。^[3]2021年10月，中国人民银行官网上首次公布了2017—2019年的详细金融资产负债表数据，^[4]为本文研究提供了重要的数据支持。但这一数据仍有两大缺点。一是没有涵盖未上市公司股权，而根据SNA框架，金融资产应包括各类股权投资（上市公司的股票与未上市公司的股权）。二是细分科目中“其它（净）”占比较大，如2019年各部门“其它（净）”的加总额超过了82万亿元，不能被简单地忽视。我们推测其中大部分应为“特定目的载体份额”，包括银行理财、资管产品等特殊金融产品。第二个数据来源是中国社会科学院国家资产负债表研究中心所估算的各部门金融资产负债表，目前已经公布了2000—2019年的数

[1] 郭树清：“不改善金融结构，中国经济将没有出路”，《国际经济评论》，2012年第4期。

[2] 中国人民银行称之为“资金存量表”，但英文仍为“Financial Assets and Liabilities Statement”。

[3] 易纲：“再论中国金融资产结构及政策含义”，《经济研究》，2020年第3期。

[4] 中国人民银行“金融账户”下的“资金存量表”。网址为：[http://www.pbc.gov.cn/diaochaotongjisi/resource/cms/2021/09/2021093017030742169.htm/\[2021-12-23\]](http://www.pbc.gov.cn/diaochaotongjisi/resource/cms/2021/09/2021093017030742169.htm/[2021-12-23])。

据。^[1]此数据年限较长，交易项目的统计基本完整；但由于是估算数据，与中国人民银行公布的金融资产负债表略有差别。

考虑与其他国家金融资产负债表的可比性，本文将以上两个数据来源进行综合，以更为准确地反映中国的金融结构特征。具体来说，本文在中国人民银行公布的金融资产负债表中加入国家资产负债表研究中心所估算的未上市股权资产，并且将“其它（净）”科目与“证券投资基金份额”和“未贴现银行承兑汇票”合并。2017年之前的数据，仍沿用国家资产负债表研究中心所估算的结果。

本文选取美国、英国、日本和德国作为主要发达国家的代表，与中国进行比较。这四个国家的数据全部来自各国金融当局及经济合作与发展组织（OECD）汇总公布的数据。由于这些国家金融资产负债表中的“金融衍生品与员工股权激励”科目并不完全统一，且中国数据并不包含这项，本文将这一科目全部剔除。此外，国际储备资产和直接投资科目在中国金融资产负债中占有重要地位，但在其他国家并没有单独列示。本文根据各国金融资产负债表细项数据及国际投资头寸表进行调整，单独列出国际储备资产和直接投资科目，以便于比较研究。^[2]

（二）金融体系的共性特征：规模增大、多元化、关联化

传统对一国金融结构的认识往往着眼于企业的外源融资是来自金融中介（如银行贷款）还是金融市场（如股票、债券），并据此区分为间接融资模式和直接融资模式，或者称为以日德为代表的以银行为主导的金融结构和以美英为代表的以市场为主导的金融结构。^[3]但从历史趋势来看，各国金融体系大都经历过从银行到市场的发展路径，各种金融结构只是金融体系在不同发展阶段的表现。即使是当前金融市场最为发达的美国和英国，在18世纪至19世纪中叶同样是商业银行占主导地位，都是自20世纪以来才开始金融机构日益多样化，商业银行地位下降。^[4]

从金融演进的规律来看，任何一个金融体系在发展初期都需要银行来扮演主

[1] 李扬、张晓晶等：《中国国家资产负债表2020》，北京：中国社会科学出版社，2020年。

[2] 根据联合国所倡导的SNA体系，各国的国际储备资产应放在“货币黄金及特别提款权”一级科目下；直接投资应放在“股票及股权”一级科目下。由于各国对国际储备的管理制度不同，一些国家的国际储备主要由财政当局进行管理，因此放在了政府部门金融资产项下。本文根据各国的国际投资头寸表将其单独列出。

[3] 对传统金融结构特征的梳理参见周莉萍：“金融结构理论：演变与述评”，《经济学家》，2017年第3期。

[4] [美]戈德史密斯著，周朔、郝金城、肖远企、谢德麟译：《金融结构与金融发展》，上海：上海三联书店，1990年。

导角色；随着经济发展，资本市场的地位将越来越重要，金融体系也日益复杂。特别是2008年全球金融危机以来，学界越发意识到，现代金融体系在多年演变后变得更加复杂，已经远非银行主导或市场主导这样简单的二分法所能描绘。金融资产规模日益膨胀、创新层出不穷、结构复杂多样、产品层层嵌套、机构高度关联等新特征新问题非常值得更为深入的探讨。本文总结全球金融体系发展的共性有以下三点。

第一，金融资产规模高度膨胀。2019年末，中、美、英、日、德五国的国内金融资产规模分别达到139.2万亿、235.8万亿、36.9万亿、70.6万亿和25.5万亿美元，与国内生产总值（GDP）之比大都处在8~14倍之间（见表1）。金融自由化、创新和发展导致各国金融资产的膨胀速度快于经济增长，抬高了金融资产与GDP的比例。各国银行的表外业务和非银行金融机构都快速增长并广泛参与信用创造活动，增加了金融资产扩张的新途径。而由此产生的信用资产中，有相当一部分并未流向实体经济，而是用于对现存资产（特别是房地产和股票）的交易，这些交易与经济产出基本无关，且抬高了资产价格，进一步推升名义金融资产总量。债务驱动下的金融繁荣不可避免地面临着泡沫破灭的风险，并最终可能导致增长停滞和金融危机。^[1]

表1 2017—2019年五国国内金融资产规模占GDP的比重

年份	中国	美国	英国	日本	德国
2019年	982.4%	1103.2%	1234.2%	1374.5%	828.5%
2018年	966.2%	1028.2%	1264.8%	1409.2%	798.8%
2017年	1018.1%	1081.7%	1321.8%	1405.9%	823.4%

注：本文全部图表及文中数据，如无特殊解释，均来自这几个数据源。

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

金融资产的膨胀与近年来广受关注的债务增长问题是同一枚硬币的两面。一个部门金融资产的增长一定对应着另一个部门债务的扩张。一部分债务是以贷款和债券的形式为实体经济的生产和消费提供融资，而另外有很大一部分则是金融部门内部链条加长、内部资产扩张所推动。正是这些金融部门内部的债权债务，

[1][英]特纳著，王胜邦、徐惊蛰、朱元倩译：《债务和魔鬼：货币、信贷和全球金融体系重建》，北京：中信出版社，2016年。

导致了近年来各国实体经济杠杆率和金融杠杆率共同上升，并逐渐成为经济发展的桎梏。2008年全球金融危机以来，高杠杆的危害以及通过“去杠杆”来摆脱危机、回归经济常态已经成为学术界的基本共识。^[1]但真实世界恰好相反。在后危机时代，各大经济体金融规模继续膨胀、杠杆率不断高企，新冠肺炎疫情冲击下可能会引发空前的第四次债务浪潮，^[2]信贷快速扩张推动危机风险加剧，金融体系正面临着“平静危机”的压力。^[3]

第二，金融资产多样化水平日益提高。本文考虑通货与存款、贷款、保险准备金、债券、股票与股权、证券投资基金份额、直接投资、国际储备资产这八类金融资产，根据各类金融资产在总资产中所占比重，构建了一个金融资产多样化指数。^[4]简单来讲，在资产种类相同的情况下，如果一种金融资产的规模占全部金融资产规模的比重较大，则表示金融结构较为单一；反之，不同金融资产规模分布越均匀，则说明多样化程度越高。除中国外，各国这一指标当前均在82%~83%的水平（见图1），比较接近充分多元化的水平。^[5]从趋势上看，过去几十年各国基本都经历了金融资产多样化程度上升的过程，在2008年全球金融危机附近达到了一个多样化的顶点，随后开始平稳甚至略有下降。传统上，日本和德国是以银行为主导的金融体系，美国和英国是以市场为主导的金融体系。从趋势图中也可以发现，在2000年之前日本和德国的金融资产多样化指数明显小于美国。但发展到今天，这些国家的金融资产多样化指数差别并不明显，全球国家间金融体系分类的界限正变得日益模糊。伴随着资产证券化、金融全球化和金融管制放松，日德等国大银行开始去集中化，银行主导型金融体系正在被削弱。^[6]

[1] Reinhart C. M. and Rogoff K. S., “Growth in a Time of Debt”, *American Economic Review*, 100(2): 573–578, 2010.

[2] World Bank, “Global Economic Prospects”, June 2020, <https://www.worldbank.org/en/publication/global-economic-prospects>[2022-01-30].

[3] 高扬、[美]舒拉里克著，孙靓莹译：“金融危机的原因和后果：我们学到了什么？”，《国际经济评论》，2021年第4期。

[4] 指数构建方法来自 Agresti A. and Agresti B. F., “Statistical Analysis of Qualitative Variation”, *Sociological Methodology*, 9: 204–237, 1978.

[5] 本文选用8类资产，根据指数构建规则，最大值（充分多元化）为 $1-1/8=87.5\%$ 。

[6] Tilly R., “Universal Banking in Historical Perspective”, *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 7–32, 1998；殷剑峰：“比较金融体系与中国现代金融体系建设”，《金融评论》，2018年第10期。

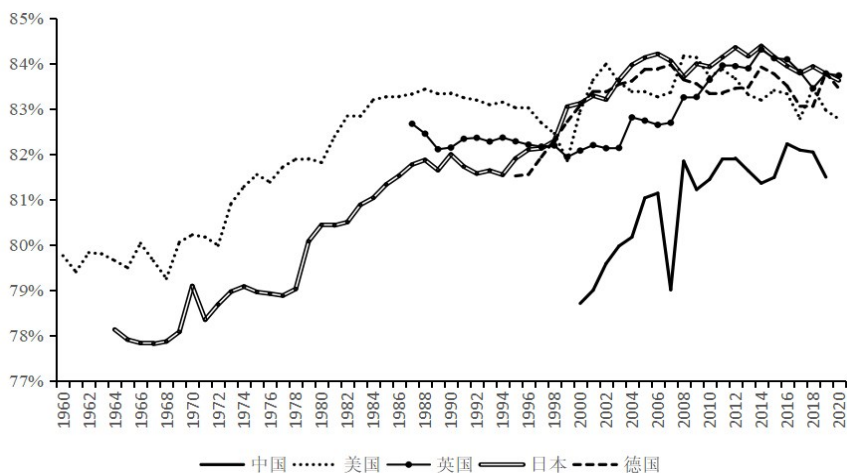


图1 各国金融资产多样化指数

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

从另一个指标（贷款资产占金融部门全部金融资产的比例）观察，基本可得出类似的结论（见图2）。20世纪日本和德国的贷款占比都较高，但随着金融资产多样化的发展，当前德国与英美的比例已经基本一致，日本贷款占比依然显著高于英美，不过处于一个持续下降的趋势中，已经接近英美两国20世纪90年代的水平。

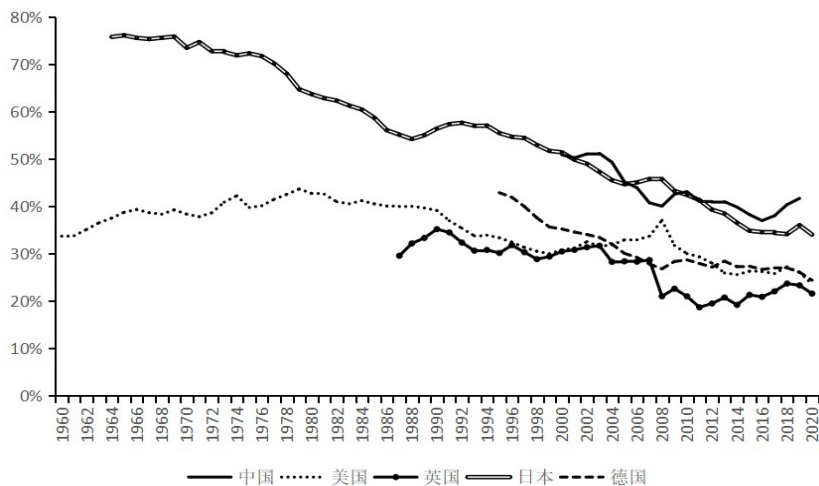


图2 贷款占金融部门总金融资产的比例

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

从理论上讲，金融资产多样化水平提高有助于增加人们金融资产投资的选择，从而有利于提高储蓄向投资的转化效率。同时，金融资产配置的多元化分散单一金融资产价格波动所带来的风险，多样化的资产配置方式提高金融体系在面对冲击时的金融弹性，从而增强金融系统的稳定性。各国金融发展的经验事实也验证了这一推测。不同的金融资产在动员储蓄、促进增长和鼓励创新等方面具有完全不同的效果：相比于信贷，上市股票交易及风险投资等股权资产更有利于技术进步；单就信贷资产来说，不同的资产形式和期限结构对创新有着截然不同的影响。^[1]从历史演进来看，外部融资对技术进步的作用决定于创新的具体形式。英国工业革命时期，棉纺工业机械化所需的固定资本费用相对更低，因而家庭融资和之前在对外贸易中的积累就可以实现机械化。相反，第二次工业浪潮时期，铁路的发展需要大规模投资，单个企业几乎无法负担；因而出现了股份公司，股份制的出现集中了资本，分散了风险，使得这种重要的创新得到传播。^[2]可见，金融的发展要与经济增长的特征相适应，合适的金融创新有利于资源的优化配置，促进经济发展。从历史趋势来看，随着经济发展，一个经济体的金融体系会更趋于完善，金融资产也往往经历从单一到多样的过程，多样化的金融资产配置有助于经济体在更大范围内实现储蓄动员和优化配置。

改革开放初期，中国正处于工业化起步阶段，生产和投资活动的指向较为明确，经济发展的主要矛盾是困扰微观主体的资金来源不足问题。因此，与之相匹配的金融体系需要更大规模的动员储蓄，通过高利率和高储蓄率来为工业化生产提供资金。通过银行将存款直接转化为贷款是最为便捷的方式，这在很大程度决定了中国在那段时期的金融资产和负债结构均较为单一，金融资产以银行存款为主，金融负债则主要依赖贷款。在中国经济进入创新驱动和高质量发展的阶段后，创新的需求更为重要，需要对风险和超额回报更为偏好的多样化资本市场发展与之相适应；充分利用金融市场来支持和满足微观企业长周期、高风险的外部融资需求就显得很有必要。但同时要注意过犹不及的问题。一些研究发现金融产品的过度创新，通过复杂的产品设计让金融机构获得了更高的交易费用，却导致

[1] Brown J. R., Martinsson G. and Petersen B. C., "Stock Markets, Credit Markets, and Technology-led Growth", *Journal of Financial Intermediation*, 32: 45-59, 2017; Gu W. and Qian X., "Does Venture Capital Foster Entrepreneurship in an Emerging Market?", *Journal of Business Research*, 101: 803-810, 2019; Léon F., "The Provision of Long-term Credit and Firm Growth in Developing Countries", *Economic Modelling*, 90: 66-78, 2020.

[2] Bakker G., "Money for Nothing: How Firms Have Financed R&D-projects since the Industrial Revolution", *Research Policy*, 42(10): 1793-1814, 2013.

市场参与者对产品的认知困难。^[1]“即使在基本文件中作出了最佳的披露，许多市场参与者也不能充分了解这些金融工具的特征”。^[2]金融过度创新反而会导致潜在金融风险的累积。

第三，金融部门间的关联性加强。本文构建了一个信用中介指数，用来表示资金从融出方到融入方的过程中所需经历的中间环节数量。^[3]具体来说，将居民、非金融企业和政府部门这三个非金融部门定义为资金的融出和融入部门：如果居民直接购买企业债券来为企业提供资金，则这种直接融资方式涉及的中间环节为1步；如果居民将资金先存入银行，再由银行向企业提供贷款，这种间接融资的中间环节为2步。从当前的情况来看，美国、英国和日本的信用中介指数最高，德国最低（见图3）。

虽然资产多样化与信用中介链条加长都是金融创新的产物，但二者并不等同。直接融资的信用中介链条并不一定会短于间接融资，例如投资基金是直接投资的重要组成部分，但资金仍需要通过投资公司或基金公司再转化为对企业的投资，中介链条并没有缩短。除中国外，各国信用中介指数在20世纪基本都呈现上升趋势，21世纪尤其是2008年全球金融危机以来有所下降。在非银行金融中介（影子银行）参与信用创造活动中后，信用链条拉长，金融部门内部的资金空转上升，联系也更为紧密。20世纪80年代以来，美国金融体系发生了较大的变化，“发起—分销”模式让金融机构变成了信用资金的“加工厂”，通过承销、包装、分层、增级、分销等工序将资金从信用市场向资本市场转移。在这一过程中，银行是“加工厂”，各类非银行金融机构是“分销商”，它们的联系增强，资金从融出方到最终融入方的中间环节上升，信用中介链条被拉长。^[4]金融危机前美国住房抵押贷款的资产证券化正是这一过程的典型案例。近几十年来，美国的金融资产多样化和金融部门关联这两个特征是共同增强的；而德国则是资产多样

[1] Célérier C. and Vallée B., “Catering to Investors through Security Design: Headline Rate and Complexity”, *The Quarterly Journal of Economics*, 132(3), 1469–1508, 2017.

[2] Corrigan G. and Flint D., “Containing Systemic Risk: The Road to Reform”, *The Report of the Counterparty Risk Management Policy Group III*, 2008.

[3] 方法来自 Greenwood R. and Scharfstein D., “The Growth of Finance”, *Journal of Economic Perspectives*, 27(2): 3–28, 2018。一些国家（如英国），其本国信用资产规模相对于其服务全球的金融资产规模显著较低，故本文在全部资产中减去了对国外部门的金融支持部分，只保留对国内各部门的净金融供给，以实现各国的可比较性。

[4] 辛乔利：《现代金融创新史：从大萧条到美丽新世界》，北京：社会科学文献出版社·经济与管理分社，2019年。

化的同时，信用链条反而缩短，体现出更优的金融制度安排。

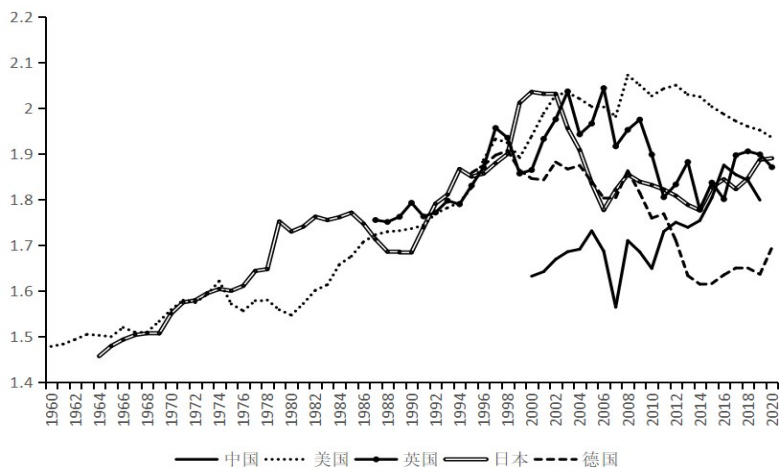


图3 各国信用中介指数

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

从理论根源上看，商品转为货币，基于货币流通的金融活动自身产生价值，经济活动就虚拟化。这不仅表现为经济资源的实际流转逐渐被掩盖在货币借贷的洪流之下，而且表现为货币交易自身已经成为目的，一批以经营货币为业的专门机构和人群应运而生。从好的方面来看，金融资源经过中介的层层包装，一定程度上实现了金融产品信用和期限的转换。但是，信用中介链条过长很可能带来一些负面效果。从效率方面看，更长的信用链条意味着金融资源从最终供给方到最终需求方会经历更多金融中介，这也意味着同样规模的金融资源被征收了更多次金融服务费用。伴随着金融“脱实向虚”的固有趋势，金融中介之间以及金融与实体经济部门之间建立更加隐蔽、更加复杂的债权债务关系，实体部门则不得不承受更高的融资成本。从这一点上讲，适度抑制金融对实体“疏远化”的倾向有助于提高金融体系的运行效率。^[1]从风险方面看，“发起一分销”模式^[2]加大了金融中介资产端和负债端的期限错配风险，信用中介链条拉长也直接导致金融风

[1] 李扬：“‘金融服务实体经济’辨”，《经济研究》，2017年第6期。

[2] 根据辛乔利在《现代金融创新史：从大萧条到美丽新世界》一书中的定义，“发起一分销”模式是指“金融机构发行贷款的目的不是持有到期，而是通过二级贷款市场和证券化分销给其他机构和投资者”。这一模式在次贷危机后受到较多关注，亦涌现出一批文献直接对这一金融模式进行研究，如 Berndt A. and Gupta A., “Moral Hazard and Adverse Selection in the Originate-to-distribute Model of Bank Credit”, *Journal of Monetary Economics*, 56(5): 725-743, 2009 等。

险更容易从个别风险蔓延发展到系统性风险。何志国等对信用中介链条进行了严格建模刻画，认为限制信用中介链条长度有助于提高全社会福利水平。^[1]

（三）中国的特征：仍偏重于银行，但复杂性在提高

金融结构的动态演变集中反映了各类金融参与主体在既定金融制度安排下的融资需求及行为偏好。由于实体经济运行中破产成本、代理成本、经营风险、市场摩擦等种种因素的存在，各类参与主体在不同融资方式之间权衡利弊，存在寻找最优资本结构的强烈动机。在这种强烈动机下，金融体系逐步发展、成熟并进一步反作用于参与主体的融资选择偏好。这是一种正反馈机制，市场力量不断强化，引导金融结构向复杂化方向演变。中国金融体系的发展与全球趋势特征基本一致，尽管横向看仍以银行为主导，但同样具有金融资产规模提高、多样化水平上升、机构间关联性加强的特征。

第一，金融资产规模提高，金融相关率上升。金融相关率是指一国金融资产与实物资产的比例，是对一国金融资产规模的定量化考量，部分刻画出一国金融体系总量上的发展特征。从表1中可以看出，2019年中国金融资产与GDP之比已达到9.8，且2017年以来有所下降。从金融相关率指标来看，自2008年全球金融危机以来，德国大致保持平稳，美国和日本则是一路上行，表现出“金融化”的基本趋势；中国上升的趋势较为平缓，从2001年的147%上升至2016年的181%，随后有所下降（见图4）。这一变化与近几年来中国金融“去杠杆”有着密切联系。

第二，金融体系多样性有了较大的提升。中国2019年金融资产多样化指数水平已经达到81.5%，且在大部分时间都是上升的（见图1）。这表明中国金融资产配置正日趋多样，但相较于其他几个发达国家仍不算高。从现实看，至少存在两方面力量推动中国金融资产配置日益多样化。一方面，金融系统演化自身的客观规律决定了金融产品倾向于从单一走向多样、从简单走向复杂的发展过程。特别是伴随着近年来科技进步在金融领域的广泛应用，金融资产获得了更多的配置途径。例如，余额宝等货币基金的崛起很大程度上导致中国居民金融资产从存款向证券投资基金转移。此外，中国金融体系长时间处于改革调整的过程中，对银行融资依赖性逐步下降。改革开放以来中国资本市场几乎经历了从无到有的建设过程，资本市场所起的作用逐渐加强。但另一方面，有一部分所谓的“金融创新”虽然提高了资产多元化水平，但其本质仍是政策套利，是披上资本市场外衣

[1] He Z. and Li J., “Intermediation via Credit Chains”, NBER Working Papers No. w29632, 2022.

的传统银行信贷。自2017年开始，中国金融监管部门对这类“创新”行为强化了监管，金融资产多样化指数在随后的几年中有所下降。从大趋势上看，金融资产的多样化趋势总体上提高了中国金融体系的有效性，这种多样化的转变同样对金融监管和金融风险化解提出了更高的要求。

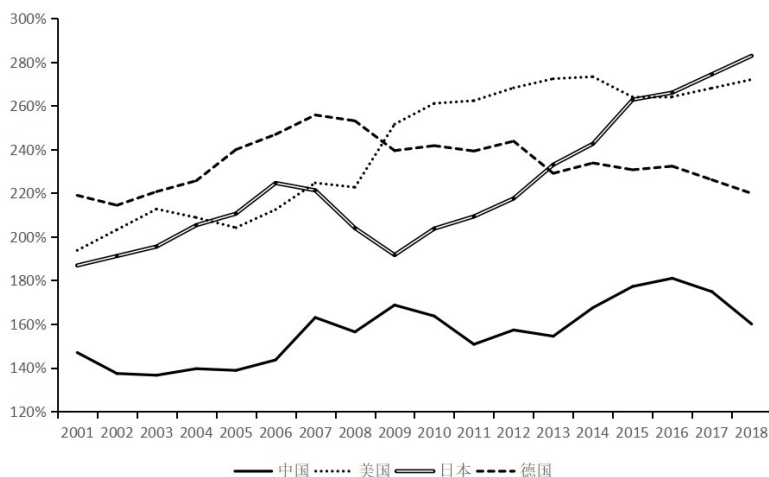


图4 各国金融相关率指数（金融资产/非金融资产）

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

第三，各类非银行金融机构频繁参与间接融资活动，信用创造链条更为复杂，银行与非银行金融机构交互性增强。从横向比较看，2019年中国信用中介指数1.79的水平已经超过了德国，趋势上看相比21世纪初已有大幅度上升（见图3）。这种演进趋势与其他国家所经历的过程高度类似，既提高了金融市场化水平，又同样带来了一些新问题。2017—2019年中国信用中介指数水平逐年下降，主要原因是金融去杠杆政策的逐步实施。

部门视角：结构差异显著

根据国民经济核算的框架及宏观经济分析的便利性，一般从功能上将国民经济分为居民、非金融企业、政府、金融机构和国外五大部门。从总量上看，各国金融资产负债规模有着较为近似的发展趋势，但不同的经济金融模式下，不同经济体存在着较大的部门结构性差异。尤其是中国的金融部门结构，与其他主要发达国家有着较大的区别，这其中既有不同金融发展阶段所带来的差异，更是受到

了不同经济发展模式的影响。本文分部门对这些显著的差别进行比较分析。

（一）净金融资产

各部门净金融资产是资产与负债的差额，不仅代表了储蓄的积累，也反映出一个部门在金融体系中所承担的角色，是衡量部门金融风险的最直观指标（见图5）。中国2019年居民部门净金融资产占GDP比重为161.5%，同时期美、英、日、德四国分别为359.7%、216.2%、268.9%、139.6%，居民部门均在各自金融体系中扮演了最主要的净债权人角色。与之对比，中国2019年非金融企业部门净金融资产与GDP之比为-219.3%，其余四国分别为-263.4%、-126.7%、-98.8%、-54.3%，非金融企业部门是主要的资金净融入部门。居民储蓄在各国都是整个金融体系中最重要资金来源，通过金融体系的配置，输送给资金需求部门（特别是非金融企业部门），以实现资源的优化配置，促进经济增长。

政府部门的净金融资产差距较为明显。中国政府是所有比较样本中唯一政府部门净金融资产为正的国家，2019年政府部门净金融资产比GDP达到了67.0%。在资产上，中国政府部门持有大量现金及国有企业的股权：2019年全部国有资产的净股权价值为85万亿元，这是中国经济体制特征在金融资产负债表上的一个集中反映。从负债角度看，中国政府举债极为克制，年财政预算赤字率基本都保持在3%左右，从未采用过大规模赤字扩张的财政立场，债务水平相对有限。即使加上一部分未被列出的地方政府隐性债务，中国政府部门债务相对规模仍远小于其他几个国家。^[1]政府持相对较大规模的净金融资产，是中国制度优势的表现，也是应对危机的重要工具。日本政府部门的净金融资产最为特殊，政府部门是国内最大的净资金借入方（其他国家的非金融企业才是最大的资金借入方）。也就是说，广义的政府部门是日本最大的资金需求者。日本政府的“债台高筑”主要有三方面原因：一是人口老龄化和高福利的养老体系加重了日本政府的福利支出负担；二是1990年“泡沫经济”破灭后日本国内经济增长乏力、产业空心化问题严重，降低了政府收入；三是长期的经济衰退和几次金融危机的冲击，使实体和金融部门都对宽松的财政和货币政策产生了“药物依赖”。

金融部门作为连接居民储蓄和企业投资的“中介”，发挥着在实体经济部门之间配置资源、消化风险的作用，其本身并不需要很高的净金融资产。中国金融部门2019年净金融资产与GDP之比为5.3%，美、英、日、德分别为-19.1%、

[1] 目前地方政府尚存在一部分隐性债务。根据不同学者的估算，这一类债务规模可能会占到GDP的30%~60%。根据国民经济核算原则，这一部分债务已被计入了非金融企业部门。

-32.2%、22.6%、3.2%。虽然各国金融部门的净金融资产都不高，但金融体系天然具有高杠杆的特征，这薄薄的一层净金融资产正是应对金融危机的关键。一旦金融部门净金融资产受到负面冲击，就会迅速使得金融体系面临债务违约的风险蔓延。美英等传统意义上市场主导型国家的金融部门净资产水平低于日德等银行主导型国家，金融体系的脆弱性更大。中国金融部门的净金融资产长期为正，保持着较高的风险抵御能力。

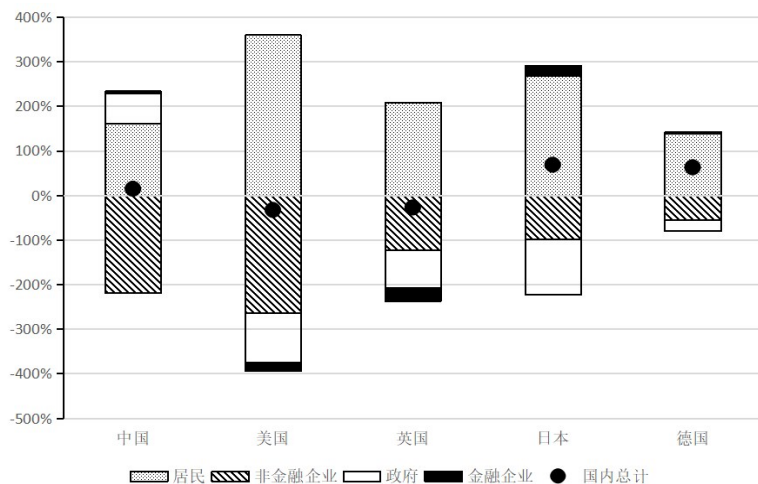


图5 2019年各国各部门净金融资产与GDP之比

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

（二）居民部门

居民部门是中国金融体系中最主要的净储蓄部门，但其金融资产和负债的相对规模都较小。2019年中国居民的总金融资产和负债分别占到GDP的225.2%和63.7%，净金融资产为GDP的161.5%（见表2）。相对于其他国家，中国居民资产和负债的规模并不算高，2019年美、英、日、德居民金融资产分别占到GDP的437.0%、304.5%、335.6%、193.6%，负债占GDP比重则分别为77.2%、88.3%、66.7%、54.0%，除德国外均高于中国的水平。大部分工业发达国家经历了较长时间的积累，居民部门都有着雄厚的净资产积累；且由于经济制度不同，西方主要国家的国民财富几乎全部私有化，被居民部门所持有，而中国居民持有全部净财富的七成，其余三成由政府所有。

中国居民的金融资产中，占最大比例的是通货与存款。43.2%的居民金融资产都以现金或存款的形式存在。与中国相类似，日本与德国的通货存款占比分别

达到了55.5%、39.6%。美国与英国的水平则明显较低，仅为11.8%和25.3%。传统意义上的银行主导型金融体系下，银行存款仍是居民资产配置的主要选择，通过银行吸纳存款实现金融体系的储蓄动员仍是实现中国金融体系循环的重要支撑。

在股票股权和证券投资基金这两类资产上，中国和美国的居民部门占比非常接近，分别是33%~35%和13%~14%，均显著高于英国、日本及德国的水平。之前对中国股权和证券投资市场有一种刻板的印象，认为金融市场发展程度有限，导致中国直接融资比例过低。但通过数据对比可以发现，中美两国居民部门所持有的这两种金融资产比例是非常接近的，中国直接融资占比过低的真实原因并不在于此，而是股票市场和保险资产的发展较为有限。中国居民所持有的股票股权资产中，股票仅占24.6%，其余都是未上市公司的股权，流动性较低；而其他四国居民股票股权资产中的股票占比全部高于50%，最高的美国占到75%。

这里需要说明的是，中国居民股票和股权资产仅仅是在居民的金融资产中占比较高，而并非在企业的全部股权负债中占比大。从本文后面的股票股权融资工具点对点（见表6）分析中可以看出，中国居民、非金融企业和政府这三个部门所持有的非金融企业的股权比例大致相同，基本都占到全部非金融企业股权的1/4~1/3，剩余部分被金融部门和国外部门所持有；美国居民部门持有非金融企业的股权比例超过中国，大约占非金融企业部门全部股票及股权负债的一半左右；英国、日本和德国的居民持有比例则小于中国。英国、日本、德国三个国家居民部门持有非金融企业部门股票及股权比例低于中国的主要原因有两点：一是金融市场发展更完善，更大比例的企业股权是由金融部门通过投资基金的方式持有的；二是经济开放度更高，更大比例的企业股权都被国外部门所持有。中国居民并不缺乏投资，但缺乏相应的资本市场来实现资本的流动和优化配置。2019年中国居民持有保险资产占比仅为9.1%，远低于其他国家25%以上的水平。在人口老龄化的现实压力和共同富裕的长远目标下，中国有必要大力发展保险市场，增加居民在保险资产上的配置。这同时能增加企业和政府长期稳定的资金来源，提高金融稳定性。居民的负债结构上，各国基本一致，超过95%的比例都是银行贷款。

表2 2019年居民部门金融资产负债表

细分科目	中国		美国		英国		日本		德国	
	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
通货与存款	43.2%	—	11.8%	—	25.3%	—	55.5%	—	39.6%	—
贷款	—	98.1%	1.2%	96.3%	0.3%	94.8%	0.2%	91.4%	—	99.0%
保险准备金	9.1%	—	33.2%	0.2%	55.2%	0.9%	28.1%	—	35.5%	—
债券	0.6%	—	5.2%	1.3%	0.2%	0.2%	1.9%	—	2.2%	—
股票与股权	33.2%	—	35.3%	—	11.3%	—	8.0%	3.5%	10.8%	—
证券投资 基金份额	13.9%	1.9%	13.3%	2.2%	7.7%	4.1%	6.3%	5.1%	11.9%	1.1%
直接投资	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
国际储备资产	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
合计	225.2%	63.7%	437.0%	77.2%	304.5%	88.3%	335.6%	66.7%	193.6%	54.0%
净金融资产	161.5%		359.7%		216.2%		268.9%		139.6%	

注：“合计”和“净金融资产”中的占比为总规模与GDP之比，其余项目的占比为本项金融资产或负债与“合计”规模之比。下同。

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

（三）非金融企业部门

相对于其他国家，中国非金融企业的资产和负债在国民经济中都占有更高比例。2019年中国非金融企业的金融资产和负债与GDP之比分别为200.9%和420.2%，金融资产规模占比仅次于日本205.52%的水平（见表3），金融负债占比则在五个国家中最高（见表3）。这与中国非金融企业部门杠杆率偏高的客观事实相一致。

负债角度看，贷款仍然是中国企业债务融资的主要来源，占比达到25.6%，高于美英11.9%和22.0%水平，但低于日德的28.7%、30.4%。在股票股权上，中国非金融企业的股票及股权在负债中占比已经达到62.0%，远高出其他国家水平。虽然中国股票市场发展有限，2019年非金融企业股票总规模仅为47万亿元，但加上非上市公司股权后，达到257万亿元，占比高于美国。另外，债券负债在各国非金融企业负债中占比基本都处于3%~8%左右，中国占比水平大致居中。近些年来中国债券市场快速发展，企业债券融资成为非金融企业重要的债务资金来源。

中国与其他国家非金融企业部门的另一个重要区别体现在“直接投资”

项^[1]。尽管中国近几年对外直接投资发展较快，但目前非金融企业部门对外直接投资占非金融企业部门金融资产的比重仅为7.4%。与之对比，美、英、日、德企业对外直接投资分别占到了企业总金融资产的21.8%、45.7%、12.6%和34.3%。资金来源上，外商投资在中国仅占非金融企业总负债的4.9%，同样低于其他国家的水平。虽然引进外资曾经一度是中国经济发展的重要动力，且外商直接投资为中国带来了一部分先进的生产技术和方法，但从总量占比来说，其对中国经济发展的贡献是有限的。从生产角度看，中国始终是以“国内大循环”为主导的。

表3 2019年非金融企业部门金融资产负债表

细分科目	中国		美国		英国		日本		德国	
	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
通货与存款	34.8%	—	10.9%	—	30.1%	—	25.5%	—	11.2%	—
贷款	—	25.6%	0.9%	11.9%	13.1%	22.0%	4.7%	28.7%	14.3%	30.4%
保险准备金	0.7%	—	1.8%	0.6%	0.1%	7.0%	0.3%	1.6%	1.2%	4.0%
债券	0.2%	5.7%	1.4%	7.6%	3.3%	8.0%	2.8%	5.1%	1.0%	2.9%
股票与股权	45.1%	62.0%	8.5%	53.7%	2.5%	39.8%	26.7%	47.4%	10.0%	35.3%
证券投资 基金份额	11.8%	1.8%	54.7%	17.2%	5.2%	4.1%	27.4%	17.2%	28.0%	18.5%
直接投资	7.4%	4.9%	21.8%	9.0%	45.7%	19.1%	12.6%	—	34.3%	8.9%
国际储备资产	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
总计	200.9%	420.2%	134.1%	397.6%	110.9%	237.6%	205.5%	304.3%	147.6%	201.9%
净金融资产	-219.3%		-263.5%		-126.7%		-98.8%		-54.3%	

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

（四）政府部门

中国政府部门持有较高的金融资产，同时负债比重则明显更低，从而形成了大量的净金融资产。2019年中国政府部门金融资产占GDP的比重达到123.6%，明显高于美、英、日、德（29.56%、33.8%、113.6%和42.1%）的水平；负债占GDP比重仅56.7%，其他四国则分别为139.8%、118.5%、238.0%和68.0%

[1] 此处的“直接投资”专指“外商直接投资”（Foreign Direct Investment）。因中国国家统计局在“资金流量表中”将其称为“直接投资”，本文也沿用“直接投资”的称呼。

(见表4)。

具体来看,中国与其他国家政府部门的负债结构较为相似,但资产结构相差较大。中国政府部门金融负债中接近70%是债券,此外还包括17.4%的保险准备金和13.6%的贷款。其余各国负债结构以债券为主,同时有一定比例的贷款。中国在2015年正式生效的新《预算法》不允许政府以银行贷款的形式进行融资,只能发行政府债券,可以预见贷款在中国政府资金来源中的占比仍会下降。

表4 2019年政府部门金融资产负债表

细分科目	中国		美国		英国		日本		德国	
	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
通货与存款	28.4%	—	16.2%	0.1%	14.5%	7.6%	13.1%	—	25.7%	0.6%
贷款	—	13.6%	33.2%	0.1%	29.5%	5.0%	3.4%	11.5%	10.3%	22.8%
保险准备金	—	17.4%	—	20.8%	0.1%	0.4%	—	—	0.1%	—
债券	0.5%	68.7%	26.1%	73.9%	0.7%	82.5%	10.8%	83.6%	7.7%	72.0%
股票与股权	69.7%	—	5.0%	—	24.4%	—	26.2%	1.3%	43.3%	—
证券投资基金份额	1.4%	0.3%	18.7%	4.9%	16.5%	4.1%	24.5%	3.5%	10.7%	4.6%
直接投资	—	—	—	—	—	—	—	—	—	—
国际储备资产	—	—	0.8%	0.2%	14.3%	0.4%	22.0%	0.1%	2.2%	—
总计	123.6%	56.7%	29.6%	139.8%	33.8%	118.5%	113.6%	238.0%	42.1%	68.0%
净金融资产	67.0%		-110.2%		-84.6%		-124.4%		-25.9%	

资料来源:中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

从金融资产角度看,中国政府有将近70%的金融资产是持有国有企业的股票股权资产,占比远高于其他国家。其他几个国家中政府持有企业股权资产占比最高的是德国,比例为43.3%。德国的国有企业主要集中在铁路、公路、航空、邮电、发电、港口等重要基础设施领域,在第二次世界大战后德国重建并创造经济增长“奇迹”的进程中起到了重要作用,与中国的发展经验更为相似。美国是私有化较为彻底的国家,国企股权在政府金融资产中仅占比5%,是另一种经济发展模式。与极高的股权持有比例相比,中国政府资产中的证券投资基金占比则较低,仅为1.4%,比其他国家都低。政府持有的证券投资基金一般进行企业的股权投资,与股票股权加总,构成政府持有的企业总产权。但政府通过基金所持有

的企业资产不再拥有企业的经营权，是从“管资产”转变为“管资本”。随着国企改革，中国政府持有的证券投资基金比例仍会有所上升。在股权和证券投资基金之外，中国政府部门还持有大量的存款，存款比例高达28.4%，在所有国家中比例最高，主要为机关事业单位存款和财政存款。此外，美英等国政府部门还可以直接向居民提供贷款，包括短期的消费信用贷款和长期的住房按揭贷款，这是由不同的金融制度安排所形成的。

（五）金融部门

中国金融部门金融资产增速较快，但相对规模仍小于其他主要发达国家。2019年中国金融部门金融总资产与总负债分别为GDP的432.7%和427.5%，均为五个国家中最低水平（见表5）。过去十余年中，中国金融部门的金融资产和负债都增长较快，年均增速超过了15%。但横向比较，目前中国金融部门金融资产的相对规模仍较低。从流量角度看，中国金融业增加值在GDP中的占比已经达到美国的水平，2019年为7.7%。但内部结构则与其他国家相差较大，中国金融业仍存在大量所谓“银行的影子”，是传统银行存款的替代品；而美、英、日、德的金融业全球竞争力都强于中国，金融资产和金融服务中很大一部分是面向全球的，使得美、英、日、德等国家金融部门资产和负债的相对规模大于中国。

在负债方，存款占比虽然在近些年来显著下降，但仍是中国金融部门最主要的资金来源：存款在中国金融部门金融负债中占比达到56.3%，高于英、日、德三国41.6%、50.1%、47.6%的水平，并远远超过美国17.5%的水平（见表5）。中国高存款占比的主要原因在于两点：一是中国金融行业发展仍不充分，居民的财富储藏手段有限；二是中国居民在金融投资上仍相对保守，更偏向于低风险、固定收益的金融投资。中国金融部门的第二大资金来源是证券投资基金，达到93万亿元，占到总负债的22.1%。美国、英国、日本和德国这一比例分别为21.1%、7.2%、9.9%、18.0%，全部低于中国。但中国证券投资基金中很大一部分仍然是存款的替代品，如货币型基金、银行理财、某些承诺保本或刚性兑付的信托、券商资管、基金子公司产品等。与之相比，尽管美国证券投资基金占比亦较高，但其中绝大多数（超过75%）是股票指数型共同基金，属于风险自担的股权投资。中国企业具有更高的杠杆率，与金融部门的资金来源结构高度相关。金融机构的本质是资金中介，在金融机构的资金来源方（金融机构的负债），绝大部分比例是存款及一些存款替代品；因而在金融机构的资金运用方（金融机构的资产），只能以固定收益类的贷款和债券为主，否则会产生资产负债表错配的风险。金融

机构的资产直接对应着非金融部门的负债，因而中国的非金融企业部门只能以债务融资为主，这种以债务为主的融资结构特征起源于金融机构的负债中缺乏足够的权益类融资。只有调整中国的金融市场结构，继续发展资本市场的深度和广度，增加金融部门证券投资基金中股权类基金及保险资金的占比，才能最终实现中国企业部门的去杠杆目标。美国金融部门第一大资金来源是保险准备金，占全部金融负债的29.5%，其余国家也均在13%以上水平，而中国仅占2.8%，相差悬殊。未来中国人口老龄化问题愈发严重，保险、养老金等金融资产在国内全部金融资产中应占有更大比例。

在资产方，贷款占到中国金融部门资产的将近一半比例（44.9%），远高于其他国家水平，美、英、日、德四国则分别仅为26.2%、28.6%、36.5%、27.4%。发放贷款是中国金融部门扩张资产负债表的主要方式，这与其资金来源主要为存款是相互对应的。值得一提的是，与传统印象不同，德国金融部门资产持有并不强烈依赖于贷款工具，贷款占比反而低于英国和日本，各类资产比例相对较为均匀。这一方面印证了目前各国金融制度分野更加模糊的基本事实，另一方面也反映了德国独特的金融特征：德国企业既不热衷于上市融资，也很少在信贷市场融资，而是更加偏好内源性融资。^[1]债券投资占到了中国金融部门全部金融资产的22.3%，与其他国家大致持平。中国债券市场虽然从表面上看发展迅速，银行持有债券的比例快速上升，但其中有一部分仅仅是对传统贷款形式上的替代，尤其是地方政府债券。中国当前债市总存量超过了127万亿元，其中地方政府债券就达30万亿元。地方政府债券已经成为金融债之外的第二大债券品种，且超过95%的比例都被银行持有。但这部分地方政府债的流动性极低，年换手率不足5%，从本质上看更类似于银行贷款，而不是债券。未来中国仍需进一步规范完善债券市场的发展，提高债券市场的流动性，改善质量。

中国与其他国家金融体系的另一大显著区别是在国际储备资产的管理上。中国在2019年有22.5万亿元（约3万亿美元）的外汇储备，主要由国家外汇管理局管理，并记录在中国人民银行的资产负债表中，2014年之前这些外汇储备是中国货币创造的主要方式。而对美国、日本而言，外汇储备由财政部（财务省）和中央银行共同持有，英国的外汇储备则由财政部所有的专项账户持有，因而外汇储备科目归属不同，这反映了各国在储备资产管理上制度安排的差异。

[1] 张晓朴、朱鸿鸣等：《金融的谜题：德国金融体系比较研究》，北京：中信出版集团，2021年。

表5 2019年金融部门金融资产资产负债表

细分科目	中国		美国		英国		日本		德国	
	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债	资产	负债
通货与存款	8.6%	56.3%	2.8%	17.5%	27.7%	41.6%	15.2%	50.1%	26.3%	47.6%
贷款	44.9%	3.4%	26.2%	4.8%	28.6%	10.6%	36.5%	16.1%	27.4%	3.6%
保险准备金	—	2.8%	7.7%	29.5%	2.5%	20.9%	0.6%	13.0%	0.6%	15.4%
债券	22.3%	8.5%	26.8%	12.4%	20.4%	11.5%	27.8%	7.2%	20.8%	9.1%
股票与股权	8.1%	6.9%	24.5%	13.6%	11.9%	6.3%	4.2%	3.7%	8.2%	6.2%
证券投资 基金份额	10.8%	22.1%	10.9%	21.1%	7.3%	7.2%	14.7%	9.9%	15.7%	18.0%
直接投资	—	—	1.1%	1.1%	1.6%	1.9%	0.9%	—	—	—
国际储备资产	5.3%	—	0.0%	—	—	—	0.1%	—	1.0%	0.1%
总计	432.7%	427.5%	502.6%	521.7%	785.0%	817.2%	752.6%	730.0%	445.2%	442.0%
净金融资产	5.3%		-19.1%		-32.2%		22.6%		3.2%	

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

（六）国外部门

中国过去40年的发展积累了大量对外净头寸，^[1]但近十年来对外净头寸占GDP的比重略有降低，对外依存度有所下降；而美国的对外负债持续积累，且对外依赖度越来越高。2019年中国的国外部门金融资产和负债分别为39.0万亿元和53.8万亿元，分别占GDP的35.2%和49.7%，显著低于美、英、日、德等国家。^[2]

十余年来，随着中国经济体量增加，国外部门金融资产与GDP之比相对保持稳定，国外部门金融负债与GDP之比有所下降，中国的对外净头寸有所降低，至2019年中国对外净头寸占GDP比重已经下降到14.5%。对外依存度下降使得中国经济发展更为均衡，国内大循环在经济发展中的作用增大。

[1] 在国家资产负债表中的“国外部门”是站在外方角度核算的资产和负债，因此其方向与国际投资头寸表（IIP）中的资产和负债恰好相反。国家资产负债表中“国外部门”的资产指外方对本国国内部门的金融索取权，而负债则是指本国国内各部门对外方的金融索取权。一国的“对外净头寸”，在国家资产负债表中表现为“国外部门”的净负债，在IIP表中表现为本国的净资产。参见李扬、张晓晶、常欣等：《中国国家资产负债表2018》，北京：中国社会科学出版社，2018年。

[2] 限于篇幅，此篇不再展示国外部门金融资产和金融负债对比的详细数据。如有需要，可向作者联系索要。

结构上看，中国占国外部门金融资产和负债最大比例的项目分别是直接投资和国际储备资产，其他国家国外部门最大金融资产项和最大金融负债项目均较为多样。中国的国外部门金融资产（对国内部门来说就是负债）中最主要的部分是直接投资，虽然近年来占比有所下降，但2019年仍占全部资产的58.8%，明显高于其他国家水平。随着中国金融市场开放度的增强，股票市场、债券市场中的国外投资者占比也在上升，2019年分别占到其金融资产的17.3%和5.8%；而美国这二者比例分别为23.5%和35.1%，其余国家亦普遍高于中国水平。沪港通、深港通、沪伦通的相继开通增加了中国资本市场的开放度，丰富了中国国内各部门的资金来源渠道；但相比发达经济体来看，中国包括股票及股权和债券在内的直接融资方式仍然占比较小。美国的国外部门金融资产中，债券的占比最高，达到35.1%，英、日、德等国则分别为23.3%、26.5%和27.9%。美国的债券占比最高，得益于美元国际储备货币的性质，大量资金通过各种投资渠道流入其他国家后最终主要以债券投资的形式流回美国。在外国部门的金融负债（也是国内部门的金融资产）方面，中国最主要的部分是约3万亿美元的国际储备资产，占比达到全部负债的45.9%，亦远远高于其他国家占比水平。

工具视角：结构关联紧密

随着金融创新发展，金融机构间资产负债链条日趋复杂。现代金融体系已不再是一个个彼此孤立的机构，而是相互链接的金融网络。通过金融机构网络的关联，金融风险在不同机构、不同工具间沿着资产负债的风险敞口蔓延，更容易将局部金融风险传染为系统性金融风险。2008年全球金融危机以来，这样的金融风险传导渠道逐渐得到学界和政府的重视。从金融网络的视角分析金融机构间的联动性以及风险传染，已成为近十年来金融风险研究领域的热点问题。本文根据各国金融资产负债表原始数据，估算出金融存量点对点（from-whom-to-whom）信息，^[1]并重点考察股权与债券两大类资产的金融网络结构特征。

（一）股权资产

在股权方面，作为最主要的股权负债方，中国非金融企业部门股权持有者较为分散；与之对比，美国非金融企业的大部分股权集中在居民和金融部门手中。

[1] 具体估算方法参考刘磊、张晓晶：“中国宏观金融网络与风险：基于国家资产负债表数据的分析”，《世界经济》，2020年第12期。

中国居民、非金融企业和政府对非金融企业部门股权的持有规模分别达到65.6万亿、79.6万亿和75.7万亿元，占全部股票及股权科目规模的22.7%、27.6%和26.2%（见表6），持有结构相对较为分散。美国居民和金融部门持有非金融企业股权占全部股权比重为30.5%和24.3%，持有结构更为集中。英国及德国也呈现主要以金融部门持有非金融企业部门股权的特点。

总体上看，发达国家金融部门普遍在通过股权工具向非金融企业部门提供融资服务的过程中扮演了核心角色，而中国金融部门处于较为边缘的位置，一方面是由于中国金融体系发展不足，尤其是金融体系通过股权工具对实体经济支持尚不充分；另一方面则由于中国大量存在的国企股权由政府直接持有，而并没有通过金融中介。需要指出的是，日本情况较为特殊，日本非金融企业部门股权负债的最大持有方是非金融企业部门，这与日本企业发展中标志性的交叉持股制度安排有关。这种企业间交叉持股弱化了现代企业制度中所有权的作用，增加了经营权的力量，但也更容易造成行业垄断、内幕交易和关联交易。

国外部门持有的中国非金融企业部门股票及股权负债比例仅为1.9%，远远低于其他国家的水平。美、英、日、德各国金融部门普遍持有较高的国外部门股权，但中国金融部门持有的国外股权仅为3134.1亿元，持有规模明显小于发达国家的普遍水平。从这一点上讲，中国股票和股权市场的双向开放度仍有继续提高的空间。

表6 2019年股票及股权工具点对点表

中国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	22.7%	0.0%	2.6%	0.2%	25.5%
非金融企业部门	0.0%	27.6%	0.0%	3.1%	0.3%	31.0%
政府部门	0.0%	26.2%	0.0%	3.0%	0.3%	29.4%
金融部门	0.0%	10.7%	0.0%	1.2%	0.1%	12.0%
国外部门	0.0%	1.9%	0.0%	0.2%	0.0%	2.1%
总计	0.0%	89.0%	0.0%	10.1%	0.9%	100.0%
美国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	30.5%	0.0%	10.1%	6.4%	47.0%
非金融企业部门	0.0%	2.2%	0.0%	0.7%	0.5%	3.3%
政府部门	0.0%	0.3%	0.0%	0.1%	0.1%	0.5%
金融部门	0.0%	24.3%	0.0%	8.1%	5.1%	37.5%

续表6 2019年股票及股权工具点对点表

美国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
国外部门	0.0%	7.6%	0.0%	2.5%	1.6%	11.7%
总计	0.0%	64.9%	0.0%	21.5%	13.6%	100.0%
英国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	7.9%	0.0%	4.3%	4.8%	16.9%
非金融企业部门	0.0%	0.6%	0.0%	0.3%	0.4%	1.3%
政府部门	0.0%	1.9%	0.0%	1.0%	1.2%	4.1%
金融部门	0.0%	21.4%	0.0%	11.6%	13.0%	46.0%
国外部门	0.0%	14.8%	0.0%	8.0%	8.9%	31.7%
总计	0.0%	46.6%	0.0%	25.2%	28.2%	100.0%
日本	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.2%	12.3%	0.3%	2.3%	0.0%	15.1%
非金融企业部门	0.4%	25.2%	0.5%	4.8%	0.0%	30.9%
政府部门	0.2%	13.7%	0.3%	2.6%	0.0%	16.8%
金融部门	0.2%	14.6%	0.3%	2.8%	0.0%	18.0%
国外部门	0.3%	15.6%	0.3%	3.0%	0.0%	19.2%
总计	1.3%	81.5%	1.8%	15.4%	0.0%	100.0%
德国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	10.5%	0.0%	4.0%	3.0%	17.5%
非金融企业部门	0.0%	7.4%	0.0%	2.8%	2.1%	12.3%
政府部门	0.0%	9.2%	0.0%	3.5%	2.6%	15.3%
金融部门	0.0%	18.4%	0.0%	7.1%	5.3%	30.8%
国外部门	0.0%	14.4%	0.0%	5.6%	4.1%	24.1%
总计	0.0%	59.9%	0.0%	23.0%	17.1%	100.0%

注：在点对点表中，除表头所在的行与列外，第*i*行表示部门*i*所持有的金融资产，第*j*列表示部门*j*所承担的负债；相应的，各国最后一列总计表示每个部门*i*所持有的总金融资产，各国最后一行总计表示部门*j*所承担的总负债。表7和表8同。

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

（二）债券资产

与股票股权形成鲜明对比的是，中国绝大部分债券资产都持有在金融部门手中，持有比例远远高于其他国家水平。在全部债券资产中，中国金融部门持有比例高达95.3%，几乎集中了包括国债、地方政府债、企业债和金融债在内的全部债券资产。与之对比，美、英、日、德四国金融部门持有的债券资产比重则分别

为60.2%、63.7%、78.4%和59.1%（见表7）；尽管金融部门的持有比例也都超过了50%，但仍远低于中国的水平。近二十余年以来，中国债券市场发展速度较快，已经形成了包括利率债、信用债等多品种，交易所、银行间及场外交易等多层次的债券市场体系，债券规模快速增长。但债券持有者仍主要是金融机构，债券市场流动性相对较低，市场的价格发现功能体现得并不充分。未来中国债券市场仍有较大的发展空间。国外部门持有中国债券资产比重仅为2.0%，远低于其他四国大约12%~35%水平，这一特征与股权资产较为类似，总体上反映了中国资本市场开放度有限。

从负债方看，中国拥有债券负债的部门较为分散：非金融企业、政府和金融部门发行债券规模分别占全部债券规模的23.4%、38.4%和36.3%，分布基本均衡。而美、英、日、德等国政府部门的债券在全部债券中占比分别达到47.4%、42.8%、74.5%和31.3%，除德国外均高于中国政府的占比。2008年全球金融危机后，为应对私人部门的去杠杆过程，主要发达国家的政府部门普遍采用了加杠杆的措施，大量增发国债。新冠肺炎疫情暴发后，这一特征更为突出，政府债券已经成为全球债券市场最为庞大的金融资产。

表7 债券工具点对点表

中国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	0.1%	1.3%	0.0%	0.0%	1.5%
非金融企业部门	0.0%	0.5%	0.0%	0.1%	0.0%	0.6%
政府部门	0.0%	0.3%	0.0%	0.3%	0.0%	0.6%
金融部门	0.0%	22.3%	35.9%	35.2%	1.8%	95.3%
国外部门	0.0%	0.1%	1.2%	0.6%	0.0%	2.0%
总计	0.0%	23.4%	38.4%	36.3%	1.9%	100.0%
美国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.1%	1.5%	4.4%	3.1%	0.8%	9.9%
非金融企业部门	0.0%	0.1%	0.4%	0.2%	0.0%	0.7%
政府部门	0.0%	0.4%	1.9%	0.9%	0.3%	3.5%
金融部门	0.3%	9.4%	25.1%	20.0%	5.4%	60.2%
国外部门	0.1%	2.7%	15.6%	5.7%	1.6%	25.7%
总计	0.5%	14.1%	47.4%	29.9%	8.1%	100.0%

续表7 债券工具点对点表

英国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	0.0%	0.4%
非金融企业部门	0.0%	0.0%	0.1%	1.2%	0.3%	1.6%
政府部门	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
金融部门	0.1%	7.6%	27.7%	18.3%	10.1%	63.7%
国外部门	0.0%	0.6%	14.9%	13.3%	5.4%	34.2%
总计	0.1%	8.2%	42.8%	33.2%	15.8%	100.0%
日本	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	0.2%	1.4%	0.8%	0.0%	2.4%
非金融企业部门	0.0%	0.2%	0.7%	1.2%	0.0%	2.1%
政府部门	0.0%	0.4%	3.3%	1.0%	0.0%	4.7%
金融部门	0.0%	3.5%	61.3%	13.6%	0.0%	78.4%
国外部门	0.0%	1.5%	7.8%	3.1%	0.0%	12.4%
总计	0.0%	5.8%	74.5%	19.7%	0.0%	100.0%
德国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	0.3%	0.1%	1.5%	1.0%	2.9%
非金融企业部门	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.8%
政府部门	0.0%	0.0%	0.1%	0.3%	1.7%	2.1%
金融部门	0.0%	1.1%	12.3%	9.6%	36.1%	59.1%
国外部门	0.0%	2.3%	18.7%	14.1%	0.0%	35.1%
总计	0.0%	3.8%	31.3%	25.8%	39.1%	100.0%

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

（三）贷款资产

贷款资产在中国金融部门的集中度更为明显。在更严格的金融监管环境下，中国非金融部门不能开展贷款业务，除少量国外部门的贷款外，全部贷款都由金融部门发放。而其他几个国家的贷款资产在分布上更为分散，各国金融部门持有的贷款资产占全部贷款资产的比重均在 67.9%（德国）到 84.0%（日本）之间（见表8）。最主要的原因在于这些国家都有一些特殊的金融产品或金融政策，允许非金融部门经营贷款业务。如美国的房利美和房地美由联邦政府发起成立，属于“政府赞助实体”，在国民核算中归属于政府部门，可以实现对居民部门的住房贷款；居民之间的某些互助合作机构也可以发放贷款，甚至可以发放长期的住

房按揭贷款；一些非金融企业也可以开展某些供应链金融活动，用企业自有资金对上下游客户提供贷款。相较于这几个主要发达国家，中国的金融监管环境最为严格，全部贷款活动只能由银行、信托等持牌机构经营，甚至企业之间的贷款也需要通过银行中介以“委托贷款”的形式发放和接受监管。

表8 2019年贷款工具点对点表

中国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非金融企业部门	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
政府部门	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
金融部门	31.8%	54.7%	3.9%	7.3%	1.7%	99.4%
国外部门	0.2%	0.4%	0.0%	0.0%	0.0%	0.6%
总计	32.0%	55.0%	3.9%	7.3%	1.8%	100.0%
美国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	1.6%	1.0%	0.0%	0.6%	0.2%	3.4%
非金融企业部门	0.3%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%	0.7%
政府部门	2.9%	1.8%	0.0%	1.1%	0.4%	6.1%
金融部门	38.4%	24.4%	0.1%	14.6%	5.0%	82.5%
国外部门	3.4%	2.2%	0.0%	1.3%	0.4%	7.3%
总计	46.6%	29.6%	0.1%	17.7%	6.0%	100.0%
英国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.1%	0.0%	0.0%	0.1%	0.1%	0.3%
非金融企业部门	1.2%	0.8%	0.0%	1.3%	1.3%	4.6%
政府部门	0.9%	0.5%	0.0%	0.9%	0.9%	3.2%
金融部门	19.2%	12.0%	1.4%	19.8%	19.4%	71.8%
国外部门	5.4%	3.4%	0.4%	5.5%	5.4%	20.1%
总计	26.8%	16.7%	1.8%	27.6%	27.1%	100.0%
日本	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	0.0%	0.0%	0.1%	0.0%	0.1%
非金融企业部门	0.6%	0.7%	0.3%	1.1%	0.3%	3.0%
政府部门	0.2%	0.3%	0.1%	0.4%	0.1%	1.2%
金融部门	15.7%	22.5%	7.0%	30.2%	8.6%	84.0%
国外部门	2.2%	3.1%	1.0%	4.2%	1.2%	11.7%

续表 8 2019 年贷款工具点对点表

日本	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
总计	18.7%	26.7%	8.4%	36.0%	10.2%	100.0%
德国	居民部门	非金融企业部门	政府部门	金融部门	国外部门	总计
居民部门	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
非金融企业部门	3.5%	4.0%	1.0%	1.1%	2.2%	11.8%
政府部门	0.7%	0.8%	0.1%	0.2%	0.5%	2.4%
金融部门	20.2%	23.2%	5.9%	6.0%	12.6%	67.9%
国外部门	5.4%	6.1%	1.6%	1.6%	3.3%	18.0%
总计	29.8%	34.1%	8.6%	8.9%	18.6%	100.0%

资料来源：中国人民银行、国家资产负债表研究中心、OECD、各国货币当局。

从贷款的发放对象来看，中国贷款的主要对象是非金融企业，占到全部贷款的一半以上，远高于其他国家（其他国家中占比最高的德国仅为 34.1%）。与这一特征相对应的是，中国金融部门获得的贷款比例最低，仅为 7.3%，而德国则接近 9% 的水平，其他几国都在 15% 以上。对金融部门贷款本质上就是资金在金融部门内部流动，包括正常的金融机构间拆借，也包括较为复杂的金融产品设计所形成的资金内部嵌套。这种更为复杂的金融设计，一方面有利于资金通过金融部门内部的流动而投放到更为合适的领域，提高金融配置效率；另一方面也会造成过度金融化，直接增加实体经济的融资成本。从贷款投放中居民部门和企业部门的占比来看，中国的非金融企业部门远超居民部门，而其他国家或者是居民部门占比更高（美国和英国），或者是相差不大。考虑到中国居民部门的贷款中有一部分是个体工商户的贷款，其没有划分到企业部门，但贷款也是用于经营性用途，中国用于经营的贷款占比则更是远超过其他几个国家。中国房地产按揭贷款的首付比例相对较高，居民的房地产贷款虽然发展较快，但相对规模仍小于其他国家。另外，在其他融资工具发展有限的环境下，企业部门更加依赖贷款。

结论与启示：探索金融体系建设的中国道路

（一）构建适合国情、适应发展阶段的现代金融体系

金融体系是一个包含工具、组织、制度、人力资本等协调发展的庞大系统。整体的、系统的观点意味着孤立地引进发达国家金融体系的做法并不合适。尽管

中国目前的金融体系与西方标准下“好的金融体系”差距巨大，但这一系统无疑已经为中国改革开放四十余年来的进步提供了有力支持。从这一点上讲，评判一个金融体系到底是不是现代的，关键不在于其与前沿国家的相仿程度，而在于是否适应了国情和发展的需要，是否在推进本国经济社会现代化进程中发挥了重要而显著的作用。中国建设具有高度适应性的现代金融体系，关键是要适合中国新发展阶段的特征和超大规模经济体的国情，推动经济转型升级，构建新发展格局，推动全面建设社会主义现代化。

当前，中国是一个正在迈入高收入水平、面临新工业革命历史机遇的追赶型超大规模经济体，经济发展呈现出明显的追赶型、自立型和动力转换特征。^[1]追赶型特征决定了中国金融体系所承担的任务不同于现阶段已经处于高度发达阶段的美、英、日、德等发达经济体，经济的高质量发展始终是金融体系进一步改良的重要出发点和落脚点；自立型特征决定了目前中国的金融体系仍以服务国内为主；促进经济转型的任务则要求金融体系支持技术进步的功能需要得到进一步强化。间接融资与直接融资之间、股权融资与债务融资之间非黑即白的简单“二分法”已经变得难以适用于近年来不断发展的金融实践。随着金融专业分工不断细化和金融业态日趋丰富，合约设计和收益风险分配将越来越趋向于多元化、针对不同投资者和融资者的特点匹配差异化的投融资合约和收益风险分配方式。在这一过程中，间接融资与直接融资之间、股权融资与债务融资之间的界限趋于模糊，“混合融资模式”将在融资渠道中发挥越来越突出的作用。

中国经济高质量发展要求实现以内循环为主体、双循环下的要素畅通，而资本要素梗阻背后反映出的是深层次制度性因素障碍。金融供给侧改革就是要提升金融服务实体的能力，突破金融领域的隐性歧视，破除资本要素既有扭曲，从而提振资本要素配置效率。中国以银行贷款为主体的间接融资模式经过长期的发展积累了不少特殊的优势，其中近年来被广泛应用的金融科技发展便是极大地提高了贷款的便利性和金融普惠度。基于平台经济的发展和相关大数据的积累，金融科技贷款被大量投向小微企业，且大多以非抵押贷款为主。这种贷款有利于降低金融周期的影响，^[2]提高金融体系的稳定性，同时更有利于金融对实体经济的支持。可以说金融科技贷款就是中国当前以间接金融为主体的金融体系发展中的特

[1] 张晓朴、朱鸿鸣等：《金融的谜题：德国金融体系比较研究》，北京：中信出版集团，2021年。

[2] Chen S., Gambacorta L., Huang Y., Li Z. and Qiu H., “Data vs Collateral”, *Review of Finance*, forthcoming.

有优势，对支持中小企业和提高金融稳定性都更为有利。

（二）适度强化金融多样性

伴随着金融资产总价值远超实体经济价值，金融复杂性不断上升，金融已经演化成为影响经济生活最为重要的复杂巨系统。^[1]复杂视角下的金融系统分析所暗含的一个重要前提假设是金融体系不同参与者的差异性，金融多样性的适度强化更有利于提高复杂系统下整体经济金融生态的稳定性。具体来讲，提高金融体系多样性涉及组织和工具两个层面。

在组织层面，中国正着力构建多层次、广覆盖、差异化的金融供给体系，其关键正在于经营行为的多样性，是在顺周期性与逆周期性、期限导向、风险偏好、目标客户等方面的多样性。在工具层面，正如刘鹤副总理所指出的，“资本市场对于优化资源配置，推动科技、资本和实体经济高水平循环具有枢纽作用”。^[2]当前中国正面临新工业革命的历史机遇，需要发挥包括股票市场、债券市场、风险投资等多样化工具的优势，更好地支持新兴产业和成长性新创企业发展。在国务院金融稳定发展委员会的大力推动下，中国金融监管坚持“建制度、不干预、零容忍”。近年来中国资本市场基础性制度改革取得了突破性进展，通过完善资本市场基础制度，有耐心地推动资本市场发展，逐步建立一个规范、透明、开放、有活力、有韧性的资本市场。当前提高金融多样性最为关键的两步是推进股票市场注册制改革和发展养老保险第三支柱。中国居民金融资产较为单一的原因是资本市场规模和规范度有限以及养老保险规模较低，股票注册制和养老保险的发展都会促进居民金融资产配置进一步多元化，并为企业提供更为长期稳定的资金来源。

（三）加强金融服务实体的能力

在复杂视角下，与传统“原子化”经济模型形成鲜明对比的是，金融在各个部门的交换过程并不是瞬间完成的。相反，金融网络中错综复杂的交易链条成为传递的渠道，资源、价格、风险等因素沿着不同链条以不同速度和次序到达经济的各个部分，并进而影响经济与社会的演进过程。^[3]

[1] Bardoscia M., Barucca P., Battiston S., Caccioli F., Cimini G., Garlaschelli D., Saracco F., Squartini T. and Caldarelli G., “The Physics of Financial Networks”, *Nature Reviews Physics*, 1-18, 2021.

[2] 刘鹤：“在深交所创业板改革并试点注册制首批企业上市仪式上致辞”，2020年8月4日，<http://www.csrc.gov.cn/csrc/c100028/c1000715/content.shtml>[2020-08-04]。

[3] Jackson M. O., “Networks in the Understanding of Economic Behaviors”, *Journal of Economic Perspectives*, 28(4): 3-22, 2014.

通过本文的比较分析，我们认为提高金融服务实体的努力至少需要从两个方面着手。其一，缩短金融资源最终使用者与最终供给者的距离。中国在经历四十余年增长后，早已走出了改革开放初期储蓄不足的困境。但是，在资金供给方面，以银行为绝对主导的金融结构所动员起来的资金配置期限多数偏短；在资金需求方面，由于工业化深入发展和城市化不断推进，经济主体对长期资金的需求甚殷。供需双方存在期限矛盾，这要求增强金融长期资本的供给能力。同时，中国金融体系覆盖能力相对不足，始终受困于金融排斥，金融包容性有限，小微企业与部分居民的合理金融需求长期得不到有效满足，需要通过普惠金融的发展予以弥补。其二，应抑制金融部门的内部连接，也就是要抑制金融体系内部过度关联的倾向。前述分析已经表明，金融资产快速增长的一个重要原因在于金融加杠杆，金融部门内部的套利链条加长。2013年之前，中国的银行总资产年增速均在15%以上，既高于经济增速，也高于债务增速，与之相伴随的是同业资产在总资产中占比从10%升至接近20%。银行与影子银行顺畅的扩表，既意味着实体经济的流动性相对充裕，也意味着金融体系内部的流动性堆积，资产与负债间存在着正基差，实体经济的融资成本被推高。同时，金融加杠杆的过程推升了资产价格泡沫，破坏了金融系统的稳定性。金融复杂化演进无疑为金融监管带来了更大的挑战，拉大了金融业与金融监管的缺口，削弱了传统监管的有效性。^[1]现有金融嵌套一定程度上正是为了监管套利，这使得金融监管即使打上“补丁”仍显力不从心，机构与监管的“猫鼠游戏”使得金融监管的效力大打折扣。^[2]从这一点讲，抑制金融嵌套的努力需要对金融监管体系继续做出适应性的调整。考虑到资本市场发展会提高金融产品的复杂度，可能出现更为隐蔽的债权债务关系，金融监管方面有必要加强统一监管，强化监管穿透力度。■

（责任编辑：崔秀梅）

[1] 潘宏胜：“中国金融体系复杂化的成因及影响”，《比较》，2018年第93辑。

[2] 王勋、黄益平、陶坤玉：“金融监管有效性及国际比较”，《国际经济评论》，2020年第1期。