



周琼点评《金融科技乱象》： 中国金融供给过剩吗？



意见领袖 | 张化桥 (知名金融、投资研究专家)

周琼点评: 中国金融供给过剩吗?

从宏观杠杆率、小微企业贷款和消费信贷规模看中国金融供给



中国的金融供给是否充足、金融深化是否过度, 小微企业“融资难、融资贵”问题如何解决, 消费金融是“蓝海”还是“红海”, 债务风险多高, 都是存在争议的问题。6月26日张化桥“不良资产高大上时代”的演讲, 对这些问题提出自己的看法, 引发关注。笔者认为, 这个演讲对警示某些领域信贷的过度增长带来的风险有积极意义, 但也有些观点有所偏颇, 可以商榷。

一、相关理论和实证研究

讨论这些问题,需要基于金融发展对经济发展的影响,小微企业贷款、消费贷款有关的理论和实证研究。

1. 金融和经济之间的关系

金融发展和经济发展之间的关系较为复杂。早期一些经济学家认为金融发展是经济发展的副产品,如琼·罗宾逊(1952)认为“企业引领,金融跟随”(where enterprise leads, finance follows)。在那个时代的确如此,但当今的世界日益金融化,受金融力量的驱动。白芝浩(1873)和熊彼特(1911)认为运转良好的金融体系在推动经济增长方面发挥重要作用。

戈德史密斯(1969)的研究表明金融体系规模和长期经济增长之间存在正相关关系。20世纪90年代至今有更多关于金融发展和经济增长之间关系的研究。例如De Gregorio和Guidotti(1995)研究发现高收入国家的金融深化和产出增长之间在20世纪60年代是正相关,70年代之后出现负相关,它们可能已达到金融深化不再能对提高投资效率有贡献的阶段。Kaminsky和Reinhart(1999)研究了金融自由化、信贷快速增长、外资流入、本币高估后带来的银行危机和货币危机。Rousseau和Wachtel(2002)发现在通货膨胀达到两位数的国家,金融对经济增长无效。Rajan(2005)研究了金融发展带来风险,认为庞大而复杂的金融体系可能带来“灾难性熔断”的后果。托宾(1984)认为金融部门对社会产生的回报低

于它自身获得的回报，在人才分配上也使得过多有才智的人员进入金融行业而不是实体经济。

Loayza 和 Rancière (2006) 等梳理了金融深化有助于经济增长，和信贷增长过快通常是金融危机的先导指标这两方面的研究文献，并通过实证研究发现长期来看金融发展和经济增长是正相关，短期也可能负相关。因为金融发展带来市场和服务的深化，有利于储蓄流向生产性投资，风险也更加分散，但这个过程并非一帆风顺，也会造成金融脆弱性，表现为系统性的银行危机、繁荣与萧条的交替、金融的不稳定。

Rancière、Tornell 和 Westermann (2008) 用 1960-2000 年间 83 个国家的数据表明，经历过金融危机的国家平均而言比金融更稳定的国家有更高的经济增速（以人均 GDP 衡量），即金融自由化、金融深化会导致较大的金融波动，甚至引发经济危机，但即使偶而的经济金融危机引起一段时间内经济增长率下降，但平均来说的长期增长率还是更高。在金融自由化过程中，国家明示或暗示承担系统性风险（以国家财政资金救助金融部门），有助于金融部门发放更多贷款，缓解经济中薄弱部门所面临的金融瓶颈。薄弱部门原来只能靠自有资金投资，现在有更多信贷资金，这样就带来更多的投资和经济增长。

2008 年金融危机后，更多的研究集中于一个国家的金融体系可能相对于实体经济来说过于庞大，产生负面的社会效应。这方面的论文较有影响力的一篇是 Arcand 等(2012)的 IMF 工作论文“金融化是否过度？”(Too

Much Finance?)。论文通过对 130 多个国家 1960-2010 年数据的实证研究，发现金融深化和经济增长之间呈现出倒 U 型的关系，中等水平的金融深化和经济增长正相关，金融深化水平太高之后，更多的金融投入产生更少的增长，大致的临界值是私营部门的债务超过 GDP 的 100%。按这一标准，全球 GDP 最大的七个国家中只有印度远不足 100% (2019 年末为 56.2%)，德国接近 (2019 年末为 114.3%)，其他国家都远超。

从对中国和美国的直观感受也能印证上述研究。美国被公认为存在过度金融化的问题，但美国实体经济的创新活跃、处于全球价值链最高端，过度金融化可能对此有贡献（各种创业创意都能相对容易地获得股权、债权融资，虽然有的毁灭财富，有的能成长起来）。而中国也是典型的一个依赖于银行信贷增长经济快速增长的国家，但非典型之处可能是国家通过各种措施避免了经济金融危机的发生。

2. 消费金融

消费信贷的理论基础，微观上主要是莫迪利安尼的生命周期理论，即消费取决于人们在整个生命周期内所获得的收入和财产，人们为了达到在整个生命周期内消费的最佳配置，实现一生消费效用最大化，会在收入较低的年轻时期将收入中的很大一部分用于消费，不足时需要借贷，到中年时期还掉年轻时的负债，还要把一部分收入储蓄起来用于养老。

消费信贷会不会使一个人变得更富呢？其实有会让人变得更富、更穷和不变三种可能。取决于贷款消费的回报率是否超出贷款成本。

在“消费”实际上是投资，贷款的回报率超过利息支出时，消费信贷有可能使一个人变得更富。最常见的，就是贷款买房作为投资，房价上升，当然会变得更富。买其他能够保值增值的投资品同理。还有一种就是投资于自己，用于交学费，获得学历或学习某种技能，提高自身的素质。

消费信贷过度，以消费信贷来弥补有限的挣钱能力和无限的消费能力之间的鸿沟，超出还款能力，可能使一个人变得更穷甚至破产。金融机构、商家可能合谋导致了这个问题。美国研究者对信用卡中存在的问题做过较多研究。Mann (2005) 认为发卡机构设计、营销产品和拟订的合同条款都存在故意利用典型消费者心理认知缺点的问题（如以较低的引入期利率和无年费吸引消费者，让他们不注意正常利率和违约条款），缺乏判断力的未成年人更容易被误导，早早陷于透支消费、负债的行为模式。Jekot (2005) 指出，信用教育中，仅有财务知识的教育是不够的，更重要的是深刻的基本理财观/价值观的教育，有的欲望只能延期满足，有了这一理念，才能抗拒金融机构给予的种种诱惑（各种美妙的广告、礼品、折扣、提高信用额度）的影响。Manning (2000) 在《信用卡国度》中指出，大学生信用卡使学生太容易就获得财务自由，在缺乏自制能力和互相影响攀比下，财务自由常常演变为财务枷锁。

除了这两种情况，在合理的消费信贷额度下，特别是贷款用于购买自用的房屋、汽车等耐用品，消费信贷主要是起到跨期平滑消费的作用，虽不增加收入，但提高了整个生命周期的效用。

消费信贷的作用，从宏观上看，主要是刺激了当期消费。投资、消费、出口是拉动经济增长的三驾马车。如果人们扩大消费，生产者就能够扩大生产，雇佣更多的劳动者，失业率降低，更多的人有消费能力，经济进入扩张的良性循环。经济向好，借款人的收入也能水涨船高。因此，国家通常会适当鼓励消费信贷，特别是在经济下行期，而在经济过热的时候，会通过提高利率、控制规模等方式抑制消费信贷。消费信贷发展过度，居民杠杆率过高，会引起债务危机，如韩国、台湾发生过信用卡危机，美国的次贷危机成因复杂，但向次级借款人发放的房款过度是重要原因。美国的居民杠杆率，从1990年末的52.4%、2000年末的71.2%，升至2008年3月末的最高点98.6%，金融危机后波动下降，2019年末降至75.4%。

3. 小微企业贷款

小微企业贷款，是普惠金融的重要组成部分。其积极作用和存在的问题，也有很多研究。可参见周琼（2016）“真正商业可持续是普惠金融的理想状态”。

小微企业贷款，并非世界各国都解决不了的难题。世界银行、经合组织、欧洲中央银行、美联储等发布的研究报告和调查报告表明，经合组织国家近年来在经济正常的情况下，大多数中小企业都能从银行和其他信贷机构获得足够的信贷。中小企业普遍存在资金缺口主要存在于发展中经济体。例如美国、德国、法国和日本，是经合组织中弥合中小企业融资缺口的佼佼者，采取了各具特色的政策措施，以金融机构市场化方式为主，辅

以政府性担保等支持性政策，较好解决了中小企业融资问题。在 2008 年金融危机、今年新冠肺炎疫情影响下，多个国家大中小企业普遍出现经营困难，政府也采取了多种纾困补贴措施。这是危机下的特例。

银行等金融机构，通过分析财务报表、收集软硬信息、建立模型、增加担保等方式确定对借款人的授信额度和合适的定价、缓释风险，这是金融机构的核心能力。小微企业最佳的信贷额度肯定不是零。无数小微企业借助银行信贷等方式融资扩大再生产，成长壮大。也有众多企业会在市场竞争中失败，特别是杠杆率过高会加大企业面对市场波动的脆弱性。但不能因此否定信贷的积极意义。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_33302

