



李奇霖：如何理解中国宏观经济？



文/新浪财经意见领袖专栏作家 李奇霖 殷越 卢婉琪



随着房地产长效机制的设立，土地财政的信用创造功能将逐步弱化。房地产与信用创造脱钩之后，经济要想健康稳定发展，还是得依靠新的融资和财富创造机制。这时就需要对金融体系进行重塑，发挥金融市场引导社会资金和居民储蓄向国家重点发展的领域聚集的作用，为经济增速换轨与转型升级注入新的动力。

那么资本市场又是如何发挥这一作用的呢，下面我们就跟随金融市场改革的步伐，来详细探讨一下资本市场该如何助力经济高质量发展。

01

2012 年以前：利率管制时代

在 2012 年之前，中国的利率整体是受到管制的。由央行设定存贷款利率水平，或者再加上一个较窄的浮动区间，这样就会存在一个比较固定的利差。

回溯历史，1996 年银行间同业拆借利率上限的放开就已经视为利率市场化的开端，但为何直到 2012 年前中国还处在利率管制当中，而且在利率管制的阶段，中国还取得了巨大的经济成就，这又是怎么做到的呢？我们将在下文逐一阐述。

在本系列第一篇中我们曾经论述过，中国能够取得跨越式发展可以归功于为增长而竞争的制度因素。

在为增长而竞争的模式之下，利率管制就是其中一个比较显著的特征，而且利率管制也的确在当时的大环境下为推动经济发展发挥了重要作用，为什么这么说呢？

在当时，银行是最主要也是居民心中认可度最高的金融机构，其他的投资品种除了股票、债券之外也不丰富，尽管存款利率低，居民也愿意把钱存到银行。

聚集了大量的居民财富之后，接下来银行会怎么做呢？

银行有着扩大利润的意愿，但利率管制限制住了它负债端的成本和资产端的收益，息差是固定的，所以对银行来说最优的决策就是冲量做大贷款规模。

打个比方，根据央行数据显示，2012 年居民 1 年期存款的基准利率为 3%，企业 1 年期贷款的基准利率为 6%。假设现在银行有 100 亿的存款，存款利息是 3%，银行再按 6% 的贷款利息把这 100 亿贷给企业，从中就可以获得 3 亿的稳定息差收益。而这一数字如果扩大到 1000 亿，利润也会直接扩大 10 倍。

那么对于银行来说，这种收益模式是十分稳定的，做大规模就意味着扩大利润。

但这种模式有一个前提，就是要确保不良贷款率可控，放出去的钱得能收得回来才行。

那么，银行该如何把不良贷款率控制在安全红线之下呢？

答案是，银行会倾向于将贷款放给具有预算软约束的国有企业或者地方融资平台。在预算软约束下，即使借款人到期无法偿还贷款，地方往往也不会放任其破产清算，也就鲜少发生违约的情况。银行把贷款放给这些有政府背书的企业和融资平台，能够十分有效地控制风险。

并且，这些企业在申请银行贷款时往往会以土地、房产作为抵押品，只要土地能够持续增值，就算最后企业真的还不上钱，银行还可以通过卖

地来收回贷款，这也就大幅降低了银行出现坏账的可能。

这种发展模式本质上，是以较低的成本组织起居民储蓄，并将这些居民储蓄集中投入到经济发展需要的领域，在短期内迅速建立起完善的工业化体系，实现城镇化。而这种模式也是与当时的经济发展现状相适应的，在追求经济增长速度的阶段，工业化及城镇化的迅速推进在过去很长一段时间内确实带来了巨大的经济增量。

看到作用的同时，利率管制的弊端也是不容忽视的。

首当其冲的就是资金利用效率低下的问题。

资金利用效率低下在企业端又可以从两个群体来理解。先来看这些作为银行资金主要流向的国企和城投平台，对他们来说，在预算软约束和隐性担保的加持之下，获得资金很容易，就不会去珍惜，从而加剧了道德风险。

而且国企本身就存在着规模导向，会去盲目扩张规模而忽略项目本身的回报率，也不太会去管扩张的产能是不是低端产能，是不是已经存在过剩的情况，这样最终导致了国企部门经营效率低下，产能过剩。

而对于另一个企业群体中小企业而言，由于大部分银行资源流向了国企和城投平台，能够留给中小企业的资源本身就有限。

银行的风险偏好又比较低，而中小企业，尤其是新兴产业的中小企业风险是很高的，本来就与银行偏好存在一定的偏差。当时的利率还受到了

管制，即使在民间借贷市场这些企业的借贷利率可能达到百分之十几，但银行还是得按 6% 的利率水平来收取中小企业的利息。那么对于银行来说，享受不到正常的风险溢价，还要承担更高的信用风险，这就大幅降低了银行为中小企业贷款的动力。

同时，利率管制还与中小企业融资难、融资贵的问题密切相关。

由于银行要控制不良，贷款的风险偏好与中小企业高风险、高不确定性的特性不相匹配，那些高效、创新发展不确定性较高的中小企业通过银行渠道不太容易借到钱。

当时 A 股上市的门槛比较高，即使是创业板，也有着对盈利的硬性要求，很多中小微企业或者初创企业并不满足条件。而那些满足条件的企业要想上市也要排队，从申报到 IPO 成功，短则需要一年多时间，长则可达三四年。

而且当时的资本市场的活跃度与目前也有所差距，2012 年全部 A 股的成交规模仅有约 31 万亿元，这个规模大约只有 2020 年全年 A 股成交规模的 15%，居民财富主要配置在房地产和银行存款方面，流入资本市场的较为有限，对那些已经上市的中小企业支持也是微不足道的。

银行和资本市场的融资渠道都不太好走，没有办法，中小企业只能去找民间借贷，但民间借贷利率普遍偏高，这也就造成了中小企业融资贵的问题。

这些弊端在过去重点追求经济增速时候尚可以忍受，毕竟尽管资金使用效率低，但是投资目标，比如说传统行业、房地产、基建的体量摆在那里，对经济的拉动作用还是十分突出的。而且从个体来看，相比于中小企业，国企的规模更大，对经济的拉动和抵御风险的能力都要强于中小企业。

不过随着历史的进程，我国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，旧的经济增长模式已经不够适应当前的现实情况了，需要质量变革、效率变革、动力变革，需要推动供给体系质量提升、促进全要素生产率提高、建立消费和创新的双引擎驱动。

根据企业生命周期来看，中小企业的科技创新动力是最为强烈的，毕竟他们需要通过科技进步才能有机会在激烈的市场竞争中胜出，而很多大企业已经进入了发展的平稳期，在经营战略选择上也会偏好于更为稳定的打法。

那么在向高质量发展的过程中，想要孕育新的经济增长动能，就必须重视中小企业的发展，中小企业在经济转型升级的过程中的作用日益凸显。任何企业都要经历从小到大发展而来的，如果没有源源不断的中小企业发展与竞争，也不会在大浪淘沙中出现更多具有国际竞争力的大企业。

既然要支持中小企业的发展，首要解决的就是融资问题。中小企业的风险相对更高，要把钱借给他们，理应享受一定的风险溢价，但是在利率管制之下贷款利率上限被定死了，2012年是6%，就算上浮个50%也只能达到9%，比起民间借贷百分之十几的利率差了很多。银行只能享受到9%

的收益，但是却要承担更高的信用风险，这样怎么可能有动力去给中小企业放贷呢。

因而，只有将利率放开，才能够让更多的中小企业纳入到银行放贷的考虑对象当中。

所以我们看到，2012 年央行将金融机构存款利率浮动上限调整至基准利率的 1.1 倍，贷款利率浮动下限调整为基准利率的 0.8 倍，2013 年贷款利率被全面放开，2015 年 10 月央行宣布取消存款利率浮动的上限，我国利率市场化改革明显提速。

02

2012 年-2018 年：监管放松与纠偏

利率管制放开以后，存贷业务的红利消退，商业银行之间的竞争日益激烈，以往那种坐吃利差稳享收益的幸福时光一去不复返。为扩大利润，部分具有创新与冲劲的银行，尤其是中小银行开始改变思路，选择在同业和理财等表外业务上开拓疆土，推动了我国影子银行业务的扩张。

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_35395

