



李迅雷：大金融的未来 趋势 和结构将如何变化



意见领袖 | 李迅雷

30年前，中国的经济体量很小，而中国的金融体量更小。尽管金融体量很小，但 M2 的增速却很快，以至于当时的市场对于居民 3000 多亿元总储蓄会否成为“笼中虎”而热议，担心笼中虎冲出来抢购商品，导致银行发生挤兑和恶性通胀。如今，我国住户储蓄余额已经超过 100 万亿元，但上半年消费却是负增长。同时，我国的 M2 规模已经达到 258 万亿元，全球第一，今年上半年金融业增加值占 GDP 比重高达 8.7%，在全球大国中高居第一。因此，我国的金融是名副其实的大金融，尤其以银行为大。那么，随着房地产开发投资负增长的出现，我国货币扩张的步伐势必会放缓，未来大金融的发展趋势如何，结构将发生如何变化呢？

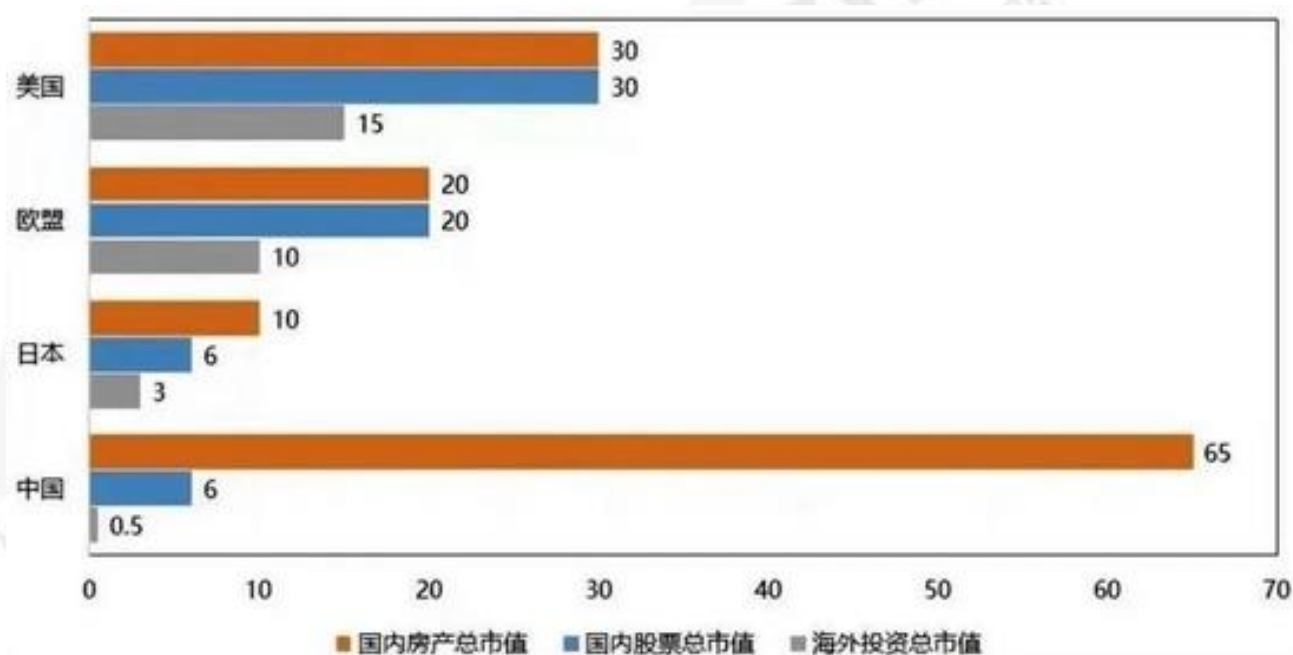


我国金融体量大的深层原因

90 年代之前，我国的金融体量非常小，增长也比较慢。1990 年后，随着外资的大量流入和外贸出口的大幅增加，央行通过外汇结算制度的方式，通过外汇占款的方式大量投放基础货币，我国货币规模开始大幅扩张。之后在农业大国向制造业大国转型的过程中，基础设施建设和重化工业化过程也需求大量信贷，银行贷款大幅增加。2000 年以后的房地产崛起，在土地资产化的过程中，更进一步做大了金融体量。

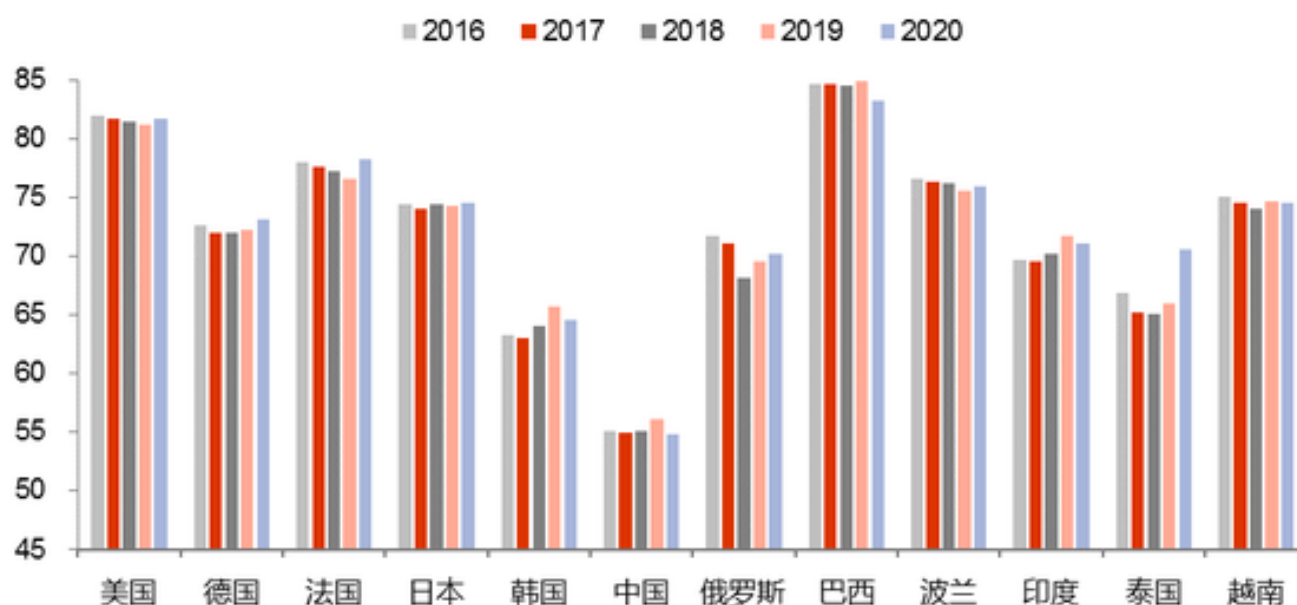
如今，我国的房产总市值的规模已经非常巨大，按《华尔街日报》2020 年初的估算，其规模超过美国、欧盟和日本之和，达到 65 万亿美元，大约是我国 GDP 的 4 倍左右。这就容易解释我国的 M2 规模接近美国加欧盟之和。

中美欧日各类资产规模比较（万亿美元）



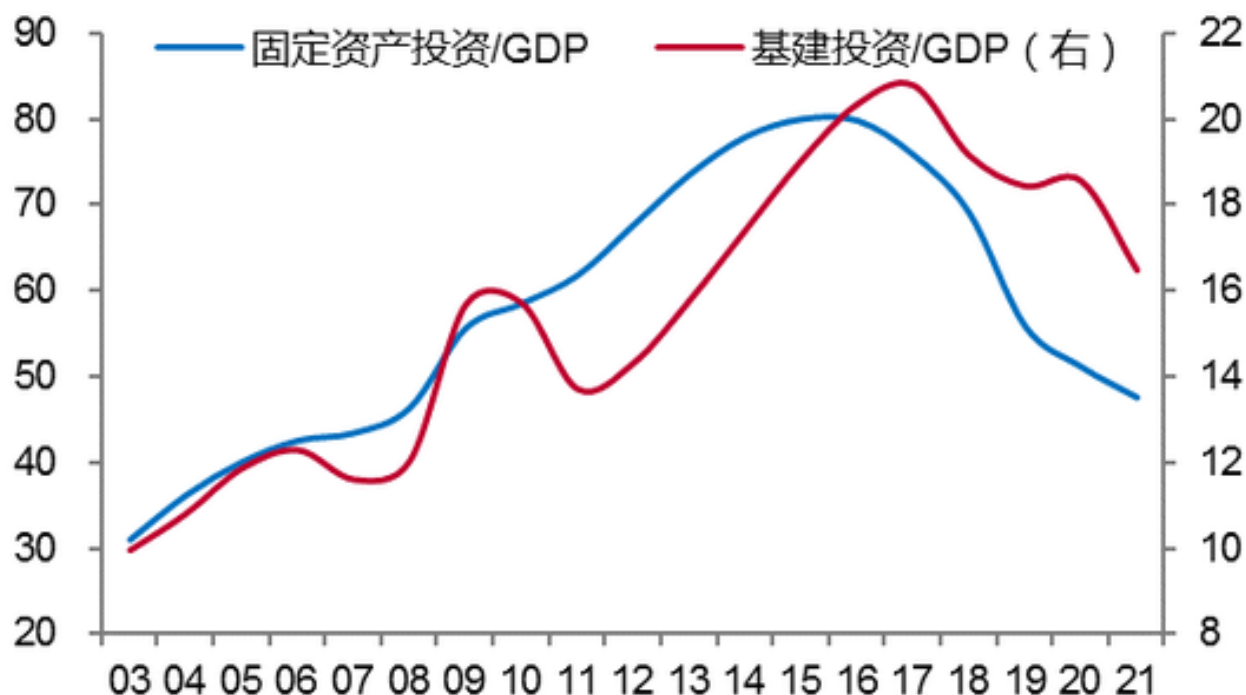
我国经济增长的模式与西方国家有一个显著的不同,就是 GDP 中投资(即资本形成)的贡献过大,大约是全球平均水平的两倍左右,即平均贡献在 40%左右,而消费的贡献又偏低。投资更需要融资,这就导致了我国金融业的体量巨大,且仍在不断扩张,迄今 M2 的增速仍维持在 10%以上,而上半年 GDP 增速只有 2.5%。

中国的最终消费占 GDP 比重偏低



2015-16 年,我国的固定资产投资额占 GDP 比重达到 80%,是日本 1991 年房地产泡沫破灭前的两倍多。不过,无论是固定资产投资还是基建投资,2017 年以后均出现了回落,说明靠投资拉动的经济增长动能已在减弱。

中国基建投资和固定资产投资占 GDP 比重 (%)



除了以银行为融资主体的间接融资规模全球第一之外，我国这些年来来的直接融资规模也很大。以近年来证券市场的股权融资为例，从 2017 年至 2021 年，首次公开发行股票（IPO）和再融资金额合计 5.2 万亿元，其中 2021 年就达 1.5 万亿元，为全球第一。这说明虽然我国的直接融资占比远不及美国，但股权融资的规模却已经超过美国，这与注册制的推进有关，说明我国上市门槛大幅降低，有利于直接融资规模的做大。

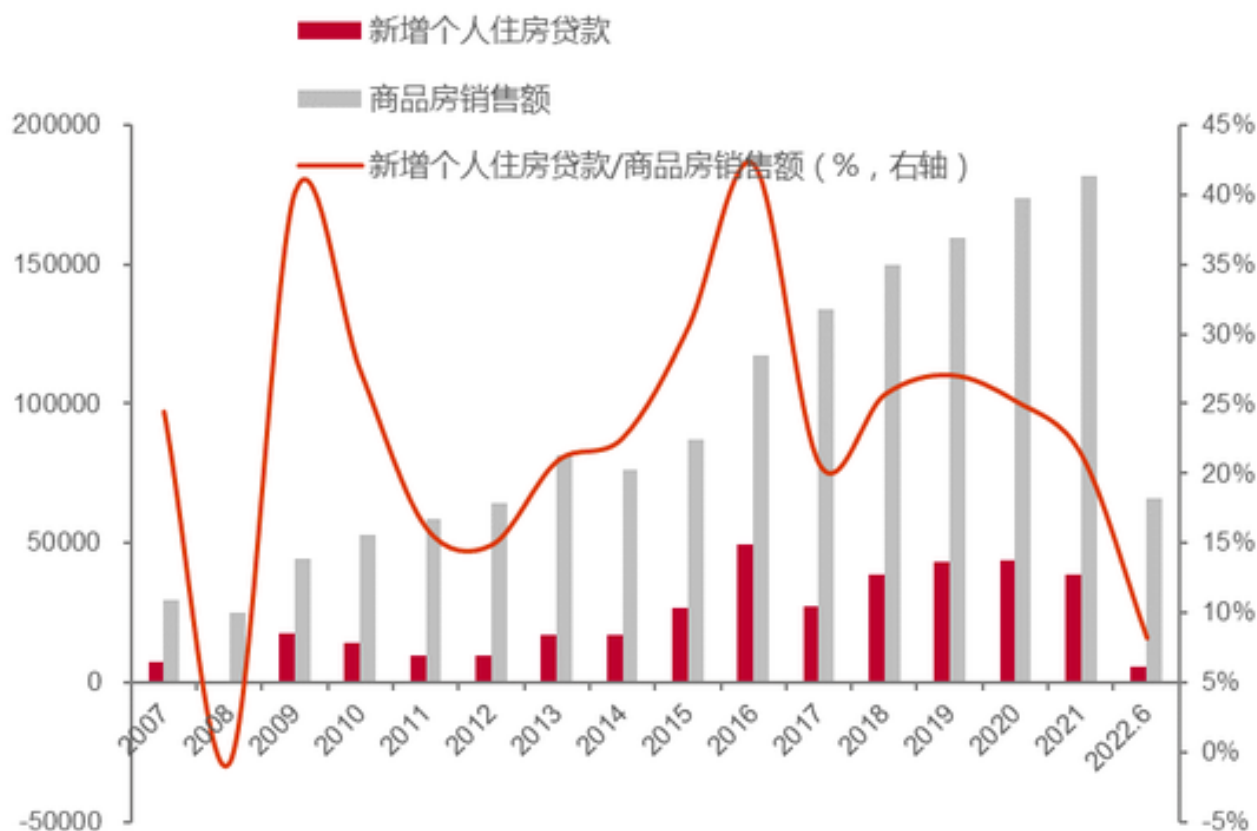
房地产上行周期或结束：

将显著影响金融业的规模和结构

今年上半年的房地产数据非常差，其中房地产开发投资增速为-5.4%，从过去拉动经济的主要动力成为负贡献。伴随着商品房销售额的大幅下降，土地购置面积和新开工面积等都出现大幅下降，上半年居民新增房贷的规

模也接近于零。

商品房销售与居民房贷额双双回落



房地产投资增速、新开工面积和商品房销售额均出现负增长，究竟是暂时的还是反映着长期趋势？我们从年轻人（20-49岁）比例和城镇化率水平这两大指标的变化看，均出现了回落，如2021年城镇化率水平只提高0.82个百分点，增速明显放缓，同时年轻人占总人口比例早在十年前就已经下降。也就是说，支持房地产的基本面已经不支持房价上涨了，至于其他支撑因素则另当别论。

从去年四季度以来，有关房地产的放宽政策在不断推出，但效果并不

明显，或许说明政策只能改变斜率却不能改变趋势。好在国内房价走势总体比较平稳，说明政策虽然不能改变趋势，但至少能起到“稳房价、稳地价和稳预期”的作用。

由于房地产作为准金融资产，占银行总资产的比重大约为 30%，与房地产相关的贷款占银行的贷款余额比重也在 30%左右，许多银行理财产品或信托产品，都与房地产挂钩。随着房地产的收缩，将对金融行业的规模和结构带来显著影响。

从日本的案例看，1990 年日本房地产鼎盛时期，全球上市公司前十大市值公司中，日本的银行占了其中的六家，而另两家也是日本的公司。仅仅过了十年，到 2000 年，前十大市值公司中，已经没有了日本银行股。又到了 2010 年，即中国重化工业化和房地产的鼎盛时期，中国的工商银行和建设银行进入全球前十大市值公司。



无论从美国或日本信贷数据看，其增量都与房地产呈现明显正相关性。说明间接融资的比重与房地产周期的相关性比较大。在房地产以及重资产行业繁荣发展的时期，间接融资（银行信贷）具有更高的效率，土地、房产等资产作为抵押物具有天然的优势。

相应地，在新兴科技行业发展前期普遍具有高风险、高回报和轻资产的特征，不适合间接融资模式，而适合直接融资尤其是股权融资。因此，

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_44771

