



中国人民银行

THE PEOPLE'S BANK OF CHINA

政策研究



再论中国金融资产结构及政策含义

作者：中国人民银行行长 易纲

摘要：金融资产结构是研究金融发展的重要视角。笔者曾在1996年和2008年对中国金融资产结构进行比较分析。在前期工作基础上，本文继续定位于比较金融研究，对过去十几年来中国金融资产结构的最新变化进行分析，并从资源配置和风险承担角度，以“谁在承担风险”和“由谁承担风险更好”为主线，测度金融资产风险承担者的分布，揭示其背后的原因及相关经济运行模式的变化。本文试图把金融结构、金融发展与经济增长三者关联起来，通过金融资产结构变化这个视角，阐释中国宏观经济运行的内在逻辑。研究发现，过去十多年来中国宏观杠杆率上升较快，金融资产风险向银行部门集中。针对这一问题，须着力稳住宏观杠杆率，通过改革开放发展直接融资，让市场主体能够自我决策、自担风险并获得相应收益，由此在保持杠杆率基本稳定的同时，增强金融对实体经济的支持力度，提升金融资源的配置效率。

关键词：比较金融研究 金融资产结构 金融发展 风险承担 宏观杠杆率

一、引言

改革开放 40 多年来，中国经济社会发展取得举世瞩目的成就，金融业发展亦取得重大进展。金融发展的一个重要表现是金融结构（即各种金融工具和金融机构的形式、性质及其相对规模）的变化，并集中体现在金融资产结构的变化上。研究金融结构尤其是金融资产结构，是研究金融发展的重要视角。

没有正确的金融理论，就没有高效的金融实践。金融结构是经济结构的映射，又反作用于经济结构。正确把握金融资产结构的演进规律，需要建立在对经济运行模式变化的深刻认知上。透过金融资产结构变化这个视角，厘清中国宏观经济运行的内在逻辑和重要问题，对于下一阶段更高效地指导金融实践，促进经济金融良性循环具有重要意义。

学术界对金融资产结构问题的系统研究见 Goldsmith (1969)。他采用比较金融研究的方法，基于国民账户体系，对 35 个国家的金融结构演进路径进行比较分析，回答了在金融发展的各个阶段，金融资产结构对经济发展的影响等问题。在此之后，学术界开展了大量研究，但多偏重于分析金融结构与经济增长之间的关系，对金融资产结构特征变化的深入比较研究较少。Demirgüç-Kunt & Levin (2001) 整理了 150 个国家的金融资产结构数据，为进一步分析各国金融资产结构的演进路径提供了详实资料，也为研究金融结构、金融发展与经济增长之间的关系打下了更坚实的基础。

中国金融资产结构的变迁问题亦吸引了不少学者的关注。吴晓灵 (1995, 2005)、谢平 (1992) 在分析中国金融资产结构现状与问题的基础上，认为以间接融资为主的金融结构加大了经济运行的社会成本，建议应促进资本市场和直接融资的发展。Allen et al. (2017) 重点回顾了 20 世纪 90 年代以来中国金融部门资产结构的变化，评估了正规和非正规金融

部门对私营部门的服务效率。

笔者对中国金融资产结构问题一直比较关注。易纲（1996）分析了我国1978年、1986年、1991年和1995年的金融资产结构。文章指出，1978年之后中国金融资产总量成倍增长，M2与GNP之比快速上升，反映出经济体制改革中金融深化（货币化）的进程，同时反映出中国金融资产结构存在的问题。中国居民金融资产投资选择较少，主要依赖银行储蓄，直接融资的资本市场发展滞后，中国高M2/GNP表面上是经济主体的主动选择，实际上则是在体制和政策约束下的自然结果。金融资产结构不合理导致国有企业行为扭曲、负债率高、风险增大等，这反映出发展资本市场的必要性和重要性。

易纲和宋旺（2008）延续1996年的工作，以之前重点建议发展的资本市场为主线，研究了中国1991年至2007年金融资产结构的新变化。在此期间，中国金融资产总量继续快速增长，结构有所优化，表现在股票和债券为代表的金融资产增长加快。因金融资产结构不合理导致的各类问题部分得到改善。但金融资产结构与经济发展要求仍存在不相适应之处，表现为直接融资发展水平依然偏低，特别是企业债券市场规模较小、股票融资功能有待改善等。文章认为，未来十年我国金融发展的最佳路径是市场的双向开放。

本文继续定位于比较金融研究，拟在前期研究的基础上，重点对2008年至2018年中国金融资产结构演变进行分析，展示最新变化，并从资源配置和风险承担角度，探寻金融资产结构变化背后的逻辑，最后提出金融发展的政策建议。金融的本质是管理和分散风险。本文试图从“谁在承担风险”和“由谁承担风险更好”这两个视角观察问题，以更好地理解 and 把握中国过去的经济金融发展路径和未来的金融发展方向。

本文的余下部分安排如下：第二部分对中国金融资产总量进行计算，并分析各类金融资产规模变化。第三部分基于分部门视角，测算并给出居民、企业、政府、金融机构和国外部门的资金来源及运用情况，分析各部门金融资产负债结构的最新变化。第四部分测算居民、企业、政府、金融机构和国外部门承担金融资产风险的情况，并阐释风险分布变化背后的宏观经济逻辑。第五部分提出促进金融发展的政策建议。

二、中国金融资产：总体视角

本节首先对2018年中国金融资产总量及各分项进行测算。为便于进行更大跨度的比较分析，还重新测算并给出了1978年、1991年、1995年和2007年四个时间节点的金融资产数据。其中，1991年为上海和深圳证券交易所营业的首个完整年度，标志着我国资本市场发展的起点；1995年和2007年则分别为易纲（1996）、易纲和宋旺（2008）统计数据的截止时点。

本文在测算金融资产总量和各分项数据时，将金融资产分为国内经济主体持有的国内外金融资产和国外经济主体持有的中国金融资产两类，以同时体现最近十几年来国内金融发展和金融市场双向开放的进展。其中，对于国内主体持有的国内金融资产，统计项目参考国际货币基金组织（IMF）《货币与金融统计手册》的分类，对各统计项目进行归类。在这种分类方法下，存款是存款人对金融机构的债权，是存款人持有的金融资产，贷款是金融机构对债务人的债权，是金融机构持有的金融资产，因此存款和贷款均被视为金融资产。这样可以更全面地掌握和分析金融资产状况，也是我们之前研究所采取的方法。

为更好地展示金融资产的结构特征，本文在表1中对各类金融资产

余额与同年国内生产总值（GDP）之比进行了计算。在表1中，把存款和贷款都视为金融资产确实有重复计算之嫌，所以在理解表1数据时，一方面要认识这样分析的道理，另一方面也不能把存款和贷款资产简单相加，从而夸大了银行部门的权重。

表1 中国金融资产总量和各分项 单位:万亿元、%

	1978年		1991年		1995年		2007年		2018年	
	余额	与GDP之比	余额	与GDP之比	余额	与GDP之比	余额	与GDP之比	余额	与GDP之比
金融资产总量	0.3	90.4	5.1	232.2	19.6	320.0	159.1	588.9	722.1	785.5
一、国内经济主体持有的国内外金融资产	0.3	90.4	4.8	218.1	18.2	296.0	149.4	553.0	686.5	746.7
(一)国内经济主体持有的中国金融资产	0.3	88.5	4.5	203.3	17.0	277.2	132.7	491.3	636.2	692.0
1. 通货	0.0	5.8	0.3	14.4	0.8	12.9	2.9	10.6	7.3	7.9
2. 存款	0.1	31.4	1.8	81.7	6.0	98.2	41.2	152.6	189.1	205.7
3. 保险准备金			0.0	1.9	0.1	1.4	2.9	10.7	19.2	20.9
4. 准备金				0.0	1.1	18.4	6.1	22.4	23.8	25.9
5. 贷款	0.2	51.4	2.2	100.8	5.9	95.4	27.1	100.5	162.4	176.7
6. 证券			0.1	4.5	0.9	13.9	45.1	166.9	124.6	135.5
债券			0.1	0.0	0.5	8.3	12.6	46.8	83.5	90.9
股票					0.4	5.7	32.4	120.1	41.0	44.6
7. 特定目的载体份额							3.2	11.8	53.5	58.2
8. 中央银行贷款					1.2	19.0	0.7	2.8	10.4	11.3
9. 其他					1.1	18.1	3.5	13.1	45.9	50.0
(二)国外经济主体持有的国外金融资产	0.0	1.9	0.3	14.8	1.2	18.8	16.7	61.7	50.3	54.7
1. 直接投资			0.0	1.3	0.1	2.4	0.8	2.9	13.0	14.2
2. 证券投资							0.1	0.5	3.4	3.7
3. 衍生工具									0.0	
4. 其他投资			0.1	6.8	0.3	5.5	4.5	16.8	12.0	13.1
5. 储备资产	0.0	1.9	0.1	6.7	0.7	10.9	11.2	41.5	21.7	23.7
二、国外经济主体持有的中国金融资产			0.3	14.1	1.5	24.0	9.7	35.9	35.6	38.8
1. 直接投资			0.1	5.9	1.1	17.9	5.2	19.4	19.0	20.6
2. 证券投资			0.0	1.4	0.1	2.2	2.9	10.6	7.5	8.2
3. 衍生工具				0.0	0.0	0.0		0.0	0.0	0.0
4. 其他投资			0.2	6.9	0.2	4.0	1.6	5.9	9.1	9.9

注:表1至表6均为资产负债存量数据,与当年或者累计的实际融资金额有所区别,其中股票按照市场价格估算。特定目的载体包括代理理财、资金信托和证券投资基金。由于四舍五入的关系,各分项之和可能不等于对应总计数。数据来源:中国人民银行资金流量核算、金融账户资产负债核算。

我们来分析2008年至2018年中国金融资产总量及各类金融资产相对规模的最新变化,并通过金融资产结构来关注直接融资和间接融资占比的变化。本文中直接融资主要指通过资本市场的融资,大体可对应表1至表6中证券项等有关数据,其中股票和债券是主要部分,另外表1至表6中特定目的载体、直接投资(包括私募和风险投资)和其他投资的一部分也属于直接融资。直接融资最明显的特征是其金融风险主要由投资者直接承担。间接融资主要指银行贷款等,社会公众把钱存在银行,银行作为金融中介把资金贷给企业部门等,贷款的风险主要由银行承担。

(1)金融资产总量稳步增长,金融深化继续推进。2018年末,中国金融资产总规模达722.1万亿元,是2007年末的4.54倍,年均增长14.7%。金融资产与GDP之比由2007年末的588.9%上升至2018年末的785.5%,年均增幅为2.7%,较1991年至2007年期间年均增幅降低3.3个百分点,金融资产相对GDP的增速有所放缓。从后文分析可见,主要与股票、国内主体持有的国外金融资产等增长放缓有关。

(2)国内主体持有的国内金融资产较快增长,其中银行贷款占比(本节所称占比均指与GDP之比)上升,直接融资占比下降,表外和资管业务快速发展,宏观杠杆率大幅上升。2018年末,国内主体持有的国内金融资产总额达636.2万亿元,是2007年末的4.79倍,年均增长15.3%,与GDP之比由2007年末的491.3%上升至692%。与1991年至2007年间相比,2008年以来国内主体持有的国内金融资产增速超过了持有的国外金融资产增速。主要原因是国际金融危机后外部经济环境发生显著变化,我国国际收支趋于平衡,国内金融体系融资增长较快。

在金融资产结构上:一是银行贷款占比显著上升。2018年末,贷款余额较2007年末年均增长17.7%,与GDP之比为176.7%,较2007年末上

升了76.2个百分点。在1991年至2007年间，贷款与GDP之比则下降了0.3个百分点。

二是直接融资占比不升反降。2018年末，包括股票和债券在内的证券资产与GDP之比为135.5%，较2007年末下降31.4个百分点。在1991年至2007年期间，中国直接融资占比总体呈现上升态势，其中股票市场的发展起到了关键带动作用。2008年后，受内外部多种因素影响，股票融资占比下降。2018年末，股票市值与GDP之比为44.6%，较2007年末降低了75.5个百分点（股票市值与GDP之比，2007年是个高点，2018年是个低点，两个数据都偏离了趋势值。这里没有采用移动平均数，主要是为了简单明了）。

债券融资取得长足发展。2018年末，债券与GDP之比为90.9%，较2007年末提高44.1个百分点。近些年来中国深入推进债券市场改革和发展，完善基础制度，夯实基础设施，加快产品创新。截至2018年末，中国债券市场存量规模约为86万亿元，是仅次于美国、日本的全球第三大债券市场。从分类看，债券融资属于直接融资，但我国债券的持有主体是银行，2018年末银行持有的债券占全部债券的51.5%，其中相当部分实际上是银行通过货币创造为企业融资，也具有间接融资的特点。如果扣除这部分，直接融资占比会进一步下降。

三是表外和资管业务快速发展。2012年以来，我国银行、证券、信托、基金、保险等机构的资产管理业务进入快速发展阶段，各类机构之间的跨行业资产管理合作更加密切。2018年末，包含代客理财、资金信托、证券投资基金在内的特定目的载体规模达53.5万亿元，与GDP之比为58.2%，较2007年末提高了46.4个百分点。资管业务发展一定程度上满足了居民、企业和金融机构对财富保值增值和多元化资产配置的要求，但

也存在产品多层嵌套、期限错配、信息不透明、规避监管、刚性兑付等问题，有的实际上是“类贷款”融资。2018年，人民银行会同银保监会、证监会、外汇局发布《关于规范金融机构资产管理业务的指导意见》，为行业规范发展创造了基础性制度环境。

四是宏观杠杆率上升较快。在债权类融资快速增长、股权融资增长较为缓慢、股票与GDP之比下降的背景下，全社会债务水平上升加快。宏观杠杆率（总债务/GDP）从2008年末的145.4%上升至2018年末的248.7%，累计上升超过100个百分点。尤其是企业部门杠杆率快速上升，2016年末一度升至159.8%，在全球处于较高水平。

（3）国内主体持有的国外金融资产增长放缓，金融市场双向开放程度提高。2018年末，国内主体持有的国外金融资产总额为50.3万亿元，是2007年末的3.01倍，年均增长10.5%，比1991年至2007年年均增速低18.1个百分点。这一变化主要受到国际储备资产与GDP之比下降的影响。2003年之后的较长一段时间里，我国呈现大额双顺差格局，外汇大量流入，外汇储备持续增长。近年来我国国际收支趋于平衡，人民币汇率弹性明显增强，加之美联储逐步退出量化宽松政策，外汇流入减少，外汇储备规模在2014年之后的两年多有所降低，之后基本保持稳定。2018年末，储备资产与GDP之比为23.7%，较2007年末降低了17.8个百分点。

企业部门在境外的直接投资和证券投资增长则呈现亮点。这一变化体现出2008年以来金融市场双向开放取得较大进展。2007年至2018年末，直接投资和证券投资年均增长30.2%，合计占GDP比重为17.9%，较2007年末提高14.5个百分点。

（4）国外主体持有的中国金融资产较快增长。在我国金融市场双向开放背景下，2018年末，国外经济主体持有的中国金融资产较2007年末

年均增长 12.5%。在股票市场双向开放方面，2014 年和 2016 年我国分别启动了“沪港通”和“深港通”，为内地与香港相互买卖股票提供了便利。A 股先后被纳入明晟（MSCI）、富时罗素和标普道琼斯等国际指数。取消合格境外投资者（QFII/RQFII）的投资额度限制。在债券市场双向开放方面，不断扩大境外投资者范围，取消投资额度，并启动“债券通”。我国债券先后被纳入彭博巴克莱全球综合指数、摩根大通全球新兴市场多元化指数。在金融市场双向开放的过程中，顺应国际市场的需求，2008 年以来先后与 39 个国家和地区中央银行和货币当局签署了双边本币互换协议。随着人民币国际地位的提升，2015 年，IMF 决定将人民币纳入 SDR 货币篮子。此外，金融市场基础设施和金融法制不断健全，也为金融市场在扩大双向开放过程中的安全稳定运行提供了保障。

三、中国金融资产：分部门视角

为更清晰地观察 2008 年至 2018 年中国金融资产结构出现的变化，本节从分部门的视角，进一步对居民、企业、政府、金融机构和国外等五个部门的金融资产和负债结构分别进行分析。表 2 至表 6 分别给出了上述五个部门 1995 年、2007 年和 2018 年金融资金来源（负债）和运用（资产）的测算结果。其变化主要表现在：

（1）居民部门的资产结构更加多元。随着资管业务迅速发展，居民部门持有的理财、信托、基金等资产规模快速增长。2018 年末，居民部门特定目的载体总额自 2007 年末以来年均增长 27.6%，占资金运用总额的比重达 17.2%，较 2007 年末上升 11.9 个百分点。投资渠道的多元化使居民资产配置不再高度集中于银行存款。2018 年末，存款占资金运用总额比重为 54.4%，虽仍占一半以上，但较 2007 年末降低了 5.8 个百分点。由于股票资产增长较慢，2018 年末居民部门持有股票占比（本节所称占

比均指与合计资金之比，各项占比之和为100%)较2007年末降低了5.9个百分点。

在居民金融资产多元化发展的同时，居民部门金融负债上升较快。2007年至2018年，居民部门贷款余额由5万亿元升至53.6万亿元，年均增长24.1%，主要是个人住房贷款增长较快。与贷款快速上升相对应，这一期间居民部门的杠杆率也出现较快上升，2018年末较2007年末上升了41.4个百分点。2018年，居民部门金融资金运用和来源总额分别为144.5万亿元和54.7万亿元，居民部门资金净供给为89.8万亿元，是唯一的金融资金净供给部门。不过由于居民部门资金来源(负债)增长快于资金运用(资产)(2018年较2007年资金来源和资金运用年均分别增长24.3%和14.7%)，居民部门资金净供给的增长总体上是放缓的(详见表2)。

表2 居民部门金融资金来源和运用表 单位：万亿元，%

	1995				2007				2018			
	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比
资金运用合计	4.3	100.0	-	-	31.9	100.0	-	-	144.5	100.0	-	-
资金来源合计	-	-	0.2	100.0	-	-	5.0	100.0	-	-	54.7	100.0
通货	0.7	16.3	-	-	2.5	7.8	-	-	6.4	4.4	-	-
存款	3.3	75.5	-	-	19.2	60.2	-	-	78.6	54.4	-	-
贷款	-	-	0.2	100.0	-	-	5.0	100.0	-	-	53.6	98.0
保险准备金	0.1	1.2	-	-	2.7	8.5	-	-	18.0	12.5	-	-
准备金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
证券	0.3	7.0	-	-	5.5	17.2	-	-	14.5	10.0	-	-
债券	0.2	5.2	-	-	0.7	2.2	-	-	1.4	1.0	-	-
股票	0.1	1.8	-	-	4.8	15.0	-	-	13.1	9.1	-	-
特定目的载体	-	-	-	-	1.7	5.3	-	-	24.9	17.2	-	-
中央银行贷款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	0.3	0.9	-	-	2.1	1.5	1.0	1.9
直接投资	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其它对外债权债务	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
国际储备资产	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注：表2至表6中的占比均指与合计资金之比，各项占比之和为100%。由于四舍五入的关系，各分项之和可能不等于对应总计数。数据来源：中国人民银行资金流量核算、金融账户资产负债核算。

(2) 企业部门股票融资占比下降, 跨境投融资稳步增长。2018年末, 企业部门资金运用和来源总额分别达129.5万亿元和183.3万亿元, 较2007年末年均增长12.9%和11.4%。企业部门是金融资金的最大净融入部门。从资金来源结构看, 贷款仍是企业的主要资金来源, 总体呈现较快增长。随着债券市场的发展, 企业部门债券融资快速增长, 2008年至2018年间, 债券融资占比累计提高了9.4个百分点。企业部门股票融资增长放缓, 2018年末股票市值占比较2007年末下降了28个百分点。

在金融市场双向开放程度提高的背景下, 企业充分利用境内、境外两个市场、两种资源, 跨境投融资规模稳步增长。2018年末, 企业部门国外金融资产和负债(直接投资和其他对外债权债务项下资金运用和来源)总额分别达17.1万亿元、21.9万亿元, 是2007年末的9.5倍、3.3倍(详见表3)。

(3) 政府部门由金融资金的净供给者变为净需求者。2018年末, 政府部门金融资金运用和来源总额分别为38万亿元和49.4万亿元, 较2007年末年均增长7.2%和20.8%, 后者增长明显快于前者。政府部门资金运用和来源之差由2007年末的11.5万亿元下降至2018年末的-11.4万亿元。从资金来源看, 政府债务和社保收入等增加较快, 2018年末, 债券、保险准备金和贷款余额, 分别占政府部门资金来源总额的67.6%、18.1%和13.7%, 较2007年末年均分别增长19.1%、20.9%和32.8%。近年来, 随着政府债务管理更趋严格、规范, 政府部门贷款余额下降。2018年末, 政府部门贷款余额较2016年末下降了19%。政府部门对地方平台及一些企业还有一部分“隐性负债”, 基于会计记账原则, 不体现在政府部门的金融资金来源和运用表中。从资金运用看, 政府部门持有的股票从2007年

表3 企业部门金融资金来源和运用表 单位:万亿元, %

	1995				2007				2018			
	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比
资金运用合计	2.8	100	-	-	34	100	-	-	129.5	100	-	-
资金来源合计	-	-	7.0	100	-	-	56	100	-	-	183.3	100
通货	0.1	2.5	-	-	0.3	0.9	-	-	0.7	0.5	-	-
存款	2.3	83.2	-	-	16.3	47.9	-	-	65.3	50.4	-	-
贷款	-	-	5.5	78.8	0.1	0.3	22.2	39.6	-	-	99.4	54.2
保险准备金	0.0	1.1	-	-	0.2	0.6	-	-	1.1	0.9	-	-
准备金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
证券	-	-	0.1	1.1	13.8	40.6	27.1	48.4	21.2	16.4	54.5	29.7
债券	-	-	-	-	-	-	0.8	1.4	0.5	0.4	19.7	10.8
股票	-	-	0.1	1.1	13.8	40.6	26.3	47	20.7	16	34.8	19
特定目的载体	-	-	-	-	0.4	1.2	-	-	16.2	12.5	-	-
中央银行贷款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	1.1	3.2	-	-	7.9	6.1	7.6	4.2
直接投资	0.1	5.2	1.1	15.6	0.8	2.3	5.2	9.4	13	10.1	19	10.3
其它对外债权债务	0.2	8.0	0.3	4.5	1	3	1.4	2.6	4.1	3.2	2.9	1.6
国际储备资产	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注：由于四舍五入的关系，各分项之和可能不等于对应总计数。数据来源：中国人民银行资金流量核算、金融账户资产负债核算。

末的11.6万亿元下降到2018年末的2万亿元，主要是在股权分置改革后，限售法人股陆续解禁，通过市场出售、转给国有企业或融资平台等，政府部门直接持有的股权明显减少（详见表4）。

（4）金融机构贷款较快增长，债券投资规模明显上升。2018年末，金融机构资金运用和来源总额分别为374.4万亿元、384.4万亿元，较2007年末年均增长17.1%和16%。从资金来源结构看，存款仍然是金融机构的主要资金来源。2018年末，存款占资金来源总额的比重为49.8%，较2007年末下降6.1个百分点。债券融资增长较快，2008年以来年均增长14.8%。

从资金运用结构看，发放贷款是银行扩张资产负债表的主要方式，占

比有所上升。2018年末，银行贷款总额达165.6万亿元，较2007年末年均增长17.7%，占资金运用总额的比重为44.2%。同时，债券投资规模明显上升。2018年末，债券投资余额达82.5万亿元，较2007年末年均增长19.2%，增速超过了贷款，占资金运用总额比重为22%（详见表5）。

表4

政府部门资金来源和运用表

单位:万亿元, %

	1995				2007				2018			
	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比
资金运用合计	0.4	100	-	-	17.7	100	-	-	38	100	-	-
资金来源合计	-	-	0.6	100	-	-	6.2	100	-	-	49.4	100
通货	0.0	4.4	-	-	0.1	0.3	-	-	0.1	0.4	-	-
存款	0.3	91.4	-	-	5.6	31.4	-	-	33.6	88.3	-	-
贷款	-	-	0.2	28.2	-	-	0.3	4.2	-	-	6.8	13.7
保险准备金	-	-	-	-	-	-	1.1	17.8	-	-	8.9	18.1
准备金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
证券	-	-	0.4	66.4	11.7	65.8	4.9	78	2.7	7	33.4	67.6
债券	-	-	0.4	66.4	0.1	0.3	4.9	78	0.6	1.7	33.4	67.6
股票	-	-	-	-	11.6	65.5	-	-	2	5.3	-	-
特定目的载体	-	-	-	-	0.2	1.4	-	-	0.7	1.8	-	-
中央银行贷款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	-	-	0.2	1	-	-	1	2.6	0.1	0.3
直接投资	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其它对外债权债务	0.0	4.2	0.0	5.5	-	-	-	-	-	-	0.2	0.3
国际储备资产	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-

注:由于四舍五入的关系,各分项之和可能不等于对应总计数。数据来源:中国人民银行资金流量核算、金融账户资产负债核算。

表5

金融机构资金来源和运用表

单位:万亿元, %

	1995				2007				2018			
	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比
资金运用合计	10.4	100	-	-	65.8	100	-	-	374.4	100	-	-
资金来源合计	-	-	10.5	100	-	-	75.1	100	-	-	384.4	100
通货	-	-	0.8	7.5	-	-	3	4	-	-	7.3	1.9
存款	0.1	0.8	6.0	57.3	0.5	0.7	42	55.9	13.2	3.5	191.4	49.8
贷款	5.9	56.1	-	-	27.7	42.1	0.4	0.6	165.6	44.2	3.8	1
保险准备金	-	-	0.1	0.8	-	-	1.8	2.4	-	-	10.2	2.7
准备金	1.1	10.8	1.1	10.7	6.1	9.2	6.1	8.1	23.8	6.4	23.9	6.2
证券	0.3	3.1	0.2	1.7	14.3	21.7	14	18.7	89.6	23.9	43.1	11.2
债券	0.3	3.1	0.2	1.7	11.9	18.1	7	9.3	82.5	22	32.1	8.4
股票	-	-	-	-	2.4	3.6	7	9.3	7.1	1.9	11	2.9
特定目的载体	-	-	-	-	0.8	1.3	3.3	4.4	11.8	3.1	54.1	14.1
中央银行贷款	1.2	11.1	1.2	11.1	0.7	1.1	0.7	1	10.4	2.8	10.4	2.7
其他	1.1	10.8	1.1	10.6	1.9	2.9	3.5	4.7	37.4	10	39.1	10.2
直接投资	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其它对外债权债务	0.1	0.8	0.0	0.3	2.5	3.8	0.3	0.4	0.8	0.2	1	0.3
国际储备资产	0.7	6.4	-	-	11.2	17	-	-	21.7	5.8	-	-

注:由于四舍五入的关系,各分项之和可能不等于对应总计数。数据来源:中国人民银行资金流量核算、金融账户资产负债核算。

(5) 国外部门金融市场投资占比提高。2018年末,国外部门金融资金运用和来源总额分别为35.6万亿元和50.3万亿元,较2007年末年均增长12.5%和10.5%。直接投资仍是国外部门的主要资金运用方式,但占比有所下降。2018年末,直接投资占资金运用总额的比重为53.2%,较2007年末下降0.9个百分点。随着我国金融市场发展和开放程度提升,国外部门对我国金融市场的投资增多。2018年末,债券和股票投资占资金运用总额的比重分别为4.8%和13.2%,较2007年末上升4.8个和3.8个百分点(详见表6)。

表6 国外部门金融资金来源和运用表 单位:万亿元, %

	1995				2007				2018			
	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比	运用	占比	来源	占比
资金运用合计	1.5	100.0	-	-	9.7	100	-	-	35.6	100	-	-
资金来源合计	-	-	1.2	100.0	-	-	16.7	100	-	-	50.3	100
通货	-	-	-	-	0.2	1.9	-	-	0.1	0.2	-	-
存款	-	-	-	-	0.7	7.5	0.3	2	2.3	6.4	1.6	3.1
贷款	-	-	-	-	0.8	8.4	0.6	3.9	1.2	3.5	3.2	6.4
保险准备金	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
准备金	-	-	-	-	-	-	-	-	0.1	0.3	-	-
证券	-	-	-	-	0.9	9.4	0.1	0.8	6.4	17.9	3.4	6.8
债券	-	-	-	-	-	-	-	-	1.7	4.8	1.6	3.1
股票	-	-	-	-	0.9	9.4	0.1	0.8	4.7	13.2	1.9	3.7
特定目的载体	-	-	-	-	0.1	1	-	-	0.6	1.5	-	-
中央银行贷款	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
其他	-	-	0.0	1.0	-	-	-	-	2	5.5	2.4	4.8
直接投资	1.1	74.5	0.1	12.8	5.2	54.1	0.8	4.7	19	53.2	13	25.9
其它国外债权债务	0.4	25.5	0.3	28.2	1.7	17.8	3.6	21.4	4	11.3	4.9	9.7
国际储备资产	-	-	0.7	58.0	-	-	11.2	67.3	-	-	21.7	43.3

注:本表以国外部门为主体,交易对手为国内部门。资金运用指国外部门持有的国内部门金融资产,资金来源指国内部门持有的国外金融资产。由于四舍五入的关系,各分项之和可能不等于对应总计数。数据来源:中国人民银行资金流量核算、金融账户资产负债核算。

四、中国金融资产结构:基于风险承担视角的观察

在上述分析的基础上,接下来从资源配置和风险承担的视角,对中国金融资产结构的变化进行分析。分散、管理和配置风险是金融的基本功能。金融资源是否得到有效配置,是评估金融资产结构是否合理的重要标准。

研究谁承担了金融风险，以及风险承担的结构和比例，有助于寻找到未来中国金融发展的基本思路。

市场经济的本质特征，是经济主体分散决策、自担风险。这一方面有利于分散风险，另一方面也是一种激励机制，经济主体通过承担风险，可以得到相应的回报。政府的职责，就是保护好产权和相关权益，使得社会经济主体有积极性去承担风险，从而获得相应的回报。市场经济中的很多制度安排，如股票市场和有限责任公司等，本质上是一种激励机制和风险分担安排，既可以使投资者获得应有的回报，又有利于避免风险过度集中，从而有助于推动创新和发展。要发挥好上述机制的作用，需要坚持权责对称的原则，强化激励约束，避免权责非对称可能导致的行为扭曲和低效率。充分发挥市场作用，由分散的经济主体作出决策并真正承担风险的效率更高，金融体系也更加稳健。

从风险承担的角度看，金融资产并不是由谁持有，就由谁承担风险。有些资产对持有者而言风险很低，如储蓄存款，有存款保险制度等保障，风险基本是由金融部门来承担的（其主要部分最终是由政府承担）。有些资产的风险可以转移，如通过抵押贷款，银行可以把部分风险转移出去。还有些资产风险的名义和实际承担者不同，比如规范之前的很多理财产品，原本应该是“受托理财，风险自担”，但由于存在刚性兑付，银行等金融机构实际上承担了投资者的风险。基于上述考虑，根据各部门持有的主要金融资产的实际情况，我们大体匡算了居民、企业、政府、金融机构和国外部门承担金融资产风险的情况，给出了金融资产风险承担者的量化分布结构。在测算中：对于存款，假定金融机构承担居民部门存款风险的95%，承担其他部门存款风险的80%，其余的存款风险由居民及其他部门分别承担。对于贷款，假定金融机构承担信用贷款100%的风险。根

据《商业银行资本管理办法（试行）》（初级内部评级法中，以应收账款、房地产和其他抵押品作为担保的，最低违约损失率为35%-40%）和《中国金融稳定报告（2019）》（在银行业压力测试中，假定集团客户违约损失率为60%），假定抵押、保证贷款违约损失率为50%，即金融机构和借款人各承担50%的风险。考虑到部分贷款等还有政府隐性担保，在匡算金融机构承担风险的金融资产规模时，适当做了扣减，并相应增加政府部门承担的风险。对于债券，其中国债、政策性金融债和央行票据对持有者而言可视为无信用风险资产，这部分债券的风险由政府部门承担，除此之外，其他债券的风险由持有者承担。对于理财和信托，考虑到刚性兑付尚未完全打破，假定其中80%的风险由金融机构承担。随着理财等刚性兑付逐步打破，未来风险承担情况会发生变化。此外，通货、准备金和中央银行贷款、国际储备资产视作政府部门应承担的风险资产。根据上述假定，我们就可以把本文表1至表6中的金融资产，依据实际风险归属，分别计入各部门（金融资产中的“其他”项科目较多，较为琐碎，为简化不再计入）。需要说明的是，准确度量金融资产的实际风险承担是比较难的，上述假定也可以讨论，但通过大体匡算，仍能够看到金融资产风险承担的基本状况及其变化。结果如表7所示。

从上述测算的金融资产风险承担情况看，近年来金融资产风险明显向银行等金融机构集中，而金融机构的风险相当部分最终要由政府承担。2018年末，由金融机构和政府部门承担风险的金融资产规模分别为365.9万亿元和118.7万亿元，是2007年末的5.85倍和2.60倍，占全部金融风险资产的比重为54.5%和17.7%，总计达72.2%，比2007年高2.6个百分点。风险向金融机构集中的趋势明显，2018年末，金融机构承担风险的占比较2007年末提高了14.2个百分点。从其他部门看，2018年末居

民、企业和国外部门承担风险的占比分别为 9.4%、13.8%和 4.6%。

表 7 各部门金融资产风险承担情况 单位：万亿元，%

	主要风险资产类别	1995年		2007年		2018年	
		金额	占比	金额	占比	金额	占比
居民	存款、贷款、保险准备金、特定目的载体、股票	0.4	2.2	11.4	7.3	63.4	9.4
企业	存款、贷款、保险准备金、特定目的载体、股票、直接投资、其他对外债权	2.8	15.4	26.8	17.3	92.5	13.8
政府	通货、存款、贷款、准备金、债券、特定目的载体、股票、中央银行贷款、其他对外债权债务、国际储备资产	4.5	24.4	45.7	29.4	118.7	17.7
金融机构	存款、贷款、债券、特定目的载体、股票、其他对外债权	9.1	49.9	62.6	40.2	365.9	54.5
国外	存款、贷款、特定目的载体、股票、直接投资、其他国外债权	1.5	8.1	9.1	5.8	31.2	4.6

注：本表中的占比均指占全部风险资产的比重，各项占比之和为 100%。

如前所述，市场经济条件下风险应当是分散的和分担的。国际金融危机以来的十多年里，中国金融资产的风险向银行部门集中，向债务融资集中。之所以出现这种情况，主要有两方面原因：

一是直接融资尤其是股票融资增长较慢。直接融资涉及非银行经济主体之间的直接交易，对法治和信用环境的要求更高。直接融资特别是股票融资增速较低，实体经济融资仍以间接融资和债务融资为主，导致银行贷款在各项融资之中的占比明显上升。目前来看，在金融工具中，债券市场的约束比银行贷款融资强，股权市场的约束又比债券市场强。风险向金融机构尤其是银行集中，容易扭曲激励约束机制，影响金融资源的配置效率，还会扭曲风险定价，导致金融资产总量过快膨胀和部分资产质量下降，放大金融风险。

二是宏观经济运行对金融结构产生了重要影响。2003年至2008年国际金融危机前，中国经济处于上行期，内生增长动力强劲。这一时期中国的高储蓄在支持国内投资的同时，形成经常项下顺差，经济高增长还吸引了大量外部投资，从而减轻了企业对信贷等债务融资的依赖。由于经济增长超过信贷等债务增长，宏观杠杆率稳中下降。国际金融危机爆发后，在对冲经济下行压力、扩大内需过程中，银行债务融资快速增长，不仅贷款增长较快，银行还通过同业、股权及其他投资等派生货币，为部分表外和影子银行业务融资，这些资金多具有债务融资的性质。债务融资显著上升，加之名义GDP增速下降，导致宏观杠杆率大幅上升。

研究金融资产，还离不开房地产。根据人民银行调查统计司的调查，在2019年城镇居民的家庭资产中，住房资产占比接近七成，超过居民持有的金融资产。房地产与金融资产之间存在对偶关系：一是房地产是居民和企业的重要资产，居民和企业又通过房地产融资构成对银行的负债，银行的金融资产部分对应着居民和企业手中的房地产。二是大量贷款以房地产为抵押品投放，房地产价格上升会通过抵押品渠道撬动更多的贷款，两者之间会相互强化。熊彼特（1934）曾指出，信贷的功能，就是创造出新增购买力，从而赋予企业家重新整合生产要素（也就是创新）的能力。由于贷款高度依赖抵押品，抵押品分布成为银行资金流向和资金配置的重要因素，这实际上不利于培养银行的信用贷款文化，不利于银行作为金融中介发挥其识别企业家、支持创新发展的功能。近些年来，新增房地产贷款占新增人民币贷款的比重从2010年的25.4%升至2017年的41.5%。

最近十多年来，我国银行贷款在各项融资之中的占比明显提高。银行发放贷款是货币投放的主要渠道，会同时创造货币和债务。国际金融危机后，内需在经济增长中作用上升，对贷款融资的需求更高，债务杠杆出现

一定上升有其必然性。不过，以政府信用支持和房地产作为抵押品的信贷快速扩张，会导致金融风险向银行和政府集中，并容易形成自我强化的机制，累积产能过剩、房地产泡沫和债务杠杆风险。已有对国际上的实证研究显示，政府债务与经济增长之间存在较为明显的“倒U型”关系，政府债务率一旦超过阈值，可能会对长期经济增长产生负向影响，降低经济增长速度。

正是基于对通过债务过快扩张推动经济增长模式难以持续的判断，决策者强调，不搞强刺激，在保持总需求基本稳定的同时，以供给侧结构性改革为主线，推动经济结构调整和改革，实现经济高质量发展。近几年来，我们坚持稳中求进工作总基调，着力把握好稳增长、调结构、促改革和防风险之间的关系，供给侧结构性改革持续推进。产业优胜劣汰和整合力度加大，产能过剩问题明显缓解，总供求更趋平衡，经济韧性总体增强。2007年至2015年中国GDP增速从14.2%下行至7%，9年间下行7.2个百分点，2016年至2019年GDP增速从6.8%下行至6.1%，4年间下行0.7个百分点，经济增长的下行调整总体是在收敛的。与此同时，宏观杠杆率过快上升的态势也得到遏制，2017年至2019年两年累计上升2.8个百分点，远低于2008年至2016年年均超10个百分点的升幅，保持了基本稳定，其中企业杠杆率下降。金融风险防范与处置取得重要进展，表外和影子银行、互联网金融风险等很大程度上得到治理，重点金融机构风险处置取得突破，坚定稳妥打破刚兑，依靠市场机制调节汇市和股市运行，完善必要的宏观审慎管理，外部冲击风险得到有效应对，守住了不发生系统性金融风险的底线。

五、政策建议

金融结构与经济结构之间紧密关联、相互作用。国际金融危机后全球经济进入深度调整期，我国经济发展方式、经济结构和增长动力也在发生显著变化，这些都深刻影响并反映在金融资产结构的变化上，而实现金融体系的结构优化，又可以有力地促进经济结构的调整和优化。新时期推动高质量发展，对金融体系及其资源配置功能提出了更高的要求，既要发挥好金融对实体经济的支持作用，又要避免宏观杠杆率过快上升形成系统性风险，实现经济和金融之间的良性循环。为此，需要特别注意以下三方面：

一是要稳住宏观杠杆率。前文已经提到，宏观杠杆率出现一定上升有其内在必然性，但上升过快就会积累风险，并挤压经济长期增长的空间。综合考虑经济增长对债务融资的需求，以及防范杠杆过快上升可能导致的风险，保持宏观杠杆率基本稳定是适宜选择。“稳杠杆”包含了稳经济、稳房价、稳预期等多层含义，有其内在的经济学逻辑。给定目前的发展阶段，趋势上看中国的宏观杠杆率还有可能上升，宏观调控的任务就是使杠杆率尽量保持稳定，从而在稳增长与防风险之间实现平衡，并为经济保持长期持续增长留出空间。否则，若宏观政策刺激力度过大，一是可能产生通货膨胀的风险，二是可能导致杠杆率过快上升。因此，要尽量长时间保持正常的货币政策，维护好长期发展战略期（易纲，2019）。近期发生新型冠状病毒肺炎疫情，金融部门及时出台了一系列金融支持疫情防控的措施。要统筹疫情防控和经济社会发展，根据形势发展变化继续实施好逆周期调节，保持流动性合理充裕和货币信贷合理增长，同时有针对性地支持重要物资生产企业、短期受疫情冲击较大企业，保障企业合理资金需求，创新完善金融支持方式，为保持经济稳定发展创造适宜的货币金融环境。疫情对中国经济的影响是暂时的，中国经济韧性强、潜力大，高质量发展

的基本面不会变化。

二是发展直接融资要依靠改革开放。只有发展好直接融资尤其是股权融资，才能够减少对银行债权融资的过度依赖，从而实现在稳住杠杆率的同时，保持金融对实体经济支持力度不减的目标。发展直接融资根本上要靠改革开放。在推进改革方面，要加快推进证券发行注册制改革，提高资本市场的透明度，让投资者真正通过自我决策，在承担风险的同时相应获得投资收益。完善证券市场法律体系，健全金融特别法庭，完善信息披露制度。发展多层次股权融资市场，支持私募股权投资发展，让市场机制充分发挥作用，鼓励创新发展。在扩大开放方面，过去几年推动实施准入前国民待遇加负面清单制度，放宽并逐步取消外资对境内金融机构控股比例限制，大幅度扩大了金融开放，这有利于引入国外先进的管理经验和做法，推动国内竞争和改革。从国际上看，普通法系国家直接融资发展得要更好些，我们可以学习借鉴发展直接融资的经验。现在国内对财富管理、养老及健康保险等需求很大，有很大的市场潜力，这方面国外发展时间长、有比较成熟的经验，通过扩大开放，可以更好地促进国内相关产业加快发展，提供更好的金融服务。

三是要管理好风险。金融的本质是一种跨期的资源优化配置机制，是在时间轴上配置经济价值，在现在和未来之间寻找平衡，既然涉及未来就会有不确定性和风险，因此分散和管理风险是金融的题中应有之义。关键是怎么有效地分散风险、怎么有序地化解风险。首先，要管理好改革和开放顺序风险。加强顶层设计，稳妥有序推进改革和开放，处理好金融对内对外开放、人民币汇率形成机制改革和资本项目可兑换这“三驾马车”之间的关系，实现相互协调，渐进、稳步向前推进。第二，要管理好金融机构风险。金融是特许行业，必须持牌经营，严厉打击非法集资、非法放贷

和金融诈骗活动。居民要在正规持牌金融机构存款或投资，中国已经建立起存款保险制度和金融消费者保护机制，可以有效保障广大居民的合法权益和资金安全。要稳步打破刚性兑付，该谁承担的风险就由谁承担，逐步改变部分金融资产风险名义和实际承担者错位的情况。第三，要管理好房地产市场风险，建立长效机制。房产是我国居民的主要财产，且与金融资产之间存在对偶关系，房地产市场的发展、变化和波动对全社会财富的影响极大，与其他行业的关联度也最高，保持房地产业的平稳健康发展意义重大。在政策把握上，要坚持稳字当头，稳中求进，着力稳地价、稳房价、稳预期，加强对房地产市场融资状况的全面监测，按照“因城施策”原则，强化对房地产金融的逆周期宏观审慎管理，监测居民债务收入比和房地产贷款的集中度。在稳定需求的同时，优化土地供给，促进供求平衡，实现房地产市场平稳可持续发展。要进一步理顺中央和地方财税关系，完善地方税体系，建立依法合规、规范透明、自我约束的地方政府债务融资机制，减少对土地财政的依赖。

笔者期待十年以后，结合经济结构的最新变化，再度对中国金融资产结构进行分析。

参考文献

阿代尔·特纳，2016：《债务和魔鬼：货币、信贷和全球金融体系重建》（第一版），中信出版社。

吴晓灵，1995：《中国国有企业——银行债务重组问题》，《经济社会体制比较》第5期。

吴晓灵，2005：《稳步发展企业债券市场 全面优化金融资产结构》，《金融研究》第3期。

谢平, 1992: 《中国金融资产结构分析》, 《经济研究》第11期。

易纲, 1996: 《中国金融资产结构分析及政策含义》, 《经济研究》第12期。

易纲, 2019: 《坚守币值稳定目标 实施稳健货币政策》, 《求是》第23期。

易纲、宋旺, 2008: 《中国金融资产结构演进: 1991-2007》, 《经济研究》第8期。

Allen, F., J. Qian, and X. Gu, 2017, "An Overview of China's Financial System", Annual Review of Financial Economics, 9, 191-231.

Copeland, M. A., 1952, A Study of Moneyflows in the United States, NBER.

Demirguc-Kunt, A., and R. Levin, 2001, Financial Structure and Economic Growth: A Cross-country Comparison of Banks, Markets and Development, Massachusetts Institute of Technology.

Goldsmith, R. W., 1969, Financial Structure and Development, Yale University Press.

Schumpeter, J. A., 1934, The Theory of Economic Development: An Inquiry into Profits, Capital, Credit, Interest, and the Business Cycle, Harvard University Press, Cambridge.