IMI No. 1808
Working Paper

金融脱实向虚的内在机理和推进供给侧结构性改革深化

王国刚

【摘　　要】 金融脱实向虚是一个复杂的现象。近年来，中国经济运行中发生的是资金的脱实向虚。其直接成因在于，PPI 持续负增长引致的实体经济面企业资产利润率降低和波动；深层成因在于，受体制机制制约，经济结构中的短板产业未能得到有效提升补足。进入 21 世纪以后，在实现温饱型小康的基础上，以“住行学”为主要内容的消费结构升级应成为经济结构调整的主要方向，但这些不平衡不充分问题至今没有得到有效解决。资金的脱实向虚是实体经济面供给侧结构性失衡的必然产物，它的解决也有赖于深化供给侧结构性改革的进展程度。这包括深化“住行学”领域的投资体制机制改革、金融体制机制改革和加大对外开放力度等。

【关　键　词】脱实向虚　“住行学”　结构性改革

【文章编号】IMI Working Paper No. 1808

微博·Weibo　微信·WeChat
更多精彩内容请登陆 国際貨币网
http://www.imi.org.cn/

金融脱实向虚的内在机理和推进供给侧结构性改革深化

王国刚*

【摘要】金融脱实向虚是一个复杂的现象。近年来，中国经济运行中发生的是资金的脱实向虚。其直接成因在于，PPI 持续负增长引致的实体经济面企业资产利润率降低和波动；深层成因在于，受体制机制制约，经济结构中的短板产业未能得到有效提升补足。进入 21 世纪以后，在实现温饱型小康的基础上，以“住行学”为主要内容的消费结构升级应成为经济结构调整的主要方向，但这些不平衡不充分问题至今没有得到有效解决。资金的脱实向虚是实体经济面供给侧结构性失衡的必然产物，它的解决也有赖于深化供给侧结构性改革的进展程度。这包括深化“住行学”领域的投资体制机制改革、金融体制机制改革和加大对外开放力度等。

【关键词】脱实向虚　“住行学”　结构性改革

2008 年美国金融危机以后，“金融脱实向虚”的说法在国际社会中不胫而走，且备受诟病。不论在理论界还是在实务界都有人将它与实体经济“空心化”、金融泡沫和金融风险等直接链接，并认为美国爆发金融危机深层成因就在于此。但也有人认为，金融与实体经济、虚与实难以清晰划分，“这两者间的边界越来越模糊且彼此渗透”[1] ，过于简单地从“脱实向虚”中推导出“脱虚向实”有可能步入政策抉择误区，如果依此为据，强制要求金融机构不顾具体情况地“服务实体经济”，很可能引致更加严重的经济金融后果。笔者认为，在人类几千年的经济发展（尤其是第一次产业革命以来的 200 多年历史发展）中，金融脱实向虚是一个复杂的经济现象，根据“实”与“虚”的内涵不同，金融脱实向虚有着多种类型，每种类型的内在机理和历史趋势差异甚大。近年来，中国经济运行中出现的是资金的脱实向虚，其直接成因在于，PPI 持续负增长引致的实体经济面企业资产利润率降低和波动；深层成因在于，经济结构中的短板产业未能得到有效提升补足。它的解决有赖于深化供给侧结构性改革中消费升级的到位。

* 王国刚（1955-），中国人民大学财金学院、中国财政与金融政策研究中心教授，中国社科院学部委员。

[1] 参见李扬《“金融服务实体经济”辨》，载《经济研究》2017 年第 6 期。

一、金融脱实向虚的主要类型、内在机理和历史趋势

在国民经济的庞大系统中，金融是一个不可或缺的构成部分，它与实体经济相辅相成、相得益彰、协同前行。实体经济的运行和发展持续地给金融发展以动力，实体经济创造的财富和价值支持了金融创新发展，因此，一旦脱离了实体经济，金融就将失去养分的支持和前行的方向；金融作为引导经济资源配置的机制，通过货币、信用、股权、信托、保险、租赁等作用，推进了实体经济的科技进步、资产重组、结构调整、市场拓展和风险化解，因此，一旦脱离了金融机制的支持，实体经济就将陷入举步维艰的境地。就此而言，金融与实体经济是有机融合的一个整体，密不可分，并不存在金融脱离实体经济的“脱实向虚”的内在机理。但另一方面，在经济体系中，金融又是与实体经济相对独立的一个子系统。这不仅意味着金融并非实体经济，金融有着自己的运行机制和发展规律，而且意味着金融发展有可能与实体经济不同步不协调，在某些条件下甚至可能偏离实体经济运行发展的内在要求。就此而言，金融有着脱离实体经济的“脱实向虚”的可能性。鉴此，有必要厘清金融脱实向虚的主要类型，弄清哪些类型是必然的，哪些类型是特殊条件下发生的短暂现象。

1.经济金融化进程中的“脱实向虚”

经济金融化是反映金融活动对国民经济活动影响程度的概念，在计量指标中包括金融相关率（即金融资产价值总量与实物资产价值总量的比率2）、金融业取得的 GDP 占 GDP 的比重、金融交易增长率与 GDP 增长率的对比等等。经济金融化以金融相关率为刻画指标。经济金融化的概念虽然在 20 世纪 70 年代以后才引起人们的关注，但它的起步可以追溯到几千年之前，迄今，它大致经历了商品→货币→资源货币化→权益资本化→资产证券化等几个阶段。

马克思认为，货币来源于商品交换的发展，作为一般等价物的货币从商品世界中分离出来以后，原先统一的商品世界就分离成了商品世界和货币世界，即“劳动产品分裂为有用物和价值物”3，由此，充当货币的商品主要发挥着货币职能，基本脱离了它作为商品时的使用价值。这标志着经济运行迈开了“脱实向虚”的步伐。几千年的人类历史发展中，不论货币载体如何变化，货币与商品的分离始终存在并发生于各国和地区经济活动中。货币的出现是商品交换的必然产物，它使得商品交换转变为商品流通，既便利了商品交易又推进了经济

---

[2] 雷蒙德·W·戈德史密斯认为：“金融相关比率，它的定义是全部金融资产价值与全部实物资产（即国民财富）价值之比，这是衡量金融上层结构相对规模的最广义指标”。引自雷蒙德·W·戈德史密斯《金融结构与金融发展》，中译本，第 44 页，上海三联出版社和上海人民出版社 1994 年版。

[3] 引自马克思《资本论》第一卷，第 90 页，人民出版社 2004 年版。

发展。这是“商品本性的规律通过商品占有者的天然本能表现出了”4的必然结果。

随着第一次产业革命的展开，资源的货币化成了一个令人瞩目的经济现象。内在机理是，土地等经济资源在非货币化的条件下是难以进入市场配置之中的，由此，价格功能、市场机制难以对各类经济资源的配置发挥作用，也就很难形成完整的市场经济体制。土地等经济资源的货币化的一个重要结果是，早先英国古典经济学中将资本、土地和劳动（相应地认为，利润、地租和工资是一切收入和商品价值的根本来源5）列为经济资源三要素，但在第二次产业革命（如 1870 年）以后的经济增长理论中经济资源的变量就仅剩资本和劳动了，即“土地”不见了。所以发生这种变化，基本成因不在于“土地”退出了经济资源的范畴，而在于随着市场经济的扩展，“土地”在货币化后加入了“资本”的范畴，因此，如果说早些时候“资本”代表着它所能购买到的设备、原料、厂房等生产资料的话，那么，在土地货币化后，“资本”也代表了它所能购买的土地。由资本和劳动构成的经济增长理论延续到了哈罗德-多马之后，1956 年索洛将技术进步引入了经济增长模型，为随后的新经济增长理论发展奠立了新的基础。

在经济资源货币化的过程中，权益（或收益）的资本化进程也在展开。从某种程度上可以说，权益资本化和资源货币化是同一进程的两个方面。权益资本化最突出地表现为土地权益的资本化和股权的资本化。在经济活动中，如果说各种产品都可以用“成本+利润”的方式大致计算出它们市场销价的话，那么，最不容易弄清销价的就是土地和股权了（这也是迄今为止人们依然对它们感到扑朔迷离而争论不休的主要原因）；但弄不清土地和股权的销价就难以使它们进入市场机制配置经济资源的范畴，市场机制的发挥一旦缺乏资本和土地等对象，也就基本进入了无用武之地。解决这些矛盾的方法与矛盾的产生大致同时出现。权益资本化的出现使得土地和股权有了符合市场机制的解决方案，它的基本要点是，将土地收益（如地租）或股权收益（如股息）与存款利率相对比来确定土地价格或股权（或股票）价格6。如果说在资源货币化中还能看到土地、资本等实物的话，那么，在权益资本化中直接对象是“收益”，它离实物又远了一步，由此，脱实向虚又迈进了一步。

20 世纪 70 年代以后，在美国金融创新展开过程中，一些金融公司为了解决资产流动性困难，推出了资产证券化，即以信贷资产的现金流为基础、通过 SPV（特殊机制）将信贷资产纳入资产池并以此为条件公开发行对应金额的债券，此后，将发债获得的资金投入经营

---

[4]引自马克思《资本论》第一卷，第·105 页，人民出版社 2004 年版。

[5] 例如，亚当·斯密说：“工资、利润和地租，是一切收入和一切可交换价值的三个根本源泉。”（引自亚当·斯密《国民财富的性质和原因的研究》，中译本，第 47 页，商务印书馆 1972 年版）

[6] 参见马克思《资本论》第三卷中相关论述。

运作以保障公司经营的可持续性。20 世纪 80-90 年代，这一解决资产流动性的方法在美国的其他领域（包括金融领域和实体企业等）和欧洲许多国家普遍展开。如果说在权益资本化中“收益”来源于实体经济的经营运作，所以，它与实体经济尚能链接的话，那么，在资产证券化中，作为直接对象的信贷资产属于金融资产，就已远离实体经济了；在信贷资产的基础上，再实施证券化，就更远离实体经济（也就更虚）了。但这种“虚”缓解了金融公司的资产流动性，增强了它们服务于实体经济的能力，因此，形成了一种为“实”服务的“虚”，有其内在的合理性。

200 多年来，在实体经济快速发展且规模不断扩展的条件下，金融部门也在快速发展。在金融产品创新和金融交易创新的推进下，金融资产的增长速度快于国民财富的增长速度，由此，在货币化、资本化和证券化的基础上，随着互换、远期、期货和期权等金融衍生产品的问世和交易规模扩展，经济金融化现象日益引人注目。从发展阶段角度看，实际上，货币化、资本化和证券化均是推进经济金融化的过程，与此相比，经济金融化则不是一个可直接划分的金融“脱实向虚”的阶段。在 2008 年之前，金融相关率指标较多地用于判断和衡量一国或地区的金融发展程度，似乎该指标的数值越高，表明金融发展程度越高。但美国金融危机以后，由金融泡沫引致的金融相关率上升引起了各方的关注，由此，金融相关率的高低是否一定表示金融发展水平的高低就成为一个有待进一步厘清的问题。尽管如此，至少对发展中国家而言，经济金融化仍然是一个经济金融发展的客观趋势。

在经济金融化的同时，金融领域中的“脱实向虚”也在多个角度展开，从而，既丰富了“脱实向虚”的内涵，又强化了“脱实向虚”的效应，给人们造成了一种金融可以脱离实体经济成为一个独立运行过程的假象。这些“脱实向虚”主要包括：货币载体的脱实向虚、金融交易对象的脱实向虚、金融服务网点的脱实向虚和资金的脱实向虚等。

2.货币载体的脱实向虚

货币载体的脱实向虚大致经历了实物货币→纸币→电子货币等阶段。

货币从商品世界分离出来后，最初以商品实物为载体。在几千年的历史中，贝壳、布帛、青铜、金银等先后担任过货币的实物载体。随着纸张的问世和纸张质量的改善，货币的载体由贵金属转移到了纸张上，形成了纸币。纸币的出现，不仅揭示了货币内在的信用机理，而且提高了货币的便捷性和使用效率，强力推进了商品交易（从而市场经济）的发展。货币的纸币化，从货币载体看，是一个“脱实向虚”的突出表现，即原先沉甸甸且具有价值含量的贵金属转变为一张轻飘飘且名不符实的纸币（纸币的标值与纸币的纸张价值相去甚远），但从推进商品交易角度看，它又是一个为实而虚的必然产物。现代纸币最初以银行券的形式面

世。如果没有纸币的出现，仅靠以金银实物为载体的货币，在数量、便捷、安全、交割、保管等方面，要支持银行业及其他金融业的发展是很困难的，要支持第一次产业革命、第二次产业革命的高歌猛进也几乎是不可能的。

20 世纪 60 年代以后，随着电子信息技术的发展，在计算机、电子信息传输技术、互联网等快速发展的条件下，以银行卡为载体的电子货币大规模地替代了纸币，成为主要的货币形式。原先在纸币上，人们对货币的存在尚有手感（纸币可触摸）、视觉（可直观地看到货币数字）等实感，但在电子货币上，这些实感都难以直接达到了（货币持有人必须用银行卡到专门的终端设备上查询，方才能够通过电子符号知晓其所持有的货币数额）。但这种纸币到电子货币的“脱实向虚”，既方便了货币持有者的各项交易活动、增强了货币保管的安全性、防范了假币伪币的发生几率，又提高了货币的卫生条件、强化了货币跨区支付能力、有效地保存了货币流程中的各种信息，因此，是一种以“虚”落“实”的过程。

货币作为市场经济条件下的一种经济机能，必然随着现代科技和信息技术的进一步发展而发展。一个突出的实例是，近年来，随着手机与互联网的链接技术的突破，通过手机终端展开电子货币支付交易的比重快速上升，与此对应，运用银行卡实现货币支付的比重随之下降。在科技和信息技术进一步发展条件下，未来也许还会出现替代电子技术的新技术，由此，货币的载体也可能从电子转向新载体[7]，这必然将更加促进货币载体的“虚”化。

3，金融交易对象的脱实向虚

金融交易对象的脱实向虚大致经历了现货交易→指数交易→指数期货交易→指数期权交易等阶段；同时，也存在着由虚向虚的延伸。

以股票交易为例，最初的股票交易是一种现货交易（如中国的沪深股市），随后，在股指发布的基础上，有了股指交易。如果说股票现货交易与每家上市公司的经营运作业绩还有着直接联系的话，那么，股指交易的活跃程度和股指交易走势就与一家家具体的上市公司经营运作业绩相距甚远了，由此，向“虚”迈出了重要一步。在股指交易的基础上，又衍生出了股指期货和股指期权交易，交易对象更加远离现货，股指期货和股指期权的交易行情与一只只挂牌股票的交易行情已无多少直接联系，主要由介入股指期货和股指期权的多空双方预期及实力决定，由此，更“虚”了。支持金融期货和金融期权交易的人强调说，这些交易方式有利于发现价格（并运用一些模型予以证明）、化解风险和促进资源配置。持反对意见的人认为，迄今也没有人证明过金融期货和金融期权究竟发现了什么价格（例如，是股票交易

[7] 关于数字货币是否属于货币载体的变化，需要另加研讨。

的现货价格还是股指期货价格，股指期货价格是如何决定或引导一只只挂牌股票价格变化的，如此等等）？也没有人论证过，究竟股市风险是如何化解的（股票期货和股票期权是化解了某些投资者的市场操作风险还是股市整体风险或是其他具体风险）？但有一点是清楚的：股票现货交易延伸到股票期货和股票期权交易过程中，交易成本明显增加了，可是上市公司并不因此而增加经营业绩、它所能够提供给股东分配的利润也不因此而增加。从这个角度看，股票期货和股指期权虽然活跃了股票市场的交投，但并没有支持实体企业（上市公司）的经营业绩，这种“虚”对“实”的意义有待进一步探究。

金融交易对象中还有一种“由虚向虚”的延伸现象。例如，近年来国际金融市场中出现的比特币交易→ICO 交易→比特币期货交易等。其中，比特币本来就是一种虚拟的金融交易对象（它本非交易媒介，也就不是货币），与实体经济没有任何实质性联系；在比特币基础上，再衍生出的 ICO 和比特币期货交易，使得比特币的“虚”进一步虚化，更令人琢磨不清了。

金融根植于实体经济，实体经济创造的价值是金融得以运行发展的养分，也是各种金融交易成本和收益的来源。金融交易对象的脱实向虚，在加大交易成本的同时并没有增强实体经济部门的价值创造能力，也难以增加实体经济部门向金融部门让渡的价值数量，由此，这种“向虚”的经济意义何在？值得深入反思。

4.金融业态的脱实向虚

金融业态的脱实向虚主要表现为金融机构营业网点从物理网点→互联网→手机的变化。早些年，人们的金融交易几乎全部在金融机构的物理网点中实体店展开，随着电脑和电子技术的发展，越来越多的金融交易借助互联网渠道展开，由此，离柜率（即电子替代率）快速上升；近年来，随着手机功能的增强（尤其是手机上网功能的强化），越来越多的金融交易借助手机展开，离柜率进一步上升（在中国，银行业的平均离柜率从 2010 年的 45%上升到 2017 年 85%以上，有的商业银行已突破 90%），由此，展示出金融业态脱离实体店向线上发展的趋势。

这种金融业态的脱实向虚，借助于现代信息技术的发展，给客户带来了快捷省时的效应，减少了相关金融机构的经营成本，是金融业发展的必然趋势。随着信息技术的进一步提升，金融业态的向虚还将以新的形式深化拓展。

5.资金的脱实向虚

资金的脱实向虚，是指在经济金融运行中大量资金滞留于金融层面运作，未能落到实体经济，由此引致金融面的“资产荒”和实体面的“资金荒”的矛盾现象。在经济运行中，金

融并不创造价值，金融运行中的各种费用、金融机构和金融产品投资者的收益均来自于实体经济部门创造的价值转移，因此，大量资金滞留于金融部门是缺乏实质意义的。不仅如此，大量资金滞留于金融部门，既弱化了实体经济创造财富和对应价值的能力，也增加了金融运行的成本，给经济和金融都带来了新的风险。毋庸赘言，在经济金融运行中，资金脱实向虚是一种异常现象。

在中国货币供应量中，M1 的含义是 M0（流通中的货币）+企业等机构的活期存款。在经济金融运行中，M1 的数额变化主要由实体企业的销售额、新增贷款数额、实体企业发行证券（债券和股票等）、非银行金融机构（和准金融机构）的活期存款等的变化所引致。M1 的主要构成部分是“活期存款”，它的主要用途在于满足交易中的款项支付。从表 1 中可见，进入 21 世纪以来的 18 年间，M1 的增长速度明显高于同期的各项宏观经济指标（如 GDP 增长率、物价增长率、工业企业产出增长率、社会消费品增长率和居民收入增长率等）。与 1999 年相比，2017 年 M1 增长了近 11 倍。如果说 2008 年之前 M1 的快速增长还与经济高速增长有着较为密切的内在关联的话，那么，2008 年以后随着 4 万亿元投资刺激计划的实施，尤其是 2015 年以后，在经济增长从高速转向中高速区间的背景下，M1 再次恢复到两位数以上增长就已偏离了与经济增长相协调的区间。从年度增量的具体数额看，2008 年之前，每年新增 M1 的数额大致在 2 万亿元之内，这可用 GDP 增长率和经济总量的规模扩大予以解释，其中 2007 年新增 M12.6 万亿元与当年的 GDP 增长率高达 14.2%直接相

表 1　中国 M1 变化一览表（1999-2017）

单位：亿元，%

年份	M0	M1	M1 增量	M1 增长率
1999	13455.50	45837.30		
2000	14652.65	53147.15	7309.85	15.95
2001	15688.80	59871.59	6724.44	12.65
2002	17278.43	70882.19	11010.60	18.39
2003	19746.23	84118.81	13236.62	18.67
2004	21468.49	95971.01	11852.20	14.09
2005	24032.82	107279.91	11308.90	11.78
2006	27072.62	126028.05	18748.14	17.48
2007	30334.32	152519.17	26491.12	21.02
2008	34218.96	166217.13	13697.96	8.98
2009	38246.97	221445.81	55228.68	33.23
2010	44628.17	266621.50	45175.69	20.40
2011	50748.46	289847.70	23226.20	8.71
2012	54659.77	308664.23	18816.53	6.49
2013	58574.44	337291.05	28626.82	9.27
2014	60295.53	348056.41	10765.36	3.19
2015	63216.58	400953.44	52897.03	15.20
2016	68303.87	486557.24	85603.80	21.35
2017	70645.60	543790.15	57232.91	11.76

资料来源：中国人民银行网站。

关。与此相比，2015-2017 的 3 年间， M1 的每年新增数额均在 5 万亿元以上（其中 2016 年达到 8.56 万亿元）就已难以再用实体经济面的交易规模扩展进行解释了。从资金来源看，实体企业产品销售款的回流数额引致的 M1 增加额远低于每年新增 5 万亿元以上的规模；从资金使用看，实体企业产品销售额增量所需的资金增量也远低于每年 5 万亿元以上的 M1 增加额。如果以正常条件下每年由实体企业产品销售额增加所需的资金量为 2 万亿元左右为计量，则 2015-2017 年间 M1 增加额中有 14 万亿元以上的资金主要来源于非实体经济交易。从机理上分析，这些更有可能来自于非银行金融机构、准金融机构和非金融机构等预期用于金融交易的安排，基本上属于脱实向虚的范畴。由此不难看出，2015 年以后的 3 年间，资金脱实向虚（从而“资产荒”）有着加重的趋势。

综上所述，经济运行和经济发展中的金融脱实向虚有着多种表现，是一个复杂的过程。其中，有些脱实向虚是市场机制作用、科技发展的必然结果，既符合金融发展的内在要求也符合实体经济发展的内在要求。与此不同，资金的脱实向虚，违背了金融机理也违背了实体经济的发展要求。因此，对中国经济运行和可持续发展来说，需要予以调整和防范的不是泛泛而谈的“金融脱实向虚”，而应是具体明确的“资金脱实向虚”。

二、资金脱实向虚的成因和效应

金融面上的资金有着明显的逐利取向。从理论上说，当实体企业的资产边际效益率高于市场利率时，不论是实体企业还是其他的投资者都将增加投资，由此，资金会自然地流向实体企业，反之，则可能引致投资减少（或资金滞留于金融面）。在这一范畴内，资产边际收益率下降和市场利率的任一方变动都将引致投资取向和投资数量的变化。在市场利率不变时，资产边际收益率降低将削弱资金流向实体企业的动能；在资产边际收益率不变时，市场利率降低将激励资金流向实体企业的动能。另一方面，金融运作是一个持续性的过程，从防范风险出发，投资者客观上要求资金运作有着较高的稳定性（即减少波动风险，尤其是减少大幅波动风险），由此，如果实体企业的

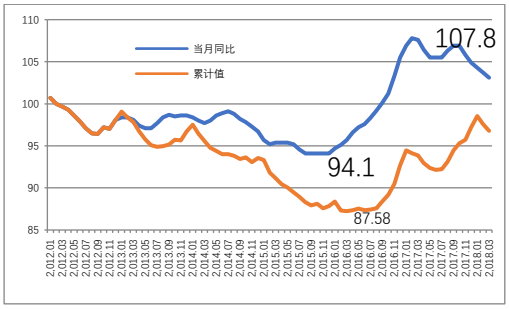

图 1　PPI 增长率走势图（单位：%）

资料来源：国家统计局。

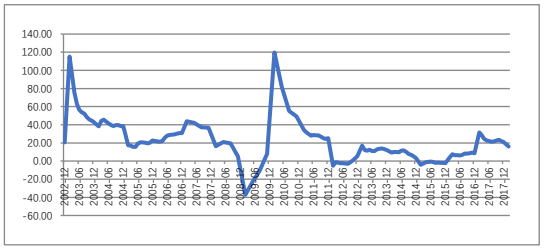

图 2 工业企业利润增长率走势图（单位：%）

资料来源：Wind 资讯。

资产边际收益率处于大起大伏波动态势（即便在某个时间段资产边际收益率大于市场利率）时，投资也可能因难以预期未来收益的稳定（或可靠）程度而减少。

销售价格（出厂价）的波动是影响实体企业资产利润率的一个主要因素。在经营成本不变的条件下，销售价格增长率越高则实体企业的资产利润率越高；在经营成本上升的条件下，如果销售价格增长率高于经营成本的上升幅度，则实体企业的资产利润率依然有着上升的趋势。从图 1 中可见，2012 年 2 月-2016 年 8 月工业企业的出厂价格(PPI）增长率持续了 54 个月的负增长（月度同比最低点为 2015 年 9-12 月的-5.9%）。虽然就月度同比而言，PPI 均未超过-6%

的负增长，但累计的负增长率却呈现持续下跌走势，其中，2016 年 2 月至 8 月的累计下跌值均在 89%以下，最低点为 2016 年 8 月的 87.58%。这意味着，如果将不同产业部门和不同地区之间的差异舍像，那么，在 2012 年 2 月份之前出厂价格中包含有 12%左右毛利润的工业企业，到 2016 年 8 月就已经全部处于无利润或亏损境地了。2016 年 9 月以后，PPI 增长率由负转正。到 2018 年 3 月，PPI 增长率虽然延续了 18 个月的正增长，但依然未能完全消解 54 个月负增长引致的累计值为负的状况，与 2012 年 1 月相比，PPI 增长的累计值仅为 96.78%，即工业品出厂价格水平还未回到 2012 年 1 月份之前。

PPI 增长率下行严重拖累了工业企业的资产利润率和利润增长率的提高。从图 2 中可见，与 PPI 负增长相对应，工业企业利润总额从 2012 年 2 月起步入了连续 8 个月的负增长区间。在此背景下，国务院等部门持续出台了一系列减税减费等政策，支持了工业企业利润总额在 2013 年的正增长。但情形并不乐观。2014-2015 年，国务院出台的进一步减税减费和减息的政策给工业企业减负达到 1 万多亿元，按理说工业企业利润增长率应呈现正增长态势，但因 PPI 负增长的程度加大抵消了减负效应，结果是工业企业利润总额不增反减（从 2013 年的 68378.91 亿元分别减少到 2014 年的 68154.89 亿元和 2015 年的 66187.07 亿元[8]），利润增长率也呈负增长。2016 年以后，随着 PPI 增长率走势向上，工业企业的利润增长率才逐步回升。但工业企业利润增长率的上行趋

表 2　　工业企业亏损家数和亏损额

时间	亏损家数（家）	亏损额（亿元）
2011.12	30624	3387.29
2012.12	40081	5922.08
2013.12	41842	5418.07
2014.12	42970	6917.80
2015.12	49264	9115.50
2016.12	45008	8173.60
2017.12	45454	6843.80
2018.02	81248	2011.20

资料来源：Wind 资讯。

[8] 数据来源：国家统计局编《中国统计年鉴（2017）》，第 419 页，中国统计出版社 2017 年版。

势并不稳定，2017 年 2 月达到 31.5%，到 2018 年 2 月仅为 16.1%；同时，工业企业利润增长率回升主要得益于石油、煤炭和冶金等的价格回升，它在很大程度上由国际石油价格上行所拉动，并非制造业的劳动生产率提高、市场条件改善和技术进步所推动。工业企业利润增长率的起伏不定，意味着投资风险难以预期，由此，加重了资金进入实体企业的逡巡不前。在工业企业利润增长率的上下波动中，必然有一部分工业企业的利润由正转负，从而，经营运作步入亏损行列。从表 2 看，2012-2015 的 4 年间，不论是工业企业亏损家数还是亏损额均呈上行态势，2016 年工业企业亏损家数虽然有所下降，但 2017 年又增加了，2018 年 2 月则达到了 2010 年以来的历史高点（即 81248 家）。这些变化的反复，使得投资者更加难以看清未来趋势，也就影响了了资金投入实体企业的动能。鉴于实体企业利润恢复态势依然未达到预期，2018 年 4 月 4 日，国务院常务会决定再次出台了给实体企业减负的五项措施，全年将减负 3000 亿元9。

利润是实体企业抵御市场风险的第一道经济机制，即不论是售价下行还是经营成本提高，首当其冲的是利润减少。工业企业的利润增长率持续波动或负增长，直接意味着它们经营运作的风险增大和抵御市场风险的能力降低，由此，既强化了投资者的投资顾虑，也抑制了资金进入实体企业的步伐。

PPI 增长率下行以及由此引致的实体企业利润增长率下降，有着诸多负面效应，主要表现在：

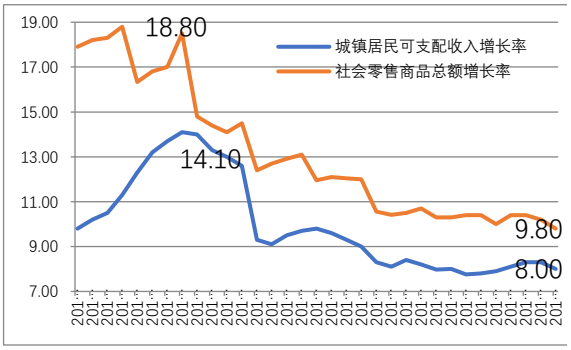

图 3 城镇居民可支配收入增长率与社会零售商品总额增长率走势图（单位：%）

资料来源：Wind 资讯。

从消费品看，随着实体企业利润的减少和利润增长率的下行，职工收入提高的步速难免受到限制。图 3 显示，2010 年 3 月至 2018 年 3 月的 8 年间，城镇居民可支配收入增长率从 14.1%降低到了 8%，减少了 6.1 个百分点。职工收入增长率的下降必然影响到他们的消费支出，由此，社会零售商品总额的增长率不免降低。图 3 显示，同期社会零售商品总额增长率从 18.8%降低到 9.8%，减少了 9 个百分点（大致上每年下降 1 个多百分点）。消费品销售增长率的下降，降低了相关实体企业对生产资料（如设备、原辅材料等）投入的增长性需求，从而，压缩了资金投入的扩展空间，强化了 PPI 增长率上行的难度。

[9] 参见李彪《再派 3000 亿减负红包 国务院进一步减少涉企收费》，载《每日经济新闻》2018 年 4 月 5 日。

从资本品看，在中国 GDP 的支出法中投资占比达到 45%左右，即有 45%左右的工业品是为了满足固定资产投资而生产的。投资回报率（或投资的本金回收期限）是进行固定资产投资可行性分析的一个基本指标。实体企业的利润负增长和利润增长率起伏不定意味着要准确预测和计量投资回报率更加困难，由此，要做出具有说服力的可行性报告供投资决策选择的难度明显提高。从图 4 看，2010 年以后，固定资产投资完成额的增长率就从 33.6%（2009 年 6 月）一路走低，到 2018 年 3 月仅为 7.5%；民间固定资产投资完成额增长率从 2011 年 6 月的 28.54%下降到 2018 年 3 月 2.25%（最低为 2017 年 9 月的-2.68%）。这不仅意味着众多生产资本品的实体企业面对着销售市场扩展的乏力，从而，产出品的销售愈加困难，而且意味着经济金融运行中有着越来越多的资金停留于金融层面寻找适合投资意愿机会，从而出现了愈加严重的“资产荒”。在这个过程中，形成了“投资不足→生产投资品的企业库存增加→投资品的价格下行→利润增长率进一步下降→投资更加不足→更多资金滞留于金融层面”的不良循环。与此同时，在投资方向不明的背景下，众多股权投资机构只能选择“持币观望”，将资金驻足于金融层面，既加重了“资产荒”，也加重了金融市场运作的不稳定程度

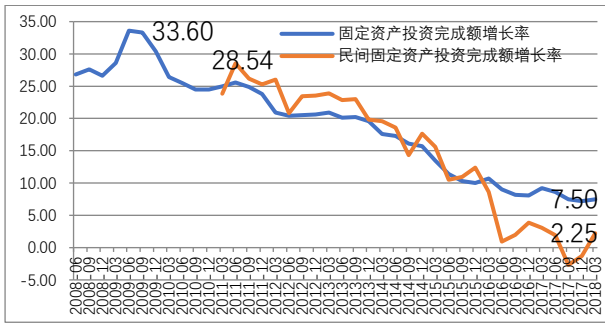

图 4　固定资产投资增长率和民间固定资产投资增长率

（单位：%）

资料来源：Wind 资讯。

从金融面看，PPI 增长率持续下行的一个主要成因是实体企业的产成品库存增大。在库存增加的条件下，降价成为众多实体企业的市场竞争选择，由此，引致出厂价格（PPI）下行，但这同时也就意味着实体企业的销售难度加大，营业收入回款不畅，到期贷款本息的偿付能力降低。由此产生了三方面效应：一是商业银行等金融机构收回到期贷款本息的几率降低，影响到了金融层面的资金流动。2013 年“620”事件后，包括工、农、中、建、交在内的商业银行都选择了有效防范流动性不畅引致的风险对策，即将一部分资金滞留于金融层面运作。这不仅加重了实体企业“资金荒”的程度，也加重了金融层面“资产荒”的程度。二是一些金融机构担心一旦资金投放到实体企业难以如期收回将影响它们的后期运作，因此，选择了“轻资产”发展战略或操作策略，进一步强化了资金在金融层面的循环。三是实体企业从商业银行等金融机构获得贷款或其他资金的难度加大，在“现金为王”的引导下，一些实体企业倾向于“囤积”资金以备后用，由此，进一步加重了资金滞留于金融层面的程度。

大量资金滞留于金融层面循环，从各个角度寻求投资运作机会，不仅加大了金融风险，使得金融运作稳定程度降低，而且使得突发性金融事件的触发几率大大增加。

由上不难看出，要改变资金脱实向虚的倾向，关键在于提高实体企业的资产利润率，引导资金流向脱虚向实。在经营成本不变的条件下（降低经营成本不是一件容易之事，持续降低经营成本更非易事），要提高实体企业的资产利润率，就应争取 PPI 增长率为正的持续走势并将其维持在一个合理水平范围内，由此，必须深化供给侧结构性改革。

三、“补短板”的内涵与深化“结构性改革”

十九大报告指出：深化供给侧结构性改革，要“坚持去产能、去库存、去杠杆、降成本、补短板，优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡”。在这些内容中，“去产能、去库存、去杠杆”均为减法，只有“补短板”是加法，是推进“优化存量资源配置，扩大优质增量供给，实现供需动态平衡”的关键所在，由此，需要弄清“短板”的具体内容和主要成因。

“短板理论”（又称“短边规则”）最初由美国管理学家彼得提出。他认为，由多块木板箍成的木桶所能盛水数量的多少最终取决于最短的那块木板的长度。将这一机理运用到经济结构的资源配置中，则意味着不论存量资源配置还是增量资源配置都受制于“短板”，由此，有效缓解或克服短板引致的资源配置瓶颈成为优化资源配置的重心。从经济运行和经济发展来看，资金（或金融）起着引导（或导向）资源配置的功能，但它本身并不决定实体经济部门的资源配置。从这个意义上说，要改变资金脱实向虚的倾向，实现其脱虚向实，不能停留于金融面上（换句话说，金融面上出现的资金脱实向虚，只是实体面上资金难以落到实处的镜像反映），而应具体地深入到实体经济面，即供给侧中的“结构性改革”。

从第一次产业革命以来的 250 多年历史看，尤其是从中国经济体制改革 40 年来的历程看，经济结构中的“补短板”主要由三方面机制引致：

第一，科技进步（尤其是科技革命引致的产业革命）。不论是马克思的经济周期理论还是西方经济周期理论中的中波（又称“朱格拉周期”）理论和长波（又称“康德拉季耶夫周期”）理论都建立在科技进步引致的固定资产更新、新产品生产、新市场拓展等的基础上。在实体企业中科技进步克服“短板”的效能，一方面具体地表现在产品（和服务，下同）上，即运用新设备提高了已有商品的生产效率（如推进了劳动生产率的提高等），或者运用新技术提高了已有产品的性能，或者运用新技术开发并生产了新产品（与此对应，不仅填补了产

品供给的市场空白，而且开发了新市场）；另一方面，具体地表现在经营管理上，即优化了生产流程和生产组织管理结构（对应的是减少了管理成本），或者推进了规模经济（对应的是提高了资源利用效率），或者推进了新的营销组织、营销方式和营销策略的形成。这些效能的直接结果是，在增强相关实体企业市场竞争力、调整市场供求结构的同时，降低了经营运作的成本，提高了资产利润率水平。

改革开放 40 年来，中国经济已大致走过了引进海外先进技术来缩小与发达国家科技（从而，产品、市场等）差距的阶段，由此，后发优势的潜力在已充分发挥基础上要进一步发掘难度越来越大。历史经验的启示是，为了保持国际竞争中的优势地位，发达国家不可能将最先进的科技（和相关产品）转让给发展中国家。现代信息技术中的摩尔定律，既揭示了信息技术进步的惊人速度，也揭示了“赢者通吃”的国际科技竞争后果。科技进步中国际竞争和国际禁运机制决定了，作为发展中大国的中国，以科技发展来“补短板”只能建立在“自力更生为主”的基础上。为此，积极推进科技进步是中国经济发展的一项基本国策。2013 年以来，国务院出台了一系列鼓励科技进步的政策，促成了“大众创业、万众创新”举措的落地，稳步推进着《中国制造 2025》行动纲领落实，由此，有利于充分发挥科技进步在“补短板”中的积极作用。

第二，产业关联机制的调整。在经济运行中，最终产品进入消费之前在客观上需要经过诸多产业部门之间连续且复杂的生产过程和销售过程，其中，相当多的时间、费用和损耗发生在产业部门的物流环节。例如，消费品从厂家到消费者的传递流程是厂家→一级批发商→二级批发商→零售商→消费者。在这些环节中，各级批发商和零售商均为法人机构，不仅有着各种经营运作成本（如场地、人工、仓储等），而且有着明确的利润要求和缴税要求，同时，存在物流过程中由多次搬运、时间较长、保管不当、货物差错等因素引致的损耗和成本。在通常情况下这一切费用最终都将纳入到消费品价格中，由消费者承担。利用现代信息技术，通过互联网（以及在此基础上发展的物联网）机制，不仅可以有效提高组织效率，减少中间环节的各种成本，而且可以提高资源配置效率，在降低消费品价格（从而增加消费者消费剩余）的同时，增强相关产业部门之间的关联程度。另一方面，从振兴乡村发展战略角度看，通过互联网机制（包括利用手机联网机制），可以将彼此分散的农户连为一体，既拓展乡村产品的销售市场，又发掘少人问津的山货，还可根据市场需求组织生产短缺的农产品，提高城乡产业关联度。鉴此，加快发展“互联网+”是积极有效的，也是一项长期政策。

第三，深化体制机制改革。在中国，迄今依然存在着一些本应成为“产业”的行业，它们的各种经济活动因体制机制的制约难以充分市场化（也难以发挥市场机制在这些领域资源

配置中的决定性作用）或运用市场机制展开运作。其中，有三个问题需要厘清：

其一，产业与行业的区别。在中国，“行业”一词早已有之。在计划经济时代，它主要指国民经济运行中由同种性质的生产经营（或其他经济活动）单位所构成的组织结构体系，如工业、农业、商业等等。与此不同，“产业”是一个市场经济的概念。在市场经济中，“市场”历来就是产业市场，“产业”则是与市场对应的名称。例如，消费品市场与消费品产业、钢铁市场与钢铁产业、科技市场与科技产业等都是同一客观现象的两种等价概念，因此，既没有离开市场的产业，也没有离开产业的市场。从市场机制看，“产业”有着三方面特点：一是价格在竞争中形成。不论是卖方还是买方都不是价格的制定者，都只是价格的接受者。二是资本竞争。社会资本可以自由地流入该产业也可以自由地流出该产业。资本流入意味着该产业的供给能力提高，供求缺口缩小；资本流出意味着该产业供过于求的状况缓解，市场价格向均衡价格靠近。另一方面，资本在产业间流动带动了经济资源在产业间配置格局的变化，由此，既促进了科技进步和经济资源利用效率的提高，又优化着产业结构。三是优胜劣汰。优势产业和优势企业在资本流入的支持下得到快速发展,劣势产业和劣势企业则因资本流出而走向破产倒闭，退出市场。与此不同，中国的“行业”受到行政机制的保护，价格通常由政府部门（或卖方）决定，买方大多处于无力竞争境地；资本流动受到明显限制，基本不存在资本竞争；劣势行业和劣势企业在行政保护（和财政支持）下继续生存和拓展。经过 40 年的改革开放，中国大多数行业已成功实现了向产业的转换，但依然有一些应转为“产业”的部门继续保持着较强的“行业”特征。

其二，交易与市场。交易是市场的一个基本特征，有“交易”即有“市”10，但有“市”并非有“场”。“场”为机制、规律和内在要求。30 年计划经济时期，中国存在着诸如蔬菜市场、副食品市场、粮油市场和百货公司等，绝大多数消费品都通过买卖交易而实现（虽然一部分消费品需要凭票购买），然而，这些交易现象的存在，只是有“市”，它并不意味着中国已经有了市场经济。1992 年 10 月党的十四大报告提出，经济改革的目标是建立社会主义市场经济新体制；2013 年 10 月党的十八届三中决定中明确指出，经济体制改革的核心问题是处理好政府与市场的关系，要发挥市场机制在配置资源中的决定性作用，同时，更好地发挥政府的作用。改革开放 40 年来，中国的市场经济有了长足发展，但依然不成熟不充分。在一些本应成为“产业”的领域中，尽管“交易”以普遍存在，可是计划经济思维和行政机制依然发挥着主导作用，市场机制的发挥还受到种种限制，因此，有着继续深化体制机制改

[10] 在中文中，“市”的基本字义包括：交易，商品买卖，集中买卖货物的固定场所等。

革、发挥市场机制配置资源决定性作用的内在要求。

其三，公共品与私人品。在现代经济学认为，在市场中交易的产品应属于私人品，而公共品具有非竞争性、非排他性和不可分割性等特点，是不适合进入市场交易的。在现实经济活动中，多数产品的公共性质和私人性质易于区分，但也有一些产品的公共性质和私人性质并不易区分。这些不易区分的产品应属公共品还是私人品在很大程度上取决于制度的规定和体制机制的安排。例如，北京五环路在建成时是按照收费道路设计的，由此，最初的定位为私人品。但 2004 年 1 月按照北京市人大的决议，取消了收费，成为一条具有公共品性质的道路。又如，中国的高速公路均为收费公路，所以，属于私人品性质。但根据国务院规定，从 2012 年 9 月 30 日（中秋节）开始，每年的春节、清明节、劳动节和国庆节等四个重大节日，全国收费公路上小型客车可以免费通行，由此，在这个范围内，高速公路具有了公共品性质。再如，在社会医疗保险中，从个人缴费部分和看病费用由个人支付的部分看，它属于私人品；但从单位缴费部分和看病费用的报销部分看，它又带有一定程度的公共品性质。公共品中的资源配置难以充分运用市场机制来实现，更多地取决于政府财力（和类似的机制），由此，常常成为经济社会发展中的短板。与此不同，在私人品发展中，可通过充分发挥市场机制的作用，吸引和调动各方面社会资源，在较短的时间内改变供求缺口，满足居民和企业的需求。

十九大报告指出：在新时代我国社会主要矛盾已转变为“人民日益增长的美好生活需要和不平衡不充分的发展之间的矛盾”。就市场机制而言，供不应求的不平衡不充分必然表现为对应产品价格的上涨。价格上涨，通过相关产业和企业的利润增长引导着资源向这些产业和企业集中，提高它们的供给能力，推进供求缺口的收敛，因此，供给的不充分（或“短板”）不应成为长期现象。从这个角度说，一些事关人民群众消费的产品所以长期处于供求不平衡（或“短板”）境地，主要成因在于体制机制制约了资源的有效配置。就行政机制（或非市场机制）而言，供不应求既表现为众多人对产品供给的等候、排队、拥挤乃至冲突又表现为政府管理部门的政策调整和政策多变。另一方面，在供给“短板”的条件下，对应产业和企业的利润总额应通过价格机制呈现持续上行走势（只要这种“短板”还存在，利润增长率就还有上行空间），但前述工业企业利润增长率下降以及由此引致的固定资产投资增长率下行等现象却与此相矛盾。究其成因，体制机制改革滞后首当其冲。因此，与科技进步、产业关联机制调整相比，对“补短板”而言，加大深化体制机制改革力度具有更为重要的意义。

四、消费结构的短板与发挥投资的关键性作用

对任一国家或地区来说，内需总是由消费需求和投资需求两方面构成。中国是一个发展中大国，扩大内需更是一项基本国策。自十八大以来，中央就再三强调要协调和处理好消费与投资的关系。十九大报告再次强调：在深化供给侧结构性改革过程中，要“完善促进消费的体制机制，增强消费对经济发展的基础性作用。深化投融资体制改革，发挥投资对优化供给结构的关键性作用”。就横向视野看，消费和投资似乎是缺乏内在关联且属于争夺有限资源的两种相互矛盾的经济活动（对此，一些人强调要避免经济发展被投资所“绑架”；要降低投资增长率，提高消费增长率等等）；但从纵向连接看，消费和投资实际上是社会再生产流程中两个基本环节，不仅有着相互依赖相得益彰的内在联系，而且有着相互促进相辅相成的协同发展机制。自第一次产业革命以来，从工业生产线上下来的各种消费品均是前期工业投资（包括科研投资、固定资产投资、市场开发投资等等）的必然结果。就此而言，没有前期的工业投资，没有工业生产，就没有对应的消费品供给，消费需求也就不可能得到满足。在市场经济条件下，不论各产业（包括农业、工业和服务业等）供给运作的链条有多长，最终以满足消费为“出路”，即表现为市场供求的缺口状态。在供大于求条件下，对应部分的产品和产能将成为过剩，由此，价格下跌、利润减少（乃至亏损），既标志着结构失衡，又迫使产业和企业进行投资运作的调整；在供不应求的条件下，对应产品价格上行、利润高企，既导向着投资取向，又激励着投资的增长。

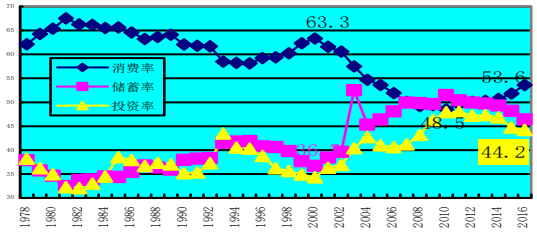

图 5 GDP 中的消费率、储蓄率和投资率占比

资料来源：国家统计局

图 5 描述了 1978-2016 年的 38 年间中国 GDP 中的消费率、储蓄率和投资率占比的变化情况，从中可以看到：消费率占比在 2000 年达到 63.3%的高点以后，进入 21 世纪以来处于持续走低态势，虽然 2012 年以后有所提高，但幅度依然有限（从 2011 年的 49.6%提高到 2016 年的 53.6%），与此对应，储蓄率占比和投资率占比分别从 2000 年的 36.7%和 34.3%上升到 2016 年的 46.4%和 44.2%。一个值得提出的问题是：难道在这十几年的时间内，就扩大消费、提高消费率，我们没有做任何努力吗？事实上，各级政府先后出台了改善农村居民消费条件、扩大他们的消费需求能力的政策（其中包括实施了村村通路工程、村村通电工程、村村通彩电工程和村村通电话工程等），多方面强化了社会保障机制（例如，实行了城镇居民的医保

制度和新的农村合作医疗制度、职工养老金保险制度和新型农村养老保险制度等），提高了低收入群体的最低工资标准和低保收入水平（例如，北京市的最低月工资标准，1999 年 9 月 1 日起为 400 元，2011 年 1 月 1 日已提高到 1160 元，2017 年 1 月 1 日起又调整为 2000 元），实行了刺激消费政策（例如，2009 年和 2010 年，为了抵御全球金融危机的冲击，扩大内需，实行了家电下乡、汽车以旧换新等措施，销售额高达数千亿元，其中财政补贴高达数百亿元），加大消费品的创新（2000 年之后，各种家电、手机、电脑、服装和其他家庭用品不断创新），以至于可以说，能够扩大消费的举措均已实施，但消费率占比下降的趋势依然没有发生根本性改变。问题出在哪里？值得深究。

城乡居民的消费结构大致可分为“吃穿用”和“住行学”两大类。21 世纪之前的几十年内，“吃穿用”消费品的供给长期处于短缺状态，因此，“发展经济、保障供给”主要指的就是解决好城乡居民的吃饭、穿衣和家庭用品问题。1995 年（尤其是 1998 年）以后，与“吃穿用”相关的消费品市场发生了根本性逆转，除了一些从田间地头直接供给的产品（如蔬菜、水果、水产等）外，经过工业加工的消费品已全面供过于求，消费品市场由卖方市场转为买方市场（与此对应，中国经济第一次发生了比较严重的产能过剩和产品过剩）。2000 年是中国实现第一个 20 年发展战略目标——实现温饱型小康的收官之年。所谓温饱型小康，最直接的表现就是吃穿不愁，因此，“吃穿用”消费品的买方市场形成支持了温饱型小康的实现。按理说，在此基础上，城乡居民的消费结构就应向更高的要求升级，由此，经济结构也该逐步调整转变。然而，受几十年所形成的思维惯性制约和运作路径依赖的影响，我们的众多政策取向和内容依然滞留于努力扩大“吃穿用”的范围内，由此，导致经济结构失衡和矛盾丛生，难以满足城乡居民消费结构升级的需求。

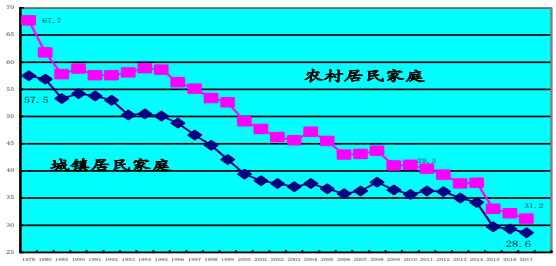

图 6 恩格尔系数走势图

资料来源：国家统计局，Wind 资讯

从图 6 看，2000-2017 的 17 年间，随着城乡居民收入水平的提高，在消费支出中“吃”所占的比重快速降低，由此，城镇居民家庭的恩格尔系数

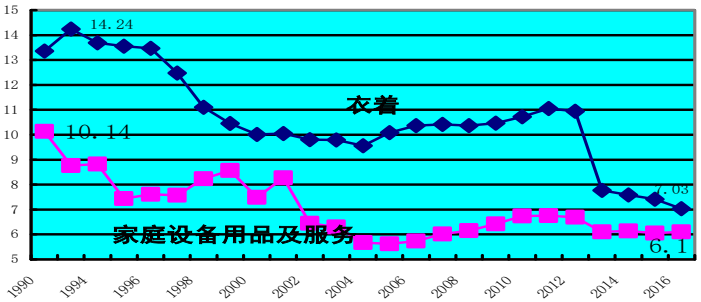

图 7 城镇居民消费性支出中“穿”和“用”占比

资料来源：国家统计局，Wind 资讯

从 39.4%降低到了 28.6%；农村居民家庭的恩格尔系数从从 49.1%降低到了 31.2%。从图 7 看，“穿”和“用”在城镇居民消费支出所占比重也呈下降趋势，其中，2000-2016 的 16 年间，“衣着”占比从 10.01%降低到 7.03%，“家庭设备用品及服务”从 7.49%降低到 6.10%。由此提出了两个问题：一是城乡居民的消费结构是否应当继续停留在“吃穿用”的低水平层次？二是城乡居民消费结构中占比持续降低的内容是否可能成为市场持续扩大从而经济发展的重心所在？答案是显而易见的。

在城乡居民消费结构中，既然“吃穿用”呈下降趋势，那么，必然会有其他消费内容呈上升趋势（否则，各种消费相加不等于 1）。从图 8 看，1990-2016 的 26 年间，在城乡居民消费支出结构中“医疗保健”、“交通通信”、“教育文化娱乐服务”和“居住”的占比均呈上升趋势，其中，“医疗保健”占比从 2.01%上升到 7.64%，“交通通信”占比从 1.20%上升到 13.66%，“教育文化娱乐服务”占比从 11.12%上升到 11.19%，“居住”占比从 6.98%上升到 21.90%。为了表述的方便简洁，我们将这些消费内容称为“住行学”。其中，“住”指的是居住条件改善以及由此带动的新消费，“行”指的是医疗、保健、道路、通信、旅游等，“学”指的是教育、文化、娱乐、体育等。就这些消费内容而言，在全国各地（大的城市如北京、上海，小的地区如乡村）在总体上均尚处于短缺境地。

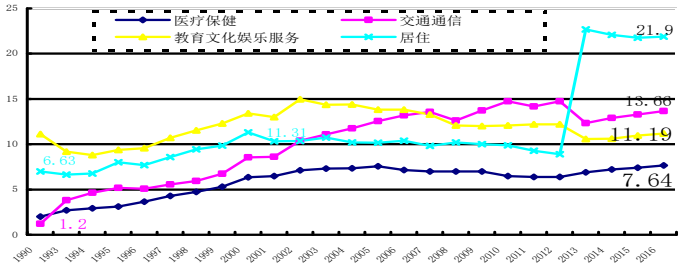

图 8 医疗教育等支出占城镇居民消费性支出中的比重

资料来源：国家统计局

党的十八大报告中指出：“要多谋民生之利，多解民生之忧，解决好人民最关心最直接最现实的利益问题，在学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居上持续取得新进展，努力让人民过上更好生活”11。 这段话中的学有所教、病有所医、老有所养和住有所居与“住行学”在消费内容上是一致的。这些消费内容之所以成为“民生之利”、“民生之忧”，最基本的成因是供给短缺。由此，十八大报告中的这段话，既给“结构性改革”指明了方向，又给供给侧结构性调整指明了消费结构升级内容。但 2012 年之后的 5 年间，这一不平衡不充分问题显然没有得到有效的解决，鉴此，十九大报告需要再次提出：“增进民生福祉是发展的根本目的。必须多谋民生之利、多解民生之忧，在发展中补齐民生短板、促进

[11] 这段话在十八届二中全会和十八届三中全会上以近乎全文的方式被复述，足以见其重要程度。

社会公平正义，在幼有所育、学有所教、劳有所得、病有所医、老有所养、住有所居、弱有所扶上不断取得新进展，深入开展脱贫攻坚，保证全体人民在共建共享发展中有更多获得感，不断促进人的全面发展、全体人民共同富裕”。[12]

在现实生活中可以看到，一方面各中心城市的三甲医院人满为患，道路堵车现象越来越严重，众多家长为子女高考忧心忡忡（有人甚至已将子女高考的起跑线划到了妊娠期的胎教），一些城市开发商推出几百套住房（期房）而购房者高达数千人之多；另一方面，众多在购买“吃穿用”消费品中精打细算、与商家讨价还价的消费者，但在子女教育、家人治病上却勇于“一掷千金”，城镇住房价格在调控中屡创新高。一个值得深思的问题是，这些现象已延续了相当长的时间，为何迄今供求缺口不仅难以缩小反而有着不断扩展之势？有待厘清的内在机理有三：

第一，“住行学”所需的消费对象和消费条件不可能从天而降，它们只能来自于前期的投资，由此，投资规模、投资增长等决定了“住行学”的供给能力和供给增长。但在强调“消费优先”的扩大内需中，出现了两种有失偏颇的认识：一是将消费与投资相对立，认为加大投资需求就必然缩减消费需求，由此，主张缩减投资以保障消费需求的扩大。二是将消费性投资与生产性投资相混淆，似乎投资的直接结果只能是增加生产能力，由此，在“去产能、去库存”的背景下，扩大投资简直就是与供给侧结构性改革背道而驰。对前一种认识而言，偏差首先在于对国民收入方程式理解的偏差。“消费+储蓄=消费+投资”或“储蓄=投资”说明，从产出看，决定投资数量的不是消费而是储蓄。在储蓄＞投资的条件下，如果不能通过外贸顺差来解决，那么，结果就将是储蓄过剩，与此对应的则是产能过剩和产品过剩。这些过剩的存在，必然抑制社会再生产的扩大程度，影响国民收入的再创造。为此，如果削减不了储蓄规模（包括降低储蓄率），就不可能真正降低投资率。从图 5 看，2016 年 GDP 中的投资率占比达到 44.2%，这意味着有近 45%的工业产品属于资本品范畴，它们在实物形态上基本难以用于消费，由此，即便削减了投资，也不见得能够扩大消费（至多能使消费率因投资减少而“被”提高）。对后一种认识而言，偏差在于对“投资”的认识过于狭窄。受长期计划经济的“先生产后生活”影响，不少人一说到“投资”就想到工业投资（或生产性投资），由此，认为投资就是扩大生产能力。但满足“住行学”增长所需的投资实际上是一种非生产性投资（更准确说，属于消费性投资）。这些投资的直接结果不会增加生产能力，但可以有效增加消费对象和消费条件。

[12] 引自习近平《决胜全面建成小康社会　夺取新时代中国特色社会主义伟大胜利--在中国共产党第十九次全国代表大会上的讲话》，第 23 页，人民出版社 2017 年 10 月版。

毛泽东在《论十大关系》中说，对新中国的工业发展来说，发展重工业是重中之重，但发展重工业有两条路选择：一是将有限的资金集中投入到重工业建设中，二是先发展轻工业和沿海工业，利用轻工业和沿海工业的资金周转快、利润高等优势，为发展重工业积累资金。选择前一条路属于假想发展重工业，选择后一条路才是真想发展重工业。在消费与投资的辩证关系中也存在着这种真想与假想的差别。

消费性投资增速下降的一个直接效应是，随时间延续和城乡居民收入增加，“住行学”需求的供给缺口持续扩大，愈益成为“民生之忧”的民生问题的同时，提供“住行学”建设投资的产业和企业的资产利润率呈下落走势，加重着消费性投资增速下降的趋势。

第二，公益性是否可以引入市场机制？在“住行学”中，医疗、教育、文化、体育等有着较为明显的公益性质，交通（如公交、地铁等）和道路带有公益性质或公共性质，住房也可能带有公益性质（如公租房），由此，对投资提出了具体要求。商业性投资以追求收益率为基本选择，而公益性投资常常缺乏利润，受此制约，要引入商业性投资几无可能。但可用于公益性投资的资金又时常处于匮乏境地，由此看来，“住行学”供给短缺状况难以破解。事实上，如果不是局限于总概念，而是从市场细分角度看，“住行学”中的许多具体操作是可以引入市场机制，吸引商业性投资，从而，破解投资资金数量窘迫的。例如，公租房可以在房租稳定的基础上展开资产证券化，由此，促进前期投资解套和转为再投资。又如，大学教育可以引入学分缴费制，既提高学生重视学习质量的经济激励，又为教育投资提供可能的现金流预算选择和现金流管理策略。再如，医保范畴内的医疗设备、住院病房建设等可通过现金流折现的净现值计算方式吸引相关投资的介入。文化、体育、道路、交通、养老等方面借用市场机制的方式，不论是国内还是国外都已有许多可借鉴的成熟运作方式。对此，关键之点在于对应制度和政策的选择。

第三，价格对投资的吸引力。商业性投资以追求利润为基本目标，价格高低对企业的经营运作收益高低有着直接影响。公益性项目受供给价格的制约，虽然有现金流但缺乏足以吸引商业性投资的利润，所以，可吸引的投资资金不充分。市场条件下的价格和利润（或投资收益）至少有两种计算思维（从而计算方法）：一是财务思维，即以当期的价格减去运作成本得出利润。在金融市场不成熟的条件下，投资项目的预期回报率通常在这种财务思维方式下计算。二是资产思维，即以资产在长期运作中的净现值（即对应资产所产生的未来现金流的折现值与项目投资成本之间的差值）计算得出长期投资的回报。这种方式注重于资产的长期增值，而不特别强调当期的产品价格高低和利润水平高低。“住行学”中许多带有公益性特点的项目，在实践中，可以选择资产思维方式来吸引社会投资，增加消费对象和消费条件

的供给。

从图 5-图 8 的内在机制看，2000 年实现了第一个 20 年发展战略目标（即温饱型小康）以后，中国经济就进入了消费结构升级带动经济结构调整的轨道，面对着与“吃穿用”相关的消费品（及其生产）从 1998 年以后就已进入供过于求的买方市场（从而，相关产业和企业的资产利润率的持续下行）格局，经济发展重心应转变到尚存严重供求缺口的“住行学”方面，加快加大与此相关的投资应是不二选择。但现实的情况是，受体制机制制约和各种认知惯性，与“住行学”相关的投资非但没有明显加速，而且屡屡遭受抑制。在这种背景下，GDP 中的总储蓄难以充分转化为总投资，在金融面上就必然表现为资金的脱实向虚。从这个意义上说，资金的脱实向虚是实体经济面供给侧结构性失衡的必然产物，由此，它的解决也有赖于深化供给侧结构性改革的进展程度。

五、缓解资金脱实向虚的可选之策

资金脱实向虚的现实，说明了中国经济运行中并不缺乏资金供给（即实体企业的资金紧缺不是由金融面上的资金供给不足引致的），也说明了这些资金并不缺乏实体企业的需求（即滞留于金融面上的资金不是无处可用），同时，形成资金脱实向虚的成因，既有来自于实体面的供给侧结构性失衡，也有来自于金融面的资金供给结构性失衡。因此，缓解资金脱实向虚（从而解决金融面“资产荒”和实体面“资金荒”的矛盾）是能够得到现实经济条件支持的，关键在于实体面结构性改革与金融面结构性改革的相互协调相互促进。鉴此，缓解资金脱实向虚的可选之策包括：

第一，深化“住行学”领域的投资体制机制改革。“住行学”中诸多内容和项目能否通过引入民间资本投资而改变供求缺口，在直接关系上，首先是由制度因素和体制机制因素决定的。如果将医疗、保健、教育、文化、体育、养老等在体制机制上简单地界定为由公共产品（或公共服务）领域，排斥社会投资的投入，那么，要解决它们的供给不足就将是一个十分困难的问题。但如果将它们界定为公益产品（或公益服务）且可引入市场机制来激励民间投资的介入，那么，不仅有利于缩小它们的供求缺口，而且有利于促进滞留于金融层面的资金流入这些实体经济领域，从而，改变资金脱实向虚的走向。

近年来，党中央、国务院出台了一系列促进社会投资进入“住行学”领域的政策。2010 年 5 月 7 日，国务院《关于鼓励和引导民间投资健康发展的若干意见》（国发〔2010〕13 号）

13中明确强调“鼓励和引导民间资本进入法律法规未明确禁止准入的行业和领域”，同时在第 14-17 条中指出：要鼓励民间资本参与发展医疗事业、教育和社会培训事业、发展社会福利事业、文化事业、旅游和体育产业等，并列举了可由民间资本兴办的具体投资项目和投资领域。2016 年 7 月 5 日，中共中央、国务院出台了《关于深化投融资体制改革的意见》，强调要“进一步明确政府投资范围。政府投资资金只投向市场不能有效配置资源的社会公益服务、公共基础设施、农业农村、生态环境保护和修复、重大科技进步、社会管理、国家安全等公共领域的项目，以非经营性项目为主，原则上不支持经营性项目”；同时，强调要“鼓励政府和社会资本合作。各地区各部门可以根据需要和财力状况，通过特许经营、政府购买服务等方式，在交通、环保、医疗、养老等领域采取单个项目、组合项目、连片开发等多种形式，扩大公共产品和服务供给。要合理把握价格、土地、金融等方面的政策支持力度，稳定项目预期收益。要发挥工程咨询、金融、财务、法律等方面专业机构作用，提高项目决策的科学性、项目管理的专业性和项目实施的有效性”。尽管如此，但多年来并没有出现民间资本大规模向这些领域投入的现象，其中，体制机制制约是不可忽视的主要成因。

从体制机制改革角度看，要推进民间资本向这些领域集中投资，需要切实有效地解决如下几个问题：其一，去行政化。行政化既表现为从事医疗、教育、文化、体育、养老等运作机构大多有着明确的行政级别，也表现为这些领域的各种运作活动在相关政府行政机构的直接管理下展开。在行政机制发挥主要作用的条件下，行政领导不经意的一句话、行政部门不明智的一个表态都可能给投资方带来不必要的麻烦甚至引致投资的严重损失，同时，也意味着投资方缺乏对所投资项目的最基本发言权（更难说“运作权”和“人事权”了）。因此，要激励民间投资，就必须在运作机构、投资项目等方面去行政化，按照法治规则和市场规则，给投资方以必要的权利保障。其二，价格机制。在市场机制中，对投资者而言，价格既是投资方案形成的基本依据又是投资项目运作和投资结果计量的基本机制，对投资的全过程至关重要。但在行政机制影响下，各地方政府推出的医疗、教育、文化、体育、养老等投资项目，过多地关注可引入的投资数量，常常缺乏可使投资方计算投资成本、预测投资收益等的价格机制和保障价格的机制，从而，使得投资方踌躇不前。鉴此，要激励民间投资，就必须在投资政策和投资项目形成中明确相关价格的形成机制（例如，是按照市场机制形成还是按照行政定价形成）和价格运行的保障机制（例如，是法治机制还是行政管理或是财政安排），否则，投资者难以预测投资的具体风险和可选择的防范风险举措，也就难以做出投资决策。其

[13] 简称“促进民间投资 36 条”。

三，平等机制。市场机制强调介入市场的各方交易者处于平等地位，市场信息公开、市场交易公平、市场监管公正。但从已有的实践看，在医疗、教育、文化、体育、养老等领域中，与国有事业单位相比，民营机构在诸多方面常常处于不平等待遇境地，不仅制约了它们的管理运作和投资收益，而且影响到它们的社会声誉和市场地位。这种平等机制不落实，就将制约民间投资的展开。其四，政策的可持续性。政策多变是运用行政机制管理的一个特点，其成因相当复杂。对投资方来说，政策多变是一个不可预期且不可抗逆的风险。在政策缺乏稳定性和可持续性条件下，投资者宁愿将资金投放于自己可控的金融层面也不愿投入相关实体项目，是一个带规律性的现象。要激励投资者向医疗、教育、文化、体育、养老等领域投资，就必须在政策层面给他们“吃定心丸”，建立政策变化引致的投资损失补偿机制，同时，建立和落实在这些领域投资和运作的负面清单制度。

第二，深化“住行学”领域的金融体制机制改革。有效地将社会资金引入“住行学”领域，是缓解资金脱实向虚的重要举措，也是增加“住行学”领域投资、扩大其运作规模、提高其供给能力的重要举措。

对任何产业和企业而言，引入的资金在性质上均可分为资本性资金和债务性资金。资本性资金通过投资入股形成，债务性资金通过借贷形成。但不论是何种性质的资金，要进入产业都有着三个最基本的要求：一是资金的进入和退出有着合法渠道的安排。进入前先谋划好退出，是投资的一个重要规则。一旦发生资金只可进不能出，大量投资者将望而却步，则进入该产业的资金数量就将受到严重限制。二是收益权依法有保障。对出资人而言，投资、借贷均有风险，一旦发生亏损则风险自担。这是他们能够认可同时可以接受的。但如果在项目运作有收益的条件下，他们不能如期获得约定的回报（或者无权参与收益的分配），那么，他们从一开始就不会选择将资金投入（借入）这一产业之中（即便前期投入了，随后的各期也不再投入了）。三是资产的可交易。在资本投入的场合，对应资产权益的可转让可交易，是资本退出的一个重要渠道。如果资本投入所形成的资产权益不可转让（或不可交易），投资者可能从一开始就不会投资于这一产业。同理，在资金借贷场合，到期偿付本息是借贷方收回本金的基本渠道。如果不能收回本息，则借贷方从一开始就不会对这一产业投放借贷资金。在这三个基本要求满足的条件下，从金融体制机制改革角度看，需要有效解决好五个方面问题：

其一，调整银行贷款的资产依据。对一般的工商企业而言，要获得银行贷款通常需要以其净资产为抵押品，银行贷款的数额与可抵押资产的数额成正比。但对医疗、教育、文化、体育、养老等领域的运作机构而言，要提供充分的可抵押资产在相当多场合是困难的，由此，

需要从金融机制上予以调整。抵押贷款的内在机理是，一旦债务方不能偿付到期本息，债权方就可通过其抵押资产的出售来保障债权资金的回收。但实际上，用于偿付借款本息的不是资产，而是资产运作中的现金流。医疗、教育、文化、体育、养老等领域在运作中常常有着大量的现金流，以此为测算依据和保障机制，将贷款依据从抵押资产转为有保障的现金流，不论对推进医疗、教育、文化、体育、养老等领域的发展还是对拓宽银行贷款渠道都有着积极意义。由此，需要将贷款审核中“抵押资产”改换为“有保障的现金流”，将相关银行的关注点从资产收益率改换为现金流的流量和流速，将价值评估的重心从盈利水平改换为现金流趋势。

其二，调整发行公司债券和资产证券化的资产依据。与银行贷款相类似，长期来，公司债券的发行也建立在抵押资产基础上（虽然也有担保债券，但担保方也是以其净资产为抵押品来提供担保的），据此，医疗、教育、文化、体育、养老等领域中的运作机构要发行公司债券可能困难重重。在产业细分、流程细化的基础上，医疗、教育、文化、体育、养老等领域中一些运作机构有可能实行公司制，为发行公司债券提供法人机制的条件。但如果依然贯彻资产抵押原则，它们进入公司债券的可能性依然受到严重限制。可选择的替代性选择是，将发行公司债券中“抵押资产”条件改换为“有保障的现金流”，由此，扩展它们发债融资的能力。

资产证券化实际上不是将“资产”证券化了，而是将资产运作带来的“现金流”证券化了，据此，在以现金流为支持的公司债券发行（及其交易市场发展）的基础上，就可以推出以现金流为基础的资产证券化。对医疗、教育、文化、体育、养老等领域中运作机构来说，相对于净资产、盈利水平等而言，实现稳定的现金流是比较容易达到的，因此，有着更大的实行资产证券化的操作空间。

其三，鼓励股权投资。根据基金业协会的初步估计，到 2017 年 10 月，中国境内的股权投资机构已达 1.2 万家，管理的资本总额超过了 8.5 万亿元，位居全球第二。近年来，虽然一些股权投资机构的投资选择重心开始转向医疗、文化和养老等产业，但数量依然相当有限。要推进股权投资向医疗、教育、文化、体育、养老等领域聚焦，必须推进这些领域中可转制的运作机构向公司制转变[14]，但仅仅如此，依然不够，还需要深化两方面改革：一是思维方式转变，即不应将医疗、教育、文化、体育、养老等领域中的所有运作都看成是公益性运作（当然，更不应将它们都以“公共性”待之），而应认识到，其中的相当一部分运作是具有

[14] 在这方面，20 世纪 90 年代以来一批科研事业单位的公司制改革成效已经积累了丰富经验。

商业价值、可以实行公司制运作的。二是在政策层面上，应贯彻与一般工商业公司一视同仁的原则，不应将医疗、教育、文化、体育、养老等领域中公司制的机构另眼相待，尤其是不应将这些机构中的持股者列入另类。

其四，建立多层次股票市场体系。实行股票发行市场与交易市场相对分立的制度机制，改变将发股与上市混一的格局。一方面以信息公开披露的负面清单为基本抓手，建立股票发行的注册制，改变简单以股权结构、资产结构、盈利水平、产业定位等来界定公司是否可公开发股的核准制机制，同时，改革 20 多年来以市盈率水平界定发股价格的惯例；另一方面，建立以可交易性为核心的多层次股票交易市场体系，改革股票交易机制，完善股票上市规则、交易规则和退市规则，形成按照交易机制差异化所分立的各层次股票交易市场，以满足不同性质、不同产业、不同运作模式的各类公司股票进入市场交易的需要。

其五，积极推进公司并购。医疗、教育、文化、体育、养老等领域中的资产重组、公司并购，既包括在这些领域中的商业性资产与事业性资产的重组，各家公司之间的收购兼并，也包括在这些领域之外与这些领域之内发生的资产重组和公司并购。在现代信息技术、医疗技术、生物科学、人工智能和组织模式等发展中，综合运用各类技术的空间日益扩展，由此，通过资产重组、公司并购来突破医疗、教育、文化、体育、养老等领域中的一些技术难题或市场障碍，构建新的组织模式和商业模式，成为一种新的趋势。在这个过程中，由大型商业机构办事业机构（如央企办教育培训中心、医疗中心等等）、商业性机构购并事业性机构、商业性机构与事业性机构嵌入式合作、商业性机构通过外包式合作引入事业性机构等都是资产重组、公司并购的可能路径。要推进这些具体类型的资产重组、公司并购，就需要打破事业性机构的行政壁垒，将它们从财政资助框架中放出并投入到社会资助框架范畴，使它们的服务对象回归到社会。

第三，加大“住行学”领域的对外开放力度。“住行学”领域的供给主要属于服务业范畴，在很大程度上涉及到城市管理的体制机制。医疗、教育、文化、体育、养老等作为城市管理的重要内容，中国缺乏必要的经验和相关体制机制，发达国家则已有上百年的历史，因此，通过加大“住行学”领域的开放力度，既可引入海外资本扩展医疗、教育、文化、体育、养老等领域的运作规模，增加相关供给，又可扩大可借鉴的海外经验和体制机制选择范围，结合中国具体国情和相关城市的具体情况，完善管理体制机制，推进服务市场发展和服务机制创新，缩小与发达国家城市管理水平的差距。

主要参考文献

1. 党的十八大报告和十九大报告。

2. 马克思《资本论》第一卷和第三卷，人民出版社 2004 年版。

3. 雷蒙德·W·戈德史密斯《金融结构与金融发展》，中译本，上海三联出版社和上海人民出版社 1994 年版。

4. 李扬《“金融服务实体经济”辨》，载《经济研究》2017 年第 6 期

5. 王国刚《城镇化：中国经济发展方式转变的重心所在》，载《经济研究》2010 年第 12 期。

6. 亚当·斯密《国民财富的性质和原因的研究》，中译本，商务印书馆 1972 年版。

The Internal Mechanism of Finance Transfer from the Real Economy to the Fictitious Economy and Deepening Supply-Side Structure Reform

WangGuogang

Abstract: It is a complex phenomenon that finance transfer from the real economy to the fictitious economy. In recently years, in China's economical operation, the capitals transfer from the real economy to the fictitious economy. The direct reason is the PPI kept decreasing causing the reducing and fluctuation of the real-economy enterprises' profits. In deeply, because of mechanism constraint, the short-slab industries in the economic structure did not be effective elevated and complemented. After coming into the Twenty-first century, on the basis of enough-food-and-clothing type of well-off society, the main direction of the economic structure adjustment should be the upgrade of consumption structure, which is based on "housing-transportation-education" as the main content. However, until today, these imbalances and insufficient did not be effectively solved yet. Capitals transfer from the real economy to the fictitious economy is the inevitable outcome of the supply-side structural imbalance of the real economy, its solution also depends on progress of deepening supply-side structure reform. It includes deepening investment mechanism reform which is towards to "housing-transportation-education" fields，deepening financial mechanism reform and increasing the opening to the outside world.

Key Words:from the real economy to the fictitious economy; "housing-transportation-education", structure reform

中国人民大学国际货币研究所
INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872　电话：010-62516755　邮箱：imi@ruc.edu.cn