

# 论国内大循环中的实体经济横向金融系统<sup>\*</sup>

王国刚 罗 煜

**【摘 要】**构建畅通无阻的国内大循环新格局是“十四五”时期的重要目标。马克思从三个层面阐述了经济循环理论，其关键是保障商品销售和货款顺畅回流。销售收入是实体企业内源融资的唯一来源，它直接决定了实体企业的融资结构。与发达国家相比，中国实体企业的内源融资占比较低，主因在于货款回流不畅。商业信用是实体经济的横向金融机制，具有内生性、直接性和高效率等特点；与此相比，银行信用是实体经济的纵向金融机制，具有外生性、间接性和高成本等特点。以银行信用替代商业信用将引致经济金融运行中一系列扭曲现象，难以破解实体企业微循环中的诸多堵点。构建国内大循环新格局，必须加快发展以商业信用机制为基础的横向金融系统，可选择的政策举措有：突破“金融是金融机构专有权”的观念约束、规范和完善票据市场、激活实体企业间的资金借贷机制、完善公司债券市场机制、完善金融监管机制。

**【关键词】**国内大循环 横向金融系统 内源融资 商业信用

**【作者简介】**王国刚，经济学博士，中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心一级教授，中国社会科学院学部委员；罗煜，经济学博士，中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心副教授。

**【中图分类号】** F832.1 **【文献标识码】** A

**【文章编号】** 2097 - 1125 (2022) 02 - 0054 - 35

党的十九届五中全会将“加快构建以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局”列入了“十四五”时期经济社会发展的指导思

<sup>\*</sup> 本文系国家自然科学基金应急重大项目“金融市场风险防范和化解研究——完善货币政策传导机制 防范流动性风险”（71850009）的阶段性成果。

想。习近平总书记指出，加快构建新发展格局是一项关系我国发展全局的重大战略任务，“需要从全局高度准确把握和积极推进。只有立足自身，把国内大循环畅通起来，才能任由国际风云变幻，始终充满朝气生存和发展下去”，“构建新发展格局的关键在于经济循环的畅通无阻”，“构建新发展格局，实行高水平对外开放，必须具备强大的国内经济循环体系和稳固的基本盘”。<sup>①</sup>

## 一、经济大循环基本理论的逻辑要点

在经济学说史上，马克思是系统地研究经济大循环的第一人。他提出过三个层面的经济循环理论。

### （一）总循环：社会再生产的循环理论

1857年8月以后，马克思开始着手写作《〈政治经济学批判〉导言》。他在批判了英国古典经济学和庸俗经济学在政治经济学一些基本理论上的逻辑错误和认识错误的同时，吸收了英国古典经济学关于社会再生产四环节理论中的合理成分，创立了马克思主义的社会再生产理论，揭示了生产、分配、交换和消费之间相互依赖、相互制约的辩证关系。<sup>②</sup>在鸿篇巨制《资本论》中，马克思大致上按照生产、流通和分配的次序展开了对资本主义经济的分析，消费则穿插在其中。虽然从逻辑关系上看，四环节的排序可以从不同角度进行理解，但生产总是位于第一环节的，因为物质资料生产是经济学研究的出发点。马克思指出，“摆在面前的对象，首先是物质生产”，“在社会中进行生产的个人，——因而，这些个人的一定社会性质的生产，当然是出发点”。<sup>③</sup>鉴于此，需要研究“进行生产所必不可少的条件”（如生产的基本要素）和“或多或少促进生产的条件”，“财富的主客观因素越是在更高的程度上具备，财富就越容易创造”。<sup>④</sup>社会再生产理论中的分配、交换和消费等从根本上被生产状况所制约。从唯物辩证法出发，马克思认为任何社会的生产同时也是再生产，人类再生产在本质上是一个不断扩大再生产的过程。扩大再生产以投资为前提，由此，在实践中，在生产、分配、交换和消费四环节中还可加上一个投资环节，从而形成五环节之间的逻辑联系。社会再生产理论着眼于全社会的经济活动，生产、分配、交换和消费的循环是

① 《深入学习坚决贯彻党的十九届五中全会精神 确保全面建设社会主义现代化国家开好局》，《人民日报》2021年1月12日。

② 《马克思恩格斯全集》第46卷上册，人民出版社1979年版，第25页。

③ 《马克思恩格斯全集》第46卷上册，人民出版社1979年版，第18页。

④ 《马克思恩格斯全集》第46卷上册，人民出版社1979年版，第23、24页。

社会经济运行的总循环过程。

在社会再生产循环中，生产、分配、交换和消费构成一个纵横交错的立体动态系统。其中，生产的状况决定分配、交换和消费，但分配、交换和消费的状况也会直接或间接地影响到社会再生产的状况。马克思精辟地指出：“我们得到的结论并不是说，生产、分配、交换、消费是同一的东西，而是说，它们构成一个总体的各个环节、一个统一体内部的差别。生产既支配着与其他要素相对而言的生产自身，也支配着其他要素。过程总是从生产重新开始。交换和消费不能是起支配作用的东西，这是不言而喻的。分配，作为产品的分配，也是这样。而作为生产要素的分配，它本身就是生产的一个要素。因此，一定的生产决定一定的消费、分配、交换和**这些不同要素相互间的一定关系**。当然，生产**就其单方面形式来说**也决定于其他要素。例如，当市场扩大，即交换范围扩大时，生产的规模也就增大，生产也就分得更细。随着分配的变动，例如，随着资本的集中，随着城乡人口的不同的分配等等，生产也就发生变动。最后，消费的需要决定着生产。不同要素之间存在着相互作用。每一个有机整体都是这样。”<sup>①</sup>

## （二）中循环：产业部门之间的再生产循环理论

马克思以生产生产资料的部类和生产消费资料的部类为例，在《资本论》第二卷第三篇和1861—1863年的经济学手稿中，揭示了“社会总资本的再生产和流通”的内在规律。他认为要实现两大部类之间的社会总资本循环，在简单再生产条件下，第Ⅰ部类与第Ⅱ部类之间的商品交换应实现第Ⅰ部类提供给第Ⅱ部类的生产资料在数量上等于第Ⅱ部类提供给第Ⅰ部类的消费资料，即 $I(v+m) = IIc$ ，<sup>②</sup>以在价值实现上和实物补偿上满足两大部类维持简单再生产的需求；在扩大再生产条件下，两大部类之间的商品交换在数量上除了满足简单再生产的需要外，还应满足扩大再生产的需要，即 $I(v+m) > IIc$ 和 $II[c + (m-m/x)] > I(v+m/x)$ 。与社会再生产相比，两大部类之间的再生产循环主要研究产业部门间的价值循环和实物循环问题，可称为“中循环”。

在两大部类循环的分析中，马克思强调了三个关键性内容。第一，以W'的实现为重心。他指出，“年产品既包括补偿资本的那部分社会产品，即社会再生产，也包括归入消费基金的、由工人和资本家消费的那部分社会产品，就是说，既包括生产消费，也包括个人消费”，这决定了，“我们应当

<sup>①</sup> 《马克思恩格斯全集》第46卷上册，人民出版社1979年版，第36~37页。

<sup>②</sup> 其中，第Ⅰ部类为生产生产资料的部类，第Ⅱ部类为生产消费资料的部类；c代表不变资本，v代表可变资本，m代表剩余价值。下同。

分析的是  $W' \begin{cases} G-W \cdots P \cdots W' \\ g-w \end{cases}$  这个流通公式，在这里，消费必然会起作用；

因为起点  $W' = W + w$ ，即商品资本，既包含不变资本价值和可变资本价值，也包含剩余价值。所以，它的运动既包括生产消费，也包括个人消费。在  $G-W \cdots P \cdots W' - G'$  循环和  $P \cdots W' - G' - W \cdots P$  循环中，资本的运动是起点和终点；这一运动自然也包含消费，因为商品，即产品，必须出售。但是，只要商品已经出售，这个商品以后变成什么，对单个资本的运动是没有关系的。相反地，在  $W' \cdots W'$  运动中，正是要通过说明这个总产品  $W'$  的每一价值部分会变成什么，才能认识社会再生产的条件。在这里，总的再生产过程既包括资本本身的再生产过程，也包括以流通为中介的消费过程”。<sup>①</sup> 第二，两大部类再生产以实现  $W'$  各部分的价值补偿和实物补偿为基本条件。马克思明确说道：“直接摆在我们面前的问题是：生产上消费掉的资本，就它的价值来说，怎样由年产品得到补偿？这种补偿的运动怎样同资本家对剩余价值的消费和工人对工资的消费交织在一起？”<sup>②</sup> 第三，货币回流到起点。马克思指出，“商品生产者预付在流通中的货币，在商品流通正常进行的情况下，会回到他自己手里”，这是一个规律性表现。“对商品流通来说，有两样东西始终是必要的：投入流通的商品和投入流通的货币。”<sup>③</sup> “在商品流通中，发生的只是从生产者到批发商、从批发商到零售商的转移，只有零售商才最后出售商品。同样，在货币回流中，发生的是那些流回到资本家手中的货币（如果资本家赊卖，就是资本回流，如果他按现金出售，就是货币回流，即作为购买手段的货币回流，也就是他的资本以货币的形式回流）从零售商到批发商、从批发商到生产者的转移。”<sup>④</sup>

### （三）微循环：实体企业的资本循环理论

在《资本论》第二卷第一篇和 1863 年 7 月至 1864 年 6 月的经济学手稿、1868 年的经济学手稿中，马克思系统地阐述了产业资本循环理论。他认为，在实体企业经营运作中，资本应分别处于货币资本、生产资本和商品资本三种形态。其中，货币资本循环可称为“流通的第一形态”，生产资本循环可称为“流通的第二形态”，商品资本循环可称为“流通的第三形态”。<sup>⑤</sup> 如果以  $G$  代表货币资本、 $P$  代表生产资本、 $W$  代表商品资本，则产业资本循环的三种形态可用公式分别表示为  $G-W \cdots P \cdots W' - G'$ （即产业资

① 马克思：《资本论》第 2 卷，人民出版社 2004 年版，第 435 ~ 436 页。

② 马克思：《资本论》第 2 卷，人民出版社 2004 年版，第 436 页。

③ 马克思：《资本论》第 2 卷，人民出版社 2004 年版，第 459 页。

④ 《马克思恩格斯全集》第 48 卷，人民出版社 1985 年版，第 237 页。

⑤ 《马克思恩格斯全集》第 50 卷，人民出版社 1985 年版，第 7 ~ 57 页。

本家用货币购买生产资料、劳动力进入生产过程，生产出商品，商品卖出去后获得货币，再用货币购买生产资料和劳动力，进入再生产过程)、 $P \cdots W' - G' - W \cdots P$ 和 $W' - G' - W \cdots P \cdots W'$ ；在这三个循环公式中， $W' = (W + w)$ ， $G' = (G + g)$ ，其中 $w$ 和 $g$ 为剩余价值。马克思指出：“如果考察整个过程，那么，它可以从三种不同的循环的观点来看，这三种不同的循环之间具有共同之处，即流通，由于这种流通，商品和货币会改变它们的所有者，并且流通的出发点同时始终是流通的复归点，同时它就是资本所经过的形态变化的循环，这种循环包含着在形式和内容上都与商品形态变化不同的新的规定。”<sup>①</sup>由于产业资本循环理论着眼于经济活动中的微观主体——实体企业，所以，这一循环可称为“微循环”。

在产业资本微循环的分析中，马克思强调了四个关键性内容。第一，产业资本循环应是价值循环和实物循环的统一。在整个循环中，“资本表现为这样一个价值，它经过一系列互相联系的、互为条件的转化，经过一系列的形态变化，而这些形态变化也就形成总过程的一系列阶段。在这些阶段中，两个属于流通领域，一个属于生产领域。在每个这样的阶段中，资本价值都处在和不同的特殊职能相适应的不同形态上。在这个运动中，预付的价值不仅保存了，而且增长了，它的量增加了。最后，在终结阶段，它回到总过程开始时它原有的形式。因此，这个总过程是循环过程”。<sup>②</sup>第二，产业资本循环应是商品生产和商品流通的统一。“在三种形态的每一种当中，过程中的资本的循环都是生产过程和流通过程的统一——不论是生产过程表现为流通过程的媒介，还是流通过程表现为生产过程的媒介。”<sup>③</sup>就再生产的顺利继起而言，商品销售和货币资本回流至关重要。“W'的职能是一切商品产品的职能：转化为货币，卖掉，经历流通阶段 $W - G$ 。只要现在已经增殖的资本保留商品资本的形式，停滞在市场上，生产过程就会停止。这个资本既不会作为产品形成要素起作用，也不会作为价值形成要素起作用。由于资本抛弃它的商品形式和采取它的货币形式的速度不同，或者说，由于卖的速度不同，同一个资本价值就会以极不相同的程度作为产品形成要素和价值形成要素起作用，再生产的规模也会以极不相同的程度扩大或者缩小。”<sup>④</sup>第三，产业资本应按比例投放于资本循环的三个阶段，以保证三种形态的资本循环在时间上继起并在空间上并存。“产业资本的连续进行的现实循环，不仅是流通过程和生产过程的统一，而且是它的所有三个循环的统一。但是，它之

① 《马克思恩格斯全集》第49卷，人民出版社1982年版，第257~258页。

② 马克思：《资本论》第2卷，人民出版社2004年版，第60页。

③ 《马克思恩格斯全集》第50卷，人民出版社1985年版，第53页。

④ 马克思：《资本论》第2卷，人民出版社2004年版，第48页。

所以能够成为这种统一，只是由于资本的每个不同部分能够依次经过相继进行的各个循环阶段，从一个阶段转到另一个阶段，从一种职能形式转到另一种职能形式，因而，只是由于产业资本作为这些部分的整体同时处在各个不同的阶段和职能中，从而同时经过所有这三个循环。在这里，每一部分的相继进行，是由各部分的并列存在即资本的分割所决定的。因此，在实行分工的工厂体系内，产品不断地处在它的形成过程的各个不同阶段上，同时又不断地由一个生产阶段转到另一个生产阶段。因为单个产业资本代表着一定的量，而这个量又取决于资本家的资金，并且对每个产业部门来说都有一定的最低限量，所以资本的分割必须按一定的比例数字进行。现有资本的量决定生产过程的规模，而生产过程的规模又决定同生产过程并列执行职能的商品资本和货币资本的量。但是，决定生产连续性的并列存在之所以可能，只是由于资本的各部分依次经过各个不同阶段的运动。并列存在本身只是相继进行的结果。例如，如果对资本的一部分来说  $W'—G'$  停滞了，商品卖不出去，那么，这一部分的循环就会中断，它的生产资料的补偿就不能进行；作为  $W'$  继续从生产过程中出来的各部分，在职能变换中就会被它们的先行部分所阻止。如果这种情况持续一段时间，生产就会受到限制，整个过程就会停止。相继进行一停滞，就使并列存在陷于混乱。在一个阶段上的任何停滞，不仅会使这个停滞的资本部分的总循环，而且会使整个单个资本的总循环发生或大或小的停滞。”<sup>①</sup> 第四，单个资本的循环同时也是社会资本的循环。马克思指出：“**社会资本——它的运动是各单个资本运动的总合——当然总是处在生产资本、商品资本和货币资本的不同形式上和职能上，因此，它的运动总是三种循环形态的具体统一。**”<sup>②</sup>

#### （四）三层循环之间的逻辑关系

在国内经济大循环中，实体企业的微循环、产业部门的中循环和社会再生产的总循环是一个有机整体。诚如人体中的血液循环系统是由动脉、静脉（包括小静脉、中静脉）和毛细血管等构成的“三层一体”的联动系统，实体企业的微循环相当于人体器官组织中的毛细血管，是产业部门的中循环和社会再生产的总循环的基础，它的畅通状况将直接或间接地影响到中循环和总循环的畅通状况；产业部门的中循环相当于人体器官组织中的静脉系统，它包含着微循环，既影响着微循环也受到微循环的影响；社会再生产的总循环相当于人体器官组织中的动脉系统，它包含着中循环，既影响着中循环又受到中循环的影响。这三个层面的循环层层相扣、环环相接。从构成要素上看，微循环强调物质财富的创造和价值创造，与此相比，中循环强

① 马克思：《资本论》第2卷，人民出版社2004年版，第119~120页。

② 《马克思恩格斯全集》第50卷，人民出版社1985年版，第57页。

调产业链、供应链的顺畅和比例平衡，维系着各个产业部门之间的关联性和平衡性；实体企业的微循环和产业部门的中循环侧重于商品（和劳务，下同）生产和交换的供给侧机制，与此相比，社会再生产的总循环则增加了经济循环中的需求机制和分配机制，要求进行需求侧管理。不难看出，要形成以国内大循环为主体的经济新格局就必须着力推进微循环、中循环和总循环这三个层面循环的有机一体联动，而关键在于保障微循环畅通无阻。

实体经济是国民财富和国民收入的创造者，其运行发展状况直接决定着国民经济的发展状况。因此，国内经济大循环应以实体经济的循环畅通和健康发展为根本。从资源配置的角度看，实体企业乃至实体经济的运行发展是一个纵横交错且持续循环的立体动态系统。其中，生产资料、劳动力、技术、信息和资金等经济资源的配置既有产业链和市场机制的横向传递，也受到宏观政策的纵向影响。这与植物生长的水循环系统相似，既有土壤内部的横向水传递循环，也有来自外部降水（如雨雪、人工滴灌等）和水蒸发的纵向循环。在现代经济中，金融（尤其是资金）引导着各种实物资源的配置，金融体系的状况（包括体制机制、融资渠道、融资方式、产品类型、市场交易、基础设施和监管程度等）既有积极推进实体经济健康循环运行的作用，也有在一定程度上延滞（乃至阻碍）实体经济循环运行、降低实体经济运作效率的可能。因此，在构建新发展格局的进程中，不仅要在实体经济部门中坚持供给侧结构性改革，而且要在金融体系中坚持深化金融供给侧结构性改革，提高金融服务实体经济的效率。

## 二、实体经济循环中的内源融资

### （一）发达国家实体企业内源融资的趋势

对任何一家实体企业来说，资金来源都是其创设和营运中具有决定性意义的前提条件。马克思曾经指出：“资本主义的商品生产，——无论是社会地考察还是个别地考察，——要求货币形式的资本或货币资本作为每一个新开办的企业的第一推动力和持续的动力。”<sup>①</sup>在现代市场经济中，为产业特点所决定，“第一推动力”是指每家企业在创设中都需要有足够数量的注册资本，即注册资本数量应达到由该产业的技术经济规律所决定的最低限度的资本额；“持续的动力”是指每家企业在营运过程中通过各种渠道所获得的资金在数量上应能够满足简单再生产或扩大再生产的需要。实体企业的资金

<sup>①</sup> 马克思：《资本论》第2卷，人民出版社2004年版，第393页。

来源主要有三。第一，股本性（或资本性，下同）资金。它主要由股东投资形成，包括原始投资和再投资等。在实践中表现为实体企业创设时的原始股东投资、利润转投资和增资扩股中的股东投资等。第二，商品销售收入。它主要由实体企业的营业收入构成，既包括经营运作中支出的各项成本，也包括营业利润。第三，通过向银行贷款、发行债券和增发股份等获得的资金。在一些特殊条件下，实体企业还可通过出售资产、争取政府财政支持等获得资金。这些资金来源可分为内源融资和外源融资。<sup>①</sup>对实体企业而言，销售收入既包含生产成本（如原辅材料转移的成本、固定资产折旧的成本和劳动力成本等），也包含管理成本、利润和税收等。由“利润+折旧金+摊销成本”所构成的内源融资状况依存于销售收入状况，因此，销售收入是实体企业内源融资的唯一来源。与此相比，实体企业通过发行债券、增发股份和向银行贷款等获得的资金属于外源融资范畴。

内源融资最初由迈尔斯（Myers）等提出。他们在优序融资（pecking-order）理论中认为，实体企业在经营运作中通常优先选择内源融资，其次才选择外源融资，并且在外源融资中更偏好债务融资，最后选择增发股票融资。他们将内源融资界定为实体企业（或公司，下同）持有的流动性高的金融资产储备和未使用的信贷额度，即财务宽松（financial slack）。<sup>②</sup>此后，斯坦（Stein）也采用了这种界定。<sup>③</sup>罗斯等在其编写的经典教科书《公司理财》中指出，内源融资由实体企业的留存收益（retention）加上折旧和摊销（depreciation and amortization）构成，它等于实体企业的每年净利润加上折旧金减去分配支出的股利，与此对应，外源融资由公司每年新发行的负债及权益扣除它们被赎回部分的净额构成。<sup>④</sup>普雷斯（Prais）、辛格（Singh）等认为，折旧和摊销只是公司原有资产价值的一部分，并非新创造的价值增

① 需要注意的是，内源融资与外源融资是从实体企业融资结构角度进行的金融分析，它们并不涵盖一国的整个金融体系。诸如货币创造、商业银行等金融机构间的资金借贷、各类金融机构的股权融资、各类金融市场中的交易等均不在此范畴内；同理，信托、基金、保险等的金融运作也不在此范畴内。

② Stewart C. Myers and Nicholas S. Majluf, Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information That Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13 (2), 1984, pp. 187 - 221.

③ Jeremy C. Stein, Efficient Capital Markets, Inefficient Firms: A Model of Myopic Corporate Behavior, *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 104 (4), 1989, pp. 655 - 669.

④ [美] 罗斯等：《公司理财（原书第6版）》，吴世农等译，机械工业出版社2007年版，第279页。

量,故内源融资仅由公司利润中的留存收益构成。<sup>①</sup>塞缪尔(Samuel)认为,公司的未分配利润和折旧均来自公司的现金流量(cash flow),现金流量和内源融资这两个术语可以互换使用,由此,公司的内源融资由留存收益和折旧构成,外源融资由净股票融资、净发行债券融资、净长期借款等构成。<sup>②</sup>

尽管在内源融资的构成上,西方学者的认识有所差异,但他们大都认为,内源融资来自实体企业的销售收入(即营业收入)。对实体企业来说,融入资金的直接目的在于满足经营运作的需要。假定在微循环的起点上,实体企业投入经营运作的资金数量能够达到该产业经济技术规律所决定的规模经济的最低数额,它通过销售商品(包括劳务,下同)获得的营业收入能否满足微循环的需要大致有三种情形。一是在销售价格不变的条件下,它通过销售商品获得的收入能够满足其简单再生产的需要,由此,它的微循环中只有内源融资而无外源融资。同时,如果该实体企业的扩大再生产的规模仅局限于“利润+折旧金+摊销成本”数额的范围内,鉴于“利润+折旧金+摊销成本”在营业收入回流中已有资金保障,那么,它建立在扩大再生产基础上的微循环也只有内源融资,不需要外源融资的介入。二是在销售价格上升的条件下,它通过销售商品获得的收入中包含着较高的利润,由此,它的微循环(不论是简单再生产还是扩大再生产)中都只有内源融资,不需要外源融资的介入。三是在销售价格大幅下降从而冲销了“利润+折旧金+摊销成本”的条件下,它的微循环要维持简单再生产规模仅靠内源融资已经不够了,就需要外源融资的介入。由此可见,商品的顺利销售、货款的顺畅回流是实体企业内源融资和微循环的决定性条件。

在现实中,实体企业需要外源融资的主要原因有三。第一,最初的股东投资入股资金未能达到产业门槛所需的最低数额,迫使实体企业通过外源融资来实现规模经济,维持正常的经营运作。第二,在维持简单再生产中,与商品销售相对应的营业收入未能如期回款,迫使实体企业通过外源融资来冲抵贷款拖欠对持续性经营所需资金造成的缺口。第三,在扩大再生产中,投资规模超出了“利润+折旧金+摊销成本”的数额限制,由此,实体企业

① S. J. Prais, *The Evolution of Giant Firms in Britain: A Study of the Growth of Concentration in Manufacturing Industry in Britain: 1909 - 70*, Cambridge and New York: Cambridge University Press, 1976; Ajit Singh and J. Hamid, *Corporate Financial Structures in Developing Countries*, Washington D. C.: World Bank Publications, 1992; Ajit Singh, *Corporate Financial Patterns in Industrializing Economies: A Comparative International Study*, International Finance Corporation Technical Paper, 1995.

② Cherian Samuel, *The Stockmarket as a Source of Finance: A Comparison of US and Indian Firms*, The World Bank Working Paper, 1996.

通过外源融资来弥补投资缺口。在资产利润率高于债务利率的场合，外源融资中的债务融资有利于增加实体企业实现的利润总额，也就有利于增强其内源融资能力；在增资扩股的场合，外源融资中的股权融资将转换为实体企业的股份资本存量，也将增强其内源融资能力。因此，外源融资与内源融资并非相互矛盾、相互抵触的，而是存在相辅相成、相得益彰的逻辑机制。

发达经济体中普遍存在企业的内源融资趋势。迈耶（Mayer）从实体企业现金流量角度探究了企业的融资渠道，认为内源融资是实体企业最为重要的融资渠道，它占企业资金（资本支出，capital expenditure）的比重超过了50%；与此相比，股票净融资占资本支出的比重较低，在美国、英国、德国、日本等国不超过5%，经物价调整后的股票净融资额占资本支出的比例甚至出现负值。<sup>①</sup>此后，塞缪尔利用美国制造业公司1972—1987年的资产负债数据进行研究，发现公司发行债务和股本所得资金主要用以偿还存量债务或回购股票（包括收购其他公司），并非用于资本支出融资。<sup>②</sup>也就是说，资本支出还是主要依赖于内源融资。罗斯等发现，1979—1995年，在美国实体企业的融资结构中内源融资长期居于高位，与此对应，外源融资所占比重较低，始终没有突破35%。1990—1994年，在美国等发达国家的实体企业融资结构中内源融资总体上居于高位，除了日本以外，其他各国的外源融资均没有超过50%。<sup>③</sup>

表1列示了2000—2019年美国公司内源融资与外源融资的基本情况，从中可以看到：第一，美国公司融资结构以内源融资为主。与2000年相比，2019年美国公司的年度融资总额从21487.51亿美元增加到了33382.79亿美元，增长了55.36%。其中，年度的内源融资额从8207.17亿美元增加到20765.67亿美元，增长了153.02%；年度的外源融资额从13280.34亿美元减少到12617.12亿美元，下降了4.99%。由此，内源融资在年度融资总额中的占比从2000年的38.20%提高到2019年的62.20%。这表明，2000年以后，美国实体企业发展中的资金主要来自由“留存收益+折旧+摊销成本”构成的内源融资，外源融资只起到辅助作用。更加具体地看，2001年以后美国实体企业的内源融资占年度融资总额的比重均在57%以上，最高年份（2009年）达到了130.54%（这反映了美国实体企业完全依靠内源融

① Colin Mayer, *New Issues in Corporate Finance*, *European Economic Review*, Vol. 32 (5), 1988, pp. 1167 - 1183.

② Cherian Samuel, *Stock Market and the Efficiency of Investment: The Financing Role of the Market*, Association of Indian Economic Studies's Conference, Chicago, 1995.

③ [美] 罗斯等：《公司理财（原书第6版）》，吴世农等译，机械工业出版社2007年版，第280页。

资支持经营运作)。由此可以推测,即便在2008年的金融危机期间,美国实体企业的商品销售和货款回流也是比较顺畅的,它保障了微循环和中循环的顺利运行。第二,内源融资有很强的抗风险功能。2008年爆发金融危机之后,年度外源融资快速萎缩(从2007年的7174.27亿美元减少到2009年的-2950.07亿美元),美国实体企业的经营运作虽然受到了金融危机的冲击,但内源融资的数额不仅没有减少反而有所增加(从2007年的12546.58亿美元增加到2009年的12609.46亿美元),从而有效支持了实体企业对金融危机负面影响的抵御。第三,外源融资的市场化比重提高。美国实体企业的外源融资主要来自发行债券、银行贷款、股权融资。2000—2019年,银行贷款在外源融资中的重要性程度明显下降,尤其是在金融危机爆发后的2009—2010年两年中银行贷款快速由正转负,累计减少了7985.48亿美元,不仅未能支持实体企业渡过金融危机的难关,而且给实体企业带来严重的资金拖累。2000—2019年,由上市股份回购所引致的股权融资呈负值的问题始终没有得到缓解,年度数额从2000年的-1182.04亿美元变为2019年的-4532.06亿美元,即便在金融危机冲击期间,股权融资的负值状况也依然延续。与此不同的是,发行债券的年度数额始终保持正值且趋于增加,与2000年相比,2019年发行债券的融资额增长了39.67%。在金融体系中,银行贷款属于纵向金融系统,主要通过相关实体企业与商业银行“一对一”谈判而达成;发行债券属于横向金融系统,主要通过证券市场公开发售而实现。发行债券的利率通常低于同期限的银行贷款,而且,全美商业银行给工商企业提供的贷款一般为1年期以内的短期贷款,而公司债券发行的年限大多为中长期。因此,发行债券的增加既反映了在美国实体企业外源融资中市场化融资能力的增强,也意味着在后续运作中对内源融资能力的支持力度的增大。

表1 2000—2019年美国公司内源融资与外源融资的基本情况

单位:亿美元,%

年份	融资总额	内源融资	占比	外源融资	占比	发行债券	银行贷款	股权融资
2000	21487.51	8207.17	38.20	13280.34	61.80	1859.30	1571.89	-1182.04
2001	10676.42	8158.60	76.42	2517.82	23.58	2035.50	-636.09	-481.25
2002	11203.96	9237.89	82.45	1966.07	17.55	202.95	-155.22	-145.05
2003	10047.42	9994.58	99.47	52.84	0.53	371.78	-472.68	-156.07
2004	15603.52	11067.25	70.93	4536.27	29.07	198.78	1461.28	-1205.55
2005	20428.22	14174.10	69.38	6254.12	30.62	0.52	2686.31	-2761.67

续表 1

年份	融资 总额	内源 融资	占比	外源 融资	占比	发行 债券	银行 贷款	股权 融资
2006	15599.15	12715.98	81.52	2883.17	18.48	1556.40	2506.73	-4731.73
2007	19720.85	12546.58	63.62	7174.27	36.38	2060.61	4576.74	-6477.36
2008	16031.69	12844.21	80.12	3187.48	19.88	1906.60	615.26	-2897.19
2009	9659.39	12609.46	130.54	-2950.07	-30.54	1805.15	-4989.36	-400.21
2010	17771.94	15290.35	86.04	2481.59	13.96	2423.22	-2996.12	-2009.53
2011	20181.39	16321.90	80.88	3859.49	19.12	2021.00	1095.12	-3825.75
2012	23445.91	16461.41	70.21	6984.50	29.79	3534.38	243.13	-3000.07
2013	23478.78	16949.90	72.19	6528.88	27.81	2944.88	993.54	-2772.96
2014	27185.72	17338.27	63.78	9847.45	36.22	3265.45	1456.96	-3019.46
2015	29086.25	16821.65	57.83	12264.60	42.17	4119.26	1876.16	-4534.77
2016	25297.30	16537.05	65.37	8760.25	34.63	2864.08	185.24	-4958.51
2017	20756.18	16027.13	77.22	4729.05	22.78	3208.04	607.60	-3255.51
2018	34510.59	24649.03	71.42	9861.56	28.58	1388.26	1338.69	-5482.61
2019	33382.79	20765.67	62.20	12617.12	37.80	2596.82	1963.29	-4532.06

资料来源：笔者根据美联储网站数据整理。由于外源融资的具体科目包括发行债券、银行贷款、贸易应付款项、应付税款、外国直接投资、杂项债务和股权融资等，故“发行债券+银行贷款+股权融资”的数额不等于外源融资。

表 2 列示了 2001—2019 年美国经济增长率、物价变动率和货币供应量增长率等方面的数据，从中可以看出：第一，量化宽松政策并未深入实体经济。为了应对金融危机的冲击，美联储出台了一系列量化宽松的货币政策。2008—2014 年美国 M1 和 M2 的数量快速增加，其中 M1 的数值从 16017 亿美元增加到了 29403 亿美元（增长了 0.84 倍），M2 的数值从 81810 亿美元增加到了 116680 亿美元（增长了 0.43 倍）。尤其是在 2008 年爆发金融危机时，M1 增长率从 2007 年的 0.50% 快速上升到 2008 年的 16.62%，M2 增长率从 2007 年的 5.67% 快速上升到 2008 年的 9.69%。假定在扩张性货币政策实施中，这些资金如潮水般地涌入工商企业等实体经济部门，那么，必将引致美国的核心 CPI 大幅上升，但在表 2 中，2008 年美国的核心 CPI 并没有明显上升（甚至低于 2007 年）；同时，假定扩张的 M1 和 M2 主要用于救助工商企业等实体经济部门，那么，商业银行贷款余额应当明显增加，但在表 2 中，2008 年以后的几年全美商业银行的商业和工业贷款余额不仅没有明显增加反而呈现减少态势。由此可以说明，在金融危机期间，美联储实施的量化宽松政策并没有引致巨额资金“大水漫灌”式地流向美国工商企业等实

体经济部门。这种状况与表1中显示的情形（即与2007年相比，2008—2014年美国实体企业外源融资中的银行贷款绝对值下降）是一致的。第二，内源融资支撑着经济增长。如果实体企业经营运作所需资金主要依赖外源融资（尤其是银行贷款），那么，在金融危机期间，随着商业银行贷款数额的减少，实体企业创造的GDP就将受到限制，由此，美国的GDP增长率将明显下行。但在表2中，美国的GDP增长率仅在2008—2009年呈现负值，2010年以后就基本恢复到了正常增长水平。这一情形用外源融资难以解释，但只要将表1中的同期内源融资数据（数额和占比）代入分析，就不难理解了。第三，内源融资是宏观经济的微观基础。将表2与表1结合起来分析可以看出，2008—2014年，美国实体经济运行发展的微循环资金主要来自内源融资，这是保障美联储的量化宽松政策得以集中救助商业银行等金融机构、维护金融市场运行秩序、化解系统性金融风险的微观基础。可以设想，如果美国的实体经济部门微循环和中循环所需资金主要来自外源融资（尤其是商业银行等金融机构的贷款），那么，在金融危机期间，美联储乃至美国财政部等都将陷入宏观政策混乱的境地，美国经济要走出金融危机的泥沼就不那么容易了。

表2 2001—2019年美国经济增长、物价变化和货币供应量情况

单位：10亿美元，%

年份	GDP 增长率	CPI	核心 CPI	M1	M1 增长率	M2	M2 增长率	银行 贷款
2001	1.00	2.83	2.67	1183.2	8.69	5421.6	10.33	1018.23
2002	1.74	1.59	2.32	1220.2	3.12	5759.7	6.24	959.84
2003	2.86	2.27	1.46	1306.2	7.05	6054.2	5.11	880.24
2004	3.80	2.68	1.76	1376.0	5.34	6405.0	5.79	914.32
2005	3.51	3.39	2.17	1374.3	-0.12	6668.0	4.11	1043.33
2006	2.85	3.23	2.50	1366.6	-0.56	7057.5	5.84	1181.58
2007	1.88	2.85	2.34	1373.4	0.50	7458.0	5.67	1423.85
2008	-0.14	3.84	2.30	1601.7	16.62	8181.0	9.69	1537.82
2009	-2.54	-0.36	1.70	1692.8	5.69	8483.4	3.70	1256.75
2010	2.56	1.64	0.96	1836.7	8.50	8789.3	3.61	1192.51
2011	1.55	3.16	1.66	2164.2	17.83	9651.1	9.81	1307.64
2012	2.25	2.07	2.11	2461.2	13.72	10445.7	8.23	1482.16
2013	1.84	1.46	1.76	2664.5	8.26	11015.0	5.45	1576.77
2014	2.45	1.62	1.75	2940.3	10.35	11668.0	5.93	1772.86
2015	2.88	0.12	1.83	3093.8	5.22	12330.1	5.67	1951.49

续表 2

年份	GDP 增长率	CPI	核心 CPI	M1	M1 增长率	M2	M2 增长率	银行 贷款
2016	1.57	1.26	2.21	3339.8	7.95	13198.9	7.05	2076.13
2017	2.22	2.13	1.84	3607.3	8.01	13835.6	4.82	2104.38
2018	2.93	2.44	2.14	3746.5	3.86	14351.7	3.73	2309.38
2019	2.33	1.81	2.19	3978.4	6.19	15318.3	6.74	2348.66

资料来源：笔者根据 OECD 网站、美联储网站数据整理。其中，银行贷款为全美商业银行资产负债表中的商业和工业贷款。

通过对 2001—2019 年美国实体企业融资结构的数据分析可以看到，其内源融资占比始终在 50% 以上，在 2008—2011 年金融危机期间，其内源融资占比更是高达 80% 以上，这表明美国实体企业的商品销售和货款回流是比较顺畅的，从而保障了微循环和中循环的顺畅运行。

### （二）中国企业内源融资能力减弱

中国缺乏对内源融资（留存利润、折旧金和摊销）和外源融资（债券净增额、银行贷款和股权融资）的直接统计数据，因而难以对其实体企业的融资结构做出准确的分析判断。我们对国家统计局公布的“规模以上工业企业主要指标”进行梳理，依照“年度资产增加额 = 内源融资增加额 + 外源融资增加额”的等式，假定每年的负债增加额均为外源融资、所有者权益增加额均为内源融资（即舍去每年股权融资的净增额中外源融资的影响），模拟构建了反映 2001—2019 年中国规模以上工业企业的内源融资与外源融资情况的数据表（见表 3）。

表 3 2001—2019 年中国规模以上工业企业主要指标的年度增加值及内源融资和外源融资情况 单位：亿元，%

年份	资产	负债	所有者权益	主营收入	应收账款	内源融资 占比	外源融资 占比
2001	9191.3	3099.2	6017.5	9581.6		65.47	33.72
2002	10815.3	6014.0	4817.6	15752.4		44.54	55.61
2003	22589.9	13670.6	8887.6	33685.8		39.34	60.52
2004	46550.3	25319.4	21157.1	55737.3		45.45	54.39
2005	29426.3	16662.4	12595.3	49635.1		42.80	56.62
2006	46430.2	25812.4	20617.8	65048.5	5046.0	44.41	55.59
2007	61822.9	35591.5	26231.4	86124.6	6998.4	42.43	57.57

续表 3

年份	资产	负债	所有者权益	主营收入	应收账款	内源 融资占比	外源 融资占比
2008	78268.2	45985.7	32282.5	100303.0	5243.2	41.25	58.75
2009	62387.3	36833.4	25553.9	42502.3	7466.0	40.96	59.04
2010	99189.0	54663.6	44525.4	155199.6	10041.4	44.89	55.11
2011	82915.0	52248.2	30666.8	144086.2	10793.0	36.99	63.01
2012	82624.3	52727.2	29897.1	87461.3	13541.1	36.18	63.82
2013	102329.9	60322.5	42007.4	109368.0	13359.6	41.05	58.95
2014	86026.1	41337.1	44689.0	68373.0	10034.3	51.95	48.05
2015	66620.9	32279.1	34341.8	2820.5	9809.3	51.55	48.45
2016	62467.8	27331.0	35136.8	49145.5	9600.9	56.25	43.75
2017	36043.7	21374.8	14668.9	-25837.7	8797.9	40.70	59.30
2018	31341.6	25855.0	5486.6	-75833.5	10438.7	17.51	82.49
2019	52617.7	27213.8	25403.9	10069.9	10214.6	48.28	51.72

资料来源：《中国统计年鉴·2008》和《中国统计年鉴·2020》，中国统计出版社。

注：2005年及之前，《中国统计年鉴》中的“所有者权益+负债”数值不等于“资产”。2006年及以后，《中国统计年鉴》不再公布“所有者权益”数值，本表采取“资产增加值-负债增加值=所有者权益增加值”的方法计算数值。

由表3可知：第一，年度的资产增加值快速增长。2001年资产增加值仅为9191.3亿元，到2019年已上升到52617.7亿元，增长了4.72倍。这反映了中国工业经济（从而国民经济）的快速发展趋势。具体来看，2001—2013年，资产增加值大致呈现一路上行的趋势（其中，2013年达到峰值102329.9亿元，是2001年的11.13倍）；此后，每年的资产增加值逐步回落，这既反映了在供给侧结构性改革过程中工业企业的结构性调整，也反映了其融资压力的增大。第二，在融资结构中内源融资占比明显下降。2001年内源融资占比达到65.47%，随后快速下降，最低的2018年仅为17.51%。2001—2019年，内源融资占比超过50%的仅有4个年份（其中，2014—2016年内源融资占比明显上升），其余年份外源融资的占比都超过了50%。这既反映了中国工业企业销售回款的难度增加，也反映了中国工业企业（从而实体经济部门）对外部资金的依赖程度趋于提高。第三，工业企业抵御风险的能力降低。债务融资占比提高意味着规模以上工业企业的杠杆率和清偿到期债务本息的风险持续提高。由此，证实了中国在2018年以后将“防范化解重大风险”列于三大攻坚战首位的微观成因，也说明了去杠杆、防风险依然任重道远。

表3和表1中所显示的中美两国实体企业融资结构的差别，在深层次上反映了中美两国金融体系的差别以及由此引致的微循环和中循环的差别。

### 三、商业信用机制和横向金融系统

#### (一) 商业信用机制的基本功能

在市场经济中，资金（从而金融）引导着经济资源配置的方向，获得了资金也就意味着获得了配置经济资源的能力。因此，对实体企业而言，获得充分的资金成为保障微循环持续展开的一个先决条件。在最初投入的股份资本数量能够保障最基本的经营运作需要之后，销售收入的回款状况（包括回款的数额、及时性和回款方式等）就成为从资金面制约实体企业微循环的关键因素。实体企业销售商品的简要流程大致有二：一是以批发交易的方式将所生产的商品提供给其他实体企业（或工程建设项目，下同），各家实体企业依照产业关联机制形成了产业之间的供应链；二是以零售交易的方式提供给消费者（或其他用户），形成了厂家→商家→消费者（或者厂家→消费者等）供应链。一般来说，在零售交易方式中，消费者拖欠贷款的情形不易发生，商品发售和货款回流之间的时间间隔较短（除非分期付款），实体企业建立在货款回流基础上的内源融资和微循环有较强的保障。但在批发交易方式中，上下游实体企业之间很难做到“钱货同时两讫”，时常发生买方先付款、卖方后发货或者卖方先发货、买方后付款的赊购赊销情形。在供不应求的市场格局中，卖方占有优势，买方先付款、卖方后发货的情形比较常见，这对卖方保障货款回流是有利的；在供过于求的市场格局中，买方占有优势，卖方先发货、买方后付款的情形比较常见，这对买方调剂资金配置是有利的。买方选择权、竞争和优胜劣汰等机制在客观上要求商品市场常态化地保持供大于求的格局，由此，先发货后付款也就成为经常性的现象。这种状况严重约束着卖方的货款及时回流和内源融资的形成，也就严重影响到大多数实体企业微循环过程的畅通。一旦资金链断裂，微循环和内源融资就停滞了。

破解难题的方法几乎与难题同时出现。在历史上，商业信用应运而生。马克思指出：“商业信用，即从事再生产的资本家互相提供的信用。这是信用制度的基础。它的代表是汇票，是一种有一定支付期限的债券，是一种延期支付的证书。”<sup>①</sup>在以商业票据为交易媒介的条件下，“票货同时两讫”破解了“钱货同时两讫”的难点。由此，对卖方而言，“商品不是为取得货币

<sup>①</sup> 马克思：《资本论》第3卷，人民出版社2004年版，第542页。

而卖，而是为取得定期支付的凭证而卖。为了简便起见，我们可以把这种支付凭证概括为票据这个总的范畴。这种票据直到它们期满，支付日到来之前，本身又会作为支付手段来流通；它们形成真正的商业货币。就这种票据由于债权和债务的平衡而最后互相抵消来说，它们是绝对地作为货币来执行职能的，因为在这种情况下，它们已无须最后转化为货币了”。<sup>①</sup>

商业信用和银行信用是现代金融体系的两种信用机制。早在资本主义经济发展以前，生息资本（或借贷资本）就已存在，以支配产业和破坏生产力为特征。高利贷资本在向富裕地主和小生产者提供资金的同时，“占有直接生产者的全部剩余劳动”，使得“这种生产方式陷入贫困的境地，不是发展生产力，而是使生产力萎缩”；它推进了货币资本的集中，但结果是在破坏和毁灭小农民和小市民的生产力过程中，“对于古代的和封建的所有制，发生破坏和解体的作用”。<sup>②</sup> 如果这种情形得以延续，资本主义经济是不可能存在和发展的，由此，颠覆借贷资本对产业资本的支配机制，形成其从属于产业资本的机制，成为市场经济发展的重要前提条件。“产业资本为了使生息资本从属于自己而使用的真正方式，是创造一种产业资本所特有的形式——信用制度。……信用制度是它自己的创造，信用制度本身是产业资本的一种形式，它开始于工场手工业，随着大工业而进一步发展起来。”<sup>③</sup> 这种信用制度就是商业信用机制。在商业信用机制下，即便缺乏生息资本提供的资金，实体企业之间的微循环基本上也能顺畅地展开，它迫使生息资本从对实体产业的支配地位转向“从属于”实体产业的微循环和发展要求。换句话说，如果没有商业信用机制，要改变生息资本对产业资本的支配状况是不容易的。

银行信用以信用货币的发行和扩张为特征，它建立在商业信用的基础上。马克思指出：“就像生产者和商人的这种互相预付形成信用的真正基础一样，这种预付所用的流通工具，票据，也形成真正的信用货币如银行券等等的基础。真正的信用货币不是以货币流通（不管是金属货币还是国家纸币）为基础，而是以票据流通为基础。”<sup>④</sup> 在现代金融体系形成的过程中，商业信用是金融信用的第一种类型，它内生于实体经济部门中的微循环和中循环，属于直接金融范畴，是实体企业微循环和产业部门中循环的横向金融

① 马克思：《资本论》第3卷，人民出版社2004年版，第450页。

② 马克思：《资本论》第3卷，人民出版社2004年版，第674页。

③ 马克思：《剩余价值理论（〈资本论〉第四卷）》第3册，人民出版社1975年版，第519页。

④ 马克思：《资本论》第3卷，人民出版社2004年版，第450~451页。

机制。<sup>①</sup>对实体经济部门来说，银行信用是外生的，它是金融信用的第二种类型，属于间接金融范畴，是实体企业微循环和产业部门中循环的纵向金融机制。<sup>②</sup>实体企业的内源融资主要通过商业信用机制实现，外源融资在一定程度上通过银行信用机制实现。

商业本票和商业承兑汇票是商业信用的基础性工具。商业本票是由债务人向债权人开出的承诺在约定期限内支付约定款项给债权人的支付凭证（即承诺书）。商业承兑汇票是由债权人向债务人开出的、命令债务人在约定期限内支付约定的款项给第三人（或持票人）的支付凭证（即命令书）。它们统称为“商业汇票”。金德尔伯格指出，“汇票是13世纪意大利人的一个影响很大的创新。用一个方向所欠的债务冲销另一个方向所欠的债务，或者更精确地说，冲销任何另一方向所欠的债务，汇票减少了易货贸易、当面清账、或用大量硬币、金银器皿或金银块（这些东西易被盗窃）支付的必要”，“汇票是一种货币替代物”。<sup>③</sup>商业汇票的持有者可以有三种选择：一是将商业汇票持有到期，由汇票的兑付方予以兑付；二是在票据市场中卖出，获得对应的资金；三是拿到商业银行进行贴现，获得对应的资金。不论是哪种选择都存在两个基本效应：一是有效保障了实体企业简单再生产（或扩大再生产）微循环对资金的需求；二是在维持实体企业微循环中并无商业银行的贷款介入其中，并不引致货币供给数量的扩张。商业汇票不仅广泛应用于一国之内的实体企业之间的商品交易，而且扩展到国际贸易领域。

## （二）商业信用的发展历程和发达国家的实践

18世纪60年代以后，第一次产业革命和第二次产业革命推动了工商业的快速发展，商业信用的运作方式和信用工具也有了一系列新的变化。在真实交易的基础上，发展出了以筹措短期资金为功能的融资性商业汇票，由此，有了交易性商业汇票和融资性商业汇票（如融资商业本票、融资商业承

<sup>①</sup> 早在1986年，王汉强等就已指出，“商品的横向流通需要资金的横向融通”，“在以纵向为主的信贷资金管理体制下，由于各地银行之间不能发生信贷资金的横向融通，这往往表现为横向的商品运动同纵向的资金管理体制的矛盾。运用信用票据之后，由于缺少支付能力而出现的流通阻滞现象，就会得到必要的疏通。需方求货，一时无款，可以通过签发承兑汇票及时购进所需商品；供方求售，一时无款，即使需方暂时无钱，也可以通过收取承兑汇票，以‘票货两讫’代替‘钱货两讫’成交，以后再按期收回票款”。参见王汉强等编著：《商业信用与商业汇票》，中国财政经济出版社1986年版，第138页。

<sup>②</sup> 需要指出的是，本文所称的“横向金融机制”和“纵向金融机制”主要是从实体企业资金来源角度展开分析的，它们并不完全涵盖一国的整个金融体系。诸如政府部门、居民部门与各类金融机构间的金融活动，各类金融机构彼此间的金融活动，各类金融市场中的交易等并不与这些范畴相对应。

<sup>③</sup> [美]金德尔伯格：《西欧金融史（第2版）》，徐子健、何建雄、朱忠译，中国金融出版社2007年版，第46页。

兑汇票等)。在商业信用机制的作用下,提货单交易、仓单交易、实体企业间的资金借贷、公司债券等也陆续出现。20世纪80年代以后,又有了应收账款证券化、商业信用卡、供应链金融、互联网金融等新形式。另外,为了解决商业汇票在国际贸易中使用与相关国家法律之间不协调的矛盾,1930年6月7日,英、德、法、日等27个国家在日内瓦签署了《统一汇票和本票法公约》等一系列文件。其中《统一汇票和本票法公约》对汇票应载明的事项、汇票金额、出票人责任、汇票保证、汇票兑付、持票人追索权等诸多事项做出了明确的规定。1988年12月9日,联合国大会通过了《联合国国际汇票和国际本票公约》,对国际汇票的适用范围和票据格式、票据应付的金额(附有利息)、凭票即付、出票人、票据完整性、票据背书和票据转让、持票人权利、当事人责任、追索权行使、解除责任等一系列事项做出了明确且具体的规定。这些国际公约的形成,有效保障了商业信用机制在国际金融体系中的地位,推进了商业信用机制在经济金融(包括国际经济金融)活动中作用的发挥。

美国是商业信用机制比较发达的国家。美联储从1913年成立伊始就将发展银行承兑汇票(banker's acceptance)市场列入工作目标,到20世纪20年代末,美国的银行承兑汇票市场规模已可与英国相匹敌。在此后50年左右时间内,银行承兑汇票在美国票据市场占据了主体地位。20世纪70年代,随着金融创新的展开,美国商业票据(commercial paper)的发展高歌猛进。2006年以后,银行承兑汇票基本退出了票据市场(余额趋于0),由此,美国票据市场交易的票据几乎完全是商业票据。<sup>①</sup>美国的商业票据期限大多在270天以内,货币市场基金、养老基金等是票据市场的主要投资者。2008年金融危机爆发后,美国商业票据的发行受到严重冲击,但随着美国经济的复苏,其商业票据的发行量又再次扩展,2019年达到10452.5亿美元。<sup>②</sup>

日本的票据市场形成于20世纪70年代,主要由原始票据和汇兑票据(又称“表皮票据”)两大类构成:原始票据包括实体企业发行的商业本票、贸易票据、进出口票据等;汇兑票据以原始票据为基础(抵押或担保),由金融机构开出且自己承兑、由短资公司作为收领人。日本的商业票据市场创设于1987年,交易的主要是实体企业发行的商业票据。发行商业票据的通常是上市公司中有资格发行公司债券的大型企业(数量近千家),商业票据大多以贴现的方式发行,期限一般为1~6个月,利率参照大额存单水平。

① 江西财经大学九银票据研究院编著:《票据史》,中国金融出版社2020年版,第307~316页。

② 数据来源于美联储网站, <https://www.federalreserve.gov/releases/z1/20211209/html/1209.htm>, 2022年1月11日。

日本票据市场中95%以上的票据为商业票据，参与票据市场交易的主要包括各类商业银行、信用金库、农村系统的金融机构、证券公司和短资公司等。

### （三）中国商业信用机制的短板

新中国从成立初期就将商业信用机制列入国营经济的禁止之列。1950年12月，政务院财政经济委员会出台了《货币管理办法》，其第25条规定，国营经济“各单位彼此间不得发生赊欠，借贷款及其他商业信用关系（如预付订货款项，开发商业期票均属之）”。<sup>①</sup> 1954年9月以后，公私合营的发展消解了资本主义工商业，随之抑制商业信用机制的覆盖面也扩展到全国。但是，批发性交易以赊购赊销方式展开是一个客观机制，国营企业之间难以避免。中国人民银行强调，国营工业之间存在的以预付款、预收款、产品赊销等形式发生的批发性交易引致了流动资金积压和浪费、财务计划混乱等现象，提议以银行结算取代之。1955年5月6日，国务院批转了《中国人民银行关于取消国营工业间以及国营工业和其他国营企业间的商业信用代以银行结算的报告》，<sup>②</sup> 由此，在中国的实践中，银行信用机制全面替代了商业信用机制。改革开放以后，在市场经济发展中，各类实体企业间基于批发性交易发生的赊购赊销现象愈加常见，这为商业信用的重新起步提供了客观条件。1984年12月4日，中国人民银行出台了《商业汇票承兑、贴现暂行办法》，其第2条指出：“本办法所称的商业汇票是指单位之间根据购销合同进行延期付款的商品交易时，开具的反映债权债务关系的票据。根据承兑人不同，分为商业承兑汇票和银行承兑汇票。”<sup>③</sup> 这标志着商业汇票的发展有了最初的制度保障。1991年9月24日，《中国人民银行关于加强商业汇票管理的通知》指出，“商业汇票自推行以来，对疏导和管理商业信用，搞活资金，促进商品流通发挥了积极的作用。但近年来有些企业和银行为套取资金，违反规定签发、承兑和贴现商业汇票；有的银行对已承兑的汇票随意宣布无效或到期拒绝支付；有的银行为抵销债务，伙同企业单位骗取银行承兑汇票办理贴现，致使产生业务纠纷，甚至发生经济案件，造成资金损失”，为此，强调“银行承兑和贴现的票据必须是国营企业、集体所有制工业企业之间为商品交易而签发的商业汇票”，即“真实票据”原则。<sup>④</sup> 1996年1月

① 政务院财政经济委员会编：《中央财经政策法规汇编（第2辑）》，新华书店1951年版，第556页。

② 《中华人民共和国国务院公报》1955年第9号（总第12号），第335~339页。

③ 《商业汇票承兑、贴现暂行办法》，<https://china.findlaw.cn/gongsifalv/piaojufalv/piaojufalv/pjfl/12782.html>，2022年1月10日。

④ 《中国人民银行关于加强商业汇票管理的通知》，<https://www.pkulaw.com/chl/43fc43b053433331bdfb.html>，2022年1月10日。

1日开始实施的《票据法》第19条规定,“汇票是出票人签发的,委托付款人在见票时或者在指定日期无条件支付确定的金额给收款人或者持票人的票据。汇票分为银行汇票和商业汇票”;同时,在其他条款对汇票的签发、背书、承兑、保证和付款等做出了规定。<sup>①</sup> 但该《票据法》中只有“银行本票”,没有“商业本票”。1997年8月21日,中国人民银行发布的《票据管理实施办法》第8条规定,“商业汇票的出票人,为银行以外的企业和其他组织”,向银行申请办理商业承兑汇票的出票人必须“在承兑银行开立存款账户”且“资信状况良好,并具有支付汇票金额的可靠资金来源”;第10条规定,向银行申请办理票据贴现的商业汇票的持票人,必须“在银行开立存款账户”且“与出票人、前手之间具有真实的交易关系和债权债务关系”。<sup>②</sup> 在商业票据交易市场欠缺的条件下,持票人通过出让商业票据获得对应资金的基本路径只能是贴现,由此,在将商业票据开出、承兑等纳入银行系统的同时,强化了银行信用机制对商业信用的管控。2009年10月16日,中国人民银行发布的《电子商业汇票业务管理办法》第2条规定:“电子商业汇票分为电子银行承兑汇票和电子商业承兑汇票。电子银行承兑汇票由银行业金融机构、财务公司(以下统称金融机构)承兑;电子商业承兑汇票由金融机构以外的法人或其他组织承兑。”<sup>③</sup> 从这些文件的规定可以看到:第一,“商业汇票”已逐步演变为内涵模糊的范畴。它既包括建立在商业信用基础上的商业承兑汇票,也包括建立在银行信用基础上的银行承兑汇票,由此,商业汇票的数量增加、品种增多和交易程度变化等都很难清晰地反映商业信用机制(从而商业信用体系)的发展状况。在中国人民银行每月公布的“社会融资规模”数据中只有“未贴现银行承兑汇票”,并无“未贴现商业承兑汇票”;在实际操作中,商业承兑汇票集中在大型企业集团内部成员之间,集团成员之外的情形不多。第二,缺乏商业本票,即缺乏由货物的买方(债务人)向货物的卖方(债权人)开出的商业票据,只存在货物的卖方(债权人)向货物的买方(债务人)开出的、命令其向第三人(或持票人)支付约定款项的承兑汇票,这就使得商业票据的运用条件和场景复杂化。第三,商业信用机制的金融工具较为单一。中国实践中的商业信用工具主要局限于“商业汇票”,不论是与19世纪的欧洲

① 《中华人民共和国票据法》, [http://www.law-lib.com/law/law\\_view.asp?id=271](http://www.law-lib.com/law/law_view.asp?id=271), 2022年1月10日。

② 《票据管理实施办法》, <http://www.pbc.gov.cn/zhifujiesuansi/128525/128527/2829093/index.html>, 2022年1月10日。

③ 《中国人民银行令〔2009〕第2号(电子商业汇票业务管理办法)》, <http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144957/3590844/index.html>, 2022年1月10日。

相比还是与 20 世纪的美、日等国相比，都显得过于单调，远未形成实体经济部门的横向金融系统。

#### 四、以纵向金融系统替代横向金融系统的弊端

1948 年 12 月 1 日中国人民银行的成立标志着新中国金融体系的起步。七十多年来，随着经济快速发展，中国建立了以银行信用为基础、间接金融为主的金融体系。它有三个主要特征。一是持续扩张的货币创造。在信用货币时代，银行可利用“存款创造贷款、贷款创造存款”的信用机制持续地创造信用货币。2020 年底，中国人民银行“货币发行”达 89823.29 亿元，<sup>①</sup> 广义货币（M2）达到 2186795.89 亿元，<sup>②</sup> 银行系统通过存贷款机制创造的派生货币达到 2096972.60 亿元（是货币发行余额的 23.35 倍）。这些货币数量在服务实体经济、支持中国经济发展的同时，也留下了一系列尚待进一步解决的问题。二是银行业占据金融体系的主体地位。随着信用货币的持续创造，银行业的资产占金融业机构总资产的比重不断提高。2020 年第四季度，中国银行业的资产总额达到 3197417 亿元，<sup>③</sup> 远远超过了证券业、保险业、信托业、租赁业和资产管理业等的总和，以间接金融为主的格局持续强化。三是实体经济对银行借贷资金的依赖程度不断提高。2020 年底，社会融资规模存量为 284.75 万亿元，其中，“人民币贷款”为 171.60 万亿元（占比 60.26%）。<sup>④</sup> 此外，“外币贷款”“委托贷款”“信托贷款”“企业债券”“政府债券”等融资额也与银行机制有密切的内在关联。就国内经济大循环而言，银行系统有聚集资金、分配资金和调度资金等功能，可以从纵向将资金输入实体经济部门，满足经济运行和经济发展的资金需求，但从实体企业的微循环和实体经济部门的中循环看，在横向金融系统缺失的条件下，也存在着诸多仅靠纵向金融系统难以破解的堵点、痛点和难点。

##### （一）横向金融系统缺失下经济循环的变异

第一，货款回流成为微循环的堵点。商品销售、货款回流是保障实体

① 数据来源于中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2021/01/2021011909524821756.pdf>，2022 年 1 月 10 日。

② 数据来源于中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2021/01/2021011909524819782.pdf>，2022 年 1 月 10 日。

③ 数据来源于中国银保监会网站，<http://www.cbirc.gov.cn/cn/view/pages/ItemDetail.html?docId=966726&itemId=954&generaltype=0>，2022 年 1 月 10 日。

④ 数据来源于中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2021/05/2021051317183754499.pdf>，2022 年 1 月 10 日。

企业微循环的关键环节，在供过于求的买方市场条件下更是如此。但进入21世纪以来，在中小微企业的经营运作中屡屡发生货款被拖欠的现象，且有愈演愈烈的态势。中小微企业生产的商品主要有三个去向，即销售给大型企业、销售给在建工程项目和销售给消费者。货款被拖欠的现象主要发生在前两个场合。货款被拖欠的财务含义是，作为供货方的中小微企业，在将货物供给作为买方的大型企业或工程建设方以后，后者并未及时地将货款如数支付给供货方，由此，供货方只好将被拖欠的货款计入“应收账款”科目。应收账款是中小微企业的资产价值的构成部分，但不属于它们内源融资的资金来源，也不是维持简单再生产所能动用的资产。由此，它们通常只有两种选择。一是在难以融入新资金的条件下，一些中小微企业只能在可动用资产减少的条件下展开规模萎缩的再生产。一旦货款持续被拖欠，它们就会由于难以如期支付员工工薪、购买生产资料，或由于其他原因陷入破产倒闭境地，那么，就连追讨货款乃至提起诉讼的法人资格都可能失去。二是向商业银行等金融机构申请贷款，弥补由货款被拖欠引致的资金缺口，以维持投入再生产所需的资产量。如果说在第一次申请贷款时中小微企业的资产质量尚好（尚有较充足的可抵押净资产）的话，那么，随着货款被拖欠的次数增加和时间延续，它们的资产质量不免持续降低，获得贷款的难度也随之不断提高。同时，此类贷款的增加，既意味着中小微企业的资产负债率提高，也意味着应收账款风险向商业银行等金融机构转移。

中小微企业融资难、融资贵是中国经济金融运行中的一个突出现象。在破解这一难题时，人们主要从商业银行等金融机构投放贷款的数额和便利程度等方面展开分析，极少论及中小微企业的货款长期被拖欠这一严峻现实。表4列示了1998年、2000年、2005—2019年中国规模以上工业企业的应收账款相关数据。其中，反映了三个情形：一是在21年间，规模以上工业企业的资产增长了10.08倍，应收账款却增长了11.39倍。二是应收账款占资产的比重在2008年之后的11年间呈现总体上升趋势。与2008年相比，2019年的应收账款绝对额增加了112364.6亿元，增长了2.56倍（快于资产增长速度）。三是应收账款占负债的比重在2008年之后的11年间呈现总体上升趋势，2019年达到22.95%。“规模以上工业企业”涵盖了大型工业企业，同时，在应收账款统计中剔除了重复计算，可能将规模以上工业企业之间的一部分应收账款舍去了。如果将规模以下工业企业（即小微工业企业）的应收账款纳入，那么，小微工业企业货款被拖欠的情形可能比表4中的数据反映的情形更加严重。这些情形突出表现了在经济微循环中存在的严重堵点。这一问题如果不能得到有效解决，则不

仅严重影响国内大循环的畅通，也将严重影响工业企业的全员劳动生产率的提高。<sup>①</sup>

**表 4 1998 年、2000 年、2005—2019 年中国规模以上工业企业的应收账款情况**  
单位：亿元，%

年份	资产总计	负债总计	资产负债率	应收账款	应收账款占资产的比重	应收账款占负债的比重
1998	108821.9	69363.8	63.74	12612.7	11.59	18.18
2000	126211.2	76743.8	60.80	14789.8	11.72	19.27
2005	244784.3	141509.8	57.81	26646.2	10.88	18.83
2006	291214.5	167322.2	57.46	31692.2	10.89	18.94
2007	353037.4	202913.7	57.48	38690.6	10.96	19.07
2008	431305.6	248899.4	57.71	43933.8	10.19	17.65
2009	493692.9	285732.8	57.88	51399.8	10.41	17.99
2010	592881.9	340396.4	57.41	61441.2	10.36	18.05
2011	675796.9	392644.6	58.10	70502.0	10.43	17.96
2012	768421.2	445371.8	57.96	84043.1	10.94	18.87
2013	870751.1	505694.3	58.08	97402.7	11.19	19.26
2014	956777.2	547031.4	57.17	107437.0	11.23	19.64
2015	1023398.1	579310.5	56.61	117246.3	11.46	20.24
2016	1085865.9	606641.5	55.87	126847.2	11.68	20.91
2017	1121909.6	628016.3	55.98	135645.1	12.09	21.60
2018	1153251.2	653871.3	56.70	146083.8	12.67	22.34
2019	1205868.9	681085.1	56.48	156298.4	12.96	22.95

资料来源：《中国统计年鉴·2020》，中国统计出版社 2020 年版，第 410 页。

在贷款难以如期回流的条件下，中小微企业缺乏足够的资金每月按期支付员工工资，由此，拖欠工资就成为贷款被拖欠的派生现象。2006 年 1 月 31 日，出台了《国务院关于解决农民工问题的若干意见》（国发〔2006〕5 号），强调“维护农民工权益是需要解决的突出问题”，要“严格规范用人单位工资支付行为，确保农民工工资按时足额发放给本人，做到工资发放月清月结或按劳动合同约定执行。建立工资支付监控制度和工资保证金制度，

<sup>①</sup> 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和 2035 年远景目标纲要》提出，“十四五”时期应实现“全员劳动生产率增长高于国内生产总值增长”的发展目标。

从根本上解决拖欠、克扣农民工工资问题”。<sup>①</sup> 但此后10年,这一问题在实践中并未得到有效解决。2016年1月17日,出台了《国务院办公厅关于全面治理拖欠农民工工资问题的意见》(国办发〔2016〕1号),强调“解决拖欠农民工工资问题,事关广大农民工切身利益,事关社会公平正义和社会和谐稳定”,要求“全面落实企业对招用农民工的工资支付责任,督促各类企业严格依法将工资按月足额支付给农民工本人,严禁将工资发放给不具备用工主体资格的组织和个人”。<sup>②</sup> 但这些举措在实施中并未取得预期效果。鉴于此,2019年12月4日,国务院出台了《保障农民工工资支付条例》,具体规定了农民工工资的支付形式、清偿、监督检查等,同时,明确了各责任单位的职责。<sup>③</sup> 但拖欠农民工工资的主要原因在于中小微企业的货款(包括劳务款,下同)被拖欠,中小微企业的货款被拖欠的问题不解决,农民工工资被拖欠的问题也很难得到有效破解。因此,2020年7月5日,国务院出台了《保障中小企业款项支付条例》,明确规定:“机关、事业单位和大型企业不得要求中小企业接受不合理的付款期限、方式、条件和违约责任等交易条件,不得违约拖欠中小企业的货物、工程、服务款项。”<sup>④</sup> 上述这一系列文件的出台反映了中小微企业货款被拖欠这一堵点的历时之久和程度之重。

第二,定期存款激增。中小微企业融资难的内在含义是外源融资的融资渠道窄、融资数量少、融资价格高、融资条件严和融资风险大。其中,最主要的是融资数量少,即它们通过各种渠道获得的融资数量难以满足微循环中的扩大再生产需要。但表5的数据似乎并不支持这种观点。从GDP增长率与存款余额增长率来看,2005—2020年,只有2014年、2018年和2019年非金融企业的存款余额增长率低于GDP增长率,其他年份其存款余额增长率均高于GDP增长率。与2005年相比,2020年的GDP数额从187318.9亿元增加到1015986.2亿元(增长了4.42倍),<sup>⑤</sup> 非金融企业的存款余额从

① 《国务院关于解决农民工问题的若干意见》(国发〔2006〕5号), [http://www.gov.cn/zhuanti/2015-06/13/content\\_2878968.htm](http://www.gov.cn/zhuanti/2015-06/13/content_2878968.htm), 2022年1月10日。

② 《国务院办公厅关于全面治理拖欠农民工工资问题的意见》(国办发〔2016〕1号), [http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-01/19/content\\_5034320.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2016-01/19/content_5034320.htm), 2022年1月10日。

③ 《保障农民工工资支付条例》, [http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-01/07/content\\_5467278.htm](http://www.gov.cn/zhengce/content/2020-01/07/content_5467278.htm), 2022年1月10日。

④ 《保障中小企业款项支付条例》, [http://www.gov.cn/zhengce/2020-12/27/content\\_5573275.htm](http://www.gov.cn/zhengce/2020-12/27/content_5573275.htm), 2022年1月10日。

⑤ 数据来源于国家统计局网站, <http://www.stats.gov.cn/tjsj/ndsj/2021/indexch.htm>, 2022年1月10日。

101750.55 亿元增加到 660180.23 亿元（增长了 5.49 倍）。因此，很难证明实体企业资金紧缺。但是，如果不是停留于“存款余额”而是进一步分析“活期存款余额”和“定期存款余额”，则情形就大相径庭了。活期存款是实体企业随时可动用的资金，它的来源主要包括销售收入（内源融资依此而定）、银行贷款、发债发股、销售资产等，它的使用主要包括购买原材料和设备、支付员工工薪、缴纳税收、进行固定资产投资和购买金融资产等。活期存款余额的变化直接反映实体企业的支付能力。2005—2020 年，非金融企业的活期存款余额增长率有 8 年高于 GDP 增长率、8 年低于 GDP 增长率，总体来看，16 年增长了 2.83 倍，明显低于 GDP 的增长倍数。这反映了非金融企业的资金紧缺状况，尤其是 16 年间有 3 年的活期存款余额增长率为负值，这更使实体企业感到资金紧缺。与活期存款余额的变化相反，2005—2020 年，非金融企业的定期存款余额增长了 10.44 倍，不仅远远高于活期存款余额的增长，而且明显高于 GDP 的增长。定期存款余额占存款余额的比重从 2005 年的 34.92% 上升到 2020 年 61.58%。对存款人来说，定期存款是在存期内不动用的资金，那么，非金融企业将如此巨额的资金存放于“定期”之中且年年增加是何道理？实体企业究竟缺少资金还是不缺少资金，就成为一个有待破解之谜。更加令人费解的是，2020 年在应对新冠肺炎疫情突袭和复工复产过程中，银行系统加大了新增贷款的投放量，“境内贷款”从 2019 年底的 1525755 亿元增加到 2020 年的 1721356 亿元，新增量达 195601 亿元（创了历史新高），<sup>①</sup> 但同期非金融企业的存款余额中的“活期存款余额”仅增加了 11111.58 亿元，“定期存款余额”却增加了 53703.67 亿元，由此，大大减弱了应对抗疫复产所投贷款的效应。资金的生命在于运动（或流动），如此巨额资金存放于“定期存款”中停止了运动，意味着这些资金失去了最基本的经济功能，从而揭示了资金运动中的堵点。

表 5 2005—2020 年中国非金融企业存款及其增长率情况

单位：亿元，%

年份	GDP 增长率	存款 余额	增长率	活期存款 余额	增长率	定期存款 余额	增长率
2005	11.4	101750.55	13.76	66222.96	7.09	35527.59	28.70
2006	12.7	118851.66	16.81	77744.82	17.40	41106.84	15.70
2007	14.2	144814.14	21.84	95500.88	22.84	49313.26	19.96
2008	9.7	164385.79	13.52	101790.78	6.59	62595.01	26.93

<sup>①</sup> 国家统计局编：《中国统计摘要·2021》，中国统计出版社 2021 年版，第 166 页。

续表 5

年份	GDP 增长率	存款 余额	增长率	活期存款 余额	增长率	定期存款 余额	增长率
2009	9.4	224357.03	36.48	139997.29	37.53	84359.74	34.77
2010	10.6	252960.27	12.75	164536.07	17.53	88424.20	4.82
2011	9.6	313980.93	24.12	145811.04	-11.38	168169.89	90.19
2012	7.9	345123.67	9.92	147955.75	1.47	197167.93	17.24
2013	7.8	380069.51	10.13	151994.41	2.73	228075.10	15.68
2014	7.4	400420.22	5.35	150110.68	-1.24	250309.54	9.75
2015	7.0	430247.43	7.45	174586.41	16.31	255661.02	2.14
2016	6.8	502178.44	16.72	215106.82	23.21	287071.63	12.29
2017	6.9	542404.58	8.01	237887.75	10.59	304516.83	6.08
2018	6.7	562976.21	3.79	236190.12	-0.71	326786.09	7.31
2019	6.1	595364.97	5.75	242504.15	2.67	352860.82	7.98
2020	2.3	660180.23	10.89	253615.73	4.58	406564.49	15.22

资料来源：国家统计局网站、中国人民银行网站。

一个需要深究的问题是，以“定期存款”方式存在的如此巨额的闲置资金究竟是哪些（或哪类）企业持有的？假定这些“定期存款”是由大型企业（和工程项目建设发包方）等机构持有的，那么，可选择的答案只能是，非金融企业的存款余额在大型企业（和工程项目建设发包方）等机构与中小微企业之间的分布严重不均衡。这种不均衡现象的存在，既有银行贷款配置不均衡的成因，也有大型企业（和工程项目建设发包方）等机构拖欠中小微企业贷款的成因。就后一成因而言，更加凸显了中小微企业微循环不畅通中的机制矛盾，而从国际比较看，此类机制矛盾在市场经济发达的国家中基本不存在。

第三，委托贷款乱象频出。实体企业间的借贷历史悠久。在欧洲，13世纪以后，随着经济活跃程度的提高，与商业信用发展的进程相一致，在手工业作坊之间和手工业与商业之间就已经出现了建立在货物贸易基础上的资金借贷。18世纪以后，在第一次产业革命和第二次产业革命时期，实体企业基于产业关联上下游链条的资金借贷更是快速发展。在中国，20世纪50年代初期就明令禁止实体企业间的资金借贷等商业信用活动。在建立了以银行信用为基础的纵向金融系统之后，更是将资金借贷列入银行系统的专有经营权。进入改革开放时期，随着多种经济成分的成长，委托贷款开始成为信托公司的一项重要业务。1986年12月24日，中国人民银行出台的《金融信托投资机构资金管理暂行办法》规定，“信托机构的投资或贷款分为委托和

信托两类”，“委托投资或贷款，系委托人指明项目的投资或贷款，为代理业务。投资或贷款的经济责任由委托人承担。资金由委托人提供”。<sup>①</sup> 由此，通过信托公司的渠道，实体企业间的委托贷款重新问世。在突破了禁止实体企业间资金借贷的同时，将这种借贷机制从直接金融转向了间接金融。1993年3月8日出台的《中国人民银行关于金融信托投资公司委托贷款业务规定》进一步指出，信托公司的委托贷款，是“信托公司作为受托人，按照委托人的意愿，用委托人的资金，以信托公司的名义发放的贷款”；“委托贷款的对象、用途、项目、期限、利率、受益人等均由委托人指定，其风险由委托人承担”。<sup>②</sup> 到1995年，委托贷款数额达到了1461.8亿元，占商业银行对非金融部门贷款余额（51667.1亿元）的比重达到2.8%。<sup>③</sup> 1996年6月28日，中国人民银行出台的《贷款通则》规定：“委托贷款，系指由政府部门、企事业单位及个人等委托人提供资金，由贷款人（即受托人）根据委托人确定的贷款对象、用途、金额、期限、利率等代为发放、监督使用并协助收回的贷款。贷款人（受托人）只收取手续费，不承担贷款风险。”<sup>④</sup> 由此，“受托人”转变为“贷款人”，这意味着信托公司将不再是从事委托贷款业务的唯一金融机构，从而为商业银行开展这一业务留下了“后门”。2000年4月5日，中国人民银行办公厅发布的《关于商业银行开办委托贷款业务有关问题的通知》规定，“委托贷款是指由政府部门、企事业单位及个人等委托人提供资金，由商业银行（即受托人）根据委托人确定的贷款对象、用途、金额、期限、利率等代为发放、监督使用并协助收回的贷款。商业银行开办委托贷款业务，只收取手续费，不得承担任何形式的贷款风险”，<sup>⑤</sup> 中国人民银行对商业银行开办委托贷款业务实行备案制。这标志着，办理委托贷款业务的金融机构从信托公司向商业银行转变。此后，委托贷款数额快速增长，到2017年底委托贷款余额达到13.97万亿元，占社会融资规模存量（174.71万亿元）的8%，<sup>⑥</sup> 成为实体企业融入资金的一个不可忽视的渠道。为了突破新增贷款规模的管控，一些商业银行将信贷资金混入委

① 《金融信托投资机构资金管理暂行办法》，[http://www.110.com/fagui/law\\_103615.html](http://www.110.com/fagui/law_103615.html)，2022年1月8日。

② 《中国人民银行关于金融信托投资公司委托贷款业务规定》，<https://law.lawtime.cn/d512038517132.html>，2022年1月10日。

③ 中国金融学会编：《中国金融年鉴·1996》，中国统计出版社1996年版，第419、410页。

④ 《贷款通则》，[http://www.law-lib.com/law/law\\_view.asp?id=15263](http://www.law-lib.com/law/law_view.asp?id=15263)，2022年1月10日。

⑤ 《关于商业银行开办委托贷款业务有关问题的通知》，<http://www.pbc.gov.cn/tiaofasi/144941/144959/2818004/index.html>，2022年1月10日。

⑥ 数据来源于中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2018/04/2018041811054710600.pdf>，2022年1月10日。

托贷款，从而加大了监管的难度和金融风险。鉴于此，在整治金融乱象的过程中，2018年1月5日，中国银监会出台了《商业银行委托贷款管理办法》，再次强调，“委托贷款，是指委托人提供资金，由商业银行（受托人）根据委托人确定的借款人、用途、金额、币种、期限、利率等代为发放、协助监督使用、协助收回的贷款”，“商业银行应对委托贷款业务与自营贷款业务实行分账核算”，“商业银行审查委托人资金来源时，应要求委托人提供证明其资金来源合法合规的相关文件或具有同等法律效力的相关证明，对委托人的财务报表、信用记录等进行必要的审核”，“商业银行受托发放的贷款应有明确用途，资金用途应符合法律法规、国家宏观调控和产业政策”。<sup>①</sup> 委托贷款余额在整治中有所下降，到2020年底减少到11.06万亿元，占社会融资规模存量（284.75万亿元）的比重降低到3.88%。<sup>②</sup>

资金是稀缺性金融资源，这意味着任何一家实体企业都不可能随意将其借贷给陌生的对手方。在中国的委托贷款中，实体企业的动因主要由产业关联和股权关联构成。钱雪松等的研究发现，实体企业间基于股权关联的委托贷款有利于降低贷款利率；<sup>③</sup> 艾伦（Allen）等的研究发现，实体企业间基于产业关联的资金借贷可以显著降低贷款利率。<sup>④</sup> 问题在于，既然实体企业间的资金借贷建立在产业关联、股权关联等基础上，又贯彻着商业信用机制，其安全程度明显高于银行信用，那么，为什么需要将这种横向金融活动通过“委托”给商业银行而转变为纵向金融活动，从而既提高了实体企业间资金借贷的难度和成本，又增加了相关商业银行（作为受托人）的风险？一个可能的解释是，为了保障银行系统对资金借贷的可控程度。

第四，公司债券发行的银行信用化。发行公司债券是实体企业外源融资的一个重要路径。从本源上看，公司债券属于直接金融工具，它不来自银行信用机制，而是建立在商业信用基础上。在13世纪以后的欧洲经济发展中，先有商业票据后有公司债券的历史逻辑表明了公司债券建立在相关实体企业的产业关联等基础之上。在通常情况下，实体企业购买的是它们在经营活动中比较熟悉的上下游公司发行的债券，运用产业关联、技术关联、信息关联和市场关联等机制保障债券投资的安全性，而并不倾向于购买那些陌生公司

① 《银监会关于印发商业银行委托贷款管理办法的通知》，[http://www.gov.cn/xinwen/2018-01/07/content\\_5254065.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2018-01/07/content_5254065.htm)，2022年1月10日。

② 数据来源于中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2021/05/2021051317183754499.pdf>，2022年1月10日。

③ 钱雪松、袁梦婷、孔东民：《股权关联影响了企业间信贷价格吗——基于我国上市公司委托贷款数据的经验分析》，《金融研究》2013年第9期，第165~179页。

④ Franklin Allen, Yiming Qian and Guoqian Tu et al., *Entrusted Loans: A Close Look at China's Shadow Banking System*, *Journal of Financial Economics*, Vol. 133 (1), 2019, pp. 18-41.

发行的债券。公司债券作为直接金融工具，“直接”反映资金供给者与资金需求者通过公司债券而连接的关系，但这种“直接”机制在银行信用中是不存在的。在中国，实体企业发行的债券主要由商业银行等金融机构购买、持有和交易，实体企业和城乡居民难以介入，由此，公司债券由建立在商业信用基础上的直接金融工具转变为建立在银行信用基础上的间接金融工具。在这种转变中，公司债券所实现的发债人与上下游企业之间的关联机制被完全切断了，成为一种与实体产业链无任何联系的金融工具，其功能仅限于为发债人融入对应的资金；同时，对商业银行而言，公司债券不再是贷款的替代品，而是在更大程度上成为贷款的补充品。

## （二）横向金融系统被替代对纵向金融系统的负面影响

上述这些情形的持续发生，反映了纵向金融系统替代横向金融系统过程中出现的种种扭曲。这些扭曲现象不仅增加了金融体系和实体经济的运行成本，而且通过纵向金融系统又延伸出了一系列负面效应。

第一，货币供应量居高不下。在商业信用机制严重缺失的条件下，为了保障实体企业微循环和实体经济部门中循环对资金的需求，纵向金融系统只能运用银行信用的资金膨胀机制，增加商业银行创造的派生货币，持续地用银行资金填补商业信用机制的空缺，由此，大大推高了货币供应量。一个长期令中外学者困惑的现象是，中国的 M2/GDP 的值居高不下，到 2020 年已达到 215.24%。<sup>①</sup> 对此，一些人曾认为，中国存在着严重的货币超发现象，它必然引致通货膨胀，因此，应长期坚持从紧的货币政策。但在现实中，进入 21 世纪以来，除了由农产品临时性短缺引致的几次 CPI 增长率暂时性上行外，中国并没有发生持续的通货膨胀（更没有发生恶性通胀）。在“货币超发论”难以解释 M2/GDP 的值持续上行的效应后，一些人又提出了“货币迷失论”，以解释中国 M2 高企的内在逻辑。但 M2 中的每一分钱都关系着持有人的利益，它不可能“迷失”到经济金融活动之外，因此，“货币迷失论”的解释依然苍白。从商业信用缺失和银行信用替代角度，则能够较好地解释 M2 高企的原因和 M2 持续增加的效应。从贷款回流堵点引致应收账款增加这一现象来看，在缺乏商业票据作为保障贷款回流机制的条件下，货物的卖方为了保障简单再生产，只能向商业银行申请与借贷数额对应的贷款，由此，在“贷款转存款”的机制作用下，银行存款（从而 M2）的数额就增加了。同时，由于拖欠贷款存在一定的普遍性，为了保就业、保市场主体，政府部门也会要求商业银行加大对中小微企业的贷款力度，缓解融资难的状况。表 4 显示，规模以上工业企业在 2019 年的应收账款为 156298.4 亿元，

<sup>①</sup> 笔者根据中国人民银行网站和《中国统计年鉴·2021》的数据计算得出。

但现实中各类实体企业的应收账款明显大于此数，这意味着因替代应收账款，商业银行通过贷款创造的存款货币就将增加15万亿元以上。从定期存款来看，它是存款人在存期内不可动用的资金（如果要动用，需要先将定期存款转为活期存款），持有定期存款的实体企业在需要短期资金时，以定期存款为抵押向商业银行申请对应数额的短期贷款，对商业银行而言，这在通常情况下是可行的。假定表5中2020年的“定期存款余额”406564.49亿元均通过抵押获得了对等的短期贷款，则意味着因替代定期存款，商业银行又创造了40万亿元以上的存款货币。银行贷款替代委托贷款的机制与替代定期存款的机制相仿，由此，2020年11.06万亿元的委托贷款通过抵押贷款又将增加11万亿元以上的存款货币。在商业银行等金融机构从发行市场购买公司债券的场合，购债资金来源于商业银行，它与商业银行通过贷款投放资金有着相同的机理。由此，发债人获得发债资金并将其存入商业银行，商业银行系统中的存款余额就对等地增加了。2020年底，社会融资规模存量中的“企业债券”为27.55万亿元，<sup>①</sup>这意味着负债企业获得了对等数额的资金并将其存入了商业银行账户。将上述资金加总，通过银行信用替代的商业信用规模至少达到了94.89万亿元。如果从2020年的M2中减去这些数额，则M2/GDP的值将从215.24%降低到121.84%。不难看出，实际上，中国M2数额居高不下的主因在于银行信用替代了商业信用，因此，只要这种替代趋势不改变，中国M2/GDP的值还将不可逆转地进一步上升。

第二，实体经济部门的负债率提高。对实体企业而言，源自商业银行等金融机构的贷款均为债务性资金。因此，在纵向金融系统替代横向金融系统的过程中不可避免地产生实体经济部门的负债率上行的现象。在贷款被拖欠的情况下，卖方在商品销售中本无增加负债的机制，但贷款被拖欠后，为了维持再生产而向商业银行等金融机构借入资金，也就相应地扩大了负债规模；在定期存款的情况下，存款人本无增加负债资金的必要，但因定期存款不可动用却可抵押，通过向商业银行等金融机构借入短期流动资金使得债务规模扩大；在委托贷款的情况下，资金供给方本无增加负债的因由，但在将委托贷款向商业银行等金融机构抵押借入短期流动资金时，还是对应地增加了债务。这些现象随着实体企业经营运作规模的扩大而增加，在资本性资金（即净资产）的增长速度赶不上债务性资金增长速度的条件下，实体经济部门的负债率将趋于提高。在表4中，规模以上工业企业的应收账款占资产的比重和占负债的比重分别从2012年的10.94%和18.87%提高到2019年的12.96%和22.95%，由此推高了资产负债率。

<sup>①</sup> 数据来源于中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2021/05/2021051317183754499.pdf>，2022年1月10日。

第三，金融风险向商业银行聚集。分散和化解风险是金融运作的题中之义。从市场运作的角度看，金融主要通过跨期配置、权益交易、资产组合等机制管理风险、分散风险和化解风险。在横向金融系统中，实体企业彼此间的债务风险呈现点状分布，它们一般可通过市场机制予以化解，在极端条件下也可通过企业破产、债转股、公司并购等方式予以化解。但在纵向金融系统替代横向金融系统的过程中，这些风险向银行系统聚集，集中表现为银行不良贷款的形成，有聚沙成塔的效应。截至2021年3月，银行系统核销的不良贷款已达5.46万亿元，<sup>①</sup>其中，仅2019年1月以后核销的不良贷款就高达2.42万亿元。<sup>②</sup>随着抗疫和复工复产期间展期贷款的到期，不良贷款的情形还将进一步显现，这将使银行系统的风险压力进一步加大。

## 五、发展横向金融系统的对策建议

促进国内大循环，需要有一个纵横金融系统相辅相成、相得益彰的金融体系。它以有效发挥实体经济内生的商业信用机制为基础，保障实体企业经营运作的微循环畅通无阻，同时，充分发挥银行信用的资金扩张功能和货币政策的调控功能，保障宏观经济的行稳致远。在纵向金融系统相对成熟的条件下，关键在于加快发展以商业信用机制为基础的横向金融系统，弥补中国金融体系的短板。

第一，突破“金融是金融机构专有权”的观念约束。长期以来，在中国的经济实践中形成了一种“金融活动是金融机构特许经营的专有权”的理念，似乎各种金融运作只有在金融机构介入的条件下方能开展。但不论是历史事实还是实体经济的发展实践都证明，金融活动源于实体企业经营运作。历史上，在尚未有以存贷款机制连接的银行信用之前，商业信用就已经是实体企业之间开展金融活动的基本机制。银行信用的产生和发展以商业信用为基础，没有商业信用的充分发展也就不可能有信用货币体系的形成。在现实中，实体企业间基于货物赊购赊销所内生的债权债务关系是不可避免的，是它们获得融资来源的第一渠道。在现代经济中，金融活动覆盖了各类经济主体的各类经济活动，但这并不意味着金融机构的经营运作有能力覆盖经济活动的方方面面，实际上，相当多的金融活动是在非金融机构之间开展的。金融服务于实体经济既要求商业银行等金融机构从外生角度提高服务实体经济发展的能力和水平，也要求建立在商业信用机制基础上的横向金融系

<sup>①</sup> 数据来源于中国人民银行网站，<http://www.pbc.gov.cn/diaochatongjisi/resource/cms/2021/12/2021121616493646672.pdf>，2022年1月11日。

<sup>②</sup> 笔者根据中国人民银行网站的数据计算得出。

统从内生角度提升服务实体经济发展的能力和水平。在金融供给侧结构性改革过程中，优化金融结构不仅要求商业银行等金融机构在金融产品、金融流程、金融创新和服务质量等方面适应实体经济发展的需要，而且要求进一步完善实体经济中内生的横向金融系统，提高实体企业的金融活动能力。与纵向金融系统相比，建立在商业信用基础上的横向金融活动几乎均为直接金融，由此，提高直接融资比重，不仅需要提高债券（尤其是公司债券）、股票等融资的比重，更要提高各种横向金融（包括商业票据、供应链金融等）的比重。

第二，规范和完善票据市场。1984年以后，尤其是1996年《票据法》实施以来，中国的票据市场有了一定的发展，在推进实体经济发展的资金融通中发挥着补充性作用。但在票据市场发展中也存在着一系列不规范的现象。一是名称混淆。银行承兑汇票与商业承兑汇票均汇集于“商业票据”之下，以至于难以区分银行信用支持的承兑汇票和商业信用支持的承兑汇票。在现实中，银行承兑汇票占商业汇票的比重明显大于商业承兑汇票。另外，一些以“商业承兑汇票”标识的票据实际上是货物购买方开给货物供给方的票据，具有商业本票的特点。二是商业票据性质混杂。《票据法》第10条规定：“票据的签发、取得和转让，应当遵循诚实信用的原则，具有真实的交易关系和债权债务关系。”<sup>①</sup>但在现实中，一些企业在缺乏真实交易背景下发行巨额融资性商业票据，年化利率高得离谱。三是开票者的资质缺乏认定。大中小型实体企业依经营运作需要在“商业票据”名下均可开出银行承兑汇票和商业承兑汇票，开票人的资质差异导致商业票据的资信差别甚大。四是利率高低差距甚大且波动频繁。商业汇票的利率应低于银行贷款利率，但在一些情形下（尤其是融资性票据）其利率明显高于银行贷款利率。五是票据交易市场分割。目前，中国的商业票据交易市场大致可分为银行间票据交易市场、银行与实体企业间票据交易市场和实体企业间票据交易市场三大类。银行间票据交易市场以上海票据交易所为主，银行与实体企业间、实体企业间的票据交易市场则以各种网络交易平台为主，它们各自的交易规则不尽相同。

规范和完善商业票据市场需要解决六个方面的问题。其一，规范名称。“名不正，则言不顺”，要规范商业票据市场，首先需要界定和标识各种商业票据，使各种商业票据的名称达到“名实相符”。规范名称需要有效解决三方面问题：一是将银行承兑汇票划出“商业票据”范畴，使“商业票据”回归商业信用的基础上；二是严格界定商业本票和商业承兑汇票，纠正借

<sup>①</sup> 《中华人民共和国票据法》，[http://www.law-lib.com/law/law\\_view.asp?id=271](http://www.law-lib.com/law/law_view.asp?id=271)，2022年1月10日。

“商业承兑汇票”之名行“商业本票”之实现象；三是对融资性商业票据实行专门标识，以免其与真实性票据相混淆。其二，推行商业本票。要打通中小微企业贷款被拖欠的堵点，最根本的解决方式是购货方在收到货物后及时开出商业本票，以保障供货方的再生产和微循环。由此，需要在《票据法》和相关制度中加入“商业本票”的规定。其三，建立开票人资质认证和管理机制。从中小微企业的产品用途看，除消费品外，主要是提供给大型企业和大型工程项目管理者，与此对应，商业本票也主要由这些主体开出。据此，应建立开票人资质认证和管理制度，纠正各类市场主体均可开出商业票据的混杂状况。其四，落实真实票据。在欧美等发达国家中，商业票据在发展中存在向融资性票据拓展的趋势。但在中国目前的条件下，应先落实真实交易机制，使商业票据建立在真正解决实体企业内源融资问题的基础上，服务于国内大循环。其五，加强票据市场的规范化建设。票据市场的规范化建设涉及多方面内容，主要包括：运用现代电子信息技术，依交易规则的差别推进多层次票据市场建设；依“公开、公平、公正”的原则，实行信息公开披露制度，发挥市场信息对开票人履约的监督作用；调整以商业银行为主的投资者结构，引入货币市场基金、养老基金及其他机构投资者，推进多元化投资者格局的形成。其六，坚决打击各种违法违规行为。例如，违法违规开具商业票据的行为、商业票据造假的行为、违规交易行为和信息虚假行为等。

第三，激活实体企业间的资金借贷机制。实体企业间的资金借贷通常在三种情形下发生。一是购销环节。建立在产业关联基础上的实体企业间形成了上下游供应链，为了使上游企业提供的产品数量能够满足自己的生产规模需求，下游企业也可能向上游企业提供一定数量的资金，以扩大其生产规模。二是联动创新。对大型设备（或装备）、现代信息技术集成的产品（包括电视机、电脑和手机等）的生产来说，供应链中通常有1家以集成、组装等为特征的主干（或核心）企业。在研制新产品的过程中，为了使上游企业提供的原料、零部件（包括元器件等）在技术上与其要求相适应，主干企业可能向上游企业提供一定数额的资金支持，以资助上游企业的技术研发和新产品开发。三是业务转型。一些企业在实施业务转型过程中可能向产业关联企业提供一定数额的资金，既用于探寻业务转型的技术路径和市场路径，又可提高关联企业对其业务转型的信心和配合程度。“十四五”期间，中国要整合优化科技资源配置、加强原创性引领性科技攻关、提升企业技术创新能力，激活实体企业间的资金借贷机制是不可或缺的。

“激活”实体企业间的资金借贷机制的含义有二：其一，实体企业间的资金借贷机制原本就已客观存在，只是受纵向金融系统的银行信用机制约束，未能得到有效利用；其二，“激活”的方式主要是放松对产业链中主干企业与上下游企业之间开展资金借贷的制度限制。就前一含义而言，一些人

担心一旦准许实体企业间的资金借贷行为就将引致资金借贷秩序的混乱（甚至欺诈横行），这种担忧实际上是不必要的。在西方国家，实体企业间的资金借贷已有几百年的历史，经过市场机制的洗礼，如今已成为实体企业间横向金融系统的重要组成部分。在现实中，对任何企业而言，资金都是稀缺的和宝贵的，资金富裕的企业（尤其是主干企业）通常只有在“必须”的条件下，才可能将资金借贷给与自己在产业、技术、信息和市场等方面有密切关联的企业，同时，还要调研这些企业的资产状况、业务状况及还款能力等，由此，这些借贷资金的还本付息基础比银行信贷要扎实得多。就后一含义而言，“激活”并非简单地放而不管，使其陷入“一放就乱、一乱就管、一管就死”的恶性循环之中。“激活”首先需要出台《贷款人条例》，具体规范实体企业的贷款人资质、贷款条件、贷款用途、本息偿付和贷款监管等一系列事项，使得实体企业间的横向贷款行为处于制度保障之下。

第四，完善公司债券市场机制。公司债券建立在商业信用基础上，属于“直接融资”范畴，但在向商业银行等金融机构发售的场合，它成为间接融资工具和银行贷款的补充品。要改变这种状况，使其回归直接融资本色，需要将公司债券的发行对象从商业银行等金融机构拓展为实体企业和城乡居民，削弱其在商业银行创造派生货币中的作用；需要强化资信评级和信息公开披露，保障债市投资者的权益；需要建立无形交易市场，降低交易成本；需要落实《破产法》，对那些到期难以还本付息的公司债券发行人实施破产清算；需要建立债权收购机制，维护债市运行的稳定。在公司债券回归直接融资路径的基础上，推行以资产收益为标的的资产证券化，进一步扩展实体企业间的横向金融机制，夯实债券市场的微观基础。

第五，完善金融监管机制。“十四五”期间要“健全风险全覆盖监管框架，提高金融监管透明度和法治化水平”，<sup>①</sup>就需要将金融监管的对象从以金融机构为主转变为以金融行为为主，既有效监管金融机构的金融活动，也充分监管非金融机构的金融活动，实现金融活动的监管全覆盖。金融监管应以有效管控和化解金融风险为重心，通过市场机制化解横向金融风险，抑制实体企业的金融风险向纵向金融系统的聚集。同时，通过纵向金融系统增强横向金融系统的功能，提高金融体系与实体经济的融合程度，推进实体经济、科学技术和人力资源协调发展，为守住不发生系统性风险打下坚实基础。

（责任编辑：任朝旺）

<sup>①</sup> 《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》，  
[http://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content\\_5592681.htm](http://www.gov.cn/xinwen/2021-03/13/content_5592681.htm)，2022年1月11日。