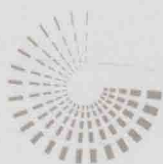


人民日报学术文库



方芳 等◎著

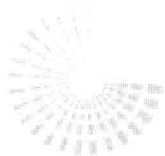
中国金融发展战略

——以跨越“中等收入陷阱”为视角

Zhongguo Jinrong Fazhan Zhanlüe

人民日报出版社

人民日报学术文库



方芳 等◎著

中国金融发展战略

——以跨越“中等收入陷阱”为视角

人民日报出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融发展战略：以跨越“中等收入陷阱”为视角 / 方芳等著. —北京：人民日报出版社，2015. 12
ISBN 978-7-5115-3035-6

I. ①中… II. ①方… III. ①金融事业—经济发展战略—研究—中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 285384 号

书 名：中国金融发展战略：以跨越“中等收入陷阱”为视角
著 者：方 芳 等

出 版 人：董 伟
责任编辑：曹 腾 高 亮
封面设计：中联学林

出版发行：人民日报出版社

社 址：北京金台西路 2 号

邮政编码：100733

发行热线：(010) 65369527 65369846 65369509 65369510

邮购热线：(010) 65369530 65363527

编辑热线：(010) 65369523

网 址：www. peopledailypress. com

经 销：新华书店

印 刷：北京天正元印务有限公司

开 本：710mm × 1000mm 1/16

字 数：229 千字

印 张：14.5

印 次：2016 年 1 月第 1 版 2016 年 1 月第 1 次印刷

书 号：ISBN 978-7-5115-3035-6

定 价：43.00 元

序

本书是以教育部人文社会科学重点研究基地重大项目——跨越“中等收入陷阱”的中国金融发展战略的研究成果为蓝本,我们在此基础上进行了修改,分别从国内维度和开放维度分析中国金融系统特性、市场结构功能以及政府参与下的金融发展战略行为;在金融系统特征分析中,对金融系统的脆弱性和传染性做出了量化评价;基于市场视角的分析从利率与市场准入、资本开放与本国国际化两大命题进行深入分析;而政府在金融战略中的功能分析则强调国内金融监管和国际竞合两大主题的理论阐述。

长期以来,中国增长主义导向的发展模式使得经济规模快速扩大。经过 30 多年的改革开放后,中国经济总量按照名义汇率计算已经成为世界第二大经济体。人均 GDP 水平也从 1978 年的 225 美元提升到 2014 年的 7485 美元,进入中等收入偏上国家的行列。过去 30 多年的以高速粗放为特征的增长模式,在新的经济背景下已经不能延续,中国迈入了一个以经济转型和产业升级为特征的经济“新常态”。新常态阶段也自然成为跨越“中等收入陷阱”的关键阶段。如果中国经济不能通过内生经济动力的持续推动来实现可持续增长,经济增长进程中积聚的旧有矛盾可能集中爆发,可能进入长期停滞、发展乏力、社会矛盾凸显的“中等收入陷阱”阶段。

从全球视野来看,世界经济格局正发生若干具有变革意义的新变化。首先,金融业发展和成熟程度已经科技创新、国际政治、国家实力的综合体现,成为现代经济发展的核心内容,并承担着重为科技创新提供资金支持和微观激励的重要职能;其次,全球经济正经历从以贸易为纽带到以贸易和金融为双重纽带的相互关

联过程中,金融已经跨越产业界限、跨越国别差异,将不同国家中的政府、企业和个人联系在一起,进而影响着区域经济、国际政治、国家战略格局的演变。再次,产业资本与金融资本的融合在为全球经济提供增长动力的同时,也使金融风险在不同产业和不同国家之间互动演变,使得金融系统在全球经济中的地位不断强化。正是因为金融在经济增长中的重要性,中国政府将金融发展和金融改革视为获得可持续经济增长动力的重要方向,并积极探索以期充分发挥其在中国经济中的核心作用。

从国际经验来看,金融体制改革的成败、金融发展战略的科学性和合理性在很大程度上决定了新兴经济体能否成功跨越“中等收入陷阱”,步入高收入国家行列。为深入研究跨越“中等收入陷阱”的中国金融发展战略,在梳理和分析现有文献的基础上,我们组织了中国人民大学产业经济、金融市场和国际经济等研究方向的青年教师和博士研究生参与相关理论和政策的研究,并获得了若干研究结论。参加本书写作的有:第一、二章(赵净),第三、四章(夏晓华、何石军),第五章(方芳、艾子健),第六章(方芳、辛向媛),第七章(赵净、夏晓华、方芳),全书最后由方芳修改和定稿。本书的出版,得到了教育部人文社会科学重点研究基地重大项目的支持,人民日报出版社的编辑曹腾、高亮也为本书的出版给予了热情的帮助,在此一并衷心感谢。

目 录

CONTENTS

导 言	1
一、研究的逻辑	2
二、发展中国家金融系统特征分析	3
(一) 金融脆弱性	3
(二) 危机的传染性	4
(三) 利率与市场准入的管制	4
(四) 资本开放与本国国际化的有限性	5
(五) 国际金融监管合作力量仍单薄	5
 第一章 “中等收入国家(地区)”金融系统的内在特征:脆弱性分析	7
一、中等收入国家(地区)金融脆弱性的现实背景	7
(一) 宏观经济背景	7
(二) 金融自由化背景	8
(三) 金融国际化背景	9
(四) 金融监管背景	10
二、研究方法与研究过程	11
(一) 研究样本的选择	11
(二) “中等收入陷阱国家(地区)”金融体系脆弱性测评	16
(三) 金融脆弱性指数的选择	18
(四) 金融脆弱性指数的构建	20
三、研究对象的金融体系脆弱性研究	21

(一) 马来西亚	21
(二) 泰国	26
(三) 墨西哥	32
(四) 中国	38
四、结论	41
(一) 中等收入国家(地区)的共性分析	41
(二) 中国与其他中等收入国家(地区)的金融脆弱性比较	46
五、构建稳定金融体系的政策建议	47
(一) 保持宏观经济良好的基本面	47
(二) 营造竞争性和包容性的金融环境	48
(三) 加快金融国际化脚步	52
(四) 建立金融监管框架	55
 第二章 “中等收入国家(地区)”金融系统的开放逻辑:传染性分析	57
一、亚洲金融危机	57
(一) 传染阶段划分	58
(二) 研究方法和样本选择	58
(三) 实证检验	62
(四) 结论	66
二、次贷危机	76
(一) 次贷危机的传染阶段划分	76
(二) 研究方法和样本选择	77
(三) 实证检验	78
(四) 小结	83
(五) 预防危机的外部传染政策	83
 第三章 市场化导向下中国金融格局、利率形成机制与市场准入	86
一、利率市场化的重要性、紧迫性和风险性并存	86
二、货币制度与利率形成机制理论	89

三、中国现有利率机制及其缺陷	95
(一) 央行干预的痕迹明显,利率市场分割严重,市场利率波动幅度大	95
(二) 市场利率的干预,使得众多的利率难以反映中国社会的融资成本	98
(三) 管制的存款利率催生了金融市场的绕路行为,增加了监管风险	99
(四) 央行的过多干预扭曲了市场化利率的基准	101
(五) 管制的利率以及市场准入限制成为中国社会不平等重要来源	101
四、利率市场化改革的政策建议	103
(一) 推进利率市场化改革,让利率能够很好地反映资金的投资回报	103
(二) 放弃利率作为货币政策调控的工具或中介目标,让其成为真正的 市场化利率	105
(三) 减除市场干预,建立以 SHIBOR 利率为基础的市场化利率体系	106
(四) 放松金融市场领域的准入限制,实现普惠式金融发展	107
 第四章 开放金融格局下国际贸易、中国资本开放与人民币国际化	109
一、资本开放和人民币国际化的必要性	109
二、货币制度的优劣比较及其历史经验	110
(一) 微观视角的资本项目管制分析	111
(二) 从货币作为协助交易的本质出发,探讨国际货币体系及运行机理	113
(三) “中等收入国家”资本项目开放与货币国际化的关系分析	121
(四) “中等收入国家”的货币危机及日美英货币国际化的历史经验	123
三、结论	131
四、政策建议	132
(一) 做好“一篮子物品可成交价指数”的篮子选择,让人民币转钩“一篮子 物品可成交价格指数”	132
(二) 彻底放开资本项目管制,把有锚的人民币放出国际市场	134
(三) 转换央行职能,重点关注银行和金融市场监管	136
(四) 继续改善投资环境,进一步鼓励外资的进入	138
(五) 改革国内教育和创新环境,为人民币竞争力提供基础	139
(六) 把上海打造成全球金融中心,方便全球资本的融通	141

第五章 巴塞尔协议框架下的中国金融监管	143
一、巴塞尔协议的核心内容与最新进展	145
二、资本约束监管下的我国商业银行表内行为	149
(一) 资本约束下的商业银行行为机理	150
三、资本约束监管下的我国商业银行表外行为	155
(一) 表外业务规模对金融稳定的冲击	157
(二) 表外业务的监管资本套利	158
(三) 表内外业务合并监管的实证分析	161
(四) 合并规模对资本充足率的冲击检验: 压力测试	165
(五) 结论与政策建议	170
 第六章 全球化视野下的中国金融监管竞争与国际合作	173
一、主导权理论	173
二、监管竞争	176
三、监管竞争与监管合作	178
(一) 监管竞争失灵与监管合作	178
(二) 监管合作与监管竞争的争论	180
四、亚洲金融危机前后: 监管合作	181
(一) 功能性监管与监管合作	181
(二) 跨国网络与监管合作	183
(三) 监管博弈与监管合作	184
五、美国金融危机前期: 监管合作的深化	185
(一) 主导权概念的渗透	185
(二) 监管合作的偏好	187
(三) 国际监管组织的力量	188
六、后危机时代金融监管国际合作	191
(一) 中国的角色转变	191
(二) 中国的主导权力量与影响	193
七、中国金融监管合作的战略	196

第七章 政策建议	201
一、增强政府对经济的调节能力,促进经济发展方式转型	201
二、加快金融市场化改革步伐,充分发挥市场机制的功能	202
(一)改善金融市场环境	202
(二)推进利率市场化改革	202
三、构建宏观审慎监管框架,完善金融监管核心环节	204
四、健全跨境资本流动统计监测和预警机制	205
五、加快金融国际化脚步,增强金融行业的国际竞争能力	205
(一)渐进实现资本项目的开放和人民币的国际化	205
(二)继续改善投资环境,进一步鼓励外资的进入	206
(三)改革国内教育和创新环境,为人民币竞争力提供基础	206
(四)把上海打造成全球金融中心,方便全球资本的融通	206
六、强化金融监管国际合作,以合作提升中国金融的全球地位	207
参考文献	209

导 言

长期以来,中国增长主义导向的发展模式使得经济规模快速扩大,中国人均GDP已经进入中等收入国家水平,同时,原有的以经济快速增长因素对经济长期增长的推动能力也在逐渐减弱。如果新兴经济体在从低收入国家向中等收入国家发展进程中的战略不能可持续地维持其增长动力,并以此来推动经济体进入向高收入国家行列的跨越,那么该新兴经济主体就可能进入中等收入陷阱。从宏观层面来看,支撑中国进入中等收入国家行列的发展因素,诸如人口红利、市场化导向下的经济活力、开放引入的外部竞争和制度改革等因素,所能激发的增长潜能正在减弱,需要新的、具有长远意识、战略眼光的新动力推动经济绕过中等收入陷阱,使中国进入高收入国家行列。

同时,全球经济格局正发生若干具有变革意义的新变化。首先,金融业的发展成为现代经济发展的核心内容。传统的以银行、保险、证券市场为代表的金融市场被赋予更多的市场经济内涵。金融业已经从简单地为企业发展提供融资功能转变为国家科技创新、政治、实力的综合象征。新兴经济体在工业化的后期阶段,金融业能否超越工业引领经济发展、并为科技创新提供可持续的资金支持和微观激励已经成为实现其长远发展的重要因素之一。其次,全球经济正经历从以贸易为纽带到以贸易和金融为双重纽带的过程中,金融已经跨越产业界限、跨国别差异,将不同国家中的政府、企业和个人联系在一起,进而影响着区域经济、国际政治、国家战略格局的演变。这一趋势随着互联网技术和电子技术的发展保持着不断强化、不断深化的趋势。再次,与传统的工业经济比较,以金融为核心的国际经济系统使得任何国家都更容易地受到外部金融冲击的影响。以工业经

济为背景的周期性国别经济危机可能被局部金融危机引起的全球链式危机所替代,继而使得金融在全球经济中的功能、作用与地位更加凸显。正是因为金融在经济增长中的重要性,中国政府将金融发展和金融改革视为获得可持续经济增长动力的重要因素,并积极探索以期充分发挥其在中国经济中的核心作用。

从国际经验来看,金融体制改革的成败、金融发展战略的科学性和合理性在很大程度上决定了新兴经济体能否成功跨越“中等收入陷阱”,步入高收入国家行列。正是由于其在中国经济转型和实现经济增长质量跨越过程中的重要性,我们有必要从国际、国内两个空间视角,立足中国金融系统的现实情况,在充分研究金融发展中政府、市场两方面功能的基础之上,提炼有利于中国跨越“中等收入陷阱”的金融发展可行对策和实施战略。

一、研究的逻辑

本书试图回答如下问题:从国际经验来看,新兴经济体金融系统内部的脆弱性和开放经济下的传染性具有哪些特征,这些特征对中国金融发展战略的启示和政策含义有哪些?如何在中国金融发展战略中,充分发挥市场机制的功能,特别是在国内金融市场放松利率管制和市场准入方面、在中国金融市场的资本开放和本币国际化方面如何实施战略?中国政府,特别是金融监管机构如何有效实现金融的国内监管,在全球金融竞争与合作中赢得主动和先导,实现中国金融战略的长期与整体性布局?本研究的技术路线图如图1所示。为获得相关研究结论和政策建议,在研究过程中课题组借助比较分析、统计模拟、计量分析、政策模拟等分析工具,利用典型国家(地区)和中国金融系统的相关数据进行了深入研究,获得相关结论并提炼出政策建议。

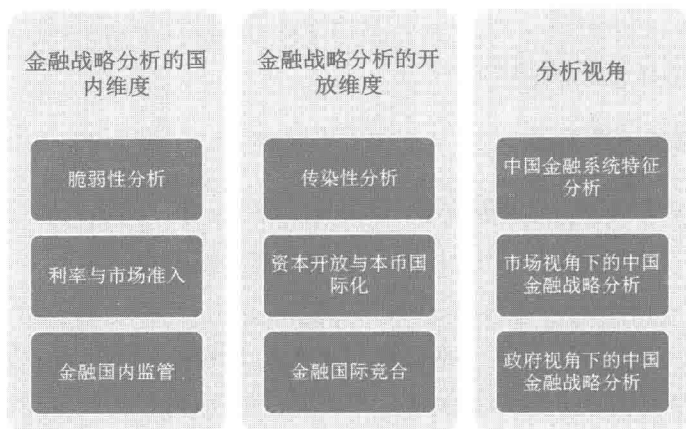


图 1 逻辑思路

二、发展中国家金融系统特征分析

(一) 金融脆弱性

金融脆弱性概念最早来源于 Fisher 在 1933 年关于债务通缩与不稳定的论述,指出在某些条件下,微小的冲击会引发经济萧条。1972 年 Minsky 进一步提出金融不稳定性假说,并确定了这一概念。关于“金融脆弱性”的确切定义,学术界还没有定论,目前大致分为五种:一是狭义的概念:指出于高负债经营的天然性,金融业更易失败的本性;二是广义的概念:涵盖信贷和金融市场的一切融资风险,泛指所有趋于高风险的金融形态(黄金老,2001);三是从金融制度、金融结构非均衡化角度:指金融体系会承担风险,并大量积累,导致金融系统功能缺损的状态(伍志文,2002);四是强调金融市场受外生冲击后的自我放大过程,包括利率风险(Van Order,2006)、道德风险(Demiguc - Kunt and Dedragilache,1998)等;五是以金融脆弱的本质为对象:指出金融脆弱性是由货币脆弱性和信用脆弱性相互作用过程中所形成的现代信用关系(信用网络)的脆弱性,其“隐显”于金融结构之中(向新民,2005)。

金融系统的脆弱性可以概括为:金融业趋于高风险的状态,是融资范围里的

所有风险集合,其风险源于内生风险(负债经营风险、信用脆弱风险)和外生风险(利率风险、制度风险、道德风险)。

(二)危机的传染性

国内外学者对金融危机传染性的解释大致分为如下三种表达:一是分析危机发生的路径。如范恒森(2000)认为,金融危机传染是金融危机从一个国家(地区)向另一个国家(地区)的传输过程。二是危机发生的机制。传染是一种外部冲击的效应,大于专家和分析人士的预期(Edwards,2000)。安刚,宋清华(2000)把危机传染机制概括为两类,即接触传染和相似传染,前者包括贸易接触传染和金融接触传染,后者主要包括货币投机的示范效应、心理因素、投资组合管理等。三是危机发生的关联性。传染可以被视为是在经济基本指标没有发生共同变动的情况下,不同市场发生了共同的变动(HolgerWolf,1999);或者是金融危机在一系列相关国家和地区发生、蔓延及终止的过程(苏同华,2000)。

关于金融危机传染性内涵的研究,主要侧重于阐述其传染的协调性和过程性,对传染的影响程度缺乏评判性标准。因此,我们给出金融危机的传染性研究框架,全局性地提出新的内涵解释:金融危机的传染性是指一国(地区)受其他国家(地区)的金融冲击而产生的经济基本面恶化的现象,通过传染渠道、传染时间和强度及传染效应综合评判该国(地区)受冲击的程度。

(三)利率与市场准入的管制

利率作为资金供求的价格,是影响着微观经济个体的运作和宏观经济波动与增长的重要变量。时至今日,利率“双轨制”在金融部门仍然存在,同时,资本市场的准入限制也广泛存在,因而催生大量的“影子银行”,给金融市场发展和监管带来巨大挑战,市场风险不断加大。为此,党的十八届三中全会把利率市场化和金融市场的进一步改革提上了重要日程。但是,金融体制改革,包括利率的市场化改革涉及的利益方众多,尤其是当前房地产市场正热之时,究竟要怎样改?如何改才能避免房地产的崩溃,同时保障经济的平稳。利率市场化推进之后,宏观方面货币政策的操作又要如何转变?各类货币和债券市场又要做哪些改变和准备?各金融机构又会面临怎样的风险和挑战以及机遇呢?最为关键的是,利率要如何

决定？这要求我们从理论和现实入手，对中国现有的货币、金融体制进行深入的分析。

（四）资本开放与本国国际化的有限性

在中国的背景下，金融项目的对外开放更有其必要。一是持续的双顺差导致外汇储备的不断增长，远超一国的金融安全所需的储备量。二是随着中国国民财富的不断增长，中国的对外投资也不断地在增长。这些都急需金融的开放来缓和来解决。但是中国只为资本项目的开放而开放吗？资本项目开放背后应与人民币的国际化面目相联系起来，并要为之服务起来考虑。那么，中国现阶段的经济条件下，要如何实行资本项目的开放，并让其服务于人民币的国际化？人民币要以什么样的面目，什么样的方式，以及什么样的路径和政策措施才能在现有的国际货币体系下，杀出重围，成为有影响力的国际货币？为此，我们需要一个理论框架来认识货币的本质，以及延伸到国际经济下货币的运行机制。

（五）国际金融监管合作力量仍单薄

2007 年金融危机爆发后，随着危机的发展和学者们的广泛讨论，尤其是在一些监管合作组织的极力推动下，各国在宏观审慎的监管理念上已经形成了统一。但这并不意味着各国在宏观审慎监管的具体执行问题上形成了某种共识。在具体的审慎监管工具选择问题上就存在众说纷纭的局面。事实上，危机的发生改变了金融监管国际合作的一些基础条件，原有的金融监管国际合作理论已经取得了一定的研究成果，尽管危机的发生并没有从根本上推翻原有的研究，但危机后的发展趋势的确对理论研究提出了严峻的挑战，迫使学者们在研究过程中不得不依据观察修正其假设条件，并在更广泛的领域，采取更多元化的视角，更细致化地讨论这些条件的改变可能会导致怎样的监管合作局面的出现。

全球金融危机爆发后，国际金融监管合作领域发生了一系列的变化，其中重要的一项就是中国等新兴经济体在金融监管国际合作中的地位和重要性变得更加突出。随着 G20 和 FSB 在国际金融事务中的地位明显增强，自成立之日起就作为这两个组织的会员国之一的中国，开始在世界性的金融峰会和国际协商中发挥作用。尽管如此，我们还应该清醒地认识到，新兴市场国家的力量并没有

从根本上解决金融监管国际合作过程中发展中国家利益诉求得不到表达的局面,这些新兴市场国家的监管部门和研究者们需要进一步理解市场力量的变化所具有的重要意义,以及如何合理地利用这些力量使其在未来的金融监管合作中发挥更大的影响力,赢得更多的话语权。中国在未来监管合作中的主导权不是一蹴而就的,必然是一个长期的过程,但趋势是不可逆转的,未来的金融监管国际合作中,中国如何更加自主地制定本国的监管政策,并在监管合作和监管标准的制定中发挥越来越重要的作用,还需要监管机构和学者们长期的研究和实践。

第一章

“中等收入国家(地区)”金融系统的内在特征:脆弱性分析

“中等收入国家(地区)”在金融后发环境中一方面由于存在后发优势,有可能出现金融发展速度过快,从而超越了经济增长所能负荷的承重,出现金融过度发展;另一方面由于存在着后发劣势,有可能出现金融发展滞后于经济增长,从而依赖于经济同盟国(地区)或者其他产业,出现金融发展畸形。通过大数据样本的分析和比对结果,“中等收入国家(地区)”中马来西亚、泰国、墨西哥三个国家具有非常典型的脆弱性内在特征。其中,马来西亚的统计结论表明持续发酵的外债水平和热钱流入与长期的宏观监管不足和审慎政策缺失是造成马来西亚金融脆弱性最重要的原因;泰国的统计结论表明在探索金融适度发展的政策改革上,政府反复的过激行为和错误判断会让该国的金融体系伤痕累累,元气大伤;墨西哥的统计结论表明失去经济主权和盲目自由化意味着抽去金融体系的骨髓,表面光鲜实则脆弱不堪。

一、中等收入国家(地区)金融脆弱性的现实背景

(一)宏观经济背景

1. 通货膨胀

纵观“陷阱体”国家(地区),普遍具有高通胀史。Borio(2002)和 Lowe(2002)指明了维持金融稳定中通胀带来的阻碍。通胀比预期高的时候,若采用紧缩性宏观经济政策将趋于加大金融系统的脆弱性;如果购买资产时受通胀率的诱使,容