

金融改革的逻辑

从攫取到共容



从攫取到共容

金融改革的逻辑

赵昌文 朱鸿鸣◎著

金融改革的逻辑

从攫取到共容



金融改革的逻辑

从攫取到共容



金融改革的逻辑

从攫取到共容



中信出版集团 · CHINACITICPRESS

从攫取到共容

赵昌文 朱鸿鸣◎著

金融改革的逻辑



图书在版编目 (CIP) 数据

从攫取到共赢: 金融改革的逻辑 / 赵昌文, 朱鸿鸣著. —北京: 中信出版社, 2015. 6

ISBN 978-7-5086-5100-2

I. ①从… II. ①赵… ②朱… III. ①金融改革-研究-中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2015) 第 066819 号

从攫取到共赢: 金融改革的逻辑

著 者: 赵昌文 朱鸿鸣

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司

(北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 三河市西华印务有限公司

开 本: 880mm × 1230mm 1/32 印 张: 7.25

字 数: 188 千字

版 次: 2015 年 6 月第 1 版

印 次: 2015 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978-7-5086-5100-2/F. 3353

广告经营许可证: 京朝工商广字第 8087 号

定 价: 42.00 元

版权所有·侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

服务热线: 010-84849555 服务传真: 010-84849000

投稿邮箱: author@citicpub.com

| 前 言 |

本书的目的在于构建一个基于金融竞合观的金融改革分析框架，其哲学基础是矛盾论，经济学基础是经济增长理论。

本书的核心观点是：当前中国金融既“发展不足”，更“发展过度”；对于实体经济而言，中国的金融体系是低效率的“攫取性”金融体系；金融改革需要努力改变这一现状，构建一个金融与实体经济和谐共生的高效率、包容性金融体系。

为了达到这一目标，在金融领域内应推行的改革举措主要是退出“金融约束”制度（Hellmann、Murdock & Stiglitz, 1998），即通过推行利率市场化解除利差保护；通过放宽市场准入，发展多层次资本市场和非银行金融机构，推动政策性和商业性金融机构改革，构建一个统一开放、竞争有序的金融市场环境；通过优化监管做好金融约束制度退出过程中的风险管理。

在金融领域外，应辅之以国资国企改革、财税体制改革以及合理的宏观调控政策，消除政府对融资主体的隐性担保；应推动产业政策转型和教育科研体制改革，培育实体经济的发展动力。

我们清楚，本书的出版可能引起一些争论，其中相当部分会是不必要的争论。为了尽量避免误解，将读者的精力引至对中国金融体系当前存在问题的深层次思考上，引至对中国金融未来改革与发展关键问题的建设性讨论上，我们借此就可能存在的争议做进一步的阐明。

一、什么是“攫取性”和“兼容性”

本书的题目是“从攫取到兼容”，首先需要澄清的是，什么是“攫取性”及“攫取性”金融体系，什么是“兼容性”及“兼容性”金融体系。

不同于传统的视角，我们采用金融竞合观来看待金融与实体经济的关系，也就是将两者视为一对矛盾，对立统一。一方面，两者相互依存，存在合作性。金融不能离开实体经济，需要在服务实体经济中发展自己；实体经济也不能离开金融，既需要金融支持，也需要一个稳定的金融环境。另一方面，两者又相互排斥、存在竞争性，集中体现为对生产要素、政策、利润和企业决策行为等方面的竞争。所以，观察一国的金融发展状态有两个维度，即“合作性维度”和“竞争性维度”。

“攫取性”和“兼容性”是竞争性维度下的两种金融发展状态。“攫取性”金融体系下，金融对实体经济构成显著竞争，金融对于实体经济的发展存在明显的负外部性。“兼容性”金融体系下，金融与实体经济之间的竞争性体现得并不显著，无负外部性或至少不存在明显的负外部性。

我们之所以将中国当前的金融体系称为“攫取性”金融体系，主要原因就在于金融与实体经济严重失衡，金融存在明显的“虹吸效应”，它像一块巨大的“磁铁”，诱导了过多的企业家才能、资本和优秀人才等创新要素“脱实向虚”，这对于实体经济而言就是一种“攫取性”行为或具有“攫取性”效应。

本书全篇在使用“攫取性”一词时，均添加了引号，主要目的是为了不让其成为一个带有感情色彩和道德价值判断的符号，而是将其严格限定在经济增长范畴。在本书中，可以将“攫取性”和负外部性画等号，其最终结果都是对创新和经济增长的负向效应。

此外，我们之所以将金融改革的目标确定为“兼容”而非“共

荣”，有三方面的原因。一是“攫取”与“共容”是同一个维度下的两种不同状态，而“攫取”和“共荣”则不然。二是“共容”更在于强调金融负外部性的祛除，而“共荣”则具有更加广泛的内涵，除了在竞争性维度上要求祛除金融的负外部性外，还在合作性维度上有更多的要求，这反而可能在一定程度上冲淡主题。三是通过金融改革就基本能够实现“共容”的目标，而要达到“共荣”的理想，则更仰仗实体经济层面的结构性改革。相对于“共容”而言，“共荣”的要求更高。

二、何为金融“发展过度”？

本书所指的金融“发展过度”并不是指中国金融已发展得太多，不需要再发展了，而是指相对于实体经济的发展过度，即当前金融业的高利润和高收入，破坏了金融与实体经济和谐发展所依赖的合理的报酬结构（Baumol, 1990），从而对实体经济产生了明显的负外部性。

在关注金融“发展过度”或金融的负外部性时，我们并不否定金融在支撑实体经济发展中也发挥了便利支付、储蓄动员、风险管理、提供融资等方面的积极作用。同时，就金融“发展过度”的治理而言，我们也不主张简单地对金融业进行限制，而是主张通过系统性改革，破除不合理的体制机制因素。

一定程度上，可以将中国的金融“发展过度”理解为旧有金融发展方式的结果，那么，金融改革就是要实现金融发展方式的转变。

三、为何金融“发展过度”与“发展不足” 可以并存？

本书关于金融“发展过度”与“发展不足”并存的观点也可能遭

到误解或受到质疑。在初次看到金融“发展过度”与金融“发展不足”并存这一表述时，大部分读者的反应可能是以下两种情况之一。

第一种反应是，这是金融结构意义上的并存，即银行业“发展过度”，资本市场“发展不足”。尽管读者可以从这个意义上理解，但这并不是本书所关注的，我们讨论的是整体意义上的“发展过度”与“发展不足”并存。

第二种反应是，整体意义上的金融“发展过度”与金融“发展不足”并存是自相矛盾的。其实，两者并不矛盾。根据金融竞合观，“发展过度”与“发展不足”原本就属于不同的范畴。

“发展过度”属于金融与实体经济竞争性维度上的金融发展状态，所对应的状态是“没有发展过度”。若金融发展与创新及经济增长呈负向关系，则金融体系具有显著负外部性，处于“发展过度”的状态；若金融发展与创新及经济增长呈正向关系，金融体系则处于“没有发展过度”的状态。

“发展不足”属于金融与实体经济合作性维度上的金融发展状态，所对应的状态是“没有发展不足”。若金融服务实体经济效率不高，融资成本居高不下，金融可及性也不够，则金融体系处于“发展不足”的状态；若金融服务实体经济效率较高，融资成本合理，金融可及性也达到较高水平，则金融体系处于“没有发展不足”的状态。

实际上，两者不仅可以并存，还相互关联，“发展不足”是“发展过度”的重要原因，解决“发展不足”有利于解决“发展过度”。

可见，本书关于“发展过度”与“发展不足”与一般意义上的发展过度与发展不足是有明显区别的。也正因为此，在讨论竞争性维度上的金融“发展过度”和合作性维度上的“发展不足”时均添加了引号，以示区别。

四、为什么要关注金融“发展过度”？

金融“发展过度”或“虹吸效应”的危害性似乎是不言自明的，实则不然。比如，在全球金融危机前，主流观点就是：“对华尔街有利的就是对整个国家有利的”。

为了说明“虹吸效应”的危害性，本书区分了资源配置的两个环节：初次配置和再配置。其中，初次配置是资源在整个经济系统内的配置，本书中特指资源在金融和实体经济部门之间的配置；再配置是金融体系对其可支配资源在不同实体部门之间所进行的配置。比如，金融资源在不同所有制类型企业之间，在不同规模企业之间，在不同行业企业之间，在具有不同创新能力的企业之间的配置。

“虹吸效应”正是初次配置环节的扭曲。如果再配置环节足够有效率的话，那么初次配置环节的扭曲是无关紧要的。但问题是，再配置环节的效率高低取决于初次配置的合理程度。为此，我们考察了金融体系在再配置环节的两种效应：“乘数效应”和“漏出效应”。若金融在再配置环节主要发挥的是“乘数效应”，即“转换器”和“放大器”功能，那么再配置环节的高效率可以弥补初次配置环节的扭曲，并不会造成整个经济系统资源配置效率的下降。遗憾的是，“乘数效应”的发挥是有条件的，一旦过量的要素涌入金融业，超过了其转换能力，其发挥的便是“漏出效应”，此时初次配置的扭曲便会降低整个经济系统的资源配置效率了。

五、为什么我们认为金融业利润高？

金融业利润高是本书的基本论点之一。为此，我们用了六组数据，从国际、国内比较，从利润比重和利润率两类指标进行了不厌

其烦的论证。尽管如此，还是会受到质疑。

有一种观点认为，银行业的高利润是“虚高”，“利润当期性和风险滞后性”的行业特征使得银行盈利看起来很高。还有一种观点认为，金融业利润过高仅仅是周期性、阶段性的短期现象，长期来看银行业利润并不高。若将时间窗口向前延伸到20世纪90年代，银行业的盈利水平并没有超过社会平均利润率，甚至是微利水平。所谓的银行业高利润仅仅是由于人们分析问题的时间视角太短而得出了有缺陷的、甚至是片面的结论。

以上两种观点的共同点在于将银行业高利润视为一种“幻象”或“假象”。不可否认的是，上述两种观点描述的均是事实，有利于我们更加全面地认识和解决银行业利润过高这一问题。不过，这并不对本书金融业利润过高这一基本判断构成挑战。

本书对金融业利润过高现象的关注，主要是基于创新要素配置的视角。考虑到人们的决策习惯，无论是所谓的虚高利润，还是所谓的短期的、暂时的高利润，它们对个人和企业决策的影响都几乎与真实的高利润、长期的高利润一致。“幻象”产生了与“真实”一致的资源配置效果。主要原因在于：一是企业决策的信号主要是会计利润，而不是所谓的更合理的利润指标。何况，后者也有其弊端。二是个人和企业决策的时间视角从来就很难太长，一般不会超过企业的平均寿命，更难以达到二十年及以上的时间跨度。由此可见，要求人们特别是企业家们从长期视角看待银行的利润问题，的确是有些苛求了。

六、如何看待金融业利润增速下降？

金融业利润增速已经显著下降。2014年，商业银行净利润仅增长9.65%。随着经济进入“三期叠加”阶段，金融业利润增速很可能还会进一步下滑。那么，如何看待金融业利润增速下滑？它是否

意味着中国金融体系的“攫取性”会自动消失？是否意味着不需要加快改革，推进金融体系实现从攫取到共容的转变？答案是否定的。

首先，“攫取性”是一个相对的概念。在金融与实体经济利润格局已严重失衡的情况下，只要金融业利润增速高于实体经济的利润增速，金融业的“攫取性”就将进一步加剧。尽管2014年金融业利润明显下滑，但实体经济利润增速下滑幅度更大。根据国家统计局的数据，2014年规模以上工业企业利润增速仅为3.3%。在这种情况下，金融业与实体经济利润失衡的格局不仅没有改善，反而在进一步恶化。

其次，即便金融业利润增速下滑至大幅度低于实体经济利润增速的水平，金融体系的“攫取性”也可能仅仅是形式上消除了而已。在此，有必要区分金融业利润增速下滑的原因。如果背后的驱动因素仅仅是经济周期或金融周期方面的因素，便只是形式上消除了而已，一旦经济好转，金融体系的“攫取性”便会再度显现。如果背后的原因除了经济周期外，还有利率市场化、放宽市场准入、发展多层次资本市场等一系列退出“金融约束”的改革举措，则可以在实质上消除“攫取性”。

最后，要在金融业还保持一定利润增速时，抓紧推动金融改革。一方面，这可以让金融业的利润吸收改革的成本，避免改革成本大量溢出至金融业以外。另一方面，通过金融改革推动实体经济发展，有利于从根本上维护金融稳定。坐等金融业利润下滑至与实体经济平衡的水平而不通过合理的改革主动调整，等来的结果很可能是金融危机的爆发以及高成本的危机救助。对于经济增长而言，这将会是一个灾难性的结果。

全书共分九章。第一章为“从攫取到共容：一个新的分析框架”。该章概括了金融中心主义、金融合作观和金融竞合观三种金融观，认为金融与实体经济之间除了相互合作外，还具有相互竞争的关系，具体体现为在生产要素、利润、政策、企业决策行为等方面

的竞争。根据金融竞合观，本章将中国金融体系概括为低效率、“攫取性”金融体系，提出了金融改革的一维模型、二维模型和三维模型，在此基础上阐明了金融改革的目标和路径。

第二章为“‘攫取性’金融体系”。该章首先论证了金融“发展过度”与金融“发展不足”的并存，并讨论了中国金融体系之所以为“攫取性”金融体系的具体体现，即金融业利润过高、金融从业者收入过高和实体经济融资成本过高。

第三章为“金融诅咒”。该章讨论的是“攫取性”金融体系的危害，概括了金融发展与经济增长负相关的五种作用机制——“虹吸效应”、侵蚀效应、利益集团机制、公司金融机制和金融不稳定机制。其中，在分析“虹吸效应”这一金融诅咒的主要作用机制时，我们区分了资源配置的两个环节——初次配置和再配置，讨论了金融在再配置环节的“乘数效应”和“漏出效应”，并将“虹吸效应”界定为初次配置环节的扭曲。

第四章为“‘攫取性’金融体系是如何形成的”。该章讨论的是中国金融体系蜕化为“攫取性”金融体系的原因。我们认为，中国的“攫取性”金融体系的症结归为金融约束制度（以利差保护、准入限制和资产替代限制为三大政策支柱），初步判断中国“攫取性”金融体系的形成时间在2008年左右。

以上讨论的是金融与实体经济之间矛盾的主要方面，即两者的竞争性。第五章和第六章则讨论了矛盾的次要方面，即合作性。

第五章为“竞争不足、隐性担保与金融低效”。该章讨论中国金融低效的原因，认为竞争不足和隐性担保分别是金融低效的金融层面和非金融层面的关键原因，其中竞争不足包括三个层次：银行体系内、银行与资本市场、银行与非银行金融机构；隐性担保包括对产业国企、地方政府融资平台和房地产业的隐性担保。

第六章为“金融风险”。讨论了中国金融体系的风险现状、成因及不同情境下的抗风险能力。

如果说第二章至第六章是对中国金融体系的分析和诊断的话，

那么第七章至第九章便是我们开出的药方。

第七章为“金融约束制度的退出：金融体系内的改革”。从金融竞争观的视角讨论了金融领域的具体改革，包括利率市场化、放宽市场准入、发展多层次资本市场、推动金融机构改革和完善金融监管等。

第八章为“隐性担保的退出：其他领域的配套改革”。重点从祛除隐性担保的角度来讨论金融改革的配套改革或政策，包括国企改革、财税体制改革，加强社会安全网建设，等等。

第九章为“互联网金融”，讨论了互联网金融对于金融改革，对于中国金融体系从攫取到共容的作用。

写作本书的基本动因有两点：首先是近些年来金融与实体经济关系的失衡已经成为中国和世界经济发展中的突出矛盾之一；其次是作者长期以来从事金融问题的研究工作，近些年来又有很多机会近距离地观察了解实体经济的情况，也算是有感而发吧。

本书写作过程中，与国务院发展研究中心同事的讨论让我们受益匪浅，他们是陈道富、陈宁、吴庆、雷薇、郑醒尘、张丽平、田辉和薄岩。书中的许多观点正是源于与他们思想碰撞所形成的火花。初稿形成后，中财办的方星海博士，国务院发展研究中心的同事张承惠、巴曙松、陈道富、刘培林和张永生研究员做了非常有价值的建设性评论，使我们能够进一步完善书稿。在此表示诚挚感谢！

感谢海通期货的吕晓岚，恒泰证券的李玉蓉，浙江大学的贲圣林教授，中央财经大学的王福重教授，中粮集团的王义发，成都农商行的袁钦，申万宏源的范为博士，世界银行北京代表处的赵峦博士，国务院发展研究中心金融所实习生于莹、李世峰，四川大学科技金融与数理金融实验室硕士研究生阳倩、王彬。他们为本书的写作提供了有益帮助。

感谢国务院发展研究中心资深研究员吴敬琏，国务院发展研究中心副主任刘世锦研究员，北京大学国家发展研究院名誉院长林毅

夫教授，英国剑桥大学彼得·罗兰教授。他们欣然应允为本书撰写推荐序。

最后，要特别感谢的是《比较》副主编吴素萍女士，《比较》工作室编辑孟凡玲女士和包敏丹女士。没有她们的辛勤付出，就不会有本书的出版。

目 录

CONTENTS

前 言	VII
-----------	-----

第一章 从攫取到兼容：一个新的分析框架	001
一个基本问题	001
三种金融观	003
金融竞合观下的金融体系：“攫取性”金融体系	009
金融改革的一维模型	011
金融改革的二维模型	013
金融改革的三维模型	020
几个需要进一步讨论的问题	022

第二章 “攫取性”金融体系	028
中国金融业：“发展不足”还是“发展过度”？	029
金融业利润过高	036
金融从业者收入过高	049
实体经济融资成本过高	052

第三章 “金融诅咒”	054
中国经济增长之谜	055
英国衰落的启示	057
“虹吸效应”：“金融诅咒”的主要机制	059
“虹吸效应”在中国的体现	064

“金融诅咒”的其他机制	068
“攫取性”金融体系是个世界性现象	072
美国的“攫取性”金融体系	076
第四章 “攫取性”金融体系是如何形成的	085
金融约束制度	086
金融监管、金融创新与影子银行部门膨胀	102
金融结构失衡及其他原因	110
金融之外的原因	111
第五章 竞争不足、隐性担保与金融低效	120
关于金融效率的争议	121
中国金融低效的典型性事实	122
金融层面的主要原因：竞争不足	128
非金融层面的主要原因：隐性担保广泛存在	136
金融低效的其他原因	142
第六章 金融风险	145
金融风险不断累积	145
金融风险不断累积的原因	149
中国会发生大规模金融危机吗？	152
第七章 金融约束制度的退出：金融体系内的改革	156
利率市场化	157
完善金融市场竞争机制	162
优化金融监管	178
其他改革	179

第八章 隐性担保的退出：其他领域的配套改革	181
国有企业改革	181
财政领域的配套	185
产业政策调整	188
其他配套措施	189
第九章 互联网金融	190
从乡镇企业到互联网金融	190
互联网金融与金融增量改革	192
互联网金融与金融化	198
参考文献	200

| 第一章 |

从攫取到共容：一个新的分析框架

“事物矛盾的法则，即对立统一法则，是自然和社会的根本法则，因而也是思维的根本法则。”

——毛泽东《矛盾论》（1937）

一个基本问题

若坚持问题导向的改革方法论（吴敬琏，2013），金融改革的研究者必须首先回答一个基本问题。它可以表述为如下两种方式：

（1）对于整个经济系统而言，当前中国金融体系存在的最主要问题是什么？或者

（2）对于整个经济系统而言，当前中国金融体系的本质属性是什么？

对于这一问题的回答可谓众说纷纭，仁者见仁，智者见智。归纳起来，大致有三类观点。

第一类观点并不认为当前金融体系存在重大问题。理由是，上一轮金融改革^①取得了巨大成就。面对全球金融危机的冲击安然无

① 主要是指2003年以来的，以国有商业银行改革为主体的金融改革。