

中国经济高速增长中的 信贷扩张与金融扭曲

THE CREDIT EXPANSION AND FINANCIAL DISTORTIONS
IN THE ERA OF CHINA'S HIGH ECONOMIC GROWTH

张磊◎著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

中国经济高速增长中的 信贷扩张与金融扭曲

THE CREDIT EXPANSION AND FINANCIAL DISTORTIONS
IN THE ERA OF CHINA'S HIGH ECONOMIC GROWTH

张磊◎著



社会科学文献出版社
SOCIAL SCIENCES ACADEMIC PRESS (CHINA)

图书在版编目(CIP)数据

中国经济高速增长中的信贷扩张与金融扭曲/张磊著. —北京:
社会科学文献出版社, 2013. 7
ISBN 978-7-5097-4812-1

I. ①中… II. ①张… III. ①信贷管理-研究-中国 ②金融
市场-研究-中国 IV. ①F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 147205 号

中国经济高速增长中的信贷扩张与金融扭曲

著 者 / 张 磊

出 版 人 / 谢寿光

出 版 者 / 社会科学文献出版社

地 址 / 北京市西城区北三环中路甲29号院3号楼华龙大厦

邮政编码 / 100029

责任部门 / 经济与管理出版中心 (010) 59367226

电子信箱 / caijingbu@ssap.cn

项目统筹 / 恽 薇

经 销 / 社会科学文献出版社市场营销中心 (010) 59367081-59367089

读者服务 / 读者服务中心 (010) 59367028

印 装 / 北京季蜂印刷有限公司

开 本 / 787mm × 1092mm 1/16

版 次 / 2013 年 7 月第 1 版

印 次 / 2013 年 7 月第 1 次印刷

书 号 / ISBN 978-7-5097-4812-1

定 价 / 45.00 元

责任编辑 / 陈凤玲

责任校对 / 白桂芳

责任印制 / 岳 阳

印 张 / 12.5

字 数 / 170 千字

吴, 请与本社读者服务中心联系更换

本

书通过建立一个引入资本品生产不确定性和信贷约束的干中学世代交叠模型来刻画出口导向型工业化经济增长方式同动员性货币金融体制之间的相互匹配关系，并由此解释中国改革开放以来货币金融扭曲没有阻碍经济增长和金融发展的体制成因。改革开放初期，由于面临突破低收入贫困陷阱、实现经济起飞的艰巨任务，中国亟须发展动员性货币金融体制，激励银行信贷扩张，动员储蓄，对所有合格借款人提供充分的信贷支持。中国动员性货币金融体制的核心机制就是由国家提供金融中介免于破产的隐性担保，信贷利率管制和信贷利率补贴相配合复制低利率信贷集中性均衡。

与此同时，中国还通过所选择的出口导向型工业化增长方式获得有效的信贷扩张风险控制机制。在出口导向型工业化增长方式下，中国的增长动力来自外部技术引进推动的国内要素和资本积累。在这一增长方式下，由于并不承担技术创新和市场销售的风险，中国经济的不确定性主要集中在产品生产上，并可通过干中学带来的学习效应逐步降低。这就造成中国经济风险程度较低，也

为控制国家隐性担保下的信贷扩张风险提供了有利条件。一方面，在出口导向型工业化增长方式下，中国较低的经济风险程度意味着选择投资时机的价值不大，国家隐性担保下的信贷扩张可以在通过银行提前清算控制风险的同时，为迅速投资和生产提供最为便利的融资服务。另一方面，发达经济体借助其具有足够深度和宽度的资本市场，以供给合格储蓄工具方式，集中承担和处理在技术创新和市场销售上的更高的风险，并可以为其经常项目赤字融资。与此相对应，类似中国这样的后起经济体则通过将各种形式的流入资本再投资于发达经济体资本市场，比如美国国债市场，达到转移风险、抑制信贷过度扩张的目的。因此，中国借助银行提前清算和流入资本再投资于美国国债市场两大风险控制机制，在反周期宏观调控的金融宏观审慎监管的配合下，有效控制了动员性货币金融体制的信贷扩张风险。

正是得益于动员性货币金融体制和出口导向型工业化增长方式的相互配合，尽管中国产生了一系列货币金融扭曲，但人均 GDP 还是在 2003 年达到 1000 美元，开始步入中等收入国家行列，成功地实现了经济起飞。然而，包括劳动力在内的国内要素价格飙升，特别是 2008 年下半年全球金融危机的爆发，加剧了中国转变出口导向型工业化增长方式的压力，也造成动员性货币金融体制风险控制机制面临全面失灵的危险，并对其提出市场化转型要求。

关键词：经济起飞 动员性货币金融体制 出口导向型工业化增长方式
货币金融扭曲 市场化转型

ABSTRACT

Using a learning-by-doing overlapping generations model with production uncertainty of capital goods and credit constraints, this book depicts the match relationships between the export-promotion industrialization growth mode and the mobilizing monetary and financial system, explains the institutional reasons why monetary and financial distortions haven't hampered economic growth and financial development since 1978. In order to break through low income poverty trap and achieve economic take-off at the initialization of reform and opening-up, China has to develop the mobilizing monetary and financial system to produce credit expansion incentives, mobilize saving and provide credit supports to all qualified borrowers. The core mechanism of mobilizing monetary and financial systems is the copying of low interest rate pooling equilibrium with the joint action of state implicit guarantee for financial intermediaries against bankruptcy of credit interest rate control and credit interest rate subsidy.

At the same time, China chooses export-promotion industrialization growth mode to realize credit expansion risk control mechanism. With the export-promotion industrialization growth mode, China's growth propulsion is from domestic production factor and capital accumulation enhanced by imported technologies. In such a growth mode, without taking the risk of technical innovation and market sales, China's economic uncertainty is mainly concentrated on goods manufacturing and such uncertainty decreases gradually through learning effect in the process of learning-by-doing. Due to relatively low economic risk, China can control credit expansion risk under state implicit guarantee. On one hand, China's low risk means investment timing has little value so that the credit expansion under state implicit guarantee can control the risk in advance through bank liquidating and provides the most convenient financing services for investment and production. On the other hand, advanced economies supply qualified saving instruments to pool and manage higher risk of technical innovation and market sales and finance for their current account deficits in their capital markets with adequate width and depth. As a developing economy, China reinvests the capital inflows in capital market in advanced economies', such as the United States Treasury Bond Market, to transfer its financial risk and suppress the excessive credit expansion. Therefore, with the help of financial macro prudential supervision, China uses two kinds of credit expansion risk control mechanism, including bank liquidating ahead of time and reinvesting the capital inflows in the United States Treasury Bond Market, to control credit expansion risk effectively.

With the help of coordination between the mobilizing monetary and financial systems and the export-promotion industrialization growth mode, China realized

economic take-off successfully and became one of middle income economies in 2003 with a series of monetary and financial distortions. However, the rapid rise of domestic factor prices and the outbreak of the global financial crisis in the second half of 2008 exerted great pressure on China's transformation efforts on export-promotion industrialization growth mode, brought risks of full failures to mobilizing credit expansion risk control, and required the marketization transformation of this mechanism.

Key Words: Economic Take-Off Mobilizing Monetary and Financial System
Export-promotion Industrialization Growth Mode Monetary and Financial Distortions
Marketization Transformation

第一章 导言 / 1

- 一 货币金融扭曲为什么没有成为中国经
济高增长的障碍 / 1
- 二 文献回顾 / 9
- 三 本书的方法 / 23
- 四 本书内容安排 / 44

第二章 模型 / 46

- 一 经济环境 / 47
- 二 经济行为 / 51
- 三 阶段性最优金融发展政策 / 80

第三章 经济高增长中的信贷扩张与货
币金融扭曲：国际比较和中国
经验 / 88

- 一 政府扶持金融发展的简要国际
比较 / 88
- 二 来自中国的动员性货币金融体制发展
经验 / 97
- 三 中国经济增长方式转变与动员性货币
金融体制面临的挑战 / 118
- 四 小结 / 141

中国经济高速增长中的信贷扩张与金融扭曲 /

第四章 结论 / 145

参考文献 / 148

附录一 中国出口导向型工业化增长方式的简要辨析 / 157

附录二 金融部门资产负债表 / 164

索引 / 183

后记 / 185

CONTENTS

Chapter 1 Introduction / 1

- Section 1 Why Monetary and Financial Distortions haven't Hampered China's High Economic Growth / 1
- Section 2 Literature Review / 9
- Section 3 Research Methodology of this Book / 23
- Section 4 Contents and Structure / 44

Chapter 2 Theoretical Models / 46

- Section 1 Economic Environment / 47
- Section 2 Economic Behaviors / 51
- Section 3 Optimal Policies on Financial Development in Different Stages of Economic Development / 80

Chapter 3 Credit Expansion, Monetary and Financial Distortions in an Era of High Economic Growth: International Comparison and Chinese Experience / 88

- Section 1 International Comparison of Government Intervention in Financial Development / 88

Section 2 China's Experience in Mobilizing Monetary and Financial System / 97

Section 3 Transformation of China's Growth Mode and Challenges the Mobilizing
Monetary and Financial System Facing / 118

Section 4 Summary / 141

Chapter 4 Conclusions / 145

References / 148

**Appendix I Brief Analysis of China's Export – Promotion Industrialization
Growth Mode / 157**

Appendix II The Financial Sector's Balance Sheet / 164

Index / 183

Postscript / 185

一 货币金融扭曲为什么没有成为中国经济高增长的障碍

金融发展和经济增长的关系问题一直是经济学研究的热点之一。经济学的主流观点通常认为金融发展能够促进经济增长。Pagano (1992) 运用一个金融部门影响内生增长模型较为集中地揭示了这一理论可能性^①。模型由 3 个基本方程构成。第一个方程中，总产出 Y 是总资本积累 K 的线性函数。

$$Y_t = AK_t \quad (1-1)$$

其中， A 代表资本 K 的边际生产率，这里的 K 为物质资本和人力资本的总和。

^① Pagano. Macro, "Financial Markets and Growth: An Overview", *Financial Markets Group Discussion Paper*, No. 153, London School of Economics, 1992.

第二个方程描述总投资 I 与资本 K 的关系，其中， K 每时期的折旧率为 δ ：

$$I_t = K_{t+1} - (1 - \delta)K_t \quad (1-2)$$

假定存在一个无政府的封闭经济，则资本市场均衡要求任一时期的总储蓄与总投资相等。不过，模型只是间接纳入了金融部门。鉴于部分储蓄被用于组织中介调节过程，在金融调节过程中会“损失”部分储蓄流量，其比例为 $1 - \theta$ 。因此，

$$\theta S_t = I_t \quad (1-3)$$

上述经济增长率可以表示为：

$$g_{t+1} = Y_{t+1}/Y_t - 1 = K_{t+1}/K_t - 1 \quad (1-4)$$

丢掉时间标识，并利用方程 (1-1)、(1-2) 和 (1-3)，则式 (1-4) 可重新写成：

$$g = A(I/Y) - \delta = A\theta(S/Y) - \delta = A\theta s - \delta \quad (1-5)$$

其中， s 代表储蓄率。

在内生增长理论框架下，可以用式 (1-5) 来说明金融发展对经济增长的影响。首先，金融发展可以提高 θ 。这表示金融调节过程中效率的提高可以减少在金融部门“损失”的资金。这就是麦金农 (1988) 所谓的导管效应，即强调使用现金及银行储蓄作为信贷约束下企业的资本积累渠道^①。

其次，可以通过各种渠道提高资本产出率 A 。特别地，金融部门被假定对

① [美] 罗纳德·L. 麦金农：《经济发展中的货币与资本》，卢德译，三联书店，1988，第 67 页。

投资项目有审核和监督作用，并在不同的经济代理人之间重新分配风险，因此，有助于把储蓄流量投向最具生产力的项目，从而提高整体资本的生产率（阿根诺、蒙蒂尔，2004）^①。金融部门能够审核和监督投资项目的作⽤被 Greenwood 和 Jovanovich（1990）的研究所强调^②。在他们的模型中，资本既可以投资于一个安全但产出较低的技术中，又可投入到风险较高但产出也较高的技术中。对于风险较高的技术，其回报受到两种类型冲击的影响：一是总冲击，它同时影响所有的项目；二是与具体项目相关的特殊冲击。与个体企业家不同，金融部门具有很大的投资组合，能够有效识别总和性的生产率冲击，从而诱致其客户选择最适合当前冲击的技术。金融部门还能在不同的经济代理人之间重新分配风险。这种风险既包括来自于资产回报率变化的可分散风险，又包括无法保险的风险（比如来自于流动性冲击的风险）。在没有银行的情况下，家庭只能通过投资于能够迅速流动和清算的生产性资产来防范特殊的流动性冲击。因此，就会经常放弃更有生产力但不那么具有流动性的投资机会。Bencivenga 和 Smith（1991）通过一个内生分析框架指出，银行通过两种方式减轻流动性冲击风险引发的低效率，提高资本生产率，一是把资金导向流动性较小但产出较高的技术中，二是可以降低未成熟的清算风险来减少投资浪费^③。

第三，金融发展可以影响储蓄率 s 。有效的风险配置可以降低对预防性储蓄的需求，或金融发展可以使可用的信贷量增加，从而放松流动性约束，因而

① 〔美〕皮埃尔·理查德·阿根诺、彼得·J. 蒙蒂尔：《发展宏观经济学》，陶然等译，北京大学出版社，2004，第2版，第594页。

② Jeremy Greenwood, Boyan Jovanovic, "Financial Development, Growth, and The Distribution of Income", *Journal of Political Economic* 98 (5), 1990, pp. 1076-1107.

③ Valerie R. Bencivenga, Bruce D. Smith, "Financial Intermediation and Endogenous Growth", *Review of Economic Studies* 58 (2), 1991, pp. 195-209.

金融发展会诱致人们少储蓄。此外，金融发展趋向于降低利率总体水平，并改变利率结构，特别是缩短借款者和放贷者之间的利差（实质是金融部门相对价格下降和贸易条件恶化），这也将对储蓄率产生或正或负的不确定影响。不过，总体说来，由于存在互相冲突的效应，金融发展对储蓄率可能只有轻微的不确定影响。

根据上面的分析，金融发展对经济增长的影响可概括为金融发展能够提高储蓄中用于非金融部门投资比重 θ 和资本产出率 A ，并对储蓄率 s 产生轻微的不确定影响，从而能够加速经济增长。

金融发展能够加速经济增长也得到了跨国经济发展的实证经验研究的支持。King 和 Levine（1993）考虑了 4 种金融深化程度的指标（金融系统流动性负债占国内生产总值的比例、除中央银行外的银行资产占中央银行和其他银行总资产的比重、私营部门所得到的国内信贷占国内总信贷的比重、私营部门所得到的信贷占国内生产总值的比重），然后，研究了这些指标对长期实际国内生产总值增长、资本积累增长以及全要素生产率增长率的影响^①。这些研究使用了 1960 ~ 1989 年 77 个国家的数据，并控制了其他标准的经济增长决定因素。他们所得到的惊人结果是所有这些金融深化指标对于被解释变量都有统计上显著、经济上重要的正面影响，从而给金融深化与资本积累和生产率增长之间的关系提供了很强的经验证据。此外，这种关系并不表现为由经济增长到金融指标之间的反向因果关系，因为当在增长方程中使用了金融深度指标初始而非同期值时，也得到相似的结果。Berthelemy 和 Varoudakis（1996）则分析了教育和金融欠发达的初始条件所导致的贫困

① Robert G. King, Ross Levine, "Finance and Growth: Schumpeter Might be Right", *Quarterly Journal of Economics* 108 (3), 1993, pp. 717 - 737.

陷阱和经济增长多重均衡对金融发展和经济增长经验关系的有偏估计，并指出当经济起飞的教育贫困陷阱已被打破时，金融欠发达极有可能成为经济增长的巨大障碍^①。

Mckinnon-Shaw (1973) 进一步以拉美金融发展经验为基础，提出金融压抑或金融深化理论，揭示出以金融压抑体现出来的金融扭曲可能会阻碍金融发展，进而损害经济增长^{②③}。Mckinnon (1993) 将阻碍金融中介在其潜在技术水平上运行的政策和规定均定义为金融压抑的形式，通常包括：①低收益的法定准备金；②对贷款或存款利率的最高限价；③对金融资产征收通货膨胀税等做法^④。金融压抑理论认为这些扭曲金融的做法将带来巨大的成本。比如，①利率压抑可能削弱储蓄激励和相应的经济增长；②利率压抑和强制的高准备金率会提高信用成本和限制信用规模；③利率长期压抑还可能导致正规金融部门的业务扩张和发展受到限制，以致地下中介盛行（所谓“结构主义者”的观点）。Rorbini 和 Sala - I - Martin (1992) 通过对 52 个国家的分析证实金融压抑对长期经济增长率的负面影响^⑤。他们根据拉美国家同其他国家有条件的聚合情况，把金融压抑指标并入经济增长方程式中，以解释拉美国家特别弱增长情况。

然而，中国的金融发展和经济增长实践却展示了与上述金融压抑或金融深

① J. C. Berthelemy, A. Varoudakis, "Economic Growth, Convergence Clubs, and The Role of Financial Development", *Oxford Economic Papers, New Series* 48 (2), 1996, pp. 300 - 328.

② Mckinnon, Ronald I., *Money and Capital in Economic Development* (Washington D. C.: The Brookings Institution, 1973), pp. 68 - 88.

③ Shaw, E., *Financial Deepening in Economic Development* (New York: Oxford University Press, 1973), pp. 80.

④ Mckinnon, Ronald I., *The Order of Economic Liberalization*, 2nd ed (Baltimore Md.: The Johns Hopkins University, 1993), pp. 43 - 65.

⑤ Rorbini, N. and Sala - I - Martin X., "Financial Repression and Economic Growth", *Journal of Development Economics* 39 (1), 1992, pp. 5 - 30.