

[美] JAMES RIEDEL 金 菁 高 坚



中国

经济增长新论：投资、融资与改革

是什么力量诱发、引领和推动着中国的经济增长和发展，并保持其可持续性？

本书揭示了两大主题：

第一，投资不仅是中国经济增长的引擎，而且也是技术进步、生产率提高和结构变革的主要动力；

第二，建立健康高效的金融体系，是支持经济协调发展的关键。

目前过大的银行体系与资本市场的脆弱，加剧了短期经济周期的波动，使中国经济呈现明显的『忽热忽冷』现象。



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

中国经济增长新论：投资、融资与改革

[美] James Riedel 金 菁 高 坚/著



北京大学出版社
PEKING UNIVERSITY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中国经济增长新论：投资、融资与改革/(美)James Riedel,金菁,高坚著. —北京：北京大学出版社,2007.8

ISBN 978-7-301-12614-1

I. 中… II. ①J…②金…③高… III. 经济增长—研究—中国 IV. F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 125446 号

Copyright © 2007 by Princeton University Press

Published by Princeton University Press, 41 William Street, Princeton, New Jersey 08540

In the United Kingdom: Princeton University Press, 3 Marker Place, Woodstock, Oxfordshire OX20 15Y

All Rights Reserved

Library of Congress Cataloging-in-Publication Data

Riedel, James.

How China grows: Investment, finance, and reform/James Riedel, Jing Jin, and Jian Gao. p. cm.

Includes bibliographical references and index.

ISBN-13: 978-0-691-12562-6(cl;alk. paper)

ISBN-10: 0-691-12562-7(cl;alk. paper)

1. China—Economic policy. 2. Finance—China. I. Jin, Jing. II. Gao, Jian. III. Title.

HC427.95.R54 2007

330.951—dc22 2006053170

British Library Cataloging-in-Publication Data is available

This book has been composed in Sabon

Printed on acid-free paper. ∞

press.princeton.edu

Printed in the United States of America

10 9 8 7 6 5 4 3 2 1

书 名：中国经济增长新论：投资、融资与改革

著作责任者：[美] James Riedel 金菁高坚著

组 稿：王炜烨

特约编审：孙隆新

责任编辑：王炜烨

标准书号：ISBN 978-7-301-12614-1/F·1695

出版发行：北京大学出版社

地 址：北京市海淀区成府路 205 号 100871

网 址：<http://www.pup.cn> 电子信箱：zpup@pup.pku.edu.cn

电 话：邮购部 62752015 发行部 62750672 编辑部 62750673

出版部 62754962

印 刷 者：涿州市星河印刷有限公司

经 销 者：新华书店

787 毫米×1092 毫米 16 开本 24 印张 326 千字

2007 年 8 月第 1 版 2007 年 8 月第 1 次印刷

定 价：49.00 元

未经许可，不得以任何方式复制或抄袭本书之部分或全部内容。

版权所有，侵权必究

举报电话：(010)62752024 电子信箱：fd@pup.pku.edu.cn

中文版序

国家开发银行行长



改革开放以来,中国经济增长成绩斐然,受到了广泛的国际赞誉。但中国经济能否长期保持如此快速的增长,这也成为国内外日益广泛关注的问题。回答这个问题,就一定要认清什么是中国经济增长的动力,这样才能评判我们过去增长的动力是否足以维持和实现将来的增长目标。这就是本书研究的目的。

众所周知,投资一直是中国增长的重要推动因素之一。绝大多数有关增长来源的研究都认为,中国经济增长的主要动力是投资,而技术进步等因素贡献相对较小。本书的研究从传统理论入手,阐述了投资不仅是经济增长的引擎,也是中国技术进步和结构调整的源泉,投资水平和投资效率是维持未来中国经济增长的关键因素。这当中,投资水平和效率又有赖于中国广义经济基础设施的质量。广义经济基础设施不仅包括实物的基础设施,也包括影响投资决策的政策法律体系、公司治理,以及经济体制,尤其是金融体制。那么,在中国的整个金融体制中,银行与资本市场(债券和股票市场)的改革进程怎样?债券和股票市场发展的结构性问题是什么?以及这些问题对经济发展和宏观经济稳定,尤其是对货币政策和经济周期会产生哪些影响?

首先,整个银行体系比较脆弱。一方面,过大的银行体系以及国有

商业银行的垄断地位增大了银行业系统性风险。利率和市场风险过于集中在少数大银行,存贷期限越来越不匹配,严重影响了中国利率市场化的进程。另一方面,近年来中国银行业改革所采用的呆坏账处置、改进治理结构、股权改革和引进战略投资等措施,其效果在很大程度上取决于银行自身的信贷行为和资产负债管理水平,在某种程度上也受到利率市场化和市场信用等因素的影响。

第二,资本市场发展水平尚待提高。在发达的金融体系中,债券市场不但是重要的长期资金的融资渠道和弥补政府预算赤字的手段,还可以为整个金融资产的定价提供基准利率,为央行的货币政策提供最重要的操作工具。目前中国的债券市场发育还很不完善,虽然已经启动短期融资券等金融工具,但在很大程度上债市只起到了弥补政府预算赤字和项目融资的功能,缺乏流动性和定价基准,使整个金融资产的定价缺乏依据。商业银行是债券市场最大的投资者,占75%左右,市场行为高度趋同,过多的社会资金集中于银行系统。虽然目前银行间市场已经实现了市场化,但银行间债券市场短期资金价格通常以央行超额准备金利率为底线,仍未实现完全的市场化。

股票市场本应为企业投资提供更长期的资金,但由于缺乏有效的治理结构和激励机制,中国的股票市场难以在整个金融体系中起到重要的作用。中国缺乏公平高效的资本市场体系,使国家无法有效运用资本市场手段进行宏观经济调控。中国股市创建之初的“过热”和后来的长期低迷也都与银行资金的大进大出密切相关。如果政府不从根本上改变整个股市战略从而产生新的以市场为主导的体系,中国股市很难在整个金融体系中发挥重要作用。

第三,中国金融体系不健全、不发达的一个直接后果,就是加剧了短期经济周期的波动,使中国经济呈现出明显的“忽热忽冷”现象。本书的数据分析显示,中国的经济结构不断向私营部门倾斜,私营部门的投资已取代国有部门成为造成宏观经济短期波动的主要原因。这个发现对于目前中国宏观经济政策的重要意义在于:大量投资来源于私营部门,

以控制信贷为手段的金融政策已对宏观经济调控力不从心,而政府也缺乏一个有效的资本市场进行调控。

本书的研究为加快推动中国金融业的发展提供了理论依据,也为金融业,尤其是资本市场发展对中国经济可持续发展的重大意义作了系统性的分析。书中提出的对金融业发展战略的建议印证了我个人的看法:建立健康高效的金融体系,是支持经济协调发展的关键。中国目前的融资格局有“中间大、两头小”的特点,信贷融资规模远大于财政融资和证券融资,经济在相当大的程度上依靠银行体系支撑。今后要进一步增强经济活力和抵御风险的能力,就必须逐渐演变成以个体为主的,有健康的个体经济、健康的机构经济、健康的金融、健康的财政相结合的强健的金融体系。一方面,需要重新配置、整合资源,使财政融资、信贷融资、证券融资有机地结合起来,提高稳定性、应变能力、融资效率和抗风险能力,从而提高整个经济的健康水平;另一方面,要通过强化银行体系促进资本市场发展,加快从信贷融资向资本市场融资的转变,促进资本市场发展,不断使信贷融资具备更强的防范风险能力,并提高它的业绩水平。

这项研究强调了国家开发银行这样的金融机构在中国市场经济中至关重要的角色,我们在实践中也正在积极发挥着这样的作用。在此,我们将这项研究呈现于读者面前,希望抛砖引玉,通过思想交流来找到中国金融体系更有效率和效力的发展途径,从而提高国家开发银行和其他金融机构在这个体系中所起的作用。

前 言

中国是世界上最大、发展最快的发展中国家，中国问题的研究对每个广泛关注经济发展的人来说都十分重要也极具吸引力。毫不奇怪，中外经济学家们已对中国经济转型和发展做了大量的分析和讨论。有关中国自 1978 年以来经济改革的文献颇多，质量也很高。在本书研究中，我们引用了大量有关经济演化过程、主要政策变化的文献，以及对中国经济改革总体战略讨论的资料。为了拓展已有的文献资料，我们不可避免地要涉及许多已经广为讨论的议题，但是对其中的一些关键性问题，我们的分析和解释是全新的，并且有的可能颇具争议性，至少我们希望如此。

本书研究的重点是中国经济增长——是什么力量引领、推动和维系着它的发展，又如何能使其保持可持续性。本书包括两大主题：一是投资不仅是中国经济增长的引擎，而且也是技术进步、生产率提高和结构变革的主要动力，我们在此对应用于分析中国问题的传统增长理论进行了批判；二是金融部门的开放和发展是维持中国长期增长的关键，我们分析了金融业在投资中的融资作用以及完善银行和金融市场功能所需要的改革，而这两方面又是相互关联、缺一不可的。本书最后一章将焦点转移到短期发展上，认为投资也是中国经济周期性波动的原因；金融部门的不健全不仅是长期可持续发展的阻碍因素，而且还造成了短期经济波动，并成为实施有效的宏观经济稳定政策的障碍。

我们写作此书，希望它能适合不同的读者群体。研究中国问题的专

家将在本书中发现许多熟悉的内容,不过其中有一些解释和分析是全新的。我们为研究经济增长和发展方面的专家提供了一个重要案例,将优雅的理论与中国繁杂现实结合在一起。金融从业者通过本书,可以了解金融抑制所带来的后果,以及改革这一系统的复杂性,中国需要的不仅是政策的变化,还有对整个发展战略的重新定位。对于普通读者来说,我们通过对1978年以后中国经济政策和业绩的全面回顾,重点分析了过去增长的主要驱动力,以及维持未来可持续发展的主要挑战。本书包括一部分技术性的经济分析,但为了使经济学家以外的人士也能阅读,我们用了尽可能通俗的语言。综上所述,本书预计的读者群体,是关心总体经济政策,特别是中国经济政策的人,以及这些政策的制定者。毫无疑问,中国经济政策的制定者对本书中讨论的许多问题比我们有更深入的了解,但是我们希望本书的主题、论点和结论对他们讨论和制定中国未来经济政策能够有所帮助。

(美)James Riedel 金 菁 高 坚

鸣 谢

首先我们感谢雷曼兄弟及其全球融资部亚洲主管 Joonkee Hong(洪俊基)先生对本书中文版出版的大力支持。

我们要感谢国家开发银行和瑞士银行(香港)在人力和物力上的慷慨支持。国家开发银行的许多工作人员对此项研究做出了许多贡献,其中包括罗林、梁惠江、孙隆新、刘建明、李小涛、孟天山、滕光进、武靖仁、谢志军,以及瑞士银行的 Kath Cates、Vivian Chiu、Annie Cheng、Rory Tapner、Jenny Wong、Boon-cheow Woo、Joe Zhang。还要感谢中央财经大学中国经济与管理研究院的汪雄健。我们特别感谢瑞士银行亚太首席经济学家 Jonathan Anderson,他允许我们引用了他有关中国经济适时报告中的许多图表。与以下人员的许多讨论给了我们莫大的帮助。他们包括中央国债登记结算有限责任公司的管圣义博士,国家开发银行的戎志平、张志坚,中国社会科学院的殷剑锋博士,中国证券投资者保护基金会的刘敏慧,《中国证券报》理论版编辑杨光,北京证券公司的吴琪,以及全国社会保障基金理事会的韩亚庆。

我们还要感谢在北京大学、复旦大学和浙江大学举办的研讨会的与会者,特别是张军、郑京海、陆铭、吴桂英的评论和建议。南京大学—约翰·霍普金斯大学中美文化研究中心的学者,就其研究内容也提供了重要的评论和建议。我们特别要感

谢曾在南京大学—约翰·霍普金斯大学中美文化研究中心学习的黄毅、苗泉以及中央财经大学中国经济与管理研究院的学生郭黄斌、孙艳萍提供的宝贵帮助。

我们对中国人民银行国际司郑五福和曹志鸿组织并参加翻译工作表示由衷的感谢。

我们特别感谢普林斯顿大学出版社欧洲发行总裁 Richard Baggaley 的支持和鼓励。我们从为普林斯顿大学出版社审稿的匿名审稿人那里得到了许多有益的评论和建议,在这里对他们深表谢意。最后,我们要感谢 W. Max Corden 阅读了原稿并提出了宝贵的意见。

该书的内容阐述了各个作者的观点和看法,不代表作者所服务机构的观点。作者各自独立为这些内容负责。

目 录

Contents

中文版序	1
前言	1
鸣谢	1
第一章 经济改革及其成果概述	1
第1节 农业改革(1979—1985)	4
第2节 工业改革(1978—1993)	5
第3节 向市场经济的过渡(1994—2003)	9
第4节 对外贸易和外国投资	10
第5节 金融部门	13
第二章 增长的动力和投资的作用	15
第1节 经济增长核算的方法	15
第2节 中国全要素生产力增长的核算	17
第3节 用生产函数估算中国全要素生产力增长	20
第4节 解析中国全要素生产力增长	21
第5节 对投资作用的重新审视	24
第6节 对技术进步的重新思考	28
后记 作为增长来源的投资与内需	30

第三章	中国的储蓄和投资的融资	31
第1节	投资	32
第2节	投资的融资	36
第3节	跨部门的资金流动	39
第4节	居民储蓄	40
第5节	政府储蓄和投资	46
第6节	国外储蓄	51
	总结及结论	55
第四章	金融抑制	59
第1节	为什么抑制金融体系	60
第2节	中国金融体系的抑制程度有多大	62
第3节	中国的金融业和经济增长	71
第4节	金融发展战略	75
第五章	银行业改革	77
第1节	中国银行业的主要特征	77
第2节	银行的问题	79
第3节	加强银行业的措施	83
第六章	债券市场的发展	95
第1节	债券市场的作用	95
第2节	中国的债券市场	96
第3节	政府债券	98
第4节	公司债券市场	108
	结论	109
第七章	股票市场的起伏	111
第1节	兴盛(牛市阶段)	112
第2节	衰落(熊市阶段)	116
	结论	123
第八章	宏观经济政策和运行	125
第1节	宏观经济的起伏	126
第2节	投资支出	
	——宏观经济周期的表象原因	127

第3节 剖析中国宏观经济周期	129
第4节 货币政策	137
第5节 资本流动与汇率政策	142
第6节 财政政策	148
结论	154
 Preface	 157
Acknowledgments	159
 CHAPTER 1 Overview of Economic Reforms and Outcomes	 161
1.1 Agricultural Reform: 1979—1985	164
1.2 Industrial Reform: 1978—1993	166
1.3 Transition to a Market Economy: 1994—2003	171
1.4 Foreign Trade and Investment	173
1.5 Financial Sector	176
 CHAPTER 2 The Source of Growth and the Role of Investment	 178
2.1 Methodology of Growth Accounting	178
2.2 Measurement of TFPG in China	180
2.3 Production Function Estimates of TFPG in China	183
2.4 Explaining TFPG in China	185
2.5 The Contribution of Investment Reconsidered	188
2.6 Technological Change Reconsidered	192
2.7 Postscript: Investment Versus Domestic Demand as a Source of Growth	195
 CHAPTER 3 Saving and the Financing of Investment in China	 196
3.1 Investment	198
3.2 Financing Investment	202
3.3 Financial Flows between Sectors	205
3.4 Household Saving	207
3.5 Government Saving and Investment	214
3.6 Foreign Saving	220

3.7 Summary and Conclusions	225
CHAPTER 4 Financial Sector Repression	230
4.1 Why Repress the Financial System?	231
4.2 How Repressed Is China's Financial System?	234
4.3 Finance and Growth in China	244
4.4 Strategy of Financial Development	250
CHAPTER 5 Banking Sector Reform	253
5.1 Key Features of the Banking Sector	253
5.2 Problems of the Banking Sector	255
5.3 Measures Taken to Strengthen the Banking Sector	261
CHAPTER 6 Developments in the Bond Market	275
6.1 The Role of a Bond Market	275
6.2 The Bond Market in China	276
6.3 Government Bonds	278
6.4 Corporate Bond Market	291
6.5 Conclusion	292
CHAPTER 7 The Rise and Fall of the Stock Market	294
7.1 The Rise	295
7.2 The Fall	300
7.3 Conclusion	308
CHAPTER 8 Macroeconomic Policy and Performance	310
8.1 Ups and Downs in the Macro Economy	311
8.2 Investment Spending as the Proximate Cause of Macroeconomic Cycles	312
8.3 Anatomy of Macro Cycles in China	315
8.4 Monetary Policy	325
8.5 Capital Flows and Exchange Rate Policy	331
8.6 Fiscal Policy	339
8.7 Conclusion	346
References	348
Index	358

第一章 经济改革及其成果概述

1979 年中国实行改革政策以后,中国经济经历了快速发展和结构性变革。如果对政策因素还有什么疑问的话,中国 1979 年后二十多年的经历足以打消这种疑问。改革本身并不会带来经济增长和结构性变化,而是改革产生了社会主义计划经济体制下不可能出现的激励机制和制度使然。这些正是实现经济增长和结构性变革所必需的前提条件。经济体的参与者,包括个人、国有企业、集体所有制企业、私营企业以及政府部门的职员和官员对新激励机制和制度的积极响应与参与,促成了经济增长和结构性变化。

由于中国在经济增长和结构性变化上成就斐然,许多人不仅花了大量精力描述改革过程本身,而且也着手研判中国的改革途径。中国改革的成功毋庸置疑,但对于中国如果采取另一种方式进行经济改革是否会更为成功,却一直众说不一。一种观点认为,在改革之初的政治和社会经济环境下,中国“渐进的”和“实验性的”改革方式即便不是最优的,也是适宜的(Naughton 1995 年; Rawski 1994 年; Lau, Qian 和 Roland 2000 年)。另一种观点则认为,如果中国放弃试验主义理论,大胆采用古典主义方法,尽快采用典型市场经济体制下的激励机制和制度,中国改革的成效会更好(Sachs 和 Woo 2000 年)。

争论的核心问题集中在中国的成功是得益于“渐进的”和

“实验性的”改革方式,还是恰恰没有采用这种方式的结果?有人认为,与其他转型经济体相比,中国的巨大成功更大程度上取决于改革的初始条件而不是“渐进的”和“实验性的”改革特征(Riedel 1993年;Sachs和Woo 1994年)。在十几年的经济和政治动乱后,到1979年,中国经济资源存在严重的利用不足和分配不当的问题。70%~80%的农村人口失业或就业不足。在一个这样的起始条件下,几乎任何物质激励措施的改善都会对经济增长和结构性变化产生重大的积极影响。但是渐进主义的拥护者认为,较激进的方式会在改革过程中使更多人的利益受损。这些人会形成政治上的阻力,而最终使整个改革进程偏离轨道。“渐进的”实验性方式的重要特点是通过上级政府与下级政府间的承包制实现分权,以物质奖励的激励手段提高大家的积极性,从而使经济改革的潜在反对者接受并参与改革进程。

这一争论还将持续下去,因为它不可能盖棺定论。原因是双方的论点都缺乏实证基础,除非历史可以重演。正如一位古代希腊哲学家所说的“上帝也无法改变过去”^①。因此,我们抛开这场争论,(在本章的下文)只简要地回顾改革及其成果的一些基本事实。由下面的回顾可以看出,中国改革的两大特征都是成立的,即:改革是“实验性的”,整个进程呈增量变化;改革的成果是激励机制和制度逐渐向典型市场经济的靠拢(虽然缓慢而且很不完善)。通过这一回顾还可以清楚地看到,实验主义在渐渐衰落,人们渐渐接受古典主义理论,并对其将会产生的结果越来越有信心。二十多年来的改革进程已经从根本上改变了中国经济的特征,而且这一进程还有可能变得更快。实际上,随着中国加入WTO,改革成果已经有了保障,中国将继续在这一道路上迈进(Woo 2001年)。

我们不去争论过去的事情本来会怎样,而是要关注将来的事情能够怎样,以及需要的条件有哪些。在本章中,我们回顾了过去的改革及其成

^① Agathon(公元前446?—前401),亚里士多德:《尼各马科伦理学》,VI. 2. 1139b。

果,并对未来进行展望。在第二章,我们回顾了有关中国经济增长动力的文献,确定了经济增长的动力,并判断其可持续性。许多文献认为,中国经济增长的动力是投资,而不是技术进步或全要素生产力增长;但与技术进步不一样,投资不可能维持高速增长,因为投资收益递减。我们这样解释这个问题:对中国而言,投资不仅是经济增长的动力,而且是技术进步和结构性变革的动力。在第三章,我们审视了投资的资金来源,包括私人、国有部门和外资部门储蓄。这一审视揭示了威胁未来经济可持续发展的突出的薄弱环节,即:中国落后的金融行业。在第四章,我们评估了金融业的现状、薄弱的原因,以及让金融部门在经济活动中扮演更加重要角色需要采取的措施。经过二十多年的改革,政策改革的重心必须从调动闲置资源和纠正大量无效率活动,转移到实现中国稀缺的金融资本配置效率的最大化。对于资本的有效配置而言,没有任何机制比高效的金融体制更关键。第五章、第六章和第七章评估了银行业、债券市场、股票市场,以及推进中国金融机构和市场功能的改革进展。我们认为(第五章)虽然政府已经将银行业改革放在首要位置,而且已经采取措施重新调整国有银行资本结构,并改善管理方式,但是仅只银行业的改革是远远不够的。政府已经认识到良好的债券和股票市场的重要性,但几乎没有采取什么具体的改善措施。我们发现(第六章和第七章)国有银行在金融体系中所占的主导地位,是中国债券和股票市场发展的一个主要障碍。

虽然本次研究的重点是长期增长,但在最后一章(第八章),我们重点探讨了短期增长。第八章的目标是解释经济的冷热周期,我们着重研究了政府政策,特别是宏观经济政策在催发和消除经济波动中的作用。我们认为投资不仅是长期经济增长的动力,也是导致经济“过冷过热”交替循环的原因。在我们看来,落后的金融体制不仅是长期可持续发展的障碍,而且也是造成短期不稳定的原因,并阻碍了宏观经济稳定政策的有效实施。正在进行的金融系统改革开始缓解宏观经济周期波动,并使宏观经济政策更加有效,但需要更多的改革,为政策制定者提供所需的政策工具来保持经济高速稳定的增长。