

Finance Decentralization and Economic Fluctuations in China

中国的金融分权与经济波动

傅勇◎著



中国金融出版社

中国的金融分权与 经济波动

傅 勇 著



中国金融出版社

责任编辑：张黎黎

责任校对：孙蕊

责任印制：程颖

图书在版编目 (CIP) 数据

中国的金融分权与经济波动 (Zhongguo de Jinrong Fenquan yu Jingji Bodong) / 傅勇著. —北京：中国金融出版社，2016. 12

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8741 - 9

I. ①中… II. ①傅… III. ①财政金融—研究—中国②中国经济—经济波动—研究 IV. ①F812②F124. 8

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 245158 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 16.25

字数 193 千

版次 2016 年 12 月第 1 版

印次 2016 年 12 月第 1 次印刷

定价 38.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 8741 - 9/F. 8301

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

序

如何跳出中国式分权的困境

很多中外学者都注意到，在中国经济强劲发展的过程中，地方政府扮演着重要的角色。中国的地方政府具有非常浓厚的重商主义色彩，地方政府官员最热衷的事情是招商引资、修路建厂。这是一种独特的中国现象。

钱颖一教授和他的合作者借助管理学的思路，分析了 U 形组织和 M 形组织的区别，强调中国始终无法实现经济集权，中国的小企业众多，工业化程度不高，各地情况差异极大，所以不得不接受分权的现实，而分权恰恰有助于调动地方的积极性。张五常教授也指出，县域的竞争是推动中国经济增长的重要因素。张军、周业安等学者也对中国地方政府的“锦标赛”做了深入的分析。傅勇博士是国内最早提出“中国式分权”的学者之一。和别的学者不同，他有在中国人民银行工作的丰富经验，对中国经济现实有敏锐的观察。他在已有的学界研究基础上，进一步地提出了“金融分权”的概念，并以此为主要线索，试图解释中国经济的周期波动和宏观失衡。

所谓中国式分权，是指中国的分权并非把权力一分为之。中央政府将更多的权力下放给地方政府，但仍然保留着对地方官员考核、升迁的控制，也会不断地对中央和地方的责权边界进行调整，时放时收，相机抉择。由此带来了中国经济的两个鲜明特征：

一是经济增长速度快。地方政府有强烈的动机投资基础设施、

重化工业和房地产，同时采取了各种对投资者亲善的优惠政策。很多能干的地方官员看起来更像是企业家，而非行政官僚。如果哪一个地方的经济增长速度更快，证明当地官员的执政能力更强，他们也就有更大的晋升机会。当然，也不必讳言，某些地方政府官员热衷于项目投资，是有不可告人的“寻租”动机。

二是中国经济的波动性很强，总是大起大落。这和“一放就乱，一收就死”的放权—集权周期是有关的。政府鼓励下的经济增长经常会比由市场经济力量自发推动的经济增长更为强劲，但也容易导致经济过热和通货膨胀。一旦出现经济过热，中央政府就会采取各种紧缩手段。不仅在货币政策上抽紧银根，还要在产业政策上压缩产能，并调整中央和地方的责权边界。这种频繁的调整加剧了经济波动。政府的宏观经济调控本来是为了熨平经济周期波动，但在中国，最后的结果往往是反而扩大了波幅。

在研究“中国式分权”的时候，学者们大多更注重中央和地方的财权和事权划分，也就是说，对“财政分权”关注得更多。有些学者试图从财政分权的角度解释中国经济的周期性波动，但正如傅勇博士指出的，增长动力是制度化的，经济周期却起起落落。经济周期有长有短。长周期更多地受到重大技术变革的影响，短周期则更多地受到货币、信贷因素的影响。傅勇博士提出，金融分权是解释中国经济周期更重要的原因。

这一判断是基于一个事实，即中央政府对地方政府的投资冲动的控制主要依赖金融调控，而非财政制度。围绕着中央—地方关系的财政体制经历了多次改革，总的方向是趋于更加规范和稳定。中央政府对地方政府权力的收放主要体现在货币、信贷政策方面。就以著名的四万亿元刺激政策而言，尽管看起来是扩张性的财政政策，但正如我们随后看到的，真正起作用的是2009年出现的极度扩张的货币政策。中央政府鼓励地方政府以及地方的融资平台向银行借钱，

并用于热火朝天的基础设施建设。地方政府也广泛参与了多层次的金融资本市场。除了全国范围内经营的国有商业银行和股份制银行，还有各地的城市商业银行、乡镇银行、农村信用社等。地方政府在支持本地企业上市的时候也非常积极。各地的产业投资基金、各地兴建的各种类型的交易平台层出不穷。

“金融分权”才是房间里的大象。为什么主流经济学文献一直忽视了这一现象呢？一个重要的原因是主流经济学认为金融市场是完全受市场供需决定的，不可能出现地方性的分割市场。但在中国，情况却大不相同。政府和市场的边界依然模糊。更为复杂的是，中央政府、地方政府和金融市场之间的界限也是模糊的。中国的金融体系一直是半政府、半市场的，这是“金融分权”的重要制度背景。

傅勇博士认为，自新中国成立以来，金融集权—分权的体制演变经历了五个阶段：第一阶段是从1949年到1978年，金融权力高度集中于中央。就连中国人民银行也一度被撤并，和财政部合署办公。第二阶段是从1979年到1993年，中国人民银行、四大国有商业银行相继独立。由于实行“条块结合”的信贷管理模式，中国人民银行和商业银行的分支机构均由总行和地方政府双重管理，地方政府获得了广泛干预金融资源分配的权力。这导致了80年代后期出现的经济过热和通货膨胀。此后，金融权力开始由放到收。第三阶段是从1994年到2008年，总的趋势是中央收回地方的金融资源分配权。这不仅是出于宏观调控的需要，更多是出于构建完善的市场经济体制的需要。第四阶段是2008年到2012年。由于爆发了全球金融危机，中央推出一揽子刺激政策，鼓励地方政府加大资金配套力度，允许地方通过融资平台扩大向商业银行和金融市场举债。这是一场中国式的“金融大爆炸”。其好处是迅速拉动了中国经济复苏，但弊端是带来了地方政府债务和银行不良贷款的上升。第五阶段是从2013年开始的，这一阶段的主要方向是如何跳出集权—分权

周期，打破治乱循环。

傅勇博士建议，一个重要的改革应该是大力推进市政债，把过去的“土地财政 + 平台融资”模式改变为“房产税 + 市政债”模式。由于地方的税收收入不足以支撑其支出，所以不得不依靠卖地的收入。“土地财政”带来的恶果是房地产业绑架了地方政府，地价和房价只能上涨，不能下降，而且，这是一种透支城市未来发展红利的急功近利的做法。地方政府直接或间接向银行借款，可能加剧“期限错配”：地方投资的项目都是长期的，但银行贷款大多是短期的。同时，这些贷款很难追溯，很难做到透明化和政务公开。如果通过引进房产税等地方税种，增加地方的税收收入，同时推动市政债的发行，可以从制度基础上化解潜在的金融风险。

傅勇博士提到了一个有趣的概念，即“近约束”。企业可能面临“硬约束”或“软约束”。如果企业面临“硬约束”，挣到钱才能生存，赔了钱就要破产，自然不敢掉以轻心，必须克勤克俭、锐意进取。如果企业面临“软约束”，赔了钱还有政府补贴，自然会滋生懈怠散漫的情绪。同样，如果地方政府只能依靠中央的转移支付，面临的是“远约束”，自主性很可能会降低，“跑部进京”现象会更严重，资源会出现更多错配。发行市政债，用“近水”来解近渴，再进一步吸引“远水”来解“近渴”，可优化金融资源的配置。地方政府要发行市政债，必须说清楚项目的目的、偿债来源、资金使用情况，这就使得融资更加阳光化，有助于金融市场和社会大众实施监督功能。其功效不仅仅在于促进地方经济发展、降低金融风险方面，从长远来看，提高治理能力、培育民主政治，也依赖于公共财政的实践。

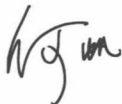
点评完傅勇博士的主要观点，我想再谈一下对中国经济研究的两点个人心得。

第一，为发表的研究和为兴趣的研究。值得欣慰的是，中国经

济学的整体水平在过去二三十年有了长足的发展。长江后浪推前浪。后起之秀的理论功底更为扎实，研究视野更为广阔。遗憾的是，在年轻学者中，为发表而做的研究多于为兴趣而做的研究。这可能是因为大部分学者都在高校系统，而要想在高校晋升，就必须要在学术期刊发表文章。最近的学术考核更加注重在国外的学术期刊发表文章，但国际学术期刊并不是特别关心中国经济问题，这就带来了一个问题：很多青年学者不得不暂时压抑对现实问题的兴趣，转而而为发表而做研究，什么题目更容易发表就研究什么。傅勇博士是一位难得的政府体制内的学者，他做学术研究，并非是为了功利，更多是出于对学术的热爱，对中国经济的关切，以及一位学者的社会责任感，这可能恰恰是他能够另辟蹊径、自成一家之言的原因。

第二，理论导向和政策导向。有些学者喜欢自称是做理论研究的，不关心应用研究。在经济学这种与现实问题高度结合的社会学科中，所谓的纯理论研究几乎是不存在的。当一个学者说他是做理论研究的时候，很可能是因为他还没有找到一个清晰而有趣的问题。在学术界看来，似乎政策研究是不入流的，但我认为，恰恰是政策研究才能催生经济学的变革，尤其是在宏观经济学和金融经济学领域。坦率地讲，我们对宏观经济和金融体系知之甚少，为什么会爆发金融危机，债务在什么条件下是不可持续的，为什么会出现负利率，收入不平等会对经济带来什么影响，我们都没有找到令人信服的答案。只有先提出好的问题，才能引导有意义的研究。从这个角度来看，我认为傅勇博士的研究为其他的研究者提供了“路标”，希望能够有更多的学者共同努力，推动经济学出现真正的革命。

中国人民大学重阳金融研究院首席经济学家



2016年11月13日

目 录

001 ■ 第一章 导论：从中国式分权到金融分权

016 ■ 第二章 地方层面的财政—金融关联与债务缩胀

016 ■ 一、地方政府债务：全口径资产负债表的评估

021 ■ 二、财权—事权不匹配并非地方债务膨胀的主要原因

031 ■ 三、地方债务缩胀：地方层面财政—金融关联的视角

034 ■ 四、如何为城市化融资

040 ■ 第三章 金融分权的逻辑：地方干预与中央集中的视角

040 ■ 一、金融分权的内涵

042 ■ 二、金融集权与分权：1949—2015 年

052 ■ 三、余论：金融分权与经济周期

056 ■ 第四章 地方政府行为、财政—金融关联与宏观经济波动
——基于中国式分权背景的分析

056 ■ 一、引论

059 ■ 二、中国财政金融的“收权”与“放权”：特征事实

061 ■ 三、财政分权与金融集权：一个简约博弈模型

066 ■ 四、财政—金融联动的宏观绩效

070 ■ 五、结论

073 ■ 第五章 金融分权、财政分权与经济波动

073 ■ 一、引言

075 ■ 二、金融集权—分权及理论分析

080 ■ 三、研究设计与数据说明

087 ■ 四、金融分权与经济波动：经验研究

095 ■ 五、小结

098 ■ 第六章 “近约束”与地方政府融资：市政债方案

098 ■ 一、引论：自行发债仍未解决根本问题

100 ■ 二、资金使用效率取决于委托—代理机制设计

106 ■ 三、“近约束”可以提升资金使用效率

117 ■ 四、以“近约束”优化中国市政项目融资

120 ■ 第七章 中国式失衡辨析及其政策含义
——基于分权式改革与金融压抑视角的分析

121 ■ 一、中国经济的结构失衡与所处发展阶段相关

124 ■ 二、重新认识出口在经济增长中的作用

133 ■ 三、分权式改革：中国经济失衡的制度逻辑

136 ■ 四、金融结构与宏观经济失衡

139 ■ 五、政策含义

141 ■ 第八章 中国经济周期的新特征、新机理研究

141 ■ 一、引言

143 ■ 二、中国经济周期的波动性加速下降

150 ■ 三、经济周期波动性下降的新机理

165 ■ 四、2008 年国际金融危机以来经济周期的若干特点

171 ■ 五、货币供给和劳动力成本双重冲击下的周期嬗变

181 ■ 六、经济复苏背景下的货币政策：回顾与对比

182 ■ 七、政策建议

186 ■ 第九章 失衡式增长、经济周期与货币政策应对

186 ■ 一、作为“成长的烦恼”的结构失衡

189 ■ 二、经济发展的政府治理机制

193 ■ 三、高增长、低通胀：陷阱还是馅饼

199 ■ 四、金融动荡中的货币政策：面纱还是权杖

205 ■ 第十章 金融市场结构、融资成本和货币政策传导

205 ■ 一、引言

208 ■ 二、利率传导的一般均衡模型设定

211 ■ 三、均衡条件下的利率传导机制

217 ■ 四、有关利率传导机制的经验分析

227 ■ 五、结论

229 ■ 参考文献

243 ■ 后记

第一章 导论：从中国式分权到金融分权

“一个民族的精神、文化水平、社会结构、政策所部署的行动，所有这些以及更多的细节都被写进它的财政史之中。谁懂得如何倾听它的信使的声音，谁就能在这里比在其他任何地方更加明了地识别世界历史的雷鸣。”

——熊彼特《经济分析史》

2007年，我和合作者提出“中国式分权”概念^①，用来描述中央在实行经济分权的同时，保留了对地方官员的任免权力，即中央对地方同时运用了财政激励和政治激励。实行联邦制的其他主要大国，联邦政府通常没有后一项权力。两位经济学大家 Blanchard 和 Shleifer 至少在 2001 年就已提出这个分析框架，他们的论文题目是《有无政治集中的联邦主义：中国 vs. 俄罗斯》^②。我们据此将其概括成“中国式分权”并结合锦标赛竞争等研究做了进一步归纳总结。

近年来，“中国式分权”已成为国内经济研究领域的热词。根据中国期刊网的统计，我们的文章已被引用超过 1 300 次，下载万余

① 傅勇、张晏：《中国式分权与财政支出结构偏向：为增长而竞争的代价》，载《管理世界》，2007（3），4~16页。

② Olivier Blanchard and Andrei Shleifer: Federalism with and without Political Centralization: China Versus Russia, IMF Staff Papers, 2001（48），pp. 171-179.

次，在 2015 年被《管理世界》评为创刊 30 年来引用率最高的文献之首，该文同时还荣获 2015 年度“中国青年经济学者论坛”优秀论文奖。至今，有 70 多篇论文题目中使用了“中国式分权”，超过 2 000 篇论文正文中使用了“中国式分权”。

这篇文章的核心是，“中国式分权”的制度安排使得地方政府具有为增长而竞争的内在激励，其竞争的对象主要是 GDP、税收等硬性指标，要在激烈的竞争中胜出，很大程度上需要推动高投资和基础设施更新，而科教文卫等公共物品则对任期内的政绩改进不大，由此造成地方政府财政支出结构出现明显偏向。此外，居民难以有效地进行用手投票和用脚投票，经典的蒂布特（Tiebout）机制难以发挥约束地方政府行为的作用。财政数据隐含着政府治理的秘密。我们正是从地方政府财政支出结构证明，用实证分析揭示了地方政府的行为偏好，这种偏好应该对我国公共物品供给不足负有责任。我们的文章将其称为“为增长而竞争的代价”。

正如张五常先生所说，地区间经济竞争造就了中国奇迹^①。基于分权框架，很多学者对中国各种经济社会现象作出解释，包括经济增长模式、政治治理（如官员晋升、考核、异地交流等）、环境污染、外商直接投资、房地产市场、基础教育，等等。这类问题大都是中长期问题，可以从分权体制上找根源。这些解释之所以流行也比较成功，是因为地方政府在中国经济运行中扮演了关键角色，而分权框架可以较好地刻画地方政府行为。

同时，一些学者将财政分权与宏观经济波动联系起来，试图对通货膨胀、信贷周期、投资增速等经济周期波动现象作出解释。我认为，这方面的文献可能并不那么成功。财政分权（包括政治晋升）虽然让地方政府具有强烈的增长动力，但用它来解释周期性因素是

① 张五常：《中国的经济制度》，北京，中信出版社，2009。

有难度的。一是这一增长动力是制度化的、一直存在的，几乎没有明显变化，但经济、信贷周期十分明显。我们很难用一个没有太大变化的变量去解释一个变化很大的变量。二是从地方预算内情况来看，无论是收入端还是支出端都面临着较强的约束，地方政府没有太多决定税制的权力，多年来也无举债权力，财政支出基本是量入为出。因此，仅从地方财政行为来看，其对宏观经济周期的影响不会那么大。而绝大多数关于地方财政行为和经济周期的研究，都使用预算内财政收支的数据。关于土地财政的研究可以作出弥补，但仍远没有涵盖地方政府所能调动的资源。三是与上述两点相关，从中央调控角度来看，调控地方财政行为的空间很小，现在全国 85% 以上的预算内财政支出都是地方政府完成，这个比重近年来几乎一直有增无减，没有体现出逆周期调控的特征。

实际上，除了预算收入和卖地收入外，更重要的是，地方政府可以从金融系统获得大量融资，这种加杠杆行为成倍放大了其对中国经济的影响力，同时中央对地方政府扩张冲动的调控更多依赖金融调控而非财政渠道。要想从分权的角度解释经济周期，显然需要从财政分权扩展到金融领域。与财政分权一样，中国的地方政府在金融领域同样具有其他大国地方政府所不具有的权力，不仅能够干预正规金融机构加大支持力度，还以融资平台的名义直接获得信贷、债券、股权等融资，参与地方政府之间的竞争，从而对经济运行带来更深远的影响。

有两个现象可以对地方政府金融渠道的重要性作出佐证。一是在国际金融危机期间，地方政府债务快速上涨，地方政府性债务问题也日益成为国内外关注的焦点。据估算，中央推出 4 万亿元投资计划，通过地方政府配套加码，最终规模在 12 万亿元左右。这一投资规模显然不是通过扩大财政支出达到的，而是通过允许地方政府更大程度地进入金融系统获得融资实现的。正是得益于这一强有力

的机制，中国经济才实现了快速回升，国际相对地位空前提高。而其他大国的地方政府根本没有条件和能力从金融市场上获得融资，实现逆周期加杠杆。二是在 2011 年经济反弹趋势确立甚至出现局部过热迹象后，中央开始清理整顿地方政府融资平台、审计地方政府性债务、规范地方政府融资行为。如果观察中国历次经济周期，我们对中央的类似政策整顿措施不会陌生。与此同时，中国经济增速开始降温，这也说明地方政府在推动中国经济增长中所发挥的重要作用，以及让地方政府拥有金融权力所能发挥的威力。

基于以上考虑，我们在“中国式分权”的框架中，试图加入金融分权的维度，用来说明中国地方政府所拥有的其他国家地方政府所不具备的金融权力。表面来看，一直以来，中国地方政府不具备直接发债的权力，不能出现赤字，没有太多的管理地方金融的权力，这些权力有些是其他大国地方政府具有的。但中国地方政府实际拥有的金融权力却远远超过了其他大国的地方政府。地方政府及其融资平台一方面直接进入直接融资市场和间接融资市场获得大量融资，另一方面可以干预各类金融机构的运作，推动成立主要为地方经济发展服务的地方性金融机构。

二

四年前，当我们提出“金融分权”概念时，心里并没有十足把握。我们甚至在两篇文章的标题中有意没有用“金融分权”的提法，虽然文章的核心是讨论金融分权，文中也反复使用“金融分权”的提法^①。我们担心，“金融分权”这个新提法并不那么容易被接受，

^① 丁骋骋、傅勇：《地方政府行为、财政—金融关联与中国宏观经济波动》，载《经济社会体制比较》，2012（6）；傅勇：《财政—金融关联与地方债务缩胀：基于金融调控的视角》，载《金融评论》，2012（4）。

也可能有生造术语之嫌。

就在我们文章发表后不久，我的师兄、中国社会科学院金融研究所副所长殷剑峰博士给我打来电话，说看了我们的文章，觉得颇受启发。他当时正在构思一篇给《比较》的约稿文章，认为我们关于“金融分权”的分析对他有所帮助。殷师兄在《关于我国财政金融体制改革“顶层设计”的思考》^①一文中，关于金融体制改革部分明确使用了“金融分权”和“金融集权”的提法，并注明了我们文章的贡献。随后，殷剑峰博士于2013年7月在《第一财经日报》上发表《金融分权加剧系统性金融风险》的评论文章，更在文章标题中使用了“金融分权”一词。

受此鼓舞，我们也在随后发表的文章^②标题中直接使用了金融分权。与此同时，我们注意到还有一些学者开始陆续关注中国的金融分权问题。中国期刊网显示，至今已有十余篇文章标题中使用了金融分权，其中包括中国社会科学院何德旭和苗文龙发表在《经济研究》上的《财政分权是否影响金融分权——基于省际分权数据空间效应的比较分析》一文^③。值得一提的是，2014年西南财经大学出现了两篇专门讨论金融分权的硕士学位论文，即《基于金融分权视角的我国新型农村金融机构改革分析》、《中国经济转型中的金融分权——理论与实证研究》^④。此外，在文章正文中出现“金融分权”提法的文章已有数十篇。

① 殷剑峰：《关于我国财政金融体制改革“顶层设计”的思考》，载《比较》，2013（2）。

② 傅勇、李良松：《金融分权的逻辑：地方干预与中央集中的视角》，载《上海金融》，2015（10）。

③ 何德旭、苗文龙：《财政分权是否影响金融分权——基于省际分权数据空间效应的比较分析》，载《经济研究》，2016（2）。

④ 容俊军：《基于金融分权视角的我国新型农村金融机构改革分析》，西南财经大学硕士学位论文，2014；胡勇锋：《中国经济转型中的金融分权——理论与实证研究》，西南财经大学硕士学位论文，2014。