



上海交通大学现代金融研究中心
金融发展丛书

十字路口的金融体系： 国际经验与中国选择

◎ 主编 潘英丽 胡永泰 杰弗里·萨克斯 钱军辉
Yingli Pan Wing Thye Woo Jeffrey David Sachs Junhui Qian

Financial Systems at the Cross Road:
Lessons for China's Choice

 中国金融出版社





上海交
金

十字路口的金融体系： 国际经验与中国选择

Financial Systems
at the Cross Road:
Lessons for China's Choice

主 编：潘英丽 胡永泰
杰弗里·萨克斯 钱军辉

 中国金融出版社

责任编辑：王效端 王 君

责任校对：张志文

责任印制：程 颖

图书在版编目 (CIP) 数据

十字路口的金融体系：国际经验与中国选择 (Shizi Lukou de Jinrong Tixi: Guoji Jingyan yu Zhongguo Xuanze) / 潘英丽等主编. —北京：中国金融出版社，2013. 9

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7113 - 5

I. ①十… II. ①潘… III. ①金融体系—研究—世界 IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 201532 号

出版
发行 **中国金融出版社**

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](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 利兴印刷有限公司

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 19

字数 292 千

版次 2013 年 9 月第 1 版

印次 2013 年 9 月第 1 次印刷

定价 51.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 7113 - 5/F. 6673

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

序

改革开放 30 多年来中国经济发展取得了举世瞩目的成就。当前和今后一段时期，中国仍处于重要的发展机遇期。但是随着全球金融危机发生后经济格局的调整和国内长期支撑经济增长的一些重要因素的变化，中国经济正面临日益严峻的挑战。在内部资源环境趋紧、外部市场萎缩、国际货币金融环境日趋不稳定的多种压力下，中国建立在廉价劳动、廉价资本、廉价资源环境和外部市场扩张基础上的经济增长模式已经不再具有可持续性。

中国经济面临重大转折，进入了改革创新、转型发展的关键时期。中国经济转型要求：市场需求从出口拉动转向内需拉动；产出供给从要素投入型的外延扩张转向效率改进型的内生增长。由于资金是社会稀缺生产资源的支配和使用权，金融体制的变革和有序发展已经成为中国经济转型的核心。

新中国成立 60 余年来，中国实行以低利率和行政配置廉价资本以促进工业化发展的金融体制和政策。这种以行政管制为主要特征的体制和政策曾经对工业化战略和渐进经济改革的成功作出重要的历史贡献。随着经济体制的改革，金融体系的深化改革、扩大开放也取得了明显成就。但总体来讲，与当前和今后经济转型的需求相比，金融改革仍显滞后。这不利于调节甚至会助长资金融通和产业结构的失衡，并将逐步积累起系统性金融风险。中国金融体系如何从抑制状态走向有序的发展，安全有效地持续促进经济的转型成为当前中国金融体制改革的重要阶段性目标。

潘英丽、胡永泰、杰弗里·萨克斯和钱军辉主编的这本金融改革论著由国际经济学家和具有中央银行及金融机构背景的金融专家从美国、日本、北欧等富裕国家金融市场化改革和监管实践中存在的问题入手，总结了对中国金融市场化改革极为重要的国际经验和教训。论著对中国金融改革过程中如何设计和选择正确道路，构建有序而有效的金融体系促进中国经济的转型和可持续发展也做了全面和深入的探讨。

本书是国内外学者通力合作的产物，既包括对国际经验教训的深入思考和总结，也包括对中国金融实践和改革问题的系统分析，在中国金融体系整体改革思路和具体改革方案等方面做了有益的探索。

当前，中国经济和金融改革进入攻坚克难的关键时期。中国经济、金融转型面临前所未有的紧迫性和复杂性。作为金融改革理论和实践的一名热心者，我也衷心期待本书能对中国经济金融改革的设计者和实践者有所帮助并产生积极的社会影响。

上海市委常委、副市长



2013年8月

目 录

Contents

1 第一篇 总论

- 3 安全有效地动员金融部门持续促进中国经济转型
潘英丽、杰弗里·萨克斯、胡永泰、朱祁

25 第二篇 理解国际经验中的重要教训

- 27 美国金融部门为何变得无法无天且不稳定？
杰弗里·萨克斯
- 58 避免金融发展的阴暗面：富裕国家系统缺乏审慎监管的问题
Peter Boone 和 Simon Johnson
- 92 20-世纪 80 年代北欧国家金融自由化带来的启示
Seppo Honkapohja
- 117 亚洲金融市场和中国的金融国际化
Kiyohiko G. Nishimura

- 132 东京无缘一线国际金融中心：原因与启示
Huw McKay

169 **第三篇 中国正确金融体系的设计**

- 171 艰巨的适应：中国央行的新世纪
钱军辉、胡永泰

- 200 中国银行体系的结构性摩擦：原因、测度与对策
刘红忠、秦泰

- 219 信贷配给、银行救助政策以及信贷的负面影响：基于中国的实证检验
Jean - Louis Arcand

- 234 人民币汇率制度的历史演变与未来选择
吴信如、潘英丽、张志超

- 250 国家利益与全球责任兼容的人民币国际化
潘英丽、徐迎风、吴 君

- 280 为农户提供信贷：探讨农村金融改革的方向
朱喜

第一篇

总论

十字路口的金融体系：Financial Systems at the Cross Road:
国际经验与中国选择 Lessons for China's Choice



1. 安全有效地动员金融部门 持续促进中国经济转型^①

潘英丽（上海交通大学）

杰弗里·萨克斯（Columbia University）

胡永泰（University of California, Davis）

朱祁（复旦大学）

1.1 现代经济增长各要素间的相互作用

正如一个人的饮食规律和食物类型会随着不同的成长阶段而发生相应的改变，当一个国家进入新的发展阶段，该国的经济政策也应当及时地加以调整和转变，以推动而非阻碍其经济的持续发展以达到更高的水平。若没有上述这些饮食结构或经济政策的必要改变，无论是作为个人还是作为一个国家，对其后续的体格养成或经济表现所造成的影响，乐观一点的估计是无法完全实现其潜能。而这种政策瘫痪可能造成的最糟糕的情形，不仅是经济发展的停滞，而且是在停滞之后随之而来的衰退和最终的崩溃。总之，经济政策的规划和制定应当尽力避免类似“小车不倒只管推”式的想法。因为在现实中，这种政策调整和改变的缺失，可能在于我们自身的无知或自满的情绪，也可能正是因为我们清楚地意识到，我们对客观世界

^① 上海交通大学现代金融研究中心的研究人员刘建丰和邓燕飞为本文的撰写提供了资料查询和整理、数据收集和计算等基础性工作，在此表示衷心的感谢。

的认识存在局限性。

如果决策者宣称出于审慎的原因而持政策不作为姿态的话，那么他还必须承认，我们对经济增长现象的认识还不足以证明加快经济增长的政策行动主义是正当的。我们经过考虑后认为，经济政策的干预程度应取决于以下两个因素：一是国家机构的经济状况的分析能力与执行能力，二是经济发展的阶段。显然，如果决策者知识有限并听取糟糕的经济政策建议，或者计划执行过程出现功能紊乱导致最终结果适得其反，那么政策不作为造成的经济停滞可能还要好过错误政策导致的经济快速崩溃。

经济发展阶段的不同要求经济政策干预程度的不同是出于以下原因。一国的经济发展阶段越低，我们对如何加速其经济增长的知识就越丰富，无论是做什么还是怎么做都有更深刻和全面的理解。这是因为越是低的经济发展阶段，越是多的国家和经济体已经在历史上经历过了这一阶段，因此我们所能搜集、整理和归纳的经验教训也特别集中于这一阶段的经济发展过程，并从中总结出具有指导性的意见和建议，帮助后来者平稳顺利地渡过这一较低的发展阶段。

毋庸讳言，韩国和中国台湾的经济政策制定者们，在 20 世纪 60 年代中期成功执行的各项经济政策，正是借鉴于大量的经济文献中，对西欧国家及其海外殖民地和日本在过去 200 年间经济增长状况的表述和分析。^① 因此，我们也有理由认为，在 2013 年，相比较如何维持美国的经济增长而言，我们对如何维持中国经济的持续增长（做什么、怎么做）都应该知道得更多、更好。

中国在 2008 年正式跨入中等收入国家的行列。^② 中国周边的三大邻国，印度、印度尼西亚和菲律宾，尽管在 1978 年时比中国更加富有，却至今都还未实现这一里程碑式的经济发展目标。但同时，胡永泰等（2012）认为中国继续快速向高收入国家转变的这一过程将充满着极大的不确定。拉丁美洲 5 个最大经济体中的 4 个，阿根廷、巴西、智利和墨西哥，早在 1960

^① Simon Kuznets (1966) 提供了一个特别有益的文献方面的例子。

^② 这是根据胡永泰（2012）的追赶指数（Catch-Up Index, CUI）得到的，这个指数是以购买力平价计算的一国人均 GDP 与美国人均 GDP 的比例。在胡永泰的分类中，中等收入国家是指 CUI 从 20% 从 55% 的国家。

年就已成为中等收入国家成员之一。此外，拉美五大经济体之一的委内瑞拉的经济追赶指数（CUI）持续下降，在1980年，由原先的高收入产油国最终沦为中等收入国家。马来西亚也是一个地理位置和时间上都更近的陷入中等收入陷阱的例子（胡永泰，2011）。仅仅在被世界银行标榜为东亚经济奇迹（1993年）之后的两年，马来西亚的高速经济增长就戛然而止了。

这些拉美国家和马来西亚共同遭遇到的短暂、非持续的高速经济增长可以说正是库兹涅茨（1966）所谓的“现代型经济增长”（MEG）的缺失。“现代型经济增长”是一种出现于18世纪晚期西欧地区，在多个方面有别于早期人类社会经济增长模式的经济增长类型。这些方面具体而言包括：持续高速的产出增长、产出结构的巨大变化、不断增长的商品与服务的多样性，以及制度与意识形态的快速变迁和调整等。“现代型经济增长”不仅体现在社会产出数量级上的放大，也体现在社会经济各方面在质量上的全面转型。“现代型经济增长”是数量扩张与质量转型两者相辅相成、共同作用的结果，而不单是技术进步的结果。总而言之，“现代型经济增长”的精髓就在于，它是社会经济全方位、持续不断的变化，这也是我们开宗明义所强调的，“*当一个国家进入新的经济发展阶段，该国的经济政策也应当及时地加以调整和转变，以推动而非阻碍其经济的持续发展，以达到更高的水平。*”^①

政府通过资本的行政配置推进国有企业主导的工业化，并允许私人企业大规模参与轻工业和服务部门低附加值行业的二元政策体系不能帮助中国成功实现从中等收入到高收入的经济转型。苏联在没有私人部门参与的情况下取得了中等收入地位，却以经济崩溃而告终。马来西亚以中国式二元政策体系实现了中等收入地位后却出现了经济停滞，因为政府“*小车不倒只管推*”的短视带来了政策的不作为。

当前，中国经济若要免于被中等收入陷阱所羁绊，必须及时加以调整和转变基本经济政策，其中，金融政策首当其冲。金融体系的功能不仅在于动员储蓄，而且在于将储蓄配置给最具生产力的用途。在这两方面，还

① 文中斜体字为作者所加，意为强调。

有许多需要改进的地方。为了把握哪些方面需要改革以及不同改革之间的先后次序，我们首先回顾一下现行金融体系的历史形成过程。

1.2 中国金融体系的演变

中国政府自 1949 年以来赋予金融体系两大不可动摇的任务，一是支持国家高速实现工业化，二是帮助维持社会稳定。当然，金融体系只是为实现这两大目标而制定的若干国家政策之一。1952 年至 1978 年，在完全国有的中央计划经济体系中，金融机构为完成以上两大任务，只需发挥现金出纳和支付清算的功能即可。在计划经济时代所设立的专业化银行，如中国农业银行和中国建设银行，实际仅仅扮演着现金出纳的角色，代表政府分配预算资金用以支持特定行业或企业的经济活动。中国的金融体系自 1978 年启动市场化改革以来的演变历程，是在经济的其他方面已经推进市场化改革的情况下，金融体系为了继续执行上述两大任务而作出调整的过程。这些改革政策的最终目标是启动并推进中国经济向私营占主导的市场经济转变，最终实现“现代型的增长”。

直到 1978 年末，农业部门为国家的工业化政策提供了最主要的资金来源。从 1952 年到 1978 年，通过压低农产品收购价并提高作为农业生产资料的工业品价格，国家将农村剩余价值转移到工业部门中来，并通过工业利润上缴形成了几无成本的工业资本原始积累。这一资源转移政策又被称做工农业产品价格“剪刀差”政策。

毕泗生（2003）估计，这一时期国家以“剪刀差”方式从农村获取的转移收益大约为 8000 亿元。同期国有经济固定资产投资总额为 14420 亿元，其中国家的投资总额为 8451 亿元。这意味着，通过价格剪刀差转移的资本分别占到政府对国有企业固定资本投资的 95% 和对国有企业所有固定投资的 55.5%。“剪刀差”政策使得政府以极小的成本完成了工业资本的原始积累。

1978 年底，中国政府开始放松对私营经济发展的严厉限制，并允许在农业部门实施双轨制。农户可以在完成规定额度的国家收购任务以后，将剩余的农产品在刚刚解禁的农贸市场以市场价格出售。这一波始自 1979

年的市场化浪潮对金融部门的影响显著，因为这也启动了新一轮的中国经济的货币化过程。随着越来越多的农产品不再由国家统一定价收购，而是由市场供给决定价格，中国经济的货币化过程得以快速发展。

货币化过程，作为一种金融现象，使得政府可以通过大规模的货币创造获取不断增长的铸币税，并以此作为支持工业化政策的主要资金来源，同时又不会因为超发货币而导致持续的高通货膨胀。从1979年至1992年， M_2 、GDP和CPI的年平均增长率分别为26.2%、9.5%和6.5%。 M_2 与GDP的比值由1979年的25%上升至1992年的94%。^①图1展示，1993—1996年的高通货膨胀意味着这一轮货币化过程接近完成，货币增长与通货膨胀之间出现更紧密的联系，此后多年，政府将 M_2 的年增长率降低到20%以下，削减了来自铸币税的收入。

图1还展示了一个通常用来衡量铸币税收入的指标—— M_2 的超额供给。这一指标的是由 M_2 的增长率减去实际GDP的增长率再减去通胀率得到的。^②很明显1996—2010年这一指标要低于1978—1995年这一时期。

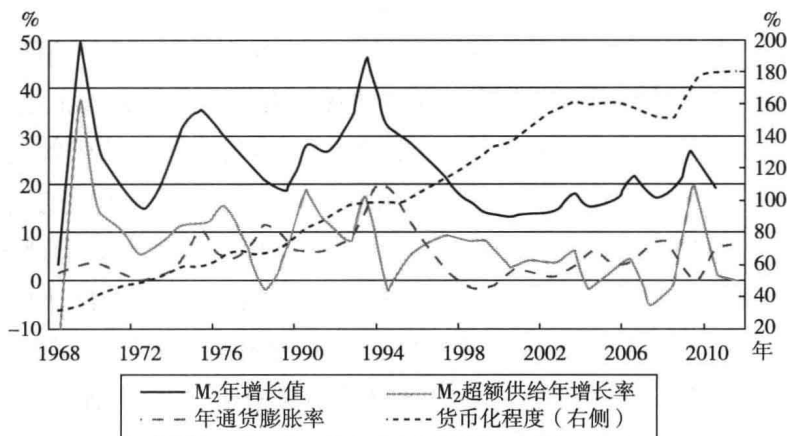


图1 中国货币指标

① 1988年是价格稳定的一个例外的年份。当年CPI增长18.8%，引起了社会不稳定。McKinnon（1991）注意到了这种货币化对中国宏观经济的积极作用。多位学者计算了货币化的铸币税收益，例如张杰（1997和2001）、谢平（1996）和世界银行（1996）。

② 2009年是个例外，当年 M_2 增长28%以应对全球金融危机带来的通货紧缩效应。

金融体系的重要性从1985年开始不断增强。工农业产品价格剪刀差政策在1985年正式终结；第二、第三产业的国企改革在1984年开始启动；以及自1983—1984年开始实施的中央与地方政府的财政大包干，这些都直接造成了中央政府财政实力的大幅减弱。在逐渐放弃农产品的国家统购统销政策之后，绝大多数农产品的生产和流通在1985年已经实现了完全的市场化，人为压低的农产品价格已经不复存在；另一方面，工业品行业的市场化改革也在1984年开始启动，使得越来越少的工业产品还能维持不合理的高价，这两方面的力量使得维持近四十年的剪刀差政策终于寿终正寝了。

由农业改革带来的中国乡村经济的繁荣大大激发了政府新一轮制度创新的信心，准备照搬在农业领域大获成功的双轨制政策，将其也运用到1984年开始的工业和服务业的改革中去。政府与国有企业的经营者们签订了利润分享的协议，准许国有企业在利润支配上具有更大的决定权（比如奖金分配、生产规模扩张等），给予他们在经营上更大的自主权（比如生产什么、以何种方式生产、以合同工取代原有的终身雇佣的员工等），并允许企业在完成国家规定的收购任务以后，可以在市场上销售剩余的产品。与此同时，政府也合法化了集体所有制的乡镇企业的设立。在很长一段时间内，很多地方的乡镇企业其实就是以集体所有制伪装的私人企业。

这一系列工农业产品定价政策的改变和对私营经济活动的解禁带来的直接后果是中央财政收入不曾预见的大幅下降。在经历了改革初期令人印象深刻的短暂改善之后，国有企业的经营绩效和财务状况出现急剧的恶化。从1985年到1994年，通过财政预算渠道给国有企业的各类补贴平均为GDP的5.6%。而这5.6%中，来自中央政府的财政补贴比重在不断下降。由于中央政府财政实力的下降，中央财政对国有企业的补贴由1985年占GDP的7.5%下降到1994年的2.2%，尽管同一时期的国企亏损还在与日俱增。

与此同时，为了保持国企部门的稳定（并由此防止大规模失业现象的出现），政府通过金融渠道，以“拨改贷”的形式，通过国有银行发放贷款对国有企业进行隐性补贴。1987年到1995年，公共部门的平均赤字占GDP的比率为11.16%，而其中的65.53%又是来自银行部门的融资。这些贷款被统称为“政府补贴性贷款”，具体又分为“工资贷款”、“饺子贷

款”、“安定团结贷款”等。

政府从国有银行体系中获取的贷款，当然也被用来推动工业部门的继续发展，即呈现出以银行贷款替代政府财政注资的趋势。比如，张杰（2001）发现1994年国有企业的负债率平均高达80%，其中80%的企业负债率超过了90%。

图2给出1979年到1996年，财政支出与补贴性银行贷款在GDP中所占比重的变化趋势。图2还展示了不良贷款占GDP比重的变化。我们发现在财政支出与补贴性银行贷款之间存在显著的替代关系，以及不良贷款比重与补贴性银行贷款比重两者之间的正相关关系。国有银行一方面通过高利率吸收居民存款，实际承担了政府的税收功能。在“拨改贷”的金融资源配置过程中，国有银行向国有企业低息发放贷款，又承担了事实上的财政拨款的功能。

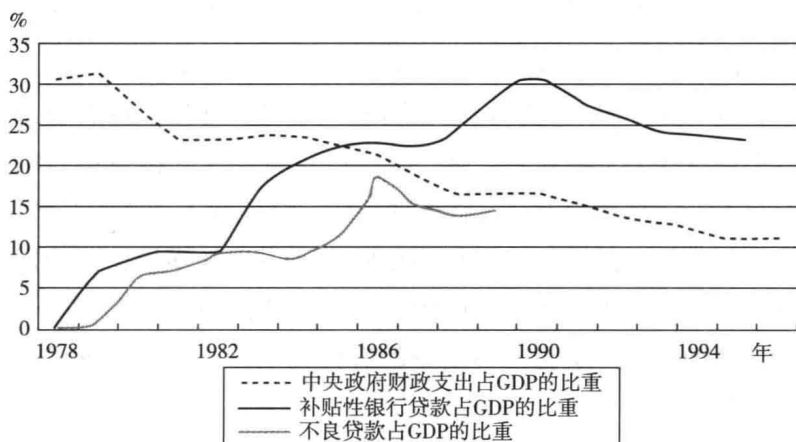


图2 财政支出与银行贷款

根据1998年的市场估计，中国四大国有银行不良贷款总额占总资产的比重高达48%。中国2001年加入世贸组织已作出承诺，5年内向国外机构开放国内人民币银行市场。为实现这一承诺，中国政府亟须为国有银行紧急注资并清理其资产负债表，以使国有银行在开放的市场环境中能有与国外竞争对手相似的成本竞争力。

以下原因造成了国有企业在1986—1996年的巨大亏损，并引起在国有银行部门积累的巨额不良贷款。首先，授予国有企业经理人的经营自主权

同时也使他们能够更容易地贪污、挪用公款和转移国有资产。其次，由于经理人面临的软预算约束，使得他们经常作出草率的投资决策。一方面他们可以通过贪污挪用等手段将投资获得的利润化公为私，另一方面，他们个人又无须承担经营亏损造成的损失，这些损失以银行贷款的形式最终转嫁给了全社会。再次，软预算约束使得国有企业可能长期以低于乡镇企业的效率运转。最后，来自乡镇企业的竞争降低了国有企业的利润率。显然，国有企业若不经历根本性的改革，不断增长的不良贷款将是未来不可避免的结果。^①

1997—2006 年间中国金融体系又一次经历了令人瞩目的转变。这一变化的契机是发生于 1997—1998 年的亚洲金融危机。这些亚洲邻国的惨痛经历再一次警示了中国政府，脆弱的银行体系可能带来的灾难性的系统性崩溃的风险。政府必须及时终结在国有银行体系中不断蔓延的不良贷款的慢性积累，同时增强国内银行的成本竞争力以应对加入世贸组织之后必须不断开放的国内银行市场以及涌入这一市场的国外竞争对手。

中国政府采取了两大措施，从金融部门内部和外部，双管齐下终结了国有银行不良贷款的慢性积累。第一项措施是责令各大国有银行的总行负责人，若有不良贷款率的上升，将就地免职。这项政令带来的必然后果是，国有银行的各地分支机构的放贷行为也随之变得更加谨慎，因为同样的免职威胁被有效地传递到了各省市的银行分支机构的负责人那里。若发现这些分支机构管理的资产组合中不良贷款有持续上升，这些分支机构负责人也将被就地免职。

第二项解决不良贷款的措施着眼于消除造成国有银行不良贷款的根源——国有企业愈演愈烈的经营亏损。政府发起了对国有企业大胆而全面的大规模兼并重组活动，以期为国有企业注入新的活力并从根本上改善其经营和财务状况。主要手段包括，对大多数的中小型及部分大型国有企业的所有制改制；对保留下来的大型国企的内部激励机制加以合理设计，并以各种形式减轻国有企业投资对银行贷款的依赖性。1997 年证监会 15 号文件提出“证券工作要为国有企业改革和发展服务”，“要为国有企业补充

^① 关于国有企业亏损原因的争论详见 Fan 和 Woo (1996) 与 Sachs 和 Woo (2000)。