



中国金融四十人论坛书系  
CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS

UNDERSTANDING CHINA'S  
FINANCIAL SYSTEM  
AN ECONOMIC ANALYSIS OF THE REFORM POLICY

# 读懂中国金融

## 金融改革的 经济学分析

黄益平 王 勋◎著

中国金融改革最重要的经验是“务实”

从实际出发  
以结果为导向

这种策略不一定是理论上的最优，实际效果却往往不错  
这种策略也可能会带来新的问题，改革必须持续向前走

人民日报出版社

# 读懂 中国 金融

金融改革的  
经济学分析

黄益平 王 勋◎著

UNDERSTANDING CHINA'S  
FINANCIAL SYSTEM

AN ECONOMIC ANALYSIS OF THE REFORM POLICY

人民日报出版社

北京

## 图书在版编目 ( CIP ) 数据

读懂中国金融：金融改革的经济学分析 / 黄益平，  
王勋著. — 北京：人民日报出版社，2021.12  
ISBN 978-7-5115-7143-4

I. ①读… II. ①黄… ②王… III. ①金融体系—研  
究—中国 IV. ①F832.1

中国版本图书馆CIP数据核字 ( 2021 ) 第206278号

书 名：读懂中国金融：金融改革的经济学分析

DUDONG ZHONGGUO JINRONG: JINRONG GAIGE DE JINGJIXUE FENXI

作 者：黄益平 王 勋

出 版 人：刘华新

责任编辑：蒋菊平 徐 澜

特约编辑：纪伟伟

版式设计：九章文化

出版发行：人民日报出版社

社 址：北京金台西路2号

邮政编码：100733

发行热线：( 010 ) 65369527 65369512 65369509

邮购热线：( 010 ) 65369530 65363527

编辑热线：( 010 ) 65369528

网 址：www.peopledaily.com

经 销：新华书店

印 刷：北京中科印刷有限公司

开 本：710mm × 1000mm 1/16

字 数：243千字

印 张：20.5

版次印次：2022年3月第1版 2022年3月第1次印刷

书 号：ISBN 978-7-5115-7143-4

定 价：56.00元



**中国金融四十人论坛书系**  
**CHINA FINANCE 40 FORUM BOOKS**

“中国金融四十人论坛书系”专注于宏观经济和金融领域，着力金融政策研究，力图引领金融理念突破与创新，打造高端、权威、兼具学术品质与政策价值的智库书系品牌。

中国金融四十人论坛是中国极具影响力的非官方、非营利性金融专业智库平台，专注于经济金融领域的政策研究与交流。论坛正式成员由40位40岁上下的金融精锐组成。论坛致力于以前瞻视野和探索精神，夯实中国金融学术基础，研究金融领域前沿课题，推动中国金融业改革与发展。

自2009年以来，“中国金融四十人论坛书系”及旗下“新金融书系”“浦山书系”已出版160余本专著。凭借深入、严谨、前沿的研究成果，该书系在金融业内积累了良好口碑，并形成了广泛的影响力。

## 金融改革发展及其内在逻辑

周小川

### 20 世纪 80 年代：引进市场经济金融体系的基本结构

20 世纪 80 年代是我国国民经济向市场经济转轨的早期，金融市场领域改革的主要任务是引进市场经济金融体系的基本结构。

在 20 世纪 80 年代之前的计划经济时代，我国“大一统”的金融体系中只有人民银行一家。当时金融体系最明显的特征是，人民银行既管宏观平衡，又提供商业性金融服务。80 年代金融改革的一项主要内容就是改变这一金融组织体系结构，通过建立一些新的金融机构，将中央银行和商业性金融体系分开，构建一个所谓双层银行体系。在这个体系中，中央银行专注于宏观调控、金融监管和为银行提供支付清算等金融服务；商业性金融机构则从人民银行独立出来，面向企业和居民提供商业性金融服务。具体而言，中国工商银行、中国建设银行、中国银行、中国农业银行以及中国人民保险公司都是在 20 世纪 80 年代前后建立或恢复建立的。建设银行过去服务于财政功能；中国银行在恢复设立之前实际上是人民银行内部的国际局（对外加挂一个牌子）；农业银行当时是一块虚的牌子；中国人民保险公司过去只做进出口方面涉及的货运险，是人民

银行和财政部的下属机构。

与此同时，80年代还在探索证券交易。当时没有成立股票交易所，80年代后期有个别证券营业部试点开展了证券交易。

## 20世纪90年代上半期和中期：建立符合市场经济需要的金融机构和金融市场基本框架

20世纪90年代上半期和中期，金融改革发展以党的十四大和十四届三中全会为根据，与国家开始建立社会主义市场经济基本框架相平行，主要特征就是建立符合市场经济的金融市场和组织结构的基本框架。

首先是专业银行转向商业银行。当时，工商银行、农业银行、中国银行、建设银行四大国有银行和交通银行都已经成立了，但四大行还是专业银行，分别服务于工商业、农业、国际业务和项目建设等行业或领域，相互之间没有充分的竞争。这显然不符合竞争性市场经济的基本特征，同时也难以进行调控。并且，如果国家在某一领域有政策性要求，如有企业发不出工资，国家要求给予支持，那么四大行也必须负责自己领域的政策性业务。这不仅不利于银行业的发展，也不利于社会主义市场经济下市场主体的健康发展。基于这种考虑，1993年党的十四届三中全会决定成立三家政策性银行，即国家开发银行、中国进出口银行、中国农业发展银行，专门承担政策性服务，四大行只承担商业性业务，同时四大行不再按专业领域划分业务，相互之间可以交叉、竞争，以便改进服务。

专业银行向商业银行转变的另一重要背景是，党的十四届三中全会提出国有企业要建立现代企业制度，即建立以产权明晰、权责明确、政

企分开、管理科学为基本特征的公司组织结构和初步的治理框架。当时就有一个问题，如果现代企业制度也适用于这些大型国有银行，那么这些专业银行也要像国有企业改革一样，按照现代企业制度改变专业银行的性质，变为市场竞争主体，并按照现代企业制度来运营管理。

其次，这一时期建立了证券市场。1990年底，上海证券交易所和深圳证券交易所正式建立，国家层面成立了证券委和证监会，后来证券委的发行审核功能合并进了证监会。

再次，保险业取得较快发展，特别是寿险开始初步发展。1998年，专门成立了中国保险业监督管理委员会。

最后，在金融机构和金融市场改革发展的基础上，建立了新的宏观调控框架，明确了当时国家计委、财政政策、货币政策的各自功能，宏观调控从直接调控加快转向间接调控。

## 亚洲金融风暴期间：整顿与应对冲击

泰国在1997年上半年就开始出现问题，到下半年金融危机迹象就比较明显了。亚洲金融风暴对中国造成的影响持续了4~5年的时间。亚洲金融风暴期间，中国金融领域的一项重要任务是进行金融整顿。当时处于建立社会主义市场经济体制的早期，金融领域有很多混乱的情况。特别是，由于会计标准没有建立，商业银行贷款分类方法不科学，财务纪律不规范，资本金也不充足，使得在亚洲金融风暴影响下，相当一部分金融机构经营不下去，甚至关闭破产，广国投事件是最重要的案例。

另外，为应对亚洲金融风暴冲击，我国调整了金融体系的结构。就整个经济体制改革而言，需要在适当分权的基础上，建立中央与地方之

间的合理关系，但是在金融调控方面，还是需要进行垂直管理。因此，1997年的全国金融工作会议对金融体系的组织结构做了调整。

再有，金融业配合国家对亚洲金融风暴造成的重大冲击进行恢复。为应对危机冲击，当时推出了以基础设施建设为主的经济刺激计划，财政和金融部门都要配合这方面工作。这一阶段最重要的任务是国有企业脱困。受亚洲金融风暴影响，国有企业困难比较明显，因此国家推出国有企业“三年脱困”计划。其实，当时银行业也相当困难，不良资产大概在25%~45%，损失也很大。但国有企业涉及更多人就业，问题更加紧迫。因此，国家通过债转股减轻国有企业债务负担，成立四家资产管理公司剥离大型银行不良资产，帮助国有企业休养生息，走出亚洲金融风暴带来的大量下岗和效益下滑的困境。这些措施实际上是由金融系统先承担更大的损失，等国有企业状况好转后，金融业还得回头再来收拾遗留下来的财务问题。

## 2002~2008年的金融改革与发展：健康化、规范化和专业化

从2002年下半年左右、走出亚洲金融风暴影响开始，中国金融改革和发展进入了一个新的阶段。个人认为，这个阶段金融改革和发展的主要内容可归纳为健康化、规范化和专业化。

关于健康化和规范化。很多改革既是健康化，同时也是规范化。在亚洲金融风暴影响下，银行体系积累了很多问题，不良资产很多，资本金严重不足。证券市场起伏不定，总体来看上市公司质量比较差，发行和交易秩序也比较混乱。保险公司主要是寿险公司处于大面积利差损，

即当通货膨胀高、利率高的时候，保险产品参考银行利率承诺的固化收益率很高，而当通货膨胀降低、利率下调后，保险公司资金运用的实际收益率较低，就会出现巨大的利差损。因此，保险公司的财务状况也非常不健康。

亚洲金融风暴之后，就需要对金融机构特别是有影响的大型金融机构进行财务重组，使其恢复到健康状态。要进行财务重组，就需要弄清资产质量，其中首要的是改革会计准则。银行财务状况对会计制度非常敏感，资产负债表健康与否，很大程度上取决于所使用的会计制度。之前虽然对计划经济时代的会计制度有所改动，但是不够彻底。当时资产损失不能减计和计提，比如库存损失了或者某个投资项目损失了，都不能计提。这样，银行对企业贷款质量衡量和对不良资产的计算就是不真实的。上市公司也是如此。上市公司会公告盈利状况，但因为损失没有充分计提，数据是不真实的，对资本市场也会造成不良影响。2001年、2002年前后，我国对会计准则进行了改进。这是非常实质性、基础性的工作。

对银行来说，过去贷款分类很不合理，大量不良资产被掩盖，通过实行贷款五级分类制度，就可以弄清楚银行不良资产的真实情况，做到摸清家底。在弄清不良贷款的基础上，就可以明确哪些不良资产需要剥离，银行需要补充多少新的资本。然后，国家就要想办法注资。当年的做法是财政和金融体系拿出一部分资源进行注资，包括外汇储备和黄金储备，来改进大型银行和保险公司的资本状况，随后也改进了一部分证券公司的资本状况，使这些金融机构基本合格。

金融机构财务状况基本合格后，要想跟上国民经济迅速发展的需要，还需要不断增强资本。因此，大多数效益比较好的银行、保险公司、证

券公司逐步发行上市，变成上市公司。上市除了可以筹集资本外，更重要的是，要按照现代企业制度建立公司治理结构，同时提升透明度，金融机构要受到来自广大投资者特别是股票市场投资者和战略投资者的压力和监督约束，从而有足够的动力加强财务和风险管理。

在此期间，另一项重要的金融改革是农村信用社改革。农村信用社资产大概占到了金融系统总量的 10% 左右，当时不良资产占比在 50% 左右，非常高。农村信用社改革采用了与前述大型国有银行类似的办法。同时，农村信用社比较分散，经营状况参差不齐，所以当时改革设计了正向激励机制，调动各方面积极性，鼓励做得好的，约束做得差的。

在抓好大型金融机构和农村信用社改革的同时，运用同样的思路，但以财务损失自担为原则推进中等金融机构，包括中等商业银行和城市商业银行的改革。改革之后，相当一部分好的金融机构也都成为上市公司。

这个阶段，股票市场也大力推进了规范化。中国股票市场长期存在股权分置，上市国企的股票分国有股和流通股，国有股有一部分叫法人股，法人股不能在市场上流通，形成了双轨制。股权分置是改革转轨期间中国特有的一种现象，很不规范，影响了投资者信心和股票市场的进一步发展。2005 年，国家下决心推动股权分置改革，解决了这一不规范问题。

由此可见，这个过程覆盖了各类金融机构，包括银行、证券和保险机构，以及大型、中型和小型等不同层次。同样的改革逻辑关系和原则，使得不同领域和不同层次金融机构的改革之间存在必然联系。这些改革为我国金融体系成功应对 2008 年全球金融危机打下了基础。

关于专业化。专业化主要是指金融业更深入地依据市场经济的规律

去运作，同时金融监管也进一步走向专业化。2003年中国银监会从人民银行分设，明确了银监会、证监会、保监会三家专业性监管机构的目标责任，理清了金融监管和宏观调控的责任关系。同时，金融监管部门集中了人才，监管工作水平有了显著提高。

### 应对全球金融危机：跟上全球金融治理体系改革步伐

上述健康化、规范化和专业化的过程还在持续，随着2008年9月份雷曼兄弟破产倒闭引发全球金融危机，中国的金融改革和发展也进入了一个新的阶段。这个阶段金融领域的主要工作是配合国家应对全球金融危机冲击，特别是配合2008年11月份推出的一揽子经济刺激计划，这在宏观政策和一些结构性的金融支持政策方面均有体现。

这段时期国际金融领域改革的一项重要内容，是针对全球金融危机给宏观调控和金融体系提出的重大挑战，在金融领域作出大量纠正和显著改进。主要包括：对于导致金融危机发生的问题，比如资本不充足、杠杆率过高、衍生产品市场混乱（危机前，美国的金融衍生产品市场过于复杂庞大，很多情况美国监管当局都搞不清楚）等加以纠正，对相关市场进行改造，特别是加强了对金融体系中交易部门杠杆率的监管，增加金融稳定措施，对清算系统采取交易对手方集中清算。其中一个重要的内容是建立健全宏观审慎管理框架。全球金融危机暴露出金融体系存在非常明显的顺周期性，即经济状况好的时候，大家都觉得好，评级评得好，股票价格高，借贷杠杆率也高；一旦出现危机，上述各环节就都会出现收紧，“落井下石”。顺周期因素加大了经济金融的波动性和危机程度。为此，需要在金融系统中引进一些逆周期的因素，经济好的时候让它冷一冷，差的时候能

够扶一扶。这些措施在大的概念上被命名为“宏观审慎政策框架”。该提法在国际上被写入了 G20 文件，在国内被写进了党的十八大、十八届三中全会的文件，也连续几年写进了政府工作报告。

总之，国际金融领域推出了很多改革，这些改革对我们有很好的借鉴和启示意义。一是对于国际上出现的经验教训，有些我们也是深有体会的。中国在 2008 年全球金融危机之前，经济金融领域存在很多问题，2008 年底、2009 年初经济同样出现急剧下滑，只是我们的问题没有美国、欧洲那么大，所以下滑得没那么狠。二是有些属于发达金融市场的问题我们还没有遇到，但是我们通过学习和反思，未雨绸缪，可以把国际上反思经验教训所建立的新规则、秩序、标准、监管学过来。这对我们防止今后犯同样的错误是有好处的。

## 当前阶段的金融改革和发展：市场化、国际化和多元化

全球金融危机后期，我们按照党的十八大和十八届二中、三中、四中全会精神，全面深化改革开放，着力推动金融业市场化、国际化、多元化。

### 市场化

党的十八大明确提出，让市场在资源配置中起决定性作用。经济学术语中的资源是指生产要素，主要包括劳动力、资本、土地，此外，有时也可以扩大到能源品等。总之，所谓资源的优化配置是生产要素的配置。显然，资金包括外汇资金如何配置，是让市场在资源配置中起决定性作用的一个非常重要的内容，要达到这一目标，就要实现资金价格

即利率和汇率的市场化。这是市场化改革的两个重要内容。

关于利率市场化。实现利率市场化是一个过程，之前已经完成了一些步骤。2004年开始推动贷款利率市场化。当时推进利率市场化有一个总体思路，即先贷款后存款、先大额后小额，先外币后本币。后来，沿此思路迈出了若干步改革，随后就碰到了全球金融危机，金融工作的主要精力暂不在市场化改革方面了。金融危机之后，我们开始加快推进利率市场化改革。通过这几年的改革，贷款利率已经完全放开，金融市场上的其他利率，如债券、拆借和票据的利率，以前都已完全放开，目前只对存款利率保持50%的浮动上限管理。很多人认为，存款利率市场化是利率市场化的最后一步。其实，这最后一步我们是分若干小步迈出来的，在过去的两年中，存款利率浮动上限先从10%提高到20%，然后再提高到30%和现在的50%，已经走了四步。我估计50%之后，步伐可以加大，加快实现市场化。

关于汇率市场化。我国汇率市场化也走过了较长阶段。早在1993年底，我们就进行了双轨合一的外汇体制改革，1996年中国宣布经常项目可兑换，并开始酝酿逐步实现资本项目可兑换，但当时条件还不成熟，随后就遇到了亚洲金融风暴，汇率体制改革一度放缓。党的十六届三中全会确定了人民币汇率体制改革的总体目标，即建立健全以市场供求为基础的、有管理的浮动汇率制度，使人民币汇率在合理均衡水平上保持基本稳定。按照这一要求，2005年推进了汇率体制改革，开始实行以市场供求为基础、参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。经过2007年、2012年和2014年三次调整，人民币兑美元交易价每天浮动幅度由3%逐步扩大至2%，同时人民银行逐步退出常态化的外汇干预。新的汇率体制要求人民币汇率更充分地反映经济基本面，其中一个重要

内容就是要反映国际经常项目收支的平衡情况，即汇率主要由外汇市场的供求关系决定。经常项目收支共有四项构成，包括货物贸易和服务贸易两个大项，以及投资收入和转移款项两个小项。

## 国际化

在多年的市场化改革基础上，金融改革和发展就可以加大国际化的步伐，以前是不具备这个条件的。最近几年，国际化进展较快。一个重要工作是在2014年推出了沪港通，实现了上海证券交易所和香港联交所的互联互通。国际化的另一重要领域是人民币国际化势头加快、人民币资本项目可兑换加快推进、人民币离岸市场建设得到加强以及金融支持企业“走出去”的步伐加快，包括当前已经运行的丝路基金和正在筹备的亚洲基础设施投资银行，也包括正在热议中的人民币能否加入国际货币基金组织的特别提款权（SDR），从而成为国际主要储备货币之一等热点议题。

关于人民币国际化。应该说，人民币国际化起步比人民银行、金融管理部门包括外汇局设想得要早，国际社会对人民币的欢迎程度也超过我们当时的预期。人民币国际化之所以比较顺利，主要是因为全球金融危机期间西方国家金融市场一度非常疲弱，加之由于金融危机导致的货币不稳定，市场上缺乏美元，且对美元信心不足，欧洲主权债务危机导致欧元振荡也较大，日本经济也不太好，也影响了日元。总之，全球金融危机对主要国际货币都造成了负面影响，人民币就受到了欢迎。首先是韩国出于稳定需要，主动要求和我国开展货币互换，随后陆续有二十多个发展中国家提出货币互换，甚至一些发达国家也加入进来，从2014年开始，中国分别与欧央行及英国、瑞士等国央行做了货币互换安排。

因此，可以说是全球金融危机的爆发，多少有点儿意外地把人民币推向了国际社会。

我们对待人民币国际化的态度，首先是顺水推舟，顺应市场需求。既然国际社会欢迎人民币，同时中国已经成为世界第二大经济体，通过人民币国际化在国际市场上实现国际国内两种资源的优化配置，对中国也是有巨大好处的。因此，我们应该根据自身经济实力，顺应实体经济需求，推进人民币国际化。其次，要真想做强人民币，使其符合市场预期站到那个位置的话，我们就要做好自己的家庭作业，继续推进经济金融改革、改变相关规则，不断采取措施，以适应人民币国际化的需要。

目前，与人民币国际化相关的工作主要包括以下几项。

一是中国和其他国家签订协议，在双边贸易投资中使用本币。比如中国和俄罗斯之间的经贸往来可以使用人民币，也可以使用卢布。

二是双边央行之间开展本币互换。比如说，如果俄罗斯缺少人民币，或者中国缺少卢布，两国央行可以居中进行货币互换，由此人民币就出去了。

三是指定人民币清算行。双边都使用人民币的时候，境外市场上人民币有时候多、有时候少，多的时候应该可以回流到境内，少的时候可以调剂出去，这个机制就需要由清算行来完成。理论上，也可以在中国设立卢布的清算行，但由于人民币更受欢迎，所以很多国家希望设立人民币清算行。同时，不仅是邻国或发展中国家，近年来的一个显著变化是，从英国开始一些西方国家也要求设立人民币清算行。

四是有些国家开始主动宣布将人民币作为其外汇储备的一部分。

五是双边本币直接挂牌交易。人民币最早和马来西亚林吉特开展直接交易。在此之前，人民币与林吉特之间的交易一般是通过美元套算，

人民币先换成美元，美元再换林吉特。这种套算方式有时受美元不稳定影响较大，同时差价也大，成本较高。通过与其他国家货币之间直接交易，双边货币就可以形成汇率，不经过其他货币套算，便利化程度更高。

关于资本项目可兑换。在国内金融改革发展顺利推进的基础上，人民币可以加快走向资本项目可兑换。早在 1996 年，我国就宣布了经常项目可兑换。在资本项目方面，过去只是外商直接投资（FDI）可兑换，很多其他项目尚不可兑换，比如股票、债券、基金等投资项下的可兑换程度还不高。另外一个特点是，事前审批多。其实，很多资本项下也不是完全不可兑换，只是需要事前管理和审批，市场主体多数都能绕道而行。现在，很多事前管理的项目逐步放开了。但资本管制逐步放开并不意味着放手不管，事中事后还是要管的，特别是有几项的管理还要加强，包括反洗钱、反恐融资和反过度利用“避税天堂”偷逃税等。此外，新兴和发展中经济体也可以采取一些防止短期资本过度投机的措施。如果是中长期投资，我们是欢迎的，但对于短期炒作资金，国际上允许设置一些管制措施。推进资本项目可兑换的这些基础性工作，对于在国际金融方面给予国内企业“走出去”更多支持，使其在海外更好发展，能起到重要推动作用。

关于人民币加入特别提款权（SDR）。简单来说，特别提款权是国际储备货币的一个篮子。目前这个篮子里包括美元、日元、欧元、英镑四种国际货币。国际货币基金组织（IMF）每五年审议一次特别提款权。2015 年是审查年，大家希望人民币可以加入这个货币篮子。这已成为国际社会关心的一个议题。人民币国际化近年的势头很好，IMF 正在认真考虑此事。（作者注：人民币加入 SDR，成为 IMF 官方储备货币之一，其意义重大，利在长远。它既是国际社会对人民币国际化的肯定，又是对中国和世界双赢的结果。）

## 多元化

在转轨的早期，由于没有符合市场经济要求的基本组织架构，没有有效的宏观调控框架，金融体系必然是不健康的，没有实现规范化，也没有应对危机的经验和能力。只有完成健康化、规范化和专业化改造以后，转轨经济的金融体系才有条件更大程度地实现市场化、国际化，也才有胆量、有魄力、有底气实现多元化。设想一下，当金融体系很不健康的情况下，是不敢发展一些复杂衍生产品的。当前的互联网金融发展亦是如此。发展互联网金融必然会带来一些风险，如果金融体系基础不好，就难以承受这些风险，但如果基础打好了，就可以发展。最近一段时间，从国务院到中央都在研究鼓励和规范互联网金融发展的基本框架。与此相关的议题都反映了当前我国金融改革发展所处阶段的多元化特点。

## 中国金融改革和发展的内在逻辑

通过以上回顾不难看出，中国金融改革开放有着很强逻辑性：在转轨的早期，需要通过健康化、规范化和专业化等一系列深刻有力的调整，才能逐步迈向市场化、国际化、多元化的阶段。

### 转轨经济必然面临类似的改革困难

我们不妨比较一些新兴市场国家，特别是转轨国家，即从过去集中型中央计划体制向市场经济体制转轨的国家，其基本特点都是在转轨的过程中必然有巨大的财务窟窿。首先，转轨开始后，过去由中央计划集中配置资源所导致的失误必然要表现出来，或者表现为财政上有