

第三章

金融抑制和中国的经济失衡

Anders C. Johansson

引 言

中国过去 30 年间令人瞩目的增长已经受到了国内外经济学家的关注。大部分的观察家和中国的领导人现在都同意经济需要再平衡以维持长期的高水平增长。^① 有一系列的经济失衡问题需要解决，诸如高投资、高储蓄和低消费，外部失衡，高的和不断增加的不平等水平，以及不断增加的环境问题。本章认为这些失衡和挑战，尽管很迫切，主要是经济失衡的症状而非根源。笔者认为金融抑制政策构成了中国经济体系的中心问题，全面的金融改革在解决当前经济失衡的任何重大尝试中都应当发挥重要的作用。

一个广为人知的事实是 1970 年代晚期改革开放以来，中国政府采取了严厉的金融抑制政策作为其发展策略的一部分（例如，Lardy, 2008；Lu and Yao, 2009）。然而，金融抑制很少被关联到不断增加的失衡和这个国家所面临的对持续经济发展的挑战。一个似乎合理的解释是针对金融抑制的研究主要关注的是金融抑制政策和经济发展之间的直接关系。这组研究文献中

① 在 2011 年博鳌论坛的讲话中，胡锦涛主席讲到“经济社会发展面临巨大的人口、资源和环境压力，发展中不平衡、不协调、不可持续问题依然突出”（胡，2011）。提出调整要求的学者和政策制定者的例子包括 Huang 和 Wang（2010），Lardy（2012），World Bank（2012）以及 Yao（2011）。

的一个共同发现是金融抑制对经济增长产生了显著的和消极的影响。在某种程度上，这一关系同中国所发生的严重的金融抑制政策并不同步，与金融抑制政策同时发生的是强劲的和持续的经济增长。然而，最近的研究为金融抑制和经济增长的关系提供了新的洞察，表明这种关系是非线性的。此外，更为重要的是，针对金融抑制和经济失衡关系的研究突出了金融抑制政策经常会导致内部和外部经济失衡这一事实。政府能够采用金融抑制政策分配有限的金融资源，扭曲相对价格并为其偏好的部门提供资本。这一点在发展中国家特别常见。在发展中国家，政府通常希望吸引外国投资，增强可贸易部门的竞争力和发展国内工业能力（Johansson and Wang, 2011）。

有关中国经济失衡的文献很少强调金融抑制和经济失衡之间的联系及其对可持续的经济增长的重要性。^① 本章有两个目的：首先，笔者想要揭示中国在过去三十年中使用的金融抑制政策所采用的形式，并为如何进行改革以解决威胁经济体的失衡问题提供初步的讨论。其次，笔者突出强调了一些特定的失衡，这些失衡很可能至少部分地源于金融抑制政策。为了实现这两个目的，笔者首先介绍了金融抑制的概念并简要讨论了中国的个体抑制政策。接下来，笔者利用将金融抑制和经济失衡联系在一起的新近研究突出强调了在中国背景下两者之间的关系。这一章的要点并非认为金融抑制是导致中国经济失衡的唯一原因。相反，这些政策应当被看做以严重失衡为特征的复杂经济体系的一部分。

本章其余部分的结构安排如下。紧接下来的一节介绍金融抑制的概念。第三节对中国的金融抑制政策做进一步的审视。第四节在中国背景下讨论金融抑制和经济失衡的关系。第五节讨论能够对当前失衡产生积极作用的潜在的金融改革政策。第六节总结。

金融抑制

“金融抑制”这个词由 McKinnon（1973）在大约四十年前第一次使用。

^① 一个重要的例外是 Lardy（2012），他强调中国政府需要进行金融自由化以实现经济在下一个十年中的持续高水平增长。世界银行最近以为中国提供新的发展策略为目的所作的中国经济报告也触及了金融自由化的要求（World Bank, 2012）。

他将金融抑制定义为一系列政策，包括管制利息率，设定高银行存款准备金要求和强制性地配置经济资源。此类政策通常被发展中国家更广泛地使用。通常认为抑制性金融政策阻碍金融发展并降低了金融体系的总体效率。例如，Pagano（1993）发现诸如利率控制和准备金要求等政策限制了金融中介可以使用的金融资源。认为金融抑制会阻碍经济发展是这种观点的一个自然扩展（McKinnon, 1973；Shaw, 1973）。^① 这是由于抑制性金融政策使得资本回报低于竞争性水平从而抑制了储蓄和投资。在一篇经常被引用的文章中，Roubini 和 Sala-i-Martin（1992）对金融抑制和长期经济增长的负向关系进行了理论和经验分析。在一篇相关文章中，King 和 Levine（1993）使用一个内生增长模型表明了金融部门扭曲会通过限制经济体创新速度减弱经济增长。

应该注意到的是，尽管当前有大量的理论和经验研究描绘了抑制性金融政策和经济增长之间的负向关系，有些研究引起了对这一关系的怀疑。这种替代性观点的一个支持者是 Joseph Stiglitz，他认为不完全信息的存在要求进行金融约束以保持金融体系的稳定性。例如，Stiglitz（2000）将过去几十年间金融危机发生频率的增加归因为发展中国家的金融自由化进程。因此可以认为，由于存在很大程度上的信息不完整，在实施金融约束政策情况下这些国家能够更好地管理它们的货币供给和金融稳定性（Hellmann et al. 1997, 2000；Stiglitz, 1994；Stiglitz and Weiss, 1981）。然而，这两个针对抑制性金融政策的看起来相反的看法并不必然是相互冲突的。在一项新近的研究中，Huang 和 Wang（2011）考察了过去三十年中金融抑制对中国经济增长的影响。他们的发现证实了抑制性金融政策确实促进了中国的经济增长。作者将这一正向关系联系到了一个谨慎的和渐进的金融自由化方式上；然而——对本章分析更为重要的是——他们的结果还表明抑制性金融政策的影响由改革前二十年的正向影响转为了 2000 年代的负向影响。至少就中国的情况而言，这些发现表明抑制性金融政策对经济增长的影响和构成取决于一般发展水平和制度设定。因此抑制性金融政策最终如何影响经济活动取决于此处所讨论的正反两个方面影响的净效果。

^① 针对金融发展和经济增长这一话题的一个详细的和有趣的评论，参见 Levin（2005）。

中国的抑制性金融政策

在本节，我们讨论中国抑制性金融政策的不同形式。文献中最经常提到的那些存在于中国的抑制性金融政策包括利率控制，信贷控制和准备金要求；然而金融抑制还包括一些其他能够并且经常被包括中国在内的世界各国所使用的政策。本章的讨论基于出现在 Abiad 等人（2008）所编制的金融改革指数中的一系列不同的政策。Abiad 等人（2008）涵盖了一系列用于解除金融部门管制的可能方式。这些金融部门管制包括利率控制、信贷控制和准备金要求、银行部门的进入壁垒和国家所有制、资本账户限制、银行部门的规制和监管，以及证券市场政策。其中最后两项通常不被看做典型的抑制性政策，但是由于它们同其他金融自由化或金融抑制政策直接相关，我们同样对其进行了简要讨论。

利率控制

在中国受到抑制的利息率是最经常被提及的抑制性金融政策（例如，Lardy，2008；Lu and Yao，2009）。在传统的计划经济时期，利息率被刻意地限制在低水平以促进中国的重工业发展。1978 年启动经济改革以后，保留了人为操控的低利息率水平。基本上，非常低的存款利率和贷款利率造成了针对净贷出方的一项隐性税。正如 Lardy（2008）所指出的那样，由于家庭是最主要的净储蓄者，这种再分配效应在某种程度上是从家庭到企业的再分配，但是甚至更多的是从家庭到国家。由于国家完全控制了国内银行业部门这一事实，抑制性利息率政策的主要受益者是国有企业（SOEs）；然而，中国的企业同时也是大型的净储蓄者。根据 Lardy（2008），对国家而言诸多明显好处中的一项是货币冲销成本被保持在相对低的水平，从而在过去十年中的大多数时间中允许人民币被显著低估。

图 3-1 显示了改革开放以来的真实利息率。银行存款的非常低的真实回报率清晰可见。这段时期中的某一些阶段甚至存在负真实利息率。

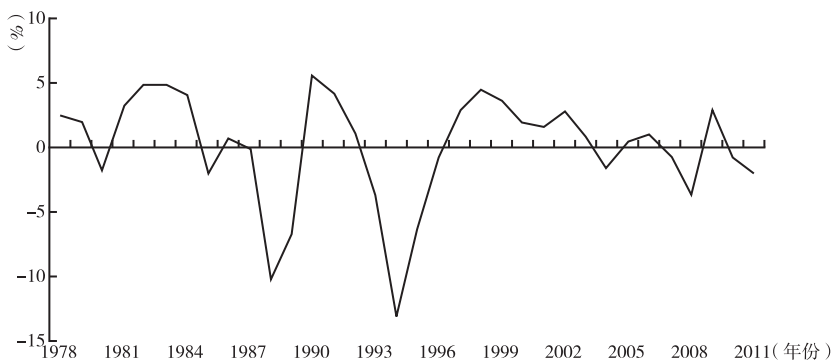


图 3-1 真实利率，1978 ~ 2011 年

资料来源：数据来自中国国家统计局。

信贷控制和准备金要求

要求给予优先部门或企业一个最低份额的银行贷款的做法对许多国家而言仍然很常见，在中国更是如此，银行系统通常被当做一个产业政策渠道。研究显示中国的国有银行倾向于支持 SOEs，并且通常首要关注的并非企业的赢利能力（例如，Podpiera, 2006；Wei and Wang, 1997）。关于存在信贷控制和直接贷款的一个典型例子是民营企业在需求获取贷款上面所面临的困难。^① Walter 和 Howie（2011）认为在中国大部分的银行贷款都流向了国有企业。一些观察者担心这种情况在全球金融危机期间可能会进一步恶化，他们表示 2008 年实施的财政刺激方案中的大部分都导致了直接贷款的增加。然而，也有人持相反的观点。Lardy（2012）认为中国银行的主要目的是为政府和 SOEs 提供贷款这一看法是“过时的和完全错误的”。通过考察全球危机期间的贷款，他显示小企业贷款规模的增长是大企业贷款规模增长的两倍以上，并且小企业新增贷款规模超过了大企业。尽管 SOEs 可能获得比以往更少的贷款，然而，很明显，银行系统仍然存在对特定企业的优待。关于政治联系的不断增加的文献表明同政府领导人强有力的关系对中国企业有非常重要的价值。政治联系诸效果中的一个是在获得债务资本上得到优待

^① 针对这类企业的此种和其他形式的歧视性做法的一些解决方案包括伪装为国有或集体实体，或者发展同政治领导者的牢固关系（例如，Feng et al. 2011）。

(Shih, 2008)。国际货币基金组织 (IMF) 最近出版了一个报告, 宣称中国政府在信贷配置上的角色部分地引起了不确定性债务的积累并使得迫切需要的对金融系统的重新定位变得更为困难, 这支持了中国政府仍然在进行严重的信贷控制这一看法 (IMF, 2011)。

除了控制信贷配置, 政府还采用准备金要求抑制金融体系。图 3-2 显示了改革开放以来中国人民银行对中国的商业银行施加的存款准备金要求。尽管在初期要求的存款准备金水平非常高, 在后来这一要求下降到了 5% ~ 15% 这一区间, 只是在过去两年回到了大约 20% 的水平。Abiad 等人 (2008) 在判断准备金要求是否过度时采用 20% 作为临界值水平, 其结果表明中国要求的准备金水平被认为过高了。Lardy (2012) 同样认为中国的准备金要求“非常高”, 这一问题应当在未来的金融改革中得到解决。

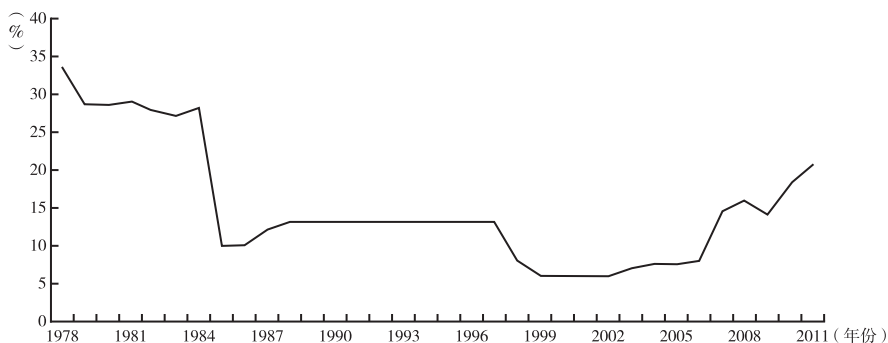


图 3-2 准备金要求, 1978 ~ 2011 年

资料来源: 数据来自中国国家统计局。

银行部门的进入壁垒和国家所有制

在中国, 金融体系中的大部分资本通过银行进行配置。正如 Walter 和 Howie (2011) 所指出的, “在中国, 银行就是金融体系”。很自然, 银行的所有权是控制经济体中信贷配置的最直接手段。因此银行的国家所有制是金融系统是否自由化的重要指标。很清楚的是中国的金融改革还有很长的路要走。尽管在过去二十年间中国的银行部门已经发生了重大改革, 国家仍然控制着几乎所有的大银行。表 3-1 显示了 2009 年依照中央银行的所有制结构分类给出的各类银行的情况。政策性银行完全由国家控制。四大国有商业银

行均已进行了初次公开募股，但是仍然由国家控股。^① 在其他 13 家大的股份制银行中，有 11 家是由国家或地方政府组织控股。这意味着国有控股银行所拥有的资产接近 59 万亿人民币，占到了 2009 年银行业总资产的 73%。

表 3-1 2009 年中国的银行机构

	数量	比重 (%)	资产 (万亿 RMB)	
			规模	比重 (%)
政策银行	3	0.05	6.95	8.63
国有商业银行	4	0.07	39.04	48.47
国有控股的股份制商业银行	11	0.20	12.59	15.63
其他	2	0.04	2.01	2.50
城市商业银行和信用合作社	158	2.80	5.71	7.09
农村商业银行和信用合作社	5241	93.02	8.64	10.73
邮政储蓄银行	1	0.02	2.70	3.35
国外银行	32	0.57	1.35	1.68
非银行机构	182	3.23	1.55	1.92
合计	5634	100.00	80.54	100.00

资料来源：数据来自 Deng 等 . (2011)。

Walter 和 Howie (2011) 认为银行基本上被用于提供无限制的资本，这些资本主要流向了国有企业。在这种意义上，过去三十年的中国经济模式依赖于通过银行系统融通资金的发展状态。这并非是没有成本的。有观点认为中国的金融体系十分脆弱，需要在当期商业实践的基础上进行常态化的资本重组（例如，Walter and Howie, 2011）。改革银行部门很可能是中国在改革金融部门时所面临的最困难的挑战之一，因为这将会使政府很大程度上丧失对经济体系中资本配置的控制。然而，在实现长期金融稳定的努力中应当将改革银行部门作为优先考虑的关键。温家宝总理最近表示大型商业银行依靠垄断地位获取利润太容易了，显示出中国的领导层已经意识到了这一问题（Barboza, 2012）。

资本账户限制

对资本账户进行限制是为了获取对汇率和国内信贷流的更大的控制。希

^① 四大国有商业银行（通常称作“四大行”）是指：中国工商银行、中国建设银行、中国农业银行和中国银行。

望限制对获得“捕获的”银行存款的竞争是更深一层的动机。与资本账户相关的典型政策包括限制资本流入流出和对资本流动征税，以及针对不同形式的跨国交易采用不同的汇率。在缺乏严格的资本账户限制的情况下，诸如压低利息率等抑制性金融政策的有效性就会大大减弱。

自从1970年代晚期的经济改革开始，中国政府就已经在渐进性地开放资本账户。中国政府很早就允许外商直接投资进入，并且在过去十年中大部分时间都允许对外资本投资；然而，除了少数的试验性情况（诸如，合格境外机构投资者，QFII，合格境内机构投资者，QDII，条款），私人投资流动仍然受限。发展中国家有相对较低的资本账户可兑换性并不少见。因此人们可以认为中国的政策只是仿照了其他新兴经济体。图3-3显示了Chinn和Ito（2006）所做的美国和一些新兴经济体的资本账户开放指数。很自然，美国有更高的资本账户开放指数；然而，即使同其他大的新兴经济体相比，中国仍然有相对低水平的资本账户可兑换性。只有印度表现出类似的低资本账户自由化水平。与此同时，在中国的政策制定者当中似乎有不断增强的共识，即需要继续推行资本账户自由化。由中国人民银行调查和统计司发布的一个新近报告表示目前已经是开放资本账户的时机了。报告甚至为未来十年的资本账户开放提供了一个三阶段的路线图（《中国证券报》，2012）。这些信号与2010年以来开始加快的人民币国际化的趋势一致。

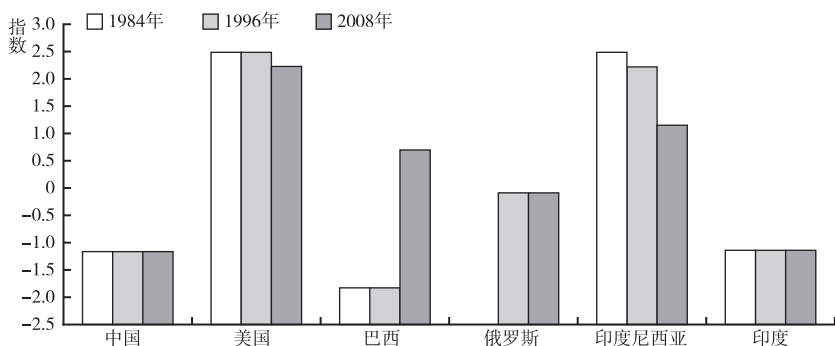


图3-3 资本账户开放指数

注：Chinn-Ito 指数衡量了一个国家的资本账户开放程度。指数越高代表开放程度越高。

资料来源：数据来自 Chinn 和 Ito（2006）；Ito 和 Chinn（2010）。

银行业部门的规制和监管

针对银行的谨慎的规制和监管对于金融改革而言是重要的。不仅仅是因为正式的管理框架，更重要的是，实际上的监管对发展良好的稳定的银行体系至关重要。就中国而言，已经采取了一些重大步骤以改善管理框架和对银行的监管。然而，正如世界银行和 IMF 在最近的评估中所指出的，中国银行业监督管理委员会（CBRC）的自治权受到了挑战，因为银行系统被政府广泛用于开展其经济政策和推动高水平的信贷增长（世界银行，2011）。

证券市场政策

证券市场的发展构成了金融发展的一个重要部分。证券市场的发展使得投资者可以进一步多样化其资产组合并为融资提供有可替代性的渠道。政府可以采用一系列不同的政策促进国内证券市场的发展，这些政策包括拍卖政府债券，建立债务和股票市场，利用诸如税收激励等不同形式的鼓励措施，以及向国外投资者开放国内资本市场，尽管是在有配额的情况下（Abaid et al. 2008）。

尽管中国已经采取措施发展其证券市场，中国距离一个运转良好的资本市场还很远。特别是债券市场还未成为金融体系的重要部分。尽管国内股票市场的规模在过去十年中有显著增长，还远未发展成为成熟的和运转良好的市场。国外投资者进入中国股票市场仍然受到限制；大部分国外投资者只被允许进行 B 股交易，而 B 股只占到整个市场很有限的份额，只有相对少数的 QFII 企业可以投资 A 股市场。大部分由国外投资者进行的交易活动发生在香港（以及其他市场），有一大批来自中国大陆的企业在香港上市，特别是在过去十年间。此外，通常认为中国对股票市场的监管很弱，中国证券监督管理委员会（CSRC）需要掌握更多的资源以更好地发挥其功能。即便是新任命的证监会主席郭树清也讲道，“内幕交易，市场操纵，欺诈上市和其他违法违规行为，不仅扭曲了投资者追求投资回报的正常路径，更极大地伤害了投资者信息，严重影响市场功能的正常发挥”（Lu et al. 2012）。根据世界银行和 IMF 最近的一个联合报告，CSRC 需要更多的操作自主性。报告还指出商业审判对非法投资活动的执行力度，侦查和阻止不公平交易活动的力度都需要得到改善（世界银行，2011）。因此在中国仍然有大量工作需要去完成以促进市场驱动的和以市场为基础的金融中介的发展。

金融抑制和中国的失衡

本节突出强调了中国经济失衡的某些方面。每一个方面的失衡都在抑制性金融政策的分析框架中进行了讨论以尝试揭示这些抑制性金融政策在失衡的出现上所扮演的角色。

结构性失衡

最近的研究显示抑制性金融政策和结构性失衡相关。典型的是，随着经济的发展，国家遵循相似的结构转型模式。与经济增长相伴的是农业部门占国内生产总值（GDP）比重的下降和工业部门占 GDP 比重的上升。后者会随着服务业部门的扩张而减小。然而，在利用严格的抑制性金融政策的国家，此类政策将会使结构转型放缓。Johansson 和 Wang（2011）发展了一个模型，在该模型中，金融抑制会影响到工业和服务业部门之间的平衡。他们有关非均衡增长的模型的主要含义是一个相对于工业部门而言受到抑制的服务业部门。他们基于大量国家的经验发现支持了其理论框架，表明制度性扭曲能够对一个国家的经济结构产生重大影响。

就中国而言，非均衡的发展模式相当清晰。图 3-4 描绘了中国改革时期的结构变迁。尽管农业部门遵循了能够在许多其他国家看到的典型的结构变迁模式，在三十年中，工业占 GDP 的比例一直维持在非常高的水平上。给定在 1978 年以前对工业部门的关注，工业占 GDP 的比例在改革开放初期

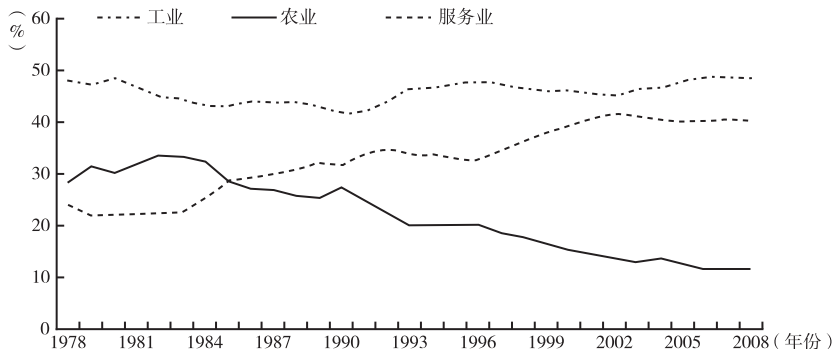


图 3-4 各部门 GDP 占比，1978 ~ 2008 年

资料来源：数据来自中国国家统计局。

非常高。这一比重在一个如此长的高速经济增长期维持在这一水平表明经济结构已经被严重扭曲了。

在中国所发现的情况相似的结构失衡与在其他东亚国家经常看到的发展状况类似，在后起的工业化国家存在的强有力的国家干预和广泛的计划和管制意味着正是这种状况本身发挥了不同的发展性功能并引导了工业化进程（Amsden, 1989; Johnson, 1982; Wade, 1990）。中国可能比其他国家更多地描绘了这一发展模式并且同时显示了一个阶段中的国家干预的成功如何在后来使国家像一个利益集团一样行动，并因此成为持续调整的障碍。Johansson 和 Wang（2011）所发现的经验证据和发展状况通常与对工业发展的严重依赖相关联的事实支持了这样一种论点，即更少的抑制性金融政策会更有助于减少中国经济结构中存在的平等。经济结构再平衡本身也会对中国经济的许多其他领域产生影响，包括外部均衡，劳动力市场，等等。

外部失衡

中国的大规模外部失衡是一个敏感的和激烈争论的话题，特别是自全球金融危机以来。在过去十年中的大部分时期，中国维持了在许多人看来明显的货币低估（Frankle, 2006; Goldstein and Lardy, 2006），中国的经常账户盈余一直持续存在。图 3-5 显示了过去三十年间的经常账户和贸易差额情况。从 2003 年到 2007 年贸易差额从一个原本就已经很高的水平上急剧扩大。贸易盈余仅在全球经济危机的后期有所下降。

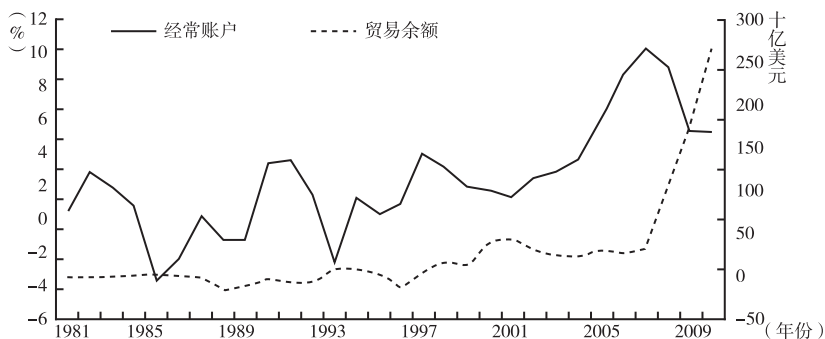


图 3-5 中国的经常账户和贸易余额，1981~2010 年

注：左侧坐标轴为经常账户，右侧为贸易余额。

资料来源：数据来自中国国家统计局。

导致中国外部失衡的可能原因有很多。例如，汇率通常被认为是中国不断增长的贸易盈余背后的最主要原因。然而，经常被忽视的是抑制性的金融政策如何在一般意义上对一个国家的外部平衡产生影响。在一项最近的研究中，Johansson 和 Wang（2012a）使用跨国面板数据分析了金融抑制和外部失衡之间的关系。针对抑制性金融政策如何影响经常账户他们提出了两个假说。首先，他们在之前工作（Johansson and Wang, 2011）的基础上建立了一个模型，认为金融抑制可以通过基本经济结构的失衡引起外部失衡。以中国为例，如果抑制性金融政策被用于以某些部门为代价来发展工业部门，结果很可能是出口的强劲增长，因为制造业是工业部门的重要部分。其次，金融抑制能够通过阻碍金融发展导致外部失衡。由于金融发达的经济体更少担心它们的国际金融韧性，所以金融发展通常与较低水平的经常账户相关。尽管 Johansson 和 Wang（2012a）的经验结果主要支持了第一个假说，第二个很合理，可能中国尤其如此。因此最近的研究强调了金融部门的基础性结构特征对外部失衡的至少是部分性的影响。就中国的情况而言，一个受到严重抑制的金融部门和可能助长了外部失衡使其在过去十年间变得更为严重。

不平等

上升的不平等是中国政府的首要担忧之一。中国政府担心扩大的城乡收入差距和这个国家一般性的收入不平等可能会导致更多的社会不稳定。图 3-6 显示了在改革期间不平等水平已经发展到了怎样的水平。基尼系数在整个改革期间稳定上升。从 1978 年相对较低的 0.29 增长到了 2005 年的接近 0.47（Fang and Yu, 2012）。不平等已经敏感到中国政府在过去的十年中都没有再公开发布基尼系数。^① 尽管国家统计局争辩说不发布基尼系数的原因是由于数据不完整，但是政府被批评是在努力淡化巨大的财富差距（Fang and Yu, 2012）。图 3-6 还显示出城乡收入差距。城乡收入比的变动和通过基尼系数衡量的收入不平等变动很同步，表明不断扩大的城乡差距构成了这个国家总体收入不平等的重要部分。

^① 基尼系数用于衡量不平等，取值从 0 到 1，其中 0 表示完全的平等，1 代表完全的不平等。有观点认为，如果考虑到隐性收入，中国的基尼系数很可能高于 0.5（Wang and Woo, 2011）。

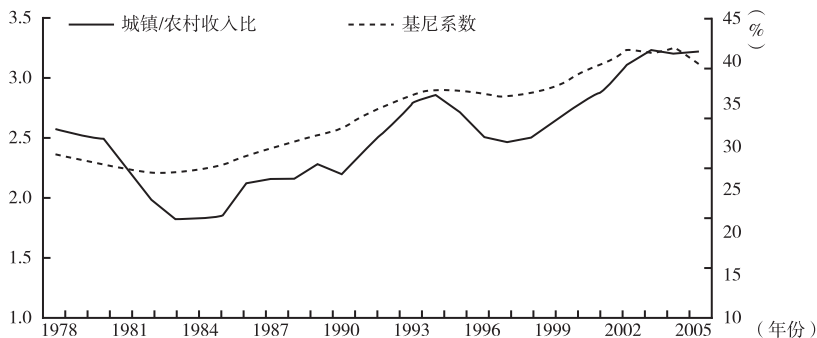


图 3-6 基尼系数和城乡收入比，1978 ~ 2005 年

注：左侧坐标轴为城乡收入比，右侧为基尼系数。

资料来源：数据来自中国国家统计局。

抑制性金融政策会导致更高的收入不平等水平。正如 Johansson 和 Wang (2012b) 所指出的，在金融市场分割的国家受到抑制的利息率会导致对储蓄的非均衡回报。原因在于富人有更多的可选投资工具。对中国的农村家庭而言，能够投资储蓄的选择很少，最常见的储蓄形式就是一个典型的银行账户。对于更富有的人群则有其他可供选择的投资机会，包括一系列的金融工具和普通中国人所承担不起的房地产市场投资。此外，如之前所提到的，抑制性金融政策能够对金融发展过程造成严重的破坏。Demirguc-Kunt 和 Levine (2009) 注意到，在金融市场很不完全的情况下，投资机会是动态资产的函数。这是因为一个生产者的财富对道德风险和逆向选择有很大的影响，而道德风险和逆向选择对投资机会施加了约束。除此之外，金融发展还通过其他渠道同平等发生联系。例如，有效率的信贷市场使得人们更可能获得高质量的教育，无论其父母是否富有，从而减少了持久的或者是代际间的不平等 (Demirguc-Kunt and Levine, 2009)。

给定抑制性金融政策能够对收入不平等产生的潜在重要影响，当前的政策正同中国努力要实现的目标背道而驰。不平等是“十二五”规划强调的失衡之一；然而，迄今为止的政策讨论都没有关注严重的抑制性金融政策同不平等的关系。很可能的是，中国高水平的金融抑制，特别是过度使用的抑制性利息率，加剧了不断增加的家庭收入不平等。因此，如果政府减轻这些抑制政策，在应对不平等方面可能会更有成效。

推进金融改革

金融自由化对任何国家都意味着困难的挑战。从世界范围内失败的金融自由化过程所能够学习到的一个基本经验是金融自由化的次序很重要。就中国而言，尽管资本账户开放很重要，甚至已经纳入“十二五”规划，对资本账户的开放最好是在进行了其他金融改革以后。利率限制在为银行体系供给廉价资本上所扮演的重要角色意味着，如果中国的家庭和企业能够在国外市场投资并且预期国外投资回报比国内高（扣除国外货币风险认知），那么在不施加严格利率控制的情况下突然和全面地开放资本账户就会产生大量的资本流出。对比不同国家的利率，由于中国当前利率显著高于美国和欧洲，在当前时期这不会引起严重问题。但是，目前的利率差是美国和欧洲经济危机的结果，可能随时间发生变化。类似的是，如果国内银行系统存在显著的弱点，特别是在危机时期，开放的资本账户就会加速银行挤兑。因此在实行资本账户全面改革之前，银行体系内必须有监管和规制实践。Lardy 和 Douglass（2011）注意到为了让资本账户自由化良好地起作用，还需要具备充分发展的国内资本市场，因为这可以为国内银行进一步商业化提供激励，能够吸收更大规模的资本流入和减少货币错配的风险。Lardy 和 Douglass 还认为必须有汇率弹性，这是因为如果资本账户是开放的，显著低估或高估的货币就会导致大量的资本流入或者流出。中国人民银行最近所作的报告增加了宏观经济稳定和外汇储备充足作为接下来继续资本账户改革的前提条件（《中国证券报》，2012）。

除了利率自由化以外，还需要继续努力加强银行部门和证券市场的管理框架和监管。CBRC 和 CSRC 的缺乏独立性必须被纠正以使得这两个部门都更多地以市场为导向。

总 结

金融抑制不仅在一般意义上影响金融发展和经济增长，还可能是一系列不同的经济失衡的根本原因。本章对这些经济失衡中的一些进行了讨论。这些经济失衡中的一些已经对中国政府形成了困难的挑战。尽管中国的经常账

户似乎已经更接近一个合理水平，现在还很难说这是由于金融危机导致贸易伙伴需求显著下降所引起的暂时性减少，还是本质上更具持久性的减少。除了外部失衡，国内结构失衡和严重的不平等构成了中国政策制定者需要解决的主要困难。尽管金融抑制不是导致这些失衡的唯一因素，更少抑制性的金融政策有助于减轻这些失衡。金融自由化会减少对投资和重工业发展的严重依赖，并为服务业和消费的扩张释放资源。类似地，进一步的金融改革会引起更显著的金融发展，从而为经济个体带来多种好处，从更高的家庭储蓄回报到贫穷家庭有机会接受高质量的教育。这些潜在变化很可能有助于终结中国不断增加的不平等。

如本章所提到的，最近的研究将原本不相干的金融抑制领域和经济失衡放到了一起。沿着这些方向的进一步的研究对全面理解抑制性金融政策可能对经济产生影响的诸多方式是重要的。这类研究也将有助于阐明针对金融自由化的积极和消极影响所进行的争论所忽视的那些问题。

审视本章所讨论的金融改革的每一个维度，很显然的是中国需要进一步的改革以发展出一个运转良好的金融体系。然而，同样重要的是为每一个改革确定一个合适的次序，因为特定领域的快速改革如果不考虑相关的抑制性政策可能会导致不稳定，这可能会阻碍政策制定者将整套计划实施到最后，无论对中国人还是对全球公民，这都将会是毁灭性的后果。

参考文献

Abiad, A., Detragiache, E. and Tressel, T., 2008, *A new database of financial reforms*, IMF Working Paper WP/08/266, International Monetary Fund, Washington, DC.

Amsden, A., 1989, *Asia's Next Giant: South Korea and late industrialization*, Oxford University Press, New York.

Barboza, D., 2012, 'Wen calls China banks too powerful', *The New York Times*, 3 April, http://www.nytimes.com/2012/04/04/business/global/chinas-big-banks-too-powerful-premier-says.html?_r=1.

China Securities Journal, 2012, 'The fundamental conditions for China to accelerate capital account opening are ripe', *China Securities Journal*, [Online; in Chinese], 24 February, http://www.cs.com.cn/xwzx/07/201202/t20120223_3253890.html.

Chinn, M. D. and Ito, H., 2006, 'What matters for financial development? Capital controls, institutions, and interactions', *Journal of Development Economics*, vol. 81,

pp. 163 – 192.

Demirguc-Kunt, A. and Levine, R. , 2009, ‘Finance and inequality: theory and evidence’, *Annual Review of Financial Economics*, vol. 1, pp. 287 – 318.

Deng, Y. , Morck, R. , Wu, J. and Yeung, B. , 2011, *Monetary and fiscal stimuli, ownership structure, and China’s housing market*, NBER Working Paper Series No. 16871, National Bureau of Economic Research, Cambridge, Mass.

Fang, X. and Yu, L. , 2012, ‘Government refuses to release Gini coefficient’, *Caixin Online*, 18 January, <http://english.caixin.com/2012-01-18/100349814.html>.

Feng, X. , Johansson, A. C. and Zhang, T. , 2011, *Political participation and entrepreneurial initial public offerings in China*, China Economic Research Center Working Paper Series 2011 – 17, Stockholm School of Economics, Stockholm.

Frankel, J. A. , 2006, ‘On the yuan: the choice between adjustment under a fixed exchange rate and adjustment under a flexible rate’, *CESifo Economic Studies*, vol. 52, pp. 246 – 275.

Goldstein, M. and Lardy, N. , 2006, ‘China’s exchange rate dilemma’, *American Economic Review, AEA Papers and Proceedings*, vol. 96, pp. 422 – 426.

Hellmann, T. , Murdock, K. and Stiglitz, J. , 1997, ‘Financial restraint: toward a new paradigm’, in M. Aoki, H. – K. Kim and M. Okuno-Fujiwara (eds), *The Role of Government in East Asian Economic Development: Comparative institutional analysis*, Clarendon Press, Oxford, UK.

Hellmann, T. , Murdock, K. and Stiglitz, J. , 2000, ‘Liberalisation, moral hazard in banking and prudential regulation: are capital controls enough?’, *American Economic Review*, vol. 90, pp. 147 – 165.

Hu, J. , 2011, Full text of Chinese President Hu Jintao’s speech at Opening Ceremony of Boao Forum, *Xinhua*, 15 April 2011, http://news.xinhuanet.com/english2010/china/2011-04/15/c_13830786.htm.

Huang, Y. and Wang, B. , 2010, ‘Rebalancing China’s economic structure’, *East Asia Forum*, 3 September, <http://www.eastasiaforum.org/2010/09/03/rebalancing-chinas-economic-structure/>.

Huang, Y. P. and Wang, X. 2011, ‘Does financial repression inhibit or facilitate economic growth? A case study of Chinese reform experience’, *Oxford Bulletin of Economics and Statistics*, vol. 73, pp. 833 – 855.

International Monetary Fund (IMF), 2011, *People’s Republic of China: financial system stability assessment*, IMF Country Report No. 11/321, International Monetary Fund, Washington, DC.

Ito, H. and Chinn, M. D. , 2010, Notes on the Chinn-Ito financial openness index: 2008 update, Unpublished ms.

Johansson, A. C. and Wang, X. , 2011, *Financial repression and structural imbalances*, China Economic Research Center Working Paper 2011 – 19, Stockholm School of Economics, Stockholm.

Johansson, A. C. and Wang, X. , 2012a, *Financial repression and external imbalances*, China Economic Research Center Working Paper 2012 – 20, Stockholm School of Economics, Stockholm.

Johansson, A. C. and Wang, X. , 2012b, *Financial repression and inequality*, Unpublished ms, Stockholm School of Economics, Stockholm.

Johnson, C. , 1982, *MITI and the Japanese Miracle*, Stanford University Press, Stanford, Calif.

King, R. G. and Levine, R. , 1993, ‘Finance, entrepreneurship, and growth: Theory and evidence’, *Journal of Monetary Economics* 32, 513 – 542.

Lardy, N. , 2008, *Financial repression in China*, Policy Brief PB08 – 8, Peterson Institute of International Economics, Washington, DC.

Lardy, N. , 2012, *Sustaining China’s Economic Growth After the Global Financial Crisis*, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.

Lardy, N. and Douglass, P. , 2011, *Capital account liberalisation and the role of the renminbi*, Working Paper Series 11 – 6, Peterson Institute for International Economics, Washington, DC.

Levine, R. , 2005. ‘Finance and Growth: Theory, Mechanisms and Evidence’, in Aghion, P. and Durlauf, S. N. (eds), *Handbook of Economic Growth*, Vol 1, Part A, Elsevier, 865 – 934.

Lu, S. F. and Yao, Y. , 2009, ‘The effectiveness of law, financial development, and economic growth in an economy of financial repression: evidence from China’, *World Development*, vol. 37, pp. 763 – 777.

Lu, Y. , Wang, Z. and Zheng, F. , 2012, ‘Can anyone save stock market supervision?’, *Caixin Online*, 19 March, http://english.caixin.com/2012-03-19/100369865_3.html.

McKinnon, R. I. , 1973, *Money and Capital in Economic Development*, The Brookings Institution, Washington, DC.

Pagano, M. , 1993, ‘Financial markets and growth: an overview’, *European Economic Review*, vol. 37, pp. 613 – 622.

Podpiera, R. , 2006, *Progress in China’s banking sector reform: has bank behavior changed?*, IMF Working Paper WP/06/71, International Monetary Fund, Washington, DC.

Roubini, N. and Sala-i-Martin, X. , 1992, ‘Financial repression and economic growth’, *Journal of Development Economics*, vol. 39, pp. 5 – 30.

Shaw, A. S. , 1973, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, New York.

Shih, V. C. , 2008, *Factions and Finance in China: Elite conflict and inflation*, Cambridge University Press, New York.

Stiglitz, J. E. , 1994, ‘The role of the state in financial markets’, in M. Bruno and B. Pleskovic (eds), *Proceedings of the World Bank Annual Conference on Development Economics, 1993: Supplement to the World Bank Economic Review and the World Bank Research Observer*, The World Bank, Washington, DC.

Stiglitz, J. E. , 2000, ‘ Capital market liberalisation, economic growth and instability’ , *World Development*, vol. 28 , pp. 1075 – 1086.

Stiglitz, J. E. and Weiss, A. , 1981, ‘ Credit rationing in markets with imperfect information’ , *American Economic Review*, vol. 71, pp. 393 – 410.

Wade, R. , 1990, *Governing the Market: Economic theory and the role of government in East Asian industrialisation*, Princeton University Press, Princeton, NJ.

Walter, C. E. and Howie, F. J. T. , 2011, *Red Capitalism*, John Wiley & Sons, Singapore.

Wang, X. and Woo, W. T. , 2011, ‘ The size and distribution of hidden household income in China’ , *Asian Economic Papers*, vol. 10, pp. 1 – 26.

Wei, S. -J. and Wang, T. , 1997, ‘ The Siamese twins: do state-owned banks favor state-owned enterprises in China?’ , *China Economic Review*, vol. 8, pp. 19 – 29.

World Bank, 2011, *China: Financial sector assessment*, The World Bank, Washington, DC.

World Bank, 2012, *China 2030: Building a modern, harmonious and creative high-income society*, The World Bank, Washington, DC.

Yao, Y. , 2011, ‘ Weak global demand should be a wake-up call for China’ , *The Financial Times*, 20 October.

(张川川 译)