

中国金融发展的阶段判断与战略选择

郑泽华

摘要: 虽然经历了 20 年的金融市场化改革, 中国的金融发展仍处于金融抑制状态, 距离金融体制改革的目标仍有较大差距。本文从中国目前的金融发展现状出发, 分析了金融约束理论、政策及其在我国的适用性, 在对金融自由化不当观念进行匡正的基础上, 指出渐进式的金融自由化不失为推进我国金融发展的可行战略选择。

关键词: 金融发展 金融抑制 金融约束 渐进式金融自由化

一、转轨经济中的金融发展现状判断: 金融抑制

20 年来的金融市场化改革给我国金融发展带来的变化是显著的, 这可以通过一系列的指标反映出来。(1) 经济货币化比率 (M_2/GNP)。美国学者罗纳德·麦金农和爱德华·肖在金融深化论中都将 M_2 的增长看作是一国金融深化的标志, 并把 M_2 与 GNP 的比率作为评判金融深化的指标。在 1978—1997 年间, 广义货币供给即 M_2 平均增长率为 25.4%, 而同期的国民生产总值 (GNP) 平均增长率为 9.7%, M_2 的增长率超出了 GNP 增长率达 15.7 个百分点。在 M_2 与 GNP 的比值上, 从 1979—1997 年这 18 年间, 我国的 M_2/GNP 的值从 1979 年的 36.1% 上升到 1997 年的 119.6%, 上升了 83.5 个百分点。从国际上看, 这一指标已高于除日本外的经济发达国家。这反映出了我国银行系统的负债与国民经济的相互依赖已处于高水平, 经济货币化的量性指标已很高了。(2) 金融中介比率 [(企业贷款+ 财政借款)/非金融部门总发行]。这一指标反映了一国金融结构的机构化程度以及直接融资与间接融资的相对重要性。在我国 1993—1996 年间这一比率分别为 91.5%、92.4%、92.4% 和 92.1%, 这说明了一方面我国金融结构的机构化程度极高, 在融资方式上间接融资占了绝对优势地位, 另一方面亦反映了我国经济活动对银行体系的严重依赖。(3) 经济金融化比率 (金融资产总额/ GNP , 也即 FIR 指标)。这一指标反映了包括储蓄和投资在内的各种交易活动通过货币和其他金融工具来实现的程度。从总量上看, 我国的 FIR 从 1978 年的 94% 上升到 1996 年的 257%, 应该说有了一个长足的发展。但相对于经济发达国家而言, 1996 年美国这一指标为 377.7%, 英国为 321.5%, 日本为 288.0%, 德国为 338.0%, 意大利为 259.9%, 差距仍然较大。而且从结构上看, 我国金融资产中银行的存款和贷款所占的比例在这 20 年中尽管略有下降, 但在 1996 年仍达到 82%, 而至 1996 年有价证券形式的金融资产占 GNP 比重却仅为 10.7%, 后一比率与发展中国家如巴西、印度相比仍低许多, 这也反映了我国的金融发展主要是由银行资产规模的扩张所支持的。

从上述指标中我们可以看到 20 来年的金融发展所取得的成效, 其给金融格局带来的变化是显著的, 却不是深刻的。尽管我国已出现了金融深化的迹象, 但并未曾发生实质性的进展。这表现在: 金融发展仍主要是由银行资产规模所推动, 货币在经济中的作用有待进一步强化, 金融资产结构还须改善, 金融创新的匮乏以及金融效率的低下等等。而且进一步看, 以金融压抑为特征的各种管制措施在我国始终存在着:

(1) 规定利率上限和波动幅度。截至 1995 年末, 我国各银行和金融机构对非金融部门和个人的各种存、贷款利率档次约 100 种, 其决定权和管理权基本集中于中央银行, 由国务院批准后执行;(2) 信贷配给。长期以来信贷规模便是我国货币政策的重要工具之一。在 1998 年取消贷款指令性计划后, 政府对银行信贷的行政干预依然存在;(3) 优惠利率。截至 1997 年上半年统计, 我国共有各种优惠利率项目 30 余项, 涉及贷款余额近 4 000 亿元;(4) 过高的存款准备金。一直以来我国法定存款准备金率和备付金率之和高达 18~24% 的水平。直到 1998 年才将这两个帐户合并, 法定存款准备金率降至 8%, 并于 1999 年降至 6%;(5) 信贷市场的分割及专业政府信贷机构的盛行。我国三大政策性银行贷款规模庞大, 在短短五年时间内积累了 3 000 亿元的不良资产, 而且在资金筹措上依赖于中央银行的低利率再贷款。以农业发展银行为例, 1996 年来, 其各项贷款余额 6 251 亿元, 向中央银行借款却为 6 096 亿元, 占各项贷款的 97.5%;(6) 外汇和外贸管制。这是造成经济中逃汇和走私猖獗的重要原因。

二、金融约束战略: 理论、政策及其在我国的适用性

(一) 从金融抑制 金融自由化 金融约束的理论发展

随着第二次世界大战后广大发展中国家在政治上的独立, 各国普遍地建立起了以抑制为特征的金融制度, 通过采取人为的低利率政策、歧视性信贷政策以及严格的外贸和外汇管制等手段, 以牺牲金融自身的发展为代价来换取经济的快速发展, 从而导致了金融发展停滞不前并严重制约经济发展的现象。这样, 为了摆脱金融抑制所造成的金融发展和经济发展停滞不前的局面, 著名学者麦金农和肖于 20 世纪 70 年代初较系统地提出了金融自由化理论, 尖锐地指出了金融抑制的危害, 并严密地论证了金融自由化与储蓄、投资及经济增长的正向关系。但以此理论为基础而掀起的金融自由化改革浪潮, 其结果却离理论描述的相差甚远, 以摆脱金融压抑状态为目的的金融自由化似乎并未能增加储蓄和投资, 以形成金融发展和经济发展相互促进的良性循环。在此背景下, 经济学家赫尔曼、穆尔多克、斯蒂格利茨于 1996 年提出了“金融约束”理论, 认为政府对金融部门选择性地干预有助于而不是阻碍了金融深化, 提出经济落后、金融深化程度低的发展中国家应实行“金融约束”政策, 在一定的前提条件下 (宏观经济稳定, 通货膨胀率较低并且是可预测的, 正的实际利率), 通过对存贷款利率加以控制, 对市场准入及竞争加以限制以及对资

产替代加以限制等措施,来为金融部门和生产部门创造租金,并提高金融体系运行的效率。

金融约束的本质是政府通过一系列的金融政策在民间部门创造租金机会。虽然它与金融抑制所运用的手段相似,但其同金融抑制的根本不同之处在于:在金融抑制体制下,政府通过把名义利率保持在远低于通货膨胀率的水平而从民间部门攫取租金,而在金融约束情况下,政府有意识地为民间部门创造租金机会。如果政府对金融部门的存款利率实行控制,则金融中介就可能获得租金。进一步地,如果政府对贷款利率也进行控制,将贷款利率规定在均衡利率以下的水平,则企业也能同银行一起获得租金。

金融约束与金融自由化相比,二者并不存在本质上的矛盾之处。金融自由化强调政府放弃对金融领域的过分干预和保护,以此推进金融深化进程。而金融约束并不急于否定政府的干预,认为政府选择性干预有助于而不是阻碍了金融深化。金融约束的最优水平也即是政府干预金融的广度和深度应随着金融深化的加深而下降。由此可见,在金融约束和金融自由化关系上,金融深化是最终目的,金融约束和金融自由化都是摆脱金融抑制达到金融深化的手段。两者的区别仅在于它们处于不同的金融深化阶段以及相对应的政府干预强弱的差别。

(二)我国目前尚不具备实施金融约束政策的可行性

目前理论界已有不少文章赞同在我国实施金融约束政策,并认为当前我国已经具备了实施金融约束的前提条件。然而,我们在此的分析却表明金融约束理论上的正确论断并不等于实施上的完全可行。

1. 租金创造和限制银行业竞争。金融约束本质上是政府为民间部门创造获得租金的机会。而我国的国有商业银行和数量众多的国有企业完全归政府所有,尚未按市场化原则运作,并不具备民间部门的特征。抛开这一点不论,在银行部门与企业部门的租金分配上,政府长期采取的贷款低利率甚至国有企业贷款豁免方式以及近年来日益缩小的存贷差已使租金的分配过于倾向于国有企业,损害了银行部门的利益,加大了银行经营的风险,妨碍了银行部门的正常发展。而且,根据金融约束理论,对金融部门稽征高税收(不管是直接还是间接的)是与金融约束不相容的。而我国直到1997年,财政部才将四大国有商业银行的所得税税率减到33%,但同时又将这些银行需缴纳的营业税税率提高到8%,因而抵消了所得税税率降低的效果。实际上,对效率较差的银行来讲,同时降低所得税和增加营业税,其总体效果是增加而不是降低赋税(拉迪,1999)。从另一方面来看,我国一直实施严格的市场准入制度,银行业垄断程度相当高,在四大国有商业银行行政性的垄断存贷款市场份额占70%以上的情况下,限制银行业竞争似乎并不可取。目前四大国有商业银行在市场上所得到的相当数量的垄断利益反而加强了其自身改革的惰性。而且,市场准入的严格限制和非公平的竞争环境制约了新兴股份制商业银行的发展,这尤其不利于金融资源配置效率的提高,要改变这一不利局面,必须借助于加强日益发展壮大新兴股份制商业银行与国有商业银行之间的竞争才能完成。

2. 关于限制资产替代性。此政策目的在于限制居民将金融部门中的存款转化为其他资产,来保证银行的租金和特许权价值,以避免威胁金融体系的稳定。为此,金融约束论认为,在有效的银行体系正在成长的发展阶段,不应强调证券市场的作用。从我国现实条件来看,银行存款对于国有商业银行而言也具有十分重要的意义。这表现在:改革以来形成的大量银行不良资产这一巨大黑洞是以银行存款(主要是储蓄存款)的

高速增长而予以维系的,可以说,国有商业银行的良好运转对存款的依赖性是相当大的。一旦发展证券市场以及其他非银行金融机构的改革将导致存款由国有商业银行向其他机构的大幅转移,使存款的增幅减小甚至净减少,这将会造成银行的流动性危机而导致金融风险的爆发。但是,如果继续坚持传统的间接融资方式,却又难以遏制住不断扩大的国有银行风险,不断累积的银行不良资产问题一旦爆发,后果不堪设想。因而渐进稳定地发展证券市场乃至资本市场就成为金融改革的需要。而且,就我国收入分配格局、金融资产结构变化及国有企业资产重组的需要来看,发展证券市场乃至资本市场已成为必由之路。

3. 存贷款利率控制。毫无疑问,存贷款利率的控制可以为银行和企业部门创造租金机会,有利于它们快速发展。但是应该看到,这种租金的创造是以牺牲存款人的利益为代价的,造成了资金供给与需求之间关系的扭曲,降低了整个社会的福利水平。更进一步看,金融约束政策是通过向银行和企业提供租金而产生的正向激励来发挥效用的,而我国的国有银行和国有企业并非完全的市场主体,即使在得到租金的前提下,也并不能对其自身经营产生正向激励作用,由此决定了过严的利率控制政策对银行和企业的促进作用影响不大,却严重阻碍了利率在我国经济运行中作用的发挥。金融改革的深入推进要求对资金的价格——利率进行市场化改革。考虑到我国银行和企业改革的现状,对利率的改革必须选择好适当的时机和顺序,渐进式地推进利率市场化改革。从目前来看,自1996年以来的七次降息,已使银行利率接近于市场利率并有助于反映资金供求的真实水平;国有企业投资扩张冲动减弱及商业银行自我约束机制的加强改善了利率改革的微观基础;经济远离了通货膨胀状况及金融机构的巨额存贷差又使利率改革的宏观环境宽松了,存款准备金的两次下调及信贷规模的取消为中央银行更好地发挥基准利率的作用创造了条件,再加上中央银行金融监管经验和力度的加强,都为利率改革提供了有利条件。

4. 外部条件和环境。金融约束强调稳定的宏观经济环境,较低的通货膨胀率并且是可预测的以及正的实际利率的条件在我国尚不完全具备。尽管我国当前存在着极低的通货膨胀率,但应该看到,由于经济体制转变、经济结构调整以及改革矛盾的逐步暴露,潜在的通货膨胀压力仍然不小,更谈不上是可预测的。在利率水平上,从1980年至1997年18年间竟有8年是负利率,这都在说明我国尚未完全达到金融约束的条件。而且,金融约束究其实质乃是温和及轻度的金融抑制,在我国当前以金融压抑为特征的金融管制措施仍普遍存在的情况下,如何让政府正确把握金融约束和金融压抑之间的界限?即便是金融约束论的首倡者也认为,“令人悲哀的是,不存在强有力的手段能使政府承诺在未来是个遥远的时刻放松金融控制,实际上,最有可能发生的是掌握体制运作的官僚为了既得利益,在金融约束的经济合理性消失之后,仍将其长久地保持下去。”(赫尔曼,1998)。如何来面对这种政府失灵,这是个必须考虑的严重问题。

总之,金融约束理论走出了“管制”与“完全自由化”两条极端的思路,从一个新的视角提出了通过在民间部门创造租金来激励银行和企业,使之有更大的动力增加商品和服务,以摆脱竞争性均衡状态下商品和服务的供给不足,因而具有重大的理论意义和可取之处。但也要看到,金融约束理论还不是一种十分成熟的理论,这使其在发展中国家的可行性大打折扣。通过以上的分析,我们发现我国目前在金融约束的实施条

件和政策操作上存在较大难度和不一致之处。因而,金融约束战略在我国当前并不具备可行性。

三、转轨时期中国金融发展战略 选择: 渐进式的金融自由化

一提到金融自由化,许多人就会联想到金融业的放任自由。实际上,所谓的“自由化”即英文中的“Deregulation”,其意义是放松管制,而并非一般意义上的自由放任和自由发展。成功的金融自由化决不是简单地取消一切法规与管理。就发展中国家的实践来看,金融自由化进程可以分为激进式的金融自由化和渐进式的金融自由化。从二者的实践比较而言,拉丁美洲国家如智利、阿根廷、乌拉圭、巴西等国采取了激进的较全面的金融自由化措施,结果利率直线上升,银行数目先大量增加,后又随大量倒闭而减少,企业亏损或倒闭严重,这一结果迫使各国又重新加强管制,再逐步放松。而亚洲的一些国家和地区如韩国、新加坡、我国的香港、台湾采取了渐进的温和的金融自由化改革措施,政府逐步地解除利率限制,在物价趋向稳定、金融监管完善的同时循序渐进地进行自由化改革,取得了较好的成效。因而渐进式的金融自由化改革得到更多的肯定。

在1997年的亚洲金融危机爆发后,理论界掀起了一片谴责自由化之潮,认为危机的罪魁祸首乃是经济和金融自由化,不同形式和程度的金融管制措施又重新登台。然而,美国著名的研究机构传统基金会发表了《1999年经济自由指数报告》,重新肯定了自由市场观念,认为导致全球危机的主要因素,并非经济自由过度,而是政府干预过多、经济自由仍然不足所造成的。投资者从危机国家迅速大规模地撤出资金的真正原因并不在于市场开放过大过快,更多是因为政府贪污、货币受到操纵、金融机构动摇、缺乏法制等因素,这其中的因果关系必须分清。计量经济学的实证分析表明,在一个法律法规最不受重视的国家,金融自由化对银行危机发生概率的净影响为1.770;而在一个法律法规受到比较重视的国家,其影响下降为0.555;在一个法律法规非常受重视的国家,净影响为负(苏平,1999)。这有力地支持了这一结论。

而且,换一个角度看,在经济发展史中,任何一国的经济金融自由化进程都不会是连续的、有序的,都是一定时期内前进和暂时性后退交替出现的动态演进过程,它呈现的是一种管制—放松—重新管制—再放松……的状态,这正符合事物发展的否定之否定规律。这是因为自由化推进到一定的阶段,常常会使局部或整体经济金融自由化的成本大于收益,造成自由化前进的链条暂时中断。正从这个意义上讲,我们认为,尽管目前金融管制在发展中国家有东山再起之势,但其只能作为金融改革的辅助,而决不是替代,发展中国家必将在更健全的金融体系、更完善的监管制度上继续走上金融自由化之路。如果我们将视野扩大到世界经济来看,我们发现始于20世纪80年代的金融自由化浪潮在经济发达国家仍在继续。以美国为例,美国从80年代开始了全面但渐进的自由化步伐,这表现在:(1)1980年的《放松对存款机构管理与货币管制法》和1982年的《加恩—圣·杰尔美存款机构法》的问世,打破了美国几十年来形成的不同金融机构之间严格的业务限制,使储蓄机构与商业银行的区别趋于消亡;(2)1987年开始,政府允许银行持股公司经营证券业务;(3)1989年批准以花旗银行为首的美国五大银行直接包销企业债券和股票;(4)1991年通过联邦存款保险公司改进方案,进一步放开融合的空间;(5)1994年又通过了《里格—尼尔1994年银行跨州经营和跨州设立分行之效率法》,取消了银行不得跨州设立分支机构的约束;(6)1999年通过了《金融服务现代化法案》,取消

了实行了60多年的分业经营制度,实行混业经营、综合管理的全能银行制,以此来提高金融体系的活力和竞争力。可以说,20年来的美国金融自由化改革提高了金融体系的效率,推动了金融发展和经济增长。麦金农教授曾言,适当的金融政策并不能保证一个国家保证会有适度的工业发展速度,但不适当的金融政策则肯定会使发展遇到困难。

在中国当前的金融改革过程中,一定程度上的金融管制的存在可以说是不可避免的。随着改革的推进,过多的金融管制会给经济带来暂时的稳定,但是这却是以巨大的效率牺牲为代价的,它只会使我国金融发展长期陷入金融抑制的泥沼,而不利金融深化。进一步看,在我国即将加入世界贸易组织的背景下,我国金融业的对外开放力度将会加大,受政府干预和保护的金融体系将会受到外资机构的巨大冲击。只有减少对金融业的过多干预,放弃对金融机构的过多保护,让其在市场中发展壮大起来,我国的金融机构才能同外资机构一同竞争。因而,当前适度地、真正有力地推进金融自由化改革对中国金融业而言具有重大意义。但由于我国金融业面临的金融抑制的环境和严格的政府保护,仓促的激进式的自由化改革只能使国内金融系统措手不及而失去控制,因而这决定了我国金融发展只能走一条渐进但坚决的金融自由化之路。

应该指出的是,同任何一项事物生存发展离不开其所必需的条件一样,渐进式的金融自由化也要有其必需的环境条件。脱离其应有的环境盲目地进行金融自由化改革是不恰当的。世界银行认为,成功的金融自由化改革的条件是:(1)宏观经济稳定,特别是要抑制通货膨胀;(2)财政纪律良好,必须减少财政赤字;(3)取消对金融体系歧视性税负(如利率高限、信贷管制、高储备率等);(4)法规、会计制度、监督管理体系完善,在法律法规、监管框架健全和执行严格的国家,金融自由化对金融危机发生的概率越低。为此,在我国渐进式的金融自由化进程的政策安排上,应该注意:第一,财政控制应该优先于金融自由化,要限制政府开支,加快财税体制改革,完善税收制度来实现财政收支的动态均衡;第二,在财政控制到位、物价稳定的基础上,可考虑开放国内的资本市场,逐步放松对银行和其他金融机构的管制;第三,在国内金融自由化之后,进行资本项目自由化的改革,逐步使汇率真实地反映外汇的稀缺程度;第四,金融自由化改革是一个逐渐减少政府对金融业干预以提高金融效率的过程,但决不是一味地放弃政府对银行和其他重要金融机构的监督和检查。在这个过程中必须保持好放松金融管制和加强金融监管的一致性。

参考文献:

1. 爱德华·肖:《经济发展中的金融深化》,中文版,上海,上海三联书店,1988。
2. 罗纳德·麦金农:《经济市场化的次序》,中文版,上海,上海三联书店,1997。
3. 赫尔曼·穆尔多克、斯蒂格利茨:《金融约束:一个新的分析框架》,中文版,北京,中国经济出版社,1998。
4. 王信:《政府、银行的信息与激励——金融约束政策评价》,载《经济社会体制比较》,1997(5)。
5. 拉迪:《中国未完成的经济改革》,中文版,北京,中国发展出版社,1999。
6. 苏平:《金融自由化和金融脆化》,载《经济导刊》,1999(5)。
7. 邢毓静:《全球金融动荡中自由市场与政府干预政策的争论与发展》,载《国际金融研究》,1999(2)。

(作者单位:西安交通大学经济与金融学院博士生
西安 710061)
(责任编辑:陈永清)