

金融深化的第三条道路: 金融约束

帅 勇

摘要: 本文通过对金融深化理论——金融抑制理论和金融约束理论的简单介绍, 结合中国实际, 作出了中国现阶段不存在金融抑制现象和正在实施金融约束政策的判断, 同时指出了金融抑制、金融约束及其金融自由化是金融深化过程中一般所要经历的三个阶段, 而金融约束是金融自由化的前奏。

关键词: 金融抑制 金融约束 金融自由化 资产替代限制

一、金融约束理论

“金融约束”一词由赫尔曼(Hellmann)等人提出, 被认为是介于金融抑制和金融自由化之间的情形, 即所谓的“第三条道路”。

在分析金融约束理论之前, 我们有必要将“金融深化”理论稍做梳理。金融深化理论是在“金融抑制”概念的基础上阐发的。“金融抑制”概念最早出现于美国斯坦福大学两位经济学教授罗纳德·I·麦金农(Ronald I. McKinnon)和爱德华·S·肖(Edward S. Shaw) 1973 的论文中, 他们认为主流货币理论即货币主义模型和新凯恩斯主义模型的假设条件不符合发展中国家的实际, 因而无法正确解释在发展中国家普遍存在金融现象。金融抑制“包括利率和汇率在内的金融价格的扭曲以及其他手段”, 这种金融政策的实施将使得发展中国家实际增长率下降, 金融资产的实际规模与实物资产的规模相比严重失调, 阻碍了经济的发展。发展中国家实际利率偏低, 这种现象主要由政府的利率管制造成, 在这些国家一般都存在存款利率和贷款利率的上限。

存款利率上限的存在使储蓄积极性受到抑制, 造成资金紧张局面。在贷款利率受到限制的情况下, 金融机构无法收取风险溢价, 从而不愿意承担风险, 这会使很多潜在收益率很高的投资得不到银行的资金支持, 而一些本不拟在金融市场上筹资的收益率较低的投资这时也挤身于借款者行列, 在信息不对称的情况下, 如果银行对投资效率甄别能力不强, 则很容易出现逆向选择, 银行贷款的安全性得不到保障。在上述基础上麦金农和肖提出了金融自由化的战略, 认为自由化对经济发展是重要的。他主张通过放松政府对金融商品价格的管制, 逐步推行利率的自由化, 培育民间金融市场, “金融深化意味着利率准确地反映客观存在的, 能替代现时消费的投资机会和消费者对延迟消费的非意愿程度。”

实际利率低下的原因并不是名义利率太低, 而是通货膨胀率太高, 在发展中国家一般税收收入都有限, 然而经济的发展是要付出代价的, 政府支出过高往往会使他们赤字较为严重, 但又不存在健全的债券市场, 缺乏将发展成本向未来转移的有效途径, 他们弥补赤字的唯一方法是将这些赤字货币化, 通货膨胀税成为国家的一项重要财政收入。麦金农认为作为储蓄者收益的实际存款利率, 是较高储蓄水平和投

资水平的关键, 而较为合理的实际贷款利率又是提高投资效率的一种配给手段, 所以麦金农针对金融受到抑制的经济, 所提出的政策建议是提高名义利率, 或降低通货膨胀率, 而欲降低通货膨胀率必先实现财政收支的平衡。

金融约束与金融抑制的区别主要是在“金融抑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从民间部门攫取租金; 在金融约束下, 政府在民间部门创造租金”(赫尔曼等, 1998)。前者的目标是政府为金融部门和生产部门创造租金机会, 尤其是为银行部门创造租金机会, 使其有长期经营的动因, 发挥其掌握企业内部信息的优势, 减少由信息不对称所引起的一系列问题。

租金是金融约束论中的关键名词, 它是政府和民间部门的纽带, 有必要强调一下: 首先, 与微观经济学教科书上所提到的租金概念不同, 这里所说的租金并不是指无生产弹性的生产要素的收入, 而是指收益中超出竞争市场所能产生的部分。其次, 政府也可以凭借其特有的强制约束力, 人为地限制生产要素的供给, 进行所谓的寻租、攫租和创租活动, 这种行为会直接改变收入分配, 浪费经济资源, 是一种低效率的表现, 会导致社会福利的损失, 可以称它为租金转移(戴国强, 2000)。金融约束理论中的租金和租金转移有很大区别, 在这里政府只是为民间部门创造了获得租金的机会, 要真正获得租金还需要付出很多的努力。如果租金机会使竞争性均衡下供给不足的活动得到递增收益, 则这些租金机会可以增加社会福利。另外, 租金转移需要政府花费大量的资源去甄别所有申请人的实际情况以实现租金的配给, 而金融约束下的租金机会使政府更多的依赖于一种自选择机制, 是一种信息成本的节约。总而言之, 创造租金机会的政策目标仅仅是提供一种适当的激励, 然后在获得这种机会的经济行为主体之间通过竞争性行为, 在合理配置租金的同时经济主体自身也获得长足发展的并提供了对社会有益的活动。在金融约束政策中, 政府主要通过存贷款利率限制、市场准入限制、资产替代限制和稳定的宏观经济政策等一套措施来保证整个银行部门获得租金机会。而抑制则主要是政府部门得到租金, 让名义利率低于通货膨胀率, 从而实际利率为负, 政府部门通过发行货币和债券获得租金。

金融约束的前提条件: 首先要有一个稳定的宏观金融环

境, 通货膨胀控制在较低的水平且可预测性强, 当通货膨胀率很高或不稳定时, 政府存在从私人部门那里征收通货膨胀税的诱惑, 一旦政府是使通货膨胀的政策对金融及生产部门产生激励的租金将被剥夺, 重新出现金融抑制现象, 这和金融约束是不相容的。其次, 实际利率低于市场利率但必须为正, 这要求名义利率处在一个适当的水平(赫尔曼等, 1998)。

金融约束的作用主要体现在, 通过向金融部门和生产部门提供获得租金的可能性, 使那些有碍于完全竞争市场的、与信息有关的问题得到缓解, 特别是这些租金将使私人当事人增加那些在完全竞争市场上可能提供不足的商品和服务, 比如银行对企业投资的监督及其吸收存款等。赫尔曼将租金效应分为两类以说明金融约束的作用: (1) 金融中介体和生产企业所获得的租金使它们的自有资本增加, 作为企业的所有者它们的行为将更加谨慎。(2) 租金仅仅是一种创造财富的机会, 这种机会将会把当事人的行动和资源的获得联系起来, 利润最大化企业和银行在主动追逐这些租金时, 私人信息就会并入配置决策中, 从而效率最高的企业或银行的利润最高, 成长速度也最快, 社会目标效应函数也将和私人目标效用函数在某种程度上达到一致(谈儒勇, 2000)。

二、我国已经进入了金融约束阶段

(一)“金融抑制”理论对现阶段中国经济的解释能力有限

麦金农关于发展中国家金融深化理论的根本立足点是这些国家普遍存在“金融抑制”, 应实行利率自由化以提高货币的实际收益率, 增加货币的供给和需求, 在货币需求与实物资本互补的假定前提下, 利率提高到正常水平会在某种传导机制下增进实物资本的积累, 并由实物资本的不断积累来推动经济的增长。具体地说其传导机制如下:

提高实际利率 增长民间储蓄 私人资本投资增长
增加投资 经济增长和发展

虽然自改革开放以来我国基本上将实际存款利率保持在零以上, 但是我国显然不是依靠操纵存款利率的方式来增加储蓄和投资从而实现经济增长的。从表 1 中可以看出, 在中国, 经济增长、储蓄增长与实际利率之间不存在显著的相关关系。

表 1 中国的经济增长率、储蓄增长率与实际存款利率(1990-1999年) 单位: %

	实际存款利率	储蓄存款增长率	经济增长率
1990	6.54	36.67	3.80
1991	4.66	29.47	9.20
1992	2.16	26.78	14.20
1993	-2.22	27.86	13.50
1994	-10.72	45.77	12.60
1995	-3.82	37.84	10.50
1996	3.11	29.86	9.60
1997	6.52	20.14	8.80
1998	7.63	15.40	7.80
1999	5.79	11.60	7.10

资料来源: 根据张杰《中国金融制度的结构与变迁》(太原, 山西经济出版社, 1998) 第 147 页表格补充整理。

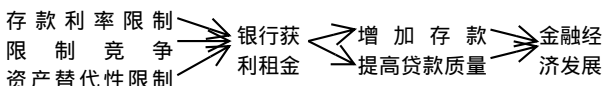
汪小亚等考察了 1995 年 1 月- 1999 年 10 月的数据, 发现在资金的供给方面实际利率的提高对储蓄存款的增加额不但没有刺激作用反而存在轻微的负相关关系, 这段时间内储蓄存款对实际利率无弹性(汪小亚, 2000)。在资金需求方面, 投资的利率弹性也很低。关于这一点, 一个现实的证据是, 自

1996 年 5 月以来我国连续密集的采用了下调名义利率的货币政策, 旨在刺激投资, 但收效甚微, 非国有经济投资增长率不升反降, 1998 年仅增长 8%, 比 1997 年减少了 0.8 个百分点。另外, 储蓄和投资之间的转换机制也存在很大的问题, 最近的数据显示, 我国目前的存贷差已经将近 2 万亿人民币。

以上分析表明, 我国不存在金融抑制, 或者说现在已经走出了金融抑制阶段, 上述在此基础上设计的金融政策的传导机制已经失效。

(二)我国正处在“金融约束”阶段

如果经济体系中储蓄缺乏利率弹性, 那么政府便可以通过利率管制, 压低存款利率, 通过维持一种垄断性的金融制度安排, 为银行部门觅得一笔租金作为激励, 使其主动去吸收存款, 提高贷款质量, 从而促进金融与经济之增长。其政策传导机制如下:



如今我国通货膨胀率很低, 而且变化非常稳定, 1998 年和 1999 年分别是 -2.6% 和 -2.9%, 实际利率自 1997 年以来一直保持在零以上, 符合金融约束的前提条件。从利率管制、限制竞争及限制资产替代等方面看, 我国正在实施金融约束政策。表现在:

1. 利率控制。其实, 中国政府一直没有放弃过对存贷款利率的严格控制, 到目前为止, 除了同行业拆借利率由同行业市场供求关系决定以外, 利率的决定仍然是在传统体制的“政府决定、直接调控、集权指定”的框架内作出。而这种严格的利率控制政策恰恰是金融约束政策实施的最重要的保障, 其要义是使存款利率保持在竞争性市场利率之下, 当存款利率很低时, 银行业能获得一笔租金, 这时银行只需扩大存贷规模就可增加收益, 这将刺激银行业想方设法去增加存款基数, 充分动员社会各阶层的储蓄能力, 扩大其中介范围。近几十年来中国之所以能依靠高投资增长率的方式实现经济的高速增长, 银行功不可没, 它们在各地广泛设立存款机构, 积极吸纳社会闲散资金, 为经济发展提供了充足的后备资金, 银行之所以这么做主要是因为政府通过严厉的利率控制为它们创造了丰厚的租金机会。而且, 我国居民储蓄利率弹性低的特点为银行的操作提供了很大的空间。1994 年我国的实际存款利率曾经达到 -10.72% 低点, 租金极为可观, 银行部门吸收存款的积极性猛增, 使储蓄存款增长率达到改革开放以来的最高水平, 达到 45.77%。有人认为储蓄差异是中国、前苏联以及东欧地区在经济转轨中取得不同绩效的基本原因之一。另外, 当贷款利率也低于瓦尔拉斯体系所决定的竞争性利率, 企业也能获得租金。据世界银行统计, 在 1985-1994 年间, 以利率信贷和未归还本金形式给予企业的补贴占 GDP 的比重平均为 1.71%, 1992 年曾一度高达 3.6%。前几年连续的利率下调也可以理解为是一种从银行到企业的租金的转移, 一种变相的补贴。

2. 严格的准入限制政策。利率限制无法长期起作用, 如果没有准入的限制, 银行数目的增加将使市场竞争加剧, 租金下降, 为保护这种租金不至于消散, 一个重要的保护手段是限制进入者的进入, 以维护一个暂时的垄断性存款市场, 对现有存款市场的少数进入者进行专属保护。在转轨时期, 国有银行便是存款市场的几个少数进入者。《商业银行法》中明确规定了商业设立除必须符合最低资本金等方面的要求外, 中央银行有权将经济发展需要与银行业竞争

状况作为决策依据。事实上为在一定时期内保证银行业的有限竞争提供了法律上的缓冲带,从而使得中国的民营银行数量与规模远不及其他行业的民营企业壮大(仅有民生银行一家)。由于市场准入限制政策的实施,我国国有商业银行的资产在各金融机构中占有相当大的比例,达到69.8%,与其他金融机构相比占绝对优势。

3. 限制替代政策。赫尔曼等人认为在金融发展的最初阶段,抑制债券和股票市场的发展可能是有效的政策,尤其是有效率的银行体系处于成长阶段,更不应强调证券市场的作用;只有金融体系的深化,证券市场才会变得日益重要。证券市场之所以需要抑制,原因在于证券市场会和银行部门争夺居民储蓄,使垄断银行失去一部分收益最高的业务,从而失去其特许权价值,进而影响银行部门的租金,威胁到金融体系的稳定。而且,金融约束既然是对利率的人为的限制,就必然会造成效率的损失,这一损失可用资金的供给曲线和需求曲线所围成的部分所谓哈伯格三角的面积来表示,替代资产的增多会增大资金供给曲线即储蓄的利率弹性,从而加大金融约束的效率损失。张杰(1998)认为,在制度变迁初期,当储蓄动员对转轨经济十分重要时,抑制投机要求或限制资产替代是一种合理的选择,因为在金融发展的初期相对国家而言,更重要的是如何动员储蓄、集中资金,而不是调节金融资产结构。

要求政府刻意限制资本市场的发展是不符合实际的。为了解决企业的筹资约束及资产结构单一等问题,我国需要一个高度发达的资本市场,政府也一直对此持扶持态度。但是由于考虑到金融风险,企业可持续发展等因素,我国对直接投资工具的运用是有严格规定的。比如公司股票的上市需要达到较高的硬性标准,同时由于不存在高信誉的信用评估机构和必要的承销机构,企业发行债券也会遇到难以克服的实际困难,这在客观上限制了资本市场的发展,使其在资金市场上暂时还不能成为银行的有力竞争者。从表2可以看出我国直接金融工具的发展程度与经济发达国家相比还差得很远,无形中为金融约束政策的实施提供了很大的便利。

表2 1998年中国直接金融工具与GNP之比和经济发达国家的比较 单位: %

项目	政府债券/GNP	企业债券/GNP	股票/GNP	累计
美国	53.00	17.00	49.00	119.00
日本	47.00	17.00	54.00	118.00
原西德	47.00	41.00	16.00	104.00
中国	10.08	0.71*	25.48	36.17

资料来源: 龚浩成、戴国强主编:《2000年中国金融发展报告》(上海,上海财经大学出版社,2000)第25~26页的表格计算整理而成。

注: * 1998年的数据不可得,暂以1997年的数据代替。

三、结语

金融抑制、金融约束及金融自由化政策应该出现在经济发展的不同阶段,三者之间有一种时间上的继起关系,从我国的实践看,金融政策的推移有其内在的逻辑性。

在市场化改革与发展初期,为维护经济稳定,顺利完成各项重大的基础性改革项目,需要大量能统一调配的资源,金融抑制就是政府创造并占有租金,即采用租金转移的方法使资源集中到国家手中用以调节利益矛盾,保障改革措施的顺利实施,所以这时金融抑制政策变成了一种当然的选择,只是因为我国货币化程度低,货币需求函数弹性大,金融抑

制的很多表象特征不是太明显。当改革进行到一定程度时,对一些阻碍经济进一步发展的瓶颈部门需要重点扶持,而金融部门的发展滞后恰是我国现阶段经济的最大瓶颈,这时采用金融约束政策将资源竞争性地集中到金融部门特别是银行部门适逢其时。

但是在大力推行金融约束政策的同时,我们也应清醒地看到:(1)金融约束理论的实质是主张利用我国储蓄利率弹性低的特点,限制存款利率的上升,降低货币所有者的收益,以很低的价格将资金集中于货币金融机构,这时会出现财富分配等社会问题,应有配套措施给予妥善解决,同时如何将这些问题引入金融约束模型也是理论上急需解决的问题。(2)从我国目前的资金运用看,资金流向很不合理,金融风险过高,其中一个重要原因是我国目前的金融资产结构太单一,股票市场和债券市场没有得到充分发展,企业的资金来源主要依赖于银行,这导致企业的资产负债率过高,不利于进一步发展。而采用金融约束政策就意味着要限制非货币金融形式的发展,这不符合中国经济市场化改革取向,也不符合目前国家金融风险化解的实际(王晋斌,2000)。应该说金融约束不是一种静态的政策工具,它会随着金融机构的不断走向成熟而进行调整,如何将证券市场的发展引入金融约束理论是一个急需解决的问题。张杰(1997,1998)的研究涉及了这一方面,但是没有触及问题的实质,因为他认为中国的证券市场与国有银行的信贷分配没有什么不同,是从“证券市场的发展对储蓄的转移本身仍然不属于标准意义上的资产替代”这一角度来进行研究的。(3)金融约束是经济处于金融发展的初级阶段所被迫采用的一种限制性政策,随着金融深化的不断向前发展,尤其是金融部门资本基础的加强,金融约束的最优水平将会自然下降,很多限制措施应逐渐放松,经济将向自由化、市场化的方向发展,从我国利率市场化改革的进程可以看到这一点:首先,1996年国债开始招标发行,基本上实现了国债发行利率的市场化;随后,1996年6月1日,中国人民银行宣布取消对同业拆借利率的限制,逐步形成了由市场资金供求决定的、有管理的、全国统一的同行业拆借市场利率(CHBOR);1998年10月,人民银行宣布加大各国有商业银行的存贷款利率浮动幅度。

综上所述,金融约束应该是金融自由化的前奏,中国的金融制度改革将在:约束 发展 打破约束 进一步发展,这么一个动态链条中前进。

参考文献

1. 王晋斌:《金融控制、风险化解与经济增长》,载《经济研究》,2000(4)。
2. 张杰:《中国的货币化进程、金融控制及改革困境》,载《经济研究》,1997(8)。
3. 张杰:《中国金融制度的结构与变迁》,太原,山西经济出版社,1998。
4. 托马斯·赫尔曼、凯文·穆尔多克、约瑟夫·斯蒂格利茨:《金融约束:一个新的分析框架》,见青木昌彦等主编:《政府在中亚经济发展中的作用》,中文版,北京,中国经济出版社,1998。
5. 谈儒勇:《金融发展理论与中国金融发展》,北京,中国经济出版社,2000。
6. 汪小亚、卜永祥、徐燕:《七次降息对储蓄、贷款及货币供应量影响的实证分析》,载《经济研究》,2000(6)。
7. 龚浩成、戴国强主编:《2000年中国金融发展报告》,上海,上海财经大学出版社,2000。

(作者单位:南开大学经济研究所 天津 300071)
(责任编辑:一夫)