

# 金融发展战略选择的理论基础与国际经验

于春海

摘要：

主流金融发展理论认为金融体系承担着动员和集中储蓄、筛选投资项目和监督投资行为、便利风险的交易、分散和管理以及提高产品和服务的交换效率等基本职能。为了推动金融发展，必须进行金融自由化改革，让市场的内生力量主导金融的发展路径，所以，自由化和对外开放是实现金融迅速发展的动力。自由化和对外开放在推动金融发展的同时，能够充分发挥金融体系对于经济增长和宏观经济稳定的积极作用。实证研究给出了不同于理论逻辑的判断。在金融发展过程的动力机制方面，单一维度的自由化改革和前瞻性的金融供给政策无法有效推动金融发展过程。在金融开放的宏观经济绩效方面，金融开放的积极作用依赖于国内金融市场发展程度、制度质量和宏观经济政策质量等因素；金融开放主要是通过推动国内制度变迁、政策调整和金融体系的发展，进而对经济增长发挥间接作用。

理论逻辑和实证研究的矛盾集中体现为金融自由化改革前提和结果的重叠。为了突破这一矛盾，必须从各国的政策实践中寻找经验启示。从国际经验来看，宏观经济基本面因素和支撑性制度条件的完善过程与金融自由化改革过程交错在一起，使得各国无法在政策实践中践行所谓的“金融自由化最优次序”。发展中国家资本账户开放和国内金融自由化结合在一起的“双重自由化”，使得宏观经济和金融更容易受到国际信心逆转的冲击，进而出现金融危机和自由化进程的逆转。发达国家的金融自由化改革更多地是对金融市场微观行为的一种事后认可，制度调整的事后认可模式不仅有助于降低制度调整对金融体系各个组成部分的冲击，在维持金融体系平稳运行的基础上推动金融体系的发展；而且能够降低制度调整对于实体经济部门的冲击。

随着我国贸易开放程度和跨境资本流动性的提高，无论是从政府、银行和企业维持原有金融模式的内在动机出发，还是从维持经济增长和宏观经济与金融稳定的需求出发，利率控制下的以银行为主导的金融体系越来越难以持续。从我国目前的现实情况来看，我国必须在宏观经济失衡的背景下推动金融自由化改革。为此，首先应该在对现有的各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项下和资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。一方面提高名义金融开放度，另一方面降低实际金融开放度，从而尽可能缩小名义金融开放度和实际开放度之间的差异。其次，在国内金融深化方面，利率市场化改革进程的加快必须选择货币市场和债券市场为着力点。通过货币市场和债券市场的发展，在改变企业和家庭的融资和投资模式的基础上，引导银行融资和投资模式以及定价机制的转变。由此，一方面促使货币市场和债券市场的定价机制成为整个社会利率体系的核心；另一方面，使银行的作用更多体现为金融体系的中介，而不是直接体现为实体经济部门储蓄与投资行为的中介。

## 一、引言

无论在理论研究还是在各国的政策实践中，发展金融体系的必要性已经成为一种共识。并且西方主流金融发展理论认为，市场化和自由化改革能够顺利推动

金融体系的发展。但是过去 30 年间的国际经验却表明，自由主义理念所主导的金融发展战略并不一定能够推动金融体系的发展，更不一定能够对经济增长和稳定发挥积极的推动作用。美国和西欧发达国家通过金融放松管制和开放推动了金融体系的发展，并实现经济的持续增长与稳定；拉美和东亚发展中经济体的金融自由化改革却未能取得良好的宏观经济绩效，反而伴随着不断发生的货币、金融危机甚至是整体经济危机。90 年代以来的理论和实证研究表明，金融自由化和金融发展以及金融自由化与经济增长之间的关系都是状态依存的。也就是说，从金融自由化到金融发展、再到经济增长和宏观经济稳定，每一环节都是有条件的。

过去 30 年间，以改革开放为核心的制度变迁和以工业化为核心的产业结构调整，对我国的经济增长施加了巨大的推动力。但是我国迄今为止的变革主要还是集中于实体经济领域和贸易领域，金融体系依然是我国改革较为滞后、发展较为滞后的领域。近年来，随着我国宏观经济内外失衡问题日益加剧，如何抑制宏观经济失衡风险的积累以及如何有序推进宏观经济失衡问题的解决，成为理论和政策研究的热点。目前的一个共识是，金融体系效率低下是我国宏观经济内外失衡的根源之一<sup>1</sup>。在我国当前的宏观经济背景下，金融体系已经成制约我国未来一段时间内经济增长和宏观经济稳定的关键因素。如何创造条件推动金融发展、提高金融体系效率，既关系到能否有效抑制和化解宏观经济内外失衡的风险，也关系到能否从根本上推动宏观经济内外失衡问题的解决。

从长期来看，深化市场化改革和外开放是我国金融发展的必由之路。如同 Cargill 和 Parker (2001) 所说，中国要想成为现代的发达市场经济，金融自由化改革是必不可少的。但是金融自由化改革并不是毫无条件的，也不是一蹴而就的。特别是在短期中，金融自由化改革战略的选择必须兼顾宏观经济基本面因素的复杂性与政策目标的多元性。具体来说，首先是宏观经济内外失衡背景下的结构和制度调整，这关系到我国经济在未来很长一段时间内能否实现持续增长和稳定性，这也是我国金融发展的根本目标；其次是实体经济开放程度和跨境资本流动性的不断提高，这将对我国的金融发展过程施加强有力的制约；第三是对内深化和对外开放的双重金融改革目标，这增加了我国金融发展战略选择的复杂性。

本文从金融发展理论和实证研究的基本结论出发，通过分析理论逻辑和实证经验之间的矛盾与冲突，结合国外金融自由化改革和金融发展的经验，为中国金融发展战略的选择提供理论和经验支撑，并初步探讨中国在当前宏观经济背景下可行的金融自由化战略。

## 二、金融发展战略选择的理论基础

从金融体系的基本功能及其对经济增长和宏观经济稳定性的积极作用出发，金融发展战略必然成为各国经济发展战略的重要组成部分。为了推动金融发展，必须进行金融自由化改革，让市场的内生力量主导金融的发展路径，所以，自由化和对外开放是实现金融迅速发展的动力。自由化和对外开放在推动金融发展的同时，自然能够充分发挥金融体系对于经济增长和宏观

---

<sup>1</sup> 以贸易品部门过度发展为代表的产业结构失衡是我国宏观经济内部失衡的核心，外部失衡是内部结构失衡的必然表现。受制于金融体系的效率和技术进步约束，后者在很大程度上也是金融体系效率低下的结果，社会储蓄无法顺利转变成非贸易品部门和高新技术产业的投资，这导致贸易品部门的过度发展。加之金融体系无法化解社会转型和结构调整时期的风险和不确定性，导致普遍的居民谨慎性储蓄行为和企业储蓄行为。这就形成了从投资扩张到储蓄更快增长的恶性循环。对于相关问题的讨论，参见：Cooper (2005)、Dooley, Folkerts-Landau and Garber (2003,2005)。

## 经济稳定的积极作用。

作为建立在分工基础上的现代市场经济的核心，金融体系承担着动员和集中储蓄、筛选投资项目和监督投资行为、便利风险的交易、分散和管理以及提高产品和服务的交换效率等基本职能。在长期中，金融发展通过影响资本形成过程和技术进步，对经济增长施加巨大的推动作用<sup>2</sup>。90年代以来围绕金融发展的经济增长效应所展开的理论和实证研究，结论比较一致地支持金融发展的积极作用<sup>3</sup>。

从金融体系的这些基本功能及其对经济增长和宏观经济稳定性的积极作用出发，金融发展战略必然成为各国经济发展战略的重要组成部分。事实上，自熊彼特、希克斯、戈德史密斯以及格利和肖的研究以来<sup>4</sup>，如何有效推动金融发展和充分发挥金融发展的积极作用，不仅一直是金融发展理论和实证研究的重点，也是各国经济发展战略和政策选择过程中关注的焦点。无论是理论研究的结论、还是世界范围内主要经济体金融发展的经验总结，都表明在金融发展这一问题上，需要做出选择的并不是要不要发展金融体系的问题，而是如何发展金融体系的问题<sup>5</sup>。这就是发展战略的选择问题。

首先是金融发展的动力机制<sup>6</sup>。在主流的金融发展理论中，帕特里克等人在经验研究的基础上，把金融发展路径分为需求引致型和供给驱动型。在需求引致型发展路径下，金融发展是对实体经济的金融服务需求的被动反应，发展动力是经济体系内生的；供给驱动型的发展路径是指金融发展先于实体经济的发展，在实体经济的发展还没有产生足够需求时，利用政府的外生力量来推动金融的发展，以此来动员资源流向优先发展的实体经济部门。两种不同的发展路径隐含着两种不同的政策导向。如果金融发展动力是内生的，那么金融自由化就应该是政策的主导；反之，就应该采取政府干预。麦金农和肖通过对比两种路径的具体实现形式、结果和效率，指出在政府干预思想的主导下，外生动力观往往演变成金融抑制，并导致整体经济的落后。所以，必须进行金融自由化改革，让市场的内生力量主导金融的发展路径，这样才能促进金融的顺利发展。沿着这样的理论逻辑，主流理论认为自由化和对外开放是实现金融迅速发展的动力。

其次金融体系的结构。除了金融发展在经济增长过程中的作用，金融发展理论和实证研究中另一个争议的焦点是以银行为主的金融体系与以市场为主的金融体系的相对重要性。这方面的研究主要是从金融体系基本功能出发，对比银行

---

<sup>2</sup> 关于金融体系功能以及实现机制和渠道的分析，参见：King and Levine (1993), Jayaratne and Strahan (1996), Demircuc-Kun and Maksimovic (1998), Rajan and Zingales (1998), Levine (1997, 2004), Merton and Bodie (2004)。

<sup>3</sup> King 和 Levine (1993a) 以及 La Porta 等人 (2001) 研究了银行发展对于资本积累、生产效率和经济增长的影响；Levine and Zervos (1998a) 研究股市发展对于资本积累、生产效率提高和经济增长的影响，并比较了银行与股市所提供的金融服务的差异；Haiss and Hristoforova (2003)、Beck, Demircuc-Kunt and Levine (2001)、Berger, Hasan and Klapper (2004) 等人研究了债券市场、人寿保险和私人养老基金以及小型社区银行对于经济增长的推动作用；Levine (1998, 1999, 2001)、Levine, Loayza and Beck (2000) 通过改进实证方法，证实了从金融发展到长期经济增长的因果联系方向；Rioja and Valev (2004a, b) 的实证研究表明，金融发展在不同国家影响经济增长的机制是不一样的。在发达国家，金融发展影响经济增长的渠道主要是生产率；在发展中国家，金融发展影响经济增长的渠道主要是资本积累。Rajan and Zingales (1998)、Beck and Levine (2002) 以及 Beck, Demircuc-Kunt, Laeven and Levine (2004) 等研究分别从行业和企业层面证实了金融发展的积极影响。

<sup>4</sup> 参见：Gurley and Shaw (1955)、Hicks (1969)、Goldsmith (1969)、McKinnon (1973)。

<sup>5</sup> 参见：Cargill and Parker (2001)、Arestis and Caner (2004)、Aizenman (2005)。

<sup>6</sup> 关于金融发展动机机制的讨论，主要是源于如下问题：既然金融发展能够极大地促进经济增长，为什么很多国家的金融发展程度却很低？相关研究参见：Rajan and Zingales (2003)。

与金融市场的相对优势。一些学者从基于如下几个理由，支持发展以银行为主导的金融体系。1) 金融市场在信息收集和处理过程中存在外部性、“免费乘车”和“激励不相容”问题，导致市场的信息供给不足和信息效率低下<sup>7</sup>。2) 由于内部人和外部人之间的信息不对称，资本市场并不能有效监督企业、提高企业治理效率<sup>8</sup>。3) 资本市场存在流动性悖论，流动性是市场效率的基础，但是在另一方面，流动性可能导致投资者的“短视行为”，“用脚投票”的便利性使得个人投资者不愿花费精力去研究企业和监督企业<sup>9</sup>。不同于金融市场，银行可以通过信息内部化和维持与企业的长期关系，实现信息收集和处理的成本和收益的内部化。而且，借助于与企业之间所保持的长期联系，银行能够更有效地监督企业、提高企业治理效率。

其他学者从下面几个理由出发，认为以金融市场为主导的金融体系能有效实现金融体系的基本功能。1) 在以银行为主导的金融体系中，银行拥有大量的企业内部信息、并且控制绝大部分信贷供给，所以，企业不得不向银行让渡更多的生产性投资收益。这会抑制企业的创新动机<sup>10</sup>。2) 债务契约具有内在的不对称性<sup>11</sup>，使得银行行为倾向于保守和谨慎，这不利于企业创新和增长<sup>12</sup>。3) 虽然银行能够实现信息收集和处理规模经济，但是在技术迅速进步、产业结构迅速调整的环境中，由于企业异质性较高，银行在收集和处理信息方面的规模经济效应是无法发挥的<sup>13</sup>。4) 在以银行为主导的金融体系下，银行与企业的长期联系也不利于公司治理效率的提高。银行倾向于选择与自身关系良好的经理人，而不是最有效率的经理人。银行也不愿轻易让与自身保持长期联系的企业破产，这样，在出现外生结构性冲击的情况下，银行可能会人为地阻碍产业结构的调整步伐<sup>14</sup>。5) 以银行为主导的金融体系还面临银行自身的治理问题。内部人和外部人之间的信息不对称在银行中表现得更加明显<sup>15</sup>，这就使得银行内部人有能力以牺牲储蓄者乃至整个社会纳税人的利益为代价，谋取自身的利益<sup>16</sup>。6) 在分散风险方面，银行虽然能够提供一些标准化的风险管理工具，但是不能根据个体的风险偏好定制个性化的风险管理工具。与银行不同，金融市场能够更具市场参与者的不同偏好，为其量身定做个性化的风险管理工具，能够更有效地分散风险、动员储蓄和促进资本形成。

第三从金融深化到金融开放的必要性。主流经济理论告诉人们，只有在一个自由的环境中，金融市场才能发展起来，金融市场的效率优势才能充分体现出来。

---

<sup>7</sup> 对此问题的研究，参见：Stiglitz (1985)、Boot, Greenbaum and Thakor (1993)、Wright (2002)、Levine (2004)。

<sup>8</sup> 参见：Stiglitz (1985)、Shleifer and Vishny (1997)。

<sup>9</sup> Chakraborty and Ray (2004)利用内生增长模型研究了以银行为主导的金融体系与以市场为主导的金融体系，认为银行能够部分解决内部人从企业控制中谋取私利的倾向。

<sup>10</sup> Rajan (1992)对此问题进行了详细研究。

<sup>11</sup> 对于债务人而言，最大损失是给定的，即抵押品的价值；最大收益是不确定的，与投资活动的风险正相关。这样，债务人往往具有从事高风险投资活动的动机。但是对于债权人而言，情况刚好相反。

<sup>12</sup> Stiglitz (1985)、Morck and Nakamura (1999)等人对这一问题进行了理论性分析，Weinstein and Yafeh (1998)结合日本的“主办银行制”对这一问题进行了经验研究。

<sup>13</sup> Dewatripont and Maskin (1995)、Allen and Gale (2000)等人对此进行了较为深入的研究。

<sup>14</sup> 相关研究参见：Wenger and Kaserer (1998)、(Black and Moersch (1998)、Rajan and Zingales (2002b)。

<sup>15</sup> Caprio and Levine (2002)、Morgan (2002)、Caprio, Laeven, and Levine (2003)。

<sup>16</sup> Laeven (2001)、La Porta, Lopez-de-Silanes and Zamarripa (2003)以及 Maurer and Haber (2004)等人分别研究了俄罗斯和墨西哥的情况。

沿着这样的理论逻辑，发展中国家围绕着金融自由化改革展开其金融发展战略，目的是促进金融深度的提高，进而发挥金融对实体经济的推动作用。当经济从封闭走向开放时，分工跨越国界，市场的范围也突破了国界的限制。表现在金融领域，就是金融的对外开放问题。因此，在开放的背景下，金融发展应该包括两个层次的问题：对内深化和对外开放。金融开放是广义的金融自由化改革的一部分，也是国内金融深化的延伸。在理论上，金融开放可以通过如下渠道对经济增长和宏观经济稳定施加积极影响。1) 外资的流入可以弥补国内储蓄的不足，在其它条件相同的情况下，经济增长率提高<sup>17</sup>；2) 导致更多的具有正外部性的投资，包括人力资本投资和实物投资；3) 增加东道国产业的竞争性，促使本地企业采用更有效率的生产方法、加大人力资本和实物资本投资<sup>18</sup>；4) 通过外资参股本地企业，改变东道国的产业结构和经济结构，增强东道国产业的竞争力和外向性；5) 外资的进入可以增加对劳动力的培训，通过劳动力的流动对本地企业产生积极影响；6) 带动技术转让，促进先进技术从发达国家向发展中国家转移<sup>19</sup>；7) 推动国内金融机构的发展，提高国内金融机构的效率，降低储蓄—投资转化过程的交易成本，增强国内金融机构的信息功能、风险分担功能、监督功能<sup>20</sup>，提高国内的储蓄—投资转化效率，提高国内金融机构筛选生产性投资项目的的能力<sup>21</sup>。此外，金融开放还可以通过提高专业化程度<sup>22</sup>和对政府行为施加纪律约束<sup>23</sup>，从而间接推动经济增长和稳定。

### 三、金融发展战略选择的实证证据

在金融发展过程的动力机制方面，金融自由化改革作为制度或政策的离散变化，对金融发展的推动作用，一方面取决于宏观经济基本面因素和其他支撑性制度条件，另一方面取决于市场微观行为的适应性调整 and 变化。所以，单一维度的自由化改革和前瞻性的金融供给政策无法有效推动金融发展过程。

在金融开放的宏观经济绩效方面，金融开放的积极作用依赖于国内金融市场发展程度、制度质量和宏观经济政策质量等因素；金融开放主要是通过推动国内制度变迁、政策调整和金融体系的发展，进而对经济增长发挥间接作用。在金融体系的结构方面，不存在一个无条件的最优金融结构，金融结构的选择应该适应法律、监管、政治以及其他经济和社会方面的条件。

在金融发展战略的实证研究中，稳健的宏观经济、完善的制度和法律基础、有效且合理的政府职能、先进的教育体系和充备的人力资本，这些因素不仅成为金融发展的条件，也成为最终决定金融发展的宏观经济绩效的条件。但是对于发展中国家来说，这些因素只能作为改革和发展的结果而出现。

---

<sup>17</sup> 隐含的前提是外资必须主要被用于投资，而不是消费。

<sup>18</sup> 相关研究参见：Blomstrom(1991)。

<sup>19</sup> 相关研究参见：Findlay (1978), Wang (1990)

<sup>20</sup> 这就要求外资进入本国后主要通过国内金融机构转化为投资。

<sup>21</sup> 相关研究参见：Grossman and Helpman (1991)、Levine (1996)、Borensztein, De Gregorio and Lee (1998)、Caprio and Honohan (1999)、Henry (2000)、Prasad, Rogoff, Wei and Kose (2003)。

<sup>22</sup> 生产专业化导致产出和消费波动性增加，这会阻碍分工的发展，也不利于储蓄和投资。金融一体化条件下资金的跨国双向流动具有风险分散的功能，这有助于降低消费的波动性，从而可以促进储蓄和投资。参见：Kalemli-Ozcan, Sorensen and Yosha (2001)、Imbs and Wacziarg (2002)。

<sup>23</sup> 这主要是通过引入外部力量对政府行为施加纪律约束，增加政策的可信度、抑制政府的投机行为或短期行为。参见：Gourinchas and Jeanne (202)、Prasad, Rogoff, Wei and Kose (2003)。

## 改革过程的目标被人们当作改革取得成功的前提。

关于金融发展过程，一般认为其动力来自需求和供给两个方面。在需求方面，随着分工和实体经济的发展，经济体系内生出对各种金融服务的需求，一旦金融服务需求达到一定规模，相应的金融产品、金融机构和金融市场就会产生并不断发展。这就是Robinson所说的“实业先行、金融跟随”。在供给方面，政府通过主动的制度和政策调整，一方面消除直接和间接制约金融服务供给增长的制度和结构性因素，包括直接的金融抑制政策以及更深层次的人力资本存量水平、法律体系、金融基础设施、文化传统和政治体制等；另一方面通过前瞻性的金融供给政策，鼓励和引导金融服务供给的增加和金融体系的发展<sup>24</sup>。

从历史上各国金融发展过程的变化来看，金融发展过程并不是需求或供给层面某单一因素决定的，而是多种因素共同作用的结果。以需求因素为例。19世纪中后期美国铁路建设所带来的巨大融资需求不仅带动了公司债券市场和股票市场的迅速发展，也带动了类似于摩根银行这样的金融机构的迅速发展。20世纪初期，美欧等主要经济体的金融发展水平达到了很高的程度，两次世界大战和29-33大危机导致金融发展过程逆转，金融发展水平急剧下降。20世纪后期，以信息产业为代表的高新技术产业的巨大融资需求带动了NASDAQ的发展。这些经验都在一定程度上支持需求力量对金融发展过程的影响。但是，进一步的分析可以发现，29-33大危机后，世界经济用了30年左右的时间就恢复到危机前的水平，而金融发展直到80年代以后才恢复到危机前的水平。20世纪初期，美国的金融发展水平远低于欧洲的主要工业化国家，到20世纪末期，两者之间金融发展水平的差异很小。在这个过程中，美国和欧洲主要工业化国家的经济发展水平非常相近。这就说明，实体经济的融资需求并不是解释金融发展水平差异的唯一因素。针对供给层面因素的分析，可以得出同样的结论<sup>25</sup>。一般认为金融管制政策不利于金融发展，但是20世纪60年代，正是因为各种金融管制政策的存在才催生以规避金融控制和资本管制为目的的普遍的金融创新，导致了欧洲货币市场和欧洲债券的迅速发展。

无论基于需求层面因素还是供给层面因素，或者法律传统，对金融发展程度国别差别的解释基本都是静态的局部均衡分析，认为一旦达到了一定的规模经济要求，能够弥补固定成本和满足最低的信誉要求，金融的自发发展过程就能启动、并始终持续下去；或者，受制于规模、信誉或其他结构性和制度性约束，金融发展过程永远不能启动。这样的解释，既得不到历史经验的支持，也与理论逻辑不相符。历史经验表明，金融发展程度是不断变化的，金融发展程度的国别差别也是动态变化的，金融发展的绝对水平和相对差异的动态变化很难用单一因素去解释。从理论逻辑来看，金融发展过程在本质上是金融层面的整体性制度变迁过程，金融发展水平作为这一过程的结果，应该是各种相互影响的力量或因素共同作用的结果。由此，金融发展过程必然是离散变化和渐进学习过程的综合。离散变化主要是指规则的一次性调整，包括各种制度、规则 and 政策的调整，这往往是由政

---

<sup>24</sup> 参见：Robinson (1952)、Patrick (1966)、LaPorta, Lopez de Silanes, Shleifer and Vishny (1997,1998)、Rajan and Zingales (2003)、Levine (2004)、Trew (2006)。

<sup>25</sup> Greenwood and Jovanovic (1990)、Tilly (1992)、Jensen (1993)、LaPorta, Lopez de Silanes, Shleifer and Vishny (1997,1998)、Verdier (1999)、Fohlin (2000)、Pagano and Volpin (1999)、Rajan and Zingales (2003)等人分析了社会资本存量、法律体系、会计制度、投资者保护、政府信誉、产品市场竞争程度以及政治体制等因素对金融发展过程的影响。

府主动驱动的。渐进学习过程是指各种市场主体在特定规则、制度或政策之下逐步调整和改善自身行为的过程，这代表了市场行为的自发变化。政策和规则的一次性调整，只有引起市场行为的实质性变化，才能导致金融发展水平的变化。但是，新的规则和政策能否引导市场行为向期望的方向调整，取决于市场主体对于新制度的可信度和“可计算性”<sup>26</sup>的判断。由于新制度的可信度和可计算性在短期中很难建立起来，需要经过一个漫长的学习和适应过程。所以，政策和制度调整对市场行为的影响要经过很长一段时间才能显露出来，这种行为惯性来自于“习惯形成”，即不确定条件下的适应性学习过程。

关于银行与金融市场相对优势的争议，在很大程度上把银行和金融市场对立了起来，认为银行和金融市场在本质上是相互竞争的。但是事实上，银行和金融市场在实现金融体系基本功能的过程中，存在既竞争、又互补的关系。Merton、Bodie 和 Levine 等人认为，从金融体系的基本功能出发，没有必要在银行和金融市场之间进行优劣比较。就经济增长和宏观经济稳定而言，最重要的是是否存在一个运作良好的金融体系，而金融体系的结构，即银行与金融市场的相对重要性，则是一个次要问题<sup>27</sup>。Boyd、Smith、Levine、Allen、Maksimovic 和 Sylla 通过对宏观和微观层面的历史经验的研究，指出银行和金融市场都能提供有利于经济增长的金融服务，而且银行和金融市场在经济和金融发展过程是相互补充<sup>28</sup>。Levine 和 Tadesse 等人基于跨国宏观数据的实证研究表明，金融体系的结构差别既不能解释各国金融发展程度的差别，也不能解释各国经济发展水平的差别。Beck 和 Levine 等人基于行业和企业层面数据的实证研究也给出了同样的结论。<sup>29</sup>这意味着，就经济增长而言，并没有一个所谓的“最优金融结构”，能够最有效促进经济增长的金融结构依赖于各国的法律、监管、政治以及其他经济和社会因素。

90 年代中后期以来的实证研究表明，金融开放对经济增长和稳定的影响，无论是宏观层面还是微观层面，都依赖于国内金融市场和金融机构发展程度、制度质量、人力资本存量、宏观经济平衡状况以及宏观经济政策质量等因素，如果在这些维度上存在很多缺陷，金融开放带来的可能主要是风险和成本，而不是增长与稳定<sup>30</sup>。金融开放影响宏观经济运行的关键环节是资本流动性的变化。近年来的实证研究表明，金融开放和资本流动性的提高并不是一回事，两者之间的联系是有条件的。从金融开放到资本流动性的提高，中间需要很多其他条件，包括经济规模、经济发展水平、产品市场的完善程度、政府政策行为、监管机制、法律和税收体系以及包括市场基础设施在内的整个市场体系的发展状况等<sup>31</sup>。即便金融开放能够带动资本流动性的提高，资本流动性与经济增长之间的关系也是不确定的。从 80 年代到 90 年代，拉美地区资本流动性指数的提高显著地快于其他地区，但是由此导致的自融资比率的降低并没有带来更快的经济增长。通过跨地

---

<sup>26</sup> 即新的制度框架下行为成本和收益能否准确计算或预期。

<sup>27</sup> 参见：Merton (1992, 1995)、Merton and Bodie (1995, 2004)、Levine (1997)。

<sup>28</sup> 相关研究参见：Demirguc-Kunt and Maksimovic (1996)、Boyd and Smith (1998)、Levine and Zervos (1998a)、Sylla (1998)、Huybens and Smith (1999)、Allen and Gale (2000)。

<sup>29</sup> Beck and Levine (2002)、Levine (2002)、Tadesse (2002)。

<sup>30</sup> 参见：Rodrik (1998)、Bailliu (2000)、Wei and Wu (2002)、Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2006)、Johnson (2007)。

<sup>31</sup> 近年来，在关于金融开放的宏观经济绩效的研究中，资本流动性只是中间的一个环节，通过考察资本流动性的变化来研究金融开放的宏观经济影响。目的是研究和探明金融开放对宏观经济稳定性以及经济增长的具体影响机制。这方面的研究参见：Rodriguez, and Rodrik (2001)、Mody and Murshid (2002)、Ishii et al (2002)、Loungani, Mody and Razin (2003)、Prasad, Rogoff, Wei and Kose (2003)。



区的比较可以发现,亚洲地区具有较高自融资比率和经济增长速度,拉美和非洲自融资比率较低、经济增长也较慢。在巴西、玻利维亚、阿根廷和墨西哥的经验中,金融开放导致的外部融资可获得性的提高,虽然使得这些国家的自融资比率降低,但是没有带来明显的“增长红利”。<sup>32</sup>这些经验表明,资本流动性的变化能否影响一国储蓄—投资平衡关系、资本形成过程以及生产率,也依赖于政府政策、公共部门效率、法律体系、初始经济发展水平、教育水平以及国内市场体系的完备程度等“社会基础设施”等。

从前面的分析中可以看出,金融发展战略选择的理论基础与实证经验之间存在冲突。在金融发展过程的动力机制方面,金融自由化改革作为制度或政策的离散变化,对金融发展的推动作用,一方面取决于宏观经济基本面因素和其他支撑性制度条件,另一方面取决于市场微观行为的适应性调整 and 变化。所以,单一维度的自由化改革和前瞻性的金融供给政策无法有效推动金融发展过程。在金融开放的宏观经济绩效方面。无论是宏观层面还是微观层面,金融开放的积极作用都依赖于国内金融市场发展程度、制度质量和宏观经济政策质量等因素,如果在这些维度上存在很多缺陷,金融开放带来的可能主要是风险和成本,而不是增长与稳定。金融开放主要是通过推动国内制度变迁、政策调整和金融体系的发展,进而对经济增长发挥间接作用<sup>33</sup>。在金融体系的结构方面,不存在一个无条件的最优金融结构,金融结构的选择应该适应法律、监管、政治以及其他经济和社会方面的条件。

在金融发展战略的实证研究中,稳健的宏观经济、完善的制度和法律基础、有效且合理的政府职能、先进的教育体系和充备的人力资本,这些因素不仅成为金融发展的条件,也成为最终决定金融发展的宏观经济绩效的条件。但是对于发展中国家来说,这些因素只能作为改革和发展的结果而出现。在改革之初,发展中国家是不可能满足这些条件的。改革过程的目标被人们当作改革取得成功的前提,自由化改革的目标成为决定自由化改革绩效的条件<sup>34</sup>。这种逻辑上的循环和矛盾,首先反映了金融发展理论的缺陷。和新古典经济学分析问题的逻辑一样,主流金融发展理论在先验接受市场效率优势的同时,把各种可能影响金融市场效率的因素当作外生变量。但外生变量的发展变化受制于体系外的力量,理论体系中所考察的各种经济力量不能保证外生变量的动态特征始终与理论的要求相一致。<sup>35</sup>在新古典经济学的分析框架下,时间蜕变为“逻辑时间”,在这样的时间纬度上,任何需要发生的事件或变量都将发生<sup>36</sup>。但是,金融发展过程及其金融发展对经济增长的推动作用,都依赖于制度变化与市场微观行为的相互作用和相互适应过程。在时间维度上忽略了这一过程,就必然会导致上述前提和结果重叠。

另一方面,在实践中,人们总是习惯用一些成功国家的经验作为评判的基准,并且把成功国家的经验作为一种政策导向推广到其它国家。发达国家具有发达的市场体系、完善的法律体系、成熟的制度和监管框架、完备的技术创新和扩散体系,其政府的宏观经济管理能力较高,应对和驾驭经济问题的能力较强。但是对于发展中国家而言,除去少数几个经济起步较早、较为发达经济体,大部分国家和地区的情况刚好相反。从发展中国家的经济发展来说,除了经济总量的增长,

<sup>32</sup> 对拉美地区金融自由化问题的研究,参见:Aizenman (2005)。

<sup>33</sup> 参见:Kose, Prasad, Rogoff and Wei (2006)、Johnson (2007)。

<sup>34</sup> 参见:Hirschman (1997), Birdsall (1998), Naim (1993,1999), Williamson (1999), Stiglitz (1999)

<sup>35</sup> 参见:Hahn (1982), Thompson (1997)。

<sup>36</sup> 参见:Kornai (1971), Georgescu-Roegen (1971), Henry (1983,1984)。



更重要的一个任务是完善制度、结构等总量以外的因素。基于给定时间跨度内的经验研究和对比分析的结论，把发达国家的成功经验推广到发展中国家，就会忽略一个非常重要的问题，那就是，发达国家在起点处所具备的各种支撑性制度条件或宏观经济基本面因素，其实也是过去的制度变化和市场行为相互适应和相互调整的结果，而不是外生给定的先验条件。

#### 四、金融自由化改革的国际经验

从国际经验来看，宏观经济基本面因素和支撑性制度条件的完善过程与金融自由化改革过程交错在一起，使得各国无法在政策实践中践行所谓的“金融自由化最优次序”。

在发达国家与发展中国家的对比中，发达国家倾向于首先从股票市场开始放松管制；发展中国家倾向于从国内金融部门的放松管制开始。加之改革初期发展中国家的资本账户开放程度高于发达国家，资本账户开放和国内金融自由化结合在一起的“双重自由化”，使得宏观经济和金融更容易受到国际信心逆转的冲击，进而出现金融危机和自由化进程的逆转。

发达国家的金融自由化改革更多地是对金融市场微观行为的一种事后认可。在国内金融市场上，金融机构已经利用各种金融创新有效地规避了政府的管制措施；同时，国内金融机构也可以利用金融创新成功地规避政府在国内金融市场和国际金融市场之间构建的壁垒。制度调整的事后认可模式不仅有助于降低制度调整对金融体系各个组成部分的冲击，在维持金融体系平稳运行的基础上推动金融体系的发展；而且能够降低制度调整对于实体经济部门的冲击。

理论逻辑和实证证据之间的潜在冲突，显示了金融自由化改革的复杂性。虽然在观念中可以界定一个从恢复宏观经济平衡到构建支撑制度基础、再到推进金融自由化改革的最优次序。但是在现实中，宏观经济基本面因素和支撑性制度条件的完善过程与金融自由化改革过程交错在一起，使得各国无法在政策实践中践行这样的最优次序。20世纪70和80年代是美欧等发达国家宏观经济失衡加剧、经济增长乏力的时期，而这也正是发达国家大力推行金融放松管制改革的时期。金融自由化改革是发达国家强化宏观经济稳定和增长基础的整体改革战略的一部分，是与其他恢复经济稳定和增长的政策同步推进的，而不是经济恢复稳定和增长之后的后续政策。80年代以后，金融自由化改革浪潮席卷发展中国家。在发展中国家的政策实践中，理想的最优改革次序同样也没有出现<sup>37</sup>。在宏观经济不稳定或者金融监管不完善的情况下，对利率实行一定程度的管制，同时保持必要的弹性和灵活性，就成为发展中国家可行的次优选择。具体的策略是，一方面通过实施强有力的、可信的货币稳定计划和审慎监管计划来恢复宏观经济稳定；另一方面按照提前宣布的、可预期的利率调整计划，在恢复宏观经济稳定的同时逐步放松利率管制，并在两者之间形成良性互动。

从实现金融发展、推进经济增长和恢复宏观经济稳定等目的出发，金融自由化改革必须是一个渐进的过程，因为只有在一个渐进的调整过程中，才有可能在各种目标导向的政策之间形成良性互动关系。由此就引出另一个非常重要的问题，那就是如何体现金融自由化改革进程的渐进性？金融自由化改革涉及到国内

---

<sup>37</sup> Villanueva and Mirakhor (1990)对拉美和东亚地区发展中国家的利率自由化改革、宏观经济稳定计划以及金融监管之间的配合，进行了详细的研究。

金融机构、金融市场和资本账户等多个部门，渐进性意味着改革不可能在所有部门中同步展开，也不可能所有部门中同步实现完全自由化。从各国的政策实践来看，无论是发达国家还是发展中国家，金融自由化改革一般都是从某个部门中率先展开，然后逐步向其他部门扩展。也就是说，金融自由化改革具有较为显著的渐进性。但是，不同国家或不同地区在金融自由化改革的部门次序安排和完成时间<sup>38</sup>等方面存在很大差异。

从发展国家的整体情况看，金融自由化进程起步于 70 年代后期，以国内金融部门放松管制<sup>39</sup>和资本账户放松管制为主要内容，但是自由化改革并没有持续很长时间，在 1982 年的债务危机以后，重新加强了国内金融部门和资本账户管制。第二次自由化改革浪潮出现在 80 年代后期，率先推行的国内金融部门和股票市场的自由化，到 90 年代初期才扩展到资本账户。在亚洲地区，分别从资本账户、国内金融部门和股票市场开始金融放松管制进程的各占 1/3；首先实现国内金融部门完全自由化的国家和首先完成股票市场完全自由化的国家各占一半左右，资本账户的部分自由化进程起步并不晚，但是资本账户的完全自由化都是最晚实现的。在拉美地区，大部分国家的金融自由化改革是从国内金融部门的放松管制起步的；在绝大部分国家，最早实现完全自由化的也是国内金融部门。在拉美和亚洲的比较中，拉美地区资本账户自由化进程相对较快。

发达国家的金融自由化改革起步 70 年代初，金融自由化过程是渐进、连续的，中间没有经历类似于发展中国家那样的逆转。在发达国家，股票市场的自由化进程起步较早，而国内金融部门和资本账户在 80 年代初期以前都存在较为严格的管制。以 G7 为代表的发达国家，金融放松管制大多是从股票市场的部分自由化开始，然后逐步扩展到国内金融部门和资本账户。从不同部门自由化改革进程的持续时间来看，绝大部分 G7 国家首先实现股票市场的完全自由化，少数国家首先实现资本账户的完全自由化，没有一个国家首先实现国内金融部门的完全自由化。这就是说，G-7 国家的金融自由化过程都是从股票市场的部分自由化起步，然后逐步放松其他部门的管制。在保持对国内金融部门部分管制的条件下完成股票市场或者资本账户的完全自由化。

总体而言，在发达国家与发展中国家的对比中，发达国家倾向于首先从股票市场开始放松管制；发展中国家倾向于从国内金融部门的放松管制开始。从这个意义上说，发展中国家的金融自由化似乎更符合传统的金融深化理论。从首先实现完全自由化的部门来看，发展中国家与发达国家的对比更加鲜明。在亚洲和拉美的对比中，拉美的金融自由化更加集中于国内金融部门。拉美金融自由化战略具有很大的相似性，这在一定程度反映了拉美金融自由化改革的外生性特征，即在外压力之下，按照欧美国家要求的模式展开。而欧美国家要求的自由化模式并不完全是欧美国家自身金融放松管制经验的总结，更多的是传统金融深化理论和新自由主义理念的实践。

无论是发达国家与发展中国家的比较，还是不同地区发展中国家之间的比较，都可以看出，金融自由化战略或具体步骤安排的差异会影响金融自由化改革的持续时间。首选部门为资本账户的国家，金融放松管制进程一般会经历很多反复和逆转，进而导致金融自由化改革的持续时间较长。80 年代以前，发展中国家的资本账户开放程度高于发达国家。拉美国家正是在这样的背景下实行国内金融部门放松管制改革的。资本账户开放和国内金融自由化结合在一起，即所谓的

<sup>38</sup> 从开始放松管制到实现完全自由化的持续时间，参见：Kaminsky and Schmukler (2003)。

<sup>39</sup> 主要是指利率管制和信贷控制。参见：Kaminsky and Schmukler (2003)。

“双重自由化”，导致更多的资金流入银行体系，增加了银行扩张信贷的机会。在缺乏有效监管的情况下，必然导致信贷泡沫和严重的金融失衡，使得宏观经济和金融更容易受到国际信心逆转的冲击，进而出现金融危机和自由化进程的逆转。这样的情况在 90 年代中期的东亚地区也出现过。所以，发展中国家金融自由化改革的持续时间比发达国家长，但是这并不代表发展中国家的金融自由化改革过程具有更大的渐进性。

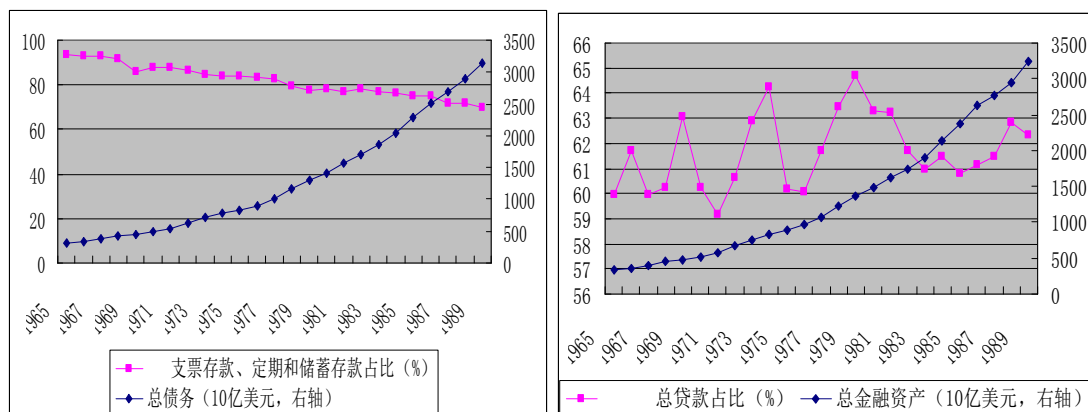
此外，发达国家的金融自由化改革更多地是对金融市场微观行为的一种事后认可。也就是说，在国内金融市场上，金融机构已经利用各种金融创新有效地规避了政府的管制措施；同时，国内金融机构也可以利用金融创新成功地规避政府在国内金融市场和国际金融市场之间构建的壁垒。发达国家在 70 年代以后进行金融自由化改革的时候，大多已经具备了成熟且完备的国内金融体系。在此基础上展开的金融自由化改革，一方面是为了增加国内金融市场的活力，另一方面是为了提高其国内金融机构的全球竞争力。在这些国家，无论是金融机构还是金融工具和金融市场，都已经非常发达，政府放松管制也只是顺应了金融机构和市场的内在扩张冲动。以美国为例。美国从 1980 年开始逐步放松利率管制，而在此之前，货币市场共同基金、转让提款通知书和自动提款业务账户以及现金管理账户等创新性金融工具的出现，事实上已经使得很多金融机构避开了利率管制。关于银行经营的地域限制，从 60 年代后期开始，逐步被银行利用各种创新规避，包括 60 年代后期的银行卡联盟、POS 机以及银行控股公司等形式。所以，1994 年《洲际银行与分行效率法》，在很大程度上只是从法律上对银行微观行为模式的事后确认。1999 年美国的《金融服务现代化法案》最终废除了半个多世纪以来的商业银行、投资银行和保险分业经营的法律壁垒。但事实上，80 年代以后，货币市场共同基金等创新性金融工具以及财务公司和金融控股公司等金融机构的出现，已经使得商业银行与其他金融机构之间的业务界限模糊化。

从改革背后的政治博弈过来看，因为改革涉及到传统体制的维系、调整或摒弃问题，从而涉及原有体制下各利益集团之间利益关系的重新界定和调整，所以有关利益方对于改革战略及具体策略和措施的态度和要求不尽相同，甚至严重对立。所以，金融自由化战略和策略选择及其影响，都将受制于传统机制下不同利益集团的力量对比。在这种情况下，一个可行的改革战略就是，首先实现某个局部的新市场上交易活动的自由化，居民或非居民找到了绕过现有金融管制的渠道，经过一段时间以后，跨制度的套利活动使得既存的金融管制措施事实上失效。这一方面使得政府放松管制或调整管制措施成为必要；另一方面，与管制市场平行的、并且与管制市场之间存在套利机制和渠道的自由市场的运行，使得放松管制成为可能。在日本，金融体系中占据主导地位的是银行，而且银行业的主导地位还借助政府、银行和企业之间的联系在一定程度上体现为政治影响力。在这种背景下，自发的或者由政府主导的内生性金融改革肯定会兼顾维系银行主导地位和相关利益主体的要求。在日本的金融放松管制进程中，一个非常明显的特征是，改革首先在银行业之外展开，发展到一定程度时，银行业以外的发展威胁到银行的地位和利益，改革就逐步向银行业内部推进。

制度调整的事后认可模式不仅有助于降低制度调整对金融体系各个组成部分的冲击，在维持金融体系平稳运行的基础上推动金融体系的发展；而且能够降低制度调整对于实体经济部门的冲击。从美国商业银行资产和负债规模及其结构变化中可以看出，80 年代以后的利率放松管制进程并没有改变商业银行资产和负债规模的扩张趋势，而且也没有改变商业银行融资来源和业务模式的调整趋

势。80年代以前，受到利率管制和其他金融机构竞争的影响，美国商业银行开始寻找替代传统存款的融资渠道，特别是货币市场和债券市场的融资。这导致支票存款、定期和储蓄存款在美国商业银行总负债中的比重不断降低。到80年代初美国启动利率放松管制进程时，该指标已经降至80%以下。随后的利率放松管

图1 美国商业银行的总债务、总资产和存贷业务占比<sup>40</sup>



制也没有改变这一趋势，该指标依然是不断降低。在美国个人部门<sup>41</sup>的金融资产构成中，存款占比在70年代中期至80年代中期的10年间变化很小。从利率管制到放松管制的变革，对家庭金融资产形式选择并没有显著影响。美国企业部门的融资结构在利率放松管制改革前后也没有显著的变化。

图2 美国个人部门金融资产及其构成

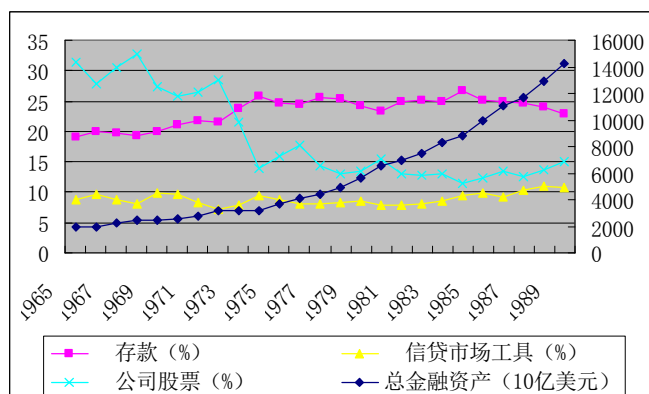
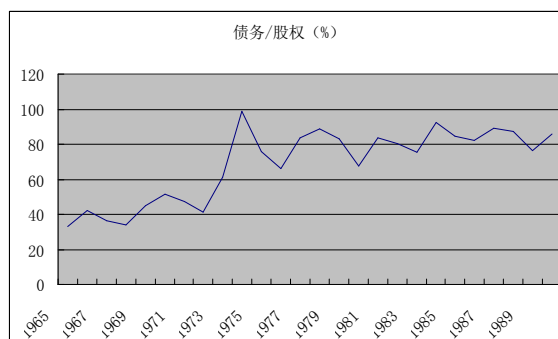


图3 美国非农业、非金融部门的融资结构



<sup>40</sup> 数据来自美国联邦储备委员会网站。

<sup>41</sup> 包括家庭和非盈利组织。

## 五、我国金融发展战略的选择

随着我国贸易开放程度和跨境资本流动性的提高，原有金融模式下政府所主导的国内企业和银行之间的利益分配格局被打破，无论是从政府、银行和企业维持原有金融模式的内在动机出发，还是从维持经济增长和宏观经济与金融稳定的需求出发，利率控制下的以银行为主导的金融体系越来越难以持续。

从我国目前的现实情况来看，国际主流观点所界定的从恢复宏观经济平衡到启动金融自由化改革的次序，在我国没有现实可能性，我国必须在宏观经济失衡的背景下推动金融自由化改革。

在金融开放方面，目前的选择并不是开放与管制的选择，而是如何开放。重点应该是对现有的各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项下和资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。一方面提高名义金融开放度，另一方面降低实际金融开放度，从而尽可能缩小名义金融开放度和实际开放度之间的差异。

在国内金融深化方面，利率市场化改革进程的加快必须选择货币市场和债券市场为着力点。通过货币市场和债券市场的发展，在改变企业和家庭的融资和投资模式的基础上，引导银行融资和投资模式以及定价机制的转变。由此，一方面促使货币市场和债券市场的定价机制成为整个社会利率体系的核心；另一方面，使银行的作用更多体现为金融体系的中介，而不是直接体现为实体经济部门储蓄与投资行为的中介。

目前，我国实行的是利率控制下以银行为主导的金融模式，这适应了我国过去几十年中工业化过程的要求。在经济起步初期，为了克服储蓄缺口对国内工业部门发展的制约，政府必然要控制金融部门的信贷分配和价格，以此促进优先部门的资本形成。适应这种需求，在政府干预之下形成了以银行为核心的金融体系。一方面通过价格控制和信贷配给政策，满足工业部门对低成本资金的需求；另一方面，通过维持刚性的存贷利差和限制金融市场发展，保证银行的收益和主导地位。这是一种自我强化的政府金融干预<sup>42</sup>。强制储蓄<sup>43</sup>保证了银行的资金来源，存贷利差保证了银行的收益率。向优先部门倾斜的信贷分配政策与货币和财政政策结合在一起，可以保证企业部门的收益水平；而且政府控制下的信贷分配也可以抑制新企业的进入和竞争程度的提升。在这样的金融安排之下，政府可以实现发展工业部门、解决就业和促进经济增长的目的。所以，无论是工业部门的主导企业还是大银行，甚至是政府本身，都不愿轻易改变这种金融模式。

但是，贸易开放度和实际金融开放度的不断提高，已经使得我国利率控制下以银行为主导的金融模式无法持续。虽然我国的资本账户依然保持着较为严格的管制，但是随着贸易依存度和跨境资本流动性的不断提高<sup>44</sup>，原有的金融发展模式越来越难以维持。首先，随着贸易开放程度的提高，国内外的新企业不断进入政府支持发展的优先部门，导致融资需求上升和生产性投资收益率下降。跨境资本流动性的提高，使得银行资金来源波动性加大；企业的外部增融资渠道增加，对国内银行的融资需求降低；国外投资者和金融机构进入国内银行和企业之间的

<sup>42</sup> Arestis and Caner (2004)。

<sup>43</sup> 金融市场发展不发达、社会保障制度的缺失以及收入分配方面的政策选择，都可以起到强制储蓄的作用。

<sup>44</sup> 对此的讨论参见：中国人民大学经济研究所“中国宏观经济分析与预测”（2007年3季度）。

收入分配过程。在这种背景下，在原有金融模式下政府所主导的国内企业和银行之间的利益分配格局被打破，政府控制信贷分配的效率不断下降、成本不断上升，集中信贷分配可能出现严重信贷配置的风险增加。所以，无论是从政府、银行和企业维持原有金融模式的内在动机出发，还是从维持经济增长和宏观经济与金融稳定的需求出发，我国利率控制下的以银行为主导的金融体系越来越难以持续。

从我国现有金融体系的不可持续性出发，必须通过金融层面的制度变革和政策调整来启动新的金融发展过程。接下来的问题就是如何启动这一新的金融发展进程？目前的流行观点认为，替代金融抑制政策的并不是传统的金融自由化，必须在金融自由化改革之前恢复宏观经济稳定性、构建支持性的制度和政策基础。但是这样的观点对于指导我国未来一段时间的金融改革，并不具有太大的适用性。首先，根据前文对于金融自由化理论逻辑、实证结论以及各国政策实践的总结与分析，金融自由化改革所需要的各种支撑性条件是在改革之前是不可能完全具备的。人力资本、金融监管以及金融体系发展程度等都是只能在金融发展过程中逐步积累，而自由化改革作为启动金融发展进程的力量，很难要求这些结果能够作为前提条件而出现。其次，从中国目前的现实情况来看，出现宏观经济内外失衡的根源在结构性问题，其中很重要的因素就是金融体系的效率较低，由此凸显了通过深化改革和对外开放来发展金融体系的必要性，所以，宏观经济基本平衡同样也无法成为金融自由化的前提条件。

那么，中国是否还能够利用金融自由化改革来启动金融发展过程？从国际间的经验来看，金融自由化改革的负面影响，包括金融发展过程的逆转、经济增长停滞以及宏观经济与金融风险，在“双重自由化改革”的情况下表现得最为明显。对于中国而言，首先必须在金融开放和国内金融自由化之间进行选择。在金融开放方面，因为中国的贸易开放度和跨境资本流动性已经非常高，所以，目前的问题并不是开放与管制的选择，而是如何开放。重点应该是对现有的各种资本流动渠道进行调查和梳理的基础上，从法律和制度层面对经常项下和资本项下的各种资本流动渠道进行有选择的事后认可、调整和再管制。从法律和制度层面确认通过这些渠道进行资本跨境转移的合法性，降低资本经过合法渠道进行跨境转移的成本和风险；禁止、打击和阻断资本跨境转移的非法渠道，进一步增加资本通过这些渠道进行跨境转移的成本和风险；严格限制经常项下资本流动、FDI、证券投资以及银行信贷等不同资本流动形式之间的相互转化。通过这些调整，一方面提高名义金融开放度，另一方面降低实际金融开放度，从而尽可能缩小名义金融开放度和实际开放度之间的差异。这样才能提高跨境资金流动的可观察性和可控性，避免跨境资本流动对于国内金融深化所带来的利益格局调整过程的冲击。

在国内金融深化方面，应该摆脱关于金融结构的争议，即关于间接融资体系与直接融资体系相对优势的争论。首先，从国际经验中可以看出，银行与金融市场之间存在互补关系，没有必要刻意在两者之间进行非此即彼的选择。其次，多年以来银行体系在我国金融体系的主导地位是我国的经济结构相适应的，在未来一段时间内，现代服务也和高新技术产业不可能成为我国的主导产业，在我国经济中占主导地位仍然会使工业和传统服务业。第三，由于银行在我国金融体系中的主导地位，银行的稳定将决定着我国的金融稳定性和整体经济的稳定性。刻意地通过政策和制度调整来引导金融市场对银行的替代，不利于我国金融和宏观经济稳定。第四，金融体系的经济作用依赖于与之相适应的监管制度和金融基础设施，这些支撑性条件是在金融发展过程中逐步积累起来的，所以，我国目前监管制度和金融基础设施在总体上是与银行的主导地位相适应的。

在保持银行主导地位的同时，从两个方面加快我国的金融深化进程。首先是加快利率和信贷分配的市场化进程。重点是改变目前基于主体资格的信贷市场分割状况，包括利率形成过程和银行信贷分配方式；增加小额、短期贷款利率和存款利率的弹性；增加银行行为和政府行为的透明度，有效约束政府活动范围和程度，降低金融体系对信心冲击的脆弱性；推进存款担保机制的显性化，明确存款担保体系中相关主体的权利和义务，对那些滥用存款担保的金融机构有明确的、真实的惩罚机制。其次是加快金融市场的发展，特别是债券市场的发展。在现有市场参与者主体、工具和交易机制的基础上，提高市场的参与性，放松对市场参与者主体资格的限制；允许和鼓励各种有助于增加银行与债券市场、债券市场与股市联动性的工具与机构创新。

从长远来看，利率放松管制是一个必然的趋势。1990年代中期以来，我国遵循先长期大额后短期小额、先外币后本币以及先贷款后存款的顺序，逐步放松利率管制。从1996年我国利率市场化进程正式启动以来，首先实现了银行间市场利率、国债和政策性金融债发行利率的市场化<sup>45</sup>；随后改革中央银行贴现利率生成机制的基础上放松了对商业银行贴现利率和转贴现利率的管制；1998年以后，逐步扩大金融机构贷款利率浮动范围，提高贷款利率市场化程度；1999年以后，逐步进行大额长期存款利率的市场化尝试；2000年以后，逐步放开外币贷款利率和大额外币存款利率；2003年7月，放开了英镑、瑞士法郎和加拿大元的外币小额存款利率管理，由商业银行自主确定；2003年11月，对美元、日元、港币、欧元小额存款利率实行上限管理，商业银行可根据国际金融市场利率变化，在不超过上限的前提下自主确定。

这种审慎的、渐进的利率市场化进程，有助于维持我国金融体系特别是银行业的稳定性。但是，这同样也在一定程度上制约了我国金融体系的发展。而金融体系的不发达和效率低下是我国当前宏观经济内外失衡的根源之一，这反过来又推动了我国金融失衡和风险的不断积累以至金融动荡的出现。所以说，出于金融稳定性考虑而采取的渐进式利率市场化改革，在经过10多年的实践以后，应该加快其进程。从前面的分析中可以看出，加快利率市场化进程并不是简单地放松政策和制度层面对于银行存贷款利率的管制。因为我国利率控制下的以银行为主导的金融发展模式有其历史背景和自我维持机制。利率市场化改革进程的加快必须选择货币市场和债券市场为着力点。货币市场和债券市场不仅是联系银行和整个金融市场的关键环节，也是连接银行和实体经济的关键渠道之一。货币市场和债券市场的发展，有助于降低整个社会总体利率水平的管制程度。一方面，在银行的融资来源中，货币市场和债券市场可以成为传统银行存款以外的替代资金来源；另一方面，对于企业而言，货币市场和债券市场的发展可以降低其对于传统银行贷款的依赖。对于家庭而言，货币市场和债券市场投资工具也可以替代银行存款。所以，在未来几年中，我国金融深化的重点应该是，大力推进货币市场和债券市场的发展以及鼓励货币市场和债券市场的工具创新与机构创新。这也是最终实现利率体系完全市场和自由化的必要前提。通过货币市场和债券市场的发展，在改变企业和家庭的融资和投资模式的基础上，引导银行融资和投资模式以及定价机制的转变。由此，一方面促使货币市场和债券市场的定价机制成为整个社会利率体系的核心；另一方面，使银行的作用更多体现为金融体系的中介，而

---

<sup>45</sup> 1996年6月1日人民银行放开了银行间同业拆借利率，1997年6月放开银行间债券回购利率。1998年8月，国家开发银行在银行间债券市场首次进行了市场化发债，1999年10月，国债发行也开始采用市场招标形式，从而实现了银行间市场利率、国债和政策性金融债发行利率的市场化。



不是家庭和企业储蓄与投资行为的中介。

参考文献：

- [1] Aizenman Joshua, Financial liberalizations in Latin-America in the 1990s: a reassessment, NBER Working Paper 11145, February 2005.
- [2] Cooper N R. Living with Global Imbalances: a Contrarian View [R]. Institute of International Economics, November 2005.
- [3] Dooley, M P, Folkerts-Landau and Garber P M. An Essay on the Revised Bretton Woods System, NBER Working Paper 9971, September 2003.
- [4] Dooley, M P, Folkerts-Landau and Garber P M. The US Current Account Deficit and Economic Development: Collateral for a Total Return Swap, NBER Working Paper 10727, August 2005.
- [5] Galina Berezhnaya and Hadj-Aissa Amel, Financial sector reforms in east Asia: a survey of the theoretical and empirical literature (1990-2000).
- [6] Goldsmith, R. W., *Financial Structure and Development*, New Haven, CT: Yale University Press, 1969.
- [7] Gurley, J. G. and E. S. Shaw, Financial Aspects of Economic Development, *American Economic Review*, Vol. 45, 1955, 515-538.
- [8] Hicks, J., *A Theory of Economic History*, Oxford: Clarendon Press, 1969.
- [9] Kaminsky G. and Sergio L. Schmukler, Short-run pain, long-run gain: the effects of financial liberalization, NBER Working Paper 9787, June 2003.
- [10] King, R. G. and R. Levine (1993a), Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right, *Quarterly Journal of Economics*, 108: 717-738.
- [11] Kose, M. Ayhan, Eswar Prasad, Kenneth Rogoff and Shang-Jin Wei, Financial Globalization: A Reappraisal, IMF Working Paper, August 2006.
- [12] Levine Ross, Financial development and economic growth: views and agenda, *Journal of Economic Literature* 35 (June 1997): 701-709.
- [13] Levine Ross, Finance and growth: theory and evidence, NBER Working Paper 10766, September 2004.
- [14] McKinnon, R. I., *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution, 1973.
- [15] Meier, G. M. and D. Seers, *Pioneers in Development*, New York: Oxford University Press, 1984.
- [16] Merton, R. C., Financial Innovation and Economic Performance, *Journal of*

- Applied Corporate Finance*, vol. 4, 1992, 12-22.
- [17] Merton, R. C., A Functional Perspective of Financial Intermediation, *Financial Management*, Vol. 24, 1995, 23-41.
- [18] Merton, R. C. and Z. Bodie , The Design of Financial Systems: Towards a Synthesis of Function and Structure, NBER Working Paper 10620, 2004.
- [19] Patrick, H., Financial Development and Economic Growth in Underdeveloped Countries, *Economic Development Cultural Change*, Vol. 14, 1966, 174-189.
- [20] Rajan G. Raghuram and Luigi Zingales, The great reversals: the politics of financial development in the twentieth century, *Journal of Financial Economics*, Volume 69, Issue 1, July 2003, Pages 5-50.
- [21] Simon Johnson, Reaping the Benefits of Financial Globalization, IMF, June 2007.
- [22] Trew W. Alex, Finance and growth: a critical survey, Centre for Dynamic Macroeconomic Analysis Working Paper, April 2006.
- [23] Villanueva D., and Abbas Mirakhor, Strategies for financial reforms: interest rate policies, stabilization, and bank supervision in developing countries, IMF Staff Papers, Vol. 37, No. 3(September 1990).
- [24] Whalley John and Xian Xin, China's FDI and Non-FDI Economics and the Sustainability of Future High Chinese Growth, NBER Working Paper 12249, May 2006.