



黄益平：理解中国务实的 金融政策



文/新浪财经意见领袖专栏作家 黄益平



在 20 世纪 30 年代，中国曾经拥有一个非常活跃的金融体系，当时上海是远东国际金融中心。新中国成立后，特别是在建立计划经济体系之后，金融部门就逐步萎缩了。在 1978 年开始经济改革的时候，我国的金融部门基本上就是一家机构，即中国人民银行，而且它也只是隶属于财政部的一个副部级单位。这个转变的主要原因在于，在计划体制下，几乎所有的经济活动包括资金调配都是由政府决定的，对金融中介的需求非常少。后来决策者决定将工作重心从阶级斗争转向经济建设，需要逐步扩大市场调节的作用，这样金融的重要性就再次体现出来了。因此，就在 1978 年，政府重建了三家专业化银行：中国银行、中国农业银行和中国人民建设银行。

行。

金融为什么很重要？

金融的主要功能是资金的融通，同时实现期限、规模和风险的转换。金融可能是人类历史上最伟大的经济创新之一，它使得劳动分工、规模效益成为可能，从而大大促进了经济发展的进程。诺贝尔经济学奖获得者希克斯在其著作《经济史》中有一个著名的论断：“工业革命不得不等待金融革命。”第一次工业革命发生之前几十年，蒸汽机技术已经成熟，但要将蒸汽机技术转化成铁路、航运与纺织产业，需要大量的资金投入。所以，如果没有一个有效的金融体系筹集充足的资金，工业革命也就不可能发生。

过去四十几年来，我国金融部门演变的两大主题是“发展”与“改革”。一方面，几乎是白手起家，重新建立了一个庞大的金融体系，从商业银行到资本市场，目前大大小小的银行已经有 4000 多家，资本市场的市值也已经排到了全世界的前列。另一方面，金融体系也在不断地市场化，从资源配置到定价，市场的作用正在变得越来越大。从结果看，在改革开放的前几十年，金融比较好地支持了经济增长，这也充分体现了金融的价值。但在近十年来，金融支持经济增长的力度在不断减弱，甚至金融风险也在不断提高。这对金融发展与改革提出了新的任务，需要努力构建现代金融体系。

长期观察中国的金融改革政策，经常会有一种改革不够彻底的感觉。但等过了五年、十年我们再往回看，往往又会发现，经济政策已经往前走

了一大步。仔细想来，这大概就是渐进式改革的一个基本特征，改革政策进步的步履比较缓慢，而且也确实出现过进两步、退三步的现象。正因为改革还在进行中，金融部门中非市场的成分还比较普遍。改革政策所带来的积极的变化和潜在的问题都同时存在，有时候还都很突出。因此，几乎在每一个时间点，乐观的观点和悲观的论调都很鲜明。

在改革的初期，国外观察中国经济的专家喜欢将国内的官员与学者分成“改革派”与“保守派”两大阵营。这样的分类有历史原因，但如果到今天仍然用这个方法来看待金融改革政策，显然是不合适的。任何金融政策都会同时带来正反两个方面的效应，金融改革政策也是如此。比如，资本项目开放，既可能带来更加高效的跨境资本配置，也可能引发更大的金融市场波动，净效果如何，需要具体情况具体分析，不同的学者也可能得出不一样的结论。经济学经常讨论“最优模式”，经济学分析也要求“最优解”。但改革实践可能更加复杂，有时候“最优”政策的效果往往还不如“次优”政策。

如何准确理解中国的金融政策？

如果要对中国的金融改革政策总结出一条经验，那应该就是“务实”。

“务实”的改革政策遵循效果导向的原则，也即“有效”。对改革政策有不同的看法、不同的结论，这些都很正常，“实践是检验真理的唯一标准”。不能统一思想，就先不全面推开，而是找地方做试点，中国在改革期间设置了许许多多的改革试验区，最为著名同时也最为成功的是 20 世

纪 80 年代设立的深圳经济特区。办试验区的好处是用事实说话，同时还可以在试点的过程中完善政策安排，这其实就是“摸着石头过河”。“务实”改革的一些改革政策可能不彻底，也不一定是理论上的“最优解”，但实际效果却不错。

准确理解中国的金融政策，不仅会有助于想清楚未来政策的方向，也许还能为金融政策分析提供一条具有一般意义的思路。

第一，好的改革政策必须要满足经济与政治可行性的要求。

中国金融改革的特征之一是在开始的时候并没有一个完整的改革蓝图。这既可能是因为改革者还没有系统性地想明白中国经济体制最终要走向一个什么模式，更可能是因为在当时的政治环境下，有些思路不可能直白地表达出来。比如，当时的政治氛围肯定不能接受“走市场经济道路”的提法。如此看来，中国的经济改革没有采取“休克疗法”，也并非因为当时的决策者没有想到这种可能性，而是因为它根本不具备“可行性”。

中国几乎所有的经济改革政策都是市场经济理念与中国国情相结合形成的产物。以改革初期实行的“双轨制”改革策略为例，这就是一个非常“务实”的决定。中国的经济改革选择了“渐进式改革”而不是“休克疗法”，是因为市场机制的建立不可能一蹴而就。快速取消国有企业与中央计划，只会造成经济混乱，苏联和东欧转型经济国家后来为我们提供了这样的反例。中国实行“双轨制”的转型策略，一方面保留了众多的国有企业，另一方面又引入了大量的民营企业、外资企业。这样做的好处是短期

内不会出现大量的破产与失业，保障了转型期的经济稳定，同时非国有企业的进入可以大大推动生产力的提高。因此，“双轨制”的做法会带来效率损失，但总体的增长表现却非常好。

当然，“双轨制”转型策略也造成了新的扭曲。既然国企效率比较低，要让它们持续运行，就必须要有外部资源的支持。问题是在改革的前二十年，财政每况愈下，几乎是捉襟见肘。这样便形成了一个“不对称的市场化”格局，即产品市场基本完全放开，但要素市场的扭曲却非常普遍。抑制性的金融政策就是要素市场扭曲的突出表现，包括政府对利率、汇率、资金配置、跨境资本流动的干预或管理。到 2018 年，中国的金融抑制指数依然在全世界排在前列。通过要素市场扭曲将大量相对低廉的资金、能源甚至土地配置给国有企业，实际上是一种变相的补贴。

从这个意义上说，这个“不对称的市场化”格局，特别是抑制性的金融政策，就是为了支持“双轨制”改革策略所做的政策安排。所以，即便学者一直对我国较高的金融抑制水平有诸多的批评，但这种状况的调整，需要基于一个重要的前提条件，即“双轨制”改革策略的终结。不然，金融实行较为彻底的市场化改革不具可行性。

第二，改革决策应该是权衡利弊得失的动态过程。

既然是不彻底的市场化改革，自然会带来许多效率下降、市场扭曲、风险上升等问题，这些都会对经济发展带来负面的影响。实际上，在改革开放的四十年间，包括我在内的学者对这些问题也一直有批评，批评的

重点就是改革举措不够彻底。但如果要对金融改革政策做一个总体的评价，应该还是非常正面的。连续四十几年，我国的年均 GDP（国内生产总值）增速超过 9%，把这样的表现称作“经济奇迹”，应该算是实至名归的。在这四十几年间，虽然也发生了不少金融风险，但并没有发生系统性的金融危机，金融体系保持了基本的稳定。这些都表明，那些抑制性的金融政策在支持经济增长、支持金融方面还是十分有效的，这也说明“务实”的策略达到了目的。

金融抑制没有妨碍实现高速经济增长，这个结果似乎与传统的金融市场化理论有差异。根据我的分析，在改革开放的前二十年，抑制性金融政策不仅没有限制经济增长，反而促进了经济增长。原因在于，虽然这些政策会导致金融效率下降，但在一个市场机制与监管框架尚不健全的经济中，它们同样有助于经济与金融活动的扩展与稳定。但在进入 21 世纪特别是在全球金融危机以后，抑制性金融政策对经济增长与金融稳定的伤害变得越来越明显。背后的一个重要原因是经济发展进入了新的阶段，创新成为新的驱动力量，过去的这套金融体系就很难适应新的经济发展要求。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_30827

