

从金融抑制到金融自由化 与金融民主化

文 / 王丹莉 王曙光

摘要：赶超战略下的目标函数，是重工业优先发展条件下实现资金积累最大化，而其约束条件是资金的极端分散性和稀缺性，因此，最合理的金融体系就是对金融市场进行全面的价恪抑制和结构抑制。这是中国金融抑制的内在逻辑与传统金融体制形成的根源。金融抑制破坏了市场体系和价恪体系，阻碍了金融增长和经济发展。因此，要取消金融抑制，实现金融自由化。中国的金融自由化改革应该实行一种渐进式改革，即由金融抑制到温和的金融约束，再到金融自由化。中国的金融抑制也催生了互联网金融的快速发展。互联网金融从微观、中观和宏观三个层面构建了新型的金融民主化体系，使其金融服务更加接近大众，提升大众的金融可及性。未来中国的金融改革趋势包含四个方面：一是逐步降低银行的特许权价值，二是利率市场化加速银行业的分化，三是谨慎应对民间金融及其局部金融危机风险，四是小微金融的崛起。

关键词：金融抑制；金融自由化；金融民主化；中国金融渐进改革

中图分类号：F832 **文献标识码：**A **文章编号：**1006-0138(2015)02-0088-06

金融抑制破坏了稀缺资源配置的市场体系和价恪体系，阻碍了金融增长和经济发展。麦金农 (Mckinnon) 和肖 (Shaw) 创立的金融发展理论学说的核心，就是要取消金融抑制，实现金融自由化。但是，其对金融抑制根源的解释，没有完全把一个发展中国家金融抑制的根源说清楚，逻辑的自洽性以及解释力还不够。因此，我们提出一个新的假说，通过分析一个国家的目标函数和约束条件来分析金融抑制的内在逻辑。在阐释中国金融抑制的内在逻辑与传统金融体制形成的根源之后，我们论述中国中庸渐进的金融自由化路线图，分析互联网金融对于中国金融民主化的深刻影响，最后，对中国未来金融改革的趋势作粗略展望。

一 金融抑制的内在逻辑与中国传统金融体制的成因

金融抑制是指金融体系被压抑的情况，金融抑制的实施方是具有决策权力的政府，其实施的基本工具包括对金融市场当中的价恪、交易和结构进行干预，从而扭曲金融体系中的市场机制，以此实现政府的发展战略。金融

作者简介：王丹莉，中国社会科学院当代中国研究所副研究员，经济学博士，北京市，100009；王曙光，北京大学经济学院教授、副院长，博士生导师，北京市，100871。

抑制破坏了稀缺资源配置的市场体系和价格体系,使得资本市场和货币市场处于被压制的状态,发挥不了有效配制资源的功能,从长期来看,阻碍了金融增长和经济发展。^[1]麦金农和肖创立的金融发展理论学说的核心,就是要取消金融抑制,实现金融自由化。其互补性假说认为,在一些发展中国家,投资与储蓄实际上是互补性的,如果提高实际利率水平,就会刺激发展中国家经济中的储蓄水平;这些发展中国家,由于长期的金融压抑,金融体系不发达,因此,储蓄动员能力很弱,不能有效地把储蓄转化为投资,从而阻碍了经济的发展。他们提出的政策建议,就是金融自由化,核心是放松利率的管制,把实际利率水平提升到比较高的均衡水平,从而增大金融机构的储蓄动员能力,同时加剧金融机构之间的竞争,促进经济增长。^[2]

麦金农等人对金融抑制根源的解释并不系统,他们大概提出四个理由:一是金融抑制能够保护弱势群体、反对垄断力量。如果利率太高,普通老百姓承受不了,比如大量的高利贷,对弱势群体是不利的。因此,政府必须干预利率,使利率下降。二是金融抑制有利于抑制通货膨胀。他们认为,如果采取较高的利率水平,厂商因为接受了比较高的利率水平,就会把利率的成本最后加到其产品上,出售产品的时候,其价格就自然随之水涨船高了。因此,压制利率水平有利于抑制通货膨胀。三是防止失业。利率水平过高,投资需求下降,有可能引起大量的失业,所以要控制失业就要抑制利率水平。四是在不发达国家市场机制不完善,整个金融体系当中不可能产生均衡的利率水平,利率水平往往偏高,国家有必要抑制利率。

我们认为,这几个解释没有完全把一个发展中国家金融抑制的根源说清楚,逻辑的自洽性及解释力还不够。因此,我们提出一个新的假说,通过分析一个国家的目标函数和约束条件来分析金融抑制的内在逻辑。

为什么像中国这样的发展中国家会选择金融抑制战略呢?我们的理论基于一个逻辑推演的“三段论”。首先,是一个国家的经济发展战略,这个战略是内生化的,它可以决定这个国家采取什么样的政策框架;政策框架本身又能

决定企业、银行、储蓄者等微观主体的经济行为。然后,从这“三段论”当中导出政府和微观主体的关系模式,我们需要给出赶超战略下一个发展中国家的目标函数和约束条件。

赶超战略下的目标函数,是在重工业优先发展条件下实现资金积累的最大化,这是20世纪50年代的中国、日本、拉美等国的统一的目标函数。这个目标函数是由重工业本身的产业性质决定的:重工业需要大量的资金,而且这个资金的投放非常迅速,回收周期又比较长,而像中国这样一些国家要赶超西方发达国家,必须拥有自己完整的工业体系才能够摆脱对西方国家的经济依赖并保障国家经济安全。

从这个目标函数出发,发展中国家面临着以下约束条件:

其一,在这些实施赶超战略的国家,资金非常稀缺,难以保证重工业优先发展的大规模资金需求,如果政府不加管制,这种巨大的资金需求会把利率水平逼迫到极端的高位。其二,在一个发展中国家,资金不但是稀缺的,而且极端分散。比如说中国,资金分散在几亿的劳动人民当中。短时间内要发展重工业,就必须迅速筹集大规模资金,这个在发展中国家是比较困难的。其三,由于金融市场的浅化和市场的不完善,发展中国家资金动员能力往往是很差的,满足不了重工业的要求。其四,发展中国家在对外出口方面是处于不利地位的,从而造成外汇短缺,难以满足重工业要求的大量设备进口,如果按照市场的调节方法,汇率水平往往就呈现偏高的趋势。其五,为了保证赶超战略的实现,资金必须有序的流动。换句话说,政府希望把大量资金放在重工业,就不能把大量资金放在制造其他的满足人民生活的轻工业产品和消费品上。因此,政府就要掌握资金的流向。

如果在重工业优先发展条件下的资金筹集的最大化这样一个目标函数底下,又面临资金短缺、资金分散这样一些约束条件,制度安排的最优解是什么?很简单,第一,为了保证重工业发展所需的资金,有必要对利率水平限制,限制利率水平就是为了让重工业的这些部门能够低成本地获得这些资金。第二,为了克服资

金的分散性，必须设计一种能够最大限度地把这些分散资金收拢上来的金融体系。第三，为克服国家资金动员能力弱的缺陷，就必须对金融体系大力地控制，以最大限度地动员资金。第四，为了克服外汇短缺的矛盾，必须对汇率进行管制，对外贸进行限制。第五，为了保证资金的有序流动，且按照政府的意愿去流动，就必须对金融体系当中市场自发的机制进行限制，保证金融体系不偏离整个国家总体的战略轨道。这就是整个金融抑制的内在逻辑。

通过以上分析，我们可以看到，金融抑制框架是具有内在逻辑的，并不是一些零碎的彼此没有关联的政策，而是一个统一的整体。首先，在金融抑制过程当中，政府是资源配置的主体，任何的市场自发力量都被限制。利率的价格信号被扭曲，政府把利率压得很低，目的是让重工业部门低成本获得资金，这是从资金使用方来讲的。从资金来源来讲，利率水平低也有利于银行低成本地从储户那里获得资金。如果资金价格很高的话，银行将不堪重负，因为银行获得的资金，要给存款支付利息，所以他希望把利率水平降得很低。低利率不论对银行还是企业，实际上都使他们获得了大量的租金。低利率的存在，实际上是为了使得国有银行与国有重工业获得租金而设计的。

但是，问题就出来了。如果利率非常低，每个重工业部门都有非常旺盛的投资需求。利率越低，表明资金越便宜，资金越便宜导致每个重工业部门越是争夺资金。在一个国家经济发展水平很低的时候，重工业部门都在争取大量资金，于是就会出现政府信贷配给的情况。政府根据自己的发展战略来进行信贷配给，解决市场供求的矛盾。所以计划经济时代最常见的现象，是各个省、各个国有企业跟中央要配额，因为资金太便宜。政府在资金配给的时候，不可避免地要采取差别待遇，符合赶超战略要求的就多支持，不符合的就少支持。政府首要的标准不是看这个企业盈不盈利，而是首先看这个企业或这个产业是不是符合赶超战略与工业化战略的要求。

另外一个被扭曲的价格信号就是汇率。很显然，如果把汇率压得很低（直接标价法），意

味着我们的换汇成本大幅度降低了。之所以存在汇率压抑，就是为了克服外汇短缺的矛盾，让我们的换汇成本大为降低，使得我们跟国外的货币之间形成固定汇率，并产生了严格的外汇管制。

然后就是对于证券市场的压制。证券市场与银行相比，市场自发力量更强。要发展资本市场，政府很难控制每位投资者买股票的数量以及买股票的投资方向。但是对银行的融资进行限制相对容易，假定命令国有银行不要多给轻工业贷款，银行肯定服从。因此，证券市场作为一个自发的市场力量，就被压抑住了，中国在1951年左右取消了资本市场。一直到41年之后的1992年才重启股市，重启证券市场。道理在于，要实现赶超战略，要实现重工业的优先发展，就不能首先发展市场化倾向比较强的证券市场，而要首先发展比较服从调控的、能够实现政府赶超战略的间接融资市场。

所以，我们看到，银行成了政府实现赶超战略的工具，它不可能自己决定投什么地方，不投什么地方。因此，政府与银行之间、银行与企业之间形成了扭曲的三角关系。政府控制银行的投资方向，而银行又来控制企业的行为，这样的三角关系实际上在中国和日本都普遍存在。

以上通过目标函数、约束条件这样的方法，我们建立了一个赶超战略内生性的解释假说，来系统性地解释金融抑制的内在逻辑与中国传统金融体制的成因。下面讨论一下金融抑制的绩效。从短期来讲，这些国家在自己实现赶超战略和快速建立重工业体系的过程当中，实际上金融体系的抑制起到了非常关键的作用。改革开放以来，中国银行业的改革是非常滞后的，银行业的活力不足，竞争也不够充分，银行体系一直是为了实现国家的赶超战略而存在的一个工具。不过，这个成本付出是值得的，中国30多年的赶超战略和重工业化实际上是由国有银行体系来支撑的，这个历史功绩不可埋没。然而，从长期来看，金融抑制造成了很大的负面效果：第一，金融体系的发育滞后，银行体系非常单一；第二，政府干预行为容易发生调整的滞后；第三，这种金融抑制造成了资金动

员能力、资金配制效率的低下；第四，由于政府对于金融体系进行严格管制，因而导致地下金融大量存在。

二 从金融抑制到金融约束： 中庸的金融自由化路线图

中国的金融自由化改革应该是一个中庸的战略、渐进式改革，中国不能走激进的、过激的、休克疗法式的、大爆炸式的金融自由化，那样对中国是很危险的。具体而言，中国金融自由化改革路线图应该是，由金融抑制到温和的金融约束，再到金融自由化。

（一）实行温和的金融约束战略

金融约束有别于简单的金融自由化，或者说金融约束就是中庸的渐进的金融自由化。金融约束是介于严格的金融抑制和彻底的金融自由化之间的中间状态。在这种中间状态下，政府既对整个金融体系有相当强的控制能力，又能渐进实现金融机构的有序竞争和金融资源的市场化配制。中国不要单纯提金融自由化，而要提温和的金融约束手段，要实现以下五个方面的目的：

一是给银行特许权价值。特许权就是专利权，这种特许权价值是什么概念呢？政府通过给银行各种各样的隐性或者显性的保护或者扶持，让它拥有特许权价值，使它的地位比较稳固，享受各种特殊待遇，可以支撑整个中国经济，包括稳定的转型和稳步的发展。^[3]

二是实现对利率自由化节奏的有效控制。中国的利率自由化是一个分阶段的利率自由化。首先，中国把货币市场利率慢慢自由化，而信贷市场利率自由化就要慢些；在信贷市场当中，首先把贷款利率自由化，同业拆借利率自由化，而存款利率自由化就要非常慢，到现在存款利率的市场化和自由化还没有完全实现，要慢慢来，不要急于求成，要让银行慢慢适应。

三是汇率自由化节奏的控制。中国由原来的固定汇率制转向有控制的浮动汇率制，要有一个缓慢的节奏，不要太快。这几年可以发现，中国的人民币升值，包括它的浮动都是极慢的，但也不是不动，而是渐进地动，有理性地动，有控制地动。

四是资本账户自由化的有效控制。开放资本帐户，让外国资本进入中国的资本市场，这个过程要缓慢而稳健。放开长期资本进入，然后再放开短期资本进入，避免当时马来西亚、泰国这些国家引进过多短期投机资本流入，汲取 1997 年亚洲金融危机的历史教训。

五是控制银行的民营化进程，慢慢实现产权多元化。民营化进程是被有效控制的，而不是以突然的、大爆炸的方式出现。

（二）为金融部门提供相机性租金，推动渐进金融改革

政府给银行租金的时候，并不是没有条件的：优秀的银行，政府会给予鼓励；不好的银行，政府慢慢地要给予惩罚。因此，这个租金不是白白给银行的，而是要竞争性地获取。因此，尽管银行地位比较稳固，但是其危机感也并不是完全没有。政府给银行各种各样的隐性保护，隐性的风险兜底，是有前提的。

举例来说，农村信用社体系在 2009 年左右开始了一次剥离不良资产的行动。这个举动是政府有意识地为农村信用社减负，剥离其不良资产，因为农村信用社为中国农村发展付出了大量的成本。政府在给它减负的过程当中，很显然让这些农村信用社拿到很多租金。但是这个租金并不是白白给它的，而是有一个门槛，其不良贷款率、新增不良贷款、资产质量等等，要达到一定的标准之后，才把这个租金给它，拿央行票据来置换它的不良资产，解决存量历史包袱。通过这个例子，我们可以发现，中国政府在渐进改革过程当中，强调租金的竞争性获取来加强金融机构之间的竞争，同时保持了银行体系的稳定性。

同时可以发现，在银行退出机制方面，中国政府非常谨慎。以往中国政府对于银行采取保护的姿态，而赶超战略的国家采取金融抑制，一个最大的特点就是保护银行，一定要让银行感觉到它是稳固的。中国在解决银行的退出机制方面，一般是采取劝说制度：如果一个银行要倒闭了，就劝说其他比较好的银行来救助。最近中国要渐渐推出存款保险制度，要逐渐从以劝说和救助为主的银行退出机制转变成为市场化的退出方式，这是一个非常重大的变化，

意味着中国银行业大洗牌的时代即将到来。

(三) 商业银行慢慢进行增量改革

增量改革,也叫边际改革。最近十几年以来,中国股份制银行迅速兴起,民生银行、招商银行、浦发银行、中信银行等等,这些银行都非常优秀,盈利能力都非常强;众多地方性的银行,如上海银行、南京银行、北京银行等,也在全国各地如雨后春笋般崛起;同时,传统的农村金融体系、信用合作体系,出现了深刻的变化,原来的农村信用社正在大规模地被改造为农村合作银行和农村商业银行。这些都是中国渐进金融改革的一个组成部分。当然,中国在进行渐进的金融自由化的过程当中,采取了非常严格的财政纪律和货币纪律,以使得金融自由化能够稳健进行。

三 互联网金融与金融民主化

未来的金融体系,实际上应该是平民很容易参与的、进入门槛极低的一种金融体系。而这种金融体系的兴起,对整个传统金融体系是一个很大的挑战。中国互联网金融的兴起,实际上就是响应了民间对金融服务与资金的巨大需求,尤其是响应了草根阶层(包括老百姓、工薪阶层、小微企业)对金融的需求。^[4]这就是金融民主化的开启。每个老百姓,每个只有很小资本的人,进入金融体系都很简单。移动互联网时代的到来,使每个人进入金融体系的门槛降低,金融不再是高不可攀的东西,而是每个人都可以享受的服务。比如P2P借贷的参与者,都是出资很小的投资者,他们可以参与到信贷体系中,可以选择自己的信贷对象。

为什么中国的互联网金融极为发达呢?中国的互联网金融在金融创新方面,在金融工具的使用方面,在行业规模和对金融体系的渗透程度方面,都大大超越了美国的互联网金融,其根源就是中国的金融抑制,是中国的金融抑制催生了中国的互联网金融。在金融抑制过程当中,中小企业想突破投资的瓶颈,投资者想突破金融市场的约束,交易者想突破利率的约束,金融资本想突破金融机构设立的约束,供求双方要突破信息的约束,这些方面,互联网金融都提供了特别好的平台和机遇。有了互联

网金融之后,投资者和资金需求者进入金融体系的门槛降低。

因此,当互联网金融到来之后,一个金融民主化的时代就来到了,而这个时代的到来会极大地冲击传统的金融机构。传统银行体系在互联网时代要做到“六化”,即业务流程电子化、组织机构扁平化、信息管理动态化、支付体系立体化、线上线下一体化、利率定价自动化。传统银行体系可以利用互联网金融,把它线下对于客户的熟悉、乡土社会信息的对称优势跟线上的快速信息收集、大数据整理结合起来,改造它的传统业务流程,从而实现传统金融机构的转型和发展。

互联网金融从微观、中观和宏观三个层面构建了新型的金融民主化体系,使其金融服务更加接近大众,提升大众的金融可及性。在微观层面,从客户一方来说,低收入客户、中小微企业和创业者是互联网金融体系资金需求的中心,互联网金融给他们提供了新的低成本的融资渠道。而互联网金融中的资金供给者也是零散的小额资金的持有者,他们的资金以往游离于金融体系之外,但是他们通过互联网企业这个中介平台,就可以向微型客户提供零售金融服务和微型金融服务,有些互联网金融服务的末端直接通往穷人和低收入者。在中观层面,互联网金融通过网络建立了系统的基础性的金融设施,使金融服务提供者实现降低交易成本、扩大服务规模和深度、提高技能、促进信息透明的要求。互联网金融未来将催生更多的基于网络的审计机构、信用评级机构、专业行业协会、征信机构、结算支付系统、信息技术、技术咨询服务、培训等等,这些服务从总体上提升了金融体系的效率。这种转变,是对于金融抑制政策下政府包揽一些、控制一切的金融管理模式的一个深刻的转型,中观机构在金融资源的配置中起到的作用愈加凸显,这是金融民主化的机制基础。在宏观层面,互联网金融提供了更为方便的融资渠道,能够促进居民收入的提高与宏观经济增长,使得宏观上的金融体系深化程度得以提高,并促进了政府在金融体系开放和深化方面的立法进程。

互联网金融是中国金融民主化的一个契机,

其本质是草根金融、平民金融，像 P2P、众筹，实现了金融供求双方的协商和融合。互联网金融大大降低了金融业的准入门槛，使得金融的交易和定价机制民主化，使得金融体系走向大众化、民主化、社会化、草根化、非垄断化、均衡化，同时也促进金融资本的跨期、跨人群、跨区域配置。因此，当互联网金融在中国兴起之后，它会倒逼中国的金融改革，比如说推进利率自由化，因为整个互联网金融领域，利率是自由定价的。互联网金融兴起所导致的“脱媒”现象也倒逼传统银行体系改变原有的经营模式，它对银行的内在压力是非常大的，这会引发银行业务模式和业务结构的深刻革命。

四 中国未来金融改革的趋势和问题

中国金融约束战略维持了中国 30 多年经济的平稳转型和发展，但是传统的金融约束框架需要为适应当下的金融发展形势和经济增长阶段进行相应调整。具体来说，中国未来的金融改革趋势包含四个方面：

第一，逐步降低银行的特许权价值。换句话说，政府对银行的保护要变小。中国银行的家谱逐渐多元化，银行业的竞争不断白热化，银行破产概率不断增加。2015 年，为避免银行破产所造成的社会震荡，央行要逐步推出存款保险制度。存款保险制度推出的潜台词，就是银行有可能破产，因此，银行业的总体风险也在不断显性化。

第二，利率市场化加速银行业的分化。利率一旦市场化，存贷利差收紧，银行生存的艰难程度就比以前加剧很多。这个时候银行业的业务结构要被迫转型，必须从依赖存贷利差生存的业务结构转变成为更多地依赖中间业务、依赖理财业务、依赖表外业务来生存。银行应该遵循业务结构转型的需要，不断开发财富管理、金融服务、表外业务、中间业务等。同时，利率市场化本身有可能造成银行业的分化，那些不好的、定价能力低的银行要被淘汰掉。在存款利率自由化之后，银行定价能力本身成为一个非常大的约束。

第三，谨慎应对民间金融及其局部金融危机。中国由于长期的金融抑制，导致民间金融

十分发达，有大量的钱会、地下钱庄、地下典当业、各种集资等等，这种民间金融的兴起已经影响到了金融秩序。我们看到最近在各地都出现了大面积的民间借贷的“跑路”事件，引起了区域性的金融恐慌和金融风险，这是非常危险的。所以我们呼吁，民间金融需要阳光化、规范化、合法化，让它在阳光下活动，这样就可以避免民间金融的负面效果。同时，要大力防范局部的金融危机，当前由于企业担保链的断裂，而导致金融体系的连锁反应，整个银行业的不良贷款率上升。我们在监管方面要做好应对金融危机和系统性金融风险的思想准备和机制准备。

第四，小微金融的崛起。近年来中国小微金融处于崛起状态，这个小微金融包括我们的农村信用社、村镇银行、小贷公司，也包括大量的社区型的资金互助等等。现在即使是一些大型国有银行和股份制银行也在强调建设社区银行，把每一个触角伸到社区当中，为微型客户服务，加强对基层的资金的动员能力和金融服务能力。微型金融在中国反贫困进程中起到非常大的作用。中国是一个典型的二元金融结构，小微金融的崛起可以弥补这样的缺陷，使农村和边远地区的金融体系有更好的发展，来构建中国未来的普惠金融体系。

注释：

[1] 王曙光：《金融发展理论》，北京：中国发展出版社，2010 年，第 38-52 页。

[2] R. I. McKinnon, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1993.

[3] T. Hellmann, K. Murdock & J. E. Stiglitz, “Addressing Moral Hazard in Banking: Deposit Rate Controls vs. Capital Requirements”, Unpublished Manuscript, 1994.

[4] 王曙光：《互联网金融的哲学》，《中共中央党校学报》2013 年第 6 期。

责任编辑 马相东