

中国金融改革的实践及其 深化改革的方向

彭明生 范从来

摘要 从历史和全球的视角来看，改革开放以来中国以银行改革为主体的金融改革实践取得了良好的经济绩效，金融发展取得了历史性成就，有力地支撑了中国经济的高速增长。同时，中国还成功经受住了历次金融危机的严峻考验，切实维护了金融稳定，可谓走出了一条符合中国国情的正确的金融改革发展道路。进入新时代，中国金融已不能完全适应经济高质量发展的需要，迫切需要深化金融改革，推动金融业高质量发展。为此，中国应立足当前经济转型的需要，根据自身金融改革的实践经验，继续走中国特色金融改革发展道路，通过进一步深化金融改革，推动中国金融朝着优化结构、提高效率、安全稳定的方向发展。

关键词 金融改革 实践经验 道路和方向 高质量发展

作者彭明生，南京大学经济学院博士生（江苏南京 210093）；范从来，南京大学经济学院教授（江苏南京 210093）。

中图分类号 F83

文献标识码 A

文章编号 0439-8041(2020)05-0051-11

改革开放以来，中国通过金融改革与发展冲破了发展中国家普遍面临的资金短缺瓶颈，在贫穷落后的基础上实现了经济起飞，一跃成为世界第二大经济体，人均经济总量已经进入中等偏上收入国家行列，实现了新中国从“站起来”到“富起来”的跨越式发展。不仅如此，与主要发达经济体、转型经济体以及拉美国家的金融改革相比，中国始终注意平衡好金融改革的力度与经济社会可承受的程度之间的关系，不仅推动了经济更快增长，而且提高了自身对金融风险的免疫能力，是世界上为数不多的没有爆发过债务危机、金融危机乃至经济危机的国家。可以说，中国已经走出了一条正确的金融改革发展道路，其中的改革经验或“中国模式”，将为中国进一步深化金融改革指明道路和方向，同时也能够为广大发展中国家的金融改革实践贡献中国智慧和方案。有鉴于此，回顾中国金融改革与发展的实践历程，提炼中国金融改革的智慧经验，为新时代中国深化金融改革探索道路和方向具有重大现实意义。

一、中国经济增长中的金融发展变化

如何看待中国金融发展在经济社会发展中的作用，2017年4月25日，习近平总书记在主持十八届中共中央政治局第四十次集体学习上对此发表了重要讲话。习近平总书记指出：“金融是现代经济的核心。保持经济平稳健康发展，一定要把金融搞好。改革开放以来，我们对金融工作和金融安全始终是高度重视的，我国金融业发展取得巨大成就，金融成为资源配置和宏观调控的重要工具，成为推动经济社会发展的重要力量。”

目前,学术界衡量金融发展的指标主要包括:M2/GDP、国内信贷/GDP、金融资产总量/GDP、金融业增加值/GDP等,而采用最多的是M2/GDP、国内信贷/GDP、金融业增加值/GDP这三类金融发展指标^①。其中,前两类指标有跨国数据,便于跨国比较。例如,世界银行统计的广义货币/GDP和国际清算银行统计的私人非金融部门信贷/GDP可以用来反映一国金融发展的规模和深度,而金融业增加值/GDP缺乏可供直接跨国比较的数据,并且各国金融业增加值会因统计口径和金融垄断程度不同而产生差异,一般金融垄断程度越高,金融业增加值/GDP也越高。^②鉴于此,本文参照 Muhammad et al.^③的做法,选取广义货币/GDP和私人非金融部门信贷/GDP(以下简称“经济货币化率”和“信贷总量比率”)作为衡量金融发展的指标,并从历史和全球的视角来分析中国经济增长过程中的金融发展变化。

(一) 纵向比较: 改革开放以来中国金融成为推动经济发展的重要力量

计划经济背景下,信贷资金按照国家计划指令分配,金融在经济发展中的作用比较有限。截止到1978年,中国经济货币化率仅为24.19%(见表1)。另外,根据Zhu^④的测算,1952—1978年中国人均GDP年均增速仅为2.97%,在世界范围内处于较低水平。改革开放以后,中国开始进行金融改革,逐步突破依靠计划和行政手段配置金融资源的计划模式,让市场开始在金融资源配置中发挥作用。这不仅促进了中国金融快速发展,使得金融相关比率不断提高,而且有力地推动了中国经济持续高速增长。我们根据Wind提供的相关数据计算发现,中国经济货币化率由1978年的24.19%上升到2018年的199.15%;信贷总量比率由1985年第四季度的68.20%上升到2019年第三季度的204.80%。与此同时,中国经济总量,也从1978年改革开放伊始的3679亿元增长到2019年的990865亿元,由世界排名第十三位跃居并稳居世界第二位;按人均总量计算,1978年中国人均GDP是156.4美元,2019年中国人均GDP超过了1万美元。按照世界银行2018年的最新划分标准,中国已经从1978年的低收入穷国迈向了中等偏上收入国家行列。可以看到,相较于计划经济时期,改革开放以后中国金融和经济都有了更加长足的发展。

表1 经济货币化率(%)

年份	中国	美国	日本	英国	俄罗斯	捷克	匈牙利	墨西哥	智利	哥伦比亚
1978	24.19	69.50	134.79	32.04	-	-	-	32.02	20.21	27.02
1985	53.58	74.47	163.25	38.17	-	-	48.21	25.50	38.11	31.27
1990	77.79	71.22	185.62	84.96	-	-	43.76	22.51	37.32	24.12
1995	99.03	60.82	202.78	60.52	19.31	68.43	46.52	24.43	35.80	32.93
2000	135.58	68.50	232.87	94.57	21.54	60.75	44.91	22.39	51.84	25.82
2005	151.09	72.47	198.48	116.40	33.38	55.58	49.88	26.60	74.26	31.00
2010	176.13	85.17	217.69	164.12	51.44	69.65	61.22	30.63	66.76	38.00
2015	202.96	88.92	236.51	134.06	61.82	78.23	57.01	36.41	83.87	48.99
2016	209.45	89.93	243.61	140.01	59.18	80.33	59.24	37.72	82.83	48.92
2017	204.17	90.49	247.83	146.05	59.36	83.75	59.02	38.52	78.33	49.04
2018	199.15	89.32	252.08	148.86	59.11	84.33	60.08	37.89	76.89	48.47

注:资料来源于Wind资讯全球宏观数据库(世界银行统计数据)。部分国家的部分年份数据缺失,用“-”表示。

① 其中, M2/GDP 最早由麦金农提出。由于信用货币通常由一国中央银行和金融机构共同创造,因此 M2/GDP 可以反映金融机构的规模,也被用于反映中国经济货币化进程(参见 Shaw E, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, 1973; 易纲:《中国的货币供求与通货膨胀》,《经济研究》1995 年第 5 期);金融资产总量/GDP 由戈顿史密斯提出,他认为金融发展即金融结构的变化,因此可以用金融资产总量/GDP 反映金融中介的规模(参见 Goldsmith R, *Financial Structure and Development*, Yale University Press, 1969);国内信贷/GDP 反映的是一国金融部门为实体经济提供的信贷支持,其中 1992 年亚洲开发银行提出的私人部门信贷/GDP 最为常用,可以反映金融配置的效率(参见 King R, Levine R, “Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence,” *Journal of Monetary Economics*, 1993, 32(3), pp. 513-542; 江春:《何谓成熟的中国金融体系》,《探索与争鸣》2017 年第 12 期);金融业增加值/GDP 反映的是一国金融部门的产出对经济增长的直接贡献(参见何德旭、王朝阳:《中国金融业高速增长:成因与风险》,《财贸经济》2017 年第 7 期)。

② 潘敏、袁歌骋:《金融去杠杆对经济增长和经济波动的影响》,《财贸经济》2018 年第 6 期。

③ Muhammad N, Islam A, Marashdeh H, “Financial Development and Economic Growth: An Empirical Evidence from the GCC Countries Using Static and Dynamic Panel Data,” *Journal of Economics and Finance*, 2016, 40(4), pp. 773-791.

④ Zhu X, “Understanding China’s Growth: Past, Present, and Future,” *The Journal of Economic Perspectives*, 2012, 26(4), pp. 103-124.

（二）横向比较：中国金融发展的总量水平跃居世界前列

从世界范围来看，不论是发达国家还是发展中国家，经济货币化率和信贷总量比率均呈现出不断上涨的趋势，并且发达经济体的金融发展相关比率普遍高于发展中国家。而中国是一个特例，作为发展中国家，中国金融发展的相关比率实际上已经接近甚至超过了发达国家水平。

从经济货币化率指标来看。根据 Wind 提供的数据可以发现，与主要发达国家相比，1990 年，中国经济货币化率（77.79%）就已经超过了美国（71.22%）。1995 年左右，中国经济货币化率（99.03%）远超俄罗斯（19.31%）、捷克（68.43%）、匈牙利（46.52%）等东欧转型经济体国家。截止到 2018 年，中国广义货币几乎是 GDP 的两倍，而俄罗斯、捷克、匈牙利等东欧转型经济体国家的广义货币却仍然低于经济总量。另外，截止到 2018 年，中国经济货币化率（199.15%）也远超墨西哥（37.89%）、智利（76.89%）、哥伦比亚（48.47%）等拉美国家，并且高于美国（89.32%）和英国（148.86%）等发达国家水平，略低于日本（252.08%）。

从信贷总量比率指标来看。根据 Wind 提供的数据可以发现，与主要发达国家相比，2012 年第一季度，中国信贷总量比率（153.00%）超过了美国（152.00%），2012 第四季度中国信贷总量比率（162.50%）超过了日本（161.50%），2013 年第三季度中国信贷总量比率（175.50%）超过了英国（174.80%），位列世界前列。另外，从图 1 来看，截止到 2019 年第三季度，中国信贷总量比率高达 204.80%，而俄罗斯仅为 64.80%，捷克为 88.90%，匈牙利为 82.00%。而与拉美国家相比，2019 年第 3 季度中国信贷总量比率约为墨西哥信贷总量比率（42.30%）的 4.8 倍，约为阿根廷信贷总量比率（21.20%）的 9.7 倍，比智利信贷总量比率（153.10%）高 51.7 个百分点。

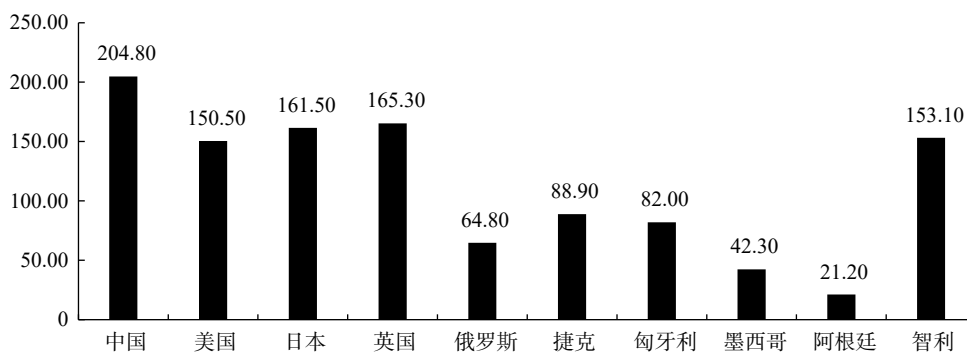


图 1 2019 年第三季度各国信贷总量比率 (%)

资料来源：根据 Wind 资讯全球宏观数据库（国际清算银行）提供的数据绘制。

进一步地，本文还选取了 Wind 资讯全球宏观数据库提供的国内私人部门信贷占 GDP 比重的全球平均值以及中等、中等偏上、高收入组国家的平均值，与中国私人部门信贷占 GDP 的比重做了比较。从表 2 可以看到，全球私人部门信贷占 GDP 的比重呈现不断上升的趋势，并且收入水平越高的国家群体平均来说私人部门信贷占 GDP 的比重也越高。与此相对应，中国人均收入水平由改革开放初期的低收入水平增长到中等偏上水平，中国私人部门信贷占 GDP 的比重也呈现出了不断上升的趋势。

从表 2 来看，1978 年，中国私人部门信贷占 GDP 的比重为 50.29%，低于全球平均值（74.39%）和高收入国家的平均值（84.95%），但高于中等收入国家和中等偏上收入国家的平均值（33.85%；39.36%）。改革开放以后，中国的金融发展速度有所加快。中国私人部门信贷占 GDP 的比重由 1978 年的 50.29% 上升到 2018 年的 161.14%，年均增速 5.51%。同期，全球私人部门信贷占 GDP 比重的平均值年均增速仅为 1.86%；中等收入国家私人部门信贷占 GDP 比重的平均值年均增速为 5.27%；中等偏上收入国家年均增速为 5.30%；高收入国家年均增速为 1.75%。可以发现，中等收入国家私人部门信贷占 GDP 比重的平均增速高于高收入国家的平均增速。这对于正处在中等偏上收入国家行列的中国而言，中国私人部门信贷占 GDP 比重的较高增速显然符合全球规律。

表 2 私人部门信贷占 GDP 的比重 (%)

年份	中国	全球	中等收入	中等偏上	高收入
1978	50.29	74.39	33.85	39.36	84.95
1985	66.19	85.27	34.71	40.46	99.55
1990	86.20	108.70	39.45	44.56	124.74
1995	84.21	118.22	47.41	53.61	135.96
2000	111.12	132.27	49.45	55.97	155.07
2005	111.84	124.39	52.39	58.10	143.63
2010	126.58	121.64	69.90	78.18	146.49
2015	153.23	126.03	95.26	110.06	144.26
2016	157.57	128.40	97.35	113.19	146.44
2017	157.02	130.17	99.00	115.23	149.03
2018	161.14	129.73	105.17	122.74	144.46

资料来源：Wind 资讯全球宏观数据库。

总之，从历史的纵向比较和跨国的横向比较来看，中国的金融发展既符合全球金融发展水平总体上升的趋势，又有着自身特有的高速运行特点。如今，中国的金融总量同经济总量一样已经跃居世界前列，可以说中国已经成为了一个世界金融大国。

二、中国金融改革是金融发展的前提条件

“发展是目的，改革是动力。”中国之所以能够迅速成长为金融大国，关键原因在于立足本国国情，不断深化金融改革。众所周知，中国的金融体系以银行为主导，银行业的改革实际上是中国金融改革的重要缩影。因此，中国银行业改革的实践历程便为我们回顾和分析中国金融改革与发展的变化提供了一条重要的分析主线。

从中国金融改革的背景来看，改革开放以后中国经济改革内生金融改革的需求。计划经济体制下，中国金融在经济发展中的作用较弱，主要的金融机构（中国人民银行）只是财政部的“出纳”。^①当时，中国人民银行按照国家计划经济指令提供资金支持实体经济发展。经济运行的主体主要是国有企业，国家通过财政拨款直接支持国有企业的投资和发展，而国有企业的经营收益最终又上缴国家。国家既是投资者，又是储蓄者，中国人民银行除了按照财政支出的需要投放货币资金，用作流通手段以外，并未发挥金融中介作用。^②所以，计划经济时期，银行未能在中国经济发展中有效发挥金融杠杆作用。在这样的背景下，宏观资源配置和微观经济活动都是无效率的。^③为了促进生产力的发展，必须突破计划经济体制的束缚。于是，1978年党的十一届三中全会确立了“以经济建设为中心”的基本路线，开启了中国经济社会体制改革的大幕。家庭联产承包责任制的推广和普及调动了亿万农民的生产积极性，乡镇企业的兴起和企业制度的改革提高了生产者的经营自主性和积极性，加上价格机制不断市场化，社会经济发展活力与日俱增。^④在政府放权让利和市场调节机制开始发挥作用的背景下，社会经济主体日益多元化，经济的交易和运行日趋市场化，开始对媒介经济交易的金融货币产生广泛的需求。为了与经济改革催生的多样化金融需求相适应，中国开始将金融从财政中剥离出来^⑤，以便恢复和重建金融体系适应经济改革发展的需要。

（一）1979—1992年：以恢复金融基本功能为导向的金融改革

1978年，中国人民银行从财政部独立出来，但同时肩负着中央银行职责和商业银行业务，高度集中的

① 李扬、刘世锦、何德旭、黄群慧、金碚：《改革开放40年与中国金融发展》，《经济学动态》2018年第11期。

② 易纲：《中国金融资产结构分析及政策含义》，《经济研究》1996年第12期。

③ 蔡昉：《中国改革成功经验的逻辑》，《中国社会科学》2018年第1期。

④ 李建伟：《中国经济增长四十年回顾与展望》，《管理世界》2018年第10期。

⑤ 迟福林：《改革开放40年建立与完善社会主义市场经济体制的基本实践》，《改革》2018年第8期。

“大一统”金融模式没有发生实质性改变。亚当·斯密曾指出，“分工可以提高效率”。而这种“大一统”的金融模式并不具有分工与协作的能力，难以满足日益增长的多样化金融需求，限制了金融在经济发展中的作用的发挥。为了适应和满足经济发展的需要，1979年10月邓小平在《关于经济工作的几点意见》中提出“要把银行作为发展经济、革新技术的杠杆，要把银行办成真正的银行”，中国银行业改革的大幕正式拉开。1979年3月到1984年1月，中国农业银行、中国银行、中国建设银行、中国工商银行相继恢复成立，分别服务于“三农”、外贸、基建和工商业的发展，开始从多方面支持中国经济建设和发展。自此，中国“大一统”的金融格局被打破，中国银行业朝着分工明确和专业化方向发展。四大国有专业银行的成立，剥离了中国人民银行曾经承担的政策性和商业性银行业务，国家基本建设投资转而采取“拨改贷”的方式，资金的使用效率得到了提高。

不仅如此，为了满足多元化经济主体的需求，中国大幅增设银行机构。在国有专业银行以外，以国有股份制商业银行（例如交通银行）和企业法人持股的股份制商业银行（例如招商银行）为代表的各大股份制商业银行相继成立。除此以外，为了服务农村个体经济和集体经济发展的需要，早在计划经济时期就遍布农村地区的农村信用社数目也开始迅速增多，农村信用社的发展壮大有效地促进了农业和乡镇企业的发展。另外，为了服务城市集体经济和个体经济等非国有经济的发展，城市信用社的规模也不断扩大。

这一时期，中国银行业金融机构从中国人民银行一家逐渐衍变为以国有银行为主体，股份制商业银行、城市和农村信用社等多样化的金融机构体系并存的银行主导型金融机构体系。并且，在银行业金融机构不断建立和扩大的同时，中国的票据、拆借、国债市场也开始建立试点，逐渐改变了中国金融有机构无市场的局面。1990年，上海证券交易所和深圳证券交易所成立，中国的资本市场也开始发展起来。于是，中国金融市场体系的雏形逐步建立起来，金融资源配置效率有了边际改善，金融在经济发展中的作用也有了帕累托改进。

（二）1993—2012年：以商业化、市场化为导向的金融改革

1993年十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》，明确了建立社会主义市场经济体制的总体规划和基本目标，提出要让“市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用”。“为了适应建立社会主义市场经济体制的需要，更好地发挥金融在国民经济中宏观调控和优化资源配置作用”，1993年12月25日发布的《国务院关于金融体制改革的决定》明确提出“改革现行金融体制”，“建立政策性金融与商业性金融分离，以国有商业银行为主体、多种金融机构并存的金融组织体系”。

彼时，由于国有专业银行同时肩负着政策性金融业务和商业性金融业务，其中商业性金融业务具有企业的“私人性质”，政策性金融业务具有国家的“社会性质”，而国家的政策性金融不可避免地会抑制国有银行的“私人性质”，限制了国有银行的商业化运作能力。^①为了提高国有银行的金融资源配置效率，需要把国有银行改革成为以营利为目的的企业主体，来进行市场化运作。于是，为了贯彻落实《国务院关于金融体制改革的决定》，1994年中国相继成立了三家政策性银行（国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行），用于分离国有银行的政策性贷款业务，推动国有银行朝着商业化、市场化方向改革。

1997年爆发了亚洲金融危机，这是新中国遭受的第一次比较严重的外部冲击。随即，国有企业经营效益开始下降，国有银行发放的大量贷款变成了不良贷款。为了“化解金融危机，稳定金融安全”，1997年中国召开了第一次全国金融工作会议。该会议决议提出，“成立四大国有资产管理公司，剥离商业银行不良资产；定向发行特别国债，补充国有银行的资本金；取消贷款规模，实行资产负债比例管理等改革措施”。这些举措有效地化解了国有银行不良贷款问题，使得国有企业“债转股”计划得以顺利实施，国有企业和国有银行纷纷涅槃重生^②，可以轻装上阵向现代化治理方向发展。在此基础上，2002年中国召开

^① 张杰：《市场化与金融控制的两难困局：解读新一轮国有银行改革的绩效》，《管理世界》2008年第11期。

^② 钟正生、张璐：《中国金融改革：经验、困境与未来》，《国际经济评论》2017年第5期。

的第二次全国金融工作会议，决定组建中央汇金投资有限责任公司，主导中国银行业的重组上市。2004年，国务院正式启动国有银行股份制改革，采取市场化方式，按照《公司法》和《商业银行法》章程部署国有银行改革方案，推进建立现代金融企业制度。除此以外，证券业、保险业、基金、信托、担保等非银行金融机构的改革发展，使中国金融机构体系不断发展壮大。股份制改革推动了中国资本市场的发展，在主板以外，中小板、创业板以及新三板市场不断设立使中国逐步建立起多层次的资本市场体系。利率和汇率的市场化改革，提高了金融定价的市场化程度。“一行三会”金融监管体系的形成，具有明显的分业监管特征。

这一时期，国有银行的不良资产化解以及股份制改革和上市，提高了银行业的稳定性、竞争力和市场化运作能力，摆脱了亚洲金融危机对中国经济的冲击，为新一轮中国经济的发展奠定了良好的基础。^①但是，2008年国际金融危机的爆发导致全球经济低迷，中国外需导向的经济增长模式受到了巨大挑战。中国政府迅速采取大规模刺激措施，依靠“四万亿”财政刺激计划和适度宽松的货币政策来刺激总需求。在宏观调控政策相对宽松的背景下，中国金融监管有所松动，金融创新步伐加快。地方政府设立融资平台，信托业务等也开始大力发展，而且信托业务还促进了银行的同业扩张，形成了通道业务下的影子银行模式，银行表外业务也不断扩大。^②

（三）2013年至今：进入全面深化金融改革的新阶段

2013年党的十八届三中全会通过《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》，对中国经济体制改革做了顶层设计和战略部署。该《决定》指出，“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。相应的，为促进市场在金融资源配置中的作用由基础性转变为决定性，《决定》对完善中国金融市场体系建设也做了重要部署。其中包括：允许民间资本发起设立银行等金融机构，健全多层次资本市场、提高直接融资比例，深入推进利率市场化改革，落实建立存款保险制度等金融监管措施，大力发展普惠金融、鼓励金融创新等等。

为了贯彻执行《决定》内容，中国金融改革全面推进。2014年3月，国务院批准五家民营银行试点，打开了民间资本进入金融业的大门，丰富和发展了多层次的银行业金融机构体系。银保监会数据显示，截止到2018年，中国已有17家民营银行开业，银行业金融机构总数高达4588家。2015年10月，中国人民银行放开存款利率上限，中国利率市场化改革迈出了更加坚实的一步。2017年年底，中国开始大幅放宽银行、证券、保险行业的外资股比限制。金融监管改革方面，2015年5月起，中国开始施行《存款保险条例》，保障大众存款安全；2017年设立金融稳定委员会，加强金融监管的协调性；2018年，合并银监会和保监会，进行交叉监管，并且出台《资管新规》，规范金融机构资产管理业务。2019年，科创板落地并试点注册制，正在推动中国资本市场创新发展。

可以看到，中国围绕着经济体制改革的需要，在一系列金融改革措施的推进下，逐步形成了以银行业金融机构为主体，多层次资本市场共同发展的现代化金融体系，为中国经济发展提供重要的金融支撑。

三、中国金融改革的实践经验

事实上，大概从20世纪70年代开始，世界诸多国家纷纷掀起了金融改革的实践浪潮。大多数国家根据金融深化理论，推行金融自由化改革，但是改革的成效不及预期。^③20世纪70年代起，受新自由主义思潮的影响，发达国家开始放松金融管制、鼓励金融创新。以美国为例，20世纪70年代，美国经济遭遇“滞胀”困境，凯恩斯主义逐渐衰落，新自由主义开始兴起。“金融脱媒”使得美国银行存款不断流失，为此美国银行部门极力呼吁放开利率管制，提高银行吸储竞争力。在此背景下，美国取消了利率管制，此后美国存款利率快速攀升，在此基础上银行信贷大幅扩张，同时也埋下了银行危机的种子。1994年美国出

① 国家发展改革委宏观经济研究院经济研究所：《改革：如何推动中国经济腾飞》，北京：人民出版社，2018年。

② 张平：《货币供给机制变化与经济稳定化政策的选择》，《经济学动态》2017年第7期。

③ 余静文：《最优金融条件与经济发展——国际经验与中国案例》，《经济研究》2013年第12期。

现了银行倒闭潮。另外，美国金融监管放松导致金融创新层出不穷，资产证券化和次级抵押贷款助推了房地产的繁荣和泡沫，最终引发了次贷危机。

20世纪80年代，拉美地区的众多发展中国家以金融深化理论为指导，积极开展以利率自由化为核心的金融自由化改革实践。但是，到了20世纪80年代末和90年代初，这些放松“金融抑制”、实施金融自由化改革的国家基本上都遭遇了通货膨胀和金融不稳定的严重威胁。另外，20世纪90年代，俄罗斯和东欧国家采取“大爆炸”式的金融改革方式也未收到预期的经济成效。以俄罗斯为例，该国在解除产品价格管制的同时便放开了银行的贷款利率，打破了国有银行的垄断地位，经济市场化和金融市场化几乎同步进行。^①这些国家试图通过快速大规模的私有化和市场化改革，依靠“休克疗法”过渡到市场经济体制中，结果却引起了爆发式的通货膨胀和产出的急剧下降。

相反，中国在金融改革以后经济成功摆脱了低速增长通道。从图2可以看到，改革开放以后，中国的经济增速明显高于美国、东欧国家以及拉美国家的经济增速。另外，中国还成功应对了亚洲金融危机和全球金融的冲击，保持了经济金融的相对稳定。那么，中国是如何在金融改革中保持金融稳定并能有效促进经济增长的呢？中国金融改革的成功经验有哪些？下面本文将对此进行详细探讨。

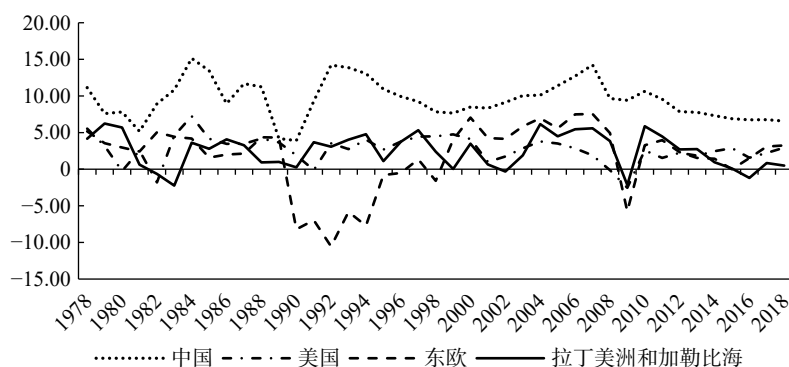


图2 中国、美国、东欧以及拉美地区 GDP 年均增速

资料来源：根据 Wind 资讯全球宏观数据库提供的数据绘制。

(一) 金融改革应该孕育于经济改革之中，服务于经济改革的需要

麦金农^②就转轨经济体国家采取“大爆炸”式的金融改革导致的严重经济后果，提出了经济市场化改革的最优次序，其中第一要务就是先进行财政控制，确保国家财政得以平衡以后，再进行金融市场化改革。理由是，倘若政府财政支出不受控制，那么大规模的财政赤字则需要由中央银行发行货币来埋单，最终会导致严重的通货膨胀。

然而，中国的金融改革既不同于东欧国家的“大爆炸”式，也不同于麦金农所提出的先控制住国家财政然后进行金融市场化改革的次序。对此，麦金农本人也曾指出，就经济市场化改革的次序而言，在财政控制方面中国是一个例外。事实上，中国从1978年开始到20世纪90年代初，财政收入也在不断下降，但是中国的物价水平却保持在较低水平。中国财政下降的同时却能保持物价的稳定也被麦金农称为“中国之谜”。对此，麦金农^③认为，中国先进行经济体制改革，家庭承包制极大地提高了农业生产效率，农民的收入水平随之大幅上升，亿万农民的剩余积累不断增多。在此背景下，中国通过金融市场化改革建立起来的金融机构体系开始从中发挥金融中介作用，将亿万农民的储蓄存款一方面变为支持乡镇企业等非国有企业发展的资金来源，另一方面则作为国有银行体系贷款的来源，从而有效地弥补了国家财政收入下滑的不足。

① 应展宇：《存在金融体制改革的“中国模式”吗》，《世界经济》2008年第2期。

② McKinnon R, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, 1991.

③ McKinnon R, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Johns Hopkins University Press, 1991.

实际上,中国金融改革是为了配合经济改革的需要,而非单纯的遵循理论的教条。换言之,经济发展需要什么,金融就进行相应的配套改革,而不是简单的放松“金融抑制”。^①改革开放以后,中国开始经济体制改革,这推动了农业生产步入快车道,乡镇和集体经济快速发展,经济发展活力与日俱增,储蓄率自然稳步上升。这为金融促进储蓄向投资转化奠定了基础。另外,经济改革以后,社会经济主体日益多元化,经济的交易和运行日趋市场化,对金融交易产生了广泛的需求,这就内生金融改革的需要。在这样的背景下,中国通过金融改革,恢复和建立金融机构体系,金融开始发挥促进储蓄向投资转化的作用,从而有力地推动了经济增长。

(二) 金融改革的方式应该视经济发展的程度而定

作为从计划经济向市场经济转型的经济体,经济本身面临的现实约束决定了金融改革不宜过激。从麦金农的市场化改革次序来看,首先控制财政平衡十分重要。作为转型经济体,大量的国有企业存在预算软约束,一旦这些国有企业的预算约束突然变硬,那么它们将很快失去市场竞争力甚至面临破产倒闭的可能。而国有企业竞争力的下降,则会导致国家财政收入进一步减少。在这样的背景下,进行“爆炸式”金融改革方式显然不合时宜。

另外,利率自由化改革在理论上看似可行,但是发展中国家实际上尚不完全具备发挥利率自由化效应的前提条件。金融深化理论认为,发展中国家要促进经济发展,应当解除“金融抑制”,核心在于放开利率管制,让实际利率上升到均衡状态,从而有利于储蓄向投资转化,进而促进经济增长。^②实际上,利率自由化能够盘活金融存量的关键是有充足的资本。而拉美国家资本相对匮乏,难以符合利率自由化促进储蓄向投资转化的基本条件,并且这种过快的利率自由化改革还会埋下金融不稳定的隐患。

作为发展中的转型经济体,中国正是在立足自身经济发展所处阶段的现实约束,选择了渐进式的金融增量改革方式。因为在经济发展的初级阶段,由于资本存量水平较低,不具备盘活资本存量的初始条件,所以通过“增量改革”,依靠信贷规模的数量扩张方式更能够推动经济快速增长。当经济发展到一定阶段以后,随着资本回报率不断递减,信贷增量扩张的经济效应随之降低,而这个时候社会资本存量水平较高,可以通过金融“存量改革”的方式,盘活存量资源。这样既能提高金融资源的配置效率,又能避免信贷过度扩张可能导致的金融不稳定。也就是说,相比于资本存量充裕的发达经济体,发展中国家由于资本相对匮乏,选择金融“增量改革”的方式可能更加有利于推动经济快速增长。这也提示我们,通常将发达国家的金融发展模式看作是最优的,然后通过比较本国与发达国家的金融发展差距来进行金融改革的做法是值得商榷的。从中国金融改革的实践来看,一国金融改革应该立足于本国经济所处的发展阶段采取针对性方式,而不应盲目照搬发达国家的方案或简单地遵循理论的教条。

(三) 处理好政府与市场的关系是中国金融改革成功的关键

历史的实践表明,完全放任金融自由发展并不能保证经济增长的可持续性,2007年美国次贷危机引发的全球金融海啸即是警示。另外,20世纪80年代后期,拉美地区的发展中国家、前苏联和东欧地区的转轨经济体纷纷效仿欧美国家的金融发展模式,遵循“华盛顿共识”^③,力求迅速实现自由化和私有化。不幸的是,这些遵循“华盛顿共识”进行自由化改革的国家最终付出了惨痛的经济代价。拉美和东欧国家进行自由化改革以后,经济增速度大幅下降,接踵而至的墨西哥危机、东亚危机、俄罗斯危机以及阿根廷危机,使这些遵循“市场原教旨主义”的国家深陷泥潭。

相反,中国并未遵循“华盛顿共识”进行自由化改革,而是采取政府推进和引导的渐进式市场化改革方式,取得了良好的金融改革绩效。中国金融改革的实践表明,政府和市场因素在金融改革过程中并不是非此即彼的关系。中国的金融改革遵循实践理性,重视理论与实践的统一,依靠实践基础上的理论创新,

① 贾春新:《金融深化:理论与中国的经验》,《中国社会科学》2000年第3期。

② McKinnon R, *Money and Capital in Economic Development*, Washington, DC: Brookings Institution, 1973; Shaw E, *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University Press, 1973.

③ 是指以新自由主义为理论基础,指导拉美国家进行市场化、私有化改革的一系列政策主张。

反过来又指导实践。这也就决定了中国的金融改革采取试点—推广、试错—修复的渐进式方式。通过对金融实施“在线修复”，实现螺旋式上升，有效地避免了因金融改革的力度过大或过度自由化所带来的金融不稳定性。

众所周知，市场是配置资源最有效的方式，但是市场不仅可能存在失灵，还有可能脱缰。特别是在经济发展的初级阶段，市场机制还不完善，市场容易产生内生性扭曲，导致市场失灵，并且这类扭曲很难通过市场自发调节和修复，往往需要借助于适当的政府干预政策来纠正。^①落实到金融领域，也就是说政府必要的金融监管和规则制定是金融市场良性运转的保障。实际上，金融市场化改革虽然能够推动金融创新发展提高金融服务效率，但这并不能保障金融稳定，政府监管才是保障金融稳定的关键。^②所以，在金融改革过程中，要处理好金融效率提升和金融稳定的关系，政府因素和市场因素都不可或缺。

一直以来，中国在经济和金融体制改革中，始终把处理好政府与市场的关系当作经济和金融改革的核心问题。党的十四大提出“要使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用”，十八届三中全会提出“使市场在资源配置中起决定性作用和更好发挥政府作用”。这是因为市场在资源配置中并非发挥全部的作用，政府的法治建设、治安秩序、宏观调控等无不渗透在经济金融的方方面面，这是资源市场化配置的必要条件。另外，中国是社会主义国家，社会主义制度的优越性要求党和政府在经济和金融发展过程中，发挥保障公平竞争、维护安全稳定、促进共同富裕等积极作用。实际上，中国金融改革取得的良好成绩，已经说明了在金融改革过程中，只要能够处理好政府和市场的关系，金融的改革创新和政府的金融监管可以并行不悖。

四、新时代中国深化金融改革的方向

2019年2月22日，习近平总书记在主持十九届中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行的第十三次集体学习时指出：“改革开放以来，我国金融业发展取得了历史性成就。特别是党的十八大以来，我们有序推进金融改革发展、治理金融风险，金融业保持快速发展，金融改革开放有序推进，金融产品日益丰富，金融服务普惠性增强，金融监管得到加强和改进。同时，我国金融业的市場结构、经营理念、创新能力、服务水平还不适应经济高质量发展的要求，诸多矛盾和问题仍然突出。”

所以，为了让金融更好适应经济高质量发展的要求，必须以解决当前金融业面临的突出矛盾和问题为目标深化金融改革。中国改革开放40年至今金融改革发展的实践经验告诉我们，金融改革应当以经济发展所处阶段的需要为导向，同时要处理好政府与市场关系。当前，中国经济已经从高速增长阶段转向高质量发展，过去适应经济高速增长需要的金融发展模式，已经不能完全适应高质量发展阶段的需要。中国金融业正面临着“服务实体经济、防范金融风险、深化金融改革”三大任务。为此，中国需要立足经济高质量发展的现实需要来进一步深化金融改革，妥善解决当前阶段金融业面临的突出矛盾和问题，从而推动金融业高质量发展。

（一）金融要回归本源，服务实体经济发展

习近平总书记在视察广东重要讲话中指出：“实体经济是一国经济的立身之本、财富之源”，“经济发展任何时候都不能脱实向虚”。所以，让金融回归到服务实体经济的本源上来，更好服务经济社会发展的需要至关重要。

当前，中国经济面临的“脱实向虚”问题主要表现为两个方面：一是企业金融化。全球金融危机以后，中国实业投资率开始持续下降，而中国企业的金融化水平却不断上升，金融渠道而非实业投资愈发展为企业盈利的主导模式。^③二是金融的自我循环。主要表现为大量的资金进入或者滞留在金融体系内部，

① 张晓晶、李成、李育：《扭曲、赶超与可持续增长——对政府与市场关系的重新审视》，《经济研究》2018年第1期。

② 冯柏、朱太辉：《金融市场化改革路径：稳定与效率的跨期平衡》，《国际经济评论》2016年第5期。

③ 张成思、张步昙：《中国实业投资率下降之谜：经济金融化视角》，《经济研究》2016年第12期。

不能有效服务实体经济^①，企业融资难问题突出。

从经济层面来看，习近平总书记曾指出，“经济新常态下，技术变革加快、消费结构升级、国际市场增长放缓同时发生，相当部分生产能力达到峰值，许多生产能力无法在市场实现，加上社会生产成本上升，实体经济边际利润率和平均利润率下滑，导致大量资金流向虚拟经济”。“这是绕不过的历史关口，我们必须加快改革创新，顺利闯关”。^②为此，中国必须加快推动经济创新发展，提高全要素生产率，增强经济对金融的吸引力。

从金融层面来看，经济是金融赖以生存的基础，金融服务实体经济是天职。“经济发展任何时候都不能脱实向虚”。但是，现阶段中国金融资产短缺有加剧资金“脱实向虚”的倾向。2019年，中国人均GDP已经超过了1万美元，进入中等偏上收入国家行列。随着人们财富的不断增长，也会增加对金融资产的需求。根据有关测算^③，中国在21世纪初就进入了资产短缺时期。在这样的背景下，面对资产短缺状况，旺盛的金融需求会导致资产价格预期不断上涨，资金在逐利性的驱使下不可避免会“脱实向虚”。^④为此，必须加快金融改革创新，着力增加优质金融资产的供给。另一方面，大量资金滞留在金融行业内部，或者通过影子银行等渠道变向流入房地产等泛金融部门，只会加剧实体经济的融资难问题，并且在金融自我发展超过一定界限以后可能会引发危机。为此，必须加强金融监管，遏制资金“脱实向虚”的势头。总之，新时代要按照习近平总书记的讲话精神，以“金融为实体经济服务，满足经济社会发展和人民群众需要”为导向开展金融工作。

（二）金融要优化供给，满足高质量发展的需要

当前，单纯依靠金融数量扩张推动经济增长的方式已经难以为继，金融服务实体经济的能力有待增强。中国金融体系以银行为主导，特别是以国有商业银行为主导，这种金融体系具有规模经济效应，并且企业与银行之间通常存在长期合作关系，能够为工业化和产业化提供充足的资金支持。^⑤因此，过去依靠银行主导的金融体系提供的信贷资金，有效地支持了中国经济的高速增长。但是，在中国经济进入新常态以后，尽管信贷规模还在持续攀升，但是经济增速却明显放缓，依靠金融数量扩张推动经济增长的“规模效应”在递减。我们计算发现，金融危机以后中国信贷率缺口与GDP同比增长率的相关性已经是负相关的（2008—2018年的相关系数约为-0.5）。^⑥

高质量发展阶段，中国金融的供需不匹配正在制约着金融服务经济发展的能力。一方面，中国银行业的内部结构与异质性企业的融资结构不匹配，制约着中小企业的发展。长期以来，中国银行主导的金融体系为预算软约束的国有企业部门提供了资金便利，而中小民营企业由于内源性资金不足，长期面临融资难、融资贵等问题的困扰。如今，民营企业对中国经济的贡献度已经超过了60%。但是，民营企业的贷款大约只占到银行贷款余额的25%，这说明中国银行业对民营企业的支持力度与民营企业对经济发展所作出的贡献还不匹配^⑦。为此，我们应该在允许民间资本设立银行机构的基础上，适度放宽银行业的准入条件和牌照限制，鼓励有市场竞争力的区域性中小银行机构发展，加大对中小民营企业的金融服务力度，提高民营企业的银行贷款比重。

另一方面，中国的权益类融资占比不高，还不适应经济增长方式向创新驱动转变。从金融发展的总量来看，中国信贷总量比率已经接近甚至超出世界发达国家水平，并且中国股票市场的总市值也已经位列世

① 刘志彪：《理解高质量发展：基本特征、支撑要素与当前重点问题》，《学术月刊》2018年第7期。

② 习近平：《围绕贯彻党的十八届五中全会精神做好当前经济工作》（2015年12月18日），选自《习近平关于社会主义经济建设论述摘编》，北京：中央文献出版社，2017年。

③ 范从来、刘绍保、刘德溯：《中国资产短缺状况研究》，《经济理论与经济管理》2013年第2期。

④ 杨胜刚、阳旸：《资产短缺与实体经济发展——基于中国区域视角》，《中国社会科学》2018年第7期。

⑤ 陈云贤：《中国金融八论》，北京：中国金融出版社，2018年。

⑥ 信贷率缺口系国际清算银行（BIS）提供的信贷总量比率与其长期趋势的偏离值，可用于衡量一国的信贷扩张程度。作者将信贷率缺口数据每年四个季度数据取平均值作为年度数据。

⑦ 林毅夫、付才辉、任晓猛：《金融创新如何推动高质量发展：新结构经济学的视角》，《金融论坛》2019年第11期。

界第二位，但是在经过了数十年金融改革发展以后，中国上市公司总市值占私人非金融部门信贷的比重并未上升（根据 Wind 提供的数据，该比例 2000 年是 0.44，2018 年是 0.22）。截止到 2018 年，这一比例明显低于美国（0.98）、日本（0.68）等发达国家。这是因为中国的银行业占据着金融体系的主导地位。但是，银行体系具有较强的风险规避倾向，而现阶段驱动创新的权益类融资比重又不高，中国的金融体系显然还不能完全适应经济增长方式向创新驱动转变的需要。为此，中国应该适度改革银行主导的金融发展模式，通过大力发展多层次资本市场，提高直接融资比重，依靠金融的存量改革而非大幅增量扩张，来调动中国经济长期发展所积累起来的资本存量资源，为中国实体经济的创新发展提供更加有效的金融支撑。

（三）金融要防范风险，切实维护金融安全

2017 年 4 月 25 日，习近平在十八届中共中央政治局就维护国家金融安全进行的第四十次集体学习上强调，“维护金融安全，是关系我国经济社会发展全局的一件带有战略性、根本性的大事”。2019 年 2 月 22 日，习近平总书记在主持十九届中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行的第十三次集体学习时指出，“防范化解金融风险特别是防止发生系统性金融风险，是金融工作的根本性任务”。中国已经把金融安全作为治国理政的大事，上升到国家安全的高度。这是因为，金融安全是经济平稳健康发展的重要基础。而中国前期金融高速增长，信贷大幅扩张以及企业金融化等问题，实际上已经埋下了金融风险隐患。所以，为了守住不发生系统性金融风险的底线，中国未来的金融改革要继续处理好效率和稳定的关系。既要通过深化金融改革提高市场配置金融资源的效率，同时要更加发挥好政府在维护金融安全方面的积极作用。具体而言，要加强党对金融工作的领导，做好金融改革发展的顶层设计和战略规划，确保金融改革发展走在正确道路和方向上。另外，还要不断提高金融宏观调控能力以及建立起良好的金融监管体系来保障金融稳定。要按照习近平总书记在主持十九届中共中央政治局就完善金融服务、防范金融风险举行的第十三次集体学习上的讲话精神，从以下几方面切实做好维护金融安全的工作：一是加快金融基础设施建设，做好金融业综合统计，健全金融稳健运行的基础条件。二是加强对金融管理人员的问责机制和教育监督管理，培养金融素质过硬的金融从业人员，提高金融监管能力。三是运用科技手段提高金融监管的覆盖面，降低金融监管漏洞，通过动态监测资金流动和相关金融活动，及时发现和报告金融异常现象，为防范和化解金融风险赢得时间。

五、结语

从历史和全球的视角来看，在世界各国金融都朝着市场化方向改革的同时，中国也开启了金融改革的大门，建立起了有效配置金融资源的体制机制，为中国经济发展做出了重要贡献。与世界其他国家的金融改革相比，中国的金融改革是以经济发展的需要为导向，而非遵循理论的教条。另外，中国政府在维护金融稳定方面也发挥了积极作用，避免了像其他国家那样遭遇金融危机的严重影响，守住了不发生系统性金融风险的底线，这是中国特色社会主义制度的优越性在金融改革领域中的深刻体现。中国金融改革的实践实际上表明，在金融改革过程中政府与市场不是非此即彼的关系，而应该保持优势互补，这是实现金融效率提升同时保障金融稳定的关键。可以说，中国已经走出了一条中国特色金融改革发展道路。未来，中国也应该继续坚守中国改革开放 40 多年来金融改革的实践经验，进一步深化金融改革，优化金融结构、提高金融服务效率、增强金融发展韧性、抵御金融风险，持续推动中国金融朝着结构优化、效率提升、运行稳健的方向发展。当然，中国的金融改革发展变化可谓包罗万象，还需要经济研究工作者共同努力，总结和分析中国金融改革发展的经验和规律，推动形成中国特色金融发展理论，增强中国金融改革发展的道路自信、制度自信、理论自信和文化自信。

（本文为国家社科基金重大研究专项“新时代中国特色经济学基本理论问题研究”（18vzk002）的阶段性研究成果）

（责任编辑：沈敏）

（下转第 50 页）