

# 关于我国财政金融体制改革“顶层设计”的思考<sup>1</sup>

殷剑峰

## 一、引言

改革已然成为当今中国社会上上下下的共识。但是，关于怎么改，尚未达成共识，尤其是没有形成一个总体性的战略规划。由于过去 10 年来经济、金融运行中的各种积弊相互交织、错综复杂，“头疼医头、脚疼医脚”的模式业已走到了尽头。以金融改革为例，目前关注的大多是工具层面的问题，如多建个市场、多批些机构、多开发一些新产品或者允许多些境外资金进来套利；诸多的改革，典型的如利率市场化、人民币跨境贸易结算、人民币离岸市场建设，并未考虑到与其他金融改革（尤其是资本市场发展和金融机构业务自由化）的配套，更不用说去考虑同其他方面改革、尤其是财政体制改革的协调配合。本文随后正要说明的是，没有这样的协调配合，金融改革是不可能成功的。

当前的金融改革还呈现出“自下而上”的特点，温州、深圳、珠海等地的金融改革试点乃至上海国际金融中心建设皆是如此（周小川，2012）。值得注意的是，近些年来“自下而上”的金融改革正愈发触及根本的金融管理体制，突出表现为地方政府对金融管理权力的分权呼吁。我们知道，与多数国家/经济体一样，我国的金融管理体制是中央集权的模式，可称之为“金融集权”。市场准入、机构管理、过程监督、危机救助以及宏观政策均为中央政府职能范畴。因此，搞试点的地方政府逐渐或者一开始就意识到，没有中央的允许，市场、机构、产品这些工具层面的试点是无法进行的。于是，俗称为“要政策”，实则是地方对“金融分权”（Financial Decentralization）的呼吁，而且这种呼吁还史无前例地写入了《十二五规划纲要》<sup>2</sup>。

金融分权并非新鲜事物。在 1994 年金融体制改革之前，我国的地方政府就拥有极大的金融资源调配能力，甚至能通过“倒逼”机制影响货币政策。在其他大国和大型经济体中，也有过金融分权的历史，如 20 世纪大萧条之前的美国；或正处于金融分权的状态，如今天的欧元区。然而，除了近些年欧洲学者的只言片语之外，在主流的金融理论中，并无人关心中央和地方政府之间的金融分权问题，理论的视野更多地集中在“自由化”和“监管”、即

<sup>1</sup> 本文为国家社会科学基金项目“虚拟经济与实体经济协调发展研究”（项目号：11AJL002）阶段性成果。

<sup>2</sup> 《第十二个五年规划纲要》第 48 章：“完善地方政府金融管理体制，强化地方政府对地方中小金融机构的风险处置责任。”

市场与政府的关系上。即使对美国历史上州政府掌握很大权力的自由银行体制时期的研究，也是在讨论州政府或者联邦政府要不要实施监管（沃尔顿和罗考夫，2011），而不是关心联邦和州政府如何分配权力。

在主流的经济理论中，对中央和地方政府之间权力分配的分析集中在财政集权和分权上，即所谓的“财政联邦主义”。或许正因为如此，国内少有的关于金融集权/分权的研究便是在这一理论框架下展开的（丁骋骋和傅勇，2012）。然而，这些研究并未注意到财政分权理论更多的是关于激励机制的讨论，欠缺对地方政府约束机制的分析。其原因有二：一是财政分权理论更多地关注财政收入而不是财政支出，二是中央和地方的关系除了体现在财政领域之外，还体现在金融领域、投资领域以及对要素（尤其是土地）的控制上，而这些都不在财政分权理论的视野范围内。通过整合财政和金融体制的研究，本文的“边际贡献”就在于补充了财政分权理论中所忽视的约束机制，包括投资项目审批制、金融约束和资本的流动性。

在财政分权理论和金融发展理论的框架下，本文尝试梳理我国财政和金融体制演化的路径，从而探讨三个问题：第一，金融改革究竟应该是以集权还是以分权为取向？第二，未来的改革究竟应该是“自下而上”还是“自上而下”？第三，如果是“自上而下”，那么改革的基本方向和原则应该是什么？以下将分别在第二节和第三节中分析我国财政体制和金融体制的历史轨迹和现状，然后在第四节中分析目前财政金融体制导致的问题，并提出“顶层设计”的思路，第五节是对这三个问题的简单回答。

## 二、财政分权理论、我国财政体制的历史演变和现状特点

### 1 “无形之手”、“援助之手”和“掠夺之手”：财政分权理论

早期的财政联邦主义的理论基础是基于古典经济学思想的公共财政理论：政府应该扮演“无形之手”，政府的职能限于提供公共品。在此基础上，就有了财政分权的合理性（Tiebout, 1956）：与中央政府通过集权来向全国提供所有的公共品相比，通过分权，让地方政府提供具有地方属性的公共品更有效率。那么，地方政府提供这些公共品的激励和约束机制是什么呢？地方政府的激励在于，通过提供优质的公共品，可以吸引流动性的税源（企业和居民），从而增加本级财政的收入。对地方政府的约束在于税源的“流动性”：如果当地的公共服务质量差，企业和居民可以选择“用脚投票”，另择良地。

公共财政理论的“无形之手”不符合后发国家的事实，在那里，政府扮演的角色是“援

助之手”。早至重商主义时期的英国和德国历史学派流行时的德国，政府都是通过限制竞争（如授予外贸公司垄断特权）和产业政策（如补贴工业、保护“幼稚产业”）直接参与经济活动（布鲁和格兰特，2008）；20 世纪 60 年代以来的日本、东亚“四小龙”以及后来的中国，也皆是如此。

在财政联邦主义理论中，从“无形之手”到“援助之手”的转变始自对 20 世纪 80 年代转型国家，尤其是中国经济发展实践的观察。自 1993 年许成钢和钱颖一的文章（1993）之后，新一代的财政联邦主义理论迅速发展，衍生出了大量文献（可参见张军，2007）。这些文献虽各有差异、各有贡献，但都在讨论一个老问题：如何通过分权来调动中央与地方的“两个积极性”而不是中央的“一个积极性”（毛泽东，1956）？地方的积极性问题就是关于地方政府的激励机制问题，而如何激励则取决于地方政府官员的行为动机。

对于地方官员的行为动机，有两种看起来不同的解释<sup>3</sup>：其一是“权”论（周黎安，2007），即地方政府官员需要通过竞争来获得上级的认可和提拔，而竞争的标准是上级政府易于识别的指标——GDP；其二是“钱”论，如李学文等（2012）分析了地方政府追逐预算外收入的动机和手段。不过，“钱”和“权”所产生的激励并非矛盾，而是可以统一的（Blanchard 和 Shleifer，2000）：设“地方官员留任和晋升”为事件 A，“地方官员努力”和“不努力”分别为事件 L 和  $\bar{L}$ 。努力等带来地方经济增长和随后的财政收入（预算内、预算外）y，其中地方留成比例是 a，不努力可以获得私人好处 b，努力和不努力获得留任和晋升的条件概率分别为  $P(A|L)$  和  $P(A|\bar{L})$ 。则激励相容的条件是：

$$P(A|L) \times y \times a \geq P(A|\bar{L}) \times b$$

这里，“钱”论和“权”论就统一了：继续当官可以获得先前努力的好收成——地方财政收入 ay。但是，如果私人好处 b 过大，以至于上面的激励相容条件不再满足，如何防止地方官员借发展经济之名、行个人好处之实呢？

上述问题实际上指出了新财政联邦主义理论面临的关键问题：如何防止地方政府变成“掠夺之手”？这就是约束机制问题，也是新财政联邦主义的一个局限。这个局限的根源之一，就是一直以来财政分权理论主要关注财政收入在中央和地方的分配，没有注意到“援助之手”和“无形之手”在财政支出上的重大差异：在前者的支出中，政府投资非常重要；而

<sup>3</sup> 需要注意的是，所有文献都只讨论了地方政府的动机、将地方政府视为经济人，而未涉及中央政府部门。在分析我国政府治理架构时，如果用经济人假设来分析地方的“块块”，同样也应该将经济人假设引入到对中央部委“条条”的分析中。当然，“最高”层面的政府行为依然需要假设为儒家哲学的“内圣外王”。否则，我们就不得不回到古典经济学的语境中了。

后者的支出则以养老、医疗、教育等公共服务品的支出（表现为政府消费）为主。我们称“援助之手”下的财政为“增长型财政”<sup>4</sup>，以对应于“无形之手”的“公共财政”。

表 1 中、美、日政府投资占整个经济投资的比重

时间	中国		美国		日本	
	政府投资	国有企业投资	含军费	不含军费	时间	政府投资
1980-1989		67.58	17.72	12.68	1960-1969	33.67
1990-1999	2.71	58.44	17.60	14.02	1970-1979	33.70
2000-2009	4.29	47.14	17.23	14.49	1980-1989	31.30

资料来源：中国数据来自历年《统计年鉴》和 CEIC；美国、日本的数据来自 CEIC。注：我国政府投资根据资金流量表数据计算。

增长型财政与公共财政的差异在表 1 中可见一斑。表 1 比较了我国和美国政府投资在全部投资的占比。如果仅仅从政府直接参与的投资看，我国政府投资的比重并不高，但是，将国有企业的投资算上，则我国大部分投资都与政府相关。即使到了新世纪，我国政府直接和通过国有企业间接进行的投资依然占到全部投资的近一半。与此相比，美国政府包括和不包括军费的投资都只有全部投资的 14%~18%。此外，在 20 世纪经济起飞时，日本政府也扮演了“援助之手”的角色，所以，从 60 年代到 80 年代，日本政府的投资比重高达 30% 以上。不过，日本是小国，没有我国这样复杂的中央和地方关系。

财政分权理论忽视了增长型财政与公共财政在财政支出上的差异，这就导致其难以发觉两个重要的约束机制：其一是投资体制中的项目审批制，其二是下一节将要讨论的金融体制中的金融约束。投资项目审批制自计划经济时代一直延续到改革开放，直至 2004 年《国务院关于投资体制改革的决定》出台，从而至少在名义上取消审批制之前，无论是国有企业，还是民营企业，无论投资资金来源于财政，还是来源于自有资金、外资或者贷款，各类投资项目都需要由政府审批，变化仅在于是中央还是地方审批，即投资审批权的集权和分权（张汉亚和张欣宁，2004）。事实上，如果说我国财政的集权和分权决定了对地方的激励程度，那么，投资项目审批权的集权和分权则决定了对地方的约束程度。

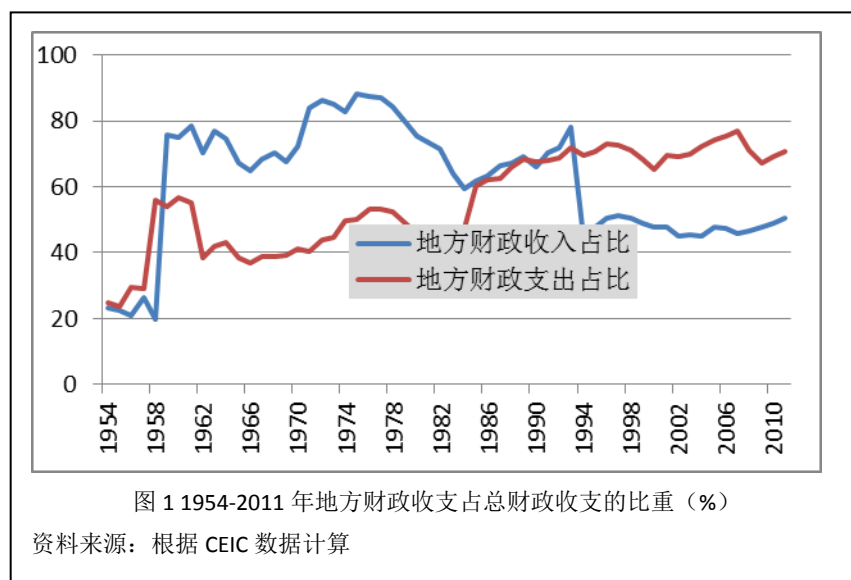
## 2 “企业财政”与“土地财政 1”：2003 年前的财政分权

对于 2000 年之前的财政体制<sup>5</sup>，有观点认为，以 1994 年为界，之前是财政分权，之后是财政集权（陈抗等，2002）。这种看法的主要依据就是中央和地方财政收入比重的变化（参

<sup>4</sup> 增长型财政与公共财政在财政收入和财政平衡上也有差异。增长型财政更多地靠间接税，公共财政更多地靠直接税。同时，与增长型财政相比，公共财政具有更大的赤字倾向：“瓦格纳”法则以及政府对选民的讨好使得支出不断扩大，财政收入则因为直接税的缘故而呈现刚性。

<sup>5</sup> 关于这段时间财政分权的历史以及理论分析已经有诸多文献，这里不再赘述。

见图 1): 在 1994 年之前, 地方政府的财政收入占全部财政收入比重的 60%~90%; 而从 1994



年分税制改革开始, 地方财政收入急剧下降到 50%。当然, 这里的地方财政收入不包括中央向地方的转移收入和地方的预算外收入 (如土地出让金)。不过, 中央和地方的支出比重在

分税制之后并无变化。即使不考虑预算外的支出项目, 分税制改革之后, 地方政府的支出都占全部财政支出的 70% 左右。地方政府的支出没有减少, 而收入减少所产生的空缺部分就来自中央对地方的转移支付。

这里, 存在一个关键问题: 究竟应该是以政府间收入的分配来判断分权或者集权, 还是应该以支出来判断呢? 由于增长型财政体制下政府的“援助之手”依靠投资支出, 所以用财政收入来度量分权就存在一个问题: 尽管地方政府可能会有较高的财政收入, 但这样的收入并不归地方支配。例如, 在计划经济时代, 大型企业 800 元以上、中型企业 500 元以上、小型企业 200 元以上的更新改造、固定资产购置和建设都要纳入固定资产投资计划, 超过限额的, 即使是修建一个厕所也需要层层上报。不过, 在 1958 年大跃进时期和 70 年代, 为了发挥“两个积极性”, 部分投资的审批权短暂地下放到了地方政府, 这导致这两个时期地方支出的比重出现了显著上升。在其他时间里, 地方即使有收入, 也难以随意支出。

改革开放后, 如同财政分权一样, 投资审批权也经历了分权的过程 (张汉亚和张欣宁, 2004): 1983 年, 1 000 万元以下小型项目的审批权下放到地方; 1984 年, 地方审批的权限从 1 000 万元以下上升到 3 000 万元以下; 1987 年, 地方审批的基础设施和基础产业项目限额扩大到 5 000 万元; 1996 年, 地方对外资项目的审批权限从 1 000 万美元扩大到 3 000 万美元, 广东、福建和深圳扩大到 5 000 万美元; 2001 年, 不适用国家资金的城市基础设施等 5 类项目的审批权交给地方。在投资审批权的分权过程中, 如同财政分权是非制度化的一样, 当遇到经济过热时, 中央就会收权。例如, 在 1980 年、1986 年、1988 年和 1995 年投资过热和通货膨胀压力加大的时候, 压缩地方投资项目都成为宏观调控的重要手段之一。

除了中央政府“主动”进行投资审批权的分权之外，地方政府也有手段来突破投资审批权的集权，这就是土地财政。在讨论这个问题之前，先回顾一下这段时期地方财政体制的变化。在 1994 年分税制之前，学者们将地方财政体制归结为“企业财政”（周飞舟，2006；李学文等，2012），即中央和地方主要根据企业隶属关系来分配企业的利润（1984 年“利改税”之前）或税收（1984 年之后）。分税制之后，地方政府依赖的主要税种成为中央和地方的分享税种，并且中央拿大头。有观点认为（张军，2007），这极大地降低了地方政府经营企业的积极性，其中一个案例就是乡镇企业：作为地方政府重要的税源，乡镇企业在 1993 年达到顶峰后迅速衰落。

分税制之后，土地财政开始了——我们称之为土地财政 1，这是一种开发区模式的土地财政，与后面基于住房市场的土地财政不同。开发区的大发展是在 1993 年中央允许省级政府、以及随后省级政府进一步允许下级政府审批设立开发区之后，开发区的好处除了在于可以利用税收、土地资源等方面的优惠来吸引企业之外，就在于可以突破上级政府对投资的审批限制和后面将要提到的金融约束。在本质上，这种土地财政就是地方政府掌握的土地要素与资本要素（乃至资本雇佣的劳动力要素）的结合：地方政府圈地设立开发区，以吸引企业、尤其是受到鼓励的外资企业来投资办厂，从而增加地方的财政收入。由于资本的流动性，相互竞争的地方政府除了需要维持良好的投资环境之外，还不得不以协议转让的方式提供尽可能廉价的土地。类似于早期公共财政理论中的税源流动性一样，资本的流动性成为地方政府面临的最大约束，这使得中国的地方政府成为或许是全世界上最为资本友好型的政府。在发展经济学中，资本短缺始终是落后经济无法起飞的瓶颈。因此，资本友好型的“援助之手”就构成了我国迅速工业化的基础。但是，同前期的“企业财政”一样，诸如圈地投资从而引发经济过热和通货膨胀的外部性问题始终存在。

所以，在 2003 年之前，尽管分税制上收了地方财力，但是，由于投资体制中投资审批权的分权，尤其是 1993 年之后以开发区为载体的“土地财政 1”的出现，实际的财政分权是在不断加强的。反映在财政支出的变化上（图 1），就是中地方财政支出始终维持在 70% 的水平。如果考虑预算外财政支出，这个比例还要高。总之，分权在加强，而不是削弱。

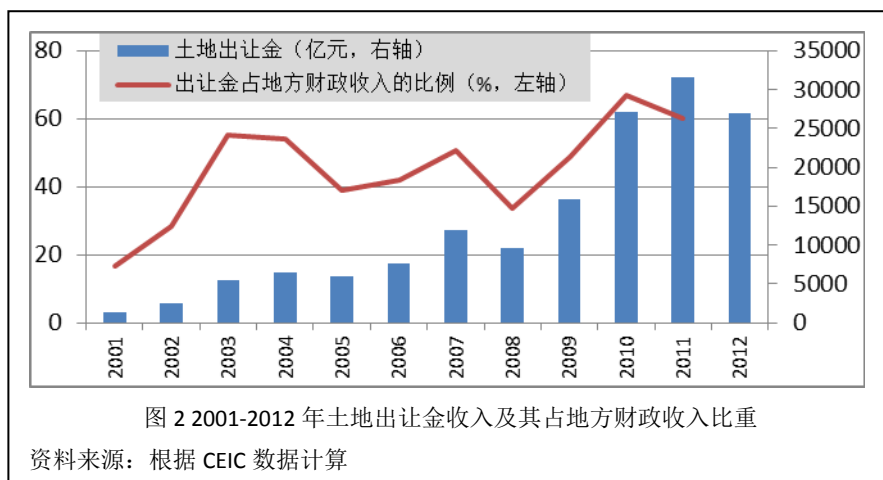
### 3 “土地财政 2”：2003 年以来的财政分权

2003 年，政府换届正式完成。同时，我国的财政体制中出现了一个新的事物：以住房市场为载体的土地财政 2。土地财政 2 的兴起源自两个条件：第一，1998 年住房体制的改革打开了住房市场化的大门，商品房市场迅速发展；第二，土地供应制度的变化。根据 2002

年 7 月 1 日国土资源部颁布的《招标拍卖挂牌出让国有土地使用权规定》，经营性土地全部实行“招拍挂”方式。自此，在无偿转让、协议出让之外，我国土地供应就出现了俗称为“招拍挂”的新形式。

土地财政 1 与土地财政 2 虽然都是地方政府垄断性地供应土地，但是，两者存在三个关键差别：第一，在土地财政 1 中，土地是作为生产要素，通过与资本和资本雇用的劳动力一起加入生产环节，间接地产生收入。而在土地财政 2 中，土地成为住房产业链中的“原料”，因而可以通过“原料”的直接售卖产生收入；第二，土地财政 1 下间接产生的收入是长期的，依靠企业的持续经营，地方政府尚需要“细水长流”。而土地财政 2 下直接产生的收入却是一次性的，地方政府在卖地的时候一次性地收取土地使用期间（一般 70 年）所有的收入，因此，本届政府完全可以不顾未来，为了“权”和“钱”尽可能多地卖地；第三，在土地财政 1 中，地方政府面对的是具有流动性的资本。而在土地财政 2 中，面对的却是不具有流动性的住房需求，这就导致整个住房产业结构呈现上游垄断、下游高度竞争的格局。在这种格局下，如同其他行业（如钢铁行业）一样，必然是上游获得垄断收入。

住房需求不具流动性除了是因为刚性的自住需求之外，还来自于导致劳动力要素市场分割的两个互相关联的因素：户籍制度和公共品的区域分割。户籍制度对人口流动的限制皆以熟知，而公共品的区域分割指的是，在基于“援助之手”的财政分权体制下，本应由中央政府统一提供的公共品变成了由地方政府提供的区域性公共品，本应由所有公民统一享有的公共品却按照城市户口和农村户口划分成了不同的标准。在公共品区域分割的情况下，我国基本的社会保障（养老、医疗、失业救助等）至多只能做到“省统筹”，义务教育的财政投入

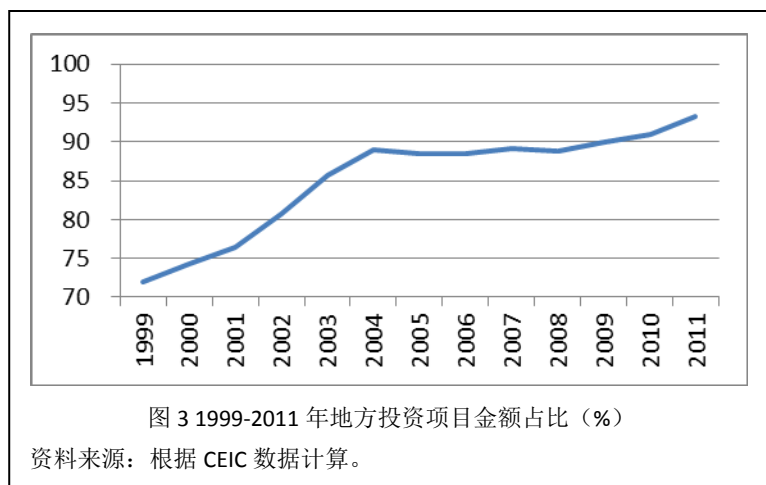


在各地存在巨大差异，住房保障（住房公积金、经济适用房、廉租房等）也是区域分割的，甚至资本品的消费（如住房）也因近些年



的宏观调控（“限购”政策）变成了区域性的<sup>6</sup>。

无论如何，土地财政 2 区别于土地财政 1 的三个特点就为地方政府带来了滚滚财源。从图 2 可以看到，全国土地出让金由 2002 年的 2 400 多亿元飙升 1 倍，至 2003 年的 5 400 多亿元，同期，土地出让金在地方本级财政收入的比重由 28% 增至 55%。除了土地出让金之外，土地收益还应该包括与土地相关的房地产和建筑业税费收入，如城镇土地使用税、土地增值税、耕地占用税、房产税、契税等等。从 1999~2009 年，土地出让金和包括税费的土地收益在地方财政收入中的比重在东部分别为 42% 和 53%，在中部分别为 29% 和 37%，在西部分别为 24% 和 31%（骆祖春，2012）。因此，土地财政 2 下的土地收益主要还是以土地出让金为主，同时，土地出让金的比重呈现出从东部向西部递减的趋势，这与我国房地产市场发展程度以及房价从东部向西部递减是一致的，但这并非巧合。许多人曾经争论地价和房价的关系，这虽然多少属于“鸡生蛋、蛋生鸡”的问题，但是，在整个住房产业链呈现出从原材料垄断到产成品高度竞争的格局下，显然是地价决定了房价，而非反之。



土地财政 2 和土地财政 1 共同构成了我国地方政府土地财政的完整内容。在土地财政体制下，2003 年以来我国财政分权的程度进一步提高。首先，由于土地出让金几乎完全归地方所有，土地财政 2

就从收入方面突破了中央对地方的约束<sup>7</sup>。其次，虽然自 2007 年以来国务院和财政部陆续出台了若干限制土地出让金使用的规定，但是，土地财政 2 还是直接绕开了投资项目审批制，从而使中央对地方的约束进一步失灵。在这种情况下，就出现了一个看起来很矛盾的政策组合：一方面，从 2002 年《退耕还林条例》颁布以来，中央大力甚至“严厉”推行“退耕还林、封山绿化、以粮代赈、个体承包”的政策措施<sup>8</sup>；另一方面，以保护耕地的名义，规定“18 亿亩红线”不得突破。最后，旧的约束——投资项目审批制也因为 2003 年的“铁本事

<sup>6</sup> 在有些地方，如上海，非本地户籍甚至不能购买定期缴费的手机。

<sup>7</sup> 1994 年的分税制方案规定土地出让金作为地方预算外收入不参与中央和地方的分成。1998 年《中华人民共和国土地管理法》第五十五条规定，新增建设用地的土地有偿使用费由中央和地方按三七开分成。

<sup>8</sup> 例如，根据该条例第六十二条，“退耕还林者擅自复耕，或者林粮间作、在退耕还林项目实施范围内从事滥采、乱挖等破坏地表植被的活动的，依照刑法关于非法占用农用地罪、滥伐林木罪或者其他罪的规定，依法追究刑事责任。”



件”而放松。根据 2004 年《国务院关于投资体制改革的决定》，审批制至少在名义上被取消了。于是，地方对中央政策的不断突破和投资审批制的分权使地方的投资项目进一步上升(见图 3)：从 2002 年到 2011 年，地方投资项目的金额占比从 80% 上升到 93%。

### 三、金融发展理论、我国金融体制的历史演化和现状特点

#### 1. “无形之手”、“援助之手”和“攫取之手”：金融发展理论

在金融发展理论中，同样存在财政分权理论中的“三只手”，但并未见到关于金融分权的讨论。在麦金农(1973)开创的金融压制论中，政府首先是“攫取之手”。所谓金融压制，是指发展中国家的政府人为地将利率压低在通货膨胀率以下，并通过高额准备金率等手段实施人为的信贷配给，以支持政府优先发展的项目或者为政府的赤字融资。但是，这种做法产生了两个相互激化的负面效应：第一，既定的储蓄被分配到了低效率的项目上，从而阻碍了经济增长；第二，低利率压制了储蓄意愿，从而限制了储蓄/资本的积累和经济增长。为此，他们主张回归到“无形之手”：通过大爆炸式的金融自由化改革，放弃利率管制、外汇管制和对金融部门的管制。

金融压制理论主要描述的是 20 世纪 80 年代拉丁美洲的情形，当时的东亚经济体(可能还有早期的英国和德国)并非如此。在东亚国家，实际发生的是金融约束(financial restraint, Hellmann、Murdock 和 Stiglitz, 1997)，其本质就是“援助之手”：政府通过限制竞争和产业政策，克服竞争性市场的缺陷，创造“租金”，从而诱导民间部门增加在纯粹竞争市场中可能供给不足的商品和服务。金融约束有三个不同于金融压制的地方：第一，在金融约束环境下，政府在民间部门创造租金，而非自身获得租金；第二，金融约束虽然也实施利率管制，但是，利率水平大体保持在通货膨胀率之上，从而使实际利率为正，有助于激励储蓄；第三，以麦金农定义的指标——M2/GDP 来描述金融深化，金融约束促进而非阻碍了金融深化。

金融约束对竞争的限制是金融深化的基础。金融领域的过度竞争，包括银行部门的过度进入和现有银行之间的过度竞争，会导致银行业租金的耗散。此外，证券市场(尤其是债券市场)的发展、非正式金融机构的发展以及对外开放也属于过度竞争的范畴，因而都在限制之列。对竞争的限制以及对存贷款利率的管制为银行创造了“特许权价值”(franchise value)，促使它们经营得更加稳健，有更强的动力监督贷款企业，管理贷款组合的风险。同时，租金也使银行有动力增加其存款基数。金融约束还为企业和居民部门创造了租金，因为在金融约

束环境下，较低的贷款利率使一部分租金转移到了生产企业，从而有助于减少信贷市场中的委托—代理问题。此外，租金还使企业可以积聚较多的股本，而股本可以作为企业向金融中介提供自身专有信息的信号工具，贷款风险及相关的信息问题就减轻了。对于居民部门来说，由于银行经营稳健，实际存款利率为正，增加储蓄的激励也很强。最后，金融约束通常还包括定向信贷政策，这些政策使得有限的资金被分配到出口产业中，从而产生了不同于拉美进口替代模式的出口导向增长模式。

然而，与财政分权理论一样，金融约束论也面临一个问题：如何防止政府从“援助之手”蜕变为“掠夺之手”？对于这个问题，该理论的作者们坦承：虽然随着经济发展，金融约束应该逐渐淡出，但悲哀的事实是，没有一个强约束可以让政府放松金融控制（financial control），因为金融约束非常可能变成既得利益者的工具。金融约束论还面临一个问题：由于其观察的对象是日本这样的小国，所以，该理论（事实上是整个金融发展理论）没有讨论中央和地方政府间金融管理权的分配问题。在中国，如果说要发展金融约束论的话，那么，这样的约束还应该包括中央对地方政府争夺金融管理权进而争夺金融资源的约束。

## 2.“自下而上”的金融改革和金融约束体制的建立：2003 年之前的金融分权和集权

如果说对 1994 年前后的财政集权和分权尚存争议的话，那么，1994 年显然是金融体制从分权到集权的转折点。1994 年之前的金融分权之所以能够发生，首先源于金融体系功能的确立和转变。在计划经济时代，我国仿照苏联形成了所谓“大财政、小银行”的体制，即财政体系而非金融体系担当了分配资源的核心功能：基本建设投资全部由财政拨款，银行信贷资金不允许用于基本建设投资，只能对国有企业发放流动资金贷款，并且主要是财政定额流动资金以外的超额贷款。

从 1979 年开始，两个事件确立和加强了金融体系的功能，进而改变了“大财政、小银行”的体制：一个是 1979 年国务院批准的“拨改贷”试点，即允许建设银行试点将财政用于基本建设的拨款转为贷款。国务院随后又决定，从 1981 年起，凡是实行独立核算、有还款能力的企业，进行基本建设所需的投资，除尽量利用企业自有资金外，一律改为银行贷款；另一个是 1979 年 10 月邓小平关于把财政拨款制度改为银行信贷制度、把银行作为经济发展、革新技术的杠杆的讲话，这使得计划经济时代只发放短期信贷的银行机构开始转向了长期的固定资产投资信贷业务。

在银行信贷资金取代财政资金成为固定资产投资的主要资金来源之后，地方政府就有了“套取”银行信贷的动机。不过，这种动机的实现还得依靠两个条件：“自下而上”式的金

融改革和雏形未现的中央金融管理体制。1994年前的金融改革具有典型的“自下而上”的特点，这为地方政府介入金融资源的调配提供了便利。首先，在银行体系中，1979年以后陆续成立的中、农、工、建等国有专业银行均是以区域为核心的“块块”结构，地方分支行的权力极大，而地方政府对这些地方分支行又有很大的影响力，甚至有人事任免权。其次，各地出现了大量由地方政府批准设立的非银行金融机构、尤其是信托公司。这些信托公司名为经营“信托”，实则都在做“信贷”：通过吸收存款和同业拆借资金用以发放贷款。一些地方政府为了使地方所属的信托投资公司扩大融资规模，甚至公开下文要求地方管辖的企事业单位将自有资金和专项资金放在信托投资公司的账户上<sup>9</sup>。其三，包括货币、债券和股票市场在内的各种金融市场都是“自下而上”发展起来的。除了中央认可、地方管理的上海和深圳交易所之外，各地成立了数量众多的证券交易中心、资金拆借市场，这些中心和市场有的是人民银行省市分行出面组建的，有的是地方政府单独或者与企业共同组建的。

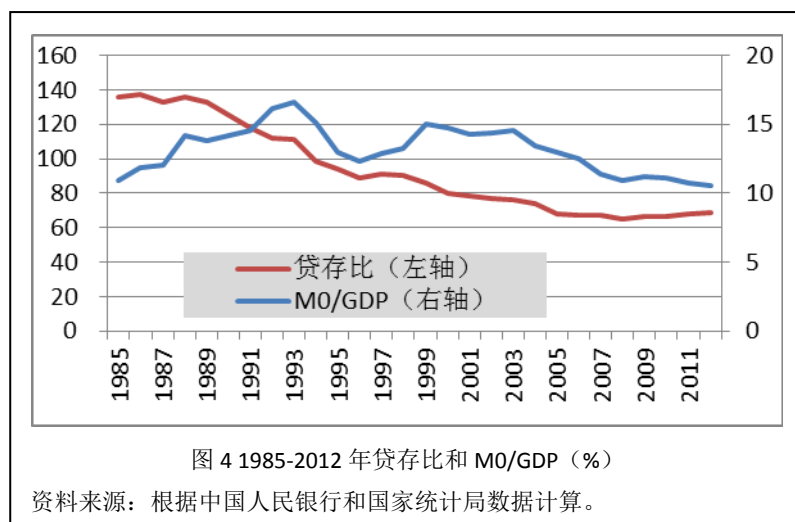
在财政分权的格局下，“自下而上”式的金融改革造就了金融分权，而中央金融管理体制尚未确立则大大加强了分权的程度——这非常类似于大萧条前美国的情形。在1992年10月国务院成立了证券管理委员会和中国证监会之前，当时的中央金融管理体制实则为中国人民银行一家机构对信贷和非信贷业务、银行和非银行金融机构以及各种金融市场实施管理。但是，这种管理的效力至少因为两个原因而被大大削弱了。首先，人民银行的组织架构也是仿照国有专业银行的作法，实行由上至下、以行政区域为主的管理架构，在省、直辖市和自治区设立分行，在地区一级设立中心支行，市县设立支行，这些分支行具有很大的权力，而地方政府又对人民银行的这些分支行有很大影响。其次，尽管通过设立中国工商银行剥离了人民银行办理的信贷和储蓄业务，但是，“政企不分”依然是主要特点，突出表现在人民银行广泛参与各种金融市场的设立和管理，并利用奇高的法定存款准备金率参与信贷资金的分配。

金融权力的上收始于1993年对混乱金融秩序的清理整顿，包括全面清理信托公司、证监会整顿各地证券市场，以及当时的国家计委上收企业发债权力（参见殷剑峰，2006）。不过，系统性的彻底收权来自1993年12月25日国务院根据十四届三中全会精神做出的《关于金融体制改革的决定》。在这个决定中，明确指出要建立“强有力的”中央银行宏观调控体系，要建立“统一开放、有序竞争、严格管理”的金融市场。之后，1995年的《中国人

<sup>9</sup> 例如，1982年2月13日，甘肃省计委等部门发出联合通知，决定把存在银行账户的专项基金存款，转作地方信托存款，由地方负责支配。这次事件直接导致了中央的强烈反弹，国务院立即要求甘肃省人民政府纠正，并发出了《关于整顿国内信托投资公司业务和加强更新改造资金管理的通知》。

民银行法》确立了币值稳定乃央行首要职责，严禁央行向各级政府部门提供贷款；1995 年的《商业银行法》则要求强化统一法人体制，实行严格的授权授信制度，并确立了分业经营的原则，不准参与信托、保险、证券业务。1997 年亚洲金融危机之后，在继续收拾过去遗留的巨额呆坏账、继续清理信托公司和各地证券交易中心的同时，开始了艰巨的国有商业银行改革。直至 2002 年第二次全国金融工作会议召开，明确了国有独资商业银行改革是金融改革的重中之重，改革的方向是按现代金融企业的属性进行股份制改造。

从 1993 年开始治理整顿直至 2002 年，金融约束体制基本建立，中国的金融体制具有了金融约束论所描述的所有典型特征：第一，虽然利率管制一直处于不断放松的过程中，但存款利率上限和贷款利率下限没有取消，存款上限一直高于通货膨胀率，这也得益于当时全球性通货紧缩的背景；第二，过度竞争受到限制，不仅银行的准入受到限制，而且金融市场、尤其是与银行贷款业务直接竞争的债券市场处于被抑制的状态<sup>10</sup>。此外，除了外国直接投资（FDI）之外，资本项目受到严格管制；第三，中央对地方调动金融资源的能力实行了严格约束，包括整顿地方金融机构，严格限制地方新设金融机构，加强对信贷规模和金融市场融



资的控制等<sup>11</sup>。

在分税制后财政体制依然保持分权的同时，金融约束体制的建立促进了金融深化，同时扭转了前期金融分权造成的信用膨胀和通货膨胀倾向。图 4 显示，从 1994 年开始，“超贷”

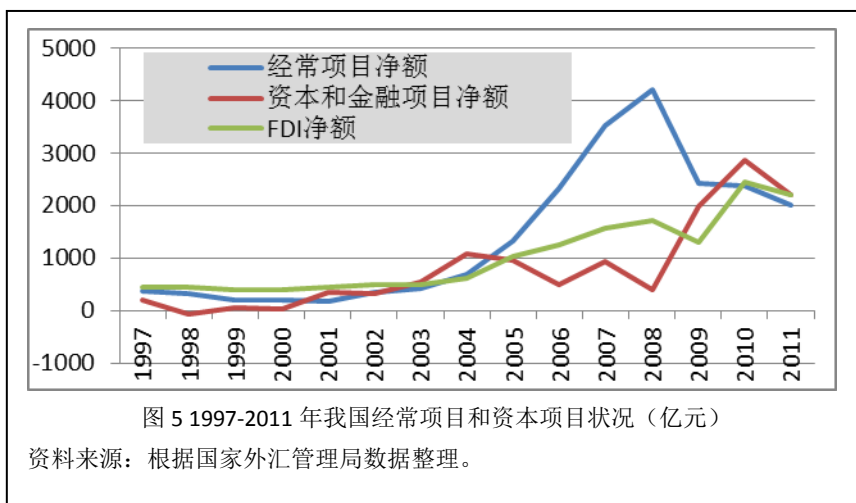
现象得迅速纠正，贷存比自此一直小于 100%；而 M0/GDP 也一改之前的不断上升趋势，自 1994 年后（除了亚洲金融危机期间）就不断下降。“超贷”现象的改变和 M0/GDP 的下降反映了一个基本事实：地方政府通过金融分权“倒逼”货币发行的机制得到纠正，信用膨胀乃至通货膨胀压力得到控制。

<sup>10</sup> 例如，根据 1993 年的《企业债券管理条例》和《中华人民共和国公司法》，只能是股份有限公司、国有企业，累计债券总额不得超过企业净资产的 40%。

<sup>11</sup> 例如，1993 年《企业债券管理条例》第十一条规定：“中央企业发行企业债券，由中国人民银行会同国家计划委员会审批；地方企业发行企业债券，由中国人民银行省、自治区、直辖市、计划单列市分行会同同级计划主管部门审批。”

### 3. 金融约束的弱化：2003 年以来的金融分权倾向

以 2003 年中国银监会的成立为标志，我国金融管理体制正式形成了俗称“一行三会”的分业经营、分业管理的架构。此外，由于历史原因（也有部委间争权的因素），其他一些部委也参与对某个市场（如国家发改委对企业债）、某类金融机构和业务（如商务部对融资租赁）的金融管理。当然，财政部在金融管理中的地位是不言而喻的，尤其在增长型财政体制下更是如此。于是，“一行三会”以及各个部委就形成了所谓的“条条”。这些“条条”与地方政府的“块块”的博弈构成了 2003 年以来我国金融体制的基本特征。不幸的是，由于新世纪以来发生的诸多变化，尤其是在 2009 年“4 万亿”刺激方案及其背后极度宽松的货币金融政策之后，“条条”越来越无法约束“块块”。



“条条”对“块块”约束的弱化首先是因为加入世贸组织（WTO）带来的更大力度的对外开放。进入新世纪以来，学者愈发关注一个现象：经常项目和资本项目的“双顺差”。

图 5 显示，自 2000 年以来我国就呈现系统性的“双顺差”，其规模增长自 2003 年以来尤为显著。在其他大型经济体，资本项目的顺差意味着国内储蓄的不足，因而需要通过贸易赤字和经常项目逆差来借用别国的储蓄（如美国）；资本项目的逆差则意味着国内储蓄的过剩，因而要通过贸易盈余和经常项目顺差输出储蓄（如德国和日本）。我国的“双顺差”则说明，通过资本项目顺差（主要是 FDI）进来的资本并非国外储蓄，即实物资本的输入，而是纯粹金融意义上的“金融资本”。对于这种金融资本的输入，以往将之解释为我国金融体系的低效率（李扬和殷剑峰，2005）。但是，结合前面财政体制的分析，金融资本的输入更可能是地方政府绕开金融约束、用土地来吸引资本的结果。

“条条”对“块块”约束的弱化还来自于“条条”之间的竞争（殷剑峰，2006）。“条条”竞争实质是部委间权力的争夺，这说明“条条”和“块块”一样都是经济人，财政分权理论中的“钱”论和“权”论或许同样适合于此。以非金融企业债券为例，在发行方面主要由中

国人民银行（通过银行间市场交易商协会）、中国证监会和国家发改委分管，在交易方面由人民银行和证监会分管银行间市场和交易所市场。在 2005 年之前，非金融企业债市场除了证监会管理的少量可转债品种之外，几乎完全由发改委管理的企业债垄断，市场几无生机。“条条”之间的竞争始于 2005 年人民银行推出短期融资券，当年债券存量飙升，增速高达 150% 以上。2009 年人行推出中期票据后，进一步产生了刺激效应，因为中期票据与发改委的企业债以及证监会推出的公司债在属性上并无太大差异。“条条”间的竞争是我国非金融企业债在 2005~2012 年短短的 7 年间翻了 20 多倍的主要原因，此间人民银行管辖的短期融资券和中期票据在 market 中的份额由 0 上升到 57% 强，证监会下属的债券品种份额也有显著上升，而发改委的权力空间被压缩了。那么，“条条竞争”是谁得利呢？“块块”！表 2 显示，地方国企发债的份额从 2005 年不到 24% 上升到 2012 年的近 43%，地方国企发债中又有一半左右是地方融资平台的“城投债”。另一方面，表 2 也说明，我国的债券市场显然不是为民企服务的，包括民企在内的其他企业发债份额只有不到 7%。

表 2 我国非金融企业债的规模和结构

	非金融企业债		分管部委结构 (%)			发行结构 (%)		
	合计 (亿元)	增速 (%)	人民银行	发改委	证监会	央企和铁道部	地方国企	其他
2001	480.36		0	100	0	75	23	2
2002	718.30	50	0	100	0	83	15	2
2003	996.30	39	0	100	0	81	17	2
2004	1282.50	29	0	100	0	83	16	1
2005	3247.00	153	43	57	0	74	24	2
2006	5452.10	68	47	53	0	66	30	3
2007	7822.45	43	41	58	1	64	32	4
2008	13125.35	68	45	52	3	71	27	2
2009	25355.18	93	52	44	4	66	31	2
2010	36562.88	44	55	40	5	62	35	3
2011	49901.76	36	58	36	6	57	38	5
2012	72854.69	46	57	35	8	50	43	7

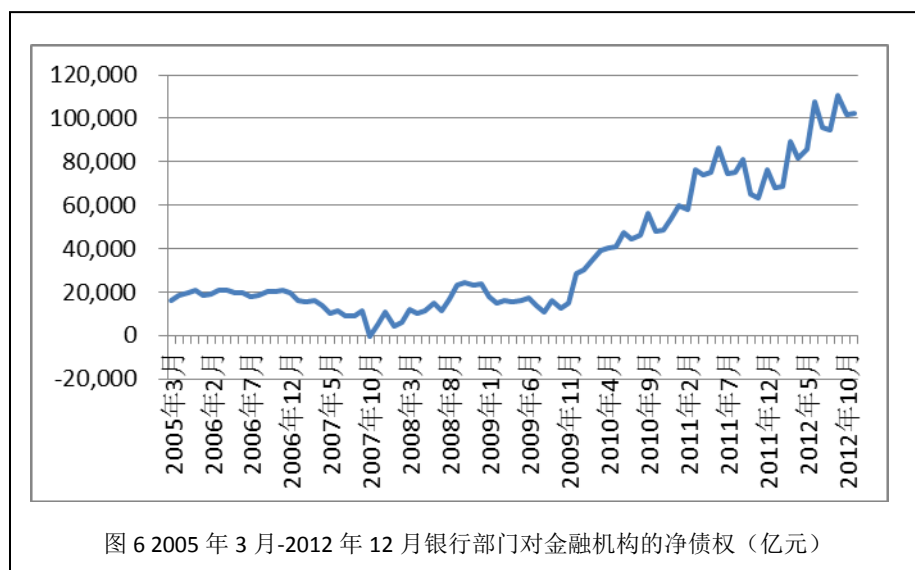
资料来源：中国社科院金融所财富管理研究中心。

金融创新也是金融约束弱化的重要因素。进入新世纪以来，我国金融创新的步伐逐渐加快。这一方面是因为“条条”竞争，一方面是因为各地政府“自下而上”的金融改革。这些创新产生的直接结果就是中国式的“影子银行”。影子银行的概念肇始于 2007 年美国次贷危机初现端倪之时，其实质是银行信贷之外发生的信用创造机制<sup>12</sup>，包括货币市场工具、债券、

<sup>12</sup> 关于影子银行及其在我国的发展是一个正在热烈讨论但尚无统一认识的话题，这里只能粗浅涉及，另



证券化产品以及与这些金融工具相关的市场、机构和交易安排等。我国的金融体系以传统银



行业为主导，因此，影子银行实质是“银行的影子”，包括银行理财产品、信托产品、票据融资等。这些产品虽然有些不被计入信

贷科目或不被纳入广义货币统计，但是，它们都在银行部门的资产负债表上。例如，银行理财产品中的非保本产品虽不纳入广义货币的范畴，但依然统计在人民银行“不纳入广义货币的存款”统计中；票据融资在有的地方不计入信贷科目<sup>13</sup>，但依然在银行的同业资产和负债科目下。所以，统计我国银行部门对同业的资产和负债就可以大体计算“银行的影子”究竟有多大规模。图 6 显示，我国银行部门对金融机构的净债权自 2009 年底的 2 万亿飙升至 2012 年 12 月的 10 万亿，占银行部门总资产的 10% 强。

表 3 房地产贷款的比重（%）

	房地产贷款/贷款	房地产贷款/中长期贷款	地产贷款/房地产贷款	房产开发贷款/房地产贷款	住房贷款/房地产贷款
2005	14.23	31.67			67.00
2006	16.33	34.54			61.68
2007	18.34	36.49			62.50
2008	17.40	34.06			63.45
2009	18.34	32.96	9.11	25.51	65.51
2010	19.66	32.60	8.85	24.66	66.49
2011	19.59	33.16	7.15	25.34	67.46
2012	18.98	33.31	7.10	25.80	67.11

资料来源：根据 CEIC 数据计算

文详述。

<sup>13</sup> 例如，在 2011 年 GDP 只有全国 5% 的河南省，其票据交易量达到了全国的 20%。其原因就在于一农商行（具体名字是什么？）不将票据贴现计入贷款科目下，这使得全国的商业银行纷纷上门寻求交易，以避开信贷规模管制。在 2011 年的一份报告中，惠誉评级公司（FitchRatings, 2011）指出了票据融资的问题。



最后，“条条”无法约束“块块”就在于与土地财政相伴的土地金融。从统计上看，直接发生的土地金融包括土地贷款、房地产企业开发贷款、个人按揭贷款等。表 3 显示，在人民币信贷中，房地产贷款大约占 18% 左右，占中长期贷款的比重在 1/3 左右；在房地产贷款中，2/3 左右是住房贷款（主要是个人按揭贷款），地产和房产开发贷款分别为 8% 左右和 25% 左右。虽然这种计算已经表明土地金融的规模不可小觑，但是，它实际上忽略了一个基本事实：我国的大部分信贷、甚至是非金融企业债券的基础都是以土地为抵押、质押的，并且，即便是非土地抵押、质押贷款也会因为土地价值而发生波动，这一点在发生危机的国家已经被反复证明了。

需要强调的是，近些年地方主动开展“自下而上”式的金融改革和创新，是金融约束弱化的重要原因。例如，过去几年各地政府再次如 20 世纪八九十年代那样大力兴办各种交易场所<sup>14</sup>；在此次全球危机之后，各地政府打着解决小企业融资难的旗号兴办了包括小贷公司在内的各类地方金融机构。同时，受到地方政府控制的城市商业银行、农村商业银行、农村信用社等也纷纷加入金融创新的行列，例如，根据社科院金融所财富管理研究中心的跟踪分析，这些以往名不见经传的金融机构是 2009 年以来银行理财产品重要的发行群体。

#### 四、当前我国财政金融体制的问题和改革的“顶层设计”

##### 1. 当前财政金融体制的问题：不可持续的土地财政、土地金融和土地 GDP

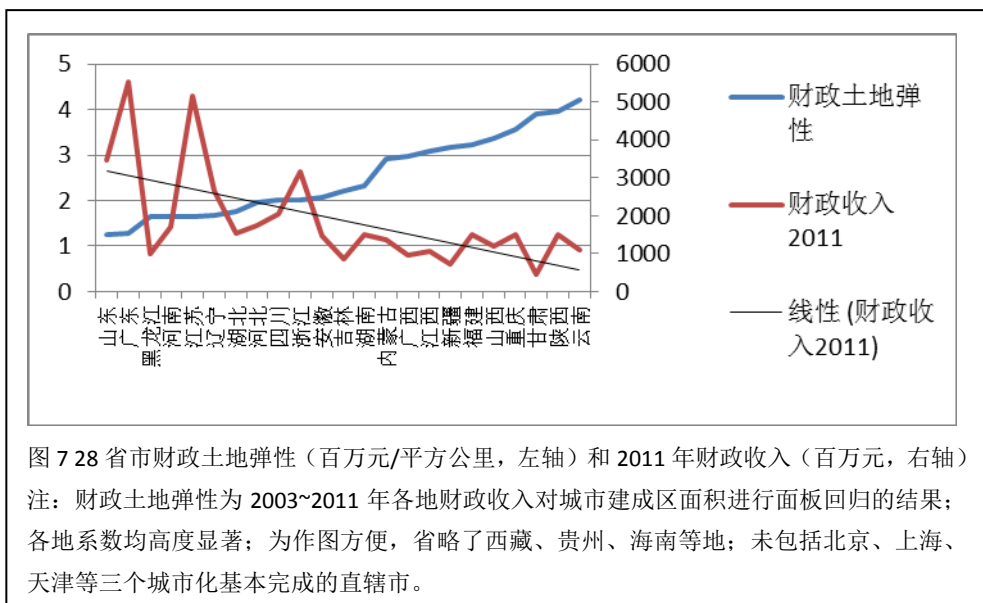


图 7 28 省市财政土地弹性（百万元/平方公里，左轴）和 2011 年财政收入（百万元，右轴）  
注：财政土地弹性为 2003~2011 年各地财政收入对城市建成区面积进行面板回归的结果；各地系数均高度显著；为作图方便，省略了西藏、贵州、海南等地；未包括北京、上海、天津等三个城市化基本完成的直辖市。

2003 年以来，我国的财政金融体制似乎再次恢复到 1994 年前的状况：增长型财政

<sup>14</sup> 2011 年 11 月，国务院下发了《国务院关于清理整顿各类交易所切实防范金融风险的决定》，开始清理之前放纵之后的烂摊子。

下的财政分权和金融约束弱化导致的金融分权。在财政和金融同时分权的态势下，我国的各项经济活动都表现为对土地的依赖，形成了土地财政、土地金融和土地 GDP，而这些基于土地的财政、金融和经济增长看起来是不可持续的。

首先看土地财政。我们以 2003~2011 年各省市的财政收入对各省市土地（城市建成区面积）进行面板分析，从而得到各省市财政收入的土地弹性。图 7 显示，在落后的中西部地区（如云南、陕西、甘肃等地），财政收入的土地弹性为 40 亿~50 亿/平方公里；在发达的东部地区（如山东、广东），这个弹性仅为 20 亿元左右/平方公里。将财政收入的土地弹性与各省市的财政收入做一对比，显然，财政收入的土地弹性呈现规模报酬递减的趋势：财政收入越高的地方，新增 1 平方公里土地所产生的财政收入越低。这不仅意味着土地财政在东部地区的不可持续性，也说明，随着中西部地区土地资源的逐渐耗尽，我国整体的土地财政都

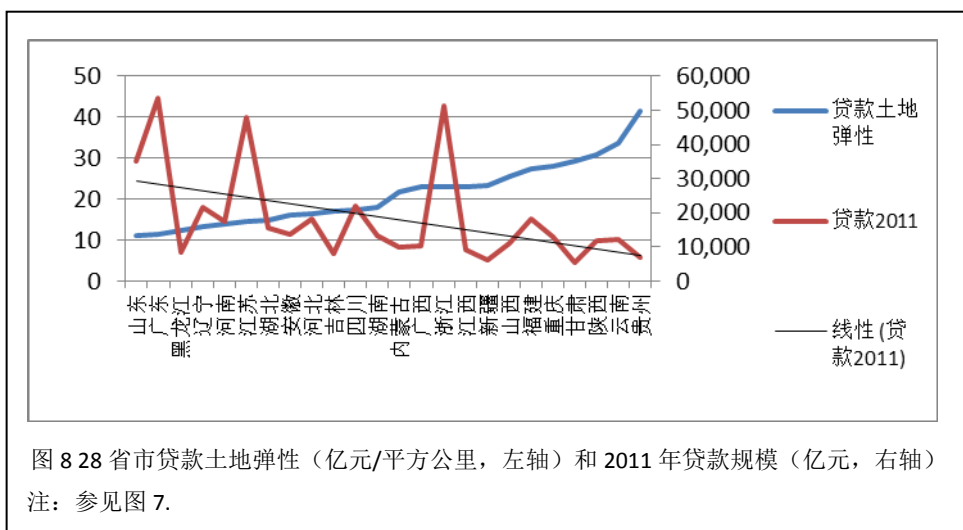


图 8 28 省市贷款土地弹性（亿元/平方公里，左轴）和 2011 年贷款规模（亿元，右轴）  
注：参见图 7。

将不具有可持续性。

其次看土地金融，仅以信贷为例。仿照前一节关于财政收入的土地弹性的计量，我们依然使用这些省份 2003~2011 年的面板数据分析，可以发现，各省市贷款的

土地弹性都非常显著，而且如同财政收入的土地弹性那样，呈现规模报酬递减规律（见图 8）：在西部的贵州、云南等贷款规模较小的省份，每平方公里的建成区面积会带来 40 亿元左右的贷款；而在东部贷款规模较大的广东、山东，新增 1 平方公里建成区只能带来 10 亿多元的贷款。同上面的土地财政一样，这表明，随着土地资源的耗尽，基于土地抵押的金融发展模式也是不可持续的。

表 4 2003~2011 年各地 GDP 对投资和土地的面板回归结果

省市	投资弹性	显著性水平	省市	土地弹性	显著性水平
西藏	0.452924	0.0146	浙江	-1.01563	0.1124
内蒙古	0.579794	0.2281	广东	1.491676	0.0044
云南	0.59593	0	辽宁	2.865436	0
宁夏	0.668973	0.0002	湖北	2.987476	0

江西	0.738915	0	江苏	3.005769	0
安徽	0.744404	0	山东	3.056741	0
甘肃	0.767368	0	黑龙江	3.091703	0
吉林	0.7799	0	吉林	3.254208	0
重庆	0.844173	0	四川	3.45175	0
辽宁	0.872397	0	安徽	3.62259	0
新疆	0.895657	0	新疆	3.735857	0
青海	0.91354	0	重庆	4.063255	0
海南	0.921675	0	湖南	4.191733	0
河北	0.9224	0	甘肃	4.298701	0
广西	0.946008	0	山西	4.330335	0
河南	0.950355	0	河南	4.535274	0
贵州	0.967	0	广西	4.598416	0
陕西	0.978279	0	陕西	4.76425	0
福建	1.003128	0	宁夏	4.87245	0.0003
四川	1.01936	0	江西	4.875858	0
黑龙江	1.024831	0	河北	5.22797	0
山西	1.091242	0	贵州	5.288326	0
湖北	1.199684	0	云南	6.956683	0
湖南	1.213603	0	内蒙古	6.984318	0.0308
山东	1.296745	0	福建	7.324874	0
江苏	1.445938	0	海南	7.907048	0
浙江	2.492587	0	青海	10.93255	0.0001
广东	2.684084	0	西藏	14.10373	0.0005
调整 $R^2=0.99$ , D-W 值=2.02 (Weighted Statistics)					
调整 $R^2=0.99$ , D-W 值=1.67 (Unweighted Statistics)					

注：“投资弹性”为每亿元投资能够产生的 GDP（亿元），“土地弹性”为每 1 平方公里城镇建成区面积能产生的 GDP（亿元）；表中忽略了回归的常数项。

最后看土地 GDP。表 4 给出了对 2003~2011 年 28 个省市 GDP 面板数据的分析结果。可以看到，各省市 GDP 对土地和投资的系数均显著，并且，总体的计量效果（调整后  $R^2$  和 DW 值）也显著，各省市的 GDP 均表现出对土地和投资的依赖。如果进一步将各省市 GDP 对土地和投资的系数与各自的 GDP 规模做一比较，我们发现，同土地财政和土地金融一样，GDP 的土地弹性也表现出规模报酬递减的趋势：在 GDP 规模高的地区（如广东），每新建 1 平方公里建成区所能产生的 GDP 仅为 1.5 亿元左右，而 GDP 规模低的内蒙古则高达近 7 亿元，28 个省市 GDP 的土地弹性与 GDP 规模的相关系数为-0.57。

不过，GDP 的投资弹性却呈现出规模报酬递增的趋势：在经济总量高的广东、浙江、江苏、山东等地，GDP 的投资弹性最高，每 1 亿元投资能够带来 2 亿元左右的 GDP；在经济规模低的内蒙古、云南等地，每 1 亿元投资仅能产生 0.5 亿元 GDP，28 个省市 GDP 对投资的

弹性与 GDP 规模的相关系数为 0.74。在我国经济增长主要依靠要素投入的大背景下，这种 GDP 投资弹性随 GDP 规模递增的结果不应该理解为投资要素的边际报酬递增，而应该从需求角度予以理解：在土地资源愈发匮乏的东部地区，GDP 的增长更加依靠投资的增长，而投资在支出法 GDP 构成中的份额越来越高。因此，GDP 投资弹性的规模报酬递增也恰恰反映了目前的增长方式不可持续。

土地 GDP 的不可持续还反映在当前城镇化的问题上。我们知道，城镇化对经济的推动作用主要来自人口的集聚，通过人口集聚会在供求两个方面推动增长、改善民生：第一，从供给角度看，人口集聚会提高效率、推动技术进步，从而产生要素报酬规模递增的效应和生产成本规模递减的效应；第二，从需求角度看，人口集聚扩大了公共品需求的规模，从而有利于降低公共服务的成本，因为公共服务也是规模报酬递增或规模成本递减的，公共品需求的满足也将刺激其他类型的消费。但是，在 2003 年以来的土地财政 2 模式下，我们看到的却不是人口集聚，而是人口密度的下降。图 9 显示，在土地财政 2 尚未成型的 2002 年前，我国城市建成区的人口密度从 1.8 万人/平方公里上升到 2 万人/平方公里，但是，从 2002 年开始，人口密度持续下降至 2011 年的不到 1.6 万人/平方公里。所以，在目前土地财政、尤其是土地财政 2 的模式下，希冀城镇化成为我国未来经济增长的动力是不现实的。

## 2.当前财政金融体制的问题：潜在的系统性金融风险

如果说当前财政分权和金融分权的体制导致经济增长的不可持续性，那么，更为严重的问题是，这种体制正在形成潜在的、愈发不可忽视的系统性金融风险。为此，我们先以已经爆发严重危机的欧元区为例，来看看财政和金融同时分权的后果。

欧元区实行统一的货币政策和分权的财政体制，但是，许多人可能并不知道，欧元区同样是金融分权的体制——欧元区成员国拥有实际的金融管理权（Freixa、Hartmann 和 Mayer, 2008）。在欧元区层面，其金融管理架构属于“分权合作”或“分权协调”，而不是“集权”；各个成员国的监管架构也有很大不同，有的是分业监管（sectoral），有的是功能性混业监管（cross-sector functional）或完全一体化监管（cross-sector integrated）。例如，根据马约（Maastricht Treaty）第 105 条款，欧洲中央银行（ECB）负责价格稳定和管理支付系统，但是，在金融监管方面，欧洲中央银行与成员国中央银行（National Central Bank, NCB）的地位是一样，甚至连发生危机时提供应急流动性的功能都由成员国中央银行而不是欧洲中央银行来担任。在这种情况下，当时的欧洲学者就认为，欧元区面临一种新的“不可能三角”：在“金融系统的稳定”、“成员国层面的金融监管”和“金融系统的统一”三者之中只能取其

二。

表 5 欧元区部分国家的信用总量/GDP (%) 及欧元区 10 国信用总量/GDP 的标准差

	德国	葡萄牙	意大利	爱尔兰	希腊	西班牙	标准差
1999	181.23	173.44	162.06		128.23	130.53	
2000	182.79	187.94	165.23		155.20	152.38	
2001	185.76	210.22	172.60	168.29	168.23	164.11	34.53
2002	193.53	225.12	178.77	171.61	177.11	176.15	35.72
2003	198.55	238.68	185.14	184.61	183.47	187.22	37.70
2004	199.32	249.19	192.78	204.11	198.98	205.29	33.99
2005	200.35	268.95	203.80	232.81	213.66	227.78	34.38
2006	195.09	284.33	211.15	252.37	229.41	256.05	37.63
2007	191.90	304.71	219.95	272.56	244.48	275.45	43.03
2008	198.66	334.75	233.73	322.99	269.91	294.46	50.06
2009	216.15	364.17	258.58	368.04	297.66	318.81	56.75
2010	223.77	371.70	259.12	371.15	292.08	326.25	56.97
2011	226.69	378.47	254.96	406.62	267.52	328.54	64.99

资料来源：根据欧洲中央银行及欧元区成员国央行数据计算；信用总量包括贷款、债券等债务类工具。

不幸的是，在“不可能三角”中，欧元区选择了成员国层面的金融监管和金融系统的统一，结局就是金融系统的不稳定。在财政分权的背景下，为了本国的利益，无论是有意还是无意，各成员国都可能会利用金融分权的机会，争取在统一的金融市场获得更大份额的金融资源<sup>15</sup>。表 5 统计了欧元区德国和“欧猪五国”的杠杆率，显然，发生危机的五国都具有高得多的杠杆率。这里还有一个值得注意的现象：欧元区成员国杠杆率的差异一直存在，但是，从 2005 年开始，在“欧猪五国”杠杆率上升的过程中，欧元区 10 国的杠杆率标准差也在扩大。这表明，在金融分权的状况下，不断统一的金融市场使得这样的差异在不断扩大。

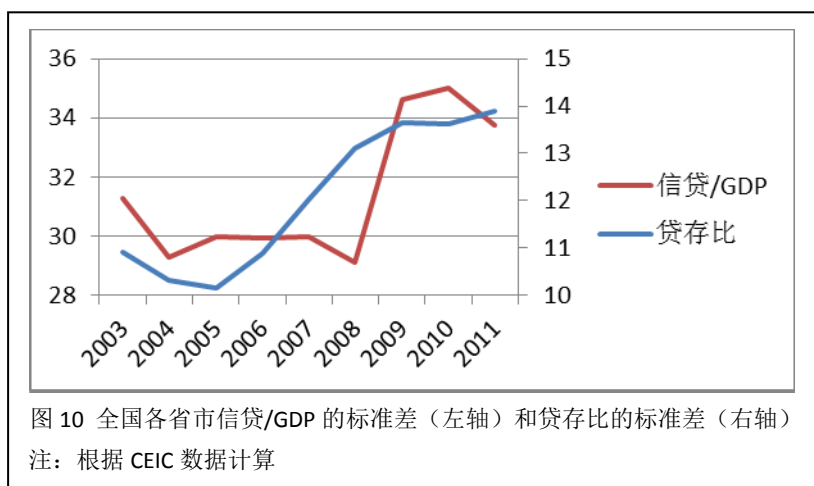
表 6 我国杠杆率的测算 (%)

	人民币信贷/GDP	对其他存款性公司 债权/GDP	国债/GDP	非金融企业债券 /GDP	对其他金融机构 债权/GDP	总杠杆
2005	105.27	19.03	18.58	1.76	5.77	150.40
2006	104.18	19.27	16.95	2.52	5.50	148.42
2007	98.45	21.19	20.21	2.94	4.80	147.59
2008	96.61	24.12	17.50	4.18	3.96	146.37
2009	117.24	28.72	18.12	7.44	4.98	176.50
2010	119.35	33.49	17.16	9.11	4.92	184.01
2011	115.82	37.93	15.43	10.55	7.26	186.98
2012	114.85	42.05	15.05	14.03	8.06	194.04

<sup>15</sup> 最为恶劣的例子无疑是希腊政府联手高盛公司通过金融创新来掩饰其财政赤字。

资料来源：根据中国人民银行相关数据计算；“对其他存款性公司债权”和“对其他金融机构债权”均为“其他存款性公司”（即整个银行部门）的债权。

在财政分权和金融分权趋势下，我国的杠杆率自 2009 年以来也在迅速上升。表 6 中统计了我国主要信用工具与名义 GDP 之比，其中，仅考虑人民币信贷，2012 年的杠杆率为 115%，但是，如果将“银行的影子”（即银行部门对其他存款性公司和对其他金融机构的债权）、国



债、非金融企业债券加上，则 2012 年的杠杆率达到了 194%，比 2008 年上升了近 50 个百分点。同时，31 个省市贷存比和信贷/GDP 也存在差异，并且，差异的程度（反映在两个指标的标准差

上）也分别从 2005 年和 2008 年显著上升。

由此观之，虽然我国的杠杆率水平低于欧元区，省市之间的差异程度也小于欧元区成员国之间，但是，我国显然也正在面临与欧元区同样的“不可能三角”：如何在金融系统统一、但金融分权趋势不断加大的情况下，保持金融系统的稳定。毫无疑问，统一和稳定的金融系统是我们必然的选择，因此，金融分权的趋势必须扭转。

### 3.改革方向：基于公共财政的财政分权和基于金融市场化体制的金融集权

2003 年以来的财政分权和金融分权在导致我国经济增长方式不可持续的同时，正在形成潜在的巨大系统性风险。这种体制必须改革，改革的方式不能是碎片化和“自下而上”的，必须是财政和金融体制同时进行的系统性改革。改革的方向应该是基于公共财政的财政分权和基于金融市场化体制的金融集权，这里，“援助之手”到“无形之手”的转变是根本：对于财政体制来说，要求从增长型财政转向公共财政；对于金融体制来说，要求从金融约束转向金融市场化体制。

第一，从“援助之手”转变为“无形之手”

从“援助之手”转变为“无形之手”首先是因为，随着经济发展，“援助之手”的效力越来越低下。发展经济学和转型经济学早就注意到，在前苏联和 20 世纪 90 年代之前的东亚



新兴经济体中，强有力的计划经济和政府主导的模式之所以能够获得相当程度的成功，就在于经济发展之初资本短缺和高效投资项目易于识别。在这种情况下，一只有力的“援助之手”通过产业政策、限制竞争，可以迅速突破资本短缺的瓶颈，通过投资有利的项目推动经济增长。但是，随着经济的逐步成熟，资本短缺已经变成“流动性过剩”，能够推动未来经济增长的投资项目越来越不易识别，“援助之手”就会变成“无能之手”、甚至“掠夺之手”。

从“援助之手”到“无形之手”的转变还在于，随着经济的发展，对“无形之手”的需求越来越大。在财政方面，“瓦格纳法则”表明，公共品需求具有很高的收入弹性，因此，经济越发达，公共品需求越大，而这种需求只能在公共财政体制而非增长财政体制下才能得到满足。在金融方面，随着经济增长，“过剩的”资本要追逐越来越难以识别的投资项目，因此，就需要具有广度和深度的多层次金融市场来挖掘、发现和扩散信息，需要有运转良好的金融市场来管理、分散投资风险。显然，这只能在金融市场化体制而非金融约束体制下才能得到满足。

## 第二，从增长型财政下的财政分权转变为公共财政下的财政分权

对于财政体制改革，从增长型财政到公共财政转变的重点在于财政支出的改革，同时，财政分权也应该以支出的分权为主。我们已经知道，虽然增长型财政与公共财政在财政收入和支出方面都存在差异，但是，支出方面的差异是最重要的，它界定了两者作为“援助之手”和“无形之手”的本质差异。事实上，在财政收入方面，即便是实施公共财政体制的国家（如美国和德国）也存在很大差异。所以，改革首先应该将财政支出从政府直接或者间接的投资支出转向为全社会提供公共品。目前学界和社会所关注的财政改革措施（如“营改增”、房产税、所得税等）都集中在财政收入方面，这些改革或许必要，但绝非重点。

以财政支出改革为重点就意味着财政分权体制的改革也应该以财政支出的重新分配为重点。：中央政府应该利用现有的财力（如国有企业利润和用于转移支付的中央财政收入），承担起提供全国性公共品的责任。这样做的好处之一在于，在转变政府职能方面，中央起了带头模范作用；好处之二在于，通过建立全国统一的劳动力要素市场，增加劳动力要素的流动性，约束尚未转型的地方政府。

约束地方政府的关键就是约束土地财政<sup>2</sup>。第二节已经说明，户籍制度和公共品的区域分割是导致劳动力要素市场分割乃至土地财政<sup>2</sup>猖獗的两个重要因素，对于这两个因素，前者显然是后者的因，但是，反过来看，也正是公共品的区域分割使户籍制度得以维持、难以改变，因为取消户籍制度就意味着地方政府要承担更多的公共品供给责任。对此，中心城市



显然会更有压力、更加反对，这也是我国户籍制度改革迄今主要发生在小城镇的原因<sup>16</sup>。所以，中央财政的支出转向提供统一的公共品，就是打破公共品区域分割、推动户籍制度改革、进而造就全国统一劳动力要素市场的基本前提。

除了中央支出的转变之外，约束土地财政 2 还需要改革当前的土地出让金制度。在第二节关于土地财政 2 和土地财政 1 的三个差异中，第二个差异，即土地出让金的一次性征收也是地方政府寅吃卯粮、大肆圈地的重要原因，因此，应该从现在的一次性征收转变为在土地使用期限内按年度征收，这既可解决地方政府短视行为造成的增长不可持续乃至金融风险，也有利于探索中国版本的市政债，解决城镇化进程中的融资问题。在改变土地出让金收入制度的同时，支出需要进一步做透明化的制度安排。通过土地出让金制度的改革，或许将能够较快地解决财政理论界长期呼吁的省以下财政分权体制的改革。至于房产税改革，那是方向，但远水不解近渴。

### 第三，从金融约束体制下的金融分权转向金融市场化体制下的集权

在金融体制改革方面，从金融约束向金融市场化体制的转变首先需要“条条”职能的转变，即从行政审批、价格管制和干预微观金融活动的行政干预体制转向以维护市场公平竞争和宏观金融稳定的市场化监管体制。事实上，正如金融约束论的作者们所担心的那样，现在各个“条条”正在变成权力的既得利益者，正在成为改革的阻力。

在职能转变的同时，应该顺应混业经营的趋势，重新设计“条条”的架构，从当前多头分散的管理体制转向集中统一的管理体制，避免“条条竞争、块块得利”。需要注意的是，建立集中统一管理体制的前提是“条条”职能的转变，在依然是行政干预的体制下，权力的过快集中将会迅速扼杀金融创新的活力（殷剑峰，2006）。在当前潜在的系统性金融风险日益不容忽视的情况下，统一管理体制的第一步应该是尽快建立一个横跨“条条”的信息收集、整合和分析的平台，以摸清我国总体及各地区、各部门的杠杆和偿债能力，并形成对宏观金融风险持续的跟踪评估机制。

在“条条”职能转变和重构的过程中，应该加强对地方的金融约束。这不仅是因为金融改革就是要从金融约束体制下的分权转向金融市场化体制下的集权，而且也是因为过去的财政和金融分权体制正在导致潜在系统性风险的集聚。2011 年对各地证券交易所的清理（如同 20 世纪 90 年代的清理一样）只是一个开始，未来应该从三个方面加强金融约束：第一，

<sup>16</sup> 如 1997 年 6 月的《小城镇户籍管理制度改革试点方案和关于完善农村户籍管理制度的意见》、1998 年 7 月的《关于解决当前户口管理工作中几个突出问题的意见》和 2001 年 3 月的《关于推进小城镇户籍管理制度改革的意见》等，都是针对小城镇的户籍制度，2001 年最终停止了对小城镇常住户口的计划指标管理。

应该对基于土地抵押、尤其是与地方城建行为相关的银行信贷（包括“影子银行”和“银行的影子”）予以控制，在透明化的同时，提高这些信贷的风险权重和拨备要求；第二，对地方所属的各类金融机构进行全面调查和清理，尤其是近些年以服务中小企业和实体经济为名而发展起来的各种金融机构（如小贷公司）；第三，对地方以推动金融改革开放为名而实施的绕开资本项目管制的做法予以制止，重点是约束珠三角地区吸引境外人民币流入的做法，因为这将引发类似于日本 1990 年发生的危机（殷剑峰，2011）。

## 五、结语：相互协调、共同推进的财政金融体制改革

自改革开放以来，我国财政金融体制的演化经历了三个阶段：1994 年前的财政分权、金融分权，1994 年至 2002 年的财政分权和金融集权，2003 年以来的财政分权、金融分权。历史似乎又回到了起点，而我们对那个起点的记忆是货币超发、信用膨胀、通货膨胀乃至社会的动荡。所以，对引言中提出的三个问题，我们回答如下：第一，金融只能集权，不能分权，因为在财政分权背景下，金融分权的恶果是经济增长方式的不可持续和系统性金融风险的集聚；第二，“自下而上”式的金融改革已经无法解决过去十年来的积弊，并且，这种改革方式本身是在制造新的、可能更为严重的问题，而不是解决问题；第三，“顶层设计”的方向是公共财政体制下的财政分权和金融市场化体制下的金融集权，其根本在于政府的职能从“援助之手”向“无形之手”转变。

财政体制改革和金融体制改革必须协调配合、共同推进。首先需要意识到的是，没有财政体制改革，金融改革是不可能完成的。例如，作为一个老大难问题，中小企业融资难的重要成因就是，在现有的土地财政模式下，这些企业不太可能拥有信贷的抵押品——土地；在地方政府行为不改变的情况下，过快放松资本市场（股票和债券市场）的审批制，有可能会使市场中的逆向选择和道德风险更为严重，而股票市场退市制度之所以长期无法有效实施也在于地方政府对所属上市公司的保护。更重要的是，在财政体制不改革的情况下，过快的金融改革意味着金融约束的放松和系统性金融风险的集聚。

另一方面，没有金融改革，财政改革也将步履维艰。金融改革助力财政改革的第一个方面就是为财政分权体制下各地政府的城镇化融资需求服务。在城镇化进程中，地方政府客观上存在着巨大的融资需求。在金融约束尚无法立刻取消的时候，可以探讨利用透明的债券市场满足这样的需求，从而取代不透明、导致风险积聚的银行信贷甚至影子银行。例如，在当

前的法律制度下，美国式的市政债无法推出，但是，完全可以允许地方的城投公司以购房者分年度缴纳的土地出让金作为偿债现金流，发行中国版本的市政债。

金融改革助力财政改革的第二个方面涉及财政的赤字融资问题。我们知道，从增长型财政转向公共财政意味着财政的赤字倾向，这首先源于两种财政体制在收支两个方面的差异：根据瓦格纳法则，公共品需求的高收入弹性将导致财政支出的加速扩张，表现为财政支出/GDP 的上升；同时，公共财政体制下的支出不像增长型财政体制下的支出（政府投资）那样可以直接产生 GDP 和财政收入。此外，未来转向以直接税为主的收入结构也将导致财政收入的刚性，因为政府难以通过提高所得税率来增加财政收入。为未来的财政赤字融资无疑得依靠债券市场的不断发展和结构优化，在 2019 年基于劳动力转移的高储蓄、高投资、高增长格局结束之后（殷剑峰，2012），财政赤字融资还将取决于人民币是否能够成为关键的国际储备货币——其前提显然也还是金融市场化体制下具有深度、广度、并且是高度开放的在岸人民币金融市场。

最后需要说明的是，本文所讨论的“顶层设计”并非什么新鲜事物。在十四届三中全会上通过的《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》就是标准的“顶层设计”。其基本思想——“建立社会主义市场经济体制，就是要使市场在国家宏观调控下对资源配置起基础性作用”——迄今依然有效，随后形成的有关财政、金融、国有企业、政府体制和对外开放的各项改革措施在今天也还有借鉴意义。我们期盼这样的“顶层设计”！

参考文献：

- 布鲁和格兰特，2008：《经济思想史》，北京大学出版社，2008 年第 1 版。
- 陈抗、Arye L. Hillman、顾清扬，2002：“财政集权与地方政府行为变化——从援助之手到攫取之手”，《经济学（季刊）》2002 年第 2 卷第 1 期。
- 丁骋骋和傅勇，2012：“地方政府行为、财政—金融关联与中国宏观经济波动”，《经济社会体制比较》，2012 年第 6 期。
- 李学文、卢新梅、张蔚文，2012：“地方政府与预算外收入：中国经济增长模式问题”，《世界经济》2012 年 8 月。
- 李扬和殷剑峰，2005，劳动力转移过程中的高储蓄、高投资和中国经济增长”，《经济研究》，2005 年 2 期。
- 骆祖春，2012，《中国土地财政问题研究》，南京大学博士研究生论文。
- 麦金农，1973，《经济发展中的货币与资本》，上海三联书店，1988 年版。
- 毛泽东，1956，“论十大关系”，《毛泽东选集》第 5 卷，人民出版社，1977 年。
- 沃尔顿和罗考夫，2011，《美国经济史》，中国人民大学出版社，2011 年第 1 版。
- 张汉亚和张欣宁，2004，《政府该管什么？——中国投资体制改革的历程》，江西人民出版社，2005 年第 1 版。
- 张军，2007，“分权与增长：中国的故事”，《经济学（季刊）》2007 年 10 月。
- 殷剑峰，2006，《中国金融产品与服务报告（2006）》，社科文献出版社，2006 年第 1 版。
- 殷剑峰，2011，“人民币国际化：‘贸易结算+离岸市场’还是‘资本输出+跨国企业’？”，《国际经济评论》2011 年第 4 期。
- 殷剑峰，2012，“人口拐点、刘易斯拐点和储蓄/投资拐点”，《金融评论》2012 年第 4 期。
- 周飞舟，2006，“分税制十年：制度及其影响”，《中国社会科学》2006 年第 6 期。
- 周黎安，2007，“中国地方关于的晋升锦标赛模式研究”，《经济研究》2007 年第 7 期。
- 周小川，2012，“我国金融改革中自下而上的组成部分”，《中国金融》2012 年第 23 期。
- Blanchard, O., and A. Shleifer, 2000, “Federalism with and without political centralization: China versus Russia”, MIT working paper.
- Freixas, Hartmann and Mayer, 2008, *Handbook of European Financial Markets and Institutions*, Oxford University Press.
- Hellmann, Murdock and Stiglitz, 1997, “Financial restraint: towards a new paradigm”, *The Role of*

*Government in East Asian Economic Development Comparative Institutional Analysis*, Clarendon Press: Oxford, 1997, pp. 163-207.

Tiebout, 1956, "A pure theory of local expenditure", *Journal of Political Economy*, 1956, 64(5), 416-424.

Xu and Qian, 1993, "Why China's economic reforms differ: the M-form hierarchy and entry/expansion of the non-state sector", *Economics of Transition*, 1993, 1(2), 135-170.