



Working Paper No. 201607

March 2, 2016

姚枝仲：yaozz@cass.org.cn

## 金融危机与中等收入陷阱\*

**内容提要：**中等收入陷阱源于中等收入经济体的经济不稳定，而经济不稳定则主要源于频繁爆发的金融危机。中等收入经济体之所以频发金融危机，是因为其经济与社会转型所引发的一系列结构问题。避免中等收入陷阱，关键在于防范金融危机：政治上，要建立强有力的支撑改革和审慎监管的体制；政策上，要及时、审慎地推进财政改革和金融改革；技术上，要实施宏观审慎监管，维持金融稳定，并建立有效应对危机和加速危机恢复的机制。中国正处于中等收入阶段，要跨越中等收入陷阱，关键同样在于避免金融危机。而防范金融危机的关键，主要在于防止不稳健的金融自由化和对企业债务问题的不当处理。

**关键词：**金融危机；中等收入陷阱；中等收入经济体；宏观审慎监管；金融自由化

---

\* 姚枝仲，经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员。本文发表于《国际经济评论》2015年第6期（双月刊）。



## 金融危机与中等收入陷阱

对中等收入陷阱的成因，有各种不同的说法。这些说法绝大部分是解释中等收入经济体经历了高速增长以后，为什么会增速下降。一个经济体不可能永远处于高速增长状态，高增长之后的增速回落是一个必然的过程。不能把正常的增速回落过程叫做陷阱。真正的中等收入陷阱，是中等收入经济体的人均国民收入增速不能超过高收入经济体，导致中等收入经济体不能拉近与高收入经济体之间的收入差距，从而长期滞留于相对的中等收入水平；或者是中等收入经济体的人均国民收入出现增长停滞甚至负增长，导致其无法实现收入增长，或无法突破某个固定的中等收入区间、实现收入水平升级<sup>1</sup>。

从长期来看，中等收入经济体是否普遍地处于收入增长停滞或者增速低于高收入经济体的状态呢？根据世界银行的分类标准，中等收入经济体总体上一直处于收入增长过程，且其人均GDP增长率高于高收入国家。最近的世界发展指数显示，1960-2014年，中等收入经济体的人均GDP年均实际增长3.2%，按照不变价计算的2014年人均GDP是1960年的5.4倍；同期高收入经济体的人均GDP年均实际增长2.3%，2014年不变价人均GDP是1960年的3.4倍。可见，从总体增长绩效看，中等收入经济体一直在以高于高收入经济体的速度增长，一直在拉近

---

<sup>1</sup> 关于中等收入陷阱的界定，可参见姚枝仲：“什么是真正的中等收入陷阱”，《国际经济评论》，2014年第6期，第75~88页。



与高收入经济体之间的收入差距。

中等收入经济体长期经济增速高于高收入经济体，但在短期内，其经济增速经常低于高收入经济体，甚至在一个经济周期或更长时期衡量的时间段内，其平均增速经常性地低于高收入经济体。根据“什么是真正的中等收入陷阱”一文的测算，处于美国人均国民总收入（GNI）水平 4%~64% 的经济体，尽管其总体上的人均 GDP 增速高于美国这个代表性高收入经济体，但其七年人均 GDP 平均增速（可以作为一个经济周期内的平均增速）低于美国的概率达 41%~48%。或者说，处于美国人均 GNI 水平 4%~64% 的经济体，在其经济发展过程中，约在 41%~48% 的时间段内，其人均 GDP 的七年平均增速是低于美国的。而且，正是因为这些中等收入经济体经常性地出现经济增速低于高收入经济体，导致其在长期增长速度高于高收入经济体的情况下，极难拉近与高收入经济体的收入差距。如果消除了这些经济增速低于高收入经济体的现象，则一个经济体从美国人均 GNI 的 4% 升级到 64% 的时间，将从几百年缩短至几十年<sup>2</sup>。

由此可见，对中等收入陷阱成因的认识，关键是要理解中等收入经济体在长期增长率高于高收入经济体的情况下，为什么会经常性地出现一个经济周期内甚至更长的时间段内其经济增速低于高收入经济体的现象。

### 中等收入陷阱源于经济不稳定

假定有两个周期同步的经济体，其中一个经济体的长期平均增长率比另一个经济体更高。如果这两个经济体增长率的波动程度也一样的话，则高增长经济体的增长率在任何时候都要高于低增长经济体。如果经常性地出现高增长经济体的

<sup>2</sup> 姚枝仲：“什么是真正的中等收入陷阱”，《国际经济评论》，2014 年第 6 期，第 75~88 页。



增长率比低增长经济体的增长率还低的现象，唯一的原因就是高增长经济体增长率的波动幅度比低增长经济体要大，或者说，是因为高增长经济体比低增长经济体更不稳定。

二战以来，世界经济主要由美国引领，各国经济周期与美国基本同步。根据上述逻辑，中等收入经济体在长期增长率高于高收入经济体的情况下，经常性地出现经济增速低于高收入经济体的现象，其主要原因就只能中等收入经济体比高收入经济体更不稳定，其增长率的波动幅度更大。

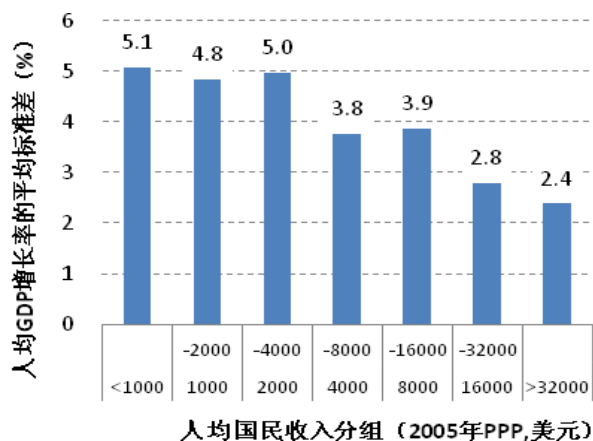


图1 各类经济体（按绝对收入分组）的经济波动程度（1961- 2014年）

资料来源：作者根据世界银行世界发展指数（WDI）的数据计算。

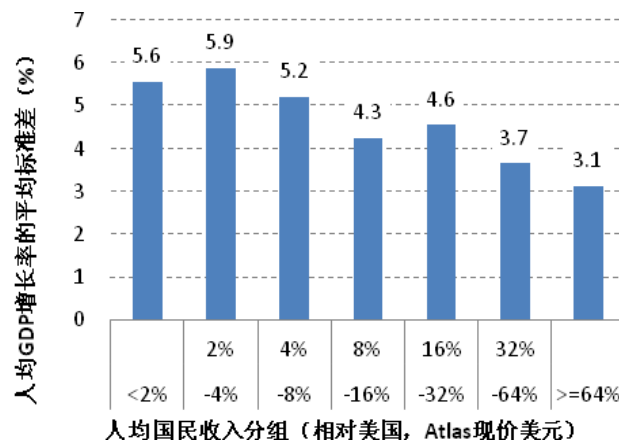


图2 各类经济体（按相对收入分组）的经济波动程度（1962- 2014年）

资料来源：作者根据世界银行世界发展指数（WDI）的数据计算。

图1显示，按2005年购买力平价（PPP）计算的各经济体人均GNI分组中，年人均GNI高于32000美元的经济体，其年度人均GDP增长率的平均标准差为2.4%，是所有分组中最低的。这反映了高收入经济体的经济稳定性在所有分组中是最高的。各收入分组的经济体稳定性大致可以分为三类：一类为年人均GNI在16000美元以上的经济体，其年度人均GDP增长率的平均标准差为2.4%~2.8%；一类为人均GNI在4000~16000美元的经济体，其年度人均GDP增长率的平均标准差为3.8%~3.9%；还有一类为人均GNI在4000美元以下的经济体，其年度人均GDP增长率的平均标准差为4.8%~5.1%。这三大类经济体显示出随着人均国民收入水平提高，其经济增长的波动程度逐渐降低、稳定性逐渐提高的态势。

如果按照各经济体人均GNI与美国的相对比例来进行分类，同样可以清楚地看到（图2）：相对低收入的经济体，其经济波动幅度更大；相对高收入的经济体，其经济稳定程度更大；中等收入经济体的经济波动性比高收入经济体要大。由此



可见，中等收入经济体确实具有比高收入经济体更不稳定、增长率的波动幅度更大的特点。

对于短期波动剧烈的经济体来说，如果宏观经济政策起作用，则能在很大程度上熨平其经济波动。然而，即使熨平了短期波动，也难以提高其经济周期内的潜在增长率，从而无法提高其长期平均增长率<sup>3</sup>。因此，即使通过熨平短期波动，规避了短期内掉入陷阱的现象，中等收入经济体也无法显著缩短其收入升级的时间。

还有一类经济体，如新加坡、韩国等，由于其长期平均增长率较高，即使某段时间短期波动剧烈，导致其人均GDP增长率短期内显著低于高收入国家，也无损于其快速升级为高收入国家。实际上，新加坡、韩国等快速成长为高收入国家的经济体，也有过经济波动幅度比较大的时候。新加坡在经济快速增长的1960年代，韩国在经济快速增长的1980年代，都出现过负增长现象。这些短期的“陷阱”，并没有阻止新加坡和韩国迅速变成高收入国家。

对于中等收入经济体来说，更为重要的，是另一种经济不稳定。即其用一个经济周期甚至更长时期来衡量的平均增长率也波动较大，导致其在长期增长率高于高收入经济体的情况下，经常性地出现在一个经济周期内甚至更长时期内的平均增长率比高收入经济体更低的现象。如果能够改变这种状态，提高其在低增长周期内的平均增长率，就能显著提高其长期内的平均增长率，从而缩短收入升级的时间。因而，这一类经济不稳定，才是避免落入中等收入陷阱的关键因素。避免这类不稳定，才能有效地摆脱中等收入陷阱。

<sup>3</sup> 宏观稳定实际上也能通过减少失业、增加人力资本积累等途径提高长期增长率。这里暂时忽略这一机制。



## 中等收入经济体经济不稳定主要源于金融危机

到底是什么原因使得中等收入经济体在增长潜力高于高收入经济体的情况下，经常出现七年甚至更长期的平均增长率比高收入经济体更低的现象呢？答案是金融危机。平均每次金融危机会引起持续七到十年左右的经济低迷和产出损失。正是中等收入经济体频繁地爆发金融危机，使其经常性地出现七年甚至更长时期的低增长。

金融危机会伴随严重的经济衰退，是容易被观察到的事实。更为重要的是，金融危机会造成持续较长时间的产出和收入损失。

本·伯南克在深入研究了大萧条之后认为，金融体系崩溃是大萧条反复持续十年的主要原因，而一般性衰退只持续一两年时间<sup>4</sup>。更严格的计量研究指出，货币危机和银行危机均将造成持续十年的产出损失。其中货币危机造成的年产出损失高达 4%，银行危机造成的年产出损失高达 7.5%<sup>5</sup>。金融危机使得一个经济体如此长时期不能充分实现其增长潜力，正是中等收入经济体在一个经济周期内甚至更长时期内其增长率比高收入经济体更低的原因。

莱因哈特和罗格夫对 1857- 2013 年期间世界上 100 次金融危机造成的影响进行了估算<sup>6</sup>。其结果显示，平均每次金融危机造成持续三年左右的人均 GDP 萎缩，累计萎缩幅度达 11.5%。然后，再需要五年，也就是总计需要八年左右的时间才能使人均 GDP 恢复到危机前的峰值。而且，在 100 次危机中，有 45 次出现了人

<sup>4</sup> 参见 Bernanke, Ben S., “Nonmonetary Effect of the Financial Crisis in the Propagation of the Great Depression”, *The American Economic Review*, Vol. 73 (June.), 1983, pp. 257-276.

<sup>5</sup> 参见 Cerra, Valerie & Sweta Chaman Saxena, “Growth Dynamics: The Myth of Economic Recovery”, *The American Economic Review*, Vol. 98, No. 1 (Mar.), 2008, pp. 439-457.

<sup>6</sup> 参见 Carmen M. Reinhart & Kenneth S. Rogoff, “Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes”, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 104(5), 2014, pages 50-55, May.



均 GDP 双头探底的现象。新兴经济体受金融危机的损害更大，恢复时间更长。平均每次金融危机给新兴经济体造成持续四年左右的人均 GDP 萎缩，累计萎缩幅度高达 14.8%。然后，再需要六年，也就是总计需要十年左右的时间才能使人均 GDP 恢复到危机前的峰值。同时，双头探底现象的出现概率也提高到了 49%。

金融危机造成持续的产出和收入损失以及经济低迷，已经得到大量研究证实。中等收入经济体频繁爆发金融危机的事实也逐步得到研究认可。事实上，金融危机并非高收入经济体的专利，中等收入经济体更加容易、更加频繁地爆发金融危机。

莱因哈特和罗格夫研究了八百年的金融危机数据之后认为，对于中等收入经济体来说，通货膨胀危机、货币危机、对外债务危机、国内债务危机和银行危机这五类金融危机均会频繁发生，而绝大部分高收入经济体可以完全避免通货膨胀危机和货币危机，部分高收入经济体可以完全避免对外债务和国内公共债务危机<sup>7</sup>。可见，中等收入经济体爆发的金融危机种类比高收入经济体要多，其爆发金融危机也更加频繁。

阿根廷是一个经常被用来表示存在中等收入陷阱的典型例子。根据世界银行 WDI 的数据，阿根廷 1964 年的人均 GNI 为 1110 美元，为当时美国人均 GNI 的 31%。40 年以后的 2004 年，阿根廷的人均 GNI 增长到了 3770 美元，但与美国的相对比例下降到了 8.6%。尽管此后十年阿根廷经济迅速发展，其人均 GNI 水平在 2014 年达到了 14160 美元，与美国的相对比例也提高到了 25%。但是，50 年过去，

<sup>7</sup> [美]莱因哈特、[美]罗格夫著，綦相、刘晓锋、刘丽娜译：《这次不一样——八百年金融危机史》，机械工业出版社，2012 年。





阿根廷的人均国民收入相对美国这样的高收入国家不仅没有拉近，反而更远了。阿根廷在这段时期内，并不是没有高速增长时期，反映出其增长潜力还是高于发达经济体的。阿根廷在这段时期人均 GDP 增长率的波动较大，最高时为 11.1%，最低时为-11.9%，标准差达 5.6%。造成如此不稳定的原因，正是其反复爆发的金融危机。根据莱因哈特提供的资料<sup>8</sup>，1964- 2004 年，在短短 40 年的时间里，阿根廷爆发了 13 次金融危机，其中包括 3 次外债危机、3 次国内公共债务危机、5 次银行危机和 2 次超级通货膨胀危机。当然，不同种类的危机有时候是叠加发生的。比如在 1982-1993 年持续 12 年的外债危机期间，阿根廷还爆发了 2 次内债危机和 3 次银行危机。2 次超级通货膨胀危机也是发生在这段时期。频繁的金融危机使阿根廷往往还没有从前一次危机中恢复过来，又陷入到新一轮危机的泥潭中。最近，阿根廷又开始出现金融危机，收入升级的步伐再一次停滞不前。

### 中等收入经济体为什么频发金融危机

中等收入经济体频繁爆发金融危机，是由其经济与社会转型所引发的一系列结构问题所导致的。这些结构问题可以归结为两大因素：经济因素和政治因素。

经济因素主要体现为中等收入经济体的结构转型引起财政能力不足和金融服务能力不足。

一个经济体进入中等收入的某个阶段以后，其财政收入与支出结构不能完全适应经济增长的结构变化，就容易造成财政能力不足。比如，一个中等收入经济体如果在过去主要依靠工业化实现快速增长，在其进入中等收入阶段以后，越来

<sup>8</sup> Reinhart, Carmen M., "This Time Is Different Chartbook: Country Histories on Debt, Default, and financial Crises", No. w15815. National Bureau of Economic Research, 2010.



越多的增长份额会来自服务业，而不是工业。过去建立在工业部门基础上的税收体系如果不能及时调整，将很可能出现税收增长慢于经济增长的局面。再比如，从依赖投资和贸易的快速增长，逐渐变为消费为主的增长模式时，如果政府收入来源不能及时调整，则同样导致财政收入下降。相反，财政支出的调整可能更加迅速。随着人均收入的提高，居民对养老、健康、教育等方面的公共支出的要求开始提高，政府为了适应老百姓需求的变化，往往会较快地增加这些公共支出。较慢的财政收入结构调整和较快的财政支出结构调整，将导致财政收入的增长比不上财政支出的增长。如果再碰上一次短期经济衰退，需要扩张性的财政政策来刺激经济，则政府的债务水平就会迅速提高，此时，极易发生主权债务危机。如果政府债务主要依靠国外资金来融资，则更容易发生外债危机。如果政府试图通过发行货币来偿债，或用货币化的办法来降低债务水平，则极易发生通货膨胀危机，甚至出现超级通货膨胀。

经济转型还伴随着金融服务能力不足的问题。这主要也是因为经济转型产生了新的经济运营模式和经济增长部门，这些新的业务部门难以从传统的金融服务中获得金融支持。此时，要么是政府主动放松对金融部门的管制，允许金融部门发展新的金融服务；要么是这些新的业务部门主动寻求新的金融服务模式，甚至寻求国外金融机构的服务，从而事实上打破传统的金融服务模式。这两者其实均会伴随金融自由化过程。前者是政府主动进行金融自由化，后者是被动进行金融自由化。金融自由化则是一个容易引起金融危机的过程。卡明斯基和莱因哈特研



究了 1970 年以来的金融危机和金融自由化之间的关系<sup>9</sup>。他们认为很多自由化都伴随着程度不同的金融危机，只有为数很少的国家平稳地渡过了金融自由化。在他们研究的 26 起银行危机中，有 18 起危机在发生前五 5 年内实行了金融部门自由化。莱因哈特和罗格夫在《这次不一样——八百年金融危机史》一书中也指出，在 1800 年以来的金融史中，国际资本的自由流动程度与银行危机的爆发次数呈明显的正相关关系。国际资本流动程度越高，国际上发生银行危机的次数越多。可见，中等收入经济体在发展过程中的资本账户自由化及其他金融自由化过程，均是潜在的引发金融危机的因素。

除了经济因素之外，政治因素对金融危机也起到了不可忽视的作用。尼尔·弗格森在《货币崛起》一书写到：“正如米尔顿·弗里德曼所言，通货膨胀确实是一种货币现象。但是，恶性通胀，在任何时候、任何地方都是一种政治现象，即由一个国家政治经济的根本缺陷所导致<sup>10</sup>。”这句话点出了政治因素与金融危机的关系。恶性通胀和政治的关系，在于政治体制中没有给货币当局以适当的约束，使其可以根据个别利益集团的政治需要，而无视通胀给整个社会带来的恶果，肆意发行货币。恶性通胀往往还伴随货币危机和银行危机。

对于频繁发生主权债务危机的经济体来说，政治因素同样十分关键。前面谈到的财政收入结构调整缓慢而财政支出结构调整较快，就主要是由于政治因素造成的。对于那些政治体制没有给予政府适当的财政约束的经济体来说，也容易产生过度负债和主权债务危机。

<sup>9</sup>参见 Kaminsky, Graciela L., and Carmen M. Reinhart, “The Twin Crisis: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems”, *The American Economic Review*, Vol. 89 (3), 1999, pp.473-500.

<sup>10</sup> [英]尼尔·弗格森著，刘诚译：《货币崛起》，中信出版社，2012 年出版。



政治因素更重要的影响在于阻碍建立有效的金融监管和维持金融稳定的机制，阻碍建立良好的财政纪律和维持财政稳定的机制。这是由于利益集团或者政治格局的制约，以及政治领导人被短期利益裹挟，使得长期有利的机制无法有效地建立起来。另外，政治不稳定本身也是金融危机和经济持续低迷的重要诱因。

### 避免中等收入陷阱，关键在于防范金融危机

中等收入经济体的长期增长率并不比高收入经济体低，但是由于其经济波动幅度较大，导致其经济增长率经常低于高收入经济体，甚至出现负增长。不过，短期的低增长陷阱并不影响中等收入经济体的长期增长率，通过宏观政策熨平短期波动无助于提高长期增长率，也无助于缩减收入升级的时间。经常性地出现七年甚至更长时期的低增长陷阱，则在很大程度上拉低了中等收入经济体的长期增长率。避免这类低增长陷阱，将显著提高中等收入经济体的长期增长率，极大地缩短收入升级的时间。由于造成这类低增长陷阱的原因，主要是中等收入经济体频繁爆发的金融危机，因此，要避免中等收入陷阱，关键在于防范金融危机。

防范金融危机，需从三个方面入手。

其一，政治上，要建立强有力的支撑改革和审慎监管的机制。改革和监管均触及重大利益调整，这对于转型中的中等收入经济体来说，是一个巨大的挑战。处于社会转型的中等收入阶段，正是社会阶层分化和社会格局动荡之时，各类社会主体的利益诉求，尤其是短期利益诉求容易干扰改革进程，因此，一个强有力的以长期利益为目标、支持改革和审慎监管机制的政治体制，对于维持金融稳定乃至经济社会稳定就显得尤为重要。



其二，政策上，要及时、审慎地推进财政改革和金融改革。及时的重点在于根据实体经济结构的变化，尽快改变财政收入和支出结构，确保充足的财政能力和财政可持续性；同时，也相应地改革金融服务部门，使各种适应实体经济发展而产生的金融活动有良好的生存空间并处于有效监管之内。审慎的重点在于财政支出结构转变，尤其是福利性的支出增长要保持一定的节奏，不能太快，要适应财政收入的调整步伐；同时，金融自由化也不能太快，也需要保持一定的节奏和顺序。及时和审慎看起来是相反的政策方向，实际上两者并不矛盾。

其三，技术上，要实施宏观审慎监管，维持金融稳定。历史上的金融危机，尤其是最近的美国金融危机，揭示了诸多防范金融危机的技术安排。这些安排包括：确保所有金融活动均处于监管框架之内；理顺监管机构之间的职能与分工，消除监管套利；设定相对较高的限制杠杆的资本必要条件；设置流动性要求；强调衍生品和其他金融工具的保证金要求；限制普通借款人抵押贷款的首付要求；实施逆周期的审慎监管政策等。

另外，为了尽量降低金融危机爆发时所产生的破坏性，还需要建立起有效地应对危机的机制和加速危机恢复的机制。比如，为了防止系统性金融机构倒闭造成巨大冲击，或者为了防止“大而不倒”问题产生的道德风险和逆向选择，有必要强调其设定“生前遗嘱”；为了降低银行倒闭造成的影响，有必要建立存款保险制度；还有，有必要允许金融机构出现一些小的危机，防止金融系统中的小问题逐渐演变为大危机。

对于中国这个正处于中等收入阶段的国家来说，避免中等收入陷阱，尽快进入高收入国家行列的关键，同样在于避免金融危机。



中国并不缺乏增长潜力。即使对中国经济最悲观的预测，到 2030 年之前，中国 GDP 增长率也将保持在 5% 以上。按照这一速度，中国必将在 5- 10 年内进入世界银行所定义的高收入国家行列，没有必要担心中等收入陷阱问题。如果通过改革进一步提高全要素生产率和潜在增长率，还将有助于中国更快地进入高收入国家。

### 中国是否会在近期出现金融危机

对于通货膨胀危机和货币危机，中国在近期内是可以避免的。一是因为中国目前具有一定的通货紧缩压力；二是中国具有良好的货币管理，尤其是具有良好的控制通胀的经验和工具；三是因为人民币汇率不再钉住某一固定锚，具有了较好的弹性，且经常账户总体上仍然是顺差，人民币仍然具有在长期内升值的趋势。因而近期内中国出现物价大幅度上涨和人民币汇率大幅度贬值的风险较低。公共债务危机呢？中央政府的债务水平和外债余额占 GDP 的比值均较低，可持续性较好。地方债务水平相对较高，曾经是一个可能的危机爆发点，但现在的增量控制和存量置换方法是有助于化解地方政府债务危机的。

对中国来说，比较大的金融危机风险点在于企业债务危机和银行危机。中国企业的高债务率和局部地区出现大面积企业债务违约，是近几年来反复被提起的话题。中国企业债务水平的可持续性已经是被充分认识到的一个潜在风险点。还有一个没有被充分认识到的风险点是银行危机。一般认为，以国有银行为主的中国银行体系，很难出现挤兑和银行大面积倒闭现象。然而，这并不意味着中国不会出现银行危机。挤兑引起的银行危机是银行的负债方出现了问题，但在现代经



济体系中，挤兑不是银行负债方出现问题的唯一表现形式。金融自由化过程引起的“脱媒”和大规模资本流出引起的存款外流等负债方问题同样可能引起银行危机。同时，银行的问题并不全是来自负债方，也常常来自资产质量的恶化。中国银行业的不良资产率总体上还很低，但已经在上升过程中，而且仍然存在导致不良率继续上升的因素。这些因素主要来自企业债务水平不可持续引起的风险。另外，地方政府债务置换实际上会导致银行用相对低收益的债券资产置换相对高收益的贷款，金融自由化还降低了银行的存贷利率差，这两者将削弱银行的盈利能力和化解不良资产的能力。一旦银行因负债或者资产问题而出现信贷萎缩，即使其并没有遭到挤兑或者倒闭，也可以认为是出现了一种银行危机。

可见，在中国当前是存在金融危机风险的。中国要成功跨越中等收入陷阱，关键就是要在近期内避免金融危机。而避免金融危机的关键，主要在于防止不稳健的金融自由化和对企业债务问题的不当处理。

**IGI 简介：**国际问题研究系列（Inside Global Issues）是由中国社会科学院世界经济与政治研究所国际贸易研究室组织和发布的。该系列涉及的研究领域主要为国际经济与贸易；主要成员包括余永定研究员、宋泓研究员、姚枝仲研究员、倪月菊研究员、田丰研究员、东艳研究员、李春顶副研究员、高凌云副研究员、马涛副研究员、张琳博士和苏庆义副研究员。

**声明：**本报告为非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际贸易研究室所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。本报告仅代表作者的个人观点，并不代表所在单位的观点。

欢迎通过扫描下面的二维码订阅和关注我们的微信公众平台（微信号：iwep\_ite，名称：IWEP 国际经济贸易研究）

