

# 央行数字货币与现金：替代还是共存

宋科 孙翼

**【摘要】** 在数字化时代的货币新格局下，本文重点探讨央行数字货币的兴起与现金的未来，并基于零售型央行数字货币对现金的不同替代程度系统分析其形成的经济效应。结果表明：第一，央行数字货币的产生是由数字化时代内在需求推动的，是技术进步和中央银行发展的必然结果，其中零售型央行数字货币将与现金长期共存，并对现金需求和经济金融体系产生深远影响；第二，零售型央行数字货币对现金需求的影响存在不确定性。基于支付工具选择理论，从交易便利性和持有收益性来看，零售型央行数字货币将对现金产生替代，但考虑到匿名性与普惠性需求，零售型央行数字货币难以完全替代现金；第三，通过不完全替代现金和银行存款，零售型央行数字货币将对银行体系、金融稳定、货币政策等方面产生影响，而在完全替代条件下，负利率政策的可行性与有效性需要重新评估。基于此，各国应该充分认识央行数字货币发行可能带来的利与弊，更为准确把握零售型央行数字货币及其与现金的关系，并在试点中基于本国实际不断进行检验和修正，以逐步形成更为科学合理的货币新格局。

**【关键词】** 央行数字货币 现金需求 经济效应 匿名性 移动支付

**【文章编号】** IMI Working Paper NO. 2404



微博·Weibo



微信·WeChat

更多精彩内容请登陆 国际货币网

<http://www.imi.org.cn/>

# 从经济增长的金融密码看建设金融强国之道\*

张杰<sup>1</sup>

**【摘要】**中央金融工作会议强调要加快建设金融强国，坚定不移走中国特色金融发展之路。本文试图着眼于哲学观转型视角，探寻中国经济增长的金融密码，以期为准确阐释“建设金融强国”命题提供新视角。具体地，本文基于国内外文献对中国哲学传统的三条要义即有机主义、互补主义与整体主义做了简要梳理，并由此判断主流经济学框架所依赖的西方哲学观何以在解释中国经济金融问题时具有不适用性。据此，本文重新解读经济改革以来的中国金融故事，以探寻蕴藏在中国奇迹深处的金融密码。它们主要包括：政府与市场的制度互补、银行体系与资本市场的金融支持均衡、国家与居民的“金融联盟”以及货币政策的“居中之道”。本文的结论是，建设金融强国的金融发展模式一定是中国式的，中国金融发展道路的开辟理应放眼世界，但更须立足本土和脚踏实地。

**【关键词】**中国经济增长金融强国建设中国金融发展道路哲学观转型

## 一、引言

2023年10月，中央金融工作会议强调，金融是国民经济的血脉，是国家核心竞争力的重要组成部分，要加快建设金融强国，坚定不移走中国特色金融发展之路，推动金融高质量发展，为以中国式现代化全面推进强国建设、民族复兴伟业提供有力支撑。以上论述既是未来中国金融改革与发展实践的基本遵循，也是今后摆在中国经济理论工作者面前的重大课题。要深刻而准确地理解金融强国命题和中国特色金融发展之路，首先必须“读懂中国金融”。

不过，“读懂中国金融”并非易事，问题的要害并非在于是否“读懂”本身（因为读懂总归是相对的，而且见仁见智），而是读懂过程的理论出发点以及方法论。至关重要的问题是：面对极具特色的中国金融故事，解读过程应当从何入手以及如何入手？其实，中央金融工作会议已经给出了答案，那就是坚持把马克思主义金融理论同中国具体实际相结合、同中华优秀传统文化相结合。与目前许多学者习惯于或者倾向于使用“主流经济学”理论与方法解读中国金融故事不同，本文试图选择某些角度解读改革开放以来特别是最近十余年来伴随中国经济崛起而不断演进的金融因素，以期初步挖掘隐藏在中国经济社会结构深处的金融密码。这种解读无疑具有尝试性和试错性，如果包含些许贡献，那一定是因为能够

---

<sup>1</sup> 张杰，中国人民大学国际货币研究所所长，财政金融学院教授

暂且摆脱“主流经济学”框架无所不在的束缚或困扰，而尽量将问题主线牵入包含中国哲学意蕴的宏阔视野和逻辑框架之中。

## 二、对一些误读的甄别与评判

对中国金融问题的误读通常有两种表现：一是以主流货币金融理论为参照系，评判中国金融体系基本框架及其逻辑的优劣；二是以西方主要市场经济国家的货币金融实践为参照系，判断中国货币政策操作和金融体系运行绩效的高下。虽然两个参照系的观察角度与侧重点有所不同，但出发点并无二致，那就是：但凡与主流货币金融理论相左的任何货币金融体系以及不符合西方主要市场

经济国家货币金融运行的任何货币金融实践，在理论逻辑和历史（实践）逻辑上都是站不住脚的，从而是低效甚至无效的，最终也是注定要失败的。

### （一）利率管制与金融抑制

这是人们最常见的误读。其要害倒不在于利率市场化本身有什么不好，从经济金融改革的长期过程看，它毕竟是中国金融市场化题中应有之要义。问题出在不少著述简单地从利率市场化出发看待和评判中国经济金融资源配置过程疑似普遍存在的所谓“金融抑制”现象。主流文献以利率是否受到管制作为评判金融抑制的标尺。其理由或者逻辑简单明了，那就是利率管制必然导致低利率，低利率一方面影响人们的储蓄意愿，另一方面极有可能将金融资源引导到低效配置甚至误配置的方向。

这种逻辑提炼于欧美一些国家的金融发展与利率市场化经验，而这其实也就决定了相关理论解释能力的“有效边界”。这种方案得到中国本土部分学者和政策分析人士的积极回应，以尽快解除利率管制（或利率市场化）为主线的金融市场化改革便在理论界以及政策建议层面酝酿。不过，要论证利率市场化的必要性与紧迫性，先得将中国的金融发展现状确定为“金融抑制”。令不少人感到意外的是，中国的金融现实很难符合“金融抑制”的标准轮廓甚至与此大相径庭。利率虽然长期由官方规定且保持在低水平，但是这并未像不少发展中国家那样伤及储蓄动员，更没有影响金融支持。1978年居民储蓄只有200亿元出头，1992年、2003年和2021年连续突破万亿元、十万亿元和百万亿元关口。正是有了巨额居民储蓄的持续支持，中国改革开放四十余年来才得以实现平均18%信贷增长与平均9%以上经济增长的奇迹般搭配。

仅着眼于利率绩效角度，将经济改革以来中国的金融状况解读为金融抑制，属于误读。低利率条件下的储蓄增长在主流理论中成为谜团。应该指出，利率管制会否导致金融抑制并非没有条件。在改革开放启动之后的相当长一段时间，百废待兴，经济增长亟需金融支持，但当时市场机制尚未建立，加之金融资源供求矛盾突出，若任由市场配置资金，势必因利率高企而加大资本形成成本，阻碍经济增长进程。基于此，让政府介入金融资源配置

过程，通过相应的制度设计压低利率，将稀缺资源配置到对改革与增长最有利的方向，不但不会影响资金使用效率，反而有助于降低资金成本和促进经济快速增长，因此不存在严格意义上的金融抑制。不过，当经济进入中低速增长阶段之后，利率管制的正面效应开始减弱，而金融市场配置资源的正向效应随之增强，在这种情况下，如果利率市场化改革滞后，则会导致经典意义上的金融抑制。从现实金融改革过程看，为避免陷入金融抑制困局，决策层审时度势开启了利率市场化进程。如 1996 年取消拆借利率管制；2007 年推出上海银行间同业拆放利率(SHIBOR)；自 2013 年 7 月起全面放开金融机构贷款利率和发布贷款基准利率(loanprime rate,简称 LPR)；2015 年 10 月取消存款利率浮动上限；2019 年 8 月完善 LPR 形成机制，由贷款基准利率改为按公开市场操作利率加点报价等。

## (二) 银行市场化改革

不少人试图从市场结构角度谋求改变中国原有的银行体系，未曾料想，短短十数年，肩负各方利益诉求、踩着降低了的门槛溜进市场的一些中小银行便次第“暴雷出险”，而迄今不少处于风险潜伏期的类似机构尚未排除险情隐患。这种状况一时让曾经力推调降银行市场门槛的所谓金融市场主义者难以理解更难以接受。殊不知，此番银行市场化改革的挫折源于人们对银行市场结构及其竞争性质的误读。不用强调，主流理论长期尊奉竞争可以改善市场结构进而增进资源配置效率为主臬，断言资源配置效率问题就是竞争问题。循此逻辑，竞争具有包医市场百病的奇异功效。不少人便由此出发顺理成章地评判银行市场结构的非曲直，认为中国本土银行市场的最大问题就是竞争不足。就银行市场结构本身而言，它到底应当具有何种性质？或者直白地问，它究竟更适宜于垄断、垄断竞争抑或完全竞争？不用讳言，经典的主流经济学理论并未就此问题给出确切答案，

它自始至终以普通产品市场为参照样本。这就意味着，其理论的有效性疑似止步于一般实体经济部门及其产品市场或者非银行市场。可以说，现代经济学在银行市场结构领域留下了一个巨大的理论空白。按理说，面对此情此景，中国本土学者应当毅然决然地抛弃那些并不适用的主流理论，通过讲述中国自己的银行市场故事来填补这个理论空白。

不妨直言，银行市场本身具有有限竞争性质。其实道理很简单，不像主流理论所描述的一般企业（或产品）市场，在银行市场上，一家银行倒闭不只是这家银行自己的事情，而是整个银行体系的事情。其中的关键是银行资产的高货币资金比例及其同质性（就普通消费品而言，某一品牌出了问题，人们通常不会抵制其他品牌），由此造成人们会因某个银行出事而不明就里地去挤兑任何其他银行机构，却不管（因信息原因也无从去管）它们是否真的出了问题。问题的严重性在于，银行挤兑遵循“先到先得”原则（而不像企业破产偿债遵守“按序排队”规则）。如果为了提高竞争性而降低进入门槛，让更多银行机构进入银行市场自然有助于提高市场竞争，是否增进了市场效率不太好说，但出现风险的概率一定是大大提高了。仅照此看，国内学术界一度流行的所谓“最优金融结构”，就不是银行（特别是中小银行）越多越好了。

当然，倡导银行有限竞争并不是否定银行市场化（银行市场化并非只是意味着单方面降低市场门槛增加银行进入数量，它具有更为丰富也更为深刻的含义，如涉及银行制度设计、银行行为模式等），更非为原有国有商业银行体系辩护，而是提醒人们，银行市场化本身是有清晰的有效边界的。在有效边界内，银行市场化能够通过促进银行间竞争提高金融资源配置效率，而一旦逾越了有效边界，则会事与愿违，轻则酝酿局部银行风险，重则导致全面金融危机。简言之，从一般意义上讲，相较于具有完全竞争性质的普通商品市场，银行竞争是有限度的，由此决定银行市场化的有限性。而对于在中国经济改革过程承担了特殊金融支持使命、堪称“国之金融重器”的国有银行体系而言，秉持有限市场化理念就显得尤为重要。中央金融工作会议强调，国有大型金融机构是服务实体经济的主力军和维护金融稳定的压舱石，支持国有大型金融机构做优做强，同时严格中小金融机构准入标准和监管要求，由此勾勒出未来中国特色银行市场化改革的基本路径。

### （三）资本市场的性质与角色

一开始人们误以为西方主要经济体的企业（通常指非金融企业）是靠资本市场融资的（不是股票就是债券，尤其倚重前者），不少人认为这是符合现代市场经济要求的先进金融方式，或是成熟企业制度的金融标配。而中国经济改革过程中大量企业看似还在靠银行贷款这种“落后而又老土”的做法解决融资问题。上述看法经过主流教科书的普及、大学课堂的传播以及各类媒体的推广，逐步得到社会各个阶层的广泛认同。后来我们对欧美金融体系特别是资本市场有了更多了解，逐渐意识到在这些国家的企业资本结构中，最重要的依然是银行贷款而非债券更非股票。暂且先不去论证在理论逻辑上市场主导型金融体系是否一定优于银行主导型金融体系，至少在历史（或现实）逻辑上，传统银行主导型国家实施市场主导转型的既有努力，迄今罕有成功的先例。比如，德国曾三十年如一日致力于向资本市场主导型金融体系转型，却最终未能“修成正果”（张晓朴等，2021）。中国若步其后尘，其结果恐相去不远。市场主导转型并非人为减少几个或几十个百分点的银行资产或者增加几家上市公司和投资银行那么简单，它终究是社会经济各个相互有机联系着的层面一系列博弈演进过程的结晶。如果社会经济基本结构及其金融需求依旧，它就一定不会疏远甚至放弃与之匹配的金融体系。

与此紧密牵连的，至今依然有不少学者认为，在中国经济改革过程中，资本市场之所以长期萎靡不振，是因为受到银行体系特别是国有银行体系的挤压。我们需要在意的是，这些误读有时会干扰政策判断，带乱改革节奏，让原本接着地气的金融发展步履因一时脱离国情而“踩空”甚至走了弯路，最终付出无谓的改革成本不说，贻误总体改革发展的重大机遇则兹事体大。话说回来，人们在银行体系与资本市场相互关系问题上深陷认识误区，在很大程度上凸显出对中国金融体系结构特别是金融支持结构的不甚了了。或许，让奉资本市场为神灵者感到惊讶的是，中国经济改革以来，资本市场不但没有像人们所预设的那样与银行体系陷入“零和博弈”的困局，实际情况反而是，基于整体金融制度设计，它与银

行体系结成一种特殊的“金融组合”，相互借力共同拧成金融资源配置“合力”，出乎意料地为改革中的经济增长提供独特的金融支持，并联袂走出金融发展的中国道路。

人们还高估了资本市场之于经济增长和金融稳定的重要性以及股市不景气的危害，以为股指下跌多少点就意味着经济金融运行摊上大事了。其实，早在1988年，前美联储主席格林斯潘在遭遇“黑色星期一”成功救市之后就曾惊叹股市下跌甚至崩盘对经济的影响微乎其微，因为大多数股票持有者并不是通过债务融资（格林斯潘，2013；伯南克，2022）。由此透露出：股灾对经济的负面冲击有限但并非没有条件，这个条件便是银行体系和信贷市场依然可以稳健运行。比照中国情形，上述推论尤显特殊重要性。可以说，改革以来中国经济金融运行在资本市场一度低迷震荡、乱象频发的情况下依然能够长期保持平稳增长，银行体系与信贷市场的稳健支撑功不可没。如此看，早年教科书中和大学课堂上有关“股市是国民经济晴雨表”的论断亦可以休矣。顺便赘述，若追根溯源，这种“晴雨表判断”大致基于所谓的“有效市场假说”，其理论基因则来自芝加哥学派的市场自由主义母体。“股市繁荣是对经济乐观的理性反应”一类判断，就连执掌美国货币当局十八年有余（算得上遍尝金融市场“愁滋味”）且坚定秉持自由市场信念（算得上彻悟主流理论三昧）的格林斯潘都不相信。

人们对资本市场功能也有极深的误解。中国经济金融改革已历四十余年，资本市场创设也有三十多年，按理说，人们对此的认识应当既深亦准，但迄今依然有不少人坚信，对于企业，股票市场就是单纯的筹资市场。与此同时，广大股民也误以为，股市就是让他们反复炒作借以赚取暂时性回报的“涉赌”市场。殊不知，姑且抛开股权融资过程的所有权内涵这样的高深问题不论，股票市场的最基本功能既非让企业筹资更非供股民炒作。世界银行(2016)一项有关融资问题的专门研究结果表明，无论高收入国家还是发展中国家，股票融资在企业融资中的作用皆弱于债券与信贷。那么，股票市场的核心功能又会是什么呢？答案或许出人意料，那就是创造并收集市场信息，减少资本供给者和需求者（企业）之间的信息不对称，以及改善公司治理结构，从而增加企业筹资能力。由此角度看过去，再联想到前述格林斯潘的惊叹，以及中国经济增长和金融稳定几乎与股市行情毫不相关的现实，不少人想必有梦中惊醒、拨云见日之感。

#### （四）国家负债的方式

或许出乎不少人意料，有关国家负债方式的误读竟然由一度莫名其妙流行的所谓现代货币理论(MMT)引出。简言之，其要义大致是，平衡财政理念已然过时，一国中央银行的货币政策应当与伴随赤字运行的财政政策统筹考虑。说得更直白一些，就是不要忌讳借助“发票子”（货币发行）弥补预算“窟窿”（财政赤字）。国内个别学者循着这一理论借题发挥，甚至对伴随中国改革增长进程数十年包括中央银行在内的金融体系的金融支持颇有微词。特别是，在经济增长放缓背景下，不少人误以为包括中央银行和国有商业银行在内的整个银行体系，“财或累万金，而不佐国家之急”（见《史记·平准书》），眼睁睁地看着国家财政

在那里苦苦支撑。此类针对银行体系的严重误读，已在局部产生混淆视听后果，久而久之或可影响政策思维，进而触及甚至动摇中国特色金融发展逻辑。因此，大有坐下来说道说道以厘清是非和正本清源的必要。

关键的问题在于，经济改革以来金融体系是否面对国家财政困局而选择袖手旁观？这显然不是一个简单问题，若要得到令人满意的答案，则需着眼于全新的叙事逻辑。从传统或主流的叙事逻辑看，基于长期复杂的演进过程，在欧美主要市场经济国家，财政赤字与中央银行的货币发行机制相互勾连乃至彼此依存似乎天经地义。欧洲早期的现代银行制度（包括中央银行制度）无一不是伴随国家财政需要（特别是战争开支）而建立。一旦国家财政出现赤字便借用发行债券方式进行弥补，这并不算什么大事儿；而如今由中央银行出面吞吐政府债券以调节市场流动性，更属稀松平常的货币政策操作。若借用现代货币理论的表述，主权政府债券的出售与货币操作功能完全对等(L.兰德尔·雷，2017)。或者说，在欧美大部分国家，财政与央行如同孪生，关系紧密到形影不离。从某种意义上看，这纯属西方财政货币制度演进的长期博弈均衡，博弈过程几乎伴随西方经济史的始终。问题是，上述基于欧美叙事的逻辑并未在中国经济改革进程中得到呈现。呈现在中国人民银行资产负债表中的具体情形是，从1998年开始，资产中对中央政府债权长期徘徊于5%上下，一些时期几乎达到可以忽略不计的程度，由此似乎表明央行资产几乎与国家财政没有太大关系。不仅如此，《中国人民银行法》也规定，不对政府财政透支，不直接认购和包销国债及其他政府债券。仅由此看，中央银行不佐国家财政之急，似成定论。不过，正是在这里，实际情形却被主流的叙事逻辑完全遮蔽了。

毫无疑问，我们需要重建全新的叙事逻辑。若展开中国经济改革的历史长卷，人们会惊讶地发现，中国的货币金融机制以完全不同于西方的叙事逻辑而与国家财政机制发生广泛而深刻的联系。基于中国特有的叙事逻辑，弥补财政赤字的通道，除了传统或典型的央行购买国债方式，还有更具实际意义的金融方式。金融方式包括货币方式与信贷方式，前者大家熟知，前述西方国家央行如动用基础货币购买政府债券弥补赤字则属此方式；对于后者则绝大多数人不甚了了。在主流理论看来，利用普通信贷方式弥补政府财政赤字纯属离经叛道甚至荒诞不经。因此，在流行的财政金融教科书中，很难找到相关论述。弥补财政赤字的信贷方式必然牵扯到商业银行体系，但并非所有的商业银行均可担当此任。在经济改革以来的中国财政金融叙事中，我们发现了一种长期默默无闻“佐国家（财政）之急”的特殊商业银行体系，那就是国有商业银行体系。

国有商业银行体系的现身蓦然间刷新了人们观察中国财政金融关系的视界。借助于此，主流视野中的国家负债格局将为之一变，并进一步牵扯到M2以及居民储蓄这些更为深刻也更为隐秘的层次。尽管在绝大多数人看来，它们与国家负债“风马牛不相及”，从而不存在什么值得深入探究的价值。简言之，国有商业银行体系为国家负债提供了一种意味深长且意义非凡的金融方式。不过，对于国家负债的金融方式而言，国有银行体系只是平台或

者通道，居民储蓄才是主角，为改革中的经济增长提供持续而有力的金融支持是其共同目标。这种制度设计的真正奥妙及其价值在于，它能使普普通通的居民储蓄借助国有银行体系从商业银行体系的普通债权人转换为国家层面的特殊债权人。一开始，居民储蓄进入银行体系账户的过程平淡无奇，但此后这笔“钱”的去向则耐人寻味，其中的不小比例用在了原本应由财政支持却因财政下降而无力支持的长期项目上。于是乎出现了一个理论盲区。若只拘泥于主流教科书的负债形式，国有银行的部分居民储蓄存单无论如何都难以与国家负债扯上关系。可一旦着眼于负债的实际功用，则居民储蓄存单与国家负债之间的距离便会被迅速拉近。在这种情况下，若只执拗地坚守主流叙事逻辑，而不设身处地地从中国本土叙事逻辑出发，则银行体系“佐国家（财政）之急”（尽管是隐蔽的和间接的）的实际贡献就会被顺理成章地忽视甚至排除。

不仅如此，循着上述全新的叙事逻辑，诸多困扰理论界多年的经济金融谜团便会“云开雾散”。比如，人们曾经对 M2 扩张情形下的 CPI 低走大惑不解，除了实体经济保持稳定增长从而总体市场供求维持平衡状态这一更为基本的因素之外，借由国有银行体系的储蓄动员机制还极大地减轻了外汇储备以及货币政策操作需求可能施加于央行资产负债表特别是 M0 的直接压力。在经济改革以来的绝大部分时期，面对迅速增加的外汇储备和 2014 年以来逐步走高的货币政策操作资金需求（如逆回购、再贷款等），仅依靠商业银行缴存的巨额准备金存款就足以从容应对，而其中的最大比例便经由居民储蓄存款转换而来。

有人认为中国的 M2/GDP（即经济货币化比率）过高，美国的该比例最高也未超过 90%，1950 年以来更是长期低于 60%。而作为发展中经济体的我国，2014 年以来该比例一直保持在 200% 以上。其实，若将 M2 中的“金融负债”成分剔除（加上货币供应量统计口径调整），还原或者通约为标准的欧美货币金融样貌，则中国经济的货币化比率并不比美国高多少。此外，有人认为中国企业杠杆率或外源融资比例偏高，如根据国际清算银行提供的数据，2018 年中国企业部门杠杆率为 149.1%，远高于发达经济体的平均水平（89.5%）。我们不否认近年来中国企业特别是国有企业的杠杆率显著提高，外源融资比例上升不少，但如果考虑到国有银行针对国有企业贷款中所包含的“内源融资”以及金融补贴成分（张杰，2017），则实际杠杆率或外源融资比例就没有统计数据所展现的那么高。也就是说，在基于中国本土经验的叙事逻辑中，问题并没有想象中那么严重，我们完全没有必要因某些并没有实际意义的数据比较而乱了方寸。

由此还可进一步洞悉财政汲取能力与银行汲取能力的力量消长及其制度搭配。经济改革以来，我国财政汲取能力（财政收入/GDP）迅速下降，1978 年为 31.1%，1995 年降至 10.5% 的谷底，目前徘徊在 20% 上下。此种财政下降趋势当为放权让利改革中应有之义，本不该大惊小怪。但问题是，改革开放四十余年来全社会投资非但没有受此影响，反而以年均 20% 以上的极高速度扩张，经济增长也达到年均 9% 以上的水平。当然，这些都不能凭空信手拈来，而需要真金白银支撑，问题是，钱从哪里来？如果用我们已经十分熟悉的

M2/GDP 表示银行汲取能力，其在改革伊始几乎与财政汲取能力持平，只有 31.8%，但此后随着改革开放进程的推进，则几乎是一骑绝尘般迅速提升，2020 年一度超过 215%。据粗略统计，1978 年至 2021 年，银行体系的平均信贷增长达到 18.6%。完全可以说，在改革以来财政下降的总体趋势下，如果没有足够规模的银行信贷支持，一定高速增长的经济增长和社会稳定将难以保持。而在巨额银行信贷规模的背后，站立着的则是规模更为巨大且表现十分稳定的居民储蓄存款，2022 年已经突破 120 万亿元。一言以蔽之，改革以来，互有消长的财政汲取能力与银行汲取能力以极为鲜明的“中国方式”实现了组合，从而合力保持了经济增长和社会稳定。这就是问题的要害所在。当然，也应看到，这种国家负债和金融资源配置方式会因银行体系易受政府干预而导致地方政府债务扩张以及银行系统性风险积累问题。

### （五）中央银行的独立性

主流货币金融理论通常用通货膨胀指数评判和衡量一国中央银行的独立性，并大致通过了欧美主要市场经济国家央行货币政策绩效的检验。但有意思的是，若将上述标准及其验证结果应用于中国的央行制度及其货币政策效果，则会得出自相矛盾的结论。依照主流理论，经济改革以来中国在经济高速增长的情况下长期保持较低通胀水平，中国人民银行无疑具有较强的独立性。面对于此，主流教科书十分明智地选择了“敬而远之”，而更多的本土学者则继续沿着主流理论指引的路径为增强中国人民银行的独立性而奔走相告。其实，中国央行独立于地方政府但不独立于中央政府。对于这种独具特色的“中式央行独立性”，主流教科书和既有的一些本土研究没有给出合理解释也无意探寻新的解释甚至不可能给出经得起推敲的解释。有人曾经论证，中央银行的独立性具有显著的阶段性特征，如古德哈特基于各国中央银行演进历史进程，证明其独立性大都是在完成了经济高速增长之后才逐步实现的（参见张晓晶，2022）。但这种结论并不符合中国央行的叙事逻辑，事实是，中国央行的独立性与经济是否完成起飞无关。

对此，早在 20 世纪 90 年代初期，时任中国人民银行行长的朱镕基已有相当明确且十分经典的推断，相关内容真实而完整地记录在 2011 年面世的《朱镕基讲话实录》第一卷中。在 1993 年 6 月 9 日的一次讲话中，他就提出“要把省人民银行的权收上来，交给专业银行”。这是迄今有据可查的主政者有关国有金融机构独立于地方政府的最早观点。在当年 7 月下旬的两次讲话中，他进一步强调：中国人民银行“权要收到中央来，否则，金融一定失控”；“绝对不允许地方政府干预中央银行的工作”。他谈及这样做的理由时认为：“这不是哪个人高明不高明的问题，而是一个所处地位的问题。因为局部不管全局，只要自己发展快就行，不知道快到什么程度就会影响全局。”1994 年 1 月 15 日，他在全国金融工作会议的闭幕讲话中更是直截了当地指出：“银行不能独立于党中央，不能独立于国务院，但要独立于地方政府和国务院的各个部门”，可谓直击“中式央行独立性”的要害。

基于从本土货币金融故事提炼的理论逻辑，笔者曾经提出“中国人民银行独立性假说”

（张杰，2011b,2019),为上述朱镕基循着历史逻辑（现实经验）得出的观点作了理论抽象。需要特别指出的是，朱镕基实际上已经挑明了，地方政府干预金融的不良后果与地方政府某些领导的水平（高明与否）无关，而是其固有的“局部效用函数”使然。由此引申开去，仅从理论上讲，更高一级政府之所以可以干预金融且不会造成严重不良后果，与其拥有的“全局效用函数”强相关。话说回来，主流理论之所以强调央行独立性，其要义不外乎尽可能防范其货币政策行为由局部利益集团裹挟。正因有了这种非同寻常的独立性，中国人民银行才能在变动不居的国内外严峻形势下坚守货币政策的“居中之道”（易纲，2021),也能够在经历数十年高速增长之后使经济放缓到足以保持稳定增长（而非大起大落甚至陡然下降）的程度，也能够在全球货币政策“大水漫灌”的汹涌波涛声中保持从容有度、进退有据的节奏。

### 三、哲学观转型是关键

细究起来，金融误读的根源或许在经济金融理论之外，或者更直白地说，在于未能同步完成哲学观转型。

#### （一）哲学观和历史视角的重要性

改革开放以来，经济学特别是金融学在中国一度成为显学，自然惹得人们趋之若鹜，久而久之，该学科的从业者逐渐忽视甚至排斥其他学科及其视角的重要性，其中以对哲学、历史文化的轻视尤甚。不良后果很快显现，哲学和历史视角的缺失以及对中华优秀传统文化的忽视，在很大程度上阻塞和遮蔽了人们面对中国经济金融运行而发微抉隐的通道以及“窥全豹”的视野。

缺乏哲学和历史视角的经济金融分析是不成熟的。上述所列金融误读，都在很大程度上源于哲学观缺陷及其导致的视角偏误。显然，本土经济学家需要尽快完成包含历史文化视角在内的哲学观转型，而中国哲学特别是古代哲学是亟需补上的第一课。冯友兰(1948)曾经说过，哲学不仅是知识，更重要的是生命体验。不妨借用过来说，经济学需不需要数理尚难定论，但必须哲学化；经济学不仅是知识，更重要的是现实体验。说得重一些，没有哲学支撑和导引的经济金融分析，充其量只是数理模型和计量结果的简单堆砌。对此，来自金融实践第一线的实干家们无疑最有发言权。如美国职业银行家杰米·戴蒙(2021)就曾对经济模型做如斯评价：它“根本不能解释人类的大部分行为”，“许多关键因素过于复杂或属定性，根本无法将其纳入模型”，例如“在评估一个公司或经济体时，模型往往不能正确解释文化和道德的因素、参与者的品格”，以及“作为秘密武器的自信的力量”等等。那么，哲学特别是中国古典哲学究竟能对消解金融误读提供哪些帮助呢？

#### （二）中国哲学的特质

关于中国哲学的特质，国内外文献已有相当全面系统且清晰精辟的诠释。概言之，与

西方近代以来的机械论宇宙观相比，古典中华文明的哲学宇宙观强调连续、动态、关联以及整体的观点；中国思想家普遍遵循有机世界观，其所谓“道”“理”即指事物间的有机秩序；从有机整体主义出发，宇宙的一切都相互依存、相互联系（陈来，2015；谈敏，1992）。中国人目光所及尽是参差相依的有机世界，而在西方主流哲学视野中，则全是同质东西（如原子）构成的无机世界。有机主义与无机主义之分野便由此初露端倪。北宋张载有云：“一物两体者，气也”，气动“则聚而有象，有象斯有对，对必反其为。有反必有仇，仇必和而解”（《正蒙·太和篇》）。意思是说，相反的东西不是你消灭我、我消灭你，而是统一为新的包含两者合理的东西（参见吴承明，2006）。这无疑是中国传统哲学所特有的互补主义的振臂一呼，与西方主流哲学思潮倡导的替代主义明若泾渭。英国汉学家葛瑞汉(2003)认为中国人倾向于视对立为互补，西方人则强调彼此冲突（消灭对方），当为透彻之论。由气之逻辑展开，还可臻于整体主义。南宋朱熹说：“一气之周乎天地之间，万物散殊虽或不同，而未始离乎气之一”（《朱子语类》卷二十七）。西方哲学认为物质世界由原子构成，而原子具有可分性和个体独立性；中国哲学主张物质世界由气生成，而气具有连续性与整体性。世界为一存在整体，这是儒道各派哲学宇宙观的基本立场。在中国文化传统中，个体绝非原子（可独存），而是社会系统整体的构成部分；离开整体的个体将无法独存。换一角度看，由于众多个体在整体中紧密关联（而非独立），因此，任何个体的变化或变易都将产生“牵一发而动全身”的后果。循此逻辑，社会经济改革方案都应着眼整体，讲究协同，避免单兵冒进。

从国外文献看，经过几代学者特别是早期启蒙思想家和后来汉学家的长期努力，中国哲学的基本面貌及其特质早已得到廓清和确认。法国社会人类学家葛兰言（参见安乐哲，2009）和美国汉学家牟复礼(2016)均认为，宇宙及其组成部分之间的往复变化主宰着中国的思想信念，由此形成次序观点服从于相互依赖观点的特质；中国的宇宙生成论主张宇宙各个部分从属于一个有机整体。英国科技史家李约瑟(1990,1999)对葛兰言的说法作了进一步阐发，认为中国哲学是一种有机物质主义或有机自然主义。他将中国的“道”理解为自然秩序，把一度完成中国哲学综合的宋代理学视作“比任何欧洲思想更接近于有机论哲学的哲学”。法国汉学家程艾蓝(2018)强调，中国思想更重视动态生成模型，而非因果模型；中国人更愿强调阴阳两极，以维持生命轮替之流和全部有机现实的关联特征；最终形成一个观念：世界不是一个个分开、独立的实体组合，而是整体与部分之间延续的关系网络。法国启蒙思想家孟德斯鸠在其传世之作《论法的精神》中讨论中国习俗、礼仪与法律的关系，其中谈及中国并不因为被征服而丧失其法律秩序，因为它与习惯、风俗和宗教相为揉捏组合，俨然成为一个整体，所以不可能一下子把这些东西统统改变掉。实际上，上述讨论也从另一侧面说明了中国文化与哲学传统的有机联系特质。

不过，中国有机论宇宙观的短板不应忽视，需要直面。对此问题，中外学术界围绕所谓“李约瑟之谜”已有超过半个多世纪的热议与争论，相关内容俨如常识已被人所熟知，在

此自然无需详述。<sup>2</sup>①不过，同时需要提醒，就经济金融分析而言，过去数十年的“西学东渐”使得主流经济学的工具理性（只求经济利益最大而不顾是否有碍社会利益增进）几乎完全遮蔽甚至挤出了道德理性或者辩证思维（国内学术界曾就经济学是否讲道德争论多年）。因此，虽然工具理性或者所谓科学理性在总体上更有利于科学发展，但对于过度工具化的中国经济金融研究来说，却亟需“补”上有机论和辩证思维这一“课”。<sup>3</sup>

有理由推测，在被新古典“挤出”或者“净化”的诸多古典哲学因素中，原本就不占主要地位的中国有机论元素当在其列。可未曾料想，这种“挤出”或者“净化”却为几个世纪以后主流经济学面对中国经济金融故事的误读与误解埋下了伏笔。如果最终能够证明当年一系列针对古典传统的经济学“革命”的确导致了经济有机主义哲学元素的消弭，那么，如今主流经济学部分失去解释中国经济金融运行的能力则可以推知。

### （三）哲学观转型的意义

无论中西，哲学问题所涉深广，架构宏阔，演进绵长，对其进行系统梳理，既非本文主题所能担负，自然也不是本文的主要任务。但仅就以上所及，已然表明哲学观转型对于消解有关中国金融故事的误读与误解似不无裨益。尤须强调的是，中国哲学传统的三条要义（有机、互补与整体）值得以洞悉中国金融机理为己任的本土学者反复琢磨体悟。金融制度无疑具有“有机”性质，世界上现存的经济金融制度是一个个独特而鲜活的生命体，相互之间其实难以简单比较。话说回来，只有“无机”的东西，或者将原本有机东西中的生命成分抽掉（原子化或者标准化），硬生生变成“无机”的东西，才能被扯到一起进行比较。而主流金融学就是如此对待各国特别是后进国家的金融制度的。因此，将那些已被主流金融学割裂得支离破碎的中国金融制度的“无机”碎片（原子）重新拣起，按其初始逻辑重新组合，并为其输送历史的和文化的氣息，以恢复其自然勃发的生命状态，当为讲述中国金融故事进而构建金融分析新范式甚至创立中国金融学新框架的基本前提。

透过围绕国有银行不良资产的理论分歧，可以最为真切地体会到哲学观转型的至关重要性。这种理论分歧表面看是分析视角或者研究方法不同所致，其实是经济哲学观的差异使然。基于主流理论的无机视角，不良资产就是不良资产，针对这种“病症”的解决方案只有一个，那就是将其从银行的资产负债表中直接“切除”。若着眼于中国的有机哲学观，不良资产未必就是不良资产，它在银行资产负债表中的不良表现或许在别处体现为对整个经

---

<sup>2</sup> 以下仅列举几个具有代表性的看法（参见吴承明，2006）。爱因斯坦曾经谈及，中国科学发展不理想的原因在于缺乏希腊哲学家发明的形式逻辑体系以及借助系统实验找出因果关系的基本制度。杨振宁也曾判断，传统中国文化只有归纳，缺少实验。吴承明言及中国儒学，认为辩证思维重于逻辑思维，宋儒只有归纳而无演绎；但对于科学发展，演绎更为重要。熊彼特(1991)认为，中国古代典籍对经济政策甚至货币管理多有关注与讨论，“但是没有留传下来对严格的经济课题进行推理的著作，没有可以称得上我们所谓‘科学’著作的（成果）”。有人将上述针对中国经济早熟但分析滞后的判断称之为“熊彼特之问”，并进一步拿改革开放以来经济创造奇迹但理论范式阙如的现象佐证（参见张晓晶，2022）。

<sup>3</sup> 顺便提及，中国哲学观点曾经借由17、18世纪的欧洲启蒙运动而“东学西渐”，并深刻影响了西方有机论哲学的形成。就本文所关注的经济哲学主题而言，中国哲学传统对法国重农学派经济有机论框架的形成沾濡浸润尤甚，这由该学派主要代表人物魁奈曾被誉为“欧洲的孔子”可见一斑（参见谈敏，1992）。

济改革与增长进程的金融支持。因为国有银行是整个经济金融体系“有机体”中的一个制度部件，在其账面上出现不良资产，并不必然表明真正的“病灶”就在此处。如果贸然一“切”了之，极有可能从此扭曲甚至斩断事关长期增长绩效的金融资源配置链条。不仅如此，从长期看，此类性质的不良资产还会“春风吹又生”，因为经济改革与增长本身或许需要此类不良资产在国有银行账面上的继续积累。

总而言之，有机主义、互补主义以及整体关联视角是中华文明特有的思维方式与价值取向，也是构建中国特色社会主义市场经济体制以及人类命运共同体理念的哲学渊源，自当成为我们思考中国经济金融问题的基本哲学出发点。只有如此，才能走出“金融误读”困局，洞察中国金融发展和金融强国之道，探寻并破解中国经济增长的金融密码。

#### 四、蕴藏在中国奇迹深处的金融密码

国际学术界一直将 20 世纪 70 年代末期以来的中国经济增长称之为“中国奇迹”，但在看似赞许的言辞背后却是满满的疑惑和不解。面对于此，多数人首先不是寻找造成奇迹的机制或者密码，而是惊讶于中国在欧美经济崛起道路之外另辟蹊径的反常性与意外性，将特色理解为落后或者“反例”。若着眼于上述有机主义哲学观，任何有根系的经济金融体制，相互之间根本谈不上谁与谁接轨以及接不接轨的问题。在经济史上，简单接轨罕有成功先例，失败例证却不胜枚举。对于主流经济学的长远发展而言，眼下有两件事情需要赶紧去做：一是“消化”中国改革开放进程凸显的若干悖论，二是“安顿”多少有些另类的中国经验（包括中国教训）。由此看，中国经济学的成熟与发展，其标志不是与主流经济学框架是否接轨，而是如何讲好中国故事，找到中国经济增长的密码特别是金融密码，进而改造和扩展主流经济学，使其具有更为广泛的解释力。借助经由上述哲学观转型重塑的独特视角，中国经济增长金融密码的破解似乎有迹可循。

##### （一）政府与市场的制度互补

虽然这种景象不直接涉及金融层面，却是窥探金融层面诸多密码难以回避的重要基础。需要指出的是，政府与市场的对应划分属于主流经济学的基本做法，原本不适合解释中国的相应情形。因为在中国的叙事逻辑中，政府从一开始就参与了市场形成过程，是市场制度的建构者。从严格意义上讲，政府是市场的组成部分，抑或政府与市场是包含关系。既然如此，将政府与市场牵入制度演进弈局而“隔河对垒”无疑是一种角色定位舛误。其实，国内外学者们时常发现，自己总是“缺乏恰当的术语、概念和理论来描述中国独特的政治经济体制”，从而不得不使用“在非中国经验背景下”形成的各种概念和理论，结果难免“带来误解甚至扭曲”（郑永年和黄彦杰，2021）。但这种对应表述在学术界已然约定俗成，因此本文依然加以沿用，以免造成新的不必要混乱。正是基于这种考虑，同时为了契合前述中国哲学基础，姑且取折衷立场（既非对立也非包含），不妨将政府与市场视作一种互补结构。

<sup>4</sup>主流经济学有关政府与市场关系的讨论，自亚当·斯密经由凯恩斯直到如今，一直不绝如缕，相关文献也是汗牛充栋。虽然不时有人试图探索政府与市场的边界（参见坦茨，2014），但基本看法仍然倾向于两者间关系大致此消彼长，而基于市场的经济制度优于基于政府的经济制度。之所以如此，正如美国人类学家格雷伯(2012)所揭示的那样，资本主义有一个“秘而不宣的丑闻”，市场规则与自由理念只是征服者攫取巨额政治回报以及商业利益的“遮羞布”。但在主流经济学框架中，欧美市场体系被打扮成自由市场的温柔化身。张夏准(2009)曾提出“隐藏梯子”命题，认为发达国家昔日借助某些梯子（国家力量）爬到了今天的高度，如今却一脚把“梯子”踢开或者隐藏起来，转而向发展中国家兜售或强制推销所谓的“好制度”（市场制度）。进一步地，尽管主流框架在理论逻辑上排斥政府而崇尚市场，但在历史逻辑上极尽政府强制之能事，从而形成耐人寻味也极具欺骗色彩的逻辑错置。因此，若要借助构建政府与市场的互补视角来窥探中国增长密码，须首先避开主流框架精心隐藏的政府与市场的替代误区以及混淆污名陷阱。

令人颇感意外的是，若将文献检索范围稍作扩大，则不难发现，单方面强调市场的重要性以及用替代来定义政府与市场的关系似乎仅局限于主流经济学“圈子”。其中，欧美一些人类学和政治学领域的学者对此问题的分析颇具颠覆性。如波兰尼(2013)、福山(2014)以及格雷伯(2012)等虽着眼不同角度，但均倾向于认可：市场是政府演进的结果，其作用远小于想象；政府与市场若离开彼此都将无法维系。不过，经济学领域并非没有建树。大概受到 20 世纪 50 年代以来东亚经济奇迹的刺激，人们开始在主流框架之外探寻政府与市场的新关系。其中最具代表性者，如青木昌彦等(1998)基于东亚经济发展经验（政府推动）提出“市场增进”观点和“政府内生”命题，开宗明义地指出不能将政府和市场“视为相互排斥的替代物”，不仅如此，他还破天荒地认为政府具有“补充培育民间部门协调秩序”（亦即市场秩序）的功能。斯蒂格里茨(2002)也直言，现在该是提出“政府和民间（或市场）作为伙伴如何互补地共同作业问题”的时候了。科斯(2013)更是基于中国经济发展特别是改革以来的增长经验提出“中式市场经济”命题，认为中国的繁荣发展是“由草根发起的改革与政府领导的政策试验共同推进的”。或者说，是（政府）“自上而下”与（民间）“自下而上”两种市场化努力的合力结果。不过，以上只是基于 20 世纪 50 至 70 年代以来东亚（包括中国）经济发展经验的短期分析结论，虽相对于主流框架开辟了新路，但就解读中国增长的长期制度绩效而言，观察视野仍显局促。由于不能触及历史纵深，一时难以分辨经济改革过程政府与市场的互补格局究竟是短期过渡现象还是长期制度结构。

在中国，政府与市场的互补传统已然延续了几千年。经过长期的历史积淀，最终形成一种植根于制度结构深处的独特机制。一些研究表明，政府与市场的“互补实验”在滥觞于西周的“坊市制度”中已有体现（赵冈和陈钟毅，2006）。明清之际思想家顾炎武在《郡县论》中深刻剖析了中国历史上两个基本制度框架即“封建”与“郡县”的优劣，认为前

---

<sup>4</sup> 此种权宜安排，虽非最理想状态，但对于解读中国经济增长密码已经足够或并无不妥。

者“其专在下”，后者“其专在上”，均不能独立构成足以支撑长治久安局面的稳定制度结构，并明确提出，若要实现天下大治，须“寓封建之意于郡县之中”。若换用本文因循的主流概念，则可表述为“寓市场之意于政府调控之中”。许倬云(2015)针对汉唐时期的制度结构算过一笔粗账，进而得出一种制度均衡解，从中可以窥见政府与市场有效搭配的盛世密码。如其认为，汉唐“中层结构”（中层可理解为掌握经济资源配置权利的阶层）的来源大致为三分之一“贵族”和三分之二“平民”。当然，可将上述比例近似地转换为上层与下层、集权与分权的力量对比。这个比例一旦呈现，就意味着经济资源配置权利臻于某种均势，久而久之会形成制度均衡，汉唐盛世和两宋繁荣便奠基其上。饶有意味的是，这一制度均衡绩效已被长期经济历史演进过程所证实。比如，但凡遭逢乱世和民生凋敝时期，制度结构一定偏离均衡比例，要么过于集权（如秦隋）甚至专制（如明清），要么过于分权（如汉末晚唐）甚至分裂（如六朝五代）。若用上述比例刻画政府与市场的关系，则不难从中窥探推进中国特色社会主义市场经济建设和中国式现代化的强国密码。易中天(2013)也持近似观点，认为中国古代制度结构从西周之分权到秦汉之集权，数千年间在两极间频繁摆荡。“不过汉唐时期，中央集权与个人自由找到了平衡点，因此中华文明达到了鼎盛”。吴承明(2006)强调，中国自古迄今都有国家参与和干预经济的传统，对此不能像新制度学派那样用契约论和“收益最大化”原则去分析，而应从历代政府经济政策的实效来评价。在中国探寻政府与市场的互补具有历史逻辑和理论逻辑的高度统一性。

20世纪70年代末期开始建立的中国特色市场经济体制是对数千年政府与市场互补传统的传承与拓新。1978年以来经历数番尝试，最终依然回归政府与市场互补的长期正途。中国改革是在政府与市场的平衡或者互补中塑造了中国市场经济制度的特殊面貌，从而成为中国经济增长的基础密码。

## （二）银行体系与资本市场的金融支持均衡

在中国改革增长背景下，银行体系与资本市场的关系比想象的要复杂一些。前文已经提及，在中国改革过程中，银行体系与资本市场事实上结成了一种特殊的“金融组合”，并联手为经济增长提供金融支持。这种情形让主流学者颇感意外，因为在他们看来，银行体系和资本市场是两种渊源各异、角色分明的金融制度安排（如人们通常将金融体系区分为泾渭分明的银行体系主导和资本市场主导），通常情况下是替代关系。可是在中国，不被人们留意的是，它们为顺应中国改革增长进程的特殊金融需求而分别被重塑，两种金融制度安排，出人意料地在为改革增长提供金融支持的议题上达成共识，并同时具备了相应的衔接机制。

让银行体系与资本市场联手为改革中的经济增长提供金融支持，这是相关改革参与者有意无意间促成的精妙金融格局。笔者曾经提出“双重金融支持模型”（张杰，1998），以回应赫尔曼、穆尔多克和斯蒂格里茨(1998)有关金融发展初期放松证券市场控制导致“资产替代”的担忧。这里所谓的双重金融支持是指来自国有银行体系的信贷支持与来自资本市场的证

券支持。分析结果表明，在国有与法人持股占据较大比重的情况下，证券市场扩展不会形成资产替代。不仅如此，从金融支持的意义上看，来自国有银行的信贷支持与来自资本市场（国有参与）的证券支持是等价的。如今回过头来看，决策者当时主要关心的或许并非两者之间孰轻孰重甚至孰优孰劣，而是它们能够合力提供多大规模和持续多久的金融支持，以及如此规模和时长的金融支持能否满足既定改革增长目标的需要。或者说，只有在满足总体金融支持需求的前提下，才会考虑银行体系（信贷支持）与资本市场（证券支持）的先后轻重以及效率问题。在决策者看来，不管信贷与证券如何搭配，只要能使金融支持最大化就是“好搭配”。既然确立了金融支持最大化目标，随后决策者就会顺理成章地考虑两种金融制度安排的“比较优势”问题。客观地说，在经济改革过程中，面对众多长期有效项目以及巨额耐心资本需求，银行体系显然具有更强更快动员和配置金融资源的能力。与此同时，对于决策者来说，银行体系也比资本市场更易掌控也更为稳定。对于资本市场，不是本身不优秀，而是“生不逢时”。因为市场从发育到成熟需要时日，在市场尚未成熟时，就将大量金融资源交由其配置，显然既不符合金融常理，也有悖于改革过程的金融资源配置逻辑。既然改革增长对金融资源的需求异常巨大且时不我待，那唯一合理的选择便是“即插即用”的银行体系特别是国有银行体系了。对此，亚当·斯密早有察觉，他认为公共银行（相当于国有银行）可以解决国家对金融资源的额外急需，而这种急需资金的筹集既无法凭借费时耗力的赋税机制，也难以借助仅考虑自身利益的私人公司。信贷支持与证券支持对于改革与增长都很重要，只不过需要做个分工，暂时让一个做“主角”，另一个做“配角”。当然，实际的金融支持绩效最终取决于两者的搭配与互补。根据前述，在银行体系冲锋陷阵的时候，资本市场（特别是股票市场）也没闲着和不应闲着，它应做自己该做和能做的事情。比如想方设法促进市场发育，弱化信息不对称以及通过改善公司治理结构服务现代企业制度建设等。上述安排充分体现出决策者在金融制度安排问题上的“用人之道”，也就是一方面用银行体系之所长，筹措真金白银（如居民储蓄）解决改革增长之所亟需（实际效果极佳）；另一方面用资本市场之所长，改善信息不对称和公司治理结构，为未来担负更大金融资源配置责任预做准备（尽管不尽如人意）。

### （三）国家与居民的“金融联盟”

家国结构在中国其来尚矣，其形成逻辑与功能绩效并非本文主题，在此不做详述。但需强调的是，家与国分处中国传统社会结构的两极：家为最小一极，至细堪为社会细胞；国为最大一极，至广达于民族天下（岳庆平，1989）。在人类演进历史上，能够将两极要素衔接起来进而形成稳定的社会制度结构，中国可谓独步天下，因而极具特殊性，其影响及于当下，迄今仍是分辨中西制度结构的一个醒目标尺（比如西方之个人本位与中国之家庭或家国本位）。不过，出乎不少经济学家意料的是，这种两极结构还深刻影响甚至塑造了中国金融制度的基本框架。更令人意想不到的是，居民（家）与国家（国）两大要素竟然会在 20 世纪 70 年代末期以降的经济改革过程中形成持久且牢固的“金融联盟”。

我们已知，以“放权让利”为要义的经济改革使得处于家国结构两极的居民和国家的金融能力和金融角色发生巨大变化。经济改革之前，国家控制着绝大部分金融资源，居民部门却“囊中羞涩”；经济改革之后，国家控制的金融资源迅速下降，居民部门的钱袋子则逐渐鼓了起来。可是，面对百废待兴且需时刻探路前行的改革进程，国家需要花钱的地方有增无减。钱从哪里来？这一前所未有的金融难题骤然间摆在了国家面前。答案便在与之长期同处家国结构另一端的居民部门。国家拥有主权疆域内独一无二且无出其右的“声誉”，这也恰好是国家的优势。与此同时，居民部门也想给逐渐积攒起来的“现金余额”在“窖藏”选项之外找个更为安全的去处，从而对坚实可靠的国家声誉以及据此构筑的金融“场所”拥有巨大需求。既然双方互有需求，随后的合作便一拍即合。就这样，一个注定改变世界金融制度版图并深远影响中国乃至全球金融发展历史进程的“金融联盟”横空出世。

双方合作的第一项目是量身定做了一种能够同时满足双方金融需求的金融制度安排，它就是国有银行体系，其中最具奠基意义的资本结构便充分契合于家国结构。概括地说，国有银行的资本有两大来源，一是国家，二是居民。国家提供资本，对于国有银行理所应当，但在较长一段时期只是一纸承诺，因为一时拿不出钱；居民提供资本，乍看起来似无道理，也与银行的国有性质相悖。但耐人寻味也是主流框架难以理解之处恰好在于，在国家给出充分承诺的前提下，居民储蓄存款具有了资本的性质（张杰，2003）。不过更精妙之处在于，居民对于国有银行原本属于债权的储蓄存款一下子被赋予股权内涵。这种转换很少有人察觉，它或许是中国经济改革以来最早实施但无任何正式纪录且持续时间最长的一次“债转股”实验。经此过程，国有银行的资本便呈现为一种经典的家国结构，国家与居民据此联袂达成了影响深远的金融联盟。有了居民部门的“暗中”加盟，国有银行资本结构一度呈现明弱暗强的诡异格局。此也是国有银行体系在较长一段时期账面资本充足率相当低下（按照所谓国际标准）情况下依然保持超稳健状态的深层奥秘所在。正是凭借这种资本结构，国有银行体系在全球此起彼伏的唱衰声浪中迅速崛起，成为中国漫长改革增长过程金融支持的最大提供者，目前正在昂首走出商业银行演进以及金融发展的中国道路。个中三昧，并非单凭巴塞尔协议之类的国际标准以及国际信用评级机构的等级划分能够揭示的。

借助上述视角还可进一步窥探一度被视作“笼中虎”的居民储蓄存款何以多年没有“发作”的深层奥秘。笔者已经觉察到这种现象“绝不是一种偶然的制度变迁‘意外’，而是国家为了缓释和挽救因储蓄分散导致的‘金融紧张’和金融困局而进行金融制度设计合乎逻辑的金融后果”（张杰，2011a），但未能进一步触及更深层次的制度结构内涵，甚至在居民金融行为与整体金融市场化改革的关系问题上出现误判，竟然认为前者经由挤出人们正常的市场偏好和资产选择而压缩了金融市场化的空间。所幸家国结构为破解上述谜团提供了一个更为简洁且能兼容理论逻辑和历史逻辑的框架。透过家国结构，居民和国家围绕国有银行居民储蓄存款账户形成的金融联盟，就绝非仅针对改革增长过程而做出的应急金融安排，

而是对积淀数千年家国同构传统的现代赓续。金融联盟自然与“钱”有关，毋宁说起初是围绕着“钱”构建的。但随着改革进程的深化，这个联盟并非总是拘泥于“钱”本身，而是逐步超然于国有银行账面上数目不菲的储蓄余额，坚定走向重构极具中国风格金融新局的通道。到后来，人们方恍然大悟，居民与国家之所以走到一起，原来是要铺陈一个更为宏阔的金融制度局面，其中包括塑造如今已然改变了世界商业银行版图的国有银行体系以及肩负多重金融使命的居民储蓄存款余额。若由此看，将居民储蓄存款视作“笼中虎”倒显得有些牵强，好像居民把钱存到国有银行是受到某种外在力量单方面驱使似的，这显然与中国改革增长过程的金融叙事逻辑不符。更重要的是，它还有助于改变人们考察和理解中国经济金融改革过程诸多故事的角度与方式。其实，不少在改革过程碰到的短期问题或者细小现象，在很大程度上是长期制度演进过程的一环，需要基于前文已述的有机视角勾连既往，而不能孤立视之，以免导致误判。换一角度看，这也意味着如今不管多么宏大的经济金融改革行动大都具有边际性质，均需着眼于长期制度演进过程方能精确定位和理出头绪。任何试图脱离基础性制度结构（如家国结构）的经济金融改革，短期或可见效，长期难免陷入困局。曾记否，一些发展中国家在金融自由化思潮怂恿下进行的快速金融改革，大都以悲剧性结局收场。其不顾本土基础制度条件贸然推行市场化改革的惨痛教训，值得任何试图模仿甚或照搬所谓先进制度样板而重塑经济金融体制的国家特别是具有悠久历史文化传统的大国汲取。制度结构无所谓先进落后，适用的便是最好的。中国改革增长过程赓续脉络清晰且重塑了金融资源配置机制的家国结构便是如此。

前文已经述及中国资本市场曾经完成了一次宏微观角色转型，并与银行体系一道为改革增长进程提供至关重要的金融支持。这种角色转型故事同样发生在居民部门及其储蓄存款身上。居民储蓄一旦经由国有银行账户进入家国结构，也就意味着顺理成章地完成了宏微观角色转型。居民部门原属社会经济的微观细胞，在与国家结成金融联盟后便华丽转身，成为堪当支持改革增长大任（当然也可以颠覆改革进程）的宏观力量。在这种情况下，如果继续循着主流经济金融理论逻辑将居民部门仅视作一种微观角色，则注定会误判其真正的经济金融身份及其重要性。如果以上推论成立，则须进一步特别提醒人们，应当时刻谨慎看待居民部门及其储蓄存款，不能以普通存款等闲视之。近些年来，坊间不时对居民储蓄偏好颇有微词，指认其应当对消费市场疲软负责；不少银行饱受存款成本高企困扰，开始抱怨居民对高息定期存单的偏爱；特别是大中小银行涉及居民储蓄存款案件频发，从应对和处理结果看，已然暴露出对此问题的性质及外溢影响认识不足。以上所举，无论出发点若何，归根结底都是把居民储蓄存款仅视作普通存款。仅就微观个体而言，似无可厚非，但若着眼于宏观整体，则兹事体大。或许，我们在微观层面对普通储户一两次有意无意的冒犯，极有可能导致（或者加总为）异常严峻乃至一发不可收拾的宏观金融后果。因此，对于银行体系特别是国有大型银行而言，“治”居民储蓄存款“如烹小鲜”。在改革增长依然需要家国结构支撑之下的金融联盟时，切勿轻易触碰居民储户身份的敏感边界，更不能让

其过早完成宏微观角色的还原。需要反复强调，这种金融联盟一旦因居民部门宏观角色的动摇而遭毁坏，先抛开本身难以修复不说，其短期冲击将是灾难性的。

居民与国家之间的金融联盟固然有家国结构可供依托，但其长期保持则需要双方均“有利可图”，或者说，具有可供长期分享的“金融剩余”。值得注意的是，依托上述金融联盟，中国改革增长进程展开了一场延续至今的内部货币(M2)扩张革命，除了可以避免因单方面扩张外部货币(M0)可能引致的代价（如通货膨胀），这场货币扩张革命还持续创造了可供分享的丰厚福利。其中的机理并不复杂，我们已知，就在财政汲取能力伴随放权让利改革迅速下降的紧要关头，国家发现了一个千载难逢的金融拯救机遇。而这种机遇竟然被一种所谓的“落后优势”所成全，它就是中国改革增长初期极低的货币化水平（按世界银行口径计算，1978年仅为25%）。如此低的货币化水平意味着，国家在随后的改革增长过程拥有一个借助货币扩张而筹资的巨大空间。有两条货币扩张道路可供选择。第一条是“快车道”，国家可借助M0采取单方面筹资行动，缺点是具有“一锤子买卖”的性质，随着货币化水平的提升，金融资源动员能量会被很快耗尽，还容易触发通货膨胀。比如，1993年货币化水平达到100%，23%的通货膨胀率也接踵而至。第二条是“慢车道”（借助M2的扩展），来钱慢但稳定持久，而且不受货币化水平的约束（如2022年的货币化水平达到220%），也不易触发通货膨胀（1996年以来CPI长期处于较低水平）。

不过，若要借助此条道路获取足够多的金融资源，最大的挑战是能否量身定做一种适宜的金融制度结构。相较于第一条道路的“我行我素”，第二条道路则需要与相关利益主体（主要是居民部门）达成妥协，因为你想筹的钱毕竟装在老百姓的口袋里。国家最终选择了第二条道路。根据前述，通过量身定做国有银行体系，国家与居民完成了一份事关中国改革增长前途命运的金融盟约的签署。而且，双方都有切实履行这份盟约的激励，因为其中包含了巨大的共同利益。这种利益在此后异常宽阔的货币化空间中铺展开来，居民（储蓄存款的无风险收益）和国家（疏解筹资困局和获得长期金融支持）激励相容、各得其所。重要的是，这种利益无法独存独享，只能合作获取；签约双方谁都没有先行违约的动机，因为违约相当于金融自戕。当然，双方所分享的金融剩余最终来自实体经济的增长，归根结底是对其所提供金融支持和维护金融稳定的补偿。无论如何，借助第二条道路，改革以来的中国经济获得了长期稳定的金融支持，物价水平也没有出现显著波动。由此同时表明，上述金融联盟不但根植中国传统文化的深厚土壤，而且还具有得以长期维持的经济利益机制，真可谓天设地造的绝妙金融制度格局。

但需强调，居民与国家之间的金融联盟具有显著的阶段性特质。改革启动以来，在居民部门安全偏好占优的条件下，加盟无疑具有主动性。不过，伴随经济发展和收入水平提高，居民部门的金融需求随之多样化，在这种情况下，居民部门依然留在金融联盟内就带有金融选择受到约束条件下的别无他选性质。面对于此，决策层需要通过适当的金融改革步骤和金融安排疏导居民金融需求。其中的关键是，在改善居民金融资产结构和增进其金

融福利的同时，防止对既有的金融联盟造成短期冲击。这无疑将进一步考验决策者拿捏金融平衡的智慧与能力。

#### （四）货币政策的“居中之道”

改革开放以来，中国几乎避免了任何一次全球或区域性经济金融危机的冲击，实现了所谓的“无危机增长”。近些年来，全球一直用异常惊诧的目光注视着中国人民银行何以在新冠疫情和全球经济动荡面前继续保持货币政策的从容淡定。特别是，欧美央行的货币政策颠簸于前期零利率甚至负利率到近期进入加息快车道的“过山车”模式，中国人民银行竟然连利率都没有触碰一下，而只是做一些调整存款准备金率、逆回购等常规操作，偶尔视实际经济运行状况推出某种结构性政策加以调整。这里不禁要问，中国央行何以在全球货币金融风起云涌的现实面前“岿然不动”，毅然决然地走出了自己的货币政策之路？

不用强调，中国货币政策操作的这份从容经历了漫长的摸索调试过程。改革开放初期，中国人民银行的央行身份及其货币政策角色甫一明确，便立刻遭逢由信贷扩张倒逼货币扩张最后引发较高通货膨胀的严峻局面。按照既有的“自上而下”调控逻辑，当时央行的行事风格和政策操作有些“简单粗暴”。短期看，效果不错，强力紧缩手起刀落（如1985年连续推出十三项紧缩政策），通货膨胀陡然下坠，但经济增长一度归零，出现人们最不愿见到的“硬着陆”后果。随后自然是宽松转向，但通货膨胀也紧随其后，由此开启贯穿经济改革大部分时期的“放乱收死”循环。此后在1988年至1994年间经历了经济改革以来强度最大的一次“硬着陆”，央行的货币政策从此面临遏制通胀与支持增长的两难困局。其中的关键是如何拿捏货币政策的“力度”。转机出现在1995年。此前不久，朱镕基临危受命，以国务院副总理身份兼任中国人民银行行长。他针对银行系统“约法三章”，展现强力治理风格，在具体政策操作上，控制信贷与稳定储蓄双管齐下，经济运行竟然出现了难得一见的“软着陆”迹象。伴随于此，一度引发全球瞩目且至今依然困扰学术界的两个“中国之谜”横空出世。一个是高增长与低通胀相得益彰，另一个是高储蓄与低利率相辅相成。饶有意味的是，当年对短期治理目标的追求竟然为此后的长期政策目标组合预设了框架，并形成所谓的“中式自然率”（经济增长率 $>8\%$ 且通货膨胀率 $<3\%$ ），且已被此后中国改革增长过程所证实。但不被人留意的是，此番治理努力同时开启了探寻中国货币政策“居中之道”的非凡历程。仅从货币政策框架的演进过程看，先后经历了从紧、适度从紧到从宽、适度从宽的反复实验，1998年前后停留在“稳健”位置。这还嫌不够精确，进而在2016年前后又有了围绕稳健偏宽松和稳健偏从紧的调试，最终定位于“稳健中性”，并由此臻于“居中之道”。

那么，当时的决策者到底做了些什么呢？其实，探寻中国货币政策居中之道的具体努力滥觞于1993年以来围绕中式央行独立性的政策实践。将中国人民银行的独立性界定在独立于地方政府而不独立于中央政府，进而使得货币政策操作在改革进程最为艰难的时刻精准把握了局部与全局的微妙平衡，从中似可初窥居中之道的深层机制。话说回来，中国货币政策的有效性无论如何都离不开中央与地方之间的金融博弈及其利益平衡。只有摆平了

中央与地方之间的金融关系，央行货币政策框架的设计与调整才会拥有最起码的制度结构依托。因此，居中之道的探寻由此开其端顺理成章。后来，人们一度热议数量型货币政策工具与价格型货币政策工具之间或替代或互补的关系，其要害或难处甚或精妙之处依然在于摸索居中之道。迄今不少人尚未领悟，中国货币政策优化的关键并不在于用价格型工具取代数量型工具，而在于两者的互补搭配。若偏废其中任何一个，则因失去政策支持而难以拿捏居中之道。归根结底，货币政策抓手不能全然让与市场（价格型），而需在政府手中“留一手”（数量型）。

相比之下，欧美国家货币当局 2008 年以来的货币政策则有些“剑走偏锋”甚至“离谱”。前文提到易纲(2021)曾经谈及中国货币政策的“居中之道”。他认为中国的货币单位、利率和汇率“居世界之中”，体现了中国文化的“均衡”理念，而居中之道也正好是市场之道。中国近些年来推行的“稳健中性”货币政策便充分体现了这个“道理”。只要金融资源由市场配置，利率和汇率由市场供求决定，就能较好地实现“不偏不倚”，可见中国文化最契合市场均衡理念。对于任何国家的中央银行来说，它们并非不想追求居中之道，也不愿看到经济运行遭受货币政策大起大落进退失据。但按照主流经济学的叙事逻辑，市场机制是达成经济运行均衡的最有效方式。循此，市场化或价格型工具（如利率、汇率等）是货币政策操作的最有效抓手。可是，政策操作本身却长期在大水漫灌（如量化宽松以应对衰退）和极力排涝（如陡升利率以应对通胀）之间剧烈摆荡；政策操作结果并非预想之中的趋于均衡而是意料之外的走向失衡。问题来了，难道这些国家经历百年锤炼的货币政策框架以及与财政政策的协调搭配机制已然失灵？抑或，它们遵循的货币政策框架甚至市场机制本身可能未见异常，但其所依托的更深层制度结构因一些未知因素的涌现而发生了状况，从而使得原本有效的政策操作偏离了既定方向？由此进一步联想，中国央行能够长期遵循居中之道实现对货币政策力度的适度拿捏，是否表明已经发现并掌握了这些未知因素？进而，这些未知因素是其他国家尚未发现还是中国改革增长进程所独有？

上述问题都不简单，但必须回答。否则，中国货币政策的“居中之道”就只是一个难以求证的理论假说。首先需要澄清，市场机制本身具有先天的不稳定性，这对任何一个国家央行的货币政策操作而言都是如此。因此，货币政策操作的市场化手段在没有其他手段和制度结构的搭配与支撑之下均不好拿捏分寸。如此说来，近年来欧美国家货币政策进退失据的账还真不能全算在市场机制身上。中国改革以来之所以实现了前述的“无危机增长”，说明市场力量和国家力量达成了稳态平衡。当然，这种观点单独看来似无太多新意，因为它已然成为解读中国增长奇迹人所皆知的常识。但重要的是，西方政府干预经济的手段除了货币政策就是财政政策，别无他选，而且还经常失效；相比之下，“中国政府不仅有货币政策与财政政策，而且还拥有一个庞大的国有部门来平衡市场经济”（郑永年，2016）。由此引申，国有部门不再是一个在主流视角中带有政治色彩且与政府相随相仿的范畴，而成为平衡市场力量的“第三调控手段”，进而也就自然而然地充当了中国货币当局长期实行稳

健货币政策且臻于居中之道的基本依托。仅从这种意义上讲，国有企业或者国有银行就不是传统意义上货币政策的宏观调控对象，而是货币政策本身的构成部分。历史地看，主流学者对中国国有部门的认识大都带着有色眼镜（意识形态角度），而未能洞悉其所扮演的真正角色及其性质。问题在于，“倘若忽视日益庞大的国有部门，任何概念和理论都不能解释中国的经济增长及其带来的问题”（郑永年和黄彦杰，2021），当然也就不能充分认识中国经济增长的金融密码。

不过，中国改革增长叙事的精妙之处不仅仅是国有部门担负了宏观调控角色，还有经济改革过程众多经济组织内部渐次形成的独特制度结构。相比之下，后者显得更为重要。中国的制度结构具有层级性质，但并非只有三层；不管多少层，每一层结构，无论大小高低，都包含了相同的制度元素搭配。或者说，中国经济制度结构的每一层次（从国家到地方再到企业、社区）均是政府与市场的组合。中国经济改革以来着力构建的制度均衡不仅是宏观层面政府与市场的“大均衡”，而且还有微观层面内嵌于众多经济主体的政府与市场的“小均衡”。

顺便指出，新中国成立 70 多年特别是改革开放 40 多年来的制度设计与实践，已然超越了长期历史进程中放权与收权的选择困局，而是将上述两大元素纳入层级制度结构之中，形成政府与市场的层级同构组合。从此，被主流框架界定的政府与市场之间的传统关系以及经典均衡格局发生根本改变，原先试图借助政府与市场边界来定义制度属性并据此判断经济体制效率的高低，也失去价值和意义。这显然是不少关注中国经济制度结构的学者所忽视的。正是宏微观层面政府与市场之间大、小均衡的存在，才为追求居中之道的中国货币政策提供了基本制度依托。

我们正在逐步接近问题的本质。若抛开人们的惯常思维，中国改革过程最具特色也是最让人困惑之处在于自始至终都在想方设法拿捏市场化的分寸。其中的关键是，不管市场化改革如何推进，有一条逻辑主线始终一以贯之，那就是让市场化部门包含控制（政府）成分，让国有部门拥有自由（市场）成分。改革过程曾有一种被普遍认同但不无偏颇的观点，认为经济改革特别是国有经济改革的要义是让市场化因素单方面替代非市场化因素，经济改革成效的大小取决于市场化替代程度的高低；原有体制中的非市场化因素（特别是政府控制因素）被清除得越干净彻底，说明市场化改革的成效越大。如今看来，这是一个莫大的误解。前文已述，中国的经济改革从一开始就意在谋求政府因素和市场因素的互补组合，而不是用一个替代另一个。不仅如此，政府与市场两种力量的长期并存反而是中国改革成功推进的基本制度支撑。

这种兼容政府与市场成分的经济制度结构为中国货币政策的居中操作提供了理想平台。可以说，货币政策的居中之道便是政府与市场因素“层级同构组合”在宏观调控层面的具体体现。从不太严格的意义上讲，数量型政策工具的比较优势对应于经济运行的政府成分，价格型政策工具的比较优势对应于经济运行的市场成分。货币当局调节两类工具的相对力

度既影响不同层级经济主体所包含的政府成分与市场成分的具体比例，也体现政策使用的轻重缓急与进退腾挪。经济状况紧迫，加大数量型工具“剂量”；经济状况趋缓，增加价格型工具“力度”。两者相互配合，相得益彰。尤其是，数量型政策工具更容易将政策意图（扩张或紧缩）直接传导到实体经济层面，以收立竿见影之效。而不像价格型政策工具需要经过市场过程的迂回传递，政策操作往往未达目的而辍于半途。更何况，价格型货币政策“是一种钝器，利率的变化会影响整个经济，而不能以一组狭窄的市场或几个过热的行业为目标”（伯南克，2022）。当然，这种政策工具的优势在于微调与疏解，适用于经济结构显著重置之后的“磨砖对缝”。正是借助这种刚柔并济的政策操作搭配，中国宏观经济运行方在很大程度上摆脱长期困扰改革过程的“放乱控死”循环。与此同时，也使货币政策操作过程气定神闲，从容不迫。面对数次全球性经济金融危机或间接或直接的冲击，特别是2008年以来相继遭逢次贷危机、新冠疫情以及俄乌冲突等重大挑战，货币政策操作均能成功避免落入欧美国家“过山车式”的摆荡陷阱。

应当看到，上述制度结构的层级同构以及两类货币政策工具的搭配协调，无论对货币政策操作者、经济金融监管当局，还是对包括国有部门（国有企业和国有银行）在内的微观经济主体，都是前所未有的特殊挑战。特别是，在借助这种制度框架与政策组合获取经济稳定增长回报的同时，也须付出相对高昂的监管成本。相较于经典市场经济体制的公司治理规则和外部竞争压力的硬性约束，中国式的市场经济体制更加需要经济金融部门代理人的内在努力、道德操守等软性约束。如果软性约束失效，就须借助更为严格的外部监管来弥补。任何制度结构和政策组合都难臻最优且不免费。纯粹市场经济制度以及价格型调控的代价是经济金融运行会经历周期性震荡，而中国式的市场经济体制以及对数量型调控的倚重则须支付更大的外部监督成本。货币政策的“居中之道”意味着货币当局需要时刻权衡上述两种政策成本。只要相较于两种政策的极端情形，政策组合的净回报为正，中国货币政策的居中操作就有充分的理由继续坚持下去。

## 五、结语：中国式现代化与中国金融发展道路

中国作为一个几千年古老文明赓续不断的东方大国，虽历尽劫波，却一直保持着自己独特的品格与面貌。一方面，对于其他国家而言，中国因其历史文化悠久，学者专家读懂参透须花费巨大努力，一般民众则只能浅尝辄止或望而却步，因此便具有了神秘性，因其神秘性而生出许多误解与误读。早在19世纪末期，美国演员路易斯·乔丹·米恩(2009)就曾慨叹：“我们对中国的误解实在太深，世界上再没有哪个国家遭受过这么深的误解了。但是，同样地，世界上也没有哪个国家可以像中国一样，对别人的误解如此漠不关心。”牟复礼(2016)也有同感但见解更为深刻：“没有比西方人误解中国世界观的基本性质的过程，更能说明一种文化理解其他文化的方式，以及一个人在理解其他文化时所运用的自己的文化元

素的尺度。”另一方面，对于一些国人而言，因其对中国文明制度之包容开放、崇尚鼎新的鲜明特性不求甚解，有时自恃本土文化之深邃绵长而固步自封，甚至抱残守缺而不自知；有时面对外来文化制度之冲击或进退失据或自暴自弃，甚至陷入“邯郸学步”、全盘西化之泥淖而不能自拔。在这种情况下，读懂中国便具有了双重使命：让世界了解中国和立足中国洞悉世界。

仅就本文所尝试性阐发的主题而言，我们需要让世界真切了解，中国的现代化道路与金融发展模式，并非最近几十年的一时兴起和标新立异，或是受到与世界上什么霸权国家一争高下的怂恿，它从一开始就不屑与世界那些被认为是唯一通往成功的发展道路“争夺名利”，更非步西方某些国家殖民掠夺之后尘，而是基于中国自身悠久而独特的文化制度传统以及社会经济资源自然而然地萌芽成长。虽然经历数十年改革开放，中国经济金融迅速崛起，多少给世界造成“横空出世”之感，但无论西方世界是否意识到，在中国经济复兴的历史进程中，有机主义逻辑与和谐共生理念已然深入骨髓并伴随始终。话说回来，如果说，正如部分国家所担心的那样，中国式现代化和中国金融发展注定会重塑世界经济金融格局以及最终使游戏规则有所改变，那一定是一种让全球更多国家和民众分享更丰厚发展红利的格局重塑和规则改变。

简言之，主流经济学是替代经济学（或无机经济学），而中国经济学则是互补经济学（或有机经济学）。绝大多数发展中经济体采用替代经济学主张进行经济改革和体制移植的结果，更多地是水土不服和强制推行之下的经济社会灾难。相比之下，互补经济学则是妥协经济学和包容经济学，它尊重不同经济体的自身特色，认为每一个国家都有自己独一无二的社会经济传统和资源配置方式，任何有生命力的经济金融体系都必须植根于特定的有机土壤，并凭借自身努力成长起来。任何试图通过移植和“盆栽”方式构建所谓最优经济金融制度的努力，不管蓝图多么绚烂、构思多么精巧，均难逃“逾淮而枳”的命运。当然任何土生土长的制度并非没有缺陷，包括先天的和后天的。正因如此，制度之间的互补互鉴就显得弥足珍贵和不可或缺。互补经济学之所以强调优势互补和取长补短，尊重每一个国家根据自身文化传统选择资源配置方式的权力，其原因正在于此。相比之下，替代经济学的所谓理想境界是让世界上所有的资源配置和福利分配制度都变成清一色欧美市场经济的“经典”模样，让每一个经济体都对其顶礼膜拜，最终成为某种所谓“最优”资源配置机制的“奴仆”。而对于互补经济学，世界经济版图的最理想样貌是千姿百态、生机盎然。

因此，中国式现代化注定彰显：中国经济崛起只是世界经济百花园中绽放的一朵深植这个古老东方国度厚重文化制度土壤的“牡丹”，她国色天香，雍容大度，但绝不专美，更不会像某些欧美市场经济国家那样强调“一枝独秀”甚至“我花开后百花杀”。基于有机主义哲学理念和互补经济学逻辑，未来世界经济发展新格局的构建，最需要的不是某种所谓先验有效且自认为“普适天下”的模式与构件，而是各国都能自主探寻到适合自己国情的发展道路，进而塑造饱含各自“异国风情”的间架结构。在此过程中，中国式现代化必将贡献既

独具中国特色又能与其他模式有效衔接兼容的“榫卯架构”。当然，服务于中国式现代化的金融发展模式也一定是中国式的，它既不会盲目追求欧美市场经济国家所谓的“最优金融结构”和金融资源配置方式，也不会向其他国家单方面推销这种已证明对中国有效却不一定对别国也有效的金融发展模式，而是自始至终以与中国式现代化最为匹配与协调的货币金融步态伴随左右，由此走出金融发展和建设金融强国的中国道路。

## 参考文献

- [1] 艾伦、盖尔，2002：《比较金融体系》，中国人民大学出版社。
- [2] 安乐哲，2009：《和而不同：中西哲学的会通》，北京大学出版社。
- [3] 奥尔利克，2011：《中国的银行：不可爱但管用》，《参考消息》3月28日，第5版。
- [4] 波兰尼，2013：《巨变：当代政治与经济的起源》，社会科学文献出版社。
- [5] 伯南克，2022：《21世纪货币政策》，中信出版社。
- [6] 陈来，2015：《中华文明的核心价值》，生活·读书·新知三联书店。
- [7] 程艾蓝，2018：《中国思想史》，河南大学出版社。
- [8] 戴蒙（吴卫军编译），2021：《银行管理要义：杰米戴蒙致股东信函内容录》（2005—2020），中国金融出版社。冯友兰，2007：《中国哲学简史》，天津社会科学院出版社。
- [9] 傅高义，2013：《邓小平时代》，生活·读书·新知三联书店。
- [10] 福山，2014：《政治秩序的起源：从前人类时代到法国大革命》，广西师范大学出版社。
- [11] 格雷伯，2012：《债：第一个5000年》，中信出版集团。
- [12] 格林斯潘，2013：《动荡的世界：风险、人性与未来的前景》，中信出版社。
- [13] 葛瑞汉，2003：《论道者：中国古代哲学论辩》，中国社会科学出版社。
- [14] 赫尔曼、穆尔多克、斯蒂格利茨，1998：《金融约束：一个新的分析框架》，载青木昌彦、金滢基、奥野一藤原正宽主编《政府在东亚经济发展中的作用—比较制度分析》，中国经济出版社。
- [15] 科斯、王宁，2013：《变革中国：市场经济的中国之路》，中信出版社。
- [16] 雷，2017：《现代货币理论：主权货币体系的宏观经济学》，中信出版社。
- [17] 李约瑟，1990：《中国科学技术史》（第二卷科学思想史），科学出版社、上海古籍出版社。
- [18] 李约瑟，1999：《中国古代科学思想史》，江西人民出版社。
- [19] 孟德斯鸠，2012：《论法的精神》，商务印书馆。
- [20] 米恩，2009：《一个西方艺人的东方印象》，南京出版社。
- [21] 米什金，2021：《货币金融学》（第12版），中国人民大学出版社。
- [22] 牟复礼，2016：《中国思想之渊源》，北京大学出版社。
- [23] 诺顿，2019：《中国经济：适应与增长》，上海人民出版社。
- [24] 青木昌彦、穆尔多克、奥野一藤原正宽，1998：《东亚经济发展中政府作用的新诠释：市场增进论》，载青木昌彦、金滢基、奥野一藤原正宽主编：《政府在东亚经济发展中的作用—比较制度分析》，中国经济出版社。
- [25] 世界银行，2016：《全球金融发展报告(2015/2016)：长期融资》，中国财政经济出版社。
- [26] 斯蒂格利茨，2002：《国家作用的重新定义》，载《市场的作用国家的作用》（青木昌彦、奥野一藤原正宽、冈崎哲二编著），中国发展出版社。
- [27] 斯密，1974：《国富论》（下卷），商务印书馆。

- [28] 谈敏, 1992:《法国重农学派学说的中国渊源》, 上海人民出版社。
- [29] 坦茨, 2014:《政府与市场: 变革中的政府职能》, 商务印书馆。
- [30] 吴承明, 2006:《经济史: 历史观与方法论》, 上海财经大学出版社。
- [31] 熊彼特, 1991:《经济分析史》(第一卷), 商务印书馆。
- [32] 许倬云, 2015:《历史分光镜》, 中华书局。
- [33] 易纲, 2021:《我国货币政策的居中之道》, “北大国发院”微信公众号, 9月19日。
- [34] 易中天, 2013:《易中天中华史总序: 文明的意志与中华的位置》, 浙江文艺出版社。
- [35] 岳庆平, 1989:《家国结构与中国人》, 中华书局(香港)有限公司。
- [36] 张杰, 1998:《中国金融制度的结构与变迁》, 山西经济出版社。
- [37] 张杰, 2003:《中国国有银行的资本金谜团》, 《经济研究》第1期。
- [38] 张杰, 2011a:《“笼中虎”: 一个金融制度变迁故事的解读》, 《金融评论》第2期。
- [39] 张杰, 2011b:《中国货币金融变迁的特殊机理及其制度含义》, 《金融评论》第6期。
- [40] 张杰, 2017:《金融分析的制度范式: 制度金融学导论》, 中国人民大学出版社。
- [41] 张杰, 2019:《当经济学遭遇中国金融改革: 几个问题的新解释》, 《国际金融研究》第6期。
- [42] 张夏准, 2009:《富国的陷阱: 发达国家为何踢开梯子?》, 社会科学文献出版社。
- [43] 张晓晶, 2022:《中国经验与中国经济学》, 中国社会科学出版社。
- [44] 张晓朴、朱鸿鸣等, 2021:《金融的谜题: 德国金融体系的比较研究》, 中信出版社。
- [45] 郑永年, 2016:《中国崛起: 重估亚洲价值》, 东方出版社。
- [46] 郑永年、黄彦杰, 2021:《制内市场: 中国国家主导型政治经济学》, 浙江人民出版社。
- [47] 赵冈、陈钟毅, 2006:《中国经济制度史论》, 新星出版社。
- [48] 朱镕基, 2011:《朱镕基讲话实录》(四卷本), 人民出版社。

# **Building the Nation with a Strong Financial Sector: A Perspective of the Financial Code of Economic Growth in China**

**ZHANG Jie**

( School of Finance , Renmin University of China)

**Abstract:** The Central Financial Work Conference stressed the need to accelerate the construction of a strong financial country and unswervingly follow the road of financial development with Chinese characteristics. This is undoubtedly an important mission set in front of economic theorists , the accomplishment of which requires a correct understanding of Chinese finance. For this purpose , my paper, based on a review of relevant literature , endeavors to inquire into the financial code of economic growth in China from a completely new perspective , that is , the perspective of a philosophical transition.

In my research , it is found that the relevant literature in existence have obvious misunderstandings in terms of areas such as interest marketization , bank marketization , the nature of and the role played by capital market , the form of national debt , the independence of the central bank , etc. Firstly , the mainstream theory insists that interest regulation leads to financial suppression. However, the case with China is that low interests did no harm either to saving mobilization or to financial support. Secondly , in spite of the strong promotion of marketization of the banking system , factors like licence value , credit rationing, risk contagion , etc. have determined that the marketization is destined to be limited. Thirdly , there is a popular view believing that a capital -market-oriented financial system is superior to a bank -oriented one. In fact , no one is better than the other. The reason for the greater importance of the latter in China's reform lies with its comparative advantage displayed in the process of rapid economic growth. Fourthly , among the several means of solving fiscal deficit , except the well-known form of national debt , the academic field seems ignorant of other approaches taken by the Chinese government , especially the form of financial credit which concerns the roles of state banks and household saving. Fifthly , there is a prevailing argument maintaining that the Chinese central bank is lack of independence from government. Actually , in China, its independence refers specifically to the independence from local governments which care more about self-interest rather than from the central government which is more concerned with public interest.

The above misunderstandings generally arise from the improper influence of the mainstream economics and finance , but more importantly , they are the result occasioned by a wrong philosophy and methodology. Therefore , to undo them requires a philosophical transition. Based on the literature , both domestic and abroad , on the tradition of Chinese philosophy , the paper made a brief review of its three major elements , viz. , organism , complementarianism and

holism. Then it pointed out the reasons behind the inadequacy of the western philosophy inherent to the framework of the mainstream economics in explaining China's economic and financial problems.

From the analyses , it is found that the financial code of China miracle lies with the following factors which are: (1) the institutional complementarity between government and market which shaped the fundamental institutional structure underpinning economic growth; (2) the equilibrium between the financial supports from the banking system and the capital market , both of which made their own contributions to economic growth; (3 ) the firm financial alliance between the state and its citizens. With the help of the resultant structure of financial system , financial resources were able to be allocated to the process of economic growth timely and effectively; (4) the mean stand taken by monetary policies. The holding of such a stand is an achievement made after many adjustments. It enables a proper match between quantitative tools and pricing tools , which is very helpful in avoiding the ups and downs of macro-control.

The paper concludes that the mode of financial development serving Chinese modernization is unique to China and the exploration of the developmental path , though with a view to the outside world , must be based on the locality of China.

**Key words:** China's Economic Growth; The Construction of a Strong Financial Country; China's Developmental Path of Finance; Philosophical Transition



中国人民大学国际货币研究所

INTERNATIONAL MONETARY INSTITUTE OF RUC

地址：北京市海淀区中关村大街 59 号文化大厦 605 室，100872 电话：010-62516755 邮箱：imi@ruc.edu.cn