

金融与实体经济：中西方自亚洲金融危机以来的发展¹
彼得·诺兰

“金融是实体经济的血脉，为实体经济服务是金融的天职，是金融的宗旨，也是防范金融风险的根本举措……防止发生系统性金融风险是金融工作的永恒主题”（习近平，2017: 305-6）

¹ 本文观点在诺兰（Nolan），2020b 的基础上扩充，于 2020 年 1 月，即新冠肺炎病毒爆发之前完稿。

1. 前言

中国和西方金融体系之间相互作用的方式，将大大影响全球金融体系的监管方式。金融与非金融（“实体”）经济的共生关系是政治经济的核心。监管金融体系、保障共同利益是公共政策的重要任务。如何以最佳方式完成该任务是一个深刻但尚未解决的问题。关键问题在于金融机构在多大程度上制约公共政策或受公共政策制约。在深陷亚洲金融危机（AFC）的泥沼之际，很少有人能够想象往后中国和西方金融体系将发生何等程度或何种性质的巨大转变。

中国：20世纪90年代末，中国正准备加入世界贸易组织（WTO）。中国的金融企业似乎很快将与其全球同行直接竞争。亚洲金融危机暴露了中国金融企业的弱点，包括大型国有银行、地方银行和非银行类金融机构。亚洲金融危机通过香港作为媒介，使得与香港紧邻的广东省的金融体系的稳定受到威胁，其带来的破坏风险甚至可能波及中国的整个金融体系。为化解广东的金融危机，政府采取“三步走”战略——广东国投（GITIC）破产、粤海（GDE）重组、数百家当地金融机构重组——阻止了危机在广东甚至全中国肆虐（诺兰，2020a）。“砍树救林”为整个中国的金融体系开展全面改革创造了喘息之机（诺兰和王小强，2008年）。这场危机证明了国际金融体系的不稳定性以及这种不稳定可能对中国造成的破坏。它使中国政策制定者确信，需要在中国金融体系主体和全球金融体系之间设置一道屏障，直到中国国内金融机构改革大步向前推进为止。全球金融危机（GFC）带来的冲击更加强烈。此后，中国坚持不断深化金融体系改革。尽管如今中国的金融机构仍面临诸多挑战，但与20世纪90年代末相比已经有了巨大进步。在“改革开放”整整四十年当中，中国避开了一场金融危机。

西方：20世纪80年代以后，在大型金融公司提出的“规制俘虏”理论及认为金融市场具有与生俱来的自我调节能力这一观点的影响下，第二次世界大战以后建立的监管结构逐渐废除。这就造成了在马文·明斯基（Marvin Minsky）（1986年）和查尔斯·P·金德尔伯格（Charles P. Kindleberger）（1978年）分析得出的恶性循环下，资产价格和债务出现前所未有的增加。2008年9月，资产价格一落千丈，监管结构彻底瓦解。各国中央银行应对全球金融危机的主要方式是降低政策利率和购买政府债券，从而迫使利率下降。其目的是“重新推高资产价格”，通过影响财富来刺激需求。在全球金融危机爆发后的十年间，包括房地产、股权和债券在内的资产价格回升。全球债务与国内生产总值（GDP）的比值远远超过了2007年。如果资产价格“迅速反弹”，实际利率恢复到长期正常水平，对西方债权人（家庭、公司和政府）的影响将是巨大的。全球金融危机爆发十年后，西方的金融体系正处于紧要关头。

2. 反事实分析

亚洲金融危机爆发后的十年内，尽管“华盛顿共识”观点带来了巨大的意识形态压力，但中国领导人决定以有别于拉丁美洲和东欧的方式开放本国的金融业。对五大银行进行整体改革，维护国有制在金融体系的主导地位，这一决定对中国乃至整个全球金融体系具有重要意义。这意味着中国能够承受全球金融危机所带来的巨大压力，并启动大规模的救助计划。在各国深陷全球金融危机的泥沼之际，这项计划发挥了巨大贡献，使全球金融体系得以维系。2009-2011年期间，中国占全球GDP的一半以上，

在整个 2008-2018 年期间，该比例为 30%左右。如果中国在全球金融危机前踏上国际社会所敦促的道路，中国和全球金融体系将处于什么境地？

自全球金融危机爆发之后，中国完成了“基础设施革命”，范围包括电信、电力、供水、污水处理、公路、高铁、港口、机场以及卫生和教育（表 1）。中国将信息技术方面的革命性变化“融入”其快速扩张的基础设施，牢牢抓住了“后发优势”。这场革命主要是由国有银行提供资金。基础设施建设及建筑材料部分（水泥、钢铁、铝、化学品和机械）主要由国有资产监督管理委员会（国资委）（SASAC）下属的国有企业提供。这场“基础设施革命”直接提高了民众的福利水平。它对本国广大非国有部门和在华经营的外国公司也至关重要。²中国的实体和人力基础设施远远高于印度等同等发展中国家（表 2），而在某些方面（例如，高铁、供电可靠性、核发电、信息技术应用和科学研究能力），中国已经赶上甚至超过了许多“发达国家”。在西方，增加的债务并未直接用在亟需的基础设施现代化上，而是主要用于金融资产“投资”。在全球金融危机爆发十年后，西方各国政府最终才将注意力转移到维修和升级每况愈下的基础设施上，但迄今基本没有取得切实进展。如果国资委解散，中国金融和非金融行业的大型国有企业解体并实现私有化，同时中国向国际金融公司敞开国门，中国还能实现带来广泛社会和经济影响的基础设施革命吗？³

3. 开放中国资本市场

改革开放 40 年后，中国仍基本与全球金融市场隔绝。2018 年，外资银行占银行业总资产的 1.3%。在保险行业，外国公司占总资产的 6.7%，占保费总额的 5.9%。在中国债券市场（世界第三大），外国机构占银行同业市场所持债务的 2.4%。2018 年，中国宣布了开放本国资本市场的一系列措施：取消银行和资产管理公司的外资持股比例限制；将证券公司、基金管理公司、期货公司、人身险公司的外资持股比例的上限放宽到 51%，同时承诺三年以后不再设限；鼓励在信托、金融租赁、汽车金融、货币经纪、消费金融等银行业金融领域引入外资；对商业银行新发起设立的金融资产投资公司和理财公司的外资持股比例不设上限；大幅度扩大外资银行的业务范围。国际金融公司宣布这些措施会给它们以及中国经济和中国人民都带来好处。汉克·保尔森一直带头施加国际压力，要求中国开放资本市场和其他战略性领域：“当美国在推动实施一个建设性的、积极的经济议程，并且花大力气开展谈判以提高市场自由度和开放度时，我们帮助以习近平主席为领导的改革人士实现他们的经济目标，以使中国与我们共同受益。今天，中国的领导人想要借助外部压力来推行国内改革……双边投资协议要取得成功，需要中国向我们的企业开放更多的经济领域……在中国这个飞速发展的巨大市场，当金融服务、通信、会计、医疗保健和咨询领域实现开放、面对竞争的时候，我们将凭借在这些领域的优势受益”（保尔森（Paulson），2015: 395-6）。⁴

4. 两个不同的体系

20 世纪 90 年代末以来，中国的金融企业已经极大地改善了公司治理、信息技术、风险管控和人员能力。全世界按市场总值计算排名前十位的银行中，中国就占了五个。

² 2008 年-2017 年，中国的非国有经济在城市就业总人口中的比例从 47%增加到 66%，同时第三产业经济在就业总人口的比例从 33%增加到 45%（国家统计局，2018 年）。

³ 大量国际舆论希望并相信这种情况会发生。

⁴ 引自他最近出版的一本书中题为“帮助自救者”的章节。该书名为《与中国打交道》，暗示中国是一个需要“着手处理”的“问题”，而不是一个有着悠久历史、可以为全人类的可持续未来做出巨大贡献的国家。

中国最大几家银行的关键业绩指标与国际同行实力相当（表 3）。中国四大银行（工行（ICBC）、建行（CCB）、中行（BOC）、农行（ABC））的总利润比全球其他银行（摩根大通、美国银行、富国银行、花旗银行）要高得多。中国的金融企业似乎已经赶上甚至超过了西方金融企业。此外，中国金融企业在国内的地位根深蒂固，似乎能够在“全球公平竞争环境”中经受住来自国际领先企业的竞争。

尽管遭受全球金融危机的打击，以美国金融企业为首的西方金融企业依然主导以资本市场为核心的全球金融市场。如今，排名前十位的银行占投资银行总收入的 50% 以上，排名前二十位的银行占总收入的三分之二左右。排名前五位的投资银行（摩根大通、美国银行、高盛、摩根士丹利和花旗）和排名前二十位的投资银行全都来自高收入国家。全球排名前五十位的资产管理公司占排名前五百位的资产管理规模总量（AUM）的 65%，它们全都来自高收入国家。在排名前十位的资产管理公司中，有八个是美国公司。排名前十位的外汇交易公司（占总交易额的 67%）全都来自高收入国家。排名前十位的全球资产管理公司全都来自高收入国家。排名前四位的资产托管公司均为美国公司，占全球托管资产总量的 66%。在贸易融资和全球基础设施融资方面排名前十位的银行也全都来自高收入国家。西方企业主宰着对资本市场至关重要的辅助性活动，例如法律服务、审计、咨询、数据提供和评级机构。推进中国金融业快速实现现代化的核心信息技术大部分也来自西方（主要是美国）的主要供应商。⁵

在许多方面，中国金融企业的运作机制不同于全球企业。国有企业构成五大银行的客户主体。非利息收入在其收入中所占比例仍然相对较小，国际业务相对较少。非中国籍员工的比例很小，与全球金融企业的领导者相比，高管人员薪酬微不足道。中国共产党的核心作用被写入银行的组织章程之中，这代表中国具有特有的公司治理制度。这导致中国大型金融企业很难在西方资本市场发展业务。这些种种差异以及中国金融企业基本上不受国际竞争影响的运作环境意味着在全球资本市场的“公平竞争环境”中，外国企业与中国企业的竞争将是漫长而复杂的，竞争结果也不明朗。⁶

5. 脆弱的国际金融体系

20 世纪 90 年代末，中国正准备开放其金融市场，接受全球竞争的考验。亚洲金融危机的爆发生动地阐释了与监管不力的国际金融体系深度捆绑的危险，表明金融“火灾”可能以惊人的速度跨越国界，蔓延至其他国家（诺兰，2020a）。在这一过程中，中国国内金融企业的竞争力弱势也暴露无遗。在接下来的十年中，中国对主要银行进行了重大的重组，推进境外上市，并通过银监会（CBRC）建立了有效的金融监管体系。开放金融业、参与国际竞争的可能性再次提上议程。

汉克·保尔森（Hank Paulson）在 1999 年至 2006 年担任高盛首席执行官。2007 年，在被任命为美国财政部长几个月后，他“决定通过发起一场推动资本市场改革的运动来试图影响【中国】领导层。”2007 年 3 月 8 日，他在上海期货交易所的一次演讲中告诉听众：“如果中国想要兑现承诺，就应该加快金融服务改革的步伐。透明公开、产权明确、制度健全、监管有力的高效资本市场将推动经济增长。这样的市场将钱汇集起来，为最好的构思提供支持，让人们为自己国家的未来投资”（保尔森，2015:

⁵ 例如，中国的大部分金融服务交易（及电子商务）都通过智能手机操作。谷歌-安卓操作系统在（包括中国制造的）全球智能手机核心操作系统中的比例占 85% 左右，苹果的 IOS 系统占 14% 左右。

⁶ 1930 年，毛泽东发表了“论持久战”系列讲话（毛泽东，1938 年）。在全球金融危机爆发后的十年间，中国金融业深入学习了这些讲话。

206)。一年后，全球金融危机开始席卷全球。全球金融危机的爆发震惊了中国领导人，深刻影响了中国经济。在1998年6月举行的中美战略与经济对话期间，王岐山副总理告诉汉克·保尔森：“汉克，你曾是我的老师，但我现在在你的地界上，看着你们的体系。我们不敢肯定是否应该再向你们学习了。（保尔森，2015: 240）”保尔森表示：“危机是令人羞愧的经历，而这是最令人羞愧的时刻之一”。中国再次推迟对国际竞争对手开放国内资本市场，国内金融企业的改革在受到严密保护的国内市场中稳步推进。

自全球金融危机爆发之后，《巴塞尔协议 III》各项规定大力加强了对金融企业的监管，包括收紧资本要求、逆周期缓冲、严格控制最小杠杆率、限制使用复杂的数学模型来评估资本要求，并且在一些国家通过栅栏原则隔离银行零售业务。尽管已经采取这些改革措施，但在20世纪70年代后推动资产价格通胀的结构并未得到根本改变。

资产价格提高和债务增加的恶性循环是造成全球金融危机的核心机制。但该机制在全球金融危机爆发以后并未得到改变。20世纪80年代以来，全球经济最重要的“长期趋势”就是资产价格和债务不断提高，而实际利率则不断下降。20世纪60和70年代，全球债务总量与全球GDP的比值为130%。20世纪80年代初，全球债务开始持续增加。⁷到1997年，这一比值已达到235%，2008年为280%，2018年为318%（国际金融协会（IIF），2017年和2019年）。债务和资产价格的变化大大超出了同时期全球储蓄率的边际变化。⁸更有可能的原因是全球资本市场上“投资者”持有的“资产”价格增加，以及它们与实际利率的共生关系。全球“投资者”“追逐收益”，迫使资产价格提高，并推动几乎所有类型资产的收益下降，形成明斯基提出的自我强化的恶性循环。2008年以后，西方各国中央银行为降低实际利率所做的共同努力加强了了一种长期趋势，该趋势是20世纪70年代后金融市场放松管制所推动的金融全球化的核心。

2019年，中国再次站在开放国内资本市场的门槛上。中国承诺开放国内资本市场之际，正值国际金融体系十分脆弱的时候。西方为应对全球金融危机而采取的政策重新推高资产价格，但在前所未有的低利率的刺激下，相对于实体经济，其债务规模超过全球金融危机之前的水平。西方的金融体系正立于悬崖的边缘。⁹

世界走到了文明的十字路口（诺兰，2019a）。在英国工业革命之前的2000年间，中国始终处于世界经济、创新和文化的中心，如今中国正在稳步回归这一角色。¹⁰西方

⁷ 政府债务、私人债券和股权证券总量与全球GDP的比值从1980年的67%增加至2003年的229%（麦肯锡（McKinsey），2005年）。这表明高收入国家资本市场的作用发生了革命性的转变。2018年，全球金融资产总额达到382万亿美元，大约是全球GDP的4.5倍（金融稳定理事会（FSB），2019年）。

⁸ 19世纪早期以后很长一段时间（战争时期除外）内，高收入国家的实际平均利率达到4-5%（施梅林（Schmelzing），2017: 13）。1870年至1914年间实际利率长期下降的早期阶段与全球化第一阶段以及以伦敦为中心的现代资本市场的发展有关（诺兰，2019b）。在全球化的现代阶段，资本市场以前所未有的速度发展，远远超过了19世纪晚期。全球储蓄率从1997年的24.0%略增至2007年的25.5%，在2019年达到26.5%。全球实际利率从1997年的4.2%大幅降至2007年的2.0%，在2019年达到-0.8%。总之，许多经济学家提出的20世纪80年代以来全球储蓄率与实际利率之间的直接联系是没有道理的。

⁹ 1930年，毛泽东写下了《星星之火，可以燎原》（毛泽东，1930年）。全球金融危机爆发以后的这些年来，中国共产党内部、特别是金融业一直在仔细研读这篇文章。

¹⁰ 中国占全球制造业产出的比率从1990年的2.3%增加至2018年的30.4%（世界银行，2004和2019年）。

的民主制度在十九世纪末才得以确立。民主制度在西方运转良好，其前提是西方支配了世界。西方社会结构的稳定性正受到全球化的冲击，其政治制度也在被民粹主义风潮所侵蚀。经过全球金融危机的撞击后，一场心理社会危机席卷全球，进一步加速了西方走向相对衰落的步伐。这套民主制度是否可以和平应对西方的相对衰弱，这个问题还有待商榷。西方对中国的敌意日益加/剧，发生一场新的“伯罗奔尼撒战争”的可能掀起广泛讨论。如果西方再次爆发金融危机，经济、社会和政治稳定将遭受重创。西方国家严重的金融动荡将使其政治经济体系面临巨大压力，造成不可预测甚至潜在的危险结果。资产价格通胀的“上升趋势”掩盖了隐藏在平静水面下的深层社会经济裂痕。倘若资产价格走势转升为跌，则将水落“石”出。这可能对国际关系造成危险的影响，特别是西方与中国的关系。

6. 货币监管：不同的哲学基础

只有考虑到中西不同的哲学基础，才能理解中国与西方对待金融和实体经济的不同方式。早在古希腊和中国周朝，中西方关于“以钱生钱”的态度已经出现了根本性的分歧。

西方：西方存在着根深蒂固的二元式对立，一部分人认为追求“以钱生钱”是违反道德的罪恶行为，必须下地狱，而另一部分人则相信，个人对金钱的强烈追求是实现经济成功、建立自由社会的基础。《启示录》叙述了令人恐惧的末世景象，预言由金钱主宰的社会将造成大灾难。这卷书如今依然激励着坎特伯雷大主教贾斯丁·韦尔比（Justin Welby）这样渴望“推翻玛门”的人们（韦尔比，2016年）。实际上，只有在苏联和东欧的命令经济时代，西方才“推翻”了“玛门”。

在古希腊和古罗马，拥有土地和奴隶的统治阶级无所顾忌地积极参与金融活动。中世纪对高利贷的反对（在有效范围内），主要适用于私人之间的贷款，而非贸易信贷。在中世纪晚期和现代早期，商人和金融家通过向交战方提供贷款来操控城市和国家的命运——“金钱是战争的支柱”。自17世纪开始，随着贸易经济不断扩张，金融与政府之间的关系变得越来越错综复杂。在西方，政府开始受到金融业的长期“规制俘虏”。在18世纪的英国，金融与政府之间关系紧密。在19世纪末20世纪初“伦敦城的黄金时代”，国家政策反映出伦敦市与政府之间的紧密联系（诺兰，2019b）。19世纪末在美国，以摩根大通为核心、由少数几个银行组成的“货币托拉斯”出现。它们对政府政策制定有着巨大的影响力。到1918年，摩根大通已经“差不多成了一个政府部门”（切尔诺夫，1990: 204）。20世纪20年代，银行家们的影响力达到了顶峰。在那个时代，金融投机现象比比皆是，最终发展成大股灾。

大萧条改变了人们对金融与实体经济关系的理念。1945年之后，银行业受到更严格的监管和监督，这意味着该行业与受监管的公共事业机构差不多，利润不高、风险很少、竞争较低（约翰逊，2010: 35）。1950-1970年是西方金融历史上最稳定的时期。监管结构使得西方金融体系能够支持实体经济，并推动实现1950-1970年西方资本主义“黄金时代”。金融危机发生率低、失业率低、社会格外稳定，经济持续增长。1950-1973年间，发达国家GDP平均年增长率为4.9%，而1870-1913年和1913-1950年则分别为2.5%和1.9%（格莱恩等，1988年）。高收入国家的增长率从1980-1990年的3.3%降至1990-2000年的2.8%，到了2000-2018年则为1.7%（世界银行，2004年和2019年）。

在这一时代，严格监管货币的理念持续受到攻击。哈耶克的《通往奴役之路》（1944年）在这场对国家监管的口诛笔伐当中发挥了重要作用。这本毫不讳言的“政治”书籍的矛盾之处在于它通过影响始于20世纪70年代的全球化时代的经济意识形态，对经济产生了巨大的影响。艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）曾在1987-2006年期间担任美国联邦储备委员会主席，当西方金融体系摆脱监管束缚时，他是其中的核心人物。和同时代的许多经济学家一样，他“认为亚当·斯密不受束缚的市场竞争理念令人信服”，因此认为自由市场具有“自我修正”的趋势（格林斯潘，2007: 52）。在格林斯潘的任期内，金融企业和资本市场的作用发生了革命性的转变。经济学家过于自满地相信自己了解金融体系法则。他们的思想很快就被政策制定者和监管机构采纳。本·伯南克（Ben Bernanke）在2004年“大稳健”的讲话中总结了学术界的经济学家的观点，这些经济学家普遍相信自己知道如何通过货币政策来控制经济体制：“货币政策在得到改善以后，可能已经做出重要贡献，不仅降低了通货膨胀波动，还降低了产量波动，这让我对未来充满信心”（伯南克，2004年）。

在现代全球化时代，实体经济的产业集中度越来越高，刺激金融业出现了与之并行的进程。在全球金融体系核心的产业集中度提高，加强了金融业在国家政策制定和金融业监管中的“声音”。政府与金融之间的“旋转门”，以及其他各种影响力渠道，主要是学术界的经济学家的影响力，为金融巨头企业对政策制定者和监管机构的“规制俘虏”大开方便之门（约翰逊和夸克，2010年）。

自20世纪70年代起，以美国为首的西方政府采取了一系列政策，帮助金融机构逐渐摆脱已有的限制，并为在资本市场开展业务的企业提供丰厚的获利机会。这些政策包括：国有企业私有化；结束美元与黄金的兑换；结束外汇管控和对国际资本流动的限制；结束固定汇率制，实施浮动汇率；放宽对跨境兼并的控制；结束银行零售业务与投资业务之间的隔离；放宽对金融企业在不同国家境内的市场份额的限制；减少对房屋抵押贷款的限制；证券化和向第三方出售债务；大力提高私营金融企业在提供养老金等金融产品方面的作用。同时，在华盛顿共识思想的影响下，大部分发展和转型经济体向国际金融企业开放其金融市场。出现了由数学家和物理学家制定的日益复杂的金融产品，与此同时信息技术也发生变革。

在全球金融危机爆发之前和之后，推动西方资产价格通胀的原因是货币政策侧重于消费者价格波动。1998年，英国和欧盟各自成立了“独立”中央银行，其任务是将消费者价格波动控制在政府设定的限额之内。换句话说，央行的独立性被严格限制。资产价格被排除在消费者价格指数之外。资产价格波动、包括房价波动，被认为是“在央行的职责范围之外”。最重要的资产价格就是房价。美国联邦储备委员会在1935年实现了现代形式，即“不受议会政治影响力的影响”，具有稳定价格和最大程度提高就业率的“双重任务”。直到1983年，美国政府才将房价纳入消费者价格指数。到了20世纪90年代末，与房地产市场的所有联系都已切断。所谓“独立”的中央银行时常根据消费品价格的变化，对政策利率进行小幅调整，而与此同时，在放松管制的金融市场，资产价格通胀的“大火”正在熊熊燃烧、肆虐不休。对实体经济包括基础设施的投资萎缩，而对资本市场和金融的“投资”激增。

这些变化为金融业相对于其它行业在规模上实现革命性的增长做好了准备。相对于“实体”经济，债务和资产价格的持续增长使“资本市场”出现了革命性的发展。购买“资产”并非是为了获得股息或者利息，越来越多的是为了可能发生的资产价格通

胀。¹¹许多人自愿成为帮凶，为“财富错觉”和随之提高的贷款额度而喜不自禁，也乐于为拒绝在资产价格提高时“拿走酒坛”的政府投票。最富有的群体尤其乐于看到“资本市场”抬高，个人财富也随之水涨船高。到2018年，全球财富与全球GDP的比值为419%，全球财富分配基尼系数达到惊人的92.7%（瑞士信贷银行，2018年）。

金融评论员通常将“市场”和“投资者”作为抽象、中性的实体。但实际上，它们是具有具体机构的。大量资本市场业务位于世界金融中心，以纽约和伦敦为中心。从资本市场受益的不仅包括零售银行和投资银行，还包括一系列相互关联的非银行金融机构，包括资产管理公司、共同基金、货币市场基金、养老基金、保险公司、资产托管机构、对冲基金、私募股权和主权财富基金。围绕这些公司的是成千上万家与资本市场合作的公司，包括金融软硬件提供商、律师事务所、审计事务所、交易平台、分析师、数据提供商、顾问及猎头。在高收入国家，这些机构在就业和收入方面所占的比重与资本市场相对重要性的增加同步提升。美国和英国一直处于该进程的前沿。金融利益织成的巨网已经远远超过了正规金融服务业，它不断给政府和监管机构施压，要求维持其从中获益的资产价格通胀。

中国：中国对“以钱生钱”的态度基本上始终以务实为根本，没有意识形态色彩。中国人不认为“以钱生钱”是罪恶的勾当，是必须下地狱的行为。官僚机构一直认为追求利润和赚钱可以产生强大的积极力量，值得推广和尊重。除1956至1976年的毛泽东时代之外，中国从未直接抨击商业活动和赚钱行为。然而，自周朝以来（公元前11世纪至公元前221年），官僚机构主张商业和金融需要监管，以保障公共利益。商业和金融左右政府政策和实践的观念为中国政治传统所不容。仅在短暂的国民党民国统治时期（1927-1936年），金融与政府盘根错节，服务于大家族（蒋宋孔陈）的小集团利益。自古以来，中国的政治理论和实践一致认为，精英官僚阶层不应受商业和金融的掌控。官僚机构始终支配着国家的思想基础和价值体系。受过良好教育、凭个人才学入仕为官的“君子”是最受尊重的社会阶层。君子的最高道德责任是为民谋利，而不是为金融利益服务并将追求钱财作为生活的目标。

改革开放40年来，中国致力于寻求一条改革金融体系的中间道路。它遵循鼓励经商和赚钱的悠久官僚传统，同时对不同的金融业监管方法加以尝试，以提升整个社会的福利水平。中国共产党一直处于这一长期的实验性改革进程的核心，包括为保障公共利益而对金融业实施监管。中国一方面大力对主要金融企业实施重组、现代化转型和上市，另一方面坚持国有制为主体，维护中国共产党对金融体系的控制。其中一项监管举措是将中共中央组织部在高管甄选及业绩评估方面的作用和党委的地位正式写入金融企业的组织章程之中。作为主要监管机构的银监会（CBIRC）及负责监督整个金融体系的中国人民银行（PBOC）由中国共产党统一领导。改革开放大大增加了“以钱生钱”的空间。许多中国人从中积累大量财富，跻身世界富人行列。尽管如此，意识

¹¹ 2019年，资产价格通胀进入新的“爱丽丝梦游仙境”阶段。在美国联邦储备委员会和欧洲中央银行下调法定利率和重新大规模购买国库证券的决定下，西方债券市场进入未知领域。当债券价格达到新高，而收益相应地跌入新低时，“投资者”深陷债券市场的泥沼。到2019年9月，负收益率债券达到17万亿美元，占世界总量的30%。

形态和监管结构仍旧处于官僚机构的牢牢控制之下，随着专业能力提升，官僚机构已经能够有效地管理金融体系。

围绕财富创造，无论是从思想观念还是实践活动而言，中国式的管理都建立在与西方截然不同的哲学基础上。金融体系和金融企业的管理和监管不受“规制俘虏”的驱动。伴随着中国资本市场的进一步开放，主导全球资本市场的大型全球公司可以为中国金融体系的现代化做出不凡的贡献。然而，它们将接触一个与西方迥然不同的运作环境。当他们在中国市场扩张的同时，他们只能接受中国金融体系的监管，并由中国共产党领导，服务于广大中国人民的利益。他们无法俘虏中国金融体系的规制。诚然，中国在影响世界货币管理方式的国际机构中已享有“发言权”，包括国际货币基金组织、世界银行和巴塞尔委员会，但这些机构仍然被牢牢把控在一小部分高收入国家手中：国际货币基金组织的负责人仍然是欧洲人，世界银行和金融稳定理事会的负责人均是美国人。毋庸置疑，中国和其他发展中国家在全球金融治理机构中将发出更有力的声音。“货币”的全球治理最终形态的面目尚未清晰，但其很可能与今天的情况大相径庭。

表格

表 1. 2008-2017 年中国基础设施的发展。

	2008	2017	指数 (2008=100)
能源消费总量 (百万吨煤炭当量)	3,206	4,490	140
能源效率指数 (吨煤炭当量/10,000 元) (以可比价格计算)	100	72	-
发电装机容量 (百万千瓦) *	793 (100)	1,777 (100)	224
-地热	603 (76)	1,106 (62)	183
-核	9 (1)	36 (2)	400
-水力	173 (22)	341 (19)	197
-风力	忽略	164 (9)	-
-太阳能	忽略	130 (7)	-
房屋建筑施工总面积 (百万平方米)	2,236	4,191	187
-城市房地产竣工面积 (百万平方米)	1,470	2,657	181
-城市住宅房地产竣工面积 (百万平方米)	665	1,015	153
高等教育毕业生人数 (百万)	5.12	7.36	144
医疗技术人员 (每 1000 人) **	3.90	6.47	166
医疗机构床位 (百万)	4.04	7.94	197
使用安全管理的卫生设施的人 (占人口的百分比)	30 (2000)	60 (2015)	-
港口集装箱运输量 (百万 TEU)	115	214	186
高速铁路			
-运营里程 (公里)	672	25,164	3,775
-铁路客运比例 (%)	0.5	56.8	-
地铁 (公里)	n.a.	3,100 (2015)	-
公路里程 (百万公里)	37.3	47.7	128
高速公路里程 ('000 公里)	603	1,364	226
汽车拥有量 (百万)	38	185	486
航空客运量 (百万)	191	551	288
光纤长度 (百万公里)	6.8	37.8	556
移动电话基站 (百万)	0.60	6.19	1150
移动互联网入网用户 (百万)	忽略	1,271	-
宽带互联网入网用户 (百万)	83	349	-

来源：国家统计局（2018 年）；世界银行（2018 年）。

注 *装机容量是指某个时刻的发电量，而非每小时、每天或每年的发电量。中国的发电量从 2015 年的 2.5 万亿千瓦时增至 2016 年的 6.142 万亿千瓦时 (SSB, 2018 年)。** 包括医生、注册护士和药剂师。

表 2. 2017 年中国和印度的经济发展和福利。

	中国	印度
人口 (百万)	1,386	1,339
人均国民总收入 (按购买力平价计算, 美元)	16,750	7,060
制造业增加值 (十亿美元, (2015 年))	3,250	323
商品出口 (十亿美元)	2,263	299
高科技出口 (十亿美元)	504	14
高科技出口 (制造业出口占比)	24	7
人均能源使用量 (千克石油当量)	2,237	637
人均用电量 (千瓦时, 2014 年)	3,927	806
输配电损失 (%)	5.5	19.4
港口集装箱运输量 (百万 TEU)	214	13
航空客运量 (百万)	551	140
移动蜂窝订阅 (每 100 人)	105	87
互联网使用 (人口比例)	54	30
高等教育总入学率 (相关年龄组比例)	51	27
人均医疗费用 (按购买力平价计算, 美元) (2015 年)	762	238
医疗费用 (自费比例) (2015 年)	32	65
婴儿死亡率 (每 1000 名活产婴儿)	8	32
出生时预期寿命 (岁)	76	69
贫困人口 (人口比例): -		
< 每天 1.90 美元	0.5	21.2
< 每天 3.20 美元	7.0	60.4
< 每天 5.50 美元	27.2	86.8

来源: 世界银行 (2018 年)

表 3. 2017 年中国和美国最大银行业绩。

	资产	稳健性:	税前利润	资本	业绩: -	不良贷款占
	(十亿	资本/资产	(十亿美	利润率	资产	贷款总额比
	美元)	比率 (%)	元)	(%)	收益率	率 (%)
					(%)	
中国工商银行	4,007	8.09	56.0	17.28	1.40	1.56
中国建设银行	3,398	8.01	46.1	16.92	1.36	1.49
中国银行	2,990	7.51	34.2	15.26	1.15	1.45
中国农业银行	3,234	6.74	36.8	16.87	1.14	1.81
摩根大通	2,534	8.24	35.9	17.21	1.42	1.44
美国银行	2,251	8.39	29.2	15.26	1.28	1.23
富国银行	1,952	9.13	27.4	15.36	1.40	2.22
花旗集团	1,842	8.95	22.7	17.43	1.23	1.12

来源: 《银行家》 (2018 年 7 月)

参考文献

- Bernanke, B., 2004, 'The great moderation', Washington DC: Eastern Economics Association
- Chernow, R., 1990, *The House of Morgan*, New York: Simon and Schuster
- Credit Suisse, 2018, *Global Wealth Databook*, Zurich: Credit Suisse
- Financial Stability Board (FSB), 2019, *Global Monitoring Report on Non-bank Financial Intermediaries*, Basel: FSB
- Friedman, M., 1962, *Capitalism and Freedom*, Chicago: University of Chicago Press
- Glyn, A., A.Singh, A. Hughes and A.Lipietz, 1988, 'The Rise and Fall of the Golden Age', Helsinki: WIDER, 43
- Greenspan, A., 2007, *The Age of Turbulence*, London: Penguin Press
- Institute of International Finance (IIF), 2017, *Global Debt Monitor*, July, Washington DC: Institute of International Finance
- Institute of International Finance (IIF), 2019, *Global Debt Monitor*, January, Washington DC: Institute of International Finance
- Johnson, S., and J. Kwaak, 2010, *Thirteen Bankers: The Wall Street Takeover and the Next Meltdown*, New York: Pantheon Books
- Kindelberger, C.P., 1978, *Manias, Panics and Crashes*, London: Wiley
- McKinsey, 2005, *\$118 Trillion and Counting: Taking Stock of the World's Capital Markets*, London: McKinsey Global Institute
- Mao Zedong [Mao Tse-tung], 1967, *Selected Works of Mao Tse-tung, volume 1*, Peking: Foreign Languages Press
- Mao, Zedong [Mao Tse-tung], 1938, 'On protracted warfare', in Mao Zedong 1967
- Mao, Zedong [Mao Tse-tung], 1930, 'A single spark can start a prairie fire', in Mao Zedong, *Selected Works of Mao Tse-tung*, 1967
- Minsky, H., 1986, *Stabilising an Unstable Economy*, London: McGraw Hill

- Nolan, P., 2008, *Integrating China: Towards the Coordinated Market Economy*, London: Anthem Press
- Nolan, P., 2019a, *China and the West: Crossroads of Civilisation*, London: Routledge
- Nolan, P., 2019b, 'Finance, class relations and the real economy in pre-1914 Britain', *Critique*, vol 47 (1), 11-37
- Nolan, P., 2020a, *China in the Asian Financial Crisis*, London: Routledge
- Nolan, P., 2020b, *Finance and the Real Economy: China and the West since the Asian Financial Crisis*, London: Routledge
- Nolan, P., and Wang, Xiaoqiang, 2006, 'China in the Asian Financial Crisis', Hong Kong Fax (*Xianggang chuanzhen*), CITIC Pacific Research Advance, No 4, February, published in English in Nolan, 20008
- Paulson, H.M., 2015, *Dealing with China: An insider unmasks the new economic superpower*, London: Headline Publishing
- Rand, A., [1944] 2007, *The Fountainhead*, London: Penguin Books
- Rand, A., 1957, *Atlas Shrugged*, London: Penguin Books
- Schmelzing, P., 2017, 'Eight centuries of the risk-free rate', Bank of England, *Staff Working Paper* No 686
- State Statistical Bureau, 2018, *China Statistical Yearbook, 2017*, Beijing: State Statistical Bureau
- Welby, J., 2016, *Dethroning Mammon*, London: Bloomsbury
- World Bank (WB), 2004, *World Development Indicators*, Washington DC: World Bank
- World Bank (WB), 2018, *World Development Indicators*, Washington DC: World Bank
- World Bank (WB), 2019, *World Development Indicators*, Washington DC: World Bank
- Xi, Jinping, 2017, 'Sound, circular and healthy development of the economy and finance' in Xi Jinping, *The governance of China*, vol II, Beijing: Foreign Languages Press