

CHINA

FINANCIAL
REFORM

教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目

金融体制改革与货币问题研究系列专著

中国金融改革中的 货币供求与机制转换

李 健 贾玉革 蔡如海 等著



中国金融出版社

教育部哲学社会科学研究重大课题攻关项目
金融体制改革与货币问题研究系列专著

中国金融改革中的 货币供求与机制转换

李 健 贾玉革 蔡如海 等著

 中国金融出版社

责任编辑：古炳鸿
责任校对：张志文
责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融改革中的货币供求与机制转换 (Zhongguo Jinrong Gaige Zhong de Huobi Gongqiu yu Jizhi Zhuanhuan) / 李健, 贾玉革, 蔡如海等著. —北京: 中国金融出版社, 2008. 4

(金融体制改革与货币问题研究系列专著/王广谦主编)

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4676 - 8

I. 中… II. ①李…②贾…③蔡… III. ①货币—供求关系—研究—中国 ②货币改革—研究—中国 IV. F822.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 048646 号

出版 中国金融出版社
发行
社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号
市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)
网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)
读者服务部 (010)66070833, 82672183
邮编 100055
经销 新华书店
印刷 利兴印刷有限公司
尺寸 169 毫米×239 毫米
印张 13
字数 211 千
版次 2008 年 4 月第 1 版
印次 2008 年 4 月第 1 次印刷
印数 1—3000
定价 33.00 元
ISBN 978 - 7 - 5049 - 4676 - 8/F. 4236

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

总 序

始于 1978 年的改革开放已经走过了近 30 年的历程，中国社会发生的巨大变化几乎超出了所有人最初的想象。这种巨大变化与中国经济体制的“转型”相伴而行。中国的现状是前期改革的结果，而未来需要进一步的改革来实现。

（一）

改革开放是全方位的，但起点和重心是经济的改革和开放。经济改革和开放的取向是从高度集中的计划经济体制转变为社会主义市场经济体制，因此，学术界又把改革开放以来的经济称为“转型经济”或“转轨经济”。“转型”最初是史学和社会学的概念，意味着社会发展改变原来的“旧型式”，使之走向未来的“新型式”，而这又自然蕴涵着“改变（改革）”和“确立（定型）”两重内容。“转型”有急转和渐转两种，急转是快速的转变和快速的确立，渐转则是不断的转变和不断的确立。中国选择了后者。渐转的时间需要多长，这是一个复杂的问题。著名美籍华人史学家唐德刚把中国历史上的社会大转型概括为两次：第一次是起于公元前 4 世纪中叶的“商鞅变法”而完成于公元前 2 世纪末由汉武帝所落实的

“盐铁专卖”，历时 250 年；第二次便是起自 19 世纪中叶，这一转型大致也要历时两百年。^① 这是历史学家大视角的一种分析。就当今中国的经济改革来说，转型则是特指经济体制和经济运行机制的转变，从高度集中的计划经济体制和运行机制转变到社会主义市场经济体制和运行机制上来。虽然这种转型亦需要很长的时间，但现实的社会条件和全球化进程的加速使“转型”和“定型”并不是遥不可及之事。即使转型完成，在新的型式下，调整和改善也会是不断的，且不说在人类社会发展的长程中甚或更大的转型必然还会出现。

在转型的全过程中，虽然“改变（改革）”与“确立（定型）”是两个紧密相连的方面，但在转型的前期，“改变”或“改革”则会处于更为主导的位置，虽然这种“改变”同时也意味着一定程度的确立；在转型的后一时期，“确立”的重要性则会上升，尽管这种“确立”同样也意味着一定程度的改变。中国近 30 年的改革开放无疑属于转型的前期阶段，目前仍然处在这一阶段中，因此改变或改革起着主导的作用。但经过 30 年的发展变化，“确立”的重要性似乎已开始显现。“确立”包含着对改变了的结果进行甄别筛选和肯定，以及在肯定过程中对前期结果进行必要的调整。

基于上述思路，本课题组对中国金融体制改革和货币问题的研究，重点在两个层面加以努力，即梳理、总结 30 年改革的历程和变化，肯定那些适合未来的改革结果；分析、研究需要进一步改革和转变的重点和瓶颈，加快“转型”的步伐，推进“新型式”的逐步确立。

（二）

经济改革和经济转型是一个极其复杂的社会进程，在这个进程中，金融的改革与转型起着非常关键的作用。现代经济运行的特征之一是经济与金融已密切融合为一体，这种融合虽然在货币产生和信用出现之后便已开始，但在信用货币完全取代金属货币和融资行为成为普遍现象之后，两者的融合便加速度地进行。现代科技成果的广泛应用，又为两者的融合不断创造着条件和动力。综观现代各国的经济，尽管各自的发达程度差异很

^① 唐德刚·晚清七十年 [M]．长沙：岳麓书社，1999：7，39．

大，但金融都已与各自的经济密不可分。如果我们仍然按照传统的分析思路把金融看成经济与社会发展中的一个因素和相对独立的部门，那么，这个因素和部门已发展成为现代经济的核心。

金融既已成为现代经济的核心，自然地，金融活动的组织和运行便成为整个经济运行中最为重要的问题。由此，金融改革也就成为经济改革中最为重要的方面。进而，在通过经济改革实现经济“转型”以及“新型式”不断确立和相对定型的过程中，金融的改革与转型以及相对定型也就成为一条重要的中心线。

由于金融与经济已经密切融合，也由于金融本身已成为一个十分复杂的巨系统，因此，对金融问题的认识和分析难度也大大增加了。尽管如此，我们还是可以按照金融运行的内在逻辑关系，从不同的视角去观察这个复杂的巨系统。分析可以从金融机构入手，因为系统的运行不论多么复杂，也都是由其行为主体推动的。各类金融机构复杂的业务活动构成多层次的金融市场，金融机构和企业等部门在金融市场上的活动决定了货币与信用的供给与需求，也决定了货币与信用的价格即以利率和汇率为中心的金融价格体系，这一切都直接关系着整个经济体系的运行。分析金融巨系统也可以从金融市场入手，因为所有经济行为主体都直接或间接地在金融市场上活动，金融市场是经济与金融密切融合的最集中体现。从金融市场上各类产品的供需和交易价格出发，可以看到参与市场活动的各类机构的具体状况，也可以观测到整体经济与金融。分析也可以从货币与信用入手，因为现代经济与金融运行是以货币为基轴展开的。经济发展提出对货币和信用的需求，金融机构通过金融市场的种种运作创造和提供社会所需要的货币和信用，等等。概括说来，不论从何种视角入手，对金融巨系统的认识和分析都会集中在金融机构（其本身也是一个复杂的体系）、金融市场（现代市场经济的核心体现）、货币与信用（数量与价格的关键作用）这几个紧密相连的方面上。同时，由于金融运行的复杂性和特殊性，金融的管理（包括以货币政策为中心的宏观调控、以金融机构为主要对象的金融监管、以风险化解和防范为中心的金融安全与稳定等）也是认识和分析金融这个巨系统极为重要的方面，而其管理方法也成为一门高超的艺术。

因此，本课题的研究便是围绕前述两个层面和上述四个方面来展开，而每个层面和方面又都包含着极为丰富的内容。

(三)

金融机构改革与转型最重要的内容是建立多元化竞争性的金融机构体系和建立现代金融企业制度。

建立社会主义市场经济体制，金融机构的多元化和公平竞争是极为重要的条件。金融机构的多元化，包括所有制形式及资本组成的多元化、机构类型和层次类型的多元化等。中国金融改革的起步阶段就是从国有专业金融机构的恢复和独立运营开始的。经过近 30 年的发展，国有专业金融机构基本上已改制为国家控股的股份制商业性金融机构，组建了三家政策性银行，恢复或新设了十几家全国性商业银行，组建了一百多家城市商业银行，改建了全国农村金融机构，引进了外资金金融机构，已形成了包括商业银行、证券公司、保险公司、信托租赁公司、基金公司等在内的庞大金融机构体系。这个庞大金融机构体系的形成和市场化运作，无疑是金融改革最突出的成果之一，也是应该给予肯定的重要方面。

在建立多元化金融机构体系这一领域内，值得进一步研究和深化改革的重大问题还有不少。例如：

1. 金融机构的市场总容量与结构问题。一个国家或经济体可以容纳多少金融机构，这是一个复杂的问题。数量过少难以形成充分的竞争，影响机构体系的总体效率；而过多又会受到市场内在容量的限制，频繁的进入、退出也会引起金融的不稳定。数量问题不存在一个合理的理论值，而是要由市场来决定。数量问题的关键是决策部门或批准部门制定市场准入退出的合理条件及标准，而对经济社会发展的准确把握是制定和调整这一条件和标准的首要前提。结构问题也是金融机构体系发展中的一个重要问题。金融体系的具体结构也是在市场竞争和运行中形成的，并且受到文化传统方面的影响。银行、证券、保险等机构在经济社会发展的不同阶段客观上存在一个比重变化的问题。一般来说，在市场经济和经济总量不甚发达的经济体中，银行的比重是较大的，而随着市场经济的发展和经济总量的增大，与资本市场关系更为密切的证券、投资基金等类机构和保险类机构的比重会上升。金融机构的层次结构也是一个重要的方面，完善的市场经济需要多层次的金融机构。在发达国家，金融机构的层次性是很明显的。多类型多层次的金融机构服务于不同的群体，是经济与金融协调发展的。

的重要保证。在这些方面，发展中国家要走的路还很长。

2. 金融机构的集中程度与国家控股权问题。金融机构的数量多少与金融机构的集中程度有关。金融机构的集中程度高，其机构总量必然少。一些大金融机构的市场份额占比是衡量金融机构集中度的重要指标。从世界金融业的发展趋势看，金融机构的集中程度呈现不断增强的趋势。目前排在前列的大银行资产总额已超过1万亿美元，世界证券业和保险业也都由大证券公司和保险公司主导着。但值得重视的是，在金融业集中程度增强的同时，各类型各层次的中小金融机构也同样呈现出很强的竞争力。少数机构的过于垄断不利于整体效率。在美国等发达国家，大的金融机构竞争力虽然很强，但就金融业总体来看，并不构成明显的垄断，众多的中小金融机构服务于当地中小企业和居民是普遍的现象，正是这种集中与分散的机构体系支撑着经济社会的发展。在完善金融机构体系问题上，国家控股权也是一个重要的方面。目前发达国家的金融机构其国家资本是较少的，但对于中国来说，国家控股一些大金融机构是必要的，但究竟控制到多大程度以及国家控股下的金融机构的市场化运作方式也还是需要深入研究的。前几年，关于公有经济与非公经济不能平等获得金融资源的问题曾经成为学界讨论的一个热点，尽管从理论上说二者并不一定必然完全匹配，但现实经济运行中非公经济金融需求如何获得满足却是不容忽视的问题。关于国家对金融机构的控制，还有三个重要的问题，一是国家资本的投入渠道和国家金融资本的运作方式以及代表国家管理其金融资本的机构如何定位；二是外资参股金融机构问题，金融机构如何选择合适的战略合作伙伴和财务合作者以及这类机构在运营中权责利的具体协调问题；三是金融机构体系的民间资本平等进入的问题。金融是一个特殊的行业，其进入与退出标准应该与一般企业不同，但没有民间资本的进入，很难建立有充分竞争的高效率的金融机构体系。

3. 政策性金融机构的发展定位问题。在现代金融机构体系中，政策性金融机构是一个重要的组成部分。政策性金融机构存在的重要意义在于按照国家发展战略，对一些特殊的行业、企业、部门和地区等提供特殊金融支持，同时，也为商业性金融机构的完全市场化运作提供条件。在美国、日本等发达国家，政策性金融机构的作用也是极为显著的。中国在金融改革的进程中，为了把由国家专业银行转变而来的四大商业银行办成真正的商业银行并使其实行完全的市场化运作，成立了三家政策性银行和四

家资产管理公司。这些政策性金融机构对中国金融改革和经济发展作出了重要贡献。但随着经济改革的深化和资产管理公司阶段性目标的基本完成,这些机构未来的发展定位问题凸显出来。对于政策性银行来说,在承担特殊责任的同时,是否允许其部分商业性运营,其间的矛盾如何处理,仍然是需要认真思考的问题。另一个重要问题是,在中国目前的发展阶段,政策性金融在金融总量中应该占有多大的份额,其服务的范围应该扩展还是缩减,这都需要深入探讨。对于资产管理公司来说,在阶段性目标完成之后,究竟向哪个方向发展,是向政策性机构转变还是向商业性机构转变,也是一个迫切需要研究解决的问题。

4. 各类金融机构的连通与协调发展问题。现代金融机构体系由不同类型、不同层次的众多金融机构所组成。这些不同类型、不同层次的金融机构有着不同的服务范围和服务对象,而其具体形成既是市场竞争的结果,也是管理部门政策引导与规定约束的结果。金融业内部专业分工的形成符合市场经济充分竞争的内在规律。但内部专业分工的界限是清晰一些好还是模糊一些好,很难在理论上予以说明,现实问题是商业性金融机构是否允许综合经营,如果允许,其业务融合的程度是否需要加以政策限制。一般地说,综合经营与分业经营各自具有不同的优点,但从世界金融发展的大趋势看,综合经营似乎为更多的国家所选择。前一段时间,金融业界和学术界曾对中国目前银行、证券、保险三大支柱机构之间的市场份额问题展开过讨论,认为证券、保险业的市场份额过低,与发达国家无法相比。这三大支柱机构之间的市场份额比值究竟怎样才是合理的,这个比值应该人为划定还是市场决定,在分业经营下是难以争论清楚的问题,而在综合经营下,市场竞争的结果则可能更能反映经济社会发展不同阶段的内在要求。在中国加入世界贸易组织过渡期结束后,如何提高中国金融机构的竞争力和实现完全平等竞争也面临着这一问题。如果允许综合经营,现行监管机构之间的协调便显得极为重要,更甚者,监管体制调整的必要性也会日益显现。金融机构之间的协调发展,除了银行、证券、保险三大支柱机构间的平衡之外,鼓励不同层次特别是中小金融机构和农村金融机构的发展也是一个重要的方面。

在建立完善金融机构体系的同时,另一个重要方面是商业性金融机构如何建立现代金融企业制度。

中国的现有金融机构在建立现代企业制度方面已经取得了显著的成

绩，但需要进一步完善的工作还有许多。其核心问题有三：

1. 公司治理结构问题。公司治理结构包括资本结构以及公司内部决策机构和组织制度安排等。近年来，中国的商业性金融机构在改善治理结构方面取得了极大进展，特别是已上市机构在这方面的进展更大。从世界各国情况看，公司治理结构有趋同的趋势，但在相同的公司治理结构下，具体的管理方式差异很大，这与国情和传统密切相关。因此，在设计完善治理结构方面，管理创新也是更为重要的内容。管理是一门科学，更是一门艺术。管理是科学，可以寻找规律，设计现实；管理是艺术，艺术就难以寻找规律，难以设计现实，更难以用语言文字和数学模型来描述。因此，管理创新虽然极其重要，但却是难以表达和归纳的，它存在于管理者的创造力和想象力之中。

在公司治理结构方面建立内控机制和风险防范机制也是一个重要的问题。在经济全球化和现代金融业快速发展的背景下，金融机构处于高度竞争的压力之中。要保持金融机构的竞争力和健康发展，其内控机制和风险防范措施极为重要，从某种意义上说，内控能力已上升为金融机构竞争力的核心要素之一。

2. 创新与规范的问题。不论在哪个领域，创新都是发展的重要推动力。就金融领域来说，一部金融发展史，也可看做是一部金融创新史。国家间、行业间、机构间的竞争在很大程度上是它们各自创新力的竞争。因此，创新的重要性怎么看都不为过。但是创新是一个复杂的问题，它要受理念的支配和规律的约束，还要平衡创新与传统、创新与行为规范之间的关系。所谓“理念的支配”，是指创新的目的。创新并不简单是为竞争而竞争，为利润而利润，而更应着眼于其所能带来的经济与社会效果。好的金融创新必定能为经济和社会发展提供更好的条件与支持，为服务对象提供更好的便利与福利，使经济更快发展、社会更加和谐。所谓“规律的约束”，是指创新内容和适应性的选择。创新要符合经济、社会发展的阶段，适合创新主体的特点和服务对象的客观需求。不同类型、不同优势的机构其创新内容的选择应该是不同的，即使是急需的金融创新也不是同时适宜于所有的金融机构。所谓“创新与传统和行为规范的平衡”，是指创新与传统和规范的衔接以及新传统和新规范的确立。成功的创新建立在对传统和规范有一个正确的分析与判断的基础之上。传统与规范是先期创新沉淀的结果。随着社会的发展，传统会变化，规范会调整，这需要作具体分

析。创新需要根据现实发展而打破一些传统和规范,但也需要尊重和恪守那些长期证明是好的传统与规范。因此,创新总体上是无止境的,需要不断追求和实践,但在具体的或个体的方面,也有一个“止于至善”和适当或适时“节制”的问题。发展需要不断地创新,也需要不断地形成新规范,其最终目的是更好地服务于经济和社会,更好地服务于人们的客观需要,促进生活质量的提高。

从历史上看,大部分成功的金融创新都是从经济社会的客观需求提出的,而这种需求又都是与经济社会的发展阶段紧密相连的。当然,先于社会需求从内部推出的创新,通过努力推介引导需求扩展也有成功的先例。但相比之下,前者成功的比例更高。一般来说,与需求紧密相连的创新,其创新成本相对较低,成功的概率也较大。因此,需求分析和成本分析是创新过程中最重要的考量因素。需求是分阶段的,不同阶段有不同的需求;服务对象是分层次的,不同层次的群体需求亦不相同。因此,金融业务创新点的选择也应该是多元的。

中国经过改革发展,经济社会结构更加多元化,人群层次的变化更加明显,金融服务和金融创新的空间扩展很大,服务和创新应该关注各个群体和各个层面。在大大拉长了的客户层次链中,很大部分的金融服务与创新是远远不够的,如中小企业融资难、小额信贷得不到满足、低端客户服务不足等,同时也已出现少数高端客户服务与创新“过剩”的问题,如多家机构同时争夺同一客户、服务超过需求等。因此,推进真正基于需求的创新是很迫切的。另外,对创新的主体来说,成本分析也是重要的,如十年前的信用卡大战,既超过了真实需求,也形成了过高成本,事实上,成本收益分析是判断真实需求的一个重要尺度。

3. 发展战略的选择与定位问题。一个好的金融机构,必定有一个好的发展战略。发展战略的选择需要根据各自的优势和有利于提升竞争力、资产质量、盈利水平和服务水平来确定,也就是要有一合理的定位。

目前,中国的金融机构定位过于趋同。定位趋同,竞争会过于激烈,同时又会产生许多服务的空白。定位趋同问题在中国其他领域的机构中也普遍存在,这恐怕与中国人的思维有关,也与缺少创新思想有关。中国金融机构以及其他公司企业,其发展战略大都以做大做强为目标,着眼于资产扩张和机构普设,过于追求规模和市场占有率,都要做成全国性的乃至世界性的,而资本回报率、服务质量、声誉和社会效益等往往被放在从属

的位置。一个好的金融体系应该有多元化的金融机构，而这些金融机构的多元化，不仅仅是类别上的不同，更是各自定位的不同。国外很多经营良好的金融机构，其服务范围往往是相对固定的社区，服务对象往往是相对固定的群体。只有在合理定位的基础上，经营才会更有效率，才会更加符合客观现实需求。由定位合理的众多金融机构组成的金融体系的创新与服务，必定会促进经济更好发展，社会更加和谐。

在建立了多元化竞争性的金融机构体系，且这个体系的机构又都建立了现代金融企业制度之后，金融运行的效率和稳定便有了基本的保障，这是金融改革与转型最重要的内容之一。30 年来，中国在这一领域取得了巨大的进展，当我们在上述方面进一步取得进展之后，在这一方面的“定型”便不会太遥远了。

(四)

金融改革与转型的另一重要领域是金融市场。虽然从本源上看，金融的市场性与生俱来，但在高度集中的计划经济体制下，金融只是被当做国家计划分配资金的一种辅助手段，不但金融活动的市场性受到极大限制，而且更没有把金融活动置于完善的金融市场体系运作之内。改革开放 30 年来，中国的金融市场得到了很快发展，这种发展与金融机构改革、企业改革和投融资体制改革紧密结合在一起。目前，几乎全社会的经济行为主体都已程度不同地涉足了金融市场。

从资本市场看，改革初期的 1981 年国家即恢复了国债的发行，1988 年开办了国债流通市场。国债市场既为国家筹集了大量建设资金，也为国家调节财政收支和中央银行调控货币信用提供了重要手段和途径。企业债券和金融债券市场的恢复开始于 20 世纪 80 年代中期，20 多年间也有了一定程度的发展。资本市场发展最引人瞩目的是股票市场的快速发展，从 80 年代的试点到 90 年代初上海、深圳两家证券交易所成立之后的迅速扩展，股票市场成为中国整个经济改革最受世人关注的领域。至 2007 年底，境内上市公司总数已达 1 550 家，沪深两市股票市场总市值 32.71 万亿元，已进入二级市场流通的股票市值 9.31 万亿元，投资者开设的证券账户达 9 200 万户。2007 年总市值与当年 GDP 的比值为 133%。上市公司境内外筹资总额累计超过 2 万亿元。股票市场的发展已成为推动国民经济增长的

重要力量，促进了企业的改革、重组和产业结构调整以及企业经营机制的转变，加速了金融资源向优势企业的集中，增强了企业核心竞争力。

虽然中国资本市场的规模和流动性指标已达到较高的水平，但相对于成熟的资本市场来说，要走的路还很长，仍然需要在多方面继续深入研究和深化改革。

1. 资本市场的整体功能发挥及发行与流通两级市场的关系协调问题。资本市场的最基本功能是引导资本的最优化配置，而实现资本的最优化配置在于发行市场与流通市场的协调发展。发行市场的功能在于为发行公司提供条件筹集所需要的资本，而所筹集的资本主要是用于实体经济的发展或实现资本充足率的要求。对于投资者来说，发行市场为其提供投资的渠道和投资选择的机会。流通市场的功能在于为发行公司调整资本结构和投资者调整投资选择提供条件。中国的资本市场在这两方面均体现了其本质的作用。但是也存在着一些需要改进的问题，如发行公司为上市而上市，所筹资金并无明确适当的使用方向，投资者并不着眼于发行公司经营状况而过多关注二级市场，致使股票转手率过高，等等。因此，在制度设计上，要有利于股东长期持有，增加短线操作的成本，培养真正的投资者，使资本市场的整体功能得以最大限度地发挥。

2. 资本市场的层次结构问题。成熟的资本市场能够为尽可能多的各类企业提供条件，因此，发达国家的资本市场大多都设计了多种层次，如主板市场和创业板市场、交易所市场和柜台市场等。中国目前的资本市场基本上是交易所市场，虽然 2004 年在主板市场框架内启动了中小企业创业板的试点，并且有了较快速的成长，但就总体来看，中国绝大多数中小企业还是很难进入资本市场。要改变这一状况，需要建立多层次的资本市场，完善其资本市场结构，特别是应该研究建立地方性的场外交易市场，以满足众多各类中小企业进入资本市场的要求。目前，中国的企业都有强烈的上市愿望，但为数众多的企业都进入交易所市场是不现实的，这不但受制于交易所市场扩容的限制，而且也不利于建立上市公司的筛选机制和中小企业灵活的进入退出机制。另外，衍生品市场也需要逐步建立与完善。

3. 资本市场融资结构的合理性问题。关于融资结构，学术界讨论很多的问题是银行业的间接融资与资本市场的直接融资的比例结构。在这方面，学术界的观点基本上是相同的，普遍认为直接融资的比重过低，应该

通过发展资本市场实现其融资结构的调整。30 年来,虽然中国的资本市场发展很快,但就融资的结构比重看,资本市场融资确实仍然较低。近几年,股票市场上市公司增加较快,筹资额也不断上升,但大部分年份的筹资额仅有几百亿元,2006 年和 2007 年有了迅猛增长,但与银行贷款增长相比,仍然是一个较小的比例。从资产分布看,保险业和证券业占金融业总资产的比例为 5%~6%,银行业的比例接近 95%,间接融资的比重仍然在 90% 左右,这不但与发达国家相比差距很大,而且也低于发展程度相同的大多数发展中国家。除了间接融资与直接融资的比例结构需要逐步调整之外,就直接融资内部来说,债券融资与股票融资的比例结构也不适宜,债券融资特别是企业债券融资的比例过低。即使在股票市场很发达的欧美市场上,债券融资数量也远高于股票融资,因此,在中国的融资结构调整中,不但需要通过发展资本市场以扩大直接融资的比重,而且在资本市场发展中还要特别注重企业债券市场的发展。合理的资本市场结构是资本市场健康发展的重要稳定器。

4. 货币市场问题。金融市场发展的另一层面是货币市场。中国的货币市场从银行间拆借起步,经过 20 多年的发展,已基本建立了较为完善的市场体系,并且货币市场的价格市场化程度不断提高,成绩显著。由于中国贸易盈余和资本项目顺差的不断增加和结售汇制的实行,货币市场上的外汇交易占比很高,货币市场结构调整的空间很大。同时,让更多的金融机构进入货币市场,对于进一步完善货币市场也是极为必要的。

5. 金融市场全球化问题。随着经济全球化的快速推进,资金的国际流动数量迅猛增长,途径越来越多,金融市场全球化的进程日益加快,各国的金融市场逐渐成为全球金融市场的一个组成部分。中国金融市场的未来发展,将越来越紧密地与全球市场联系在一起。因此,加快汇率体制改革和资本账户开放并适应全球趋于一致的市场运行机制,是中国面临的一大课题。金融市场全球化意味着金融资源配置将更多地在全球范围内进行,中国金融市场发展一方面要方便境外资金的有序合理进入,另一方面要为中国资金进入国际市场创造条件。在这一过程中,还要努力防范金融风险的国际传递,保证金融安全。因此,中国金融市场的未来发展面临着更加艰巨的任务。

当中国的金融在机构体系和金融市场这两个基本方面进一步深化改革取得新的进展之后,新的金融运行机制将建立起来,现代市场经济体制中

金融的基本定型便会随之确立。

(五)

在金融机构和金融市场活动中,以利率和汇率为基础的金融价格起着引导和平衡的作用,而货币与信用的总量和结构又直接推动和调整着整体经济的运行。改革开放 30 年来,中国的金融价格从严格的国家管制逐步向市场形成机制转化,货币和信用总量也随着经济的发展快速增长,经济的货币化和金融化程度大幅度提高。金融的作用明显增强。在这一层面,需要进一步深化改革和深入研究的主要问题有:

1. 货币数量和货币结构的合理性问题。货币数量与经济增长的关系是货币理论和增长理论研究的一个基本问题。经济增长需要货币数量增长的支撑,货币数量增长也要以经济增长为基础。但在经济与金融运行过程中,二者并不是始终保持自动的平衡,这便是通货膨胀或通货紧缩不时出现的内在原因。在各国经济发展过程中,其基本的趋势是货币量的增长快于经济的增长,中国改革开放 30 年来也是如此。问题在于二者的离差究竟多大才是合理的。改革之初的 1978 年,中国广义货币与 GDP 的比值为 0.25,到 2007 年,该比值已上升到 1.65,这反映中国经济货币化、金融化程度的大幅度提升。1.65 的比值已接近发达国家的水平,这又意味着与发达国家相比中国经济的虚拟化程度较高。从货币结构看, M_0 (流通中的现金)与 M_1 (狭义货币)和 M_1 与 M_2 (广义货币)的比值 1978 年为 0.365 和 0.652,到 2007 年该比值分别为 0.199 和 0.378, M_0/M_1 比值的变化反映了货币效率和转账结算水平的提高, M_1/M_2 比值的变化则反映了广义货币的增长更快。这两个比值均已接近发达国家,因此,适当监控 M_2 的增长速度是中国未来的货币数量增长中应该特别关注的重要方面。

2. 货币供给的形成机制与货币的真实需求问题。经过 30 年的改革,中国的货币供给机制已发生了根本性的变化,从 20 世纪 80 年代中期两级银行体制逐步确立和中国人民银行专门行使中央银行职能之后,中国的货币供给机制便从直接向社会单位提供信贷转变到中央银行通过与在其开户的金融机构之间的资金往来间接向社会提供货币。中央银行通过与金融机构之间的票据再贴现、公开市场证券买卖和信用放款提供货币的做法已与现代市场经济体制的要求和发达国家的普通做法相一致,不同的地方在于

其货币投放几种方式的比重差异很大。从中国近十几年的实际情况看，外汇的买入占中央银行货币投放的比重很大，票据再贴现和证券买卖的比重较低，这与中国实行的外汇管理制度以及票据市场、证券市场不够发达相关。在货币供给机制转变之后，金融机构的流动性大小便成为中央银行货币供给考虑的重要因素，也是衡量社会真实货币需求的重要标准。近年来，中国的金融出现了一个极为矛盾的现象，一方面，社会对货币和信用的需求有强烈的意愿，另一方面，金融机构的流动性不断增大，该项指标已成为全球最高的国家之一。这种矛盾的原因可能需要从两方面去寻找，一是金融机构的服务对象、服务范围和经营方式是否有限制和不到位，二是社会对货币和信用的强烈需求是否存在虚假的成分。前一个方面需要通过金融机构的深化改革来解决，后一个方面的解决却要复杂得多。在投融资约束机制不完善，投资主体的责权利不明确，官员追求政绩工程的情况下，判断社会的真实需求并不容易。但从全球看，资金过剩问题已是不容忽视的现实。中国正处在快速发展中，增长的潜力仍然巨大，货币与信用必然仍会保持快速的增长趋势，但判断其合理的界限却是一个极为复杂的问题。

3. 货币的价格——利率市场化问题。在计划经济时代，利率的作用很小且是由政府制定的。在市场经济体制下，利率成为货币供求的价格，货币的均衡和金融资源的配置便是在利率的引导下实现的。正像在商品市场上控制商品价格难以形成真正的商品市场一样，控制利率也难以形成真正的金融市场。当然，这一利率指的是社会货币需求与社会货币供给所决定的市场利率，并不是指中央银行为了调节货币量而与金融机构之间实行的基准利率。改革开放以来，中国的利率从调整到扩大浮动范围，再到逐步放开货币市场利率和部分存贷款利率，利率的形成机制发生了很大变化。但随着改革的深入，利率的市场化进程仍需加快。没有利率的市场化，一个完善的金融体系和金融市场运行机制很难真正确立。特别是在中国加入世界贸易组织过渡期结束后和金融市场全球化趋势增强的情况下，利率的市场化要求更为迫切。在中央银行能够根据社会经济状况对其基准利率实行有效灵活调整的情况下，完全放开市场后利率风险并不大。短期内对金融机构和社会公众带来的冲击很快会被市场机制所校正，而这也是实现金融转型所必须迈出的重要一步。

4. 内外均衡——汇率的市场化问题。汇率是本外币之间交易的价格，

汇率的市场化是实现货币内外均衡的重要条件，同时也是实现经济内外均衡的关键要素。从全球范围看，许多国家对汇率的管制都严于对利率的管制，即使在发达国家，在经济发展的一定时期内对汇率的管制也曾经是较为严格的。但从开放型经济的要求和发展趋势看，汇率的管制都是呈放松的趋势。中国在计划经济时期，对汇率管制是很严格的，改革开放后，曾一度实行双重汇率，1994年中国实行了汇率并轨，2005年又对汇率形成机制进行了重大调整，使中国的汇率逐步向市场化迈进。随着中国经济持续强劲增长，近年来人民币汇率逐渐走强。虽然汇率形成机制的弹性不断增大，但就总体来说，这一机制还不能完全反映外汇供求和货币内外均衡的状况。因此，进一步调整汇率的市场化形成机制仍然显得极为迫切。汇率的市场化会对本国经济和金融带来很大影响，特别是对国际收支和外汇储备更有直接的影响，但这种影响是开放型经济和市场经济必须要接受的挑战，并且从长期看，这种影响的正面意义更大。与汇率市场化紧密相连的问题是国际收支账户的开放。中国1996年底已接受国际货币基金组织第8条款，实现了经常账户的开放，但资本账户开放仍在研究和准备之中。从中国经济发展和快速融入世界的客观要求看，中国还需要加快这一进程。资本账户开放之后的另一重大问题是人民币的完全可兑换。近年来，人民币的国际化在快速推进。当汇率市场化，资本账户开放实现之后，人民币的完全可兑换便不会是遥远的事情。并且可以预期，人民币在国际货币大家庭中也必然会扮演重要的角色。

(六)

金融是现代经济的核心，金融活动涉及经济社会生活的方方面面，因此，金融运行的秩序与效率和稳定与安全同样成为金融改革与转型最重要的问题之一。

货币政策、宏观调控、监督与管理等既是金融运行中的内在问题，又是保持整体经济运行稳定与协调发展的关键问题。虽然政策问题、调控问题和监督管理问题在各个领域都是必要的，但由于金融的重要性和特殊性，在这一领域就显得更为突出。

1. 货币政策与宏观调控问题。在现代市场经济体制中，货币政策是调节宏观金融与经济运行的最重要政策手段。随着改革的进行，国家管理