

中国的非均衡金融

易秋霖 著



Chinese
Disequilibrium
Finance



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

中国的非均衡金融

易秋霖 著



Chinese
Disequilibrium
Finance

经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

中国的非均衡金融/易秋霖著. —北京: 经济管理出版社, 2004

ISBN 7-80162-785-7

I. 中... II. 易... III. 金融—研究—中国 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 076850 号

出版发行: 经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝8号中雅大厦11层

电话: (010) 51915602 邮编: 100038

印刷: 北京求实印刷厂

经销: 新华书店

策划编辑: 谭 伟

责任编辑: 常亚波

技术编辑: 蒋 方

责任校对: 笑 颜

787mm × 960mm/16

21 印张 308 千字

2004 年 10 月第 1 版

2004 年 10 月第 1 次印刷

印数: 1—3000 册

定价: 38.00 元

书号: ISBN 7-80162-785-7/F·704

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书, 如有印装错误, 由本社读者服务部

负责调换。联系地址: 北京阜外月坛北小街 2 号

电话: (010) 68022974

邮编: 100836

前 言

本书是对 1979 年后中国金融非均衡及其影响的实证与理论研究。书中具体分析了中国信贷市场、外汇市场、证券市场非均衡的状况、原因、非均衡对金融体系与经济体系的影响，以及实现由非均衡到均衡的转变的路径(政策)。

作者得出的结论认为，1979 年后中国逐渐建立起非市场化或计划的金融体系，非市场金融体系对金融市场交易价格、交易数量的控制，以及市场交易主体(金融机构与企业)的非利润最大化经营行为，是中国金融长期处于严重非均衡状态的原因；复合非均衡是中国信贷市场的显著特点，是金融机构不良贷款的产生、金融机构效率与企业资本利润率下降、中国金融深化与经济货币化程度虚化的原因之一，也是经济非均衡(通货膨胀、通货紧缩)的原因之一；外汇市场与证券市场的非均衡有害于金融体系的稳定，并给中央银行货币政策的执行带来消极影响；金融市场化与经济市场化是中国金融由非均衡向均衡转变的必由之路。

作者将已有的对中国经济非均衡问题的研究延伸到了金融领域，创立了复合非均衡这一新范畴，得出了一系列新的重要结论，包括：中国储蓄增长中具有虚化成分；当国内商品生产部门的信贷受到数额限制，提高利率既可能降低也可能提高经济增长速度，通货紧缩时降低利率能够提高出口商品生产部门的产出，而不能够提高国内商品生产部门的产出；外汇储备增长并非一定导致通货膨胀，相反可能导致通货紧缩；在金融机构的治理结构转变之前，利率市场化与放弃信贷规模控制将增加金融机构的风险(不良贷款)；等等。

作者的研究基于大量事实，运用了数学模型方法与计量分析方法。作者独

创的“复合非均衡”范畴也是书中最重要的分析工具，它为研究中国金融非均衡及与之相关的其他经济问题，如通货膨胀与通货紧缩、经济增长、企业经济效益下降等，提供了一种新方法。作者得出的中国金融市场化进程的起点在1998年（此前的中国金融体系为非市场化的计划金融体系）的结论为中国金融及中国金融与中国经济关系问题的研究提供了一个新的分析框架。

目 录

第1章 导论	(1)
一、中国非市场金融体系的产生与演变	(1)
(一)1978年之前:中国金融作为财政体系的一部分	(4)
(二)1979~1997年:中国非市场金融体系的建立	(7)
(三)1998年之后:中国金融体系开始市场化转型	(23)
(四)中国金融改革滞后——一种新解释	(26)
二、非市场化:中国金融非均衡之源	(29)
(一)均衡	(29)
(二)均衡的实现	(31)
(三)非均衡	(33)
(四)非瓦尔拉斯均衡	(33)
(五)非均衡的产生	(34)
(六)非市场经济条件下非均衡是更经常的现象	(35)
三、文献述评	(48)
四、本书的创新、研究方法及结构	(53)
(一)研究的问题	(53)
(二)本书的创新	(57)
(三)研究方法	(59)
(四)本书结构	(61)

第2章 中国金融市场非均衡状况	(63)
一、信贷市场非均衡状况	(63)
(一) 信贷市场非均衡状况:经验事实	(64)
(二) 信贷市场非均衡状况:计量分析	(69)
(三) 信贷市场非均衡的特点	(87)
(四) 不同需求者之间信贷配给差异的原因	(97)
二、外汇市场非均衡状况	(105)
三、证券市场非均衡状况	(112)
(一) 限量发售认购抽签表方式	(113)
(二) 无限量发售申请表方式	(113)
(三) 与银行储蓄存单挂钩发行方式	(114)
(四) 全额预缴款方式	(114)
(五) 上网竞价方式	(115)
(六) 上网定价方式	(118)
(七) 向二级市场投资者配售新股方式	(118)
第3章 中国金融非均衡原因分析	(121)
一、价格控制	(121)
(一) 利率控制	(121)
(二) 汇率控制	(127)
(三) 股价控制	(137)
二、数量控制	(143)
(一) 信贷市场数量控制	(144)
(二) 外汇市场数量控制	(158)
(三) 证券市场数量控制	(160)
三、企业与银行非利润最大化经营行为	(163)
(一) 非利润最大化(非成本最小化)导致非均衡	(163)

目 录

(二)“超贷”与“惜贷”	(177)
(三)预算软约束与信贷软约束的原因	(183)
第4章 金融非均衡对中国金融体系的影响	(189)
一、信贷市场非均衡的影响	(189)
(一)对需求者与供给者的影响	(189)
(二)不良贷款	(197)
(三)储蓄增长	(203)
(四)经济货币化与金融深化	(213)
(五)中国独特的金融深化之路——复合非均衡下的金融深化	(223)
(六)金融效率	(230)
二、外汇市场非均衡的影响	(233)
(一)汇率或人民币币值	(233)
(二)信贷计划	(235)
(三)外汇储备	(238)
三、证券市场非均衡的影响	(240)
第5章 金融非均衡对中国经济体系的影响	(247)
一、金融非均衡与通货膨胀、通货紧缩	(247)
(一)中国的通货膨胀与通货紧缩	(247)
(二)中国信贷市场非均衡与通货膨胀、通货紧缩	(253)
(三)中国外汇市场非均衡与通货膨胀、通货紧缩	(260)
(四)中国股票市场非均衡与通货膨胀、通货紧缩	(271)
二、金融非均衡下化解通货膨胀、通货紧缩的政策之效应	(272)
(一)通货膨胀	(273)
(二)通货紧缩	(276)
三、金融非均衡与经济增长	(278)

第6章 市场化:中国金融从非均衡到均衡之路 (299)

一、信贷市场 (299)

二、外汇市场 (304)

三、证券市场(股票市场) (306)

附录1 名词解释 (309)

附录2 计量数据 (311)

参考文献 (315)

后 记 (323)

附 表

表 1.1.1 1997 年主要商业性金融机构产权中国有独资比例 (12)

表 1.1.2 四大国有商业银行贷款存款份额 (14)

表 1.1.3 国有银行政策性贷款 (14)

表 1.1.4 1985 ~ 1996 年金融机构信贷资源流向 (15)

表 1.1.5 中国金融机构各年的准备金率与备付金率(%) (16)

表 1.1.6 部分发达国家准备金率(%) (16)

表 1.1.7 中国金融市场化程度评估 (22)

表 1.1.8 1997 年中国间接金融与直接金融状况 (26)

表 1.1.9 中国经济与金融市场化进程 (28)

表 2.1.1 部分年份贷款增量:计划数与实际数的对比 (66)

表 2.1.2 1987 ~ 2002 年银行间拆借成交额(亿元) (66)

表 2.1.3 1995 ~ 1999 年农户借贷资金来源构成(%) (68)

目 录

表 2.1.4	各类企业贷款(A)、固定资产(中长期) 贷款(B)占国家银行贷款总额比例(%)	(73)
表 2.1.5	信贷市场意愿供给、意愿需求计量结果	(85)
表 2.1.6	银行对企业贷款申请的拒绝情况(按企业的规模和年龄分类)	(94)
表 2.1.7	贷款申请成功率(按企业规模分类)	(94)
表 2.1.8	东中西部银行存贷差地区分布(亿元)	(96)
表 2.1.9	非国有企业获得贷款的利率	(103)
表 2.1.10	非国有企业获得贷款必须达到的还贷率	(104)
表 2.2.1	外汇储备及年增加额、贸易顺差(亿美元)、汇率水平	(107)
表 2.2.2	银行间外汇调剂市场非均衡状况	(110)
表 2.3.1	无限量发售申请表发行方式下的新股供求状况	(114)
表 2.3.2	与银行储蓄存单挂钩发行方式下的新股供求状况	(114)
表 2.3.3	全额预缴款发行方式下的新股供求状况	(115)
表 2.3.4	上网竞价发行方式下的新股供求状况	(117)
表 2.3.5	上网定价发行方式下的新股供求状况	(118)
表 3.1.1	各种汇率水平对照	(128)
表 3.1.2	1979 ~ 2003 年中国国际收支状况	(130)
表 3.1.3	1994 ~ 1996 年国家外汇结存及银行售汇表	(132)
表 3.1.4	新股发行市盈率、认购收益率	(138)
表 3.1.5	沪深两市 A 股全市场市盈率	(140)
表 3.1.6	A 股全市场市盈率历史变化(剔除亏损股样本)	(140)
表 3.1.7	A 股全市场市盈率历史变化(包含亏损股样本)	(140)
表 3.1.8	1993 ~ 1998 年新股上市首日回报率	(141)
表 3.1.9	1999 ~ 2003 年新股首日涨幅	(142)
表 3.2.1	利率对照	(152)
表 3.2.2	流通股比例	(162)

表 4.1.1	降低利率减少的利息负担	(203)
表 4.1.2	1 年期流动资金贷款(加权)名义利率上涨率与零售物价 上涨率(%)	(212)
表 4.1.3	中国经济的货币化程度	(214)
表 4.1.4	中国金融资产、国民生产总值及增长率	(221)
表 4.1.5	中外银行盈利性指标比较	(230)
表 4.1.6	1998 年中国商业银行资产利润率、资产费用率比较	(231)
表 4.1.7	中国国有银行人员、机构及国际比较	(232)
表 4.2.1	1995 ~ 1999 年基础货币、外汇占款、再贷款数量 增加额对照表	(237)
表 4.2.2	中国及几个主要经济大国外汇储备情况(亿美元)	(238)
表 4.2.3	外汇储备(亿美元)、国外净资产、外汇占款(亿元人民币)	(239)
表 4.3.1	各年度申购新股资金估计(亿元)	(241)
表 4.3.2	单只个股申购资金(亿元)	(241)
表 5.1.1	1978 ~ 2003 年历年通货膨胀率(零售物价增长率)、 GDP 增长率、货币供应增长率(%)	(248)
表 5.1.2	1990 年后物价指数	(253)
表 5.1.3	贷款总额与货币发行量	(254)
表 5.1.4	货币供求非均衡计量结果	(258)
表 5.1.5	中国人民银行资产负债表	(260)
表 5.3.1	国有企业与非国有企业产出比例、增长率	(285)
表 5.3.2	国有经济与非国有经济部门固定资产投资变动情况(%)	(289)
表 5.3.3	国有企业与非国有企业固定资产投资总额中各资金 来源所占比例(%)	(289)
表 5.3.4	国有经济在部分行业的产值占有率(%)	(291)

目 录

表 5.3.5 各类非国有企业固定资产投资资金来源比例(%)	(292)
表 5.3.6 国有企业与非国有企业利润率比较	(297)

附 图

图 1.1.1 1979 ~ 1997 年中国金融体系的构成	(10)
图 1.1.2 市场金融体系中的资金流动	(11)
图 1.1.3 利率与物价变化对照	(19)
图 1.1.4 1979 年前中国的货币政策传导途径	(21)
图 1.1.5 1979 ~ 1997 年中国的货币政策传导途径	(22)
图 1.1.6 金融体系与经济体系市场化进程对比	(27)
图 1.2.1 局部均衡	(30)
图 1.2.2 价格调整与市场均衡	(32)
图 1.2.3 对价格或(与)数量控制时的非均衡	(36)
图 1.2.4 瓦尔拉斯一般均衡与资源配置效率	(39)
图 1.2.5 非市场经济下的非均衡	(44)
图 1.2.6 中国金融从非均衡到均衡的过程	(47)
图 2.1.1 中国国家银行历年贷款增长率	(64)
图 2.1.2 温州民间利率与银行利率对照示意图	(69)
图 2.1.3 历年固定资产投资增长率与 GDP 增长率	(74)
图 2.1.4 预算内与预算外基本建设投资增长率、基本建设贷款实际 利率变化对照	(75)
图 2.1.5 信贷市场交易量实际值 L (实际供给)与交易量拟合值 Q	(86)
图 2.1.6 信贷市场意愿需求与意愿供给之差	(87)
图 2.1.7 信贷市场意愿需求与实际供给之差($LD - L$)、意愿 供给与实际供给之差($LS - L$)	(87)

图 2.1.8	市场金融下的信贷市场非均衡	(88)
图 2.1.9	非市场金融下信贷市场的供给与需求关系	(89)
图 2.1.10	信贷市场非均衡中地方政府的作用	(92)
图 2.1.11	非国有企业得到贷款的利率(1)	(102)
图 2.1.12	非国有企业得到贷款的利率(2)	(103)
图 2.2.1	外汇调剂市场	(106)
图 2.2.2	中国国家外汇储备与汇率变化	(107)
图 2.2.3	银行间外汇市场	(109)
图 2.3.1	新股上网竞价发行方式	(116)
图 3.1.1	贷款实际利率	(122)
图 3.1.2	外汇储备增加额、贸易净顺差、经常项目顺差、 长期资本顺差(1979 ~ 1993 年)	(131)
图 3.1.3	外汇储备增加额、贸易净顺差、经常项目顺差、 长期资本顺差(1993 ~ 2003 年)	(134)
图 3.2.1	有信贷数量控制与没有信贷数量控制时的非均衡对比	(145)
图 3.2.2	流通股比例大小对二级市场市盈率的影响	(162)
图 3.3.1	预算软约束时的有效需求	(166)
图 3.3.2	信贷软约束时的有效供给	(168)
图 3.3.3	企业预算硬约束与银行信贷软约束时的非均衡	(170)
图 3.3.4	企业预算软约束与银行信贷硬约束时的非均衡	(171)
图 3.3.5	企业预算软约束与银行信贷软约束时的非均衡	(172)
图 3.3.6	信贷供给或信贷需求受限制时的非均衡	(173)
图 3.3.7	国有企业的投资利率弹性	(177)
图 3.3.8	企业与银行特殊情况下的利润曲线:只增不减	(179)
图 3.3.9	企业与银行正常情况下的利润曲线	(180)
图 3.3.10	银行“超贷”与“惜贷”时的利润(1)	(182)

目 录

图 3.3.11 银行“超贷”与“借贷”时的利润(2)	(183)
图 4.1.1 企业贷款数量与盈亏状况	(200)
图 4.1.2 储蓄增长率与 GNP 增长率	(204)
图 4.1.3 中国经济的货币化程度	(214)
图 4.1.4 产量、平均产量与边际产量曲线	(217)
图 4.1.5 复合非均衡下的信贷扩张机制	(218)
图 4.1.6 中国金融深化程度 FA/GNP	(222)
图 4.1.7 金融约束下的租金	(228)
图 4.3.1 新股申购资金量与银行间同业拆借资金交易量对照	(243)
图 4.3.2 新股申购资金量与银行间市场债券回购交易量对照	(244)
图 5.1.1 1978 ~ 2003 年通货膨胀率	(248)
图 5.1.2 1990 ~ 2003 年货币供应增长率	(254)
图 5.1.3 信贷增长与货币供应量增长率	(256)
图 5.1.4 货币供求非均衡	(259)
图 5.1.5 1982 ~ 1993 年货币供应增长率与外汇储备增长率	(270)
图 5.1.6 1994 ~ 2003 年货币供应增长率与外汇储备增长率	(270)
图 5.3.1 1979 ~ 2003 年的 GDP 增长率	(278)
图 5.3.2 企业贷款数量与利润水平(1)	(283)
图 5.3.3 GDP 增长率与固定资产投资增长率	(284)
图 5.3.4 国有部门与非国有部门固定资产投资比例	(286)
图 5.3.5 国有部门与非国有部门贷款比例	(287)
图 5.3.6 企业贷款数量与利润水平(2)	(294)

第1章 导 论

本书是对1979年之后的中国金融非均衡及其影响的实证与理论研究，这一研究基于中国金融演变的历史事实之上。离开了对历史事实真实、准确的把握，研究将失去立论的基础，因此，本章先考察中国金融体系的演变，并在考察的基础上得出有关中国金融体系性质的结论，为后面的研究做铺垫。真实的历史是完整的，其全部细节都是整体的有机部分，人们无法在现实中而只能在思维中将它分解、删减。但是，对于某一特定的研究来说，既无可能也无必要不加选择地将包含全部细节的历史纳入考察的视野。在不削弱研究的可靠性与准确性的前提下，把握历史事实时必须做出取舍，以下对中国金融体系演变的考察即是如此。

一、中国非市场金融体系的产生与演变

从1949年至今，中国金融经历了三个发展阶段，第一个阶段是1949~1978年，第二个阶段是1979~1997年，第三个阶段是1998年之后的时期。之所以这样划分，是因为在这三个阶段，中国的金融在组成、结构、功能、规模、制度、地位等方面表现出显著的差别。在1979年之前，中国并不存在一个完整的金融体系，而在1979~1997年中国存在一个与1997年之后性

质上不同的金融体系。^①

在考察中国金融体系的演变历史之前，有必要明确金融体系的定义。兹维·博迪与罗伯特·莫顿认为，金融体系（financial system）是“包括市场、中介、服务公司和其他用于实现家庭、企业及政府的金融决策的机构。”^②（兹维·博迪、罗伯特·莫顿，2000）这一定义对金融体系的构成与功能做出了明确的界定。按照此定义，金融体系构成中最重要的要素是金融市场与金融中介，金融体系的功能是为家庭（个人）、企业、政府的金融决策提供服务，如清算与支付结算、管理风险、储备资金等。

不管在哪个国家，完整的金融体系都由一系列金融中介机构（如银行、投资公司、保险公司）与金融市场（如货币市场、资本市场）^③ 构成，这些是金融体系的组成部分，或者说是金融体系的结构。但各个国家的金融体系存在差别，这种差别最重要的不在于组成，如某一类中介数量上的差别（银行机构、保险机构的数量多少）、市场规模的大小；也不在于某一类组成部分的有与无，如中国的银行金融中介中有政策性银行，而发达国家则一般没有，美国等发达国家有抵押银行，中国目前则没有。最重要的差别在于金融体系具有不同的性质，这种性质上的差别包括：金融中介的产权性质不同（国有或私有），金融资源的配置方式不同（受政府控制或不受政府控制，计划配置或市场配置），金融体系的功能不同（主要服务于政府、国有企业或服务于所有对象）。这三个方面的性质差别决定了金融体系在其他许多方面的不同：利率市

① 这种性质上的转变并不是在某一个时间点完成的，把某一个时间点（1998年）作为性质转变的界限只是表明在这一时间发生了标志着性质开始转变的重要事件。

② 兹维·博迪、罗伯特·莫顿的《金融学》中文版将 financial system 翻译成“金融系统”，但是翻译成“金融体系”也并无不妥。本书中用“金融体系”代指 financial system。

③ 这只是对金融市场的一种分类，它依据的是金融工具的成熟期限。就像国内外许多资料中都能见到的，对金融市场的分类还有其他形式，如按交易的区域划分，按交易的内容划分，按金融工具的交割期限划分，按金融工具进入市场的时间划分等。

场化^①程度、汇率的决定、金融市场的准入与竞争、金融企业经营的自主程度、金融企业经营的业务范围，资本流动的自由程度，货币政策的传导机制等。

而决定银行、保险公司、投资公司等金融中介的国有与私有，决定金融资源的配置方式及金融体系的功能的因素是金融制度，包括国家制定的金融法律、政府制定的有关规定。金融制度规定了金融市场的运行规则、金融中介机构的行为准则（能做什么、不能做什么），规定了各金融中介之间、各金融市场之间以及金融中介与金融市场之间的关系，如中央银行与各商业银行之间的关系，货币市场与资本市场之间的关系等。或者说金融制度规定了整个金融体系的运行规则，比如是按行政计划运行还是按市场规则运行。显然，如果没有金融制度，金融体系无法行使其功能。正是金融制度的不同使目前世界上现存的金融体系划分为两大类：市场金融体系与非市场金融体系。非市场金融体系可以被称为计划金融体系，因为这种金融体系中的金融中介结构实质上是一种行政结构，^② 金融中介绝大部分为政府所有，金融资源的配置被预先纳入政府计划之中，整个金融体系基于行政计划运行。就这种金融体系的结构（金融中介、金融市场以及市场中流通的金融工具）来看，它与市场金融体系并无太大的差别，同样有完整或较完整的银行体系、金融市场体系、金融工具体系，但它是基于计划而非市场行使其功能的金融体系。

在上述关于金融体系与金融制度及其相互关系的理解的基础上，就可以对不同阶段的中国金融体系进行比较。

① 将利率市场化称为利率自由化更确切，因为它来自英文 liberalization of interest rate。同样，金融市场化更确切的说法是金融自由化（financial liberalization）。考虑到目前国内大多数人的习惯说法，本书中采用利率市场化与金融市场化。

② 如中国的银行曾经按行政区域分布，上下级银行之间的关系是行政隶属关系。