

Financial Regulation & Reform in China

货币监管与金融改革

谢平 著

新世纪中国货币政策的挑战

中国利率市场化改革的次序和难点

网络经济条件下的金融治理

中国农村信用合作社体制改革的争论

规则优于发展

证券市场的透明度和真实性

关于国有商业银行不良贷款成因分析



► 经济学家手札

Financial Regulation & Reform in China

货币监管与金融改革

谢平 著

新世纪中国货币政策的挑战

中国利率市场化改革的次序和难点

网络经济条件下的金融治理

中国农村信用合作社体制改革的争论

规则优于发展

证券市场的透明度和真实性

关于国有商业银行不良贷款成因分析

生活·读书·新知 三联书店

14171/04

图书在版编目(CIP)数据

货币监管与金融改革/谢平著. —北京:生活·读书·新知三联书店, 2004. 4

(经济学家手札)

ISBN 7-108-02051-3

I. 货… II. 谢… III. 金融体制—经济体制改革—中国—文集 IV. F832.1-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 125519 号

丛书策划 贾宝兰

责任编辑 薛松奎

封面设计 罗 洪

出版发行 生活·读书·新知 三联书店

(北京市东城区美术馆东街 22 号)

邮 编 100010

经 销 新华书店

排 版 北京京鲁创业图文设计有限公司

印 刷 北京市松源印刷有限公司

版 次 2004 年 4 月北京第 1 版
2004 年 4 月北京第 1 次印刷

开 本 850 毫米×1168 毫米 1/32 印张 10.125

字 数 230 千字

印 数 0,001—7,000 册

定 价 16.80 元

目 录

新世纪中国货币政策的挑战	1
中国利率市场化改革的次序和难点	22
网络经济条件下的金融治理	26
中国金融资产管理公司的成本和激励机制问题	43
中国农村信用合作社体制改革的争论	47
中国银行业的市场退出和重组	72
中国货币市场发展的经验教训	77
中小企业融资问题	104
中国金融改革面临的几个问题	112
中国股票市场三件事	125
要准确理解股票市场有效性理论	128
规则优于发展	135
经济制度变迁和个人储蓄行为	137
现代科学技术和证券监管	154
证券市场的透明度和真实性	159

中国城市基础设施建设融资和资本市场	169
开放式基金与现代金融理论	175
关于国有商业银行不良贷款成因分析	182
中国转型经济中的通货膨胀和货币控制	197
中国货币乘数影响因素分析	206
关于“铸币税”的研究笔记	232
1993—1996 年我国货币政策和金融改革	
对经济“软着陆”的贡献	242
1998 年货币政策评述和建议	247
有关中国利率政策的观点	260
2001 年前八个月货币政策分析笔记	265
中国金融体制改革的理论分析	272
国家专业银行改革中的难点问题	290
论国家专业银行的改革	299

新世纪中国货币政策的挑战

从1984年中国人民银行行使中央银行职能到1993年的10年间，中国货币政策的改革进展缓慢，贷款指令性计划（规模控制）是主要工具；存款准备金率基本不动；人民银行省级分行可以向当地商业银行分行贷款；存贷款利率严格管制；现金发行严格计划；人民币汇率双轨制。1994年至1997年，货币政策的改革有了实质性突破：人民银行省分行的贷款权被取消；人民币汇率并轨；建立了全国统一银行间资金拆借和债券市场，由此形成了全国性同业拆借利率；1996年开始中央银行公开市场业务操作；中央银行设立货币政策委员会；贷款利率开始允许商业银行有30%浮动权；特别是1998年和1999年，取消了贷款规模指令性计划和现金计划；改革了存款准备金制度并两次降低了准备金率（从13%降到6%）；多次下调存贷款利率以刺激投资和消费；允许商业银行开办住房信贷和消费信贷；大幅度增加了中央银行再贴现的额度，1999年年底余额达500亿元；等等。

1997年至1999年的货币政策操作在缓解外部冲击、促进

• 本文曾刊登在《金融研究》2000年第1期。

内需增加等方面起到了一定的积极作用。但是面对通货紧缩、国内需求不足、失业增加、国内金融风险逐渐暴露、处理中小金融机构风险难度加大、国有企业改革举步维艰、居民消费和非国有投资低迷等不利条件，中国货币政策无论是最终目标、中介目标、操作工具还是传导机制方面都遇到了困难。在新世纪，中国货币政策任务仍很艰巨，也不可避免地要面对诸多挑战。本文的主要目的，是将近两年中国货币政策实践中遇见的矛盾和挑战做初步的理论分析。

一、货币政策的多目标约束

货币政策的最终目标始终是货币政策理论中争论最多的问题，尤其是稳定物价与促进经济增长之间的矛盾在中国这样一个发展中国家尤为突出。1995年《中国人民银行法》第三条明确规定：“货币政策目标是保持货币币值的稳定，并以此促进经济增长。”这一“单目标论”的规定实际上并未得到广泛认同。只是1993年和1994年是中国高通货膨胀年份，“单目标论”的法律在当时背景下容易通过。1997年以后中国进入负通货膨胀率，不仅理论上“单目标”与“多目标”之争仍在继续，而且政府和社会各界都要求货币政策“发挥更积极的作用”。中国货币政策实质上面临多目标约束，这些目标有：物价稳定、促进就业、确保经济增长、支持国有企业改革、配合积极的财政政策、扩大内需、确保外汇储备不减少、保持人民币汇率稳定。多目标约束主要来自中央政府，这可以从每年一度的中央经济工作会议文件和中央银行分行行长会议主报告中看出。

实际上在 90 年代后期，发达国家均进入低通货膨胀时期，各国也都面临货币政策目标的动摇不定。但像中国这样明确要求货币政策实现多个目标还属少见。货币政策的多目标约束至少存在两个基本理论问题：一是货币政策有效性问题，即货币政策能否系统地影响产出；二是多重目标之间能否协调一致。

货币政策能否系统地影响产出在西方货币理论中被称为“货币中性理论”。以弗里德曼为代表的货币主义和以卢卡斯为代表的合理预期学派最先提出货币中性论。弗里德曼（1963）认为货币只能影响物价等名义变量，而无法影响真实产出。卢卡斯则认为货币政策对经济增长的刺激作用会由于公众理性预期的存在而被抵消。近年来发展起来的真实经济周期模型（real business cycle model）同样认为货币政策不影响产出和其他真实经济变量，只有资本、劳动和生产技术等真实变量的变动才是经济周期的根源（Mankiw, 1988）。真实经济周期模型实证检验非常精确地拟合了产出、就业、消费及其他主要经济总量的实际方差和协方差，格兰杰因果检验与向量自回归（VAR）分析表明：如果以货币作为产出波动的解释变量，其解释力度并不显著。展开的分析可见吴易风、王建和方松英（1998）的专著第 193—199 页。

尽管货币中性是在严格假设前提下的一个结论，尤其在短期内，诸如价格和工资黏性及信息不对称等因素使意料外的货币波动能够影响产出，但是时间不一致性（time inconsistency）理论同样不主张用货币政策去刺激产出。从短期看，意料外的货币供给增加会使产出增长率高于潜在增长率，但在当期最优的货币政策由于公众预期的变化而不能在今后各期保持最优。具体地说，当中央银行利用预料外的通货膨胀刺激产出后会丧

失信誉 (credibility), 公众产生高通货膨胀预期, 最终结果是产出恢复到自然率水平, 而通货膨胀加速上升, 社会福利发生了净损失。因此, 从长期来看, 不存在通货膨胀与产出之间的替代关系, 即菲利普斯曲线在长期不成立, 货币政策只能以稳定物价作为单一目标。

货币理论太抽象, 现实中有两个实例。一是如何评价美联储货币政策与美国连续五年经济增长的关系。如果说美联储的货币政策发挥了作用, 而实际上美联储 1993 年 7 月就放弃了 M2 调控目标, 美国的货币政策操作就是美联储每年八次公开市场委员会决定是否调整联邦基金利率 (或贴现率), 并且每年都有几次是不调整。很显然, 在美国已经不存在主动增加货币供应量来刺激经济增长。理论界普遍认为, 美国经济持续增长是高技术带动的, 美联储的作用是为经济增长提供了低物价基础和前瞻性信息, 货币政策本身并不会刺激经济增长。另一个例子是日本银行, 日本经济连续四年负增长, 日本银行的货币政策已经非常积极和扩张, 甚至采取了零利率政策, 但日本经济仍然低迷不振。这两个例子起码说明了一点: 决定经济增长的主要因素不是货币和货币政策, 货币政策对经济增长的贡献是非常有限的, 而且要实证分析和计算这种有限的贡献率更是难上加难, 目前的货币理论和计量经济学都还没有解决这个问题。

货币政策短期内的多重目标是否能同时达到呢? 非常困难。由于多目标之间的相互矛盾, 货币政策往往无所适从。当国际收支盈余与国内通货膨胀并存时, 典型的“米德冲突”便出现了; 简·丁柏根论证了实现 n 个政策目标需要 n 个独立的政策工具; 蒙代尔则进一步提出了财政政策追求内部均衡,

货币政策维持外部均衡的“政策搭配论”。在封闭经济的假设下，米什金（Mishkin, 1995）也证明了物价稳定与充分就业之间存在矛盾。著名的“克鲁格曼三角”则认为货币政策独立性、汇率稳定和资本自由流动中至多能同时达到两项。

综上所述，对货币政策的多目标约束是“要求过高”，它迫使中央银行在多目标之间寻找平衡，往往可能采取机会主义的手段注重短期效果和表面效果。货币政策无论短期还是长期都应坚持稳定物价的单一目标。

二、通货紧缩还在继续

到1999年11月底，我国居民消费价格指数持续20个月负增长，商品零售物价指数持续26个月负增长，生产资料价格指数持续29个月负增长（《中国人民银行统计季报》1999年第4期）。如果仅从物价下降（单要素论）来看，通货紧缩已毋庸置疑。更麻烦的是，到1999年年底，仍然看不到价格负增长幅度缩小或扭转的迹象，两年来克服通货紧缩的各种政策效果并不明显。新世纪前两年我国货币政策仍然面临通货紧缩的挑战。

如果把通货紧缩（价格负增长3%）与1999年其他宏观经济变量放在一起看，仍然是一幅令人迷惑的拼图：经济增长率7%，税收和财政支出大幅度增长，净出口保持较高增长，储蓄存款、贷款和货币供应量均保持正常增长速度，个人收入和消费也保持正常增长。上述指标无论是横向国际比较还是本国时间序列比较均是正常理想的。除了物价之外，不理想的宏观经济指标就是投资和就业。问题究竟在哪里？近年来国内外

分析通货紧缩的论文很多，但至今还没有令人信服的答案，仅以“内需不足”来概括是远远不够的。

面对通货紧缩，货币政策能否像抑制通货膨胀那样迅速有效呢？答案是否定的。按照货币是外生变量这一现代货币银行学的基本前提，在现代信用货币制度下不应该出现通货紧缩，因为中央银行可以随时增加货币供应量。所以现有的货币政策理论都是对付通货膨胀的，竟然没有对付通货紧缩的理论。经济现实总是与货币理论和现代中央银行制度开玩笑。我国已经连续两年实行增加货币供应量的货币政策，并使用了如此多的政策工具，但货币供应量就是增加不多。中国是这样，日本也是这样。再看历史，才知道人类还没有以货币政策成功对付通货紧缩的先例。Cover（1992）和 Karras（1996）的实证研究证明了美国和欧洲 18 国存在明显的货币政策效果的不对称性。有人形象地将货币政策比喻为绳子，可以有效地“拉住”经济过热，但却无法“推动”经济增长。新凯恩斯主义的货币理论对此提出了诸如价格黏性、劳动力市场不完善、信贷市场信息不对称等微观解释，同时都认为货币政策效果的不对称性是个客观事实（吴易风、王建、方松英，1998）。

一方面是对中国通货紧缩的原因分析不尽人意，另一方面是前两年的财政货币政策的效果并不明显，消极等待通货紧缩自然消失更不是办法。由此看来，中国的经济运行中还有很多未知因素，我们的宏观经济政策也不是所想像的那样完善，市场经济本身并不是可以“驾驭的”。中国出现的通货紧缩不是单纯的货币现象，它与现行体制改革中出现的许多矛盾有关联，货币政策和财政政策并不能解决体制问题，但是人们总是不相信这一点，总是认为货币政策应该在对付通货紧缩方面大

有所为。因此，只要中国存在通货紧缩，中央银行就不得安宁。

三、货币政策传导机制受阻

过去两年的情况表明，中国货币供应量的增加并不仅仅取决于中央银行的意愿和行为。从基础货币的投放到货币供应量的增长要经历一个传导过程，这个过程中商业银行行为、经济体制约束都会产生较大的影响。

首先是中国目前的基础货币投放渠道狭窄且增量不多。1995、1996、1997 年基础货币增加额分别为 3542 亿元、6182 亿元和 3764 亿元，1998 年比上年减少 589 亿元，1999 年预计增加 2000 亿元（戴相龙，1999）。

中央银行贷款作为基础货币投放主渠道作用已经消失。从 1995 年到 1999 年年末，中央银行对四家国有独资商业银行再贷款余额从 12000 亿元下降至 4900 亿元。特别是近年来，四家国有独资商业银行流动性充足，不需要中央银行贷款，每年是净还款。到 1999 年年末，中央银行贷款余额仅占其负债总额的 6.3%。中央银行对政策性银行的贷款主要集中在对农业发展银行的贷款。也许是 1994—1996 年期间贷款太多了，1997 年贷款需求开始大幅下降，1998 年农业发展银行实施收购资金封闭运行后，几乎不需要增加再贷款。1998 年净减少 1000 亿元，1999 年净减少 300 亿元。

1994 年外汇体制改革后，外汇占款一度成为基础货币投放的主渠道：1994—1997 年，外汇储备大增，中央银行资产中的“外汇占款”分别增加 3740.51 亿元、2292.65 亿元、

2804.23 亿元和 3070.62 亿元。但是 1997 年亚洲金融危机以后，外汇占款增速减缓，1998 年仅为 438.59 亿元，1999 年估计为 900 亿元。实际上，在保持人民币汇率稳定的政策目标约束下，外汇占款不是中央银行可以主动调控基础货币的手段。

通过公开市场业务调控基础货币是西方发达市场经济国家的一贯做法，也是央行可主动调控的重要政策工具，但我国却不是这样。我国银行间债券市场容量较大，1999 年年末中央国债登记公司托管的可流通国债和政策金融债券有 1.05 万亿元。1999 年年末四家国有独资商业银行持有的国债加政策性金融债券共 7500 亿元，约占其总资产的 11%（戴根有，2000）。但是中国人民银行 1998 年债券持有量仅增加 702 亿元。1999 年中央银行通过公开市场业务投放基础货币 1907 亿元，占央行当年新增基础货币的 50% 左右（戴根有，2000），但如果减去外汇购入，债券购入量约为 900 亿元。同时，持有大量国债的国有商业银行将国债视为优质资产，不愿出售，公开市场业务缺乏交易的基础。公开市场操作在中国目前的情况下还没有对基础货币投放产生重大影响。

另一个影响货币政策传导机制的重要因素是四家国有商业银行的垄断格局及其无利润约束行为。在中国，工、农、中、建四大国有商业银行拥有银行业 80% 以上的资产和负债，客观上形成了垄断。从 1996—1998 年，全社会贷款增量的 68% 是由这四家银行提供的。从某种意义上可以说，中国货币政策不是由央行决定的，而是由这四家银行的行为所左右。这种状况世界少见，在大国几乎没有。此外，由于历史和政治的因素，这四家银行之间的商业性竞争并不充分（寡头竞争模式），反而在一些事情上容易达成默契和一致行动。实际上，

中央银行的准备金政策、利率政策、信贷政策等政策工具能否最终对经济运行产生作用，取决于这四家银行如何运用自己资产的总量和结构，它们的行为很可能与货币政策方向不一致。

这里的关键是四家国有商业银行还没有真正建立起以利润极大化为目标的治理结构和激励机制。由此，在国债市场上可以压低价（利率）购入大量国债；存款充足时不一定即时去寻找贷款客户，特别是在我国目前贷款风险较大时期不积极开拓贷款市场，宁可把资金放在央行备付金账上；分支行不计成本吸收存款。更为奇特的是，我国存款市场近年来出现了信誉不对称。公众认为，四家国有银行的信誉高于中小金融机构，所以存款大量集中于四家国有商业银行，国有银行就不需要央行贷款，甚至返还央行贷款，反而有一定紧缩效应。实际上，货币政策的信贷渠道被四家国有商业银行的行为阻塞了，利率政策之所以效果好一些，是因为利率调整可以越过信贷渠道直接作用于企业和家庭的资金成本，并发挥信息作用。

因此看来，我国货币政策传导机制存在很大缺陷，而真正的改善涉及诸多制度问题：如国有商业银行的深入改革；存款保险制度；货币市场进一步改革；利率市场化等等。

四、货币信贷计划的失效

在原有的计划经济体制下，现金投放计划和指令性的贷款限额是主要的货币政策中介目标。1995年以后，现金计划和贷款计划的作用明显无效，但是每年的政府工作报告和国民经济与社会发展报告中还要定指标。

1996年中央银行正式将货币供应量作为中介指标，并宣

布“九五”期间，货币供应量控制目标定为 M2 年平均增长 23% 左右，M1 年平均增长 18% 左右。但是 1996—1998 年，M1 年增长率分别为 18.87%、16.54% 和 11.85%，M2 的年增长率分别为 25.17%、17.32% 和 15.34%，1999 年 11 月末 M1 增长率为 16%，M2 增长率为 14%，都较大幅度地偏离了预定的调控目标。由此面临的挑战是：贷款指导性计划和货币供应量目标有没有用？将来可否有其他替代物？

货币政策中介目标理论认为：良好的货币政策中介目标应该具有可测性、可控性、与最终目标相关性三个特点。但无论实际现金投放、实际贷款额还是货币供应量增长率都频繁地偏离预定的调控目标，而且这种偏离是顺经济周期波动的。从实践看，中央银行也难以纠正这种偏离。理论上对货币供应量是内生变量还是外生变量争论很大，如果是内生的，货币供应量便不具有可控性，不适宜作为中介目标。

同时，货币供应量增长率与 GDP 增长率、通货膨胀率之间相关性如何也没有经过系统的实证分析。因此，根据预定的经济增长率或通货膨胀率倒推出来的货币增长目标，作为约束中央银行货币政策操作的规则，其可靠性值得怀疑。

经济市场化的过程中，货币政策也必须市场化，计划经济的时代已彻底结束，如何完成货币政策由计划手段向市场化手段的转变也构成对新世纪货币政策的重要挑战。

五、货币政策工具选择余地小

我国中央银行目前可以运用的货币政策工具有八种，但真正能自主运用，并且有预定效果的工具却不多。

1998 年我国推行了存款准备金制度的改革，主要内容是合并准备金账户和备付金账户，法定存款准备金率由 13% 降为 8%。1999 年 11 月，中央银行将存款准备金率由 8% 下调到 6%。存款准备金率调整属力度很大的政策工具，不能频繁使用。一般认为，下调准备金率之后，商业银行可贷资金增加，贷款总量就会增加。但是，贷款是否真的增加还要取决于商业银行的决策。它们也可能增加购买国债，也可能增加在央行的备付金存款。我国 1998 年下调存款准备金率并没有引起货币供应量 M2 增长，就是一例。而且，目前准备金比率已很低，在新世纪可用余地不大。

公开市场操作中国债交易量小是与我国国债市场发展程度一致的：我国国债期限较长，品种不多，使公开市场业务缺乏载体；持有大量国债的商业银行将国债视为低风险、高效益的优质资产，不愿出售，市场交易不旺，以调控基础货币为目的的公开市场业务缺乏交易的基础。这里的关键问题在于：商业银行和金融机构还没有把这个银行间债券市场作为自己流动性管理的场所，其他非金融机构投资者又不能进入。至于中央银行在外汇市场上的公开市场操作，考虑的是汇率目标，即为了维持人民币汇率的稳定而被动地吞吐外汇或人民币。

中央银行再贷款和再贴现也是货币政策工具之一。由于社会信用机制不健全，商业票据使用不广泛，再贴现始终未能形成规模，1998 年再贴现余额仅 332 亿元。中央银行贷款在 1993—1997 年期间曾经是中国调控货币量最灵活的手段，但 1997 年后，随着商业银行再贷款逐步归还，调控余地已经不大。1998 年年末，中央银行贷款余额是 12525 亿元，比 1997 年年末减少了 2000 亿元，其中给政策性银行的 6754 亿元几乎

不可调控。

窗口指导或称“信贷政策”是近年来使用较多的货币政策工具，为了扩大内需，中央银行连续发布了支持中小企业信贷、消费信贷、农业信贷、外贸信贷的指导意见，文件下发不少，但效果有限。实质上，任何“指导意见”既不是数量性工具，也不是价格性工具，而只是一种道义劝说，是一个软约束，贷款程序、贷款数量的决定权仍掌握在商业银行手中。从货币理论看，许多信贷政策手段，诸如允许房地产抵押贷款、助学金贷款、证券公司进入货币市场融资、股票抵押贷款等，实际是金融制度革新，并非属于货币政策的范畴。

近几年使用最多、也被认为最有效的政策工具是利率。从1996年5月1日至1999年6月10日，连续七次下调存贷款利率，对刺激经济增长、减轻企业债务负担、降低国债筹资成本、推动个人消费信贷起到了积极作用。尤其是1999年6月10日第七次降息后，储蓄存款增幅明显下降，减轻企业财务负担2600亿元。

但是，我国仍然是一个以管制利率为主的国家，包括存贷款利率在内的绝大多数利率由中央银行代表政府制定。政府在制定利率政策时考虑得更多的是如何通过利率改变存款人、借款人（主要是国有企业）和金融中介机构的收入分配格局，尤其对国有企业进行政策倾斜和扶持，利率下调的结果往往是企业财务负担减轻，存款人和银行收入减少。所以利率水平很难反映公众对未来的预期和风险贴水，利率结构也易于扭曲。从现实情况看，我国目前一年期存款利率为2.25%，活期存款利率为0.99%，如果物价负增长局面不改变，利率下调空间已经不大。