



转轨时期的 中国金融问题研究

夏 斌 著

中国金融出版社

转轨时期的中国金融 问题研究

夏斌 著

中国金融出版社

责任编辑:赵雪芳

责任校对:潘 洁

责任印制:裴 刚

图书在版编目(CIP)数据

转轨时期的中国金融问题研究/夏斌著. —北京:中国金融出版社, 2000. 11

ISBN 7 - 5049 - 2415 - 6

I. 转...

II. 夏...

III. 金融 - 经济理论 - 研究 - 中国 - 文集

IV. F832 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2000)第 58509 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京广安门外小红庙南里 3 号

发行部:66081679 读者服务部:66070833 82672183

<http://www.chinafph.com>

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 三河市印务有限公司(瑞丰)

尺寸 140 毫米 × 203 毫米

印张 19.375

插页 1

字数 500 千

版次 2001 年 3 月第 1 版

印次 2001 年 6 月第 3 次印刷

印数 5137 - 8186

定价 38.00 元

如出现印装错误请与印刷装订厂调换



作者小传

夏斌 现任中国人民银行非银行金融机构监管司司长。1951年生于上海，是金融证券界的资深人士。其作品曾获中国金融学会首届优秀论文一、二等奖，1992年被授予中国人民银行首批中青年专家荣誉称号，系中国人民银行总行研究生部硕士研究生导师、中国人民大学兼职教授、中国金融学会常务理事。

大学攻读政治经济学，《资本论》的理论逻辑功底、经济学说史的熏陶及其对哲学的酷爱，为其从事经济金融工作，特别是痴迷于理论政策研究，奠定了坚实基础。1981年考入中国人民银行总行研究生部，便与经济金融结下不解之缘。1983年日本野村证券公司的一年研修，触发其对资本市场的浓厚兴趣。80年代推动组织国债流通市场的试点工作。从事金融理论政策研究近十年，曾任中国人民银行金融研究所副主任、主任、副所长。1992—1995年，先后在中国证监会兼交易部和信息部主任、深圳证券交易所总经理，是中国金融、股票市场的开拓者之一。之后又主持中国人民银行行政研究工作，致力于金融改革一系列重大决策性问题的研究。

本书集作者十多年来不断耕耘，孜孜求索之心血，印证了金融改革与各个历史发展时期的轨迹。文稿中的一些观点、思路现在看来似乎不辨自明，但在不同历史发展时期，却是“吃螃蟹”之士苦苦思索、不懈追求的目标和见证。



大约三年以前，即 1993 年，我刚调离中国人民银行总行，去中国证券监督管理委员会工作，当时就想把自己 1985—1992 年在总行工作八年中写的一些东西编一个集子。但是，证监会是一个新单位，面临大量的新工作，我担任交易部主任，后又兼任信息部主任，整天忙忙碌碌，无暇顾及此事，此愿一直未尝。1993 年 7 月间，我又奉命调到深圳证券交易所工作。离京之前，请证监会刘秀毓女士帮助把我八年间的文稿复印整理装袋，想利用我在深圳工作期间的间隙，整理出集。但怎么也没想到，在深圳交易所任总经理期间，是中国股市的初创阶段，开拓进取，忙碌不已；又身处股市第一线，潮起潮落，每天卷入股市风云，疲惫、紧张，身不由己。那袋文稿一搁就是 27 个月，丝毫未碰过，仅在书架上作积尘之用。有幸近日卸去总经理职务，心情似乎一下子平静了下来，自然又想起了三年前想做而未做的这件事。

昨天，北京空中飘着雪花。现在，午后的天色仍是昏昏暗暗，胡同里很静很静，一个人在陋室内开着台灯，伴着暖气，特有心思静静地翻阅这些旧稿。看着看着不时感到，现

在，把过去写的这些东西重新阅读，第一，有些观点已经陈旧了，不新鲜了；有的则已变成了现实；或者现实已远远超过了当时的某些设想。第二，有些观点现在看来不一定合适，因为中国金融体制改革的发展轨迹尽管与当时研究设想的八九不离十，但并不完全雷同。第三，有些观点、问题的叙述、研究比较肤浅，现实经济金融生活是如此的复杂、生动，我的有些观点跟不上现实，甚至很幼稚。在这种情况下，这个集子还编不编？我想了又想，最后还是决定编，因为这就是历史。既然是历史，就有其历史的价值。当时就职于中国人民银行总行，学习、研究、思索以及每天倾心讨论、关心的，几乎都是围绕金融决策层的棘手问题。编辑出版这本集子，从中也许能“折射”出彼时彼地中国金融改革理论和政策研究决策的背景、动向、焦点与热点，或者说，可以“折射”出中国金融改革理论、政策发展的一个片断。文稿中有些内容与观点，在今天看来，自己也并不满意，有些是属于知识性、介绍性的内容，但在当时的同业圈内，却还是颇有新鲜感。当时，有些观点想直接表述，怕人说“西方化”，只能隐含性地表述；有些观点被人称为“激进”、“不切实际”，殊不知，不改革、不前进，永不会“切实际”；有些观点在现在的学人看来，似乎那么简单，并会发问当时为什么不能实行？对此，我只能一笑而已，当时就是当时，不能用现在去衡量当时。但不管如何，欣慰的是，近四五年中国金融界发生的一些事，并没有“逃脱”前几年理论界同仁们的思索框架。

中国近十年的经济金融发展太快了，太感人了。今天老百姓嘴边经常挂着的一些金融专业名词，在 20 世纪 80 年代

的金融圈内都还是难以碰及的。当时的时空，能容忍那些“离经叛道”、几十年计划经济下从不接触的西方金融学知识已是相当宽容了。如果是 90 年代的今天，金融学术圈内所讨论的问题放在那时去讨论，反倒有隔世之感了。

此集子在整理中，本着尊重历史的原则，只是就文章标题、标点符号、写作时间、印错的文字作了些修改、增删，对原有的观点、提法尽量不作改动；增加了对有关文章的写作背景以注解的形式作点儿交代、介绍。各文按写作的时间顺序排列。文章内容分四类：一类是专门向领导决策层写的金融改革政策建议、报告；第二类是代表机构、单位起草的有关文件；第三类是专题研究性文稿，其中有些是接受委托研究的重要课题报告；第四类是属知识介绍性文章。

中国金融体制改革的实践是丰富的。丰富的实践是靠着众多充满智慧的人士去苦苦思索和推动。今天，金融体制改革仍在过程之中，情况非常复杂，离欲实现的目标还有相当的距离，更需要大量有志向的金融专业人士去默默耕耘，使中国的金融改革少走些弯路。

作者

1995 年 12 月 15 日

于北京白塔寺羊肉胡同家中

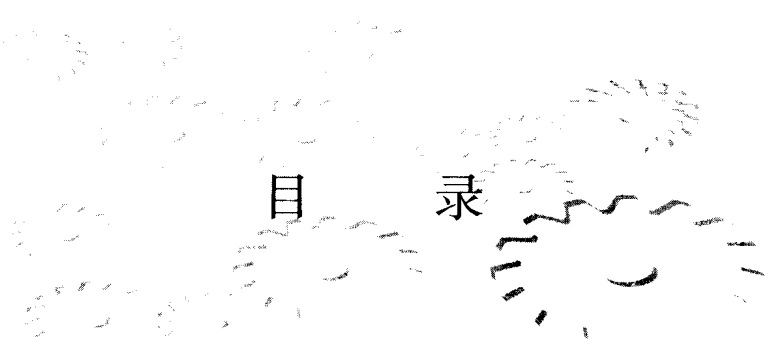


从“自序”开始，一晃又近五年过去了。自写完“自序”的翌年，即返入中国人民银行总行工作，心想，一是不宜编此小集子，二是又时任政策研究室负责人，每天忙于写内部文件、材料、领导讲话稿，产生了新的工作兴奋点，出书的事又搁了下来。1998年8月，调任非银行金融机构监管司司长，上任伊始，即投入全国信托投资公司的清理整顿工作，处置大量繁杂的历史遗留问题。动脑动笔写文章的时间少了。但在近五年中还是写了几篇文章。在中国金融出版社李祥玉女士几次提醒、催促下，最终下决心把近5年内写的一些东西续上原整理的文稿，一并编入此集子。

习惯是难以改变的。曾七八年从事金融理论与政策研究工作，迄今已养成见到好的经济、金融研究文章，总想剪贴保存，留待闲来再阅研之习性。但愿继续保持，以作自勉、存有上进的动力。

作者

2000年国庆长假于官园家中



目 录

日本国债的市场化问题 (1984 年 10 月)	1
对改进国库券发行的探讨 (1985 年初)	18
日本政府债券自由流通的理论意义 (1985 年 3 月 22 日)	24
寻找基建规模的自我控制机制 ——谈“七五”期间投资决策模式的逐步改善 (1985 年 4 月)	30
关于形成我国资金市场的研究 (1985 年 5 月 6 日)	36
日本国家信用与中央银行的关系 (1985 年 6 月)	56
中国金融市场展望 (1985 年 7 月)	61
日本金融业开发资金的特点 (1985 年 10 月 5 日)	65
关于“七五”期间逐步形成我国资金市场的 研究提纲 (1985 年 12 月 11 日)	74
成立短期资金融通公司搞活资金的横向融通 (1986 年初)	84

日本经济高速增长时期如何加强对直接金融	
活动的控制 (1986 年 3 月)	90
金融体制改革的现状及其方向 (1986 年 5 月)	95
矛盾·陷阱·选择	
——中国金融市场形成道路的探索	
(1986 年 7 月)	115
关于明后两年发展我国金融市场的若干意见	
(1986 年 10 月)	142
近时期我国金融市场发展战略与策略的选择	
(1986 年 12 月)	152
资金市场概念的纠误及其他 (1987 年初)	179
我国同业拆放市场现状分析 (1987 年 4 月)	185
请有关领导消除一个顾虑	
——开放国库券流通市场, 其价格不会猛跌	
(1987 年 6 月 7 日)	189
中国金融市场现阶段发展原则与展望	
(1987 年 7 月)	194
中国科技贷款管理体制研究 (1987 年 12 月)	207
关于设立金融市场中介机构的意见	
(1988 年 2 月 22 日)	273
艰难的开拓——中国金融市场十年总结	
(1988 年末)	286
关于拓展我国证券市场的思考	
——答《深圳金融》杂志记者问 (1989 年 3 月)	331
如何看待 1988 年金融市场发展中的“萎缩”现象	
(1989 年 5 月)	338

1979—1988 年全国工业企业资金运用效益简析	
(1989 年 12 月初)	345
中国：货币供给理论与实证研究 (1990 年初)	358
有关财政信用的若干问题 (1990 年 4 月)	388
国外的共同基金 (1990 年底)	400
通货膨胀与“三角债”是同一机体的两个病象	
——论“三角债”的成因及表本兼治	
(1991 年 5 月)	411
关于协调“八五”期间银行与财政政策支持重点	
建设的研究 (1991 年 8 月 30 日)	422
“八五”期间深化金融改革的若干设想	
(1991 年 10 月)	431
建立稳定的长期资金积累机制的思考	
(1991 年 11 月)	440
建设银行的经营困境及其解决策略	
(1991 年底)	448
中央银行三种调控模式的分析 (1992 年初)	462
中国金融市场：艰难开拓的现状与未来	
(1992 年 6 月)	472
中国：90 年代的货币政策 (1992 年)	478
实事求是地加快改革步伐 (1992 年底)	519
走市场取向的资金配置模式 (1993 年初)	526
正确认识我国的外汇储备问题 (1997 年 7 月)	532
中国社会游资变动分析 (1997 年 10 月)	541
进一步深化金融改革，加快建立现代金融制度	
(1997 年底)	550

机遇与挑战：对 21 世纪中国金融的制衡	
(1999 年 7 月)	562
信托业：最后一次整顿 (2000 年 2 月底)	575
关于分业经营和混业经营的对话 (2000 年 3 月)	585
当前应重视对金融控股公司问题的研究	
(2000 年 6 月)	595

日本国债的市场化问题

(1984年10月)

【作者解评】

这篇文章是本人 1983—1984 年间在日本野村证券公司研修时写的硕士学位论文的摘编。曾载于国内 1986 年第 2 期《日本问题》杂志。

中国从 1981 年开始发行国库券。此后，每年“行政摊派”发行，困难重重。该文从日本国债史分析入手，指出发行的国债从非流通性到流通性变化的必然趋势及其这一趋势对日本经济、金融体制的冲击。这一过程的分析，自然对中国国库券发行机制的改善和发展问题的研究是有所启发的。

第二次世界大战前，日本的国债基本上属于非市场性国债，即国债虽作为有价证券的一种，但它不具有有价证券通常所具有的自由流通性和行市受市场利率变动情况决定这两个基本属性。第二次世界大战后，特别是进入 70 年代以后，这种情况发生了根本变化。为什么会发生这些变化？在这些变化背后产生了什么新的问题，其前景如何？对此本文试进行一些初步探讨。

一、从非市场性国债向市场性国债的转化

（一）间接金融对国债市场性的制约

第二次世界大战后，日本的金融制度如何发展，长期资本市场如何建立？当时美军司令部试图仿照美国的金融体制，由商业银行经营短期资金融通，由长期金融机构通过证券市场经营长期资金融通，把货币市场和资本市场从机能上、经营机构上作原则的分离。

然而，由于第二次世界大战前军事国债的膨胀发行和第二次世界大战后复兴金融债券的大量发行，导致了第二次世界大战后初期严重的通货膨胀，日本政府不得不停止发行复兴金融债券，提出了抑制通货膨胀、稳定物价和实行财政超均衡预算的方针。财政在金融市场中处于中性地位。建设资金的不足，主要通过银行吸收存款和从日本银行取得贷款加以解决。同时，中止了占领军设想的长期与短期资金分开经营的作法，采取长期与短期资金融通主要通过银行这一间接金融方式。

资金融通采取间接金融的方式，主要与日本经济恢复时期和高速增长时期资金循环的特点有关。第二次世界大战后初期的日本，整个经济陷于瘫痪。前十年的经济恢复和后来的经济增长急需大量建设资金，而依靠第二次世界大战前大量发行赤字国债的办法已行不通。因为，1947 年 3 月日本公布了财政法，禁止发



行弥补财政赤字的国债，禁止国债通过日本银行承购发行。从当时的社会货币资金周转情况看，个人部门存在剩余资金，企业部门资金非常缺乏。个人部门的资金大部分存于银行、保险机构，只有极小部分直接投资于有价证券。

日本在第二次世界大战后建设资金不足的情况下，逐步形成了独有的金融模式：社会的多余资金——集中于银行机构——贷款于企业。这种模式决定了日本的证券市场在当时不可能得到正常的发展。

第一，间接金融在这个模式中的信用分配占主导地位。企业（特别是重点产业部门的企业）所需资金，由商业银行以低利贷款提供。商业银行的资金来源主要靠吸收个人部门的剩余货币和日本银行根据经济增长的需要的低利贷款。第二，国债市场在这个模式中只能是一个依靠日本银行提供信用的市场。财政资金来源不足，靠发行政府债券，由商业银行组成银行团分摊承购。商业银行承购后又转手卖给日本银行。在这个模式中，国债市场的规模大小和是否需要市场化的问题，是一个要由整个间接金融结构中资金循环的状况来决定的问题，具体说来就是：（1）由于政府债券主要由商业银行承购，个人的持有量极少，因此，政府债券发行多少，必须视商业银行的资产运用状况以及中央银行可能提供的信用量而定；（2）政府债券能否自由买卖、自由流通，必须视债券发行量的多少和商业银行承受能力的状况而定；（3）债券行市也必须根据当时整个低利率政策的执行情况以及商业银行资金经营成本而定，不可能独自按照市场资金的供求波动状况而运动。结果在国债市场上，形成发行利率僵硬化、消化结构固定化、流通市场形式化这三大特点。

（二）第二次世界大战后国债市场的新转折

非市场化的国债并不是一成不变的。60年代末70年代初，随着长期国债的大量发行，日本国债市场出现了新的动向，国债

开始从非市场化转向市场化。这个转折主要表现在以下几个方面：

1. 逐渐放宽不许国债自由流通的限制，形成了国债的市场流通利率。

1965年11月，日本政府发行了第二次世界大战后第一批赤字国债。随即在1966年2月，允许各种债券在东京、大阪的证券交易所上市。

从1975年起，日本开始大量发行国债，巨额国债先由民间金融机构全额承购，经1年之后，由日本银行买入，但不能一次全部买入，因而现金的资金积压负担使民间金融机构强烈要求在市场上卖出国债。1977年4月，大藏省废除了第二次世界大战后一直不允许国债自由买卖的规定。继而1980年政府缩短了对金融机构承购国债后的卖出时间的限制，从一年缩短到7—9个月。1981年4月以后，时间又进一步缩短。发行后的国债经3个月，各金融机构即可自主决定在市场上卖出。

在流通市场上，国债的价格已不是原来的价格，而是根据市场资金的供求状况，由买卖双方决定，由此形成了国债的市场利率。同时，在1979年4月，政府开始公布国债买卖的市场行情，为国债的自由买卖提供信息。

国债市场价格和市场利率的形成，不能不影响日本银行买入国债的价格。从1978年6月开始，日本银行改变过去买入国债的固定价格制度，采取通过招标决定买入价格的方式。

2. 发行条件自由化，公募投标比例显著提高。

证券流通市场的自由化必然影响其发行市场。日本开始在发行上采取国债公募投标方式。国债购买主体以投标者身份出现，各自根据自己对金融市场状况所作的判断，提出自己的国债购买价格或利率进行投标。

1978年6月，开始发行3年期的公募投标息票国债。1979



年6月，开始发行两年期的公募投标息票国债。1980年6月，开始发行4年期的公募投标息票国债。

1983年2月，发行了15年期的浮动利率公募国债。这种国债的特征是：（1）发行价格就是额面价格；（2）在和承购者取得意见一致后，发行的债券在期满之前，除带条件进行买卖外，不允许转让；（3）该债券发行1年之后，在到期前的每年内，以上年10月15日前的1年内所发行的10年期国债应募者利率的平均值为基准，加算0.3%利率。

截至1983年底，反映市场资金实际状况的公募投标国债，从1978年起共发行了115374亿日元，占整个国债发行额的比例不断提高。1978年第一次发行时还不到10%，到1983年已超过22%。这说明在国债发行上，出现了国债发行市场分裂的现象，即一个是政府人为决定的非市场化市场，一个是自由利率的市场。

3. 带条件债券买卖市场的发展，进一步扩大了国债自由流通市场的规模。

所谓带条件的债券买卖，即债券买卖双方在完成交易的一定时间之后，出售债券者（或买进债券者）必须买回债券（或卖出债券）。时间一般为1个月、3个月、6个月不等。买回债券的价格（或卖出债券的价格）在初次交易时已约定。这种买卖方式的意义在于作为缺乏短期资金的需求者，可以把持有的债券，以买回为条件暂时卖出，藉以筹集资金。作为短期资金的供给者，以卖出为条件买进债券，把临时闲置的资金作为资产运用。这种买卖方式的实质，是一种以债券为担保的短期资金的融通。

这种买卖方式有两个显著特点：第一，不受政府、日本银行的限制。普通的债券买卖，根据日本银行法的规定，只允许各金融机构参加，而这种买卖方式，企业、学校、公团都可以参加。第二，利率（即买卖价格的差额）不受政府低利率政策的限制，