

CONG JIANJIN DAO TUBIAN

ZHONGGUO GAIGEKAI FANG YILAI HUOBI HE XINYONG ZHOUQI KAOCHA

从渐进到突变：

第三版

中国改革开放以来货币和信用周期考察

于学军 ○ 著

中国社会科学出版社

CONG JIANJIN DAO TUBIAN

ZHONGGUO GAIGEKAI FANG YILAI HUOBI HE XINYONG ZHOUQI KAOCHA

从渐进到突变：

第三版

中国改革开放以来货币和信用周期考察

于学军 ○ 著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

从渐进到突变：中国改革开放以来货币和信用周期考察（第3版）／于学军著．—北京：中国社会科学出版社，2011.11

ISBN 978-7-5161-0251-0

I. ①从… II. ①于… III. ①货币—经济周期分析—中国
②信用—经济周期分析—中国 IV. ①F822②F832.4

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 223905 号

责任编辑 冯 斌

责任校对 林福国

封面设计 郭蕾蕾

技术编辑 王 超

出版发行 中国社会科学出版社

社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号 邮 编 100720

电 话 010—84029450(邮购)

网 址 <http://www.csspw.cn>

经 销 新华书店

印 装 三河市君旺印装厂

版 次 2011 年 11 月第 1 版 印 次 2011 年 11 月第 1 次印刷

开 本 710×1000 1/16

印 张 20

字 数 288 千字

定 价 58.00 元

凡购买中国社会科学出版社图书,如有质量问题请与本社发行部联系调换

版权所有 侵权必究

出版说明

本书第一次由我社 2000 年出版，书名为《中国经济改革二十年货币和信用周期考察》；2007 年第二次出版时更名为《从渐进到突变：中国改革开放以来货币和信用周期考察》；这是第三次出版，已历时十年有余。

根据前两版读者反映，本书内容丰富、编排有序、观点独到，实属一本金融教学的最佳参考书。但通篇阅读却并非易事，因此，本书第三次出版时特别提示：这是一部专业著作，阅读需要时间、耐心和认真。为了便于理解和轻松阅读，可以跳过第一章，先从第二章开始，回头再读第一、十一章。敬请注意。

第三版序言

通货膨胀是经济学研究的永恒主题，之所以“永恒”主要是因为通胀与就业密切相关；人口的增长，劳动力的增加，人们生活水平的提高，必然要增加就业；要增加就业，必须发展经济；而经济的发展，需要货币推动；货币的推动免不了商品价格的波动；商品价格的波动会带来通货膨胀。

当前，通货膨胀已不是一个国家的问题，而是世界性问题。世界性的通胀以什么理论去解释？用什么方法去防范和治理？应当说于学军研究员较早做了研究。他研究的成果曾以专著早已出版，得到了业内人士的广泛关注。

这本书两次再版，于今年第三次再版时，作者保持了原书名《从渐进到突变：中国改革开放以来货币和信用周期考察》，但有新的思考，新的见地。作者指出“本书是研究货币和信用周期”及“在分析和考察中十分重视紧紧围绕货币以及中央银行基础货币管理这个中心环节来展开”。作者以广义货币供应量 M2 的波动来划分经济周期，并考察了经济周期的波动与货币供应波动的关系，得出的结论是：虽然经济周期波动的高增长可能推动货币供应高增长，双方关系密切，但最重要的还是货币供应波动推动和影响经济周期波动，货币供应显然要比经济周期的波动更为活跃。并且还认为：所谓社会总需求膨胀，实际就是货币供应膨胀，即：货币信用投放过多的结果引发社会总需求膨胀。因此，如果没有货币信用膨胀，社会总需求便不会膨胀。

作者把通货膨胀划分为三种类型：财政赤字型、信用扩张型和资

产泡沫型通胀。前两种类型的通胀主要由国内因素引起，而后一种类型的通胀主要是国外因素引起的。在论述财政赤字型通胀中，作者指出，在1984年之前“我国发生通货膨胀与发生财政赤字紧密联系，基本上是同步的”，但财政赤字的大小不是决定于预算数字，而是决定于弥补方式。在论述信用扩张型通胀中，作者指出，信用膨胀主要取决于基础货币的投放，而基础货币投放的多少受制于中央银行的独立性。作者强调增强中央银行的独立性是我国急需解决的问题。而“中央银行独立性的问题，说到底是由中央银行所承担的发行货币并实行对货币管理这一特殊的职能决定的，世界各国的研究表明，中央银行的独立性与熨平货币信用周期波动呈正比关系，而中央银行缺乏独立性与熨平货币信用周期波动成反比关系——即中央银行独立性强的国家，货币和信用周期波动较为平缓，而中央银行独立性差的国家，货币和信用周期波动较严重并容易发生通货膨胀”。在论述资产泡沫型通胀中，作者指出，2003年是个转折点。2003年以后，我国发生了明显的通货膨胀，只不过是表现在不同价格指数上，特别是主要反映在资产、资源类价格的飞涨上。作者指出，中国外汇储备巨额增加，正是从2003年开始，而2003年和2004年也是中国金融体制重大改革时期，所以要从制度变迁的视角去考察货币信用周期，去分析通货膨胀。

学军研究员的这些论述，不仅视角新颖，观点独特，而且他给读者提供了分析、研究经济问题（包括金融问题）的思路和方法。这样的思路和方法反映在该著作中，概括地说，注重时空界限研究，如注重划分经济周期，分析周期；注重传导机制研究，如外贸顺差扩大与固定资产投资增长是怎么传导的等；注重生成机理、规律变化研究，如经济周期与货币信用周期是什么关系等。

学军研究员长期从事金融工作，有着实践经验、理论素养和专业视野，这一著作是他长期观察、努力和钻研的结晶，反映了全球金融危机背景下，他对中国经济金融问题的深入思考。纵观全书，主要有以下几个方面的鲜明特点：

一、实践性。学军研究员坚持从实践中来，到实践中去，本书就

是其结合工作实际，对中国改革开放以来货币和信用周期问题长期探索和思考的总结。“书中得来终觉浅，绝知此事要躬行”，透过本书，我们可以身临其境地感受到中国经济金融的巨大变革，可以贴近现实地了解中国各项金融改革政策出台的来龙去脉和实践效果，可以更深刻地理解中国金融业变革背后的故事和逻辑。“以史为镜，可以知兴替”，我们通过了解中国货币和信用变革的历史，从而更全面更自觉地掌握经济金融规律，更好地促进中国经济金融的科学发展。

二、专业性。学军研究员坚持用专业的眼光解析实际问题。本书主要从三个视角来阐释中国经济金融的变迁：一是货币视角。始终从货币的角度洞察中国经济金融的变化。正如学军研究员在书中所写“货币在整个经济领域无所不在，一切经济活动均围绕着货币来展开，从货币来到货币去”。二是制度视角。改革开放以来，中国经济金融体制发生了根本性的变化，中国经济金融活动跌宕起伏的背后均可以找到制度的因素，因此考察制度在货币和信用周期中的作用也是本书的一个重要视角。三是全球视角。在当今全球经济一体化背景下，中国经济金融已融入世界。因此在书中，作者始终是站在全球的高度，深刻地剖析了中国经济金融的发展和变化。

三、原创性。本书不仅详细地考察了中国货币和信用周期，还提出了一系列令人耳目一新的观点。如将中国通货膨胀按时间划分为三种类型：财政赤字型、信贷扩张型和资产泡沫型，既有很强的理论意义，也有充分的现实说服力；从实践的角度细致地考察了政治周期与经济周期的关系、中央银行独立性、经济货币化等问题，提出了一些独到的见解；超前提出了“净出口是2003年之后我国经济过热增长的根源”、“汇率问题是中国宏观经济问题的核心”、“美元泛滥是全球流动性过剩的根源”等一系列重要观点。这些新的思想，既源于实践，又高于实践，可以成为指导我国经济金融进一步改革发展的重要理论基石。

四、通俗性。当前的专业经济金融读物中，往往都有深奥的数学模型、复杂的计量实证和艰涩的专业文字，常常让普通读者望而生畏。

本书能够结合工作实际，使用简单优美的文字、简洁易懂的图表、深入浅出的分析，翔实地阐述了中国货币和信用周期的演进，实现理论与实践的有机结合。同时，本书结构严谨、逻辑清晰、内容全面，阅读起来有一种自然、朴实、清新之感，让人手不释卷。

我作为教师，倡导在教学中理论联系实际。为此，深感需要有好的参考资料。学军研究员这一专著的出版，在金融教学中增添了新的读物，十分可喜。

“路漫漫其修远兮，吾将上下而求索”。多见者博，多闻者智，学军研究员是一个集聪慧与勤勉于一身的学者型官员，不仅在具体工作中取得了很大的成就，在学术研究上也是成果丰硕。可以相信，本书的出版，对于深化中国货币信用问题研究，理解中国经济金融运行中的“秘密”，推动中国经济金融的进一步改革，都将具有积极的意义。

曾康霖

2011年9月

前 言

这本来是一本博士论文，2000 年由中国社会科学出版社出版。不久便赶上了好运气，2001 年被评为深圳市第三届社会科学优秀著作三等奖。虽然是个很小的奖项，但我却由衷地高兴，因为是平生第一次获得这样的鼓励。

由于工作和学习的关系，我专注于货币及其规律性的研究，至今回首已有二十余年。这确实是一个迷人的研究领域，对国家宏观经济的分析和判断及宏观经济管理尤为重要。研究中最重要的心得，是宏观经济发展过程中的所有问题，如市场供求、固定资产投资、进出口贸易、财政收支状况、物价波动，等等，在货币和信用周期波动中均会留下印迹，只要您细心，均可发现蛛丝马迹。因此有时我感到对货币信用周期波动的研究，就像医生看病把脉或者验血，一切病情均可从中或发现或分析或判断；再往大处说，甚至有点像人类正在进行的关于人类自身科学研究的伟大工程，即解读人类生命密码的所谓生命工程。比如，对 2003 年之后中国出现的经济过热增长问题，大部分机构及专家学者均把它归结为全国固定资产投资规模膨胀使然，背后则是由地方政府的政绩工程及房地产开发商推波助澜所致，因此，控制固定资产投资规模膨胀即成为解决经济过热增长的关键环节，等等。但从货币和信用的角度来分析，我却发现固定资产投资规模膨胀并不是这轮我国经济过热增长的第一推动力，而其背后则是由进出口贸易剧增及巨额贸易顺差推动的；巨额贸易顺差意味着巨额外资的流入，因而形成巨大的社会需求，并推动固定资产投资规模膨胀及形成资产

泡沫。有数据为证：2003—2007 年在我国固定资产投资每年均以 25% 以上的速度高速增长的同时，外贸出口及顺差则以更高的速度增长，两者总保持一定的落差，并且如影随形。因此，我做出一个大胆判断：全国固定资产投资膨胀是由净出口（即顺差）拉动的，净出口是第一位的，固定资产投资是第二位的。所以，控制固定资产投资规模膨胀的关键在于控制净出口及其增长，何时净出口降下来了，固定资产投资自然回落。而这个问题如果得不到有效解决，那么控制固定资产投资规模膨胀即难上加难。但过去由于我们的分析没有找到真正的成因，甚至把问题归结到地方政府和房地产开发商头上，所以造成宏观调控政策效果不佳、固定资产投资压而不降的局面。可以做一个比喻：净出口巨额增加的原因是人民币汇率估值过低，而结果是外汇储备巨额增加——这使人民币基础货币投放以外汇做抵押物，成为我国货币信用扩张的基础，即人民币背后出现了事实上的美元化倾向。这本来是相当于血液中出现毛病，即患了高血压或糖尿病，而我们却只看到了固定资产投资规模膨胀这个表象，当做感冒发烧来治疗，其结果自然是难以对症下药，疗效不佳。

此外，货币也是重要的宏观经济调控工具，尤其在现代市场经济体制中，其作用更为敏感、有效。一般来说，社会总需求膨胀往往是由货币信用膨胀造成的，没有货币信贷的事前膨胀，就不会有社会总需求的随后膨胀。因此，事先控制好货币信用膨胀，即可较好地管理社会总需求。但这当中确实需要深入的研究和把握，并有高超的本领和技艺才可胜任。

改革开放 30 多年来，由于我国正处于向社会主义市场经济建设的不断转轨过程中，因此研究货币和信用周期问题也像研究其他领域一样，制度变迁成为一个重要因素。考察中，我们十分关注这一点，因此从书中也可以看出制度变迁的重要作用。随着制度变迁的不断转化和深入，货币和信用周期的波动及成因变化也进展神速，短短 30 多年中，我们不仅经历了早期的“财政赤字型通货膨胀”，而且走过了“信贷扩张型通货膨胀”；不仅遭受过通货紧缩的煎熬，而且又面临着

前所未有的流动性过剩；不仅国内的金融市场化进程尚未完成，而且又要突然面对全面开放的国际化浪潮……变化越来越快，越来越复杂，真有些令人眼花缭乱、目不暇接。单就2003年之后出现的所谓流动性过剩及资产泡沫来说，显然是由于国际资本大量涌入中国并造成中央银行基础货币大量投放所致；而这个问题的出现，显然又与我国于1994年确立的结售汇制及盯住美元的汇率机制安排有关。但就是同一种制度安排，在1997年亚洲金融危机之后的一段较长时间内，我国面临的却是人民币贬值压力，何以在短短几年中又转变为升值压力呢？并且升值预期越来越强烈，导致我国外汇储备迅猛增加。同时，过去我国是一个长期外汇短缺的国家，为何不经意间又成为全球外汇储备最多的国家呢？而且，因这种变化是在2003年以后迅速出现的，常使我们因“加速度”而感到眩晕，甚至至今仍有些茫然不知所措。而2008年由美国“次贷”危机引发的全球金融危机，更是震惊世界，至今都难以完全厘清其深层原因。综上，本书于2007年再次出版时我特意取了一个新名：《从渐进到突变：中国改革开放以来货币和信用周期考察》，即试图把这种变化和感觉反映出来，而2011年第三次再版时，我的这种感觉更加强烈了，因此沿用了原书名。

本书两次再版，除了新时段部分是新写之外，主要是对原书的一次完整修订，因此也可以说是一个“修订本”。在动笔前，我本想在原书基础上写得更加轻松一点，好让读者省时省力。但实际完成过程中，却发现这种好意很难实现，因为这种体裁、内容过于专业了，因而想写得通俗易懂并非易事，最后只能尽量保持原貌了。但这样做客观上也带来一个好处，即较为真实地反映了当时的学术成就。

全书共分十一章，除了第一章“导论”和第十一章“总结”之外，其他章节均按时间顺序来写。因而，对本书的阅读，如果是专业人士并对相关内容较为熟悉，可以从头到尾按顺序来读，并且可以前后比较、反复思考；如果是普通读者并对相关知识较为陌生，则可以跳过第一章从第二章读起，最后再回头来读第一章和第十一章，这样容易理解书中的相关内容及顺序安排，读起来也简单一点。不过

总体来看，由于本书是一本专业著作，因而对一般读者确属不易，除了需具备相关的专业知识之外，还要付出相当的耐心。但只要您真正读进去，相信“不枉此行”，本书一定会给您带来特有的收获，并分享作者研究的艰辛与快乐。

作者

目 录

第三版序言	(1)
前言	(1)
1 导论	(1)
1.1 制度变迁与通货膨胀	(1)
1.2 经济周期与货币信用周期	(7)
1.3 理论指导与研究方法	(12)
1.4 为何从改革开放起步	(16)
1.5 结构体系与主要观点	(17)
2 旧制度的延续：改革后第一次通货膨胀的发生	(31)
2.1 1980 年通货膨胀如何发生	(32)
2.2 财政赤字引发的通货膨胀	(36)
2.3 财政赤字：旧制度条件下发生通货膨胀的显著特征	(39)
2.4 本章提示	(42)
3 制度变迁：不同种类的通货膨胀	(44)
3.1 通货膨胀的两种类型	(44)
3.2 制度性缺损：1984 年投资、消费、信贷膨胀的成因	(48)

3.3	1984 年“三大膨胀”的情况及后果	(50)
3.4	本章提示	(53)
4	制度完善中的政策失误	(54)
4.1	1985 年开始的紧缩政策到 1986 年就放弃	(54)
4.2	经济增长约束与“软着陆”的提出	(56)
4.3	中央银行扮演了一个什么角色	(59)
4.4	本章提示	(64)
5	1988 年强烈通货膨胀的发生	(66)
5.1	强烈通货膨胀为何在 1988 年爆发	(67)
5.2	货币供应量适度增长：一个需要说明的问题	(70)
5.3	经济的货币化问题	(73)
5.4	“治理、整顿”政策的实施	(81)
5.5	本章提示	(84)
6	制度性复制：1993 年的历史重演	(85)
6.1	“时滞”问题	(85)
6.2	1993 年通货膨胀的发生	(89)
6.3	发展中的新问题：非银行金融机构与资金拆借市场	(96)
6.4	中央银行资产负债的管理和运用	(101)
6.5	制度性弊端：中央银行年初计划从未实现	(105)
6.6	本章提示	(108)
7	制度性变革：实现经济“软着陆”	(110)
7.1	整顿金融秩序的开始及效果	(110)
7.2	1994 年金融体制的重大改革	(113)
7.3	外汇占款与基础货币	(116)

7.4	外汇占款与再贷款对经济的不同影响	(120)
7.5	财政赤字弥补方式的改变	(124)
7.6	“软着陆”的成功实现	(128)
7.7	实现“软着陆”的经验总结	(139)
7.8	本章提示	(143)
8	政策滞后：通货紧缩的形成	(144)
8.1	1998 年面临的经济形势及政策效用分析	(144)
8.2	通货紧缩的形成	(159)
8.3	货币政策操作力度加大	(173)
8.4	外汇存贷款对货币供应量的影响	(179)
8.5	本章提示	(185)
9	判断误区：通货膨胀与通货紧缩并存	(187)
9.1	2003 年凸显经济过热现象	(188)
9.2	净出口：这轮经济过热增长的原动力	(196)
9.3	人民币汇率形成机制的缺陷	(205)
9.4	外汇储备陡增与全球美元泛滥并非巧合	(212)
9.5	政治周期对经济周期的影响	(216)
9.6	资产泡沫型通货膨胀	(220)
9.7	本章提示	(223)
10	2008 年国际金融危机冲击	(225)
10.1	国际金融危机分析	(226)
10.2	2009 年中国经济：“悲喜剧”与“后遗症”	(235)
10.3	巨额放贷：政府融资平台公司登上历史舞台	(242)
10.4	2009 年中国巨额投资之谜	(250)
10.5	中国经济增长面临的“两难”问题	(255)

- 10.6 巨额外汇储备：悬在头上的达摩克利斯之剑 (266)
- 10.7 利率市场化与信贷规模控制 (272)
- 10.8 本章提示 (277)
- 11 30 多年货币和信用周期考察的概括性总结 (279)**
 - 11.1 制度变迁：30 多年货币和信用周期考察的描述 (279)
 - 11.2 货币供应量管理：货币和信用周期的一个根本性问题 (286)
 - 11.3 中央银行独立性：一个需要解决的一般性问题 (288)
 - 11.4 汇率市场化改革：货币和信用周期波动复杂化 (290)
 - 11.5 通货紧缩：货币和信用周期波动的另一种现象 (292)
 - 11.6 财政赤字：并非引起货币和信用周期波动的根源 (294)
 - 11.7 金融体制改革：实现经济“软着陆”的制度性原因 (296)
 - 11.8 金融国际化：货币信用面临的新挑战 (298)
 - 11.9 基础货币管理：一个至关重要的问题 (300)
- 后记 (302)

1

导 论

自 1978 年实行改革开放政策以来，我国在 1998 年之前共发生了四次明显的通货膨胀，之后又遭遇了史无前例的通货紧缩现象。而正是在“反通缩”政策不断出台之际，2003 年后又出现了前所未有的“流通性过剩”现象，并延续至今仍未摆脱这个旋涡。这种货币、经济现象是如何产生的？原因是什么？彼此之间有无内在联系？如何才能克服？等等，显然是一个充满诱惑的研究领域，而改革开放以来的发展历程，恰好又为我们提供了这样一个极具分析和考察价值的背景和素材。

1.1 制度变迁与通货膨胀

对于货币和信用周期的研究来说，最著名和最具代表性的是米尔顿·弗里德曼的货币主义经济学。可以说，货币大师弗里德曼的全部研究就是围绕着“货币和信用周期”来展开的，他的重要著作《美国货币史（1867—1960）》，顾名思义，即是一部写货币的历史。他提出的著名命题及重要结论，都是从其对美国及世界货币历史的实证考察中得出的。

借用一句未置可否的套话，如果说“金融是现代经济的核心”，那么货币在整个经济领域无所不在，一切经济活动均围绕着货币来展开，从货币来到货币去，而且货币问题最为复杂、变幻莫测并难以捉摸，