

THE MONETIZATION PROCESS IN CHINA

中国的货币化进程

易 纲 著



商務印書館

中国的货币化进程

易 纲 著

商 务 印 书 馆

2003 年 · 北京

图书在版编目(CIP)数据

中国的货币化进程/易纲著. —北京:商务印书馆, 2003
ISBN 7-100-03883-9

I. 中... II. 易... III. 经济改革—研究—中国 IV. F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 062014 号

所有权利保留。
未经许可,不得以任何方式使用。

ZHONGGUÓ DE HUÒBÌHUÀ JÌNCHÉNG

中国的货币化进程

易 纲 著

商 务 印 书 馆 出 版

(北京王府井大街 36 号 邮政编码 100710)

商 务 印 书 馆 发 行

河北三河市艺苑印刷厂印刷

ISBN 7-100-03883-9/F · 467

2003 年 11 月第 1 版

开本 787 × 960 1/16

2003 年 11 月第 1 次印刷

印张 36 3/4

定价: 50.00 元

自序

出版这本书的直接原因是,同事和朋友们经常要我过去写的文章。由于文章发表在不同的期刊上,找起来不方便。我想应该把过去写的学术论文集中成册,这样既可以方便自己,也希望能方便我的朋友们。

我是北京大学经济系 77 级学生。1980 年被选派去美国插班读本科,1982 年在美国哈姆林大学获工商管理学士学位。1982 年进入美国伊利诺斯大学经济系读研究生,所学的专业是计量经济学,1986 年夏获经济学博士学位,博士论文的题目是“模型选择和斯坦估计”。随后,我来到印第安那大学(印第安那波利斯校区),开始了我的教学生涯。1994 年,我回国与林毅夫、张维迎、海闻等一同创建北京大学中国经济研究中心。1997 年到中国人民银行工作至今。

30 岁以前,我的研究领域主要是计量经济学,曾经在美、欧学术期刊上发表过十来篇有关计量经济学的论文。其实,我真正的研究兴趣是中国经济,特别是中国金融问题,尽管当时我还不知道“金融是现代经济的核心”这一命题。在我感到生计比较稳定之后,就把几乎所有的时间都投入到了有关中国经济问题的研究之中。

本书是一部论文集,收集了过去 15 年来我研究中国经济问题所公开发表过的主要学术论文,大致记录了我研究中国经济所走过的道路和思想历程。书名“中国的货币化进程”源自于 1991 年我在英文期刊《中国经济评论》上发表的一篇论文的标题。我早期做的有关计量经济学和统计学的论文,没有收入本书。

对收入的文章,本书没有对原文进行任何修改和更新,完全以论文发表时的原貌重印(包括摘要和参考文献),并注明了首次发表的期刊

名称和时间。全书按照不同的研究专题,分为八个部分。

本书收录的第一篇文章“市场效率与产权界定”可以说是我用中文写的第一篇学术论文,虽然是15年以前写的,但如今读起来仍使人兴奋。文中论述了为什么市场机制比计划机制的效率,并指出“产权界定是市场机制形成的前提,中国经济改革能否成功,将来市场的效率如何,取决于未来产权界定的清晰度和政府在多大程度上允许私有制的发展;私有制一定程度的发展和坚持以公有制为主并不矛盾”。文章的最后,还虚构了一个国有资产管理的体制和股票市场。这些内容,今天看来仍有意义。第一部分的另外两篇文章分别论述了中国渐进式经济改革的历史必然性及其利弊得失,以及中国经济转轨对现代经济学提出的挑战。

第二部分收录的五篇论文,都是围绕中国的货币化进程展开的。自1979年改革开放以来,中国货币供应量的增长率一直远远高于GDP增长率和通货膨胀率之和,也就是说中国的货币流通速度一直在下降。我是较早注意到这种现象的学者,并对此做了系统研究,从1991年以来发表文章若干篇。当时我写这些文章,主要是为了反驳一些在重要国际经济组织里供职的经济学家对上述现象的理论解释(见本部分文章的参考文献)。他们认为中国出现这一现象是因为存在强迫储蓄和货币悬空,我的文章不同意当时的这些主流权威观点。我认为中国货币供应量增长率的快速增长主要是因为经济体制改革使中国经济的货币化程度不断提高,产生大量的由于体制变革造成的货币需求,所谓强迫储蓄和货币悬空并不是主要原因。我对此问题的研究角度和结论后来被越来越多的经济学家所接受,对以后进一步探讨货币需求、通货膨胀、货币与经济活动的关系等产生了重要影响。当年,我一直为中国的货币化进程辩护,然而自95年以来中国 M_2 与GDP比率的不断攀升引起了我的忧虑,我有点为 (M_2/GDP) 比率担心。货币是以政府信誉为基础的,中国只有政府信誉,民间信誉薄弱,造成中国直接融资不发达,资本市场发展滞后,这是中国经济金融发展的一大难

题。最近, M_2 与 GDP 比率仍在继续攀升。我的一个判断是中国的 GDP 被低估了,而且低估的部分绝大多数是消费。这样的话,算上低估的比例之后,国内的消费比率会大大提高,而储蓄率和投资率则会降低, M_2 与 GDP 比率也会正常很多。

第三部分的主题是汇率。我对人民币汇率的研究始于 1996 年一家外资企业的委托,这家外资企业准备在中国大陆进行分期投资,最大的不确定性是来自人民币汇率。当时我在北京大学任教,没有任何内部人信息,完全是从一位学者的角度,利用公开的信息来研究人民币汇率。除了我以外,这家外资企业同时还请了两位国际知名学者做此项目。研究结果是 1996 年底向该外资企业提交的,在三份报告中,只有我认为人民币在三年内不会贬值,其余两份报告都提出了比我悲观得多的结论。经委托人同意,我将报告的部分内容在 1997 年第 10 期《经济研究》上发表。此结论经受住了 1997 年开始的亚洲金融危机的考验。后来这家外资企业在中国的投资很成功,还特向我致谢。

这部分文章展示了经济学分析的逻辑力量,对人民币汇率走势的判断、对香港将会发生通货紧缩的预测以及从汇率制度三角形的理论框架中所得出的推论,运用的都是经济学分析的逻辑力量,幸运的是这些预测和结论均被后来的现实所证实了。

第四部分讲的是中国金融体系。第一篇文章研究了中国的金融资产结构。关于此问题,中国有学者(例如,谢平)研究得比我早。在经济学分析的基础上,我提出了一个比较中国式的分析框架。其实关于金融资产结构的分析与第二部分讲的货币化是一脉相承的:货币化分析了为什么中国金融资产中货币资产增长得这么快,金融资产结构的分析讨论了:金融资产除了货币形态之外,还有其他形态的金融资产,而这些金融资产(主要指股票、债券、养老金等)为什么会发展得如此缓慢。该文指出,在 1979 年以前中国储蓄的主体是政府,而进入 20 世纪 90 年代以来,储蓄的主体变为老百姓;并指出货币金融资产的比例太高而直接融资比例过低所蕴含的金融风险。该文讨论的住房抵押贷款

等设想为我后来到中国人民银行做相关的政策研究提供了基础。“投融资体制扭曲所导致的后果分析及政策建议”一文分析了各种所有制企业的融资难易程度和产生重复建设以及通货紧缩的原因。“金融不是虚拟经济”一文旗帜鲜明地参加了对虚拟经济的讨论,指出金融业本质上是服务业,不是虚拟经济。把金融业划入虚拟经济,在理论上站不住脚,不符合国际通行概念和学术规范;在实践上,也不利于中国金融业的发展。

第五部分是关于银行改革。如果说金融是现代经济的核心,银行则是金融的基础,从时间上、逻辑上都是这样的。银行业能否健康发展对于金融体系的效率高低起着关键作用。本部分收录的文章探讨了银行改革思路,监管的逻辑,以及如何在“债转股”过程中防范道德风险等等。我国银行业存在诸多问题:改革滞后、布局不合理、不良资产率高、服务差、效率低、风险大。究其原因,有体制问题、公司治理结构的问题、技术落后的问题等。但是,所有这些问题归根结底都表现为人的问题,人不尽心尽力、不负责,有些还中饱私囊。我一直在琢磨人的工作态度为什么差别那么大?这些都与激励机制设计有关,都需要设计符合人性的激励与约束机制。从1997到1999年,我在各种场合讲了如何调动人的积极性,不少媒体报刊都报道过。我总结对人的激励和约束有五大法宝:产权、经理人市场、工资奖金、“乌纱帽”机制、思想政治工作。

首先是产权。古人云:“有恒产者有恒心”。孟德斯鸠讲“所有权是道德神”。产权对人的激励和约束作用源于人性中最深刻和最本质的东西。一般说来,人对两件事是负责的:一是自己的财产,二是自己的子女。对这两件事的负责、操心、呵护和关爱是发自内心的、自觉的、无时无刻不存在的,最重要的是不需要别人监督的。当然我讲的是绝大多数人的情况,个别的例外总是存在的,但不在经济学的研究范围内。人的创造性和潜力是无限的,干一件事负责与不负责,操心与不操心,其结果是天壤之别。一个设计成功的激励制度就是尽量使人像对自己

财产、自己子女那样对待其工作。

第二是经理人市场。经理人市场解释了为什么许多专业人员虽然是在给老板干活,但是也能尽心尽力。这里的专业人员主要指高级管理人员、会计师、律师、医生、教授、工程师、分析师等。激励和约束这些人的主要是经理人市场,他们要通过自己的工作建立起一个良好的纪录,从而提高自己在经理人市场上的价值。我自己在美国当过十年教授,深知经理人市场对人的约束。在美国获得博士学位后进入大学先当助理教授,从助理教授到取得终身教职一般要六年左右时间。在此期间,教授无不拼命工作,除了把教学工作做好外,还要花大量时间做研究,写论文,争取在高水平的学术期刊上发表,以求最终获得终身教职,否则,只得另找工作。只要这个压力存在,系主任、校长不必去督促每个教授去做研究,教授们都会以超过100%的努力去工作。有人统计过,由于压力过大,此阶段教授的离婚率明显高于可比人群。有人问,在美国,教授获得终身教职后还努力工作吗?一般说来,还会努力,因为有其他的激励方式,比如,想去一所更好的学校当教授,想做一个领域的学术带头人等。随着市场经济的发展,中产阶级的出现,越来越多的专业人才会受到经理人市场的激励和约束。毕竟能当老板的是少数,经理人市场尤为重要。

第三是工资奖金。产权主要是对有产者而言的,经理人市场是对白领阶层而言的,而工资奖金是对所有人而言的。“重赏之下必有勇夫”,钱对人的激励是不言自明的,从实行计件工资的蓝领,到年薪制的经理,到手持股票期权的高级管理者都适用。

第四是“乌纱帽”机制。泛指以职务的提升来激励,特指官场的官本位。“学而优则仕”,中国几千年的封建社会一直用做官来调动社会精英的进取精神。历史证明,乌纱帽机制也能极大地调动人的积极性,它的局限性是人只对上负责,信息相对封闭,一个人的价值只有他的领导清楚,一旦领导换了,前功在很大程度上就会尽弃。相对而言,经理人市场在这方面的风险要小得多,因为信息比较透明,有更多的人知道

一个专业人才的价值。

第五是思想政治工作。这里绝对没有讽刺的意思,我相信思想政治工作、政治信仰、宗教信仰对人有强有力的激励和约束作用。

理解上述调动人的积极性的五大法宝有助于阅读第五部分的文章。总之一句话,我们设计的机制必须激励相容(Incentive Compatible),即让努力工作又有能力的人通过自己的工作成果得到回报,淘汰不努力的人,或虽然努力但没有达到有效结果的人。也许会有人质疑我,“没有功劳也有苦劳”,为什么只单纯看结果?因为监测人的努力程度是很难的,所以鉴别标准只能是主要看结果。

第六部分是关于1997到1999年中国宏观经济政策的一些讨论。1997年夏,亚洲金融危机开始。我和我领导的北京大学中国经济研究中心宏观组以空前的热情参与了对宏观经济政策的讨论。在这期间发表的论文,被许多报刊杂志转载,足以见当时讨论的激烈程度。我们的主要观点如下:第一,认为当时的实际利率过高,中国有落入通货紧缩的危险。“寻求多重经济目标下的有效政策组合”一文详细地论述了这一观点,原文发表在《经济研究》1998年第4期上。之后许多重要报刊纷纷予以转载。第二,大力介绍扩张的财政政策,为此在1998年上半年写了两篇文章“美国30年代大萧条及对中国当前宏观经济政策的启示”和“罗斯福新政、评价及启示”,该文已收入《宏观经济政策调整与坚持市场取向》(北京大学出版社,1999年)一书中,所以本书不再收录。第三,尽管我们较早地大声疾呼要实行扩张的财政政策,但当积极的财政政策开始后,我们的分析研究重点则转向了如何限制其负面影响,如何分析政府配置资源的比例上升过快、道德风险、计划经济体制的复归等问题,并指出积极的财政政策一般是短期政策,至多也只能是中期政策,不可能是长期政策,所以积极的财政政策应该适时淡出。在“宏观政策调整和坚持市场取向”和“货币政策乎?财政政策乎?”两篇文章中,集中阐述了我们这一思想。文章发表后,引起了广泛的讨论。第四,尽管我们较早提出通货紧缩的风险,但当许多人在1999年认为中

国陷入了严重的通货紧缩时,我们在“正视通货紧缩压力,加快微观机制改革”一文中提出“两个特征,一个伴随”这一有异于经济学教科书的对通货紧缩的定义,主要是基于防范道德风险的考虑。我们的政策含义是,在物价向下的压力下,只有加快微观机制改革,淘汰一批无效企业,才是根本出路。第五,通过对 200 多年经济史的观察,我在 1999 年提出了供给能力的快速增长导致向萧条经济的回归,这是对未来世界经济走势的一个中长期判断;多种媒体报道过,直到 2002 年初才发表在《国际经济评论》上。

第七部分是关于经济增长与发展。主要内容可以概括为:第一,因为中国有接近无穷的劳动力供给和发展的不平衡,经济增长有巨大空间,是可持续的。第二,强调增长的质量和可持续是中国的惟一出路。要节约资源,保护环境,特别是保护水资源。第三,GDP 增长并不一定带来人们生活福利的改善。如果我们建的房子和修的路每年都推倒重来的话,固然可达到 GDP 增长率最大化的目标,但我们的财富存量不一定增加,生活质量不一定是提高的。第四,造成我国增长质量差,资源浪费的深层根源是产权不够明晰,产权保护不到位。第五,由于体制的原因,特别是当地方官员的政绩与当地的经济增长率相联系时,形成了片面追求经济增长率这一痼疾。考核地方政府政绩的正确指标体系应当依次由就业、环保、不良资产率、GDP 的增长率组成。

我一直担心盲目追求经济增长速度对我国资源和环境的破坏。发展是硬道理,但不等于经济(GDP)增长率是硬道理。发展是一个更加综合和平衡的概念,既包括经济层面,也包括社会层面。中国从 1958 年的大跃进,到 1978 年的洋跃进,都在这方面吃了无数的亏。政府的主要任务应该是履行维持市场秩序、社会保障、执法、环保等社会管理职能;以经济建设为中心,发展是执政兴国的第一要务都应该通过做好政府的社会管理职能来体现。对一些地区出现的“GDP 政府”和“GDP 党委”,我表示不解;对某些地方政府、人大、政协分别竞相组团出国出省招商引资,我持保留态度。

我是一个对环境十分敏感的人。对居民楼一年到头总有人在搞装修深恶痛绝；对市政建设规划不精细、“拉链路”的频频出现无可奈何；对长官意志造成的马路人行道地砖的反复更换、路旁树木不断更新感到啼笑皆非。我对水资源的担心尤甚，曾经研究过节水马桶的设计和推广，曾因试验两次小便后冲水一次而受到家人批评。中国是人地关系非常紧张的国家，我担心这样无休止地建房子会对环境带来巨大的破坏。按我国人均资源，我们的住房应当舒适、经济、有利于环保。但事实不是这样的，相比日本、香港，我们有着巨大的浪费。北京许多居民有两套房子，三口之家住 100 多平米的有的是；房子冬天要取暖，夏天要空调，都要排出废气，对空气造成的污染可想而知。我曾建议中国应该在大城市对于不动产（房地产）征收物业税，鼓励节约型的生活方式，使人们生活得既舒适又不浪费。

我 1993 年夏率领中国留美经济学会代表团访问了台湾，第一次踏上祖国宝岛台湾，当时激动的心情无法言喻。十几天的参观、采访下来，我们硕果累累，诞生了《台湾经验与大陆经济改革》一书（易纲、许小年主编，中国经济出版社 1994 年）。该书的前言和后记组成本书的第八部分。

我始终尽量把自己的研究局限在一个专业领域。本书除了开头和结尾部分的文章以外，全部是研究金融问题的。对于每篇文章是否收入本书，我反复推敲，但还是战战兢兢，希望本书的文章能给读者带来有用的信号，而不是噪音。请读者朋友鉴别。

阅读这些文章，可以清楚看到我研究思索走过的路程，有热情、追求、执著、一丝不苟，当然也有错误，而所有这些都归结为对这片土地和人民的热爱和迷恋；当然前面讲过的经理人市场也是另一个解释因素。

最后，我要特别感谢吴敬琏、厉以宁、周小川、林毅夫、宋国青、周其仁、张维迎、余永定、谢平、樊纲、李扬、胡大源、秦朵、刘遵义、钱颖一、杨小凯、田国强。我的这些文章是在和他们的讨论（有时是争论）中形成

的

感谢我过去的学生、现在的朋友张洪、赵晓、赵先信、林明、汤弦、吴任昊、顾义河、江惠琴、张昕、郭凯、段辰菊等各届北京大学中国经济研究中心宏观组成员,宏观组的讨论是这本书中许多文章的摇篮。感谢张佳利、邢惠清为我提供的各种帮助。

我也要感谢《经济研究》、《金融研究》、《改革》、《经济社会体制与比较》、《财贸经济》、《国际经济评论》、《中国社会科学》、《经济学季刊》、《财经》等期刊和杂志,是这些刊物为本书收录的大多数文章提供了首次发表的机会。

易 纲

2003 年春

作者简介

易纲，北京大学经济学教授，博士生导师。1977年考入北京大学经济系。1980年赴美留学。1982年获美国哈姆林大学管理学学士学位。1986年获美国伊利诺大学经济学博士学位。1992年获美国印第安那大学经济系副教授（终身教职）。1994年与林毅夫等发起并组建北京大学中国经济研究中心。

担任多种学术职务。1992 - 1993年任中国留美经济学会会长，1993年被选为该会资深研究员。1993年至今任美国学术期刊《中国经济评论》编委。1996年至今任北京大学社会科学学部学术委员会委员。2002年被推荐为国务院学位委员会学科评议组第五届成员。

研究领域为计量经济学和货币银行学，一直从事中国经济问题的调查研究。在英文国际期刊发表10多篇学术论文，其中有11篇被选入经济学文献权威期刊《经济学文献期刊》（美国）索引。在《经济研究》等国内刊物上发表论文几十篇。出版中、英文著作10多部。主要代表著作有：《中国经济改革：回顾与反思》，美国JAI PRESS, 1991；《中国的货币、银行和金融市场：1984-1993》，美国WESTVIEW PRESS, 1994；《货币银行学》（与吴有昌合著），上海人民出版社，1999；《宏观政策调整与坚持市场取向》，北京大学出版社，1999；《1998-2000中国通货紧缩研究》，北京大学出版社，2000。

1997年调入中国人民银行，任货币政策委员会副秘书长、货币政策司副司长。2002年起任货币政策委员会秘书长、货币政策司副司长。

目 录

自序.....	1
第一部分:中国经济改革	1
市场效率与产权界定.....	3
中国经济转轨对现代经济学提出的问题	16
中国的渐进式改革:一个历史的观点.....	23
第二部分:中国的货币化进程.....	51
中国经济改革过程中的货币化进程	53
中国货币需求的估测	85
货币与经济活动.....	116
通货膨胀预期和价格波动.....	124
价格改革与通货膨胀.....	144
第三部分:汇率	167
人民币汇率的决定因素及走势分析.....	169
对于香港联系汇率制度的分析及其改进方案评价.....	190
汇率制度的选择.....	200
汇率制度“角点解假设”的一个理论基础.....	209
第四部分:金融体系	229
中国金融资产结构分析及政策含义.....	231
投融资体制扭曲所导致的后果分析及政策建议.....	244

全球金融一体化对我国的影响及对策·····	263
金融不是虚拟经济·····	284
中国国债市场的四个问题·····	298
第五部分:银行改革 ·····	303
“存款立行”还是“贷款立行”? ·····	305
中国的银行竞争:机构扩张、工具创新与产权改革·····	308
中国银行业改革思路·····	323
银行业监管的逻辑·····	340
债转股:走在信用经济与“赖账经济”的十字路口 ·····	343
当前债转股面临的主要问题·····	350
第六部分:1997—1999 年宏观经济政策 ·····	371
寻求多重经济目标下的有效政策组合	
——1998 年中国宏观经济形势分析与建议 ·····	373
宏观政策调整与坚持市场取向	
——1998 年中国经济政策回顾与思考 ·····	390
货币政策乎? 财政政策乎?	
——中国宏观经济政策评析及建议·····	411
正视通货紧缩压力,加快微观机制改革 ·····	426
《中国通货紧缩研究》前言·····	441
萧条经济的回归:一个世界性的课题 ·····	452
第七部分:经济增长与发展 ·····	461
中国的经济增长:速度、效率和可持续性·····	463
谁在分享中国经济增长的好处	
——访北大中国经济研究中心副主任易纲教授·····	484
中国经济可持续发展的五大空间·····	487

我们需要怎样的增长?	492
银行不良资产率与地方政府政绩考核	499
冬去春来 2000 年	
——中国经济增长世纪回顾与展望	504
理解中国经济增长	515
第八部分:祖国大陆和台湾	545
《台湾经验与大陆经济改革》前言	547
中国留美经济学会访台纪实	553
索引	565

第 一 部 分

中国经济改革