

金融理论与中国金融市场丛书

# 金融风险与资本 社会化

——国有企业与银行债务关系的制度分析

周天勇 著

中国会不会发生金融危机？  
本书可以帮助你思索这个问题。



经济科学出版社

JRFXYYZBSHHH

2

金融理论与中国金融市场丛书

# 金融风险与资本社会化

——国有企业与银行债务关系的制度分析

周天勇 著

经济科学出版社

责任编辑:黄景丽  
责任校对:孙 昉  
版式设计:周国强  
技术编辑:董永亭

**金融风险与资本社会化**  
**——国有企业与银行债务关系的制度分析**  
周天勇 著

\*

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

中国铁道出版社印刷厂印刷

出版社电话:62541886 发行部电话:62568479

经济科学出版社暨发行部地址:北京海淀区万泉河路66号

邮编:100086

\*

850×1168毫米 32开 7.25印张 180000字

1998年7月第一版 1998年7月第一次印刷

印数:0001—3000册

ISBN 7-5058-1449-4/F·1034 定价:13.20元

## 图书在版编目(CIP)数据

金融风险与资本社会化/周天勇著. —北京:经济科学出版社,  
1998.7

(金融理论与中国金融市场)

ISBN 7-5058-1449-4

I. 金… I. 周… III. 金融市场-风险投资-研究-中国 IV.  
F832.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(98)第 14038 号

# 《金融理论与中国金融市场》 丛书编委会

编委：李扬 巴曙松 周天勇 于瑾  
易宪容 黄景丽 张杰  
策划人：易宪容

金融风险是现代市场经济运行中的一大问题,而中国面临的则是从计划经济向市场经济转轨过程中的金融不稳定。因此,研究金融风险的形成,要涉及到制度变迁,制度变迁作为内生的变量,成为金融不稳定的一个深层次原因;探讨金融风险则必须与分配、融资和企业资产结构等体制的转轨结合起来进行研究。

中国经济体制的转轨确实是当代世界最引人瞩目的重大事件。中国经济转轨与苏东国家在方式上有很大不同,效果也很不同。截至目前,就效果而言,中国是成功的,十几年来,中国经济高速增长,通货膨胀则控制在25%以下,平均不上两位数,这与其他社会主义国家在转轨过程中,出现高通货膨胀,经济陷入低增长甚至负增长困境形成了鲜明的对照。正因为如此,各国学者都在分析中国经济转轨为什么相对成功,中国人是如何解决经济转轨中的诸多矛盾的?天勇同志这本书,就是回答这一世界性重大课题的较为成功的尝试。

贯串本书一条主线,是对宏观经济格局演变时的微观基础剖析。作者在分析中国经济体制转轨过程和特点时,不断地从宏观转到微观,又从微观返回到宏观。国民收入是宏观经济中的核心问题,收入分配格局变化,既影响着企业,又是企业活动的反映。作者认为在转轨经济中,国民收入分配格局发生了巨大变化,财政收入占国民收入比重由1970年的34%下降为1997年的9%,企业总

收入从1970年占GDP的5%上升为30%，居民分配的收入则由60%达到62%左右，加上再分配在70%以上。由此引出一个重要问题：企业从过去主要依靠财政注资，变为依靠信贷资金，造成了高的负债，背上了重的利息。国有企业仅贷款负债率从1978年的28%上升到1997年的66%，达到6万亿元，年利息就需要支付7千多亿元，这就形成了借贷型的国有经济。值得注意的是，银行的信贷来源，主要是靠居民的存款形成。国有企业的净资产大大下降，国有经济中相当部分成为负债经济。作者进而深入分析了国有企业制度和运行情况。作者对国有企业效益的考核指标提出了深刻的不同意见，认为“净资产利润率”和“资本金利润率”是错误的，因为这两个利润率提高的表象后面，实际上是在鼓励企业减少净资产和资本金。而这对相当一部分国有企业来讲，可能会把问题说成了成绩。作者建议用“资产利润率”指标来代替之。作者深刻分析了利率在转轨经济运行中的很大的局限性，即缺乏一个进行利率调控的微观基础。作者认为，企业资产结构应多元化，而不能限在一元化中。作者提出国有企业“实所有制”概念，即国有企业既有对整个企业的虚拟的法人所有权，又有对企业税后留利和贷款形成的资产的实在的所有权；作者认为，这是使企业对财产负责，对企业长期发展负责的重要条件。书中，天勇同志对如何进一步解决国有银行与国有企业的债权债务问题提出很多有见地的主张，他分析了债务重组的目标和数量，提出了债务重组的9种方式，这些以理论分析为基础的政策建议，对搞好国有企业改革，对防范国有银行风险是有意义的。

天勇同志在分析宏观问题时，又紧紧抓住其对微观的影响，重点解剖；而在分析微观问题时，又始终紧扣宏观经济背景。作者从国民收入分配谈到国有企业改革，又从国有企业借贷、利息负担、盈利率分析到引致通货膨胀的成因，他认为，企业借贷，利率高低，归到底是银行与企业关系，而这是经济运行中的核心部分。由于银行多为国有政策性或国有商业银行，承担着国家资本增值保值的

责任,又承担着货币政策的功能,因此在一定意义上,国有银行是宏观管理中的一个组成部分,仅视之作为一种特殊的企业是不行的。由于国有企业效益低下,欠银行的本金甚至利息不能及时归还,因此银行不良资产增多,资金周转速度减慢。企业低效率吃掉城乡居民存款,将意味着货币暗中贬值。银行不良资产的化解过程,将成为名符其实的通货膨胀过程。这被周天勇称为不良资产型通货膨胀,这确实是他一个创见。作者认为这个过程继续下去,将会造成极大的金融风险,会给整个国民经济带来灾难性后果,这是个重大战略问题,不可掉以轻心。在现有条件下,在企业资金盈利率低于银行贷款利息率情况下,提高利率的影响,将不是缓解通货膨胀压力,“不过是一种货币数量在银行货币体系中的游戏,在银行中积累虚假的储户收入”,不过是增大银行的风险而已。

其中很有独到见解的是,作者区分了发展的高负债融资模式和低负债融资模式,根据企业、财政和对外三种负债,一个国家有不同的负债组合;并区分了漏损性、膨胀性和利率及汇率高估性泡沫,描述了其形成和向银行转移的内在机理和过程。作者认为,泡沫向金融机构转移及积累,形成通货膨胀压力,而通货膨胀是金融系统中泡沫的一种慢性消解方式和过程,金融风暴则是短期内泡沫的一种急性释放和消解方式。因此,从根本上讲,防范金融风险要从高负债发展模式转向低负债发展模式,发展直接融资,经济发展的资本社会化。

体制问题也好,经济问题也好,总是人的问题,搞社会主义市场经济,就是要提高人的积极性。国民收入分配格局的变化,正为个人参与投资和经营,提供了前所未有的条件。通过人民的“投资——基金、股票——资本”发展社会资本经济,可逐步改变“存款——贷款——负债”的畸型国有经济模式。因此,作者对发展资本市场,发展多种投资方式即居民资产多种选择方式,寄予很大希望。资产多元化,从根本上改变了借贷经济的危险。人力资本作用增大,不仅涉及到居民投资基金或生产,还涉及到对教育的投资。



而人的价值提高引发所有制度变迁,将有助于建立和完善股份制和股份合作制。以这种方式组织企业,才能真正造成全社会资金新的融通格局,使风险社会化,减轻政府作为主要投资、注资者所带来的金融风险。作者强调,社会主义的多种所有制组合,是社会主义市场经济继续发展的基础,舍此是不可能真正实现社会主义市场经济的伟大目标。这一切,表明宏观稳定的微观基础作为全书的中心线索,其演化各种分支理论和解释多种经济现象均有很强的能力。

以上想法,是为序。

**李晓西**

于北京紫竹院昌运宫

1998年3月6日

# 目 录

第 1 章	导言和研究问题的方法论	1
1.1	前面的导言	2
1.2	研究问题的方法论	5
第 2 章	客观评价国有经济的历史	9
2.1	国有经济的历史使命和历史作用	9
2.2	特定时期国有经济的高效率	12
第 3 章	资本收益率下降和人力收益率上升规律	16
3.1	要素收益变化规律与经济学家们的论证	17
3.2	中国发展中要素收益变化的必然趋势	19
3.3	资本主义社会对要素收益变化规律的适应	21
3.4	中国对要素收益变化规律的抗拒及其后果	24
3.5	中国的结构调整	26
第 4 章	分配格局变化与国民经济借贷化	31
4.1	收入分配的市场化及其格局的变化	31
4.2	财政分配比重到底多大,钱往何处去了	35
4.3	单一的银行间接融资渠道	37
4.4	畸形的借贷型“国有”经济	47

第 5 章	企业所有制? 对无资本办国有企业的困惑 .....	53
5.1	关于企业所有制的思考 .....	54
5.2	实行企业资产实所有制 .....	57
第 6 章	国有企业低效率 .....	61
6.1	国有企业相对于利率的低效率 .....	62
6.2	资本金利润率指标有考核意义吗 .....	64
第 7 章	利息率低还是高 .....	70
7.1	一些经济学家的初衷和微观经济基础 .....	70
7.2	高利率是抑制通胀, 还是火上浇油 .....	73
第 8 章	关键点: 盈利、利息和负债的关系 .....	79
8.1	盈利与亏损: 盈利率、负债率与利息率的关联性 .....	79
8.2	最优负债水平与企业风险最小化 .....	83
第 9 章	不良资产型通胀压力与高金融风险 .....	86
9.1	银行不良资产型通货膨胀 .....	86
9.2	风险集中在国家身上 .....	89
9.3	银行货币体系的风险 .....	92
第 10 章	高负债发展模式与金融泡沫的形成 .....	101
10.1	高负债经济发展模式 .....	102
10.2	泡沫向金融系统的转移和积累 .....	106
第 11 章	泡沫消解: 通货膨胀和金融风暴 .....	114
11.1	通货膨胀: 泡沫的慢性消解方式 .....	114
11.2	金融风暴: 泡沫的急性消解方式 .....	119
11.3	一些重要的结论和政策含义 .....	125

第 12 章	输血为主的不良债务解决方式 .....	128
12.1	债务重组的目标和数量 .....	128
12.2	债务重组的组织和过程设想 .....	138
第 13 章	人的价值提高引发所有制结构变迁 .....	148
13.1	人力资本价值及其收益递增 .....	148
13.2	人力资本的个人所有特征 .....	149
13.3	人力价值变化与资本主义所有制结构 变迁 .....	150
13.4	人力价值变化对社会主义体制变迁的 要求 .....	152
第 14 章	思路:资本和风险社会化 .....	155
14.1	需要回答的两个问题 .....	155
14.2	解决办法比较和融资渠道思路 .....	157
14.3	发展、资本和风险社会化 .....	159
第 15 章	直接融资的桥梁:资本市场 .....	163
15.1	存量资本市场 .....	163
15.2	流量和增量资本市场 .....	166
第 16 章	投资基金 .....	170
16.1	投资基金的性质及其来源 .....	170
16.2	投资基金的功能 .....	173
16.3	发展投资基金的条件 .....	175
第 17 章	股份制及其股份合作制 .....	180
17.1	股份制度的性质 .....	180

17.2	股份制度的作用·····	183
17.3	股份合作制：一个区域性的案例及其思考·····	189
第18章	社会主义多种所有制·····	200
18.1	社会主义理想与现实之间的矛盾·····	200
18.2	国有经济的规模和比重·····	203
18.3	社会主义多种所有制·····	206
18.4	混合所有制经济和非公有制经济·····	211
参考文献	·····	214
后记	·····	215

## 引言和研究问题的方法论

经济稳定，特别是金融稳定，是一国宏观控制所要达到的重要目标之一。那么，在社会主义国家里，不稳定是由什么造成的呢。不论是已经解体 and 私有化的前社会主义国家，还是仍然在坚持社会主义道路的社会主义国家，曾经先后进行了经济体制改革，它们宏观经济和金融的不稳定，改革前和改革后，其发生的机理是不一样的。改革前表现为短缺，而不表现为价格的剧烈波动；而随着经济的商品化和市场化，价格发生剧烈波动，通货膨胀压力长期存在，许多社会主义国家面临和经受了金融风险折磨。怎样从体制上走出这样一个困境呢？本书研究了分配制度、积累融资制度和企业资本结构制度与宏观经济运行稳定之间的关系，发现社会主义国家宏观经济运行的稳定和安全，受到这样三个阶段的影响：一是计划经济财政直接融资的产品经济和占绝对地位的国有独资经济时期，二是向市场经济转轨阶段借居民钱来搞国有独资经济的时期，三是借贷型国有经济向社会直接融资的多种所有制经济转轨时期。转轨的时期不同，通货膨胀、失业的压力不同，金融体系面临的风险不一样。笔者将此书题名为《金融风险与资本社会化》，献给国内外长期艰难探索社会主义制度的人们。

## 1.1 前面的导言

1992年我在撰写我的博士学位论文《劳动与经济增长》(上海三联书店和上海人民出版社1994年出版)中的“劳动行为与产出水平”一部分时发现,在社会主义层层加码、追求经济增长的体制下,企业的核算和银行信贷的软约束,使高增长机制可以通过高投入、高消耗替代劳动低效率造成的投入损失,将产量维持在既定的水平上;同时,在同样的产出水平下,多投入,导致需求膨胀,而相对于高投入的低产出,则导致供给不足。需求与供给矛盾的发端为生产的低效率,而低效率则是供给方面的问题。因此,中国的通货膨胀压力,很大程度上来自于供给的低效率。将西方发达资本主义国家、南美洲、非洲、东欧及前苏联和中国的通货膨胀类型相比较,社会主义国家通货膨胀的根源就在于低效率和高投入对低效率损失的替代。80年代与90年代之交,持需求过旺导致短缺的学者提出,既然效率过低会导致供给不足,为什么产量水平不会下降?高投入替代低效率并维持高产出水平假说说明了这一难题。

但是,通货膨胀是一个货币现象,低效率要导致通货膨胀,必需通过银行货币体系而发生作用。它与资金的供给与需求有着密切的联系。于是,我继续研究通货膨胀问题。从1994年起,在《经济研究》等刊物上发表了这方面的一系列论文。后汇集并由经济科学出版社1997年初出版的《效率与供给经济学》一书,系统总结了1994年到1995年的研究成果。我发现,低效率在企业经营方面表现为投资盈利率和企业资产盈利率的低下,当投资盈利率和企业资产盈利率低于银行利息率与贷款负债率的乘积时,投资项目和企业经营必亏无疑,而对银行的欠息和欠本,在银行中体现为不良资产。这种银行不良资产在向银行堆积时,造成通货膨胀压力,在消化时也主要通过通货贬值的方式化解。仔细分析,

这是前苏东和中国等社会主义国家通货膨胀发生机理的一个相似的深层原因。

在 1996 年和 1997 年的研究中，我发现，经济运行的稳定与否，与收入分配格局、融资渠道、企业效率、企业的资产结构等等也有着密切的关系；如果国民收入分配格局发生了重大的变化，资本的收益率下降，而人力的收益率持续上升，则国民总收入中，资本家（资本主义社会）和工人之间，或者国家（社会主义国家）与职工之间的分配比例将发生变化，资本家或者国家资本的分配比率下降，人力的分配比率将上升；融资渠道也发生变化，资本主义国家中，从纵向的资本家注入改变为横向的社会注入，投资基金和股份经济发展迅速；传统的社会主义国家中，国家注资改变为“城乡居民储蓄→银行贷款→国有企业资产”渠道。

在低负债发展模式的资本主义国家中，由于人力收益的提高和资本的社会化，一方面抑制了资本家对工人的过分剥削，资本社会化使居民可以在消费和积累方面进行调节，避免了生产过剩发生；另一方面，投资和经营的风险随着投资基金和股票的发展而社会化和分散化，损失的资产随着证券面值的损失而消亡，不再在银行中表现为虚幻的价值而存在，不会发生不良资产型通货膨胀压力，并且不会将风险集中给银行形成金融风险。

而社会主义国家，在市场化改革的过程中，国家财政从生产建设型财政变成了举债吃饭型财政，而人力收益提高，城乡居民的收入增加，储蓄倾向越来越高，储蓄规模越来越大；由于直接融资渠道和资本市场发展的滞后，由于国有经济比重很高，并且为独资经济，只好由银行借贷进行融资，使国有企业的负债率越来越高；而投资和企业的效率低于银行的利息率，效率与利息率的倒挂，使国有投资项目和国有企业将亏损转嫁给国有银行货币体系，形成不良资产型通货膨胀压力，并使银行面临的金融风险越来越大。我发现：在国民收入分配市场化的情况下，用单一的银行借贷融资，再加国有独资经济比重很大，结果必然是恶性的



通货膨胀压力和银行货币体系的崩溃。东欧一些社会主义国家和恶性的通货膨胀和银行货币体系的问题，究其原因，就是在此。

因此，通过研究我认为，根据要素收益变化规律的作用和国民收入分配格局的变化，调整融资渠道，放开直接融资，发展资本市场，缩小国有独资经济战线，放开国有企业的资本结构，由全社会投资，即资本社会化，并且投资和生产经营的风险也社会化，这是稳定经济运行，抑制低效率和不良资产造成的通货膨胀，防止货币急剧贬值和银行体系风险的最有效的途径。就此，在1997年《经济研究》第五期上发表了“改革面临重大转折：从国家借贷经济转向社会资本经济”一文。

1998年初，我又分析了东亚的金融危机，发现高负债融资发展模式的国家，其发生金融动荡的危险较大，因为高负债时，投资、经营、投机股市和房地产，包括过度提高利率形成的各种泡沫向金融系统转移，或者以慢性通货膨胀的方式释放，或者以金融风暴的方式消解。

我以前有个想当然的想法，研究经济运行不涉及到社会主义制度性的问题。但是近年我研究通货膨胀、金融风险 and 失业等这样一些宏观经济运行方面的问题时，结果却使我吃了一惊：即一个国家经济运行的稳定与否，从根本上决定于这个国家的制度结构。通货膨胀和金融风险不仅仅是一个经济运行方面货币供应量的问题，而且关系到分配制度、融资制度和企业的资产结构制度。

这本书就是这一系列逻辑分析的一个总结。

通过这本专著的分析，我体会到，探讨微观经济的效率要与历史性的经济规律结合起来，探讨经济稳定要与收入分配、融资渠道、企业资产结构这样一些制度性的因素结合起来。这样才能在一个较大的历史跨度和较高的层次上去认识问题，才能将一些问题说清楚。比如，为什么较高比重的国有独资经济就是不行，为什么资本要社会化？将稳定与制度结合起来分析，可能更令人信服。并且，说清一些经济现象之间的关系和深层次的矛盾。