

中国金融市场： 改革与发展

主编 陈百助 方星海 李 扬

经济管理出版社



中国金融市场：改革与发展

主编 陈百助 方星海 李 扬

经济管理出版社 /

作者简介

(以姓名拼音为序)

Stephen Bazen 法国 Montesquieu 大学商学院教授
常 宏 工学博士，上海浦东新区管委会，中国社会科学院金融研究中心客座研究员

陈百助 经济学博士，美国南加州大学商学院马素学院金融系，中国留美经济学会 1998~1999 年当选会长

承维琦 香港城市大学法律系博士候选人

方星海 经济学博士，世界银行经济学家，曾任中国留美经济学会 1996~1997 年会长

冯 毅 政治经济学博士，美国克莱蒙研究生院政治经济中心

Belton M. Flersher 经济学博士，美国俄亥俄大学经济系终身教授

Eric Girardin 经济学博士，法国 Montesquieu 大学商学院教授

厉无畏 上海市社会科学院国民经济研究所所长，上海市政协副主席

林连连 理学博士，加州波莫纳理工学院

李 扬 经济学博士，中国社会科学院金融研究中心主任，教授

- 陆 丁 经济学博士，新加坡国立大学统计与经济系
- 倪莹雏 经济学博士，加拿大蒙特利尔银行经济学家
- Robert Parry 美国旧金山联邦储备银行行长，美国
公开市场委员会投票委员之一
- 史晋川 经济学博士，杭州大学经济管理学院副院
长，教授
- 苏东蔚 经济学博士，美国阿克隆大学经济系
- 宋顺峰 经济学博士，美国雷诺内华达大学管理学
院经济系
- 王 虎 美国阿克隆大学经济系研究员
- 王贻志 上海社会科学院国民经济研究所副所长
- 夏 斌 中国人民银行非银行金融机构管理司司长
- 谢 平 经济学博士，中国人民银行研究局局长
- 徐滇庆 经济学博士，加拿大西安大略大学休伦学
院经济系，曾任中国留美经济学会会长
- 俞 乔 经济学博士，新加坡国立大学统计与经济系
- 张宏霖 经济学博士，美国伊利诺州立大学经济系
- 郑耀东 经济学博士，中国人民银行研究局
- 周建萍 经济学博士，国际货币基金组织高级经济
学家
- 朱 天 经济学博士，香港科技大学社会科学学院

前 言

1997年8月1~3日，中国留美经济学会于美国洛杉矶南加州大学马素商学院召开了题为《中国现代金融体制的建立与金融中心的重建》的国际研讨会。奉献给读者的这部文集的论文主要取自这次会议。

来自美国、法国、德国、阿根廷、俄国、加拿大和中国香港、台湾的100多位经济和金融界的专家、学者、政府官员参加了研讨会。一些大陆著名经济学家和政府官员也参加了会议。他们包括：现任上海市副市长兼浦东管委会第一书记周禹鹏，上海市政协副主席兼上海市社会科学院国民经济研究所所长厉无畏，中国人民银行非银行金融机构管理司司长夏斌，中国社会科学院金融研究中心主任李扬，上海社会科学院副院长左学金，上海浦东管委会规划局局长万绪伟等。美国方面参加会议的有：美国旧金山联邦储备银行行长、美国联邦储备银行公开市场委员会委员佩利（Robert Parry），美国太平洋经济合作全国委员会副主席德罗布尼科（Richard Drobnick），美国著名金融专家戴其克（Kim Diertich）教授和哈里斯（Larry Harris）教授，以及美国大都会人寿保险公司中国业务主管赵国贤研究员，林肯国民股份公司有限公司上海业务主管王晓川先生等。

这次会议同时也是中国留美经济学会（CES）的第十二届年会。中国留美经济学会是一个非赢利性纯学术研究组织。它在1985年于美国纽约成立，是美国经济学会的正式分支学会。学会目前拥有400多名会员，其大部分会员出生于中国大陆，并在

北美接受了良好的经济学教育。许多学会会员已经在北美、中国大陆以及亚洲其他国家和地区的大学、研究机构和重要金融组织中任职。近年来，越来越多的会员回到祖国大陆，积极投身于祖国的经济建设事业，并在祖国的各行各业中发挥了日益重要的作用。学会还有3名诺贝尔经济学奖得主加盟，许多研究中国问题的外籍专家学者参加了学会的工作。

中国留美经济学会以促进中国经济改革，普及现代经济学教育，增进中西方经济学界交流，探索中国社会经济问题为基本宗旨。十余年来，学会出版了大量探讨中国经济问题的刊物，组织出版了中国经济论坛（China Economic Review）和几十种专著。这些工作，对促进中国的经济改革和发展，发挥了越来越重要的作用。近年来，中国留美经济学会在北美和中国国内连续举办了多次以探讨中国社会经济问题为主题的学术会议。1996年夏，学会于加拿大召开了“中国税制改革”国际会议。1997年夏，学会与云南省合办了“民营企业与中国中西部经济发展”国际研讨会。云南省委书记高原先生和中国社会科学院原副院长于光远先生莅会讲话。1998年，学会还将与中国社会科学院于北京联合举办“中国的社会保障体系的建立”国际研讨会。

这次国际研讨会的成功召开和本书的编辑出版，得到了中国留美经济学会会员们的热情支持，尤其是前任会长徐滇庆，当选会长尹尊声以及理事宋顺风等，更为会议的举办倾注了大量心血。美国南加州大学的留美经济学会会员常宏、鲍勇剑、尹一丁、孙晓云、郭婷冰和乔立等，为大会的筹备、组织和运作奔走操劳，任劳任怨。可以说，没有他们的无私奉献，要在海外开好这样一个大规模的国际会议是不可想象的。

此次会议得到很多海内外机构的财务支持。这些机构包括：美国南加州大学马素商学院（Marshall School of Business）和国际商务教育中心（Center for International Business Education and

Research)、中华人民共和国驻洛杉矶领事馆、中国改革基金会、中国留美经济学会、美国大都会人寿保险公司 (Metlife Insurance Company)、林肯国民股份有限公司 (Lincoln National Insurance)、美国城市国民银行 (City National Bank) 以及 Hausman & Shrengr 律师事务所等。对于他们的大力支持，我们表示衷心的感谢。我们尤其要感谢中华人民共和国驻洛杉矶领事馆，它不仅为会议提供了财务支持，而且，总领事冯树声先生和教育领事刘裕品先生等还亲自参加了会议并发表了演讲，为会议增色颇多。我们还要特别感谢南加州大学马素商学院和国际商务教育中心，它们除了提供财务支持之外，还为这次大会提供了大量的人力支持。

按照惯例，本书中的每篇论文都只是表达作者自己的观点，并不代表中国留美经济学会或其他任何组织。由于我们水平有限，本书的编辑一定存在不少问题，这当然由我们负责。

中国留美经济学会

1998 年 6 月

目 录

中央银行与货币政策篇

- 中央银行信誉、通货膨胀及金融改革 Robert Parry (3)
- 中国社会游资变动分析 夏 斌 郑耀东 (8)
- 中国经济周期与双重金融政策目标 徐滇庆 倪莹雏 (16)
- 我国的货币追踪与长期通货膨胀的控制 陈百助 (37)

金融市场稳定篇

- 中国经济对外开放过程中的资金流动 李 扬 (49)
- 泰国金融危机的深层分析 方星海 (73)
- 货币危机的原因——最新状况和经验教训 周建萍 (84)

银行和非银行金融机构篇

- 宏观经济调控中的银行贷款配额：功效和成本
..... 陆 丁 俞 乔 (101)
- 关于中国城市信用合作社的实证分析
..... Eric Girardin Stephen Bazen (130)
- 市场深化中民间金融业的兴起
——以浙江路桥城市信用社为例
..... 史晋川 孙福国 严谷军 (145)

证券市场与公司治理结构篇

- 中国资本市场国际化的发展 王贻志 王 虎 (163)

中国股票初始上市发行高回报率的解释 苏东蔚 (190)

引起我国股市变化的共同要素 常 宏 陈百助 (203)

公司治理与中国国有企业改革 朱 天 (217)

略论中国的公司法 承维琦 (227)

外国直接投资与建立金融中心篇

外商直接投资在中国的跨省市分析 冯 毅 张 晖 (247)

外商直接投资的基本特征和决定因素
..... 宋顺峰 张宏霖 (267)

关于上海重建国际金融中心的思考与建议
——从台湾的经验说起 林连连 (284)

建设上海金融中心的几点看法 方星海 (303)

中央银行与货币政策篇

中央银行信誉、通货膨胀及金融改革

Robert Parry

我们旧金山联储银行对环太平洋国家和地区的发展很感兴趣，作为旧金山联储银行的行长，我有幸目睹了中国金融市场改革的过程。事实上，我们与中国，尤其是人民银行的关系在我在这儿工作之前就已经建立了。在1980年，我的前任，John Balles先生接待了李葆华先生率队的中方访问团。之后同年内，他又随联储主席 Volcker 先生一行访问了中国。从此以后，我们与中方的关系在几个方面都有稳步的发展。我们的银行监管部门协助中国人民银行在中国和旧金山进行人员培训，我们的研究部门派经济学家去中国讲学，我们亚太研究中心对中国的经济发展做密切的研究，我们接待了一系列中国官员。我从1986年担任旧金山联储银行行长以来五次访问了中国，最近一次是今年5月随联储主席 Alan Greenspan 先生访华，我们会见了中国高层领导人，包括江泽民主席，朱镕基副总理，中国人民银行行长戴相龙先生。我必须承认，每次访华，我都为中国在相对较短的时期内做出的经济成就而感叹，同时感到中国也面临着挑战，其中重要的一个就是这次会议的主题——金融市场的改革。

金融市场改革的一个重要内容是中国人民银行的结构和运作，尤其是如何运用货币政策帮助实现低通胀及稳定的通胀率，这是我今天所谈的重点。中国的改革进程可以借鉴美国及世界其他国家货币政策的经验教训。结论是：货币政策的主要功能是控

制通货膨胀。我们是付出了代价才得到这个结论的。原因是像美国 70 年代末那样高达 13% 的通货膨胀率对经济造成的损失是很大的，高通胀率一方面使得通胀率难于预测，这给商业计划的实施、劳力市场的稳定带来困难，另一方面会提高长期投资所需求的回报率，进一步压抑资本市场和劳动生产率。此外，人们会用更多的时间考虑保值，而不是从事更有意义的生产活动。

中央银行如何实行低通胀的政策呢？美国和其他工业化国家认为，要达到低通胀的目的，应该十分重视政策的可信度，即“政策信誉”。首先，货币政策的短期和长期效应有所不同，在短期内，“宽松”的货币政策有时可以刺激就业及经济增长，这使政府易对中央银行施加压力，要求放宽货币政策，以求短期经济增长，之后再处理通货膨胀后果。但长期呢？理论和实践研究证明，长期内通胀与经济增长并无替代效应，换句话说，宽松货币政策带来的就业及经济增长都是暂时的，中央银行不可能单凭货币政策继续经济增长过久，原因是经济实力的增长取决于一些基本要素，这些基本要素并非货币政策所能左右的，比如，人口增长，资本形成和劳动生产率的增长等。此外，中央银行推行“宽松”式货币政策过久必然会造成通胀加速和金融动荡，而国民生产总值不会增长，失业率也不会降低。有证据表明，长时间的通货膨胀，尤其是两位数字以上的通货膨胀会减缓国内生产总值的增长。不仅如此，私营产业会形成更高的通货膨胀预期，因为他们认为，如果政界人士和官僚这次能迫使中央银行采用宽松的货币政策，他们下次还能这样做。这样，中央银行很难使别人相信它会下决心要控制通货膨胀，也就是说，中央银行实行低通货膨胀政策失去了可信性。

中央银行如何树立信誉呢？一种方法是法律上使中央银行独立于短期政界官僚的压力。德国就是一个例子，德国的法律规定，德国联邦银行“不接受联邦政府的指示”，其任务仅是“保

证货币稳定”。许多工业化国家也开始效仿德国，今年春天，英国给予英格兰银行更多的独立性。此外，欧共体希望欧洲中央银行不受成员国政府及财政部的干预。这就是所谓的“结构”或“机构”独立。美国联储银行正是如此。

另一种建立中央银行信誉的方式是为中央银行建立明确的规章制度，比如规定“保持低通货膨胀为中央银行唯一的目标”。新西兰就是一例，1990年，新西兰为控制两位数字以上的通货膨胀，实施了一个大胆的计划，该计划要求政府指定一个通胀目标（目前是0%~2%的年通胀率），由中央银行完成，政府不得干预中央银行的业务。同时，中央银行行长个人对这一目标负责，中央银行行长为此签订协议，保证完成实现目标，如未达标，央行行长将被解职！另一个例子是将外汇汇率与某稳定的外国货币挂钩，如香港。在金融市场的约束下，香港建立了货币委员会（currency board），限制中央银行的货币政策，提高央行的信誉，而且这一汇率挂钩政策在“一国两制”下仍会继续实施，对此我们仍须密切观察金融市场对新体制的反应。

除了结构独立和制定规章外，其他方法也能提高央行的信誉。日本即为一个很好的例子，其中央银行——日本银行比德国中央银行和美国联邦储备银行的独立性要小的多，例如，日本财政部可以指令其中央银行采取某些行动，日本银行也没有明确的限制通胀策略或汇率挂钩计划，但是自1980年以来，日本的通货膨胀甚至低于德国，其原因是什么呢？首先，日本央行在控制通胀上得到财政部一致的支持，其次，日本公众普遍支持低通货膨胀政策，最后，日本央行建立了长期的控制通胀的记录，换句话说，日本央行“挣”来了自己的信誉。尽管有如此成就，日本仍在制定计划使得其央行独立于财政部以外。另一个例子是亚洲一些发展中国家，虽然像大多数发展中国家一样，它们的央行受政治压力的影响，但它们的通胀率却不高，它们成功的原因是什么

么呢？一种解释是经济力量的推动，亚洲国家多以世界贸易为经济成功的基础，在这一地区，进出口总额约占国内生产总值的80%，相反，拉美国家的开放程度较低，这一比例约为30%。这说明，亚洲国家更注意保持其国际竞争力，而其中重要因素之一即是维持低而稳定的通货膨胀。尽管如此，一些亚洲国家，如韩国、菲律宾已在考虑给予它们的中央银行更多的独立性。

我很高兴地看到中国也在向这个方向发展。1995年3月通过的中央银行法使中国人民银行很大程度上独立于地方政府、其他各部委以及对央行会有重要影响的个人之外。比如，中国人民银行不再有责任弥补财政部的赤字，也不再继续做政策性贷款。另外，一些官员也表示，要将中央银行按美国联邦储备银行的模式改建，具体来说，是使中央银行的地区分行管理数个省份，这有助于货币政策的中央控制。再者，去年中国人民银行增强了使用间接政策调控手段的能力，包括运用公开市场操作等。

这些及其他金融自由化的手段迈出了改革的第一步，最终市场将会更有效地分配资源。当然，在前进的路上仍有许多挑战。展望前景，我以为最大的问题是国有企业。这一部分经济通过预算财政资助或政府指令的银行贷款，占用了大量稀缺资源，这实在给中国的政策制定者带来了两个难题。首先，人民银行必须保证贷款的增长，以支持国有企业，但这明显又会加剧通胀压力。其次，国有企业也为金融改革带来困难，中国的银行贷款很大部分是国有企业贷款，而这很有可能无法收回，银行只能延长这些贷款的期限，甚至增加贷款总量，这对银行走向市场化是一大障碍。

政策制定者怎样解决国有企业问题，有着深远的政治和社会意义。中国更应该借鉴其他国家的经验和教训，尤其是通胀后果的教训和各国在树立央行信誉方面的经验。中国更应该借鉴自己经济发展上的经验和教训，我1994年访华时中国经济发展速度

很快，而当时这个速度似乎是无法维持下去的，并且通货膨胀必定会变得更加严峻。但这两年来，中国非常技术地进行了政策调整，实现了稳步的经济增长，同时使通胀率大幅降低，这与央行及金融体系的改革是绝对分不开的。

不容置疑的是来路方长，困难仍有许多，但我相信，中国将继续金融体系的改革，提高人民生活水平，向正确的方向发展。

中国社会游资变动分析

夏 斌 郑耀东

一般意义上的游资，即热钱（HOTMONEY），是指为追求高额投机利润从一国金融市场向另一国金融市场流动、积聚和炒作的短期资金，即通常说的国际游资。这种游资由于涉及国与国之间的资金流动、转移，因此往往可用一定的方法计量。具体到某一国家内，何谓游资？是难以界定的概念。因为，如果存在一定量的游资，它往往表现为金融市场上多种金融资产形式，如表现为现金、活期存款和定期存款结构间的此消彼长。然而，如果游资量较少甚至几乎不存在，上述多种金融资产形式和银行负债结构的变化也是照样存在。这就是说，原来通过间接金融的资金转向直接金融，或者说居民的金融资产形式由定期储蓄转为股票、社会非法集资进而转为企业存款，以及银行资金流入期货、房地产投机，这样一种金融资产负债结构间的变化，哪些属正常的资金流动或非正常的游资，在一个国家内的金融帐户上难以准确划分。

一、社会游资总量估算

准确估算我国的社会游资总量，是件困难的事情。迄今为止，国际上尚未有对一国国内游资正确计量的方法。本文参考、尝试国外对地下经济进行测算的固定比率法、加特曼法等经验方