

中国经济学博士论丛

ZHONG GUO JING JI XUE
BO SHI LUN CONG



储蓄转化投资的 金融机制分析

● 吴少新 著 ●

CHU XU ZHUAN HUA
TOU ZI DE JIN RONG
JI ZHI FEN XI

中国经济出版社

储蓄转化投资的 金融机制分析

吴少新 著

中国经济出版社

责任编辑：苏耀彬

电 话：68353705

封面设计：金 一

图书在版编目 (CIP) 数据

储蓄转化投资的金融机制分析/吴少新著. -北京：中国经济出版社，1998.1

ISBN 7-5017-4138-7

I. 储… II. 吴… III. ①储蓄-金融体制-经济体制改革-研究-中国②投资-金融体制-研究-中国 N. F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (97) 第 24015 号

储蓄转化投资的金融机制分析

吴少新 著

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街 3 号)

(邮政编码：100037)

各地新华书店经销

北京通县建新印刷厂印刷

850×1168 毫米 1/32 10.625 印张 260 千字

1998 年 1 月第 1 版 1998 年 1 月第 1 次印刷

印数：2000 册

ISBN 7-5017-4138-7/F·2994

定价：18.00 元

目 录

绪论

- 一、问题的提出与选题意义..... (1)
- 二、研究思路和结构安排..... (4)
- 三、研究内容与主要观点..... (7)

第一章 背景与模式：收入流程变动与储蓄转化投资的

市场金融机制 (14)

引言 (14)

- 一、收入流程与体制变迁中的特点 (15)
- 二、金融结构与收入流程结构错位的效应分析 (22)
- 三、市场金融主导型储蓄——投资转化机制的理论
分析 (32)

第二章 金融产权重构：市场融资机制的制度基础 (45)

引言 (45)

- 一、金融产权范畴在市场融资机制中的特殊意义 (46)
- 二、中国金融产权沿革与变迁矛盾 (55)
- 三、金融产权制度选择与改革路径 (63)

第三章 储蓄转化投资的供给行为：居民金融储蓄与积

累效应 (72)

引言 (72)

- 一、金融储蓄的含义与决定模式 (73)
- 二、中国居民储蓄特征与体制变革中的储蓄行为 (81)
- 三、金融资产结构变动的积累效应 (91)

第四章 储蓄转化投资的需求行为：企业融资方式与债务优化	(102)
引言	(102)
一、企业融资结构性质与决定	(104)
二、融资形式及发展	(112)
三、中国企业融资结构的特点、成因与优化	(117)
第五章 储蓄与投资聚合 I：证券市场	(132)
引言	(132)
一、体制转轨中的证券市场功能	(133)
二、中国产业结构调整中的资本市场	(143)
三、中国证券市场的发展与完善	(155)
第六章 储蓄与投资聚合 II：有组织的借贷市场	(165)
引言	(166)
一、起源、分类与有序竞争模式提出	(166)
二、效率标准、构造原则与有序竞争模式特征	(174)
三、有序竞争型金融组织体系运行规则	(181)
四、中国金融组织体系改革绩效、矛盾与变迁的再构造	(189)
第七章 储蓄转化投资协调 I：利率市场化	(196)
引言	(196)
一、利率决定及其市场化的必然性	(198)
二、储蓄、投资利率弹性及其条件	(206)
三、释放储蓄、投资利率弹性的市场化改革战略	(215)
第八章 储蓄转化投资协调 II（上）：金融调控与模式转换	(223)
引言	(223)

一、金融宏观间接调控的理论分析·····	(224)
二、金融宏观调控的构成与模式转换·····	(230)
三、取消信贷规模管理的难点与对策·····	(242)
第九章 储蓄转化投资协调Ⅰ（下）：金融宏观间接调控	
工具的再构造 ·····	(257)
引言·····	(258)
一、人民银行准备金制度的发展与深化·····	(258)
二、人民银行再贴现政策工具·····	(268)
三、人民银行公开市场操作再探·····	(279)
第十章 储蓄转化投资的外部性：金融风险防范 ·····	(294)
引言·····	(294)
一、金融风险特性及其主要表现·····	(295)
二、市场过渡期金融风险的特殊成因·····	(304)
三、过渡期金融风险防范机制的再构造·····	(315)
主要参考文献 ·····	(326)
后记 ·····	(330)

绪 论

无论是经济发展理论还是发展实践中的经济政策，都视资金形成成为经济发展的第一推动力和持续推动力。相形之下，与资金形成有内在联系的金融对经济发展的作用及其作用机理尚是一个悬而未决的问题。本文以储蓄转化投资的金融机制为主题，探讨市场金融机制对资金形成、经济发展的作用机理。

一、问题的提出与选题意义

中国始于 1978 年的以“放权让利”为主线的经济体制改革，引起收入流程结构的根本性变化：计划经济体制下的收入、储蓄、投资合一的政府主导型一元化、集中化、封闭化、实物化的收入流程结构，转向为以居民为主导的多元化、分散化、开放化、货币化的收入流程结构。按经济学常识，这种变化使得储蓄与投资分离，并由此深化现代社会分工和专业化水平。按理它能促进金融发展和经济发展，但现实经济出现的是一种悖论现象：一方面是储蓄与投资的分离或分工的社会化程度越来越高，金融发展与经济发展的潜能越来越大；但另一方面是居民高债权、企业高债务、银行高风险、金融制度高成本和融资低效率的金融浅化越来越突出。对此，在理论上如何解释这种现象？在政策取向上，是使收入流程结构倒回到传统计划经济格局，还是改革金融体制？基于这一特定背景，从理论发展和实践迫切性的需要出发。我选择了“储蓄转化投资的市场金融机制”这一主题。其选题意义在于：

其一，收入流程结构与融资结构错位，需要有适应市场转轨期的储蓄转化投资的金融机制理论。经过近 20 年改革，国民收入流程结构变化出现了两个明显特征：一是政府储蓄比重下降，居民储蓄比重上升，形成政府储蓄主导转向居民储蓄主导格局。二是政府投资（含国有企业）主导地位没有动摇，居民投资没有真正生成。形成主体之间储蓄与投资的结构非对称性变革。在这种情况下，居民作为主要储蓄者，政府作为主要投资者，政府只有通过国有银行采取高息政策吸纳居民的储蓄，通过银行借贷给企业用。这说明传统的政府主导型资金积累机制已经解体，但融资结构仍然是一元化的国家银行垄断的计划金融，这样，就导致融资结构不能适应变化了的收入流程结构。其结果是导致“四高一低”。解决的出路在于重建储蓄转化投资的市场主导型金融机制。一个有效的储蓄转化投资的金融机制，是将储蓄与投资分工产生的金融潜能最大效率地转化为现实资源。其转化的规则是：产权明晰的各经济主体（储蓄者和投资者）根据自己的意愿和偏好，追求最大效用，按照收益与风险对称原则实现金融产权的交换。因此，金融产权明晰、金融工具多样化且结构升级、融资方式体现企业市场价值，并在金融宏观间接调控下，由市场利率来配置金融资源，是适应市场经济中储蓄转化投资的金融机制的基本要素。可见，理顺收入流程结构与融资结构错位，重要的不是调整收入流程结构，而是构造一种市场金融机制。

其二，金融发展理论的启示与中国金融发展理论的发展。在储蓄与投资分离情况下，储蓄是一群人的行为，投资是另一群人的行为。是什么机制促使一群人的储蓄转化为另一群人的投资呢？古典经济学认为，储蓄反映货币资本的供给，投资反映货币资本的需求。在任何时候能够作为投资的储蓄是一定的，投

资受储蓄支配。储蓄决定投资。并且储蓄与投资在数量是非均衡的。因此，促进经济增长的关键因素之一，就是促进储蓄转化投资。最早研究储蓄转化投资传导机制的是魏克赛尔。他认为，储蓄与投资的均衡是借贷资本供给与借贷资本需求的均衡。影响均衡的是“自然利率”。储蓄是利率的正函数，随利率的升降而升降；投资是利率的反函数，随利率的升降而降升。

凯恩斯及其学派认为，储蓄与投资不存在因果关系。储蓄是收入的函数、投资是利率的函数。并且二者都是收入减消费的结果，在数量上永远均衡。金融发展理论，继承了古典经济学的观点，强调了储蓄的重要和利率市场化对储蓄转化投资的金融贡献。因此，主张发展中国家应实现金融自由化改革。其着力点在于：提高利率，刺激金融资产的增长，增加储蓄能力和金融中介功能，促进经济增长。同古典经济学相比，金融发展无疑给我这样一种启示：将古典货币形成理论拓展为资金形成理论，金融自由化在储蓄、储蓄聚集和储蓄转化投资的各个环节上，都能发挥重要作用。但是，其理论用于实践，特别是对中国金融改革来说，具有较多的缺憾：一是高利率对储蓄吸纳与投资弹性理论，显然不适宜中国现状。高利率对储蓄吸纳既要有物资基础，又必须与其所承担风险相对称。同时，高利率对投资的弹性，当企业负债超过其市场价值决定理论时，投资弹性将落入陷阱。因此，一味强调高利率，并不能建立起适应市场经济下储蓄转化投资的金融机制的需要。二是主张放弃金融宏观调控，实行完全的金融自由化，既不能反映现代市场经济理论要求，也不符合从计划到市场变革有序性的客观实际。市场经济本身存在外部性，因此，它需政府进行必要的干预。同时，完全自由市场不可避免地带来一定的盲目性，造成资源的浪费。三是将私化作为既定前提，同中国既有的公有产权大相

径庭。由此可见，现有的金融发展理论，虽然可以提供一些思路和可供借鉴的某些政策参考主张，但是，探索中国市场转轨期的储蓄转化投资的金融机制，同样需要理论的发展。

其三，建立市场经济理论的需要。金融学是经济学的组成部分，以经济学说的基本原理为基础，并随着经济学的发展而发展。中共中央决定市场经济是中国经济体制的目标模式。传统的计划经济学说已不适应，而作为来源于经济实践的经济学说，必须加以提炼并用于指导实践。市场金融是市场经济的组成部分。传统的信用集中于国家银行，并由此派生的金融范畴、模式已不能用于市场金融的实践。因此，在中国市场金融实践中总结适应中国市场转轨期的储蓄转化投资的金融机制理论，并用于指导实践，是我们金融理论研究的任务。

二、研究思路 and 结构安排

本文以金融产权为对象，以提高融资效率为目的，以制度分析、演绎分析和实证分析为方法，研究市场转轨期储蓄转化投资的市场金融机制。

市场金融机制，是在储蓄转化投资过程中市场融资的各个要素构成、相互联系、互为因果的联结关系及运转方式。其含义包括：一是协调储蓄转化投资过程的金融机理的总称；二是金融机制功能的发挥，依赖于其中相互联系的构成要素间的相互作用；三是整个金融机制是有规律地按一定方式运行并发挥总体功能。市场金融，本质上以市场机制来配置金融资源。经济学认为，人类的欲望是无限的，相对来说，经济资源是有限的和稀缺的。因此，人类的欲望不可能得到全部满足，至多只能达到最大满足。为此，人类必须进行选择。即有效地利用可供选择的各种有限资源，以使人类现在和将来无限欲望得到最

大满足。就金融而言，是将有限的储蓄资源，用于满足投资的欲望。不同的储蓄转化投资的金融机制，与不同的经济体制相适应。计划经济的政府主导型储蓄转化投资积累模式，要求建立国家垄断信用的计划金融机制；市场经济的市场主导型储蓄转化投资积累模式，需要市场金融机制。市场金融机制作为一种配置金融资源的方式，不仅支配着人们的经济、金融行为，而且引导着金融资源的流动和重新组合。作为一个体系，它由四个要素构成：一是金融交易，它是市场金融机制的最基本单位。二是储蓄与投资的金融资源供求关系，反映储蓄供给和投资需求的基本行为规则；三是金融信息的交流与竞争，是发挥市场金融机制的基本条件；四是价格、调控与外部性（风险）监督。这是市场金融机制的核心。市场利率是金融产权价值的实现形式，是金融运行的信号和微观协调器；金融宏观调控是储蓄与投资宏观均衡的协调器。因此，储蓄转化投资的金融机制理论是由金融交易形成理论、金融供求行为理论、储蓄与投资聚合理论和储蓄转化投资协调（均衡）理论四个方面构成。

金融交易形成理论，是金融形成的机制和原理。无论马克思主义还是现代制度经济学，都肯定交易形成有两个基本条件：一是社会分工和生产专业化；二是产权的充分界定和保护。形成金融交易的社会分工，是金融储蓄与实质投资的功能分离；形成金融交易的金融产权界定，是金融产权的排他性、可分性。研究金融储蓄与实质投资分离总是同国民收入流程密切相关，因此，本文的开篇就是以收入流程变动入手，提出建立与收入流程结构变动相适应的市场金融机制的问题。但这一研究是在假定金融产权界定清晰条件下进行的。为进一步揭示金融交易形成的内核，我紧接着拓展了金融产权界定的假定，从金融产权的特性、功能，分析中国既定公有产权对金融交易形成的影响，

从而得出结论：重构金融产权是构建储蓄转化投资最小单位——金融交易的核心。

金融供求行为理论。它是假定在储蓄与投资者彼此分离状态下，储蓄者对金融资源的供给行为；投资者对金融资源的需求行为。供给者融出金融产权受收益要高、安全性要大和流动性要强的动机影响，其储蓄行为实质上是一种资产选择。因此，金融工具的多样化和金融资产结构高度是市场金融发展的趋势；投资者融入金融产权受代价要低，期限要稳定和风险要共担的动机支配，其融资行为实质上是一个市场价值与治理结构的决策。进而，融资方式是一个分流储蓄与债务、深化间接融资的多渠道、立体化、高效化的趋势。

储蓄与投资聚合理论。是以非对称信息和交易费用为核心，来解释证券市场和有组织借贷市场对储蓄转化投资聚合信息，降低金融交易费用的理论。证券市场是储蓄者和投资者以证券为对象，直接或通过证券公司汇合买卖交易的场所。一个有效的证券市场能汇集和反映储蓄供给与融资需求的各类信息，从而能为储蓄者与投资者直接提供金融交易参照系，降低信息成本。更为重要的是通过监督机制，促进公司治理结构的改善。有组织的借贷市场，是因直接交易的交易成本过高而产生，因此，有组织的借贷市场是整个市场金融机制不可或缺的一种金融资源配置方式。两个场所的互补性构成一个储蓄转化投资的整体聚合机理。

储蓄与投资的协调（或均衡）理论。当储蓄与投资聚合于市场时，是由一定的机制支配着储蓄者与投资者的行为，并使之达成条件一致，实现储蓄向投资的现实转化，并达成储蓄与投资的基本均等。在现成市场经济中，这种协调的基本模式是政府宏观间接调控下市场利率机制。主要由三个层面构成：一

是市场利率的协调。储蓄者和投资者是市场金融的两个基本微观主体，两者资源的配置是由市场通过利率和竞争协调的。当利率偏高时储蓄增加而投资降低，反之则相反。所以只有市场利率反映均衡利率时，储蓄与投资才能达到有效均衡。因此，市场利率与利率市场化实质就是：微观金融领域中对金融资源起基础性作用的协调机制。二是金融宏观间接调控机制。市场利率对金融资源配置起基础性作用，是在金融宏观调控下进行的。这是因为，一方面客观上存在着“市场失灵”；另一方面也存在宏观直接干预的“政府失效”。所以，现代市场经济条件下的储蓄转化投资的金融协调，是金融宏观间接调控下的市场利率。三是储蓄转化投资外部性的金融风险监控协调。金融风险具有客观性和可控性两个基本特点。为使储蓄转化投资的融资效率接近最大化要求，就要尽可能减少金融不确定性，增强其可控制性。达到这一目标要求的基本途径，就是建立、健全金融风险防范机制。

三、研究内容与主要观点

1. 收入流程结构对金融交易形成的基础决定论。收入流程，是国民经济中收入创造、分配、融通、支出和使用过程。收入流程结构，纵向是收入、消费、储蓄与投资的比例及其相互关系；横向是各经济主体（居民、企业、政府与国外）占有份额及其相互关系。因此，收入流程始终是资金形成的源泉。不同体制下的收入流程结构，决定储蓄与投资的分离水平。政府主导型体制，储蓄与投资合二为一，金融交易的经济基础薄弱；居民主导型体制，储蓄与投资分离程度高，金融交易的经济基础具有广度性和深度性。因此，金融模式必须与收入流程结构相适应。

收入流程结构随着经济体制的变革而变革,由收入流程决定的金融模式也必须随之变革而变革。如果计划经济的政府主导型收入流程转向市场经济的居民主导型流程,则计划金融必须转变为市场金融。否则就会发生收入流程结构与融资结构的错位。导致居民高债权、企业高债务、银行高风险、金融制度的高成本、融资的低效率,甚至还会出现债务危机。中国目前的收入流程变动已经出现了政府主导型向居民主导型转化的一系列新特点。应该说形成了储蓄与投资分离的良好金融基础。但是,金融结构仍然维持国家垄断信用的旧体制。因此,中国发生的银企债务危机就是收入流程变革决定金融机制的逆向论证。

居民主导型的收入流程结构,所决定的金融交易机制,是储蓄转化投资的市场金融机制。它是以产权明晰化为前提,供求主体理性化为条件,以证券市场和有组织的借贷市场为基础,以市场利率、金融宏观间接调控和金融风险防范为协调的一种联结方式。

2. 金融产权明晰与保护对金融交易形成的制度核心论。金融产权是人们对金融财产的权利关系。其基本特征是排他性、可交易性和可分解性。金融产权范畴对金融交易形成的制度意义在于:产权人格化、健全金融交易主体;权利与责任对称,建立金融交易激励与制衡对称机制;分解与整合金融产权权能,促进金融产权结构升级。

中国现行金融改革是对既定公有产权权能的分割。虽然促进了金融数量扩张,但质量效率递减。因此,中国难以形成储蓄转化投资的真正金融交易的核心问题是:金融产权“人格虚置”、边界模糊、结构失衡、进退壁垒。

金融交易形成,在中国已有了储蓄与投资分离的收入流程结构,现在的难点是突破既定的公有金融产权禁区。金融产权

制度选择是：初始产权私有化、派生产权法人化、公域产权国有化。私有化是底层、法人化是主导。依此推进策略是：底层推进、增量示范和存量联动。

3. 居民储蓄动机多样化决定金融资产结构高度化的资金积累效应论。金融储蓄是收入用于消费后从储备中分离出来的用于资金融通的盈余。取决于经济变量群与社会变量群的复合函数。

中国居民储蓄具有平均储蓄率高，但资产结构单一，水平低度的畸形特点。在消费配制中，居民储蓄具有强迫性质；在市场转轨期，具有自愿性和强迫性混合成长的性质。

居民储蓄在收益性、流动性和安全性的动机推动下，只有同筹资者达成契约时才使可能储蓄变成现实储蓄。这个契约就是金融资产。金融资产结构是各类金融资产的比例及其相互关系。按金融储蓄动机和复合变量函数关系，金融资产结构有一个从低度向高度演化过程。中国居民资产已不是一个简单的多样化的问题，而是一个结构水平低度的金融抑制问题。提高金融资产变动的积累效应，其政策是既要供给引导，又要“需要跟踪”。

4. 筹资需求的企业市场价值与治理结构定位论。投资者对金融储蓄的需求取决于投资的边际收益率。在这个前提下，对筹资结构的选择来源于对企业市场价值的定位。融资结构是一个企业内源融资与外源融资的比例及其地位关系。融资结构同融资方式密切相关。其基本形式有直接融资与间接融资两种。内源融资具有内生性、杠杆性和控制性的特点；外源融资具有外生性、有偿性和流动性特点。融资结构决定的核心是企业市场价值最大化和委托—代理成本最小。

融资形式是融资结构形成的具体方式，同时也是交叉关系。

直接融资具有直接性、长期性和不可逆性的特点；间接融资具有间接性、短期性和可逆性特点。两者配置决定于融资整体效率和成本，并产生互补与替代效应。企业融资结构有一个初始内源融资为主到外源间接融资为主再到高效内源融资的历史发展过程。

中国现行企业融资结构的特点是：内源融资率过低，外源银行融资依赖过高、银企之间存在债务危机。造成企业融资结构畸形的主要原因是融资体制的错位和企业产权模糊。因此，优化企业债务结构的关键是：综合治理与融资体制创新。其重点是分流储蓄与债务、深化银行体制改革。

5. 证券市场降低信息成本与优化治理结构论。证券市场的一般功能是聚集资金和分散风险。作为体制转换时期，证券市场功能更有意义的是：促进产权界定、转换企业机制和产权流动。中国证券市场功能障碍恰巧发生在：产权模糊、实物资本与金融证券非平行发展以及过份注重融资上。因此，证券市场深化的重点，应在解决国有企业制度创新上。

证券市场另一特定功能，是通过产权流动，促进中国产业结构的升级。一方面产业结构升级与证券市场成长相辅相成；另一方面证券市场的流动性是产业结构升级的资源配置机制。中国收入流程变化，决定国民投资在产业结构升级中扮演重要角色。

中国证券市场尚处于发育阶段，存在许多不规范的因素；中国证券市场发展和完善的重点是：以产权改革为契机，以拓宽直接融资为重点，以规范市场游戏规则为核心，以金融创新为手段，全方位推进。

6. 金融组织是对应市场价格机制配置金融资源的另一种方式论。金融组织既是金融产权的载体和专门从事金融活动的

机构，又是连结宏微观金融的桥梁。市场融资的基本要素之一，是众多完备的金融组织，从技术和制度结合的新角度，将组织体系分为有序竞争型和涣散懒惰型两种模式。

储蓄——投资效率是判断金融组织制度安排的根本标准；有效的组织制度安排，贯穿开放性、多元性、交叉性和可控性构造原则；有序竞争模式是一种有效的制度安排；其特征是：形式二级制、产权边界明晰、结构多样、运行竞争制、治理结构制衡制。

金融组织结构规则是：适度规模经济；零点出生率与淘汰率；大型一体化与小型特色多样性并存；关联结构的限制性与互补性。

中国现行金融组织特点：与市场形同神离、与绩效数量扩张、与效率质量偏差。向目标模式演进的矛盾：二级银行制关系扭曲；公有产权禀赋的行政性高度垄断；复杂行政科层的高成本；同质化的空间布局；一揽子经营与模糊的政策金融和商业金融无所适从。重构市场化金融组织体系的制度安排是：理顺关系，职能归位；放开准入，有序竞争；明晰边界，促进分离；优胜劣汰，结构调整。

7. 市场利率与利率市场化对金融资源配置微观协调论。利率市场化，既是利率因储蓄、投资关系而产生，为储蓄—投资转化效率而作用，在储蓄、投资均衡中而实现的一种价格机制；又是从利率管制向利率自由化体制变迁的特定反映。一部利率决定理论史，恰是利率市场化否定之否定的真实写照。发展中国家和发达国家的经验证明：利率市场化是体制变迁的历史必然选择。中国也不能例外。

国内外储蓄、投资利率弹性实证表明：凡利率市场化制度安排的国家，利率均有弹性；凡非市场化制度安排的国家，利