1 导论 加入 WTO 后的中国金融业和 2001 年发展展望

1.1 金融发展回顾与分析

1.1.1 中国金融发展的回顾

一国经济的市场化过程同时也是该国经济货币化及金融化的过程，金融已成为现代市场经济的核心。在金融领域中，金融结构与金融发展（Financial Development）对经济增长的影响如果不是唯一的一个重要问题，也是最重要问题之一（R. W. Goldsmith，1969）。金融发展是一个动态的、多层面的深化过程，它不仅是指一国的金融结构的变化，即各种金融工具和金融机构相对规模的变化，同时也应包括一国金融市场机制的建立与健全，即一国金融市场的价格机制、竞争机制以及金融资源配置与

需要全本请访问 www.ertongbook.com

使用的效率机制等建立与健全。为此，必须对一国金融发展展开多层面的分析，才能全面把握一国经济与金融发展过程中金融深化的具体进程。

1.1.1.1 金融发展中的经济货币化

经济货币化进程是指经济活动中一国以货币为媒介交易份额逐渐提高的过程，经济货币化比率是衡量一国经济商品化程度的重要指标之一，一国的金融深化首先表现为经济货币化。如果一国的货币化程度低，则表明该国经济尚处在‘物物交换’和‘自然经济’为主的落后状态，是经济不发达的重要标志。麦金农(R. I. MaKinnon，1973，1993)用 M_2/GDP 之比来定义货币化比率①，以此反映一国经济货币化程度。我们认为，经济货币化强调的是货币交易媒介职能，而非货币价值储藏职能，如若用 M_2/GDP 之比来定义一国经济货币化比率，则会人为夸大一国经济货币化进程。如果从货币的交易媒介职能和中国货币层次划分实际出发，中国经济货币化比率则可以用 M_0/GDP、M_1/GDP 来定义，两者可以从不同层面反映中国经济货币化水平，从而使得经济货币化比率能比较真实地反映中国经济货币化进程及实际水平。

如果按照麦金农的货币化指标(M_2/GDP)作为判别中国经济货币化进程的标准，那么，自 1978 年经济体制改革以来，中国经济货币化速度是十分迅猛的，货币化程度已达到很高的水平。从纵向来看，中国的货币化比率(M_2/GDP)已由 1978 年的 0.319 8 快速升至 1999 年的 1.461 2(见表 1—1)比改革初期提高了近 5 倍；从横向来看，1998 年的中国货币化比率高达 1.313 6，同期的美国仅为 0.67，日本为 1.20，韩国为 0.60，印度为 0.5。所以，无论从中国金融发展历史考察，还是与世界其它国家相比，只要按照麦金农的货币化比率(M_2/GDP)作为标准，中国经济货币化进程不仅迅速，而且其经济货币化程度已经达到相当高的水平。但是如果从货币交易媒介定义经济货币化，中国经济货币化比率无论是用 M_0/GDP 或是 M_1/GDP 作为标准，还是可以看出中国经济货币化进程虽然比较快，但其发展速度比根据麦金农的货币化指标计算所获得的速度明显地降低。目前货币化比率仅为改革初期的 2 倍多，并且目前货币化水平也比根据麦金农的货币化指标计算的货币化水平大大地降低。截止到 1999 年底，M_0/GDP 仅为 0.164 0，M_1/GDP 也只有 0.558 6，而绝非如麦

① 当年麦金农、戈德史密斯等人都是用 GNP 作为测定经济货币化程度的依据的。由于现在用 GDP 取代 GNP，所以本书也采用 GDP，而不用 GNP 作为依据。

金农的货币化指标(M_2/GDP)所显示的1.461 2那么高的水平。

表 1—1　　中国金融发展中的经济货币化水平

项目 / 年份	M_0/GDP	M_1/GDP	M_2/GDP	M_0/M_1	M_0/M_2	M_1/M_2
1978	0.068 0	0.261 7	0.319 8	0.221 4	0.181 2	0.818 3
1979	0.066 3	0.291 5	0.361 1	0.227 4	0.183 6	0.807 3
1980	0.076 6	0.319 5	0.407 9	0.239 9	0.187 9	0.783 2
1981	0.081 5	0.351 8	0.459 6	0.231 7	0.177 4	0.765 7
1982	0.082 9	0.361 57	0.489 1	0.229 4	0.169 5	0.739 2
1983	0.089 3	0.367 8	0.518 16	0.242 7	0.172 3	0.709 8
1984	0.110 5	0.408 8	0.578 20	0.270 2	0.191 0	0.707 0
1985	0.110 2	0.372 7	0.579 9	0.295 7	0.190 0	0.642 6
1986	0.119 4	0.423 8	0.658 8	0.281 8	0.181 3	0.643 2
1987	0.121 6	0.413 68	0.696 4	0.293 9	0.174 6	0.594 0
1988	0.142 9	0.400 9	0.676 6	0.356 6	0.211 3	0.592 6
1989	0.138 6	0.377 4	0.706 7	0.367 3	0.196 2	0.534 1
1990	0.142 6	0.410 2	0.824 5	0.347 5	0.172 9	0.497 5
1991	0.147 0	0.399 4	0.895 1	0.368 1	0.164 2	0.446 2
1992	0.162 8	0.440 4	0.953 6	0.369 6	0.170 7	0.461 8
1993	0.169 3	0.470 1	1.007 1	0.360 2	0.168 1	0.466 8
1994	0.155 9	0.439 3	1.003 5	0.354 8	0.155 3	0.437 7
1995	0.134 8	0.410 2	1.038 9	0.328 7	0.129 8	0.394 8
1996	0.129 7	0.420 0	1.120 9	0.308 7	0.115 7	0.374 7
1997	0.136 1	0.465 8	1.217 0	0.292 2	0.111 8	0.382 7
1998	0.140 8	0.489 7	1.313 6	0.287 6	0.107 2	0.372 8
1999	0.164 0	0.558 6	1.461 2	0.293 5	0.112 2	0.382 3
2000	0.163 9	0.594 5	1.505 6	0.275 7	0.108 9	0.394 8

资料来源 历年的《中国金融统计年鉴》和 2001 年 3月 19 日的《金融时报》。

经济货币化仅仅可以粗略地反映一国金融深化程度，还不能正确地反映一国金融发展与金融深化的质量。换句话说，一国经济货币化程度高，并不意味着一国金融发展的质量就达到相应的高水准。不仅如此，当一国经济货币化程度超过一定规模之后，经济货币化的规模收益由规模递增转向规模递减，经济中的“泡沫”增多，潜在的通货膨胀压力日趋加重。从表 1－1 可以看出，1978～1992 年期间，流通中现金与狭义货币之比率(M_0/M_1)呈逐年攀升趋势，只是到了 1993 年以后才呈现逐年下降趋势。这表明不仅中国居民具有较高的现金偏好，同时也表明中国的金融机构体系和支付体系皆不发达，而这种现象产生的根由之一则是中国经济发展与金融发展中的“二元性”。再从中国的货币流动性(M_1/M_2)指标来看，自 1978 年以来，中国货币流动性呈现出逐年下降的趋势，1978 年为 0.818 3，而 1999 年则下降至 0.382 3。货币流动性逐年下降而货币化比率(M_2/GDP)却逐年迅速攀升，则表明中国经济货币化(M_2/GDP)进程如此快的增长速度主要是依靠储蓄存款迅速增加来支撑，同时也表明了中国金融资产品种之间存在有限替代性以及中国经济发展与金融发展中潜在通货膨胀的巨大压力。因此可见，仅仅依据麦金农的货币化指标(M_2/GDP)，则明显夸大了中国经济货币化水平和金融深化水平。为了全面而正确地认识中国金融发展与金融深化的质量，我们有必要从其它几个方面进一步地考察中国金融发展与金融深化的实际状况。

1.1.1.2 金融发展中的经济金融化与经济证券化

当一国经济发展到一定阶段，经济金融化和经济证券化则更能反映金融深化的整体水平。经济金融化是指一国的全部金融资产存量与该国全部实物资产之比率，戈德史密斯称之为金融相关率(FIR)而经济证券化则是指一国的全部证券资产存量（政府债券、企业债券和股票）与该国全部实物资产之比率，该指标反映一国金融深化进程中直接融资与间接融资在一国经济中所占的地位，可以用 S/GDP 之比率来近似地表示一国经济证券化水平。

戈德史密斯认为，一国的金融资产存量包括货币性金融资产和非货币性金融资产，货币性金融资产可以用一国的广义货币 M_2 表示，非货币性金融资产则包括全部银行贷款(I)和有价证券(S)，而一国的实物资产总量，则由于数据可获得性原因，可以用国内生产总值（GDP）近似地予以表示。所以，戈德史密斯的金融相关率可以表示为全部金融资产价值与国民生产总值比例，即 $FIR=(M_2+I+S)/GDP$。与麦金农的金融

增长的M_2/GDP指标相比，戈德史密斯的金融相关率指标则增加了两个金融变量，即全部银行贷款和有价证券。因此，如果说麦金农的M_2/GDP指标反映了一国金融深化过程中的经济货币化水平，则戈德史密斯的金融相关率指标反映一国金融深化过程中的经济金融化水平。

根据戈德史密斯的金融相关率指标来看，中国资产金融化进程也是相当快速的，从1978年的0.84上升到1999年的3.01(见表1—2)，提高了近4倍。即使与其它经济发展水平相似的国家相比，我国的FIR水平还是较高的，但与其它发达国家相比，目前我国的金融化水平还存在一定的差距。如在1992年，中国的FIR为2.08，韩国的FIR为2.34，巴西的FIR为1.75，印度的FIR为1.14而同期的美国的FIR为3.26，日本的FIR为3.92，德国的FIR为2.94。

表 1—2　　中国金融发展中的资产金融化水平

项目 / 年份	L / GDP	S / GDP	(L＋S)/ GDP	(M_0＋S)/ GDP	FIR
1978	0.52	0.000	0.52	0.32	0.84
1979	0.53	0.001	0.53	0.36	0.89
1980	0.57	0.001	0.57	0.41	0.98
1981	0.60	0.012	0.62	0.47	1.08
1982	0.61	0.019	0.63	0.50	1.12
1983	0.61	0.025	0.63	0.54	1.15
1984	0.65	0.027	0.68	0.60	1.25
1985	0.70	0.031	0.73	0.61	1.31
1986	0.80	0.033	0.83	0.69	1.49
1987	0.82	0.053	0.87	0.74	1.57
1988	0.82	0.067	0.89	0.74	1.56
1989	0.85	0.074	0.92	0.78	1.63
1990	0.95	0.081	1.03	0.90	1.86
1991	0.99	0.093	1.08	0.99	1.98
1992	0.99	0.146	1.13	1.10	2.08
1993	0.95	0.194	1.15	1.11	2.06

需要全本请访问 www.ertongbook.com

续表

项目 / 年份	L / GDP	S / GDP	(L+S)/ GDP	(M_2+S)/ GDP	FIR
1994	0.88	0.181	1.06	1.16	2.07
1995	0.87	0.192	1.07	1.25	2.12
1996	0.90	0.280	1.18	1.38	2.27
1997	1.02	0.382	1.41	1.63	2.65
1998	1.11	0.372	1.48	1.71	2.82
1999	1.13	0.438	1.57	1.88	3.01
2000	1.11	0.600	1.71	2.10	3.21

资料来源 龚浩成、戴国强：《中国金融发展报告》，上海财经大学出版社 2000 版，第 5 页。

但值得注意的是，在戈德史密斯的金融相关率指标中，货币性资产（M_2）为银行机构资产负债表的负债方，贷款（L）则为银行机构资产负债表的资产方，由于其统计中采用了双重统计口径，因此，在其 FIR 的分子项中则存在交叉重复统计之弊端。换句话说，如果采用 FIR 指标来考察一国金融深化进程，则会人为地夸大一国金融深化程度及其真实水平。为真实地反映一国金融深化进程及其水平，则必须要对戈德史密斯的 FIR 指标予以修正。笔者认为，一国的金融资产可以分为货币性金融资产和非货币性金融资产，货币性金融资产可以用一国的广义货币 M_2 表示，但非货币性金融资产则为有价证券（S），即政府债券、企业债券和股票，而不应将银行贷款（L）列在非货币性金融资产之内否则，不仅造成重复统计之弊端，同时也使其统计标准模糊不清。为此，笔者用“资产金融化比率”替代戈德史密斯的“金融相关率”，即用（M_2 + S）/GDP 或（L+S）/GDP 对 FIR 指标予以修正，以此来表示一国经济金融化水平。同时运用经济证券化指标对一国金融深化进程中的金融资产结构作出诠释，以此来反映一国金融深化进程中直接融资与间接融资在一国经济中所占有的战略地位。

为了进一步揭示中国经济金融化的进程速度及其实际水平，我们可以从资产金融化比率来重新考察中国经济金融化进程与经济金融化水平。无论是采用（M_2 + S）/GDP 作为评判指标，还是采用（L+S）/GDP 作为评判指标，中国经济金融化进程速度与金融化水平都比运用戈德史

密斯的 FIR 指标有显著的降低(见表 1—2)。再从经济证券化进程来看，中国经济证券化进程的速度也是很迅猛的，这与中国证券市场尤其是股票市场的快速发展及国有企业股份制改革密不可分的。据统计， 1992 年中国股票市值与 GDP 之比仅为 0.04,1999 年为 0.30 ，目前已达到 0.50(卢克群,2000)。但与经济发达国家相比，目前中国经济证券化水平还是较低的，金融资产结构也存在一定程度上的不合理性或非科学性。在 1998 年，美国有价证券与国民生产总值之比为 1.19。其中政府债券与 GDP 的比率为 0.53,企业债券及股票与 GDP 的比率为 0.66;日本有价证券与国内生产总值之比为 1.18,其中政府债券与 GDP 的比率为 0.47,企业债券及股票与 GDP 的比率为 0.71；原西德有价证券与国内生产总值之比为 1.04,其中政府债券与 GDP 的比率为 0.47,企业债券及股票与 GDP 的比率为 0.71；而中国有价证券与国民生产总值之比仅为 0.44 其中政府债券与 GDP 的比率为 0.12 ,企业股票与 GDP 的比率为 0.25。由此可见，中国经济金融化(FIR)水平虽然较高,但其高增速及其高水平则要依靠银行信用来支撑而非直接金融资产所支撑的。这表明了中国资本市场尚不发达，直接融资渠道狭窄，政府与企业对银行信用依赖程度较高，金融资产潜在风险过于集中。若要化解目前中国金融资产潜在风险过于集中之现状，一个十分有效的对策则是拓展直接融资渠道，大力发展中国资本市场，实现融资方式与金融资产多元化，为中国经济发展提供“ 第一推动力 ”。

1.1.1.3 金融发展中的金融结构机构化

金融结构的机构化是指国内非金融发行额和国外发行额有多少为国内金融机构所吸收或持有，它反映了该国金融结构的机构化程度以及直接与间接金融的相对重要性，是一国金融结构与发展的最为重要的特征之一。戈德史密斯用“ 金融中介比率 ”来表示一国结构状况。在流量方面，金融中介比率为国内金融机构在一定时期内所获得的国内非金融部门和国外部门发行的金融工具净额占发行总额的比率；在存量方面，金融中介比率则表现为国内金融机构在一定时期内所获得的国内非金融部门和国外部门发行的债务和股权证券的市场价值与未清偿的金融工具总值。所以，一国的金融结构机构化程度可以通过两个指标予以考察：一是一国的金融中介比率，它反映一国金融垄断程度及直接融资与间接融资的相对重要性；二是各金融机构的金融中介比率，它反映金融机构的垄断程度。如果一国的金融中介比率较高，则表明该国的金融机构化程度较

高，进而表明该国的金融机构垄断程度较低，间接融资所处的一统天下地位日渐削弱，直接融资规模日趋重要，融资方式呈现出多元化和证券化的新特征。尽管中国金融体制改革已有 20 余年，但银行信用的主导地位并没有明显的改观，国有商业银行的垄断地位也没有真正地被打破（见表 1—3）。这从另一方面也说明了中国的资本市场仍处于初级发展阶段，金融市场缺乏应有的竞争机制，同时也为中国金融市场低效运行、国有商业银行资产利润率低下而不良资产比率又偏高等现象作出了一个很好的注释(表 1—4).

表 1—3　　中国金融发展中金融结构机构化水平　　单位：%

项目 年份	金融中介比率	存款货币银行金融中介比率	国有商业银行金融中介比率	其它商业银行金融中介比率	其它金融机构金融中介比率
1993	0.517	0.933	0.780	0.046	0.174
1994	0.494	0.937	0.756	0.058	0.186
1995	0.509	0.939	0.732	0.069	0.199
1996	0.528	0.923	0.679	0.078	0.224
1997	0.533	0.933	0.701	0.076	0.223
1998	0.531	0.929	0.695	0.080	0.225

资料来源 龚浩成、戴国强：《中国金融发展报告》，上海财经大学出版社 2000 版，第 5 页。

表 1—4　　中国商业银行资产利润率及资本利润率　　单位：%

时间 银行	1996 年		1997 年		1998 年	
	资产利润率	资本利润率	资产利润率	资本利润率	资产利润率	资本利润率
国有独资商业银行	0.57	16.91	0.15	5.24	0.12	2.18
其它商业银行	2.13	33.06	3.08	45.16	1.21	21.34

注：资产利润率＝（税前利润／资产总额）×100%；资本利润率＝（税前利润／资本总额）×100%。

资料来源 李萱："国有商业银行竞争力比较研究"，《金融研究》，2000，(9)，第 68 页。

1.1.1.4　利率与汇率的市场化进程

利率作为金融市场的价格信号，其水平的高低应反映出资金供求状况，因此，各国中央银行皆积极主动地运用利率杠杆来调节社会的资金供求均衡，以此来调节社会总供求的均衡，达到调控宏观经济的目标。中国

人民银行也十分重视利率的价格信号及其杠杆调节作用，积极尝试渐进式的利率市场化改革方案。自 1979 年 4 月至 2000 年，中国人民银行对银行的存贷款利率总共进行了 21 次调整,而在 20 世纪 90 年代就进行了 14 次调整。尤其在 1996 年以后,我国加快了利率市场化的改革步伐,建立了全国统一的银行间同业拆借市场，同年 6 月放开了同业拆借利率,并试行了部分国债发行利率的市场招投标制，实现了国债一级市场、二级市场上的利率市场化。 1997 年 6 月，又建成了银行间债券市场，实现了银行间债券利率的市场化。 1998 年 10 月和 1999 年 9 月,中央银行两次扩大商业银行对中小企业贷款利率的浮动幅度。 1999 年 7 月,中央银行放开外资银行人民币借款利率，同年 10 月又进一步放开了保险公司 5 年、3 000 万元以上的存款利率，并随后对股票质押融资及其利率的确定在原则上放松了管制。 2000 年 9 月 21 日,放开了外币存贷款市场,实现了外币存贷款利率的市场化。此外，中国的资本一级市场、二级市场的价格已经完全放开，资本市场也实现了利率市场化：目前仅有银行的贴现率和本币存贷款利率还受中央银行严格管制。可以这么说，中国已初步实现货币市场的利率市场化。由此可见，中国的利率市场化进程还是比较快的。但是，中国目前的利率体系还不是完全的利率市场化体系，利率作为金融市场上的价格信号的质量还不太高，突出表现在：股市价格波动较大，国债市场各品种价格走势不一致，同业拆借市场利率偏离国债市场利率，存贷款利率缺乏应有的弹性等方面。为此，在加快中国利率市场化进程的同时，也要加大中国银行制度和企业制度的改革力度，进一步发挥利率政策对宏观经济的调控作用，促进经济的增长。

汇率是一个国家进行国际经济活动时最为重要的价格指标，它包含了该国在国际市场上从事经济竞争的主要信息。因此，汇率的变化，不仅直接决定该国的对外贸易平衡，同时也深刻影响到该国国内经济活动的稳定性。为充分发挥汇率政策的宏观调控制作用，自 1978 年以来,中国政府积极尝试渐进式汇率市场化的改革。 (1) 外汇调剂市场的尝试阶段 (1980～1984 年) 。为了调动企业创汇的积极性,1979 年中国政府对外汇管理体制进行改革，用外汇留成制替代了 1979 年以前的统收统支外汇管理制度。1980 年 10 月,中国银行开始办理外汇调剂业务,标志着中国外汇市场开始创立。在 1980～1984 年期间,以 1 美元兑换 2.8 元人民币的贸易外汇内部结算价格为基础，外汇调剂价格在 5%～10% 的浮动幅度范围内由买卖双方协商决定；与此同时，中国银行总行建立了外汇平准基

金，在外汇供求失衡时通过买进或卖出进行外汇调节。(2)外汇调剂市场的形成阶段(1985～1987年）。由于对外汇调剂价格管理过于严格及调剂价格制定过低，因而常常出现有价无市的尴尬局面，外汇调剂市场发展受阻。为此，中国银行于1985年10月在上海尝试放宽对外汇调剂价格的限制。同年11月，深圳市率先成立外汇调剂中心，随后各地陆续成立了外汇调剂中心，外汇调剂市场初步成立。与此同时，外汇调剂价格又达到适度的提高，且经济特区的外汇调剂价格可以自由决定。(3)外汇调剂市场的发展阶段(1988～1993年)。1988年9月，中国第一家公开的外汇调剂市场——上海外汇调剂中心成立，中心实行会员制。到了1993年，全国已有18个城市开办了公开的外汇调剂市场，外汇交易由内部调剂转向公开交易。此阶段的特点主要是扩大了外汇调剂范围、实行竞价交易以及取消了外汇调剂价格的最高限价。（4）外汇市场的深化阶段(1994年至今)。1994年1月,中国政府再次对外汇管理体制进行改革,这次改革的主要特征为：统一官方汇率和外汇市场调剂汇率，实现汇率并轨；建立了全国统一的银行间外汇市场——上海外汇交易中心，取代了各地的外汇调剂中心；实行了以外汇供求为基础的有管理的浮动汇率制度，初步实现了汇率的市场化。

1.1.2 金融市场发展及其互动性

2000年是中国金融市场发展史上极为重要的一年。在这一年里，中国的货币市场和资本市场都获得了积极的发展，并且货币市场与资本市场间的互动性也显著加强。

1.1.2.1 2000年的中国货币市场发展

2000年的中国货币市场发展主要表现在以下四个方面：

第一,货币市场交易活跃,市场活力增强。2000年,货币市场逐步走出低谷,市场交易量有了显著的提高,如2000年8月14日,信用拆借、债券回购和债券买卖三项日交易量累计共达10 019亿元，日交易量首次突破1万亿元大关。出现交易量如此快速放大的重要原因之一就是中国人民银行在丰富货币市场主体类型的同时，积极扩充入市成员的数量。中国人民银行继1998年批准部分外资银行、商业银行授权分行进入银行间同业拆借市场和1999年批准证券公司、基金管理公司和保险公司进入银行间同业拆借市场之后,2000年6月,又颁布了《财务公司进入全国银行间同业拆借市场和债券市场管理规定》，财务公司得以进入银行间同业拆

借市场。截止到 2000 年 11 月 3 日，银行间同业拆借市场已拥有成员 459家，比 1999年增加了 140家，是 1998 年的 2.68倍。

第二，货币市场建设得到进一步完善。与货币市场的其它子市场相比，票据市场建设相对滞后，从而制约了中国货币市场的均衡发展及其整体效应的充分发挥。为此，中国人民银行在完善与推动银行间同业拆借市场的同时，积极加大扶持与培育票据市场的力度。在 2000年，人民银行各大区分行加大了对其辖区内票据市场引导与扶持力度，逐步建立了以北京、上海、大连、武汉、南京、济南、广州等城市为中心的区域性票据市场，推动了票据市场质与量的同步发展。与此同时，中国人民银行十分注重票据市场中关键组成部分——票据专营机构的建立，并于 2000年 11月 9日在上海设立了中国首家票据专营机构——中国工商银行票据营业部。成立伊始，票据专营机构的重要功能得到充分的发挥，在短短的 10余天工作日内，办理贴现和转贴现共计 80亿元。

第三，进一步完善货币市场的基础建设。在 2000年度里，中国人民银行先后出台了《全国银行间债券市场管理办法》、《证券公司股票质押贷款管理办法》和《全国银行间债券市场债券回购主协议》等一系列规章制度，在规范业务操作、维持市场稳健发展等方面起到了积极作用。与此同时，不断完善货币市场的信息化建设，在拓展银行间同业拆借系统报价功能的同时，先后开通了“中国货币网”“中国债券网”等货币市场信息网站，规范了市场参与者的资信，加大了信息披露力度与质量。

第四，货币市场已成为货币政策传导的中心环节和重要场所。在 2000年度里，中国人民银行在货币市场上通过扩大公开市场业务操作规模和改进其操作方式，使得货币市场利率与中央银行的法定利率之间的关联性不断提高，货币市场利率对货币政策及金融机构流动性的敏感度不断增强，从而货币政策的预期目标得以基本实现。据统计，2000 年 1～11月，中央银行通过债券回购和现券交易回笼基础货币累计为 3 046亿元，较好地解决了基础货币控制问题。此外，2000 年 8 月，中央银行首次实行了回购业务利率招标，提高了货币市场利率对货币政策的敏感度。

1.1.2.2 2000年中国资本市场的发展

在货币市场快速发展的同时，2000 年中国的资本市场尤其是股票市场也同样取得了长足的发展。其主要表现在以下几方面：

第一，2000 年中国证券市场筹资规模实现历史性的突破，年度筹集资金首次突破1 000亿元。1992 年，中国证券市场当年筹集资金仅为

需要全本请访问 www.ertongbook.com

94.08 亿元,1993 年猛增至 315.58 亿元。在此后的两年，中国证券市场直接融资进入了低谷期。 1997 年开始复苏，当年沪深两地股市筹集资金金额达到 958 亿元。而 1998 年和 1999 年略有回落，当年筹集资金金额分别为 746.38 亿元和 856.64 亿元。2000 年中国证券市场规模扩充实现历史性的突破，年度筹集资金首次突破 1 000亿元。截止到到 2000 年 12 月 26 日，中国证券市场当年通过首发新股、增发新股、配股共筹集资金 1 417亿元,比上年增加了 65.41%。

第二，市场投资者尤其是机构投资者队伍不断扩大。截止到 2000 年 12 月底，中国股票市场上股票总市值已超过 4.8 万亿元,约为 GDP 的 50%,开户投资者已突破5 600万户,拥有1 086家上市公司、198 家证券公司及2 600家证券营业部、33 家上市基金。

第三，基金市场化进程加速。2000 年是中国基金规范化试点第三个年头,与前两年相比，2000 年基金发展最大的特点是巩固与提高过程。(1)2000 年初证券投资基金全部订立了按劳取酬分配制度，将管理费收益与其业绩挂钩;(2)中国证监会于 2000年 5 月 18 日宣布取消证券投资基金优先售配新股的政策，从而使新基金全面参与市场竞争；(3)上证基金指数于 2000 年 5月 9 日面世，通过基金指数可以比较准确地反映基金市场价格的总体变化;(4)开始筹建开放式基金。2000 年 10月 8 日,中国证监会颁布《开放式证券基金试点办法》,对开放式基金的公开募集、设立、运作及其相关活动作出规定，标志着中国证券投资基金即将进入开放式基金试点阶段。开放式基金如果试点成功，必将对中国金融业的竞争格局产生重大影响。

第四，中国证券投资者的投资理念日趋理性化。投资理念日趋理性化主要表现在 2000 年度中国股票一级市场大规模扩容的同时，股票二级市场却保持稳中有升状态，下半年股票二级市场止跌回稳，至 11 月底创历史新高。

第五，对金融企业发行上市作出了特别规定。2000 年 11 月 14 日，中国证监会颁布《公开发行证券公司信息编报规则》(1—6 号),对金融企业上市发行的信息披露作出特别规定，从而为金融企业上市发行扫清了障碍。同年 12 月 19 日,中国民生银行在上交所成功挂牌上市,成为《公开发行证券公司信息编报规则》实施之后的第一家公开招股上市的金融企业，而民生银行的成功上市必将为金融企业通过资本市场直接融资提供良好的借鉴。

1.1.2.3 中国的货币市场与资本市场的互动性

自 1997年 6月商业银行从证券交易所退出以及银行间同业拆借市场建立以来，中国的货币市场与资本市场几乎被完全割裂。市场主体被人为分割之后，不仅造成了彼此间的资金流动相当困难，等量货币的价值增量在两个市场之间出现显著差异；同时也造成了货币市场的利率变动难以有效地传导至资本市场，利率价格信号失真，利率传导机制失灵，货币政策效果不明显。金融市场的同质性客观上要求货币市场与资本市场必须具有一定程度上的融合与渗透，而人为地分割两市场则只能导致市场价格机制及资源配置机制低效甚至失灵。中国人民银行对此也高度关注,从 1999 年下半年起,人民银行陆续批准了一批证券公司、基金管理公司、保险公司以及财务公司进入银行间同业拆借市场。与此同时，金融同业战略合作与业务创新也不断加强，再加之股票质押贷款业务的开办、，2000 年中国的货币市场与资本市场间的互动性得以增强，这也表明了中国的货币市场与资本市场正日趋走向成熟。

第一，通过市场交易主体的相互交叉，初步实现了货币市场与资本市场的融合与渗透。自 1999 年以来，中国人民银行累计批准 13 家证券公司和 25 家基金管理公司进入银行间同业拆借市场，丰富了货币市场入市主体类型，扩充了货币市场主体的数量，活跃了银行间同业拆借市场，从而使得货币市场单边供求的格局发生了根本性的转变，形成了供求对称、交投均衡的态势。证券公司、基金管理公司、保险公司以及财务公司已成为目前中国货币市场的主要资金融入方。因此，券商的资金运作在相当程度上影响着货币市场上的资金供求关系，进而影响到货币市场的融资交易的利率水平及交易量。每当资本市场新股发行节奏加快或股票二级市场交易活跃之际，券商的资金则呈现大进大出，从而导致商业银行资金存量大幅波动，进而导致货币市场上的有效资金需求增加，同业拆借利率水平降低而回购利率水平上涨，市场成交量显著放大。

第二，通过业务合作，实现货币市场与资本市场资金流动的双向性。商业银行与证券机构虽然分属于货币市场和资本市场，但是，两者皆为金融中介机构，其业务上的同质性使其合作具有客观必然性。伴随着全球混业经营和金融同业相互融合的风潮，2000 年中国的银行、证券、保险再次掀起合作热潮。当前中国金融同业合作之风愈刮愈烈，尤其是银证合作更为密切，商业银行与证券公司全面合作的报道频频见报。目前，中国金融同业间主要采取以下几种方式进行业务合作：(1)资金结算。一方

面，商业银行的安全、便捷的结算系统可以为券商提供优质的结算服务；另一方面,券商通过银行进行资金结算也是法律上的要求,《证券法》明确规定，“券商客户的交易结算资金必须全额存入指定的商业银行，单独立户管理”，从而为商业银行与券商之间的结算委托建立了制度上的联系。(2)基金托管。《证券投资基金管理暂行办法》明文规定,证券公司是证券投资基金和基金管理公司的主要发起人，而商业银行则是证券投资基金的法定托管人。在基金托管过程中，商业银行不仅要保管基金的全部财产和办理基金名下的资金往来，同时还负责监督管理人的投资运作、审核基金的资产净值及基金价格，但基金管理人即证券公司有权变更托管人。因此，托管银行与基金管理人之间的合作好坏必将直接影响到商业银行的基金托管业务量及其成本收益状况，两者走向紧密合作也就成为必然。(3)国有独资商业银行的不良资产剥离。设立金融资产管理公司处置国有独资商业银行的不良资产，不仅可以有效降低国有独资商业银行的不良资产比例，同时也为银行业与证券业之间业务沟通与融合间接地架起了桥梁。这是因为管理层为保证金融资产管理公司的正常运转以及其安全退出，赋予了金融资产管理公司在其经营金融资产管理范围从事资本市场业务的权力。中国证监会日前已向东方资产管理公司颁发了《经营股票承销业务资格证书》，允许其在资产管理范围内从事证券承销和推荐上市业务。通过合作，一方面，券商则凭借其战略合作伙伴关系以明显低于市场平均利率水平及信用方式从其伙伴银行融入资金；另一方面，券商的资金需求同时也成为影响货币市场的同业拆借利率水平及交易量的重要因素。

第三，通过业务创新，加速了货币市场与资本市场资金的双向流动。针对顾客日趋多样性的需求，商业银行与其它金融服务机构合作，充分利用信息技术和其它高新技术，积极探索金融服务业务的创新，不断为顾客提供推出了多样化的金融服务‘套餐’(如‘银证转帐’、‘银证通’等),不仅满足了顾客对货币市场和资本市场的投资手段双重需求，同时也为顾客提供了更多便捷的金融服务。而金融同业间业务上的合作创新，也使得货币市场与资本市场的资金通过顾客这一桥梁实现了双向流动。由此可见，金融同业间业务上的合作创新，不仅加速了货币市场与资本市场资金的双向流动，同时在银行、其它金融服务机构及顾客之间达到了“多赢”之状态。

第四，日趋放宽的金融管理，则为货币市场与资本市场资金的双向流

动提供了良好的政策环境，促进资金双向流动。2000 年 2 月，《证券公司股票质押贷款管理办法》出台之后，各商业银行纷纷与券商签订战略合作协议，成为其股票质押贷款的主办行，为其提供包括股票质押贷款在内的综合授信额度；再加上 1999 年，中国人民银行批准商业银行向证券公司开办隔夜资金头寸融资，从而初步扫除了货币市场与资本市场资金双向流动的障碍，促进了资金在货币市场与资本市场之间流动，提高了资金使用效率，同时也活跃了货币市场与资本市场。

1.1.3 金融发展中的金融抑制与金融深化

在 1970 年代，麦金农和肖(E. S. Shaw) 在研究发展中国家金融发展与经济发展之间关系时，指出了发展中国家存在“ 金融抑制 ”(Financial Repression)的问题，即在大多数发展中国家，金融发展与经济发展之间存在着一种严重的、相互制约的恶性循环状态。麦金农和肖认为，发展中国家之所以存在严重的金融抑制问题是因为政府对金融实行严格管制，使得利率机制、汇率机制和竞争机制皆失去杠杆性调节作用，抑制了金融发展，进而制约了经济的发展；而呆滞的经济通过反馈作用又进一步加剧了金融发展落后的状态。发展中国家金融抑制主要表现为：(1)政府对金融实行严格管制，缺乏利率机制、汇率机制和竞争机制，“ 信贷配给 ”(Credit Ration) 现象严重；(2)金融体系发展不平衡，金融机构高度国有化，金融发展呈‘ 二元性 ’特征；(3)货币化程度低下，金融市场不发达，使得大量的中小企业和居民被排斥在金融市场之外。麦金农和肖认为，发展中国家要想消除这种严重的金融抑制现象，则应实施金融自由化（Financial Liberalization)政策，促进金融深化，使得金融发展与经济发展呈现相互促进的良性循环。所谓的“ 金融自由化 ”政策即是指政府放弃对金融的严格管制与干预，实现利率与汇率的市场化、金融产品与金融业务的自由化、金融市场参与的自由化。

麦金农和肖认为，在发展中国家，货币资产与实物资产在很大范围内是互补关系，而不是传统金融理论所认为的那种替代关系，因此，利率在一定程度上是与储蓄及投资正相关。他们由此主张通过金融自由化政策提高利率，使其恢复到均衡水平，从而提高货币的实际收益率，以此提高货币的需求，再通过货币需求与实物资本积累之间的互补关系所产生的“ 渠道效应 ”增加实物资本的累积，进而推动经济的增长。

中国自 1978 年开始经济与金融渐进式改革以来，中国居民储蓄余额

呈现出逐年攀升之态势，同时经济增长也始终保持着一个较高水平的增长率(见表 1—5)。利率在中国经济发展过程中作用如何？在中国金融发展与深化过程中，利率水平变动是否与储蓄增长及经济增长为正向相关以及在中国金融发展与深化过程中是否存在麦金农和肖所认为的那种因货币实际收益率即实际利率水平的提高而引致的“储蓄效应”、“渠道效应”和“收入效应”？对此，目前理论界争论还比较激烈，至今尚无定论。因此，我们有必要对中国的利率水平变动与居民储蓄存款增长关系以及利率水平变动与经济增长的关系作进一步的考察与研究，以便真实地揭示中国金融发展与经济发展的内在关系。

表 1—5　　中国的实际存款利率、储蓄增长、银行贷款增长与经济增长

年份	通胀率(p*)	名义存款利率(d)	d—p*	储蓄存款增长率	居民储蓄(亿元)	经济增长率
1979	2.00	3.96	1.96	33.43	281.0	7.60
1980	6.00	5.40	—0.60	42.17	399.5	7.80
1981	2.40	5.40	3.00	31.09	523.7	4.50
1982	1.90	5.76	3.86	28.97	675.4	8.70
1983	1.50	5.76	4.26	32.14	892.5	10.30
1984	2.80	5.76	2.96	36.10	1 214.7	14.70
1985	8.80	6.84	—1.96	33.58	1 622.6	13.50
1986	6.00	7.20	1.20	37.90	2 237.6	8.80
1987	7.30	7.20	—0.10	37.35	3 073.3	11.60
1988	18.50	8.64	—9.86	23.69	3 801.5	11.30
1989	17.80	11.34	—6.46	35.39	5 146.9	4.10
1990	2.10	8.64	6.54	36.67	7 034.2	3.80
1991	2.90	7.56	4.66	29.47	9 107.0	9.20
1992	5.40	7.56	2.16	26.78	11 545.4	14.20
1993	13.20	10.98	—2.22	27.86	14 762.4	13.50
1994	21.70	10.98	—10.72	45.77	21 518.8	12.60
1995	14.80	10.98	—3.82	37.84	29 662.3	10.20
1996	6.10	9.21	3.11	29.86	38 520.8	9.70
1997	0.80	7.32	6.52	20.14	46 279.8	8.60
1998	—2.60	5.03	7.63	17.10	53 407.0	7.80
1999	—2.90	2.89	5.79	11.64	59 621.8	7.10
2000	—1.5	2.25	3.75	7.90	64 332.4	8.00

注：通货膨胀率(p*)以零售物价指数表示；实际存款利率(d—p*)＝名义存款利率—通货膨胀率。

资料来源：历年《中国金融统计年鉴》、2000年 1 月的《金融时报》。

1.1.3.1 存款利率水平与居民储蓄存款增长

为了考察中国的存款利率水平变动与居民储蓄增长关系，我们以居民储蓄存款余额增长率（S）为因变量，分别以名义存款利率水平（i_n）和实际存款利率水平（i_r）为自变量，对其进行线形回归，回归结果如表 1－6 所示。

表 1－6 存款利率与居民储蓄存款增长率的回归分析

项目 / 自变量	回归方程	R^2	R^2_{adj}	R	F	$Sig._F$
名义存款利率	S_t = 21.058 + 1.378$(i_n)_t$ (5.546)(3.797) (0.719)(1.916)	0.169	0.118	0.402	3.673	0.070
实际存款利率	S_t = 31.822 − 0.745$(i_r)_t$ (1.644)(19.356) (0.322)(−2.311)	0.219	0.178	0.468	5.340	0.032

注：回归方程等式下括号中的数值分别表示标准误差和 t 统计量，以下表格皆同此。

由表 1－6 的回归结果可以看出，在中国，居民储蓄存款余额增长率与名义存款利率水平变动之间存在着正向相关关系，而与实际利率水平变动之间却为负向相关关系，而且居民储蓄存款余额增长率的名义存款利率弹性大大高于实际利率弹性。这表明中国居民并非真正“经济理性”，存在一定程度上的‘货币幻觉’，因而才会出现居民储蓄存款余额增长率的名义存款利率弹性大于实际利率弹性，居民储蓄存款余额增长率与名义存款利率水平变动为正相关，而与实际利率水平变动为负相关的现象。同时上述回归结果也表明了麦金农和肖所主张的通过提高货币实际收益率而产生的“储蓄效应”在中国经济活动中并不真正存在。

贾春新（2000）认为，政府对金融的管制只能改变金融和储蓄资源的分配，而不能改变金融和储蓄资源的总量。也就是说，中国居民储蓄存款增长的背后则是政府储蓄的减少，而不是货币实际收益提高的结果。据世界银行专家统计，中国改革之前政府积累占全社会总积累的比重一直在 70％以上，即使在 1978 年，社会总储蓄的 96.7％来自于政府和国有企业（易纲，1996）；但到了 1995 年政府储蓄只占社会总储蓄的 15.2％，而居民储蓄存款余额却是逐年攀升（见表 1－5）。

1.1.3.2 存款利率与经济增长

为进一步考察经济增长与利率之间的关系，我们以经济增长率（Y）为因变量，分别以名义存款利率（i_n）和实际存款利率（i_r）为自变量，进行

需要全本请访问 www.ertongbook.com