

# 第 1 章

## 经济转型中的中国金融 市场深化过程

### 1.1 引言

大致说来,80年代初,我国就开始了由中央计划型经济向市场导向型经济的“经济转型”。在这一具有历史意义的经济转型中,我国金融市场得到了全面深化。不过,金融市场深化与金融体制改革是紧密联系在一起的一—金融体制改革促进了金融市场深化,金融市场深化成为金融体制改革的结果。说得更明白一点,金融体制改革的过程也就是金融市场深化的过程。因此,在本书的开始,我们想对我国金融市场的深化过程也就是金融体制改革进行简单的但是必要的描述与分析。

金融体制改革无疑是规模宏大的中国经济体制改革最重要和最复杂的方面之一。从80年代初开始,这项改革就在不断进行,至今大约经历了四个阶段。

1984~1990年为第一阶段。1984年,中国人民银行开始专门行使中央银行的职能,其一般的存贷款业务和结算业务分给了当时陆续新设的四大国有专业银行。可以说,从这一年开始,传统的中国金融体系受到了最初的冲击。

1991~1993年为第二阶段。以上海证券交易所和深圳证券交

易所在 1990 年末相继设立为标志，中国的证券市场开始迅速发展，并成为金融体系不可或缺的组成部分。

1994~1996 年，中国的金融改革进入了第三阶段。从 1994 年开始，中国对中央银行体系、金融宏观调控体系、金融组织体系、金融市场体系、以及外汇管理体系进行了全面改革。同时，规范中国银行行为和金融活动的基本法规——《中国人民银行法》、《商业银行法》、《票据法》、《保险法》等等也于 1993 年以来相继通过。可以说，这一系列改革战略的实施和金融法规的颁行，标志着与社会主义市场经济相适应的中国现代金融体系框架已见雏形。

1997 年，东南亚国家相继发生了金融危机。这一危机虽然没有对中国的金融体系产生直接冲击，但对中国的金融改革和经济改革却产生了极为深远的影响。东南亚金融危机使中国政府深刻认识到，建立一个健全的金融体系，对于中国的经济改革和经济发展都具有极为重要的意义。同样十分重要的是，在这一年，中国经济开始明确显现出了需求不足的征象。这一历史性的转变事实上是改革以来我们孜孜以求的，但是，它确也给我们带来了前所未有的挑战。1997 年 12 月的全国金融工作会议，在相当程度上就是基于这一认识而召开的。此次会议对 1998 年的金融改革做了部署。大致说来，此次改革包括两类相互关联的内容。其一，整顿金融秩序，打击各种非法金融活动，防范金融危机；其二，加紧实施在 1994 年业已确定的金融改革方案，建立一个良好的防范金融危机的金融制度基础。

金融改革是一项系统工程。从涉及面上看，它至少包括中央银行体系及金融宏观调控机制的改革、金融组织体系（包括商业银行、政策性银行、非银行金融机构、合作金融机构等）改革、资本市场（包括国债市场、股票市场、企业债券市场等）改革、货币市场（包

改革以来，中国的管理当局和经济理论界一直把“创造一种需求略大于供给”的经济态势作为经济改革的目标。

括同业拆借市场、国债回购市场、商业票据市场等)改革,以及外汇体制改革等五个方面问题。在本章中,我们先讨论中央银行、金融组织体系和外汇市场的改革和发展问题。至于资本市场和货币市场,我们将在后面的章节中详细讨论。

## 1.2 金融市场监管体系及金融宏观调控机制的改革

作为金融市场监管主体的中国的中央银行——中国人民银行已经有了 45 年的历史。但是,从中华人民共和国成立到 1979 年的大部分年份中,中国谈不上有什么银行体系。因为,在此期间,中国实行的是“大一统”银行体制,全国只有中国人民银行一家银行,这家银行既负责制定和实施货币政策、分配信贷、管理货币发行、经理国库、实施外汇管理等中央银行业务,也具体办理各种存款、对工商企业的贷款、为企事业单位结算等商业银行业务,同时它还是政府的一个行政部门。

1984 年中国人民银行专门行使中央银行的职能,并将其一般的存贷款业务和结算业务划给了在 1984 年前后陆续恢复或新设的四大国有专业银行。然而,由于各种原因,中国人民银行仍然未能摆脱传统体制的羁绊。主要表现是,在业务范围上,它自身一直都在办理某些面向企业的贷款业务,其规模在一段时间里甚至有扩大之势;在金融调控方面,它仍在沿用传统的资金切块分配办法调控资金的总量和流向;对于迅速发展的金融市场,以及数量日益增加且业务日益多样化的金融机构,它基本上还缺少有效的调控与监督手段。如此等等,都使得中国人民银行离开真正的中央银行还有很大的距离。这种状况,直到 1994 年才有了实质性转变。

从 1994 年初开始实施的对中央银行的改革是全面性的。大体说来,它主要包括对中国人民银行的重新定位和货币政策的调整两大方面。

关于中国人民银行的定位,1994 年的改革进一步明确了中国

人民银行的两大职能，即稳定货币和监督管理金融业。为了实现职能的转变，从 1994 年起，中国人民银行不再直接对工商企业发放政策性贷款；同时把货币发行权、基准利率的调节权、中央银行资金管理权、信贷总量调控权都集中到自己手中。与此相应，人民银行各省市的分支机构也转变了职能，其主要业务仅限于进行金融监管、调查统计分析、横向头寸调剂、经理国库、现金调拨、外汇管理和联行清算。就金融监管而言，人民银行将通过健全法规、对银行业和证券业实行分业管理、控制金融机构的市场的准入条件和提高金融从业人员的素质等手段，加强金融监督和管理，保护存款者和投资者的利益。

货币政策包括货币政策的目标和实现这些目标的操作手段。多年来，中国一直执行“稳定货币、发展经济”的双重货币政策目标。长期的实践显示：在中国这样一个资金短缺、投资需求旺盛、企业和政府相互严重依赖的发展中国家中，在货币政策上实行双重目标，几乎总会牺牲货币的稳定，以过量的货币发行来支撑经济的暂时增长。其结果，往往诱发较高的通货膨胀，并导致国民经济周期性的大幅振荡和强制性调整。这一教训，促使理论界和货币当局重新审视我国的货币政策目标。这种认识，在 1994 年的金融改革中终于得到确认。在《国务院关于金融体制改革的决定》以及 1995 年通过的中央银行法中，货币政策的目标被定位在“保持货币的稳定，并以此来促进经济增长”。这一转变最值得注意的方面，在于明确了货币政策在市场经济中应当并能够发挥怎样的职能，它确认了货币政策对经济发展的贡献，主要在于创造一个良好的货币环境偏离这一目标，可能使国民经济得益于一时，但却会给经济的发展和增长带来长期的隐患。

适应货币政策目标的调整，货币政策的中介目标也作了重大改变。货币政策的中介目标作为货币政策工具和货币政策的中间环节，必须具备可测性、可控性和相关性的特点；选择适当的中介目标，将便利货币当局准确判断金融形势，并及时采取有效的应对

措施。1994 年以前，在理论上和实际操作上，中国均没有明确的货币政策的中介目标，更无政策目标、中介目标和操作目标的区分。中国一直使用的是信贷计划和现金计划，它是与集中计划经济体制、社会信用形式单一化的状况相适应的。在这种体制下，货币部门实际上只起到出纳的作用。改革以来，随着金融市场的出现和多种金融机构的发展，信贷计划和现金计划已经不能有效地控制住全社会的信用总量。因此，适应变化了的情况，完善中国的货币政策体系，已经刻不容缓。这种认识，在 1994 年的改革中也得到了确认。1994 年 9 月，中国人民银行首次根据流动性的高低确认并公布了中国的  $M_0$ 、 $M_1$  和  $M_2$  等三个层次的货币供应指标。这表明，中国的货币政策已经逐步走向成熟。

与货币政策目标和中介目标的调整相适应，金融调控机制也逐步从直接调控向间接调控转变。事实上，诸如法定准备制度、再贴现制度、中央银行贷款制度等现代调控手段，早在 1986 年便已引入中国。但是，由于贷款规模控制等传统的直接调控手段仍在使用且居于主导地位，这样一些间接调控手段一直未能发挥应有的作用。从 1994 年开始，随着贷款规模管理的放松（事实上，是因为贷款规模管理已经只能覆盖全社会信用活动的 60% 左右），存款准备金制度、中央银行贷款制度等间接调控货币政策工具逐渐发挥实质性作用，一直只有象征意义的再贴现政策也开始发挥作用。更有意义的是，酝酿甚久的公开市场操作于 1994 年开始启动，并已取得初步成效。

由于存在各种制约因素，中央银行的改革及其调控机制的转变只能逐步实现。也就是说，在一段时间内，我们将采取若干过渡性办法。

1998 年，中国金融宏观调控体系改革的最显著进展，就是中央银行取消了贷款规模限制。实行了近 50 年的传统调控手段的寿终正寝，标志着中国金融宏观调控体制有了一个飞跃。

但是，中央银行体制改革的任务远未完成，大致说来，面临的

任务主要有四个方面：第一，中央银行组织体系的调整。迄今为止，中国的中央银行还保留着按照行政区划设置机构的强烈的计划经济格局。1994年的改革本欲改变这一结构，终因多方掣肘而未能实现。随着经济体制改革的深入，特别是随着中国宏观经济态势从供给约束转向需求约束，对这种组织体系进行调整已经势在必行。第二，中央银行职能的进一步转换。1994年的改革虽然明确了市场经济条件下中央银行的职能，但转变的步伐显然还跟不上形势的发展。其中最为明显的是，中央银行在逐步放弃了以分配资金和管制商业银行为核心的对金融活动和金融机构的直接管理方式之后，尚未建立起有效的以风险防范为核心的监管体系。在东南亚发生金融危机之后，这一缺陷暴露得尤为明显。第三，中国虽然已经取消了对贷款实行规模控制这一典型的计划调控手段，但显然还没有建立起以间接调控为主的货币政策工具体系。事实上，近年来由于外汇储备的增长十分迅速，远远超过每年基础货币的增长，我国对货币供应的调控基本上是被动的。随着经济形势的变化，我们显然需要全面发展和完善以准备金率、贴现窗口和公开市场操作为主要内容的间接调控工具体系。在这方面，我们还有大量工作要做。第四，长期以来，我们的金融宏观调控基本上是在封闭条件下进行的，换言之，我们基本上不需要像一般的开放经济国家那样，要同时解决对内和对外两个平衡问题。如今的情况已经完全不同了。随着对外开放程度的提高，我们必须正视国际资本流动对国内经济的冲击问题，必须认真考虑货币政策的国际协调问题。凡此种种，都是我们过去没有遇到过的。

### 1.3 金融市场主体结构的调整

1978~1984年，与经济的多样化和市场化进程相适应，中国的金融市场主体结构也开始了调整，这也就是中国金融体系的多样化进程。此间最令人瞩目的事件，是中国人民保险公司、中国人

民建设银行（现改名为中国建设银行）和中国农业银行相继恢复和建立。

随着金融管制的松动，各种非银行金融机构和信用社也开始发展起来。1979年10月，中国第一家信托投资公司——中国国际信托投资公司成立。1980年，为了满足迅速发展的城市集体和个体企业的资金需求，第一家城市信用社在河北省挂牌营业，并很快在全国引发了组建城市信用社的高潮；同时，与乡镇企业的迅速发展相对应，从1953年便已存在中国农村之中的农村信用社的数目也迅速增长。1981年4月，中国东方租赁有限公司成立，标明融资租赁业也开始进入了中国的金融体系。

1985年，根据改革和发展的需要，中国政府决定按照现代银行制度的模式对其银行体系进行重大改革。该年初，中国人民银行开始独立行使中央银行职能。它同时也将其全部商业性信贷活动分离出来，交给了一个新成立的国家专业银行——中国工商银行。这样，在中国的银行体系中发挥主导作用的国有商业银行体系便建立了起来。

以中央银行制度的建立为契机，中国开始了大规模的金融机构创新热潮。

在商业银行方面，1986年，中国第一家以股份制形式组织起来的商业银行——交通银行重新营业。1987年，第一家由企业集团发起设立的银行——中信实业银行宣告成立，继之，第一家以地方金融机构和企业共同出资的区域性商业银行——深圳发展银行也开始营业。其后，又有十余家类似的商业银行进入中国的金融体系。

随着城市非国有经济的发展，城市信用社在中国的城市中迅速普及。到1997年底，其总数已达3500家。农村信用社适应着乡镇企业的发展也飞速扩张，1997年底，其总数已达48586家。

非银行金融机构也迅速成长。大量政府部门、各地方政府和各家银行纷纷组建信托投资公司，在最为兴盛时期，其数目曾达到400余家。以企业集团为依托的财务公司从1987年开始出现，并

很快就达到数十家的规模。投资基金也随着证券市场的发展而出现在中国的金融体系之中。1987年,中国银行和中国国际信托投资公司两家联手首创中国投资基金业务,标志着中国投资基金市场的诞生。1990年11月,法国东方汇理银行在中国建立第一个共同基金——“上海基金”;1991年10月,“武汉证券投资基金”和“南山风险投资基金”分别由武汉市人民银行和深圳南山区政府批准成立;同年,中国农村发展信托投资公司也在山东省私募5千万元,设立了淄博基金,并于次年获得中国人民银行总行批准,成为第一家规范化的国内投资基金。

以上述发展为基础,从1994年开始,根据政策性业务和商业性业务相分离,以及银行业、信托业和证券业分业经营和分业管理的原则,货币当局又对中国的金融机构体系进行了大规模的改组。

长期被包含在国有专业银行之中的政策性贷款业务被分离出来,交给了新成立的三家政策性银行;同时,国有专业银行提出了按照商业银行的规范进行改革的要求。在商业银行系统中,民生银行、海南发展银行以及北京、深圳和上海的3家城市合作银行,成为1995年中国商业银行体系中的新成员。

截至1997年底,全国已经有154家城市进行了组建城市商业银行的试验,其中已经有74家城市商业银行开始营业。非银行金融机构经过整顿和重新登记,保留了244家信托投资公司、90家证券公司、72家企业集团财务公司和16家融资性租赁公司。

中国的金融组织体系的基本结构如图1—1所示。

可以认为,经过长期不懈的改革,与社会主义市场经济相适应的我国金融机构体系的框架已经基本建立,目前的主要任务,就是在实践中不断完善和发展这一体系。

从重要性和复杂性上来看,问题还主要存在于国有金融机构

① 地方性银行最初被称为城市合作银行,后来被改为城市商业银行,以与其性质更为吻合。

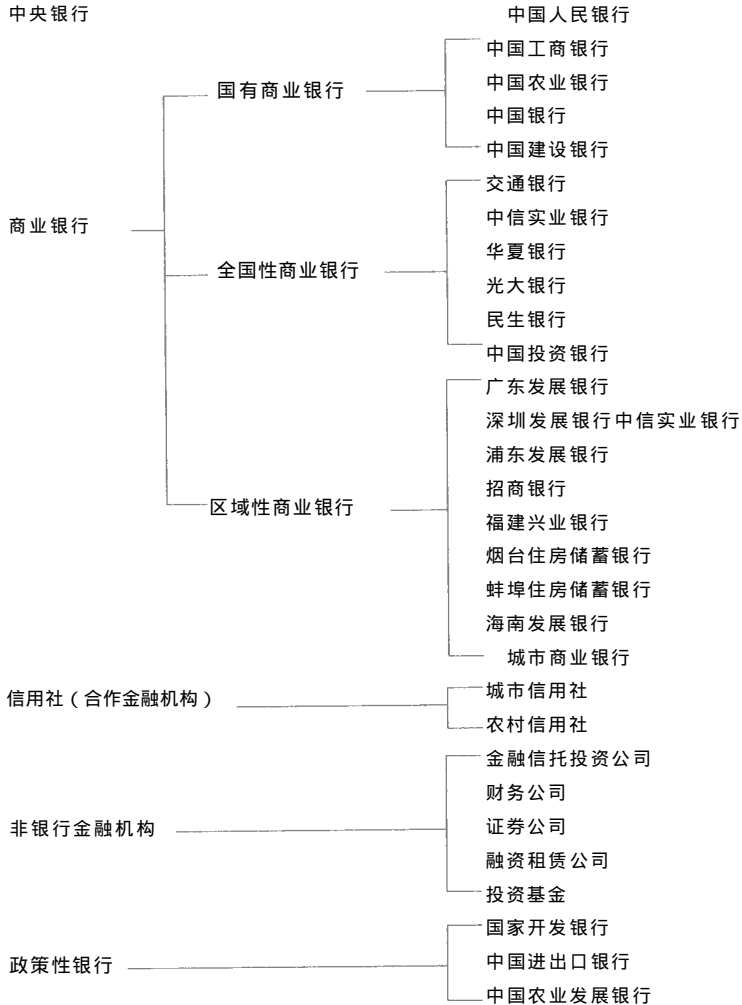


图 1-1 中国的金融组织体系

方面。

首先是国有商业银行。根据既定战略，我国原有的四家国有专

业银行将逐步转变为商业银行，并逐步实现资产负债比例管理和风险管理。确定的基本原则有四项：第一，以资金的来源制约资金的运用，即要按存款额的一定比率，确定贷款的规模。第二，资产和负债的结构要合理，其中最重要的是：长期资金运用必须有稳定的长期资金来源相对应，银行的资本金对其负债要保持一定的比率，银行的风险资产在总资产中不能超过一定比率，等等。第三，资金的配置要优化，要根据企业的资信的高低和企业的经营状况，实行择优限劣的信贷政策。第四，分散风险，规定：对一个客户的放款，不能超过银行资本金的一定比例，以避免贷款过于集中于个别企业。简言之，由于银行的资金来源是其对广大客户的负债，货币当局必须通过严格规定的各种比率，来保证银行资金有借有还，周转使用，还本付息，讲求效益。这对于我国银行业来说，是一项重要变革。但是，在 1994 年时，我们曾经设想，用大致两年的时间来完成这一转变。现在看来，这一估计是过于乐观了。这首先是因为，国有银行体制的改革同国有企业的改革密切相关，企业体制改革不可能快速完成，银行体制改革也就很难加速。如果国有商业银行立即就按效益和安全原则来发放贷款，立即就按照资产负债比例管理的四项原则来调整其贷款政策，那么，我们不仅要首先处理过去长期积累下来的十分棘手的银行坏账的经济问题，而且还面临着对长期亏损的某些国有企业给不给贷款支持的社会问题。从近 3 年的情况来看，要走出这个两难困境，绝非易事。其次，从国有银行内部来看，长期的计划经济体制，使得我们的国有银行无论是管理体制、经营思想，还是组织结构和人员素质，都是比较低下的。长期以来，我们的银行只以完成“上面”交代的任务为己任，基本不用顾及银行资金的使用效益问题。一是当赋予它们较多的自主权，让它们根据经济效益去从事经营活动，大多数银行实际上是无所措手。这种状况自 1994 年以来银行全行业出现存差之后，表现得尤为明显。再次，尽管对国有银行提出了商业化的要求，但是，各级政府及政府部门对银行的干预仍然存在，特别是，大量的基本

没有经济效益的对国有企业的政策性亏损贷款，甚至是“安定团结贷款”，仍然主要由国有银行承担着，这使得银行的商业化改造举步维艰。因此，国有银行的商业化改造，将是一个长期且艰难的过程。

新成立的三家政策性银行同样也面临着困难的局面，其突出表现就是资金来源不落实。按照设想，政策性银行的资本金由国家财政拨付，另外，还将通过向金融机构发行金融债券来筹集资金。但是，从目前的情况看，国家财政拨付的资本金尚未全部到位，致使政策性银行从一开始就同国有商业银行一样，陷入资本金不足的困境。向金融机构发行金融债券，固然可以筹得一部分资金，但高于法定利率的资金成本，使得任何政策性业务都很难开展。陷入如此的重重矛盾之中，我们不得不祭出传统的法宝——由中央银行提供资金。然而，用中央银行的基础货币来支持政策性银行的低收益甚至无收益的信贷活动，如同在传统体制下用中央银行资金来支持国有专业银行的低效率贷款活动一样，将埋下通货膨胀和不良资产的祸根——这已经被实践反复证实，而且正是我们力图要改变的。另外，在政策性银行的发展问题，以及在政策性金融业务中财政部门和金融部门的协调配合问题等等，都还没有很好地解决。凡此种种说明了：如何办好政策性银行，使之发挥应有的作用，仍然是我们今后要努力探讨的问题。

尽管存在着大量棘手问题，1997年我国银行业的改革还是取得了很大成绩。国有独资商业银行为了实现增长方式的转变，按照“严格控制机构总量，优化机构布局和结构”的原则，关闭了5300多家分支机构，迈出了机构改革的重重大步。

1998年，中国的银行业改革将加快进行。主要任务体现在三个方面。其一，加快建立现代银行体系。在这一年里，按照“经济、合理、精简、高效”的原则，中国将逐步减少国有商业银行的管理层次和分支机构，合并各商业银行省级分行和省会所在地城市分行，继续撤销一批长期亏损的基层分支机构，其业务则逐渐转向大中

城市 and 国有大中型企业。在这一年里，中国将制定政策性银行的管理条例，进一步规范政策性金融活动。中国还将继续促进区域性商业银行的股份制改造，发展城市商业银行。其二，建立现代银行制度。1998 年，中国的银行业将逐步按照商业银行法和国际标准，建立和完善银行制度，包括，提高资本充足率、健全银行的法人治理结构、完善资产负债比例管理制度、改革贷款分类制度、建立和完善财务会计制度等。

## 1.4 外汇体制改革与外汇市场的发展

1979 年国家外汇管理总局的成立，标志着外汇的动态已经成为影响中国经济运行的因素之一。而 1981 年首次对多年不变的人民币汇率进行调整，则标志着中国的外汇体制也开始了改革的历程。此前，人民币对美元的比价一直保持在 1.5 : 1 的水平上，但是，作为确定汇率基础之一的换汇成本远高于这一水平。为了鼓励企业多出口多创汇，政府从 1981 年开始实行内部贸易结算价，即对非贸易外汇仍旧按牌价结算，而对贸易外汇则按 2.8 : 1 的比价结算。内部贸易结算价的实行，立刻对出口给予较大刺激。到 1984 年末，国家外汇储备已由 1981 年的 47.7 亿美元激增到 144.2 亿美元。1985 年开始，政府取消了贸易内部结算价，而将外汇牌价统一调至 2.8 : 1。此后，根据换汇成本的变化，人民币汇率又做过多次调整。

1988 年之后，配合经济体制、特别是外贸体制的改革，我国的外汇管理制度又有了较大的改变。重大的变化有四项。其一，进一步完善已经开始试行的外汇留成制度，并允许留成外汇进入新成立的外汇调剂中心进行调剂；其二，各省、市、自治区逐渐设立了一些外汇调剂中心，办理本地区外汇调剂业务，北京设立全国外汇调剂中心，办理中央部门之间和各省（市）之间的外汇调剂业务；其三，人民币官方汇率继续做较大规模调整，1990 年 11 月 17 日人

民币对美元的牌价曾达到 5.2 : 1。1991 年 4 月 9 日之后 政府便开始对人民币牌价汇率实行有管理的浮动；人民币汇率随供求而即时调整，其水平逐渐由高估状态向正常水平逼近。其四，在建立不久的外汇调剂市场上，外汇价格可以根据供求状况比较自由地浮动。

真正具有革命性的变化发生在 1993 年。该年底，中国人民银行发布了《关于进一步改革外汇管理体制的公告》，并于 1994 年对我国外汇管理体制进行了一系列重大改革，主要包括两方面的内容：一方面，人民币官方汇率与市场汇率并轨，实行以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制度，建立全国统一的银行间外汇市场；另一方面，取消外汇留成与上缴制度，实行银行结售汇，对中资企业经常项目外汇收入实行强制结汇，同时允许其贸易项目下及与贸易有关的非贸易对外支付，持有效凭证直接到外汇指定银行兑换外汇和对外支付，实现人民币经常项目有条件可兑换。前者奠定了我国外汇分配领域市场机制的基本框架，后者则揭开了人民币迈向经常项目可兑换进程的序幕。

1994 年的改革加快了我国外汇自由化的进程，初步确立了市场调节在外汇资源配置中的主导地位，并对我国国际收支和国民经济运行产生了积极的影响。

首先，人民币汇率一次性大幅度法定贬值 33%（远高于同期其他经济指标的波动幅度），刺激了出口，抑制了进口，解决了人民币官方汇率长期高估，困扰外贸发展的问题，它大大改善了中国外贸部门的经营条件，促进了我国外贸收支的平衡。据海关统计，1994 年，中国出口增幅高达 32% 进口仅增长 11% 当年外贸收支由上年逆差 122 亿美元转为顺差 53 亿美元。1995 年出口增长仍达到 23% 进口保持 14% 的适度增长，外贸顺差 167 亿美元（详见表 1—1）。“八五”时期最后两年进出口的快速增长，使得对外贸易成为促进经济发展的新的增长点，外需扩张成为带动国民经济增长的主要动力之一。

表 1—1 “八五”期间中国国际收支平衡简表 单位：亿美元

	1991	1992	1993	1994	1995
经常项目差额	+132.7	+64.0	-119.0	+76.6	+16.2
对外贸易	+87.4	+51.8	-106.6	+72.9	+180.5
非贸易往来	+45.3	+12.2	-12.4	+3.7	-164.3
资本项目差额	+80.3	-2.5	+234.7	+326.4	+386.7
长期资本往来	+76.7	+6.6	+274.1	+357.6	+382.5
短期资本往来	+3.6	-9.1	-39.4	-31.1	+4.2
误差与遗漏	-67.9	-82.7	-98.0	-97.7	-178.1
储备资产增减	-145.1	+21.2	-17.7	-305.3	-224.8
外汇储备增减	-140.7	+22.7	-17.6	-304.2	-219.7

注：非贸易往来包括无偿转让；经常项目与资本项目及其各细项“+”代表顺差，“-”代表逆差；误差与遗漏项目“+”代表外汇流入，“-”代表外汇流出。

资料来源：国家外汇管理局。

其次，实行单一汇率制度，解决了对外国投资资本按官方汇率折算、投资利润以市场汇率调剂汇出的双重价格核算标准的问题，改善了外商投资环境；而人民币汇率一定程度的法定贬值，则进一步激发了外商来华投资的热情。1994年和1995年，我国在新批外商投资项目数和协议金额下降的情况下，仍保持了实际利用外商直接投资的快速增长，增速分别达到23%和12%，金额为338亿美元和377亿美元。使得我国自1993年起连续三年吸收外资总量仅次于美国，居世界第二位，成为外商投资的主要热点。从国际收支平衡表上看，我国资本项目的顺差由“八五”之初1991年的80亿美元扩大到1995年的387亿美元，其中长期资本往来顺差由77亿美元上升至382亿美元，占我国资本项目顺差的比重由96%增至99%，进一步巩固了以外商直接投资为主要形式的长期资本流入对资本项目顺差支持的地位，构成了相对稳定的资本存量结构，增强了我国国际收支平衡的抗震能力。1994年底和1995年初，当一些发展中国家和地区新兴资本市场受墨西哥金融危机冲

击，发生资本抽逃，中央银行被迫进入国内外汇市场，抛售外汇储备进行干预时，我国国内的资本市场却维持了基本稳定，外汇储备继续增加，人民币汇率仍保持了稳中趋升的总态势。

其三，1994 年以前，无论是计划内用官方汇率进行的外汇买卖，还是计划外用外汇调剂市场汇率进行的外汇交易，都需要主管部门及外汇管理部门的层层审批，手续繁琐，资金到位慢。而实行银行结售汇以后，银行用自有本外币资金办理对客户的外汇买卖，取消了用汇的计划审批，简化了外汇买卖手续，资金当天就可以到账，加快了企业资金周转，提高了企业经济效益，增强了企业的国际竞争能力。同时，中央银行通过规定外汇指定银行对外挂牌汇率相对于中央银行公布的基准汇率的浮动幅度和入市干预，对人民币汇率实行有管理的浮动，以维护汇率的稳定。1994 年汇率并轨以来，国际收支长期顺差，国内外汇持续供大于求，中央银行积极入市干预，平抑供求，稳定了汇率。到 1996 年 9 月底，人民币汇率基本稳定在 1 美元兑换 8.30 元人民币左右的水平，较并轨当初略有升值，升幅仅为 4.8%，而同期中央银行通过市场干预，不断收购市场卖超外汇，使国家外汇储备较 1993 年底增加了 350%，达到 954 亿美元。人民币汇率在外汇供大于求的情况下，保持稳中趋升的走势，保护了国内企业国际竞争能力，降低了汇兑风险，为国际收支活动创造了相对稳定的经营环境。

总之，1994 年外汇体制改革实现人民币经常项目有条件可兑换，大大放松经常项目外汇管制以来，由于各项改革措施的促进，加上国家坚持实施适度从紧的财政、货币政策，控制固定资产投资和货币信贷投放，抑制了过热的外汇需求，我国国际收支保持了收大于支，总体平衡有余的态势。

在 1994 年改革成功的基础上，1996 年，中国外汇管理体制又推出了一系列重大举措：将外商投资企业外汇买卖纳入银行结售汇体系，取消对其经常项目用汇的审批和限制，大幅度提高个人因私兑换外汇的供汇标准、扩大供汇范围，并取消 1994 年改革后其

他尚存的非贸易汇兑限制。11月27日，中国人民银行行长戴相龙致函国际货币基金组织总裁康德苏先生，宣布我国将从1996年12月1日起接受国际货币基金协定第八条第2、3、4款的义务，实现了人民币在经常项目下的完全可兑换。这是中国外汇体制改革的又一个里程碑。

从近3个月的运行情况来看，人民币实行经常项目下完全可兑换之后，对于中国贸易收支的平衡，对于外汇供求关系、对非贸易项目下的各项支出、对于外资的流入等等均产生了良好的影响，可以认为：中国外汇体制的进一步改革已经取得了初步的成功。

当然，1994年外汇体制改革以来，中国国际收支长期处于巨额顺差的境地，这固然提高了我国综合国力，坚定了社会各界对人民币币值稳定和改革开放政策的信心，推动了各项改革的进一步深化，但长期的巨额顺差，也是国际收支失衡的一种表现，对国民经济的运行也会造成一些负面影响。

问题的核心集中于外汇储备水平的适当性，以及较高的外汇储备水平对国民经济的影响上。

外汇储备的适当水平，是一个争论甚久、但迄无定论的问题。在国际社会中，有一个通用的经验标准，认为合理的外汇储备水平应当联系一国的进口规模、外债余额和国外直接投资余额等三个因素综合考虑。通常认为，一国的外汇储备应能满足3个月的进口需求、借用外债的还本付息需求、以及外商直接投资汇出利润的需求。按照我国进口1200亿美元左右、外债余额1200亿左右美元、外商直接投资1600亿美元左右的水平来计算，我国至少需要700亿美元左右的外汇储备。对于中国来说，在1997年中，有一个重要的特殊因素需要考虑，这就是香港的回归。香港的货币制度是建立在联系汇率制度之上的，为了保持香港的金融稳定和经济繁荣，我们的货币当局需要掌握一定量的外汇储备，以应付可能出现的意外情况。另外，我国已经宣布从1996年12月1日起实行人民币在经常项目下的完全可兑换。尽管我们仍然对资本项目实行较严

格的控制，但资本的境内外流动无疑比过去有了更为方便的条件。为了使国际资本的流动不致对国民经济产生不利的影 响，持有雄厚的外汇储备也是绝对必要的。将这样一些因素考虑在内，1000 亿美元的外汇储备，可以说只是略有充裕而已。

但是，对于外汇储备的经济影响，则需要做进一步的全面分析，至少，我们应当考虑外汇储备的形成机制以及它同宏观调控机制的关系。

外汇储备的形成主要有两个来源：经常项目顺差和资本项目顺差。从中国近年来的情况看，这两个来源的贡献大致参半。一般说来，来源于经常项目顺差的外汇储备，意味着一国过去生产的国民财富有一部分供外国人消费；这可能成为导致国内总供应不足和通货膨胀的因素。而来源于资本项目顺差的外汇储备，则是国外储蓄向国内的净转移，它意味着一国可以在当年超过本国的国民收入更多地利用国外的资源，同时也意味着该国在未来要向国外净额转移国民财富。在各国的实践中，经常项目和资本项目同时出现顺差，是较少见的现象；对于资金短缺的发展中国家来说，则更属异数。如果在一个较长的时期中，一国的资本项目顺差既不是为了满足平衡国际收支的需要，也不是为了净额进口（经常项目逆差）国外的资源或先进的设备和技术，那就需要认真对待了。具体到我国，近三年来出现的情况，恰正是经常项目和资本项目同时出现巨额顺差。这里的原因需要探讨，其经济影响则更待深入分析。总之，在外汇储备增长之中存在着很多未知的和不稳定的因素，绝不可等闲视之。

对任何国家来说，如果其他条件没有显著的变化，外汇储备增加都会给该国带来通货膨胀的压力。所谓“通货膨胀的国际传播”，说的就是这个意思。面对这种状况，一国的货币当局需要采取若干措施，来“对冲”这些通胀因素。我国中央银行近年来就通过减少对政府的债权、收回对商业银行的再贷款和发行金融债券等方式，对冲了外汇储备迅速增加的压力，其效果是显著的。但是，以上述方