

## 导论 中国金融改革的历程

作为全书的导论，本章将回顾我国中央银行体系及金融宏观调控机制、金融组织体系、货币市场、资本市场以及外汇体制等五个主要金融领域的改革进程，并对现存问题和未来发展略作评论。当然，这里的讨论是“鸟瞰”性的，主旨在于勾勒我国金融改革的概貌，为后文的研究作铺垫。

### 第一节 中央银行体制及金融宏观调控机制

中国的中央银行——中国人民银行已经有了近五十年的历史。但是，从中华人民共和国成立到 1984 年，由于中国实行的是“大一统”的集

中计划经济体制 在金融领域中 中国人民银行实际上独揽了中央银行与商业银行的全部职能 同时 它还是政府的一个部级行政机关。

1984 年，国务院决定由中国人民银行专门行使中央银行的职能，并将其一般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。主要表现在组织体系上 它仍然沿袭了按行政区划设置机构的传统做法 全国共有 2 446 个分支机构，全行职工多达 189 195 人 为全世界之最 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全社会的信用总量和分配结构；对于迅速发展的金融市场以及数量日益增多且业务日益多样化的金融机构，它基本上还未形成有效的间接调控与监督机制。如此等等，都使得中国人民银行和与市场经济相适应的真正的中央银行间还有很大的距离。这种状况 直到 1994 年才有了较大转变。

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职能的重新认定和货币政策的调整两大方面。

关于中国人民银行职能的认定，1994 年的改革进一步明确：稳定货币和监督管理金融业，是中国人民银行的两大职能。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。

货币政策是包括货币政策的目标和实现这些目标的操作手段在内的系统。由于长期实行计划经济体制，到 80 年代中期，中国尚无货币政策目标之说。1986 年通过的《中华人民共和国银行管理条例》首次将金融机构的任务界定为“发展经济、稳定货币、提高社会经济效益”算是对货币政策目标的一个粗略表述 其后 这一表述逐渐演变为“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，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的高速增长。其结果往往是诱发较高的通货膨胀，并导致国民经济周期性的大幅震荡和强制性调整。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，货币政策的目标被表述为“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且能够发挥的职能。它确认 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，但会给经济的发展和增长带来长期隐患。

货币政策目标调整之后，进一步的任务便是确定货币政策的中介目标。所以，需要在货币政策工具和货币政策目标之间设定一个中介目标。这是因为从技术上说，货币当局所掌握的各种政策工具均不可能直接作用于货币政策目标，而必须选择若干中间变量来传导货币政策工具的作用。

在 1994 年之前，由于我国没有界定清晰的货币政策目标，自然也就谈不上有什么设计周全的中介目标。长期以来，我们一直使用信贷计划和现金计划来控制货币供应。在全社会实行集中计划经济体制，同时中央银行也能直接控制全社会的信用资源并能使用行政手段来对之进行分配的条件下，这种调控手段是有效率的。但是，20 年的市场化改革，已经大大改变了这种调控机制赖以产生、运行并发挥效力的经济基础，使得信贷计划和现金计划在控制和分配全社会信用资源方面逐渐失去效力。面对这种局面，设定适当的货币政策中介目标并全面启用间接调控手段已经刻不容缓。1994 年 9 月中国人民银行首次按国际惯例公布中国的  $M_0$ 、 $M_1$  和  $M_2$  等三个层次的货币供应指标，同时更为积极地强化间接调控手段的使用，就是对这种状况的积极反应。1998 年贷款规模限制手段的最终废止，更使得中国金融宏观调控体系改革进入了一个新的阶段。

但是，中央银行体制以及金融宏观调控体系改革的任务远未完成。大致说来，面临的任務主要有四。

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明显的计划经济格局。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。<sup>①</sup>

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。在东南亚国家发生金融危机之后，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，1994—1997年，由于外汇储备的增长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。<sup>②</sup>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、再贴现率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，尚有大量工作要做。

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，同时解决对内、对外平衡两个问题。如今的形势已经完全不同。随着中国对外开放程度的提高，我们必须正视国

根据全国金融工作会议的安排，中国人民银行体制的调整将于1998—1999年底完成。

<sup>②</sup> 关于外汇储备增长与货币供应的关系，本书将在第十章和第十一章详细讨论。

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，都是我们过去从未遇到过的。

## 第二节 金融组织体系

1978—1984 年与经济主体的多样化和经济运行的市场化进程相适应，中国的金融体制也开始了多样化进程。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）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适应，1953 年时便已存在于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表明融资租赁业也开始进入中国的金融体系。

1985 年，随着中国人民银行开始独立行使中央银行职能，一个新的承接被分离出来的商业银行职能的国有专业银行——中国工商银行宣告成立。这样，在中国的银行体系中发挥主导作用的国有商业银行形成了基本框架。

以中央银行制度的建立为契机，中国掀起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——交通银行重新开业。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，第一家由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，又有十余家类似的股份制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 3 500 家。农村信用社适应乡镇企业的发展也飞速扩张，1997 年底，其总数已达 48 586 家。

非银行金融机构也迅速成长。大量中央政府部门、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，其规模很快就达到数十家。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深圳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 5 000 万元人民币，设立了淄博基金，并于次年获得中国人民银行总行批准，成为第一家较为规范的国内投资基金。1991 年以后，随着股票市场的兴起，证券公司在全国如雨后春笋般发展起来，最多时曾多达近 200 家。

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

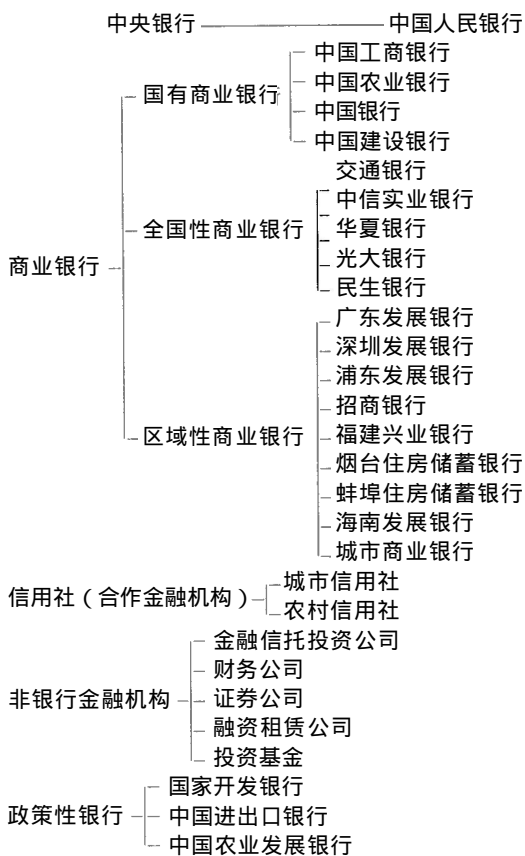
大规模的改组。

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，同时提出了国有专业银行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、深圳和上海的三家城市商业银行，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 个城市进行了组建城市商业银行的试验，<sup>①</sup> 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。

中国金融组织体系的基本结构如下页图所示。

地方性商业银行是在城市信用社的基础上重新组建的，而城市信用社一直被定性为合作金融机构，因此，这些新组建的金融机构最初被称为“城市合作银行”。在这些机构组建之初，理论界就曾指出，城市信用社以及城市合作银行，在性质上更接近于商业银行。1997 年底，中国人民银行决定将“城市合作银行”改称“城市商业银行”。



中国金融组织体系图

资料来源 根据《中国金融展望》资料绘制。

中国的金融组织体系经过近二十年的不断改革，应当说已经初步建立了现代化的构架，但是，毋庸讳言，我们面临的问题仍然是十分复杂的。

首先是银行业、证券业、保险业分业经营问题。众所周知，从本世纪 30 年代开始，分业经营的确在相当长的时期中成为主宰世界各国金融结构的主要格局。首开先河者是美国，其后，那些模仿美国金融模式的国家也相继效法。但是，70 年代末期以来，随着金融创新和新技术的发展，混业经营已经成为新的世界趋势，领导这一潮流的仍然是美国。<sup>①</sup>在这种形势下，我们固然可以强调“中国特色”，而不理会世界潮流，但是，分业能否真正实行，它是否能有效地如我们设想的那样达到防范金融风险的目的，是否有利于我们的国有大商业银行有效地参加国际竞争，都是可以存疑的。

其次是国有商业银行的改革。在 1994 年时，管理当局曾经设想，要用大致三年或稍长一些的时间来完成国有专业银行向国有商业银行的转变。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，国有企业的改革不可能快速完成，国有银行体制的改革也就很难加速。如果国有商业银行立即按效益和安全原则来发放贷款，立即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

国际货币基金组织在总结本世纪 70 年代以来金融全球化发展趋势时，就把商业银行、投资银行、证券业、保险业的混业经营列为体现金融全球化的四大趋势之一。详见 IMF: *International Capital Markets, Annex 5, Globalization of Finance and Financial Risks*. Sept., 1998.

十分棘手的银行不良资产所带来的经济问题，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。从四年来的情况看，要走出这个两难困境，绝不是非常容易的事情。其二，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的内部治理结构，无论是产权制度、管理体制、经营思想，还是组织结构和人员素质，都很不适应市场经济的需要。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。一旦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手足无措的。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。其三，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。1998 年以来，我国经济出现了明显的“买方市场”格局，经济增长的势头也趋缓慢。为了刺激经济增长，政府又对国有商业银行的贷款提出了较硬的指标要求，中央银行在某种程度上重新拣起了计划调控手段。在这种宏观经济环境下，国有银行的商业化改造问题，事实上被延缓了。

政策性银行同样也面临着困难的局面。首先是资金来源不落实。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，从三年多实际运行的情况看，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。陷入如此棘手的重重矛盾之中，我们不得不拿出传统的法宝——由中央银行提供资金。<sup>①</sup>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益贷款活动一样，将埋下通货膨胀和不良资产的祸根——这已经被国内外的实践反复证实，而且正是我们力图要改变的。更为重要的是政策性银行的发展方向问题。确实，第二次世界大战以后，若干后起国家利用政策性银行这种金融组织形式，曾经大大促进了本国经济的发展，甚至创造了经济奇迹。但是，1997年下半年开始的亚洲金融危机则向我国政策性银行的发展提出了严峻的挑战。在这些发生危机的国家中，特别是韩国和日本，都有十分发达且历史悠久的政策性银行体系。在相当程度上，我国的政策性银行体系就是仿效它们的模式建立起来的。然而，现在的初步研究表明，正是大量的政策性金融机构和政策性业务，扭曲了亚洲国家的金融体系，这扭曲的金融体系，正是造成此次亚洲金融危机的重要因素之一。在这种不利的国内外情势下，如何办好中国的政策性银行，的确颇费思量。

<sup>①</sup> 1996年末，中央银行对政策性银行的贷款占对金融机构贷款总量的54.75%，占中央银行资产运用总量的28.56%。其中，仅中国农业发展银行占用的中央银行贷款就高达6096亿元。

### 第三节 货币市场

根据交易工具来划分，中国的货币市场主要包含同业拆借市场、国债回购市场、票据市场、大额可转让存单市场以及企业债券（短期公司债券）市场等。实践表明，货币市场已经对中国的企业之间、金融机构之间以及企业和金融机构之间的短期融资活动发挥了重要作用，它也为中国货币当局金融宏观调控机制的转变提供了适当的条件。

#### ——同业拆借市场

1978—1984年，随着中国人民保险公司、中国人民建设银行、中国农业银行和中国工商银行的相继恢复和组建，人民银行内部的管理体制也有了变化。总行对于数以千计的基层分支行的信贷活动，层层采取了类似承包制的做法。多种金融机构的出现、人民银行各级分支机构利益的确立和逐渐强化，使得资金在不同金融机构之间以及在不同地区之间的流动有了必要和可能。从1981年开始，在中国经济最发达的江苏和浙江地区就出现了一些‘地下’的以调节资金余缺为目的的资金拆借活动。

1984年，中国人民银行开始独立行使中央银行职能。与此相应，人民银行在沿用信贷分配的手段控制全社会信贷资源的同时，对各专业银行提出了提取法定准备金的要求。这种格局确立之后，以媒介银行短期头寸为主要功能的资金拆借便名正言顺地进入了中国的金融活动之中。1985年，国家体改委和中国人民银行总行在金融体制改革试点城市座谈会上，将建立银行同业拆借市场列为金融体制改革的重点内容。

1986年1月，国务院颁布了《中国人民银行管理暂行条例》，其中规定“为了调剂资金头寸，专业银行之间的资金可以相互拆借”。从这之后，中国拆借的市场迅速成长，并很快达到相当大的规模。

1986年以后，中国的拆借市场大致经历了三个发展阶段。

1986—1991年为起步阶段。在这一时期中，拆借市场迅猛扩大，交易量成倍增加。据不完全统计，拆借市场的交易额，1986年仅为300亿元左右，1987年便猛增到2300多亿元，1988年更上升至2621多亿元。由于缺乏必要的规范，市场的迅猛发展也带来了一系列问题，例如经营资金拆借业务的机构混乱、利率飙升、期限不断延长等等。拆借市场的混乱，对1988年的严重通货膨胀，产生了推波助澜的作用。面对这一局面，人民银行于1988年6月开始对拆借市场进行整顿。人民银行总行要求：经营同业拆借业务的融资公司都应置于人民银行的领导之下，以使融资公司的活动能够符合金融宏观调控目标的要求。同年9月，人民银行总行又下发文件，撤销了融资公司，严格限制非银行金融机构进入资金拆借市场，并对专业银行拆借资金的用途作了严格的限制。虽然人民银行加强了对拆借市场的控制和管理（例如，它于1990年3月下发了《同业拆借管理试行办法》，并根据该办法对拆借利率实行上限控制，同时还严格规定了拆借主体、拆借期限及拆借资金用途等等），但是，拆借市场中的融资量并未显著下降，1989—1991年，拆借市场的融资量分别达到2200亿元、2370亿元和2927亿元。

1992年春，中国经济进入建国以来的第九个增长周期，

货币市场则进入第二个高速增长阶段,1993年7月后虽着手整顿,但拆借市场的发展势头依然未减。1993年同业拆借量达4000亿元左右,1994年达5000亿元左右,1995年则突破万亿元大关。从1992年初开始的拆借市场的再次高速增长,显示了一些不同于以往的特点:(1)资金的拆借量高速扩展。1993年,仅工、农、中、建、交和中信等六家银行的资金拆借量就达6200多亿元,比前一紧缩时期增加了一倍以上。(2)拆借市场与银行信贷业务的联系更加密切,与票据市场、国库券市场相互影响,对资本市场的影响力度也大为增强。(3)违规行为明显增加。例如,人民银行规定,拆借利率上限为月利率6%,但在实际交易中,月利率可能高达15%。在南方的一些城市,月利率甚至高达20%。另外,延长拆借期限、变短期资金为长期资金、通过拆借市场将资金转投于房地产和证券市场等现象也十分严重。同业拆借市场的混乱,严重干扰了正常的金融秩序,进一步扭曲了金融关系,致使人民银行从1993年下半年起又先后出台了一系列政策法规,对拆借市场的利率、期限、资金用途、中介机构、运行秩序及其他关系进行了全面整顿。这一系列规定和政策大大规范了拆借市场的各种行为,拆借市场的交易量随之迅速下降,利率明显回落,期限大大缩短,中介机构大为减少,拆借市场的秩序明显好转。

鉴于同业拆借市场已经成为中国金融市场中的一个重要部分,并考虑到中央银行转变金融调控机制的需要,中国人民银行决定从1996年起再次对拆借市场进行大规模整顿,并于1996年1月3日启动了全国统一的同业拆借市场。自此,中国的拆借市场进入了一个新的发展阶段。

统一的拆借市场分为两个交易网络,即一级网络和二级

网络。中国金融体制改革的方向之一是逐渐改变过去那种资金分块管理的状况，让各家商业银行总行作为一级法人对自己系统内的资金进行统一调度和管理。根据这一要求以及统一货币市场的需要，人民银行总行利用上海外汇交易中心建起了全国统一的资金拆借屏幕市场，它构成了全国银行间同业拆借的一级网络。一级网络的交易主体包含了全国 20 家商业银行总行、全国性的金融信托投资公司以及挂靠各地方人民银行的 35 家融资中心(事业法人)。二级网络以 35 家融资中心为核心组成，它们利用电话、传真和省内计算机联网进行交易。进入该网络进行交易的是经各商业银行总行授权的地市级以上的分支机构以及在当地人民银行开户的城乡信用社和非银行金融机构。从运行上看，融资中心在不断促成本辖区内交易的同时，也将交易差额输入一级网络进行平衡。在这个过程中，各地融资中心完成了两级网络之间的信息传输和资金流动。可以说这套体系建立之后，中国统一的同业拆借市场的框架已经基本形成。这不仅为于 1996 年 4 月开展的中央银行公开市场操作奠定了良好的基础，也为利率的市场化改革创造了一个好的开端。

当然，银行间同业拆借市场的运行还存在一些问题。

首先是利率体系不合理。例如，1996 年初拆借市场利率为 13%~14%，但中央银行的再贷款利率却只有 10%~11%。利率的“倒挂”很容易导致商业银行利用央行再贷款到市场上进行资金拆借的投机行为发生。事实上，前几年拆借市场交易迅速增长，在很大程度上就是基于这种机制。这种状况如果继续存在，不仅会扭曲拆借市场的运行，而且会给中央银行传导错误的信息，使货币政策的制定失去科学的基

础。有鉴于此，中央银行下一步改革的紧迫而重要的任务就是调整这种不合理的利率结构并严格控制中央银行贷款。通过理顺利率结构和控制中央银行贷款，中国金融市场上才能形成一种合理的利益约束机制，它将迫使资金头寸不足的金融机构首先到市场上融资，然后才考虑利用中央银行的再贷款和再贴现窗口。这样，中国人民银行才能真正确立其“最后贷款人”的地位，其货币政策才能够真正发挥效力。

其二，货币当局对拆借市场的运行还缺乏明确的规则和管理办法。通过一段时间的运行，中央银行已经深刻地感觉到这一点。目前，有关的交易规则和监管办法正在制定过程中。

其三，拆借市场的组织还有待完善。例如，在这个市场上，需要不需要存在若干以经营短期资金为职能的短期融资公司；各大商业银行如何处理好内部资金统一调配与各地区之间资金横向融通的关系；等等。

其四，银行间同业拆借市场虽然已经有了反映资金松紧状况的作用，但还未形成灵敏地传导货币政策意图的机制。要达到这一目标，还有大量的工作要做。例如，中央银行基础货币的供应机制必须改变；商业银行的准备金管理体制必须改革；对于拆借市场利率的动态，中央银行不仅应及时掌握，还要适当进行干预。

其五，由于各种原因，中国的拆借市场还在一定程度上发挥着资本市场的功能。就是说，大量不能在正规的股票市场、债券市场以及银行体系中取得长期资金的经济主体还在通过这个市场取得资金，致使拆借市场常有不规范行为发生，致使在正规的拆借市场之外，仍然有“地下”拆借活动在进行。出现此类现象的原因，在于中国的金融结构与业已发生极大变