



均衡的条件是：

$$\begin{cases} S = S_1 + S_2 \\ M + m = (M_1 + m) + M_2 \\ (M_1 + m) - s = S_1 \\ M_2 = S_2 \end{cases} \quad \text{或} \quad \begin{cases} S = S_1 + S_2 \\ M + m = M_1 + (M_2 + m) \\ M_1 - s = S_1 - s \\ M_2 + m = S_2 + m \end{cases}$$

就计划体制来说，在有储蓄的条件下，可有两极的选择：一极是供给结构不变，投向消费者的货币可多于其当期需求；另一极是货币多投向积累行为，而供给结构可压消费品比例，增积累品比例。当然也可选两极之间的任一点。但不管如何，市场供给与货币供给的安排是并列进行的。后者大于前者，均衡则是靠过程中货币供给的一部分逐步以储蓄形态处于不买的状态而得到保证。也正是在这种情况下，才有“笼子中的老虎”。银行的同志是懂得这点的，但解释为“储蓄的钱已经用了，不能再用第二次”。其实不然，从宏观角度说，它的作用也就在于“不用”。

现代经济中银行体系的结构及其运行机制要复杂得多。在这种条件下，上述的过程是否仍然是真的？比如，储蓄是商业性经营的诸多银行的资金来源，那不是应该说，不动的货币又通过诸多商业银行使之动起来了吗？对于这个问题可以这样回答：从总体上看，不论有如何复杂的银行体系，上述的过程都是客观实在的本质联系。但要详细描述运行机制的具体运作过程，那是教科书的任务。这里倒是可以谈谈人们通常对现代储蓄的误解。在金属货币流通条件下，过程的确是这样：顾客用金币向银行储蓄，银行有了金币就可把其中的一部分贷给需要的顾客，储蓄进来的金币由银行又付出了，“不动的”变成“动的”。至于那时储蓄账户的金额只不过是一种债权债务的记



载。现在，顾客在银行储蓄账户上的存款意味着原来动着的货币变成不动的，并从而作为“准货币”的一部分被包括在 M2 口径的货币供给之中。至于是否据以相应扩大了贷款，对储蓄金额之列入 M2 均无影响：没有据以相应扩大贷款，是这样的储蓄金额；据以相应扩大了贷款，也仍然是这样的储蓄金额。因为扩大贷款，不论其金额多少，储蓄存款的金额是绝不会因之而减少一分一毫的。这时，贷款的意义，如同前面已经指出的，是扩大货币供给：或是增加存款，或是增加钞票的发行。所以，吸收储蓄发放贷款的过程不是让不动的钱动了，而是不动的钱依然不动，发生的变化只是创造了新的货币供给。当然，其中大部分会是动的，同时又会有一部分形成新增的储蓄。

如果说过去人们只关注储蓄，近些年来，则出现了很多新的兴奋点，如内部集资、发行公司债券、发行股票等等。人们相当普遍地认为，这些都是解决资金不足问题的有效手段。因而，纷纷搞集资、办公司的风潮突起，似乎资金潜力无穷。

对此，从宏观角度已多有讨论。有的银行工作者说，不论是内部集资，还是发行公司债券、发行股票，都不过是银行储蓄的转移：原有的储蓄，部分被提走了，新的收入中本可储蓄的部分不储蓄了，因而削弱了银行的力量。但也有持反对意见者反驳道：储蓄减少了，但集资的收入主要还是存在银行，即经营单位的存款增加了，所以，银行资金来源总额没有减少，银行信贷力量并未削弱。这两种观点，表面看来好像颇有道理，其实，都是属似是而非的。只要从宏观展开眼界，从货币供给、从市场供求均衡的角度来看，问题并非如此。储蓄一般可说是不动的钱，它只能计人 M2；经营单位的存款则是要支用的钱，那是属于 M1 的范围。所以集资的过程基本是把只能



计入 M2 的货币供给变成了 M1，从而即期市场需求加大。显然，对宏观均衡来说，这是有其客观界限的。转化的量超过这个界限，就会成为破坏市场均衡的因素。

很多人认为内部集资、发公司债券、办公司发股票，可以解决资金不足的矛盾。这是从一个单位的角度，也即从微观角度进行分析所得出的判断。但如果用这种微观观点观察整体，认为这些集资方式可以解决整个国家资金的不足，那就错了。因为从宏观角度观察，当用这些方法把货币集中在一起之际，社会实际资源不会有任何增加，增加的只是现实的购买力。也许可以设想，在这部分现实购买力增加的同时，银行相应压缩贷款规模，减少货币供给总量，从而市场供求对比可以不变。但这样的假设至少在目前是不成立的。在当前对银行信贷需求绷得很紧的情况下，银行信贷实际很难压缩——除非实行非常的紧缩政策。也许还可设想，从动态角度考虑，储蓄集中于银行并由银行据以进行信贷资金分配——通称间接融资，其资源配置和运用的效率可能不如各基层经营单位自己集资——通称直接融资。当银行体制在改革过程中还存在颇多矛盾的时候，这种推断也不是没有道理。但效率的发挥要有一个过程。从结果上说，高效率的融资方式将会更多地增加供给，创造更多的资金。但在眼下，在过程的始点，它们立即产生的直接效果还是冲击总供求的均衡。所以，目前的集资热正是必须严肃对待并加以必要控制的问题。

同这里讨论的集资热相类似的一个问题，是从 80 年代中期开始提出的为解决国家资金困难而出售国有资产的方案。比如把国有资产变成股份，在不影响公有制为主导的前提下出售一部分股份，将其中一部分集中起来用于重点基本建设投资，其余部分可由企业用于更新改造和增补自有资金等方面。



这样的方案如果变成实践，的确非常理想。但是，现在的问题是谁来买。

一是外国资本来买。那么，外资愿意买的我们肯不肯卖；我们肯卖的外资愿不愿意买；既肯卖又愿买的有多大比例；而且在目前已有的外资向中国投资的方式和规模之下，其中有哪些可转向用来购买方案中要出售的国有资产；在现有规模之外还有多大增加投资的积极性等等。这需要专门讨论，恐怕至少不是无限的。

如果主要靠中国人自己来买，那么钱从何而来？储蓄余额1992年底为11545.4亿元，如果动用一半购买国有资产就很可观。但问题是，用这么多的储蓄把国有资产买下，市场上立即就会增加6000多亿元的购买力，那么市场均衡如何保证？或许还可对流通中的钞票打打算盘。1992年底有4000多亿元钞票，即使把存在箱子底的1000亿元钞票拿出来购买国有资产，也意味着多增加1000亿元需求。至于流通着的钞票各有其需要购买的对象，到底是哪种支出可以压缩以用来购买国有资产呢？如果无可压缩，那也就无力进行这种购买。当然也可设想把方案实现的时间拉长，如一年只出售100亿元或更少一点的国有资产。如果是这样，每年增加100亿元上下的市场需求，那对均衡的影响倒也不很大。但这样的方案也就没有什么可以吸引人的魅力了。恐怕方案设计者的初衷也不是这样。

总之，不论什么样的筹资方式，也不论什么样的解决全局资金短缺的方案，宏观分析所要把握的核心就是总量界限——市场总供给与总需求的对比界限，货币供给增减以及有多大部分形成现实市场需求的界限，等等。只要这个核心把握住了，任何令人扑朔迷离的现象均不会把我们的思路导入歧途，并有可能作出正确、清醒的判断。



关于当前宏观经济 问题的一些思考

作者解题

1993年7月初开始了“加强宏观调控”的过程。如果可以用1996年把这一过程划个阶段，从过热到“软着陆”，表明宏观调控的实施非常成功，领导艺术可圈可点。至于在过程中还有这样那样的问题，还有这样那样的看法，不足为怪。一点问题挑不出，一点分歧不存在，倒是难以理解的——十全十美是理想，不是现实生活。这是我有关这一过程开始时的想法——或许可以说是结合经济规律思考了宏观干预决策艺术的一些想法。

由于《光明日报》约稿，遂写了出来。发表于1993年8月24日的《光明日报》。

收入《黄达文集》。

2006年8月

当前大家关注的中心是经济形势：经济是否已经处于过热的状态；物价上涨是否会突破社会心理承受能力的界限；怎样缓解矛盾以使经济不重复类似1988年、1989年和1990年的状



况，等等。回答这类问题涉及对有关信息的掌握和据以进行的判断。而判断则受宏观经济理论观点所左右——不同的观点会有不同的答案；当然相同的答案也可能由不同的观点得出。

在这里想谈谈有关宏观经济的一些看法同大家一起讨论。

波动地发展像是客观的必然

对于经济的发展人们希望的几乎都是平稳增长的格局。在以社会主义代替资本主义的革命斗争中，人们企求的具体目标之一就是摆脱危机并使类如 30 年代世界大危机和大萧条的历史不再重演。建国后我们建设计划经济的努力则是为了实现“无危机的一贯高涨”。但是直到“文化大革命”之前，17 年经济的发展不仅并不平稳，而且还经历了大起大落。改革开放之后，我们逐步形成“持续、稳定、协调”发展的提法，其精神也无非是使经济不要大起大落。但回忆从 1977 年开始的这 16 年多，波动还是极其明显的。

1977—1980 年，经济从恢复到增长。但 1979 年、1980 年，财政连续两年的巨大赤字结束了乐观看法并迫使采取紧缩政策。这造成 1981—1982 年增长的低谷和一时的供过于求。

1982 年下半年生产资料价格随基建投资的增加而回升。经过 1983 年，对经济增长的乐观情绪在 1984 年达到波峰。1984 年的货币供给失控引出了 1985 年“软着陆”方针的出台。但软着陆、不着陆，想要紧缩而实为扩张。中间，在 1986 年虽有一个小小的低谷，但总的说，扩张一直持续到 1988 年。1988 年 8 月的市场形势迫使严峻紧缩政策的付诸实施，于是有 1989 年和 1990 年经济增长的大波谷。



1991年下半年逐步走出低谷，1992年经济迅速增长。今年上半年，这种高速增长趋势依然保持着强劲势头。如1—5月社会投资较去年同期高七成。

描述这些状况只是说明经济起落的客观过程总是违背我们的意愿而存在。

这里有两个问题：（1）经济发展本身是否的确存在无波动增长的可能性；（2）问题是否出在决策指导思想。关于第一个问题，过去计划理论说有可能，但事实上并没有得到严密的理论论证。而马克思关于固定资产更新周期的分析，西方现代经济学关于周期和加速原理等研究，却都从不同角度说明了波动之难以避免。关于第二个问题，人们通常指责对速度的片面追求，但如果波动是发展过程的必然伴随者，决策的作用再大也难以使波动消失，恐怕至多只能缓和波动的震荡并力求在波动之中推进经济增长。然而人们评价决策的时候，对主观愿望与客观可能往往是笼而统之模糊不清地搅在一起，不加区分。

速度与稳定不能只求其一

对于任何决策者来说，不管是东方的还是西方的，事实上都不能回避速度（西方经济学用成长、就业的概念）与稳定的关系问题。

就中国来说，速度，改革开放前是热门话题，改革开放后仍然如此。定了2000年的目标，大家都表示赞成，但也不是没有人怀疑这个目标是否有追速度的味道。现在强调抓住机遇，加快改革和建设，也不是无人顾虑会否重蹈追速度的老路。“一遭被蛇咬，十年畏井绳”，有这样的顾虑完全可以理



解。但问题是在现实生活中，没有一定的速度很难处理生活中的种种矛盾：收入水平难以有最低限度的提高；分配不均缺乏加以调整的余地；照顾了当前的利益则只能舍弃长远利益，照顾了长远利益则当前的日子就不好过，等等。全国如此，地方也如此。有的地方没有速度连必要的工资也发不出去。经常听到这样的议论：不要屈从于当前的困难，下决心顶过去，将来会有真正的速度。道理不错，但问题是当前的困难——如上面所说的这些——是否真能顶过去。革命战争期间，为了争取革命的胜利，雪山草地那样的困难也能顶过去；现在无疑不会有那样的困难，但比它小千百倍的困难也会现实地顶不过去。如果联系国际环境，无速度则无综合国力的增强，就得受制于人。一个人可以忍辱，可以去国；一个民族、一个国家不奋起则无生存空间。总之，讲速度，绝不简单是主观的愿望，而是生活本身所提出的客观要求。

上速度，就要有投资的保证。过大规模的投资必然有市场供求的失衡和物价波动。对一个开放经济来说，还会引起国际收支的紧张和汇率的波动。这些都意味着稳定受到威胁。稳定遭到严重威胁乃至遭到破坏，反转过来又会使社会丧失其保持较高速度发展所必要的经济的、社会的和政治的前提。这也是我们熟知的摆脱不掉的客观规律。

然而稳定本身不能孤立地成为目标。比如在当今世界上确曾存在过长期“稳定”但却低速发展的实例。可是过低速度所造成的停滞使对内、对外矛盾在压抑中日益积累并最终以更具灾难性的不稳定来结束这一过程。

由此似可得出结论：经济发展要快，但不得超越稳定所允许的限度；而稳定则必须伴随速度，否则稳定本身也不存在。

如果结合着经济发展过程本身不能避免波动的客观必然来



把握速度与稳定的统一，思路是否应该是这样：经济刚有点热，切勿过早作出过热的判断并要求立即紧缩，而应是抓住机遇推进热的过程，避免机遇过早地从身边滑过；同时则应保持冷静，控制升温过程，防止热过了头，以致不得不严厉紧缩以致使经济陷入巨大波谷。当经济发展进入低潮，则不应立即强行启动，而是给经济自身以调整机会并为迎接经济再次热起来准备条件。如何把握火候，使速度与稳定这两者的关系得到理想的处理，靠的只能是领导艺术。但艺术境界却是很难期其必成的。不过还是可以提出这样的忠告：热切忌陶醉，冷切忌张皇。

金融幻觉与通货膨胀

对于指导经济，可以说没有人从内心就认为应该坚持这样的主张：热必须热过头，快必须超越客观可能。但经验告诉我们，通常总是一热就过头，一快就超越客观界限。那就是说，当事实即将甚或已经过头的时候，人们却还不醒悟。其所以会如此，往往是在一些错误思路的支撑下自己蒙蔽了自己的眼睛。

经济建设要上，一个主要矛盾就是资金问题，或者更通俗地说，是在钱的方面。

就是在实施计划经济的 1958 年那个时候，也存在要“大跃进”，必须有巨额的资金支持。当时财政提出“以大支促大收”，银行提出“以大放促大存”，一时之间，任何资金需求几乎都得到了满足。于是，证明了“大跃进”完全具有资金的保证。当醒悟到这样的财政金融方针不过是实施通货膨胀时，狂



热的“大跃进”已成事实。

在向市场经济体制改革的进程中，资金的地位更突出了——有了钱，何愁不能加快发展！但资金从何而来？改革开放后，人们日益把目光集中在金融领域。

在计划体制下，资金的主要供给者是财政，改革开放后，主要的供给者则由财政转向金融。可用 1965 年说明计划经济时的情况。那年财政有关经济建设的各项支出为 252.18 亿元，同年信贷资金的增长额为 68.6 亿元。而在市场取向的改革进行了十多年后的 1991 年，财政有关经济建设的各项支出为 1 267.94 亿元，信贷资金，只算国家银行系统，在这一年即增长了 3 776.1 亿元，如果考虑到国家银行系统之外，比这个数字还要大得多。相互消长是显而易见的。在商品货币关系和市场机制日益扩展的条件下，金融作用的增强有其内在根据，本不足为奇。但由于其力量的增强过于迅速，以致人们模模糊糊地把它视为取之不竭的聚宝盆。

应该说，对于金融我们是不熟悉的，特别是从宏观角度考察更为陌生。在现代的经济机制中，金融的核心就是在信贷活动的基础上创造货币供给；信贷扩张，货币供给增加；信贷紧缩，货币供给减少。分别就各个金融机构说，它的扩张是有限度的；而就整个金融体系说，扩张、紧缩只在于政策的掌握。比方说，国家要实行扩张政策，信贷规模可以很容易地扩大。信贷扩大的同时也就相应扩大货币供给：如果说扩大现钞发行还有一个印刷机转速的问题；至于扩大存款形态的货币，只需要账页、钢笔、墨水即可实现。所以一般说来，扩张政策在技术上没有什么限制。这也就是金融给人以取之不竭这样幻觉的原因。但在经济上却有真正不可逾越的界限，那就是过多的货币供给造成物价上涨，破坏了经济发展的环境，以致迫使人们



不得不实行紧缩政策。这就是说，这个聚宝盆实际并非取之不竭的。

问题是客观界限到底在哪里很难把握。1982年下半年开始的扩张过程，不久即引起对通货膨胀的担忧，不时可以听到“狼来了”的警告。1984年底似乎“狼”真的要来了，但1985年并没有来——物价当年上升幅度虽然较大，可是全国仍是一片乐观情绪。1986年、1987年依然如此。直到1988年夏秋之交“狼”才真正来了，至此才现实认识到扩张的极限。

到了这时人人都会成为“明白人”：早就应该控制了。问题是“狼来了”的说法几乎从经济刚刚开始升温的时候就有了，过早地让“狼来了”的喊声吓回去也绝非是好的选择。这又回到决策艺术的问题上，而金融现象的难以捉摸又对决策艺术提出了更高的要求。

“笼子里的老虎”与“死钱变活钱”

金融现象，说复杂，很复杂；说简单，其实也很简单。前面提到，金融的核心是在信贷活动的基础上创造货币供给。货币供给是市场需求的载体，关系市场需求；市场需求的多少关系市场供求的对比，而这一对比又影响物价水平，关系经济能否稳定。

货币供给多了，物价水平是否一定相应上涨呢？不一定。因为其间还有市场需求与供求对比等环节。就金融角度来说，特别是要弄清货币供给与市场需求的关系，这是分析很多金融问题必须把握的关键。

一般说来，货币供给增多，社会总需求增大；反之，则总



需求减少。但它们之间又绝非必然存在等比关系。其主要原因在于：（1）货币供给必然要划分为两部分，一部分要现实用于购买，形成考察期间的市场需求；一部分则面对流通而不流通，不用于当前的购买，因而形成不了考察期间的市场需求。（2）原来预定要用于现实购买的，由于种种原因可能转化为不动用的；同样，原来不动用的由于种种原因也可能转化为用于现实购买的。

对于货币供给的这种特点我们似了解又似不了解。我们通常用“笼子里的两只老虎”来形容居民手中“沉淀的”即短期甚至长期不派用场的现金和在银行中的储蓄。所谓在“笼子里”，是说它们没有用来购买；所谓“老虎”是说它们一旦购买，后果不堪设想。以1991年为例，年底社会商业库存总额为4237.9亿元，而同期的储蓄总额为9107亿元，现金发行量为3177.8亿元。显然，“老虎”真的出笼，无疑会把库存彻底吃光。这里用关在笼子里和跑出笼子外来形容货币供给的两种状态，表明人们懂得两种状态的区分和转化的可能性。但另外的一些说法又表明人们不懂这个道理。比如有一种最流行的见解，认为应该把死钱变活钱：现金存在箱子底是死钱，拿出来投资，是死钱变活钱；银行储蓄是死钱，拿出来投资，也是死钱变活钱。而钱用活了，则利己利国。的确，从个人、从单位来说，道理是毋庸置疑的。但从宏观角度看，如果当时的市场是处于稳定状态，那么部分钱“死”在那里正是保证总供求协调的条件；要是把它变活，也就是把它从笼子里放出来，则会成为动摇稳定的“老虎”。显然，在这种情况下，死钱不应变为活钱。

人们往往会提出这样的问题：作为金融机构的任务正是要通过大力吸收储蓄来扩大信贷以支持经济发展，也就是说正是



要把死钱变活钱。其实，银行吸收储蓄是把活钱变成死钱；吸收了储蓄再扩大贷款，储蓄的金额一分一厘也不能减少，即死钱一点也没有动；至于扩大的贷款则是创造新的货币供给，当然这新的货币供给，其主要部分必然是活钱——不用钱不会借钱。简言之，不是死钱变活钱，而是活钱变死钱，死钱不动，再创造活钱。通常再创造的活钱会大于由活钱变来的死钱。

再说回来，整个货币供给中必然有一个相当部分的“死钱”，而且它在货币供给总额中的比例可变。也正是由于这个特点，于是就往往造成一些矛盾现象。如 1989 年和 1990 年，为了启动市场，曾大幅度增加了货币供给。但市场需求依然增长乏力。而在改革开放以来的大多数年份，货币供给的增长幅度一直很大，但市场需求的增长幅度却未等比增加，从而保证了市场的相对均衡。

货币供给部分活、部分死，道理也许不难说清。但由于它们可以相互转化，这种转化又一般不受行政命令的干预，所以如何在动态过程中通过宏观调控以使“活”的部分恰恰形成不过多也不偏少的需求，这是需要不断调查研究、积累经验才能逐步把握的。

集资热与金融秩序

近来，集资热席卷全国。如内部集资，如发行公司债券，现在最走红的则是发行股票。人们相当普遍地认为这些都是解决资金不足问题的有效手段。甚至机关、单位、群众团体也纷纷搞集资、办公司，似乎资金潜力无穷——资金到处都有，就



看你对集资问题是否思想解放。

对此，有的银行工作者说，不论是内部集资，是发行公司债券，还是发行股票，都不过是银行储蓄的转移：原有的储蓄，部分被提走了，新的收入中本可以储蓄的部分不储蓄了，因而削弱了银行的力量。当然也有压缩当前消费参加集资和购买股票、债券的，这对银行资金的集聚无甚影响，但所占比例不大。对此，有些也懂得点银行业务的人反驳：储蓄减少了，但集资的收入主要还是存在银行，即经营单位的存款增加了，所以，银行资金来源总额没有减少，银行信贷力量并未削弱。这种像是颇有道理的观点其实也属似是而非，它是囿于微观分析的思路。只要从宏观打开眼界，从货币供给、从市场供求均衡的角度来看，问题并非如此。储蓄一般可说是不动的钱，它只能计入 M2；经营单位的存款则是要支用的钱，那是属于 M1 的范围。所以集资的过程基本是把只能计入 M2 的货币供给变成了 M1，从而即期市场需求加大。显然，对宏观均衡来说，这是有其客观界限的。转化的量超过这个界限，就会成为破坏市场均衡的因素。

也许可以设想，在这部分现实购买力增加的同时，银行相应压缩贷款规模，减少货币供给总量，从而市场供求对比可以不变。但这样的假设至少在目前是不成立的。在当前对银行信贷需求绷得很紧的情况下，银行信贷实际很难压缩——除非实行非常的紧缩政策。也许还可设想，从动态角度考虑，储蓄集中于银行并由银行据以进行信贷资金分配——通称间接融资，其资源配置和运用的效率可能不如各基层经营单位自己集资——通称直接融资。当银行体制在改革过程中还存在颇多矛盾的时候，这种推断也不是没有道理的。但效率的发挥要有一个过程。从结果上说，高效率的融资方式将会更多地增加市场



供给，创造更多的资金。但在眼下，它们立即产生的直接效果还是冲击总供求的均衡。

目前的问题在于各种集资活动已发展到难以控制的局面。有些资金本来就很困难的省，各种集资把大量资金转向东南沿海进行投机性的、风险性的投资，于是进一步加剧了本省资金的困难。至于高风险的投资，把风险损失估计在内，实际并不能保证取得支持本省发展的高收益。更严重的问题还在于宏观方面，过大规模的乱集资事实上已经造成了市场需求的膨胀，同时也使国家为重点建设集聚资金的措施遇到困难，其中最现实的就是影响了国债券的发行。此外，金融领域还存在着一些混乱现象，比如房地产炒买炒卖的过度繁荣就是与金融的支持有着密切的联系。

金融交易以及由金融支持的证券交易、房地产交易等，它们的活动可以推动经济发展并带来景气和乐观的收益预期。但是在这些领域的规范尚处于形成过程的时候，此类交易活动不受羁绊地过度泛滥则会成为破坏均衡的因素。现在已可明显看到消极的一面。因此，整顿金融秩序应是当前实现宏观调控的紧迫任务。

整顿金融秩序不能眉毛胡子一把抓，全面紧缩，而是整顿急需整顿且又有整顿办法的那些方面。当然，这样的整顿也有相当强的紧缩作用，但它终归是针对部分，即主要是约束那些热得有些过分的活动。而且由此会相应制约由它推动的总体扩张，并相应减少对财政和正常信贷活动的压力。如果做到这点，将有可能保持住经济发展的旺盛势头，并不致迅速逼近有可能爆发剧烈经济震荡的最后临界点。



最后的几句话

经济已经相当热了，物价上涨的社会心理承受能力已受到日益增强的挑战。但这次不单纯是固定资产投资和生产流通过高速度的增长，高收益的金融活动作为经济增温的先导是不同于过去的特征。但如果处理得当，问题并非是不能解决的。

也许还有一个更重要的思路应该指出，纵然再来一次1988年，也绝不等于我们的前景就黯淡无光了。1988年之后有1991年、1992年；再一次的1988年，难道就不会有再一个1991年、1992年？现在人们似乎只是焦虑经济不要出问题，但对于假设出了问题，似乎想得少了一些。经济发展不可能持续高峰，但并非必然会重复1988年。经济发展的波谷也要一分为二，1989年、1990年所发生的事情之中的确有一部分为今日的高涨作了铺垫和准备。科学的分析和论证会给我们带来信心。



改革、发展、稳定

——学习建设有中国特色的 社会主义理论的体会

作者解题

改革、发展、稳定，这是三个最基本的问题。如何理解它们的内涵，如何认识它们相互之间的制约关系，以及如何在正确满足它们之间相互制约要求的前提下确定它们的目标，这是最大的大政方针。1993年，要求学习邓小平同志建设有中国特色的社会主义理论。的确，正是这一“理论”的精神实质，扫除了正确理解这三者关系的思想障碍和政治障碍，提示了从哲学思考的高度理解这三者关系的锁钥和门径。

就宏观调控的决策和指挥来说，改革、发展、稳定高度统一所决定的大政方针，无疑也具有统帅意义。

当时我在大学校长任上。学习建设有中国特色的社会主义理论并提交学习心得，是1993年底领导部门的布置。但确有一些领悟，是以成文。

本文发表在《教学与研究》1994年第3期，中国人民大学的《高等教育与管理》1994年第1期；后载入首都师范大学出版社1994年出版的《学习与思考》一书。在我1997年出版的



《宏观调控与货币供给》的导论中，收入了这篇文章的基本内容。

收入《黄达文集》。

2006年8月

《邓小平文选》第3卷和中共十四届三中全会《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决定》把我们对建设有中国特色的社会主义理论的学习大大推进了一步。这一理论涉及全部哲学、社会科学的根本性问题，阔大深邃。这里仅就改革、发展与稳定的关系谈点学习心得。

面对建设社会主义的历史和现实，小平同志提出了以经济建设为中心和改革开放的方针。这一方针的提出使我们党脱出了困难处境并在世界社会主义运动受到极大冲击的情况下，屹立不败。十几年的实践充分证明这一方针路线的正确，但在社会大变动时期，人们在认识上有不同和分歧是难免的，这些分歧如果不能及时得到正确的解决，往往会造成障碍建设和改革的进展。因而，如何引导人们不断加深对党在新时期的方针路线的理解极为重要。

改革，似无人能够反对。“宁要社会主义草”的极“左”观念再也不能掌握群众。但改向何处去则颇有不同看法。在我国，社会主义观念的形成有其特点。对大多数人来说，社会主义与苏联模式是等义语；除了苏联的现实，人们对社会主义似乎无从感知。建国初期关于“一边倒”的方针更加重了这一趋向。至于理论工作者，应该说不少人学的是苏联学者对马克思主义的诠释——主要是30年代后在苏联理论界定于一尊的一系列观念。

对于前苏联共产党人在社会主义道路上的探索，就其主流



来说，我一直怀着崇敬的心情。这是几代人付出极大代价的探索，虽然总的来说探索是失败了，但并不能抹掉千千万万先驱为人类壮丽事业献身的光辉。当然，主观意愿的善良和献身精神的高尚，并不等于他们的认识和行动必然正确。小平同志提出，要解放思想，要实事求是，要这两者统一。这就提示我们，我们必须对过去的观念，对那些从苏联引入的观念，严肃地、冷静地、实事求是地重新加以认识。否定自己那些根深蒂固但并不见得正确的观念是痛苦的，但如其不正确，那就必须否定。

马克思、恩格斯所论证的社会主义理论，植根于唯物史观。马克思、恩格斯创建的科学社会主义，是我们认识和把握历史进程的指导理论，它把人类世世代代对社会主义的空想变成科学。但我们对马克思主义这一理论的贡献往往理解得并不那么准确。作为社会发展理论，其核心本来在于说明历史进程必将走向人类理想社会这一客观必然性，然而我们却往往更倾向于认为马克思给我们提供了一个具体的社会主义模型。这就不能不束缚了我们的思路和视野。

任何理论模型的设想和设计，必然带有时代的痕迹和局限性，任何人都不能脱离他们的感知而凭空成为“先知”。所以，当社会进一步发展后，往往证明他们的具体模型设计并不完全能与发展的生活历程相一致，即不能原样付诸实践。在这种情况下，如果我们过于强调马克思主义创始人对社会主义具体规定性的推导，那也就有可能脱离现实生活，从而不能引导社会走上胜利发展之路。小平同志在这方面作了解放思想的样板：他提出三个有利于——有利于生产力发展，有利于增强综合国力，有利于提高人民生活水平——作为观察、判断一切工作的标准，使我们能从现实出发来重新检验我们过去的观念并



形成新的观念，从而也就给予我们的实践以广阔的天地。这可以说是改革的最核心的问题。

改革与发展是一对孪生子，改革是为了发展；不发展，改革也就失去意义。谈发展，离不开速度。过去，在极“左”路线时，片面追求高速度，给经济发展造成极大的损害。那时，人们的生活水平提高得很慢，抑制了人们的积极性。结果是六七十年代世界很多国家经济上去了，而我们却步履蹒跚，大大落后，连带使“速度”落下了个极坏的名声。压低人们的消费份额，不真正尊重人们的主动性，只是一味硬追求速度，其结果只能是想要发展速度而结果失去速度。

然而，片面追求高速度虽然是错误的，但速度本身并不能否定。事实上，当人们狠批片面讲速度的同时，却依然不能不把速度问题摆在重要的议事日程之上。比如，我们定有2000年翻两番的增长目标；每年的经济盘子，GNP增长速度也仍是第一条。不仅在我们这里，西方工业化国家讲增长也是讲GNP增长速度。在它们的经济目标中这一项也居首位。

现实生活中，没有一定发展的速度可以说无法处理国内的种种矛盾，并且会带来种种的问题：如收入水平难以有最低限度的提高；分配不均的问题缺乏加以调整的余地；照顾了当前利益则只能舍弃长远利益，要照顾长远利益当前的日子就过不去，等等。不只全国如此，各级地方也如此。有的地方就因为没有一定速度的经济发展，连必要的工资也发不出去。

经常听到这样的议论，不要屈从于当前的困难，下决心顶过去，将会有真正的速度。道理不错，但问题是当前的日子是否真能顶过去。革命战争期间，雪山、草地的困难也能顶过去。现在无疑不会有那样的困难，但小得多的困难也可能顶不过去。条件不同，难以比拟。



如果联系到国际环境，无速度则无国力的增强，就得受制于人。一个人要是不顾国家、民族，甘当奴才，他也许可以不顾历史和人民的唾骂，用“不战不和不守，不降不死不走”的哲学寻求自我解脱，而一个民族则绝对不能也不会身甘屈辱。

总之，讲速度，绝不单纯是主观的愿望，而是生活本身所提出的客观要求。就一定意义上说，改革也就是为了给真正的发展速度铺平道路。也只有出现了真的发展速度，才能论证改革方向的正确，坚定人们改革的信心。小平同志所说的“发展是硬道理”是否可以这样领会。

讲改革、讲发展都会碰到稳定这个方面的约束。稳定有两个相互联系的方面：社会的、政治的安定团结和经济本身的稳定。

经济本身，速度与稳定的关系一直是对重要矛盾。就我们的经济实际来说，速度是以扩大固定资产投资为基础的。过去如此，现在如此，今后可预见的一个时期也仍然如此，并不因经济体制的变化而改变。固定资产投资的扩大靠的是积累。由于投资往往大于实在的积累，结果必然是需求拉上型的通货膨胀。同时，由于我们多年来只注意固定资产投资而忽视流动资产匹配增长的需要，因而投资大于真实积累在经济增长过程中几乎无可避免。这就不能不面对物价上涨的压力。

物价水平不变的境界，现在几乎无人认为它是现实可能的存在。问题是上涨的幅度。物价上涨必然影响实际收入。但如果造成人民实际收入的下降，在和平建设环境中，无疑是行不通的。上涨对经济运行也有影响，如影响程度大到足以使正常运行秩序受到严重阻碍，这样的上涨幅度也不能被接受。但就这两个方面来说，其本身所允许的上涨幅度是很大的。换言之，很大的物价上涨幅度也可能并不至于使实际收入下降和使



经济秩序陷入混乱。问题是在达到这个限度之前还有一个最重要的因素，那就是社会心理的承受力。1988年夏秋之交，我们碰到了这个界限。由于人们对经济前景有种种疑虑，一时之间出现了提取储蓄和抢购行为，严重地冲击了经济的正常运行秩序，甚至有急速转化为社会、政治问题的明显迹象。这说明社会心理承受力界限是不能被突破的。从这个意义上说，它是最后的界限。

这个界限并无固定数值可以标示。就我国说，从改革开放初期到现在已有很大变化。如今天的物价和生活费上涨幅度若放在十几年前，无论如何是承受不了的。从世界各国来说，高低也极悬殊。如南美一些国家的物价上涨幅度放在我们这里就无法承受。物价上涨的最后界限也就是速度安排的最后界限，如果速度的安排迫使物价上涨突破这个界限，速度也将不存在。

改革与稳定的关系则表现在政治、社会与经济等更广阔的方面。改革是体制的转轨。十一届三中全会以来，改革的方向是坚定不移的，“十四大”更把目标明确为社会主义市场经济。在转轨过程中无疑充满着矛盾，改革的过程越短越有利。但改革的速度也同样碰到稳定要求的约束。

要改，已毫无疑问，但如何改则无成例可循。这就需要在探索中不断总结并相应地调整自己的设想。凭抽象的市场概念鲁莽行事，动作倒是快了，但如旧的体制打破了，新的体制建立不起来，不仅改革不可能有真进展，而且社会的稳定也不能保持，那必然会大伤元气。这样的教训在目前世界上已有成例。

改，必然是人们之间各种关系的重新调整和权益的再分配。权益的再分配如果过快、过猛，缺乏必要的消化过程，势必激化人们之间的矛盾。矛盾发展超越一定限度，则会成为改



革难以推进的强烈抗拒力量。

改，要求打破财富分配平均化的局面，贫富的差距必然出现。差距扩大过快，适当的、必要的调节措施又跟不上来，社会也就会失去稳定的环境和气氛，进一步的改革措施则难以推进。

改，其具体措施还往往直接就是推动物价水平上涨的因素。如不合理价格结构的调整，国家包下来的住房制度、社会保障制度、教育制度向市场化方向的改造，对外贸易和外汇管理体制改革以及国内价格向国际价格的靠近和接轨等等，都直接间接有这样的效应。如果改革措施出台过急，物价水平的上涨则会趋近丧失稳定的临界点。

如此等等说明，改革的速度也要视稳定的界限而加以必要的控制。

当然，小平同志强调安定团结有其更为深广的内涵。当一个制度及其领导集团不能再维系社会并使之发展时，就要革命，要彻底改变一切。清末维新变法失败之后直到新中国的建立，可以说就是处在这样一个历史阶段。新中国建立后，开创了一个新的时代。虽然在建设社会主义方面我们不那么成功并犯了不少错误，但在共产党领导下，这个社会具有强大的内在凝聚力并蕴涵着自我调节和迅速发展的潜力。因而，在这样的情况下，我们有必要也能够保持安定团结，并在这个前提下改革、完善我们的社会主义制度。换言之，把社会搞乱的任何企图则都会把社会拉向倒退。应该说，15年的改革开放历程及其所达到的成就，充分证明了这一点。

概括地说，解放思想与实事求是的指导思想使我们能够选择正确的改革道路；改革是为了发展，也只有发展才能巩固和推进改革；改革与发展无疑是越快越好，但稳定局面的保持又



是改革与发展的约束条件，因而两方面必须统一。安定团结是当前中国历史发展阶段的要求，它为改革和发展提供了前提，而改革与发展又必须时时注意进一步巩固安定团结的要求。对小平同志有关这方面的思想，是否应该这样理解。



货币供给的宏观分析方法

作者解题

从 1992 年起，宏观经济分析方法一直是我注意思考和在教学中反复讲授的问题。在我从 1992 年开始酝酿、写作的《宏观调控与货币供给》一书中，它构成其中的一章——第四章。《宏观调控与货币供给》一书的定稿是在 1996 年 6 月份；中国人民大学出版社在 1997 年初出版发行。在出版发行前，《城市金融论坛》1996 年第 8 期刊载了这一章。收入本集的文字是依据《城市金融论坛》所载。

收入《黄达文集》。

2006 年 8 月

从总量角度分析货币供给，诸如货币供给是否符合客观对货币的需求，调节货币供给的措施能否达到紧缩或扩张的预想，扩张或紧缩的货币供给能否实现预期的经济目标，经济措施特别是筹集资金的措施将会对货币供给产生怎样的效应，如此等等都属于环绕货币供给的宏观经济问题。

宏观经济问题的分析要用宏观分析的方法。宏观分析方法



是一门大学问，宏观经济学包含有宏观经济分析方法，但通常没有具体化到如何去剖析有关货币的种种宏观问题。把有关研究货币供给方面分析方法的经验积累作点总结，无疑有利于提高剖析的水平。当然，沿着这个路子不断探索，那是有可能在创建宏观分析方法的科学体系中做出贡献来的。本文着重就几个要点进行考察。

一、局部的加总不等于整体

局部的加总不等于整体这个命题往往是宏观经济学开头部分就要讲的内容，具体化到货币问题，这也是一个必须把握的要点。关于这个命题，我从货币供给的对应面货币需求来剖析。从理论上说，货币供给应符合经济对货币的需求；在实践中，没有形形色色来自各个方面具体货币需求也引不出现实的货币供给。剖析货币需求，不仅要从宏观角度，也要从微观角度。宏观的货币需求是客观的，似乎不存在什么疑问，其实微观的货币需求也是客观的。这包含两重意思：一是与宏观货币需求一样，微观货币需求也是收入 Y 的函数， Y 是一个客观的自变量；二是“负债购入”和“负债经营”对货币的需求在如下的限度内也是客观的，即有经济依据并能够得到社会认可的收入预期和收益预期。

现在，货币需求应否予以满足的主要矛盾在于各种产业，特别是第二产业、第三产业在其发展中对货币的需求。有一种最典型的理论概括：一方面存在着生产市场所需产品的自然资源、原材料和技术装备；另一方面又存在着具有生产各该产品技能的人力资源，缺的只是可将两者结合的货币资本。这时对



货币的需求肯定是经济过程对货币的客观需求，因为两方面一旦结合，就会有提出货币需求的市场供给。根据这样的思路，经常可以听到争辩：有市场，有原材料的供给，有现成的设备，有技术和人力，为什么不给资金支持！沿着这样的思路还有：万事俱备，欠的只是一条生产线的技术改造；再进一步，比较各种方案，具备最优投资条件，有根据新建扩建，如此等等都是要求资金支持的理由。但在要求资金支持的同时，也常常听到资金筹集不到的抱怨。按常理，这里所说的货币需求给予满足是应该的，得不到满足的抱怨也可以理解。然而矛盾却总是存在——紧缩时突出，扩张时也不是就没有了。原因何在，只要放眼宏观，不难找到。

现实生活中，说得天花乱坠，事实全不是那回事的情况并不罕见，当然由之提出的货币需求不是客观需求。排除虚假的，留下真实的，是否所有的需求都可视为客观需求而予以满足呢？加上时间因素，我们就会看到，前述的几种情况，都是要求货币供给在前，而可能的市场供给在后。其中，给予货币资金支持很快即有产出的，时间因素可以略而不计；新建扩建，要能提供产品或服务，短则三五年，长则十余年，更新改造通常也要以年计；就是加工、销售，要形成有效市场供给，往往也需要一些时日。不论时日长短，如果的确都会保证有效供给，对于货币需求是否应予满足的问题也会有不同的回答：微观主体认为应予肯定的回答；从宏观角度看，假设“其他条件不变”，要是用新增的货币供给来满足这些需求，那必然出现过多的货币供给。

在整个经济进程中，流动资金的需要、更新改造的需要、新建扩建的需要是无时无处不在的。或许可用简单再生产与扩大再生产的划分解释，或许可用零增长与正增长的划分解释。



由这些方面所提出的货币需求，部分可由已有的货币供给存量满足，部分则必须由新增的货币供给满足。后者的量以 N 来表示。从微观角度，只是要求解决自己的资金需要而不管体现资金的货币是来自货币供给的原有存量还是新增的量。而从宏观角度，从均衡的客观要求出发，必然要比较两个量：（1）原有的市场均衡和货币均衡的状况是宽松还是紧迫，就货币供给满足货币需求的角度来说是少还是多——少的量用 S 、多的量用 $-S$ 表示。（2）在经济增长基础上由新增市场供给所提出的追加的货币需求与众多微观主体所要求的新增货币供给这两者的差额。如果追加的货币需求用 D 来表示，这个差额就是 $N-D$ ——通常这是一个正值。要是市场供给丰厚而市场需求不旺，即有增加货币供给的余地，而其数量满足 $S > N - D$ ，那么来自所有微观主体有经济根据的需求均可支持，而且这是经济均衡所必要的。实际上，在发达的市场经济下，人们这时担心的不是货币需求过多，而是微观主体没有这样的需求。如果经济环境不那么宽松，即 $S < N - D$ ，或根本就是紧迫，供不应求的压力明显，即有过多的货币供给 $-S$ ，那么，来自微观主体需以货币形态满足的资金需求就必然有或大或小的部分进入不了经济整体所提出的货币需求之内，实践则表现为处于资金筹集不到的窘困境地。这种类型的矛盾在我们的经济中一直是比较典型的。

当然，这里论证的前提是，经济发展本身要求市场均衡和货币均衡。事实上，在不同的条件下，并非取决于人们的主观意志，可有宽松的经济运行，也可有“紧运行”。反映经济运行本身的态势自然会有不同的经济政策，这些政策对于经济本身的运行取向或强化、或抑制，会出现很多复杂的组合。但无论如何复杂多变，分析都必须从“均衡”这个简单的基点入手。



二、是多元函数就必须把“多元” 置于视野之内

我们现在研究的领域，存在的几乎都是多元函数。货币需求曾有一个一元函数的理论模型，当代最概括的理论模型也只是二元函数。其实，就是在论证一元函数的理论模型之际，如马克思曾指出：“……决定流通手段量的一切要素，如流通的商品量、价格、价格的涨落、同时进行的买和卖的次数、货币流通速度，都依赖于商品世界的形态变化的过程，而后者又依赖于生产方式的总的性质、人口数、城乡关系、运输工具的发展，依赖于分工的粗细、信用等等——简言之，依赖于一切处于简单货币流通之外而只反映在货币流通中的情况。”^[1]这就是说，作实际的考察，仅从作为流通手段的货币量来看，就是一个多元函数，而函数中的每一个自变量又分别是一个个多元函数。货币供给如果理解为货币需求的函数，是个一元函数的理论模型。要是考察它在经济中数量多少的直接决定过程，至少取决于信贷的扩张或紧缩、财政的赤字或结余、国际收支的顺差或逆差，即明明白白是个多元函数。

然而具体到货币供给的分析中，往往把它视为“一元”函数，最典型的例子就是“财政有赤字就得发票子”的观念。在这种观念中，货币供给实际上成了财政收支的一元函数。一个多元函数，如其中某个变量在一定条件下对于函数值的决定起着关键作用时，视同一元函数也未为不可。但也只能用作粗略的分析，用于稍微具体一点的数量分析则不能作这样的“简化”。比如在改革开放之前，财政对货币供给的确起关键作用，



可是要用财政收支对比来具体说明通货发行和 M1、M2 的数量变化是完全不够的。至于到了客观经济条件大大变化了的改革开放之后，更是不能把货币供给视同财政收支的一元函数了。然而，这样的观念纵然在分析经济形势时往往流于空泛，却仍然占有着不少人的思维阵地。如果就方法论来说，恐怕是微观分析方法过于根深蒂固。当这种思维方法根深蒂固时，碰到任何问题，一个潜在的“其他条件不变”成了自然而然的前提。函数中不论有多少其他自变量，都自然而然地假定为“不变的、给定的”。于是，一个多元函数就深信不疑地变成了一个一元函数。

再有，1994 年关于外汇储备迅猛增长将对货币供给有何影响的分析也相当典型。在这前一年，人民币对美元的汇率黑市曾攀升到 1：10 以上。1994 年一开始实施了外汇改革。最初，对于形势的估计并非都那么乐观。不料，不仅人民币的比值稳中有升，同时外汇储备还有以百亿美元规模计的迅速增长趋势。在这种形势下，一股强劲的议论出现了，而且主要出现在内行圈：基础货币将由于外汇储备而猛增一两千亿或者更多，货币供给形势严峻。1993 年年末，基础货币的金额为 9 228 亿元，要是增一两千亿或更多，那就是仅此一项的增幅即达 20% 上下；1993 年较之 1992 年，基础货币增长 35.9%，而到这一年的三年间外汇储备基本维持一个水平，即 35.9% 中没有外汇占款增大的因素。如此推论下来，不包括外汇占款的因素加上外汇占款的因素，1994 年的基础货币将增长 50% 以上，的确有些令人触目惊心。然而，当年基础货币的实际增长为 37.3%，与 1993 年持平。原因也颇简单：中央银行在外汇占款大幅度增大的同时，相应大幅度地减少了对商业银行的直接贷款。内行对于这点是不难理解的。其所以很多人只把眼



光固执地盯在外汇这一点上，大概也是微观分析的惯性所致。

总之，宏观分析必须摆脱微观分析方法习惯思维的束缚。“其他条件不变”在分别分析每一个自变量时是必要的，多元函数包括多个自变量，所以应该多次作“其他条件不变”的分析并不断进行综合。宏观经济问题，在作实际考察时，几乎都要建立多元函数模型。所以对宏观经济问题进行思考时，千万注意不要使这“其他条件不变”成为操纵自己排除其他元素并把某一元素定于一尊的习惯思维力量。

三、要考虑全过程而不能仅仅 停留在片断上

如果说宏观分析中要把并行存在的各个因素进行分析，那么依次把相继发生的各个环节进行全过程分析，也同样极其必要。

80年代末、90年代初曾对1985年开始的紧紧松松的货币政策讨论过一段，并提出了一个“复归”概念。所谓复归，每一个人使用这个概念所赋予的内涵是不尽相同的，但基本不脱离这两个字的字面含义。粗略说来大体是，在经济过热时采取紧缩的货币政策，但带来的并不是市场供求的平衡或缓和，而仍然是供不应求；在经济极其疲软之际，采用扩大货币供给的手段以期“启动”经济，但投入的货币并未形成能够刺激经济振奋的市场需求，过冷的局面依然难以改观。

1985年，面对经济过热，我们第一次正面表明要运用宏观政策，提出了“软着陆”的方针，意图是通过适度的紧缩，扭转需求过旺的格局并创造一个供略大于求的比较宽松的经济



环境。当时不少论者认为，有了这样的经济环境，会加强竞争并加大对企按照市场要求改革自己生产和经营的压力；会稳定市场物价，加强市场信号的作用，有利于资源的合理配置，等等。总之，认为这一宏观政策有可能为改革和建设构建理想的前提。就紧缩本身来说，已是经济学的常识问题：经济过热、需求过旺、供不应求都是说市场总需求大于总供给。市场需求是由货币承担的，要是把货币供给紧缩一个相当于市场供求差额的数额，那么市场总供求即可取得均衡。“软着陆”政策所依据的正是这个原理。但这个政策几度贯彻，却总带不来宽松的经济环境。问题在于，从货币供给这个方面看，的确对其增长幅度给予了适当的控制，从而适度地控制了市场需求；然而也就是这个货币供给的紧缩，同时抑制了市场供给——并不是“原理”中隐含的市场供给不变的假设，而是也紧缩了。后来人们常常说：软着陆，不着陆。对于出现这样的状况，有一点没有多大分歧意见，即在经济体制和经济结构没有明显变化的条件下，紧缩的货币政策既是紧缩市场需求，也会同时紧缩市场供给。至于环绕能否取得比较宽松的经济环境和这样的环境假设可以取得之后将会对改革和建设有什么意义的深层次的剖析，见仁见智，争论颇多。不过这样的环境在当时终未取得，讨论也就自然而然地过去了。

再如 1989 年秋实施了极其严峻的紧缩政策。这次倒是没有出现自 1985 年后反复出现的需求过旺压不下来的复归，但经济却陷入了极度的疲软。于是在 1989 年末和 1990 年两度扩张货币供给，以期刺激市场需求，启动经济，特别是处境最为困难的国有经济，走出过冷的境地。然而，投入流转的大量货币，对于经济却是启而不动。一般推论，货币进入流通过程，必然成为市场需求的承担者，需求拉动供给，供给再创造需



求，经济则会从复苏重新走上增长之途。问题是处于流通中的货币是市场需求的承担者这是没有疑问的，但市场需求可以是现实的、积极涌向市场供给的需求，也可以是待机而动暂不要求市场供给的需求，而且现实的需求还具有指向何处的明显特性。当时，货币通过“点贷”方式倒是首先进入国有经济的，但却没有形成对大中型国有企业主要产品的强劲需求，启而不动也就不足为怪了。

从方法论的角度来说，前一段的毛病出在对于货币供给紧缩的分析只停留在片断的分析上——只分析了它对直接紧缩市场需求的效应，而没有明确必须进行全过程的分析，在这个例子中就是特别没有分析它对市场供给的效应；而后一段的毛病则出在对于货币供给扩张的分析又只停留在片断的分析上——只分析了它一定会使市场需求相应扩张，而没有循着经济过程继续分析下去，在这个例子中就是没有接着分析由此引出的需求是积极的，还是消极的以及它的指向是否有可能推动经济复苏。

经济总量之间，经常处于相互交错作用的过程之中，某一总量的变化必将引起相关总量的连锁变化。只有跟踪这个总量的影响直到可以忽略时为止，这次分析才可视为完成。也只有经过这样的全过程分析，才有可能得出比较接近客观实际的判断。

四、必须判明宏观过程的先后次序

改革开放以来，总的说成长速度极快。与之相伴随，资金也一直处于相当紧张的状态。另一方面居民在银行的储蓄存款



大量、快速增加，因而很多人总是把眼光盯在储蓄上，企图从中找到解决资金短缺的途径。

其实，这样的思路早就出现在 1958 年的“大跃进”年代。那时居民储蓄不多，可是确有不少与之同性质的党费、团费、工会会费等存款。当时就有人建议动用这些存款支持“大跃进”。1981 年，在总结出改革开放时期也要求经济发展有必要的速度之际，资金从何而来的问题提出来了。认为大量增长的银行储蓄存款可有相当的部分用于长期投资的论点支持着不少建议。1991 年经济走出谷底，1992 年增长之势迅猛。再加上开发区热、房地产热，资金十分紧张，非官定利率快速攀升。在这种形势下，集资活动越炒越热。而它主要盯着的也是金额从 1990 年初的 7 000 多亿元到 1992 年底已超 10 000 亿元的储蓄存款。以上只是点出几个突出的时刻。其实，打储蓄的算盘一直没有冷下来。直到今天可以说也还是这样。

如果说储蓄可以动用，用来支持建设，打它的算盘是应该的。如果说不可以动用还要打它的算盘，那不是引出消极的后果，就是白费心机。到底公众在银行里的储蓄能不能动用呢？银行工作者说，不能！储蓄已经动用了，再加以动用，那就是“一女二嫁”。不少不大熟悉银行活动的人们，对于这样的说法实在难以接受，储蓄明明记在账上，银行没有从储户的账上提走一分钱，储户也是一分钱没有花，怎么说已经“用”了呢？银行工作者会解释说，银行动用储蓄不是把储蓄账户上的款划走，而是把吸收的储蓄作为信贷资金来源发放了贷款。也就是从这个意义上说储蓄已经动用了。但紧接着会提出这样的问题：吸收的储蓄是否立即动用了，是否全部动用了？嫁出去的女不能二嫁，还有没嫁出去的女为什么不能出嫁？就某一个时点来说，一个银行有过量的超额准备金，可以说这个银行信贷



资金运用不充分；整个银行体系有过多的超额准备金，说明整个银行体系的信贷资金运用不充分。不过要把银行的资产负债表拿来看一看，居民储蓄都是作为资金来源中的一个项目与贷款等资金运用项目相对应，当全国只有一家中国人民银行时是这样，现在把各个银行的资产负债表分别地或者汇总到一起来看也是这样。那就是说，很难在储蓄中分出来还有哪些女儿没出嫁。不管分得出分不出，资金运用不充分，应该扩大贷款那不是等于没有出嫁的女儿出嫁了？有关存款货币创造的理论表明，增加新的贷款，实际同时创造了新的货币供给，而货币供给也就是包括居民储蓄在内的信贷资金来源。换言之，要是可以把资产负债表分成新旧两部分，新的贷款并不是由老的、包括未充分动用的储蓄在内的资金来源所支持，而是由新的、包括新的储蓄在内的资金来源所支持。如果这时超额准备金已压到最低限，即信贷资金已得到充分的运用，那么老的、新的储蓄则都成了已经嫁出去的女儿。

这是遵循微观分析方法所进行的讨论：储蓄的存在在前，储蓄的运用在后。但不可避免地会有进一步的讨论：储蓄的运用如果不充分，应扩大信贷，而信贷的扩大又同时创造了存款货币，居民储蓄则是存款货币的形态之一。在这一关系中，虽然即将产生但毕竟尚未产生的储蓄，其运用却翻在了前头，而其本身的存在则处于自身被运用的后面。又是前，又是后；又是后，又是前，在这剪不断的链条中，头绪颇难理清。即使论证了储蓄已被占用，但要从数量上判明储蓄占用的充分度则极其困难。出路则在于引入宏观的分析方法。

假设有 1 000 亿元的市场供给，是要出清的，市场供给是要靠货币所体现的市场需求使之出清的。货币在这里的作用类似礼堂听讲演的票。有讲演票的并不一定都来，有货币的并非



把全部货币用来追求市场供给，而是要多多少少储蓄起来一部分。有票不来，按1000个座位发票，座位就坐不满；部分货币要储蓄，按1000亿元供给货币，市场就不能出清。从坐满礼堂出发，要多发一些票；从市场出清出发就必须扩大货币供给，只要货币供给偏多的规模不大于储蓄使市场需求蕴蓄起来的规模时，市场均衡即可得以保持。这里分析的要点是，就像礼堂发票在前，有票不来在后一样，从宏观角度看，不论经济生活如何纷繁复杂，相对于货币储蓄，货币供给总是在前，而货币储蓄则总是在货币供给之后。前面讲过信贷张缩与货币供给的关系，这种关系说明，在宏观范围内，包括居民储蓄在内的资金来源，其存在总是后于其运用。宏观过程的先后次序判明了，即可作出简明的论断：当经济基本处于市场均衡态势之际，可以认为居民银行储蓄这一部分货币供给正以其不流通成为市场均衡得以保持的必要条件。换成这里提出问题的语言，即储蓄已经在银行体系中得到充分的运用，因而对它是没有什么算盘可打的。要是供不应求，那就更没有什么讨论的余地了。当经济形势是疲软状态时，如无其他重大情况，可以认为银行储蓄的一部分有动用的可能。即“一女二嫁”也不是绝对的，但如何动用则需审慎决策。

五、总量约束

直接约束货币供给的是客观对货币的需求。货币供给受货币需求约束包括两方面含义：货币供给由货币需求引到经济之中，疲软的货币需求，在发达的市场经济国家，会使货币供给想扩大也不可得；超过货币需求的货币供给会引出经济本身强



行重建货币均衡的反应并会使经济为之付出代价。

货币需求取决于市场供给，而市场供给又取决于资源、制度、结构等多种因素。货币需求难以度量，所以货币供给是否与货币需求适应，要通过市场总供给与总需求的均衡态势来判断。当然，有通常理解的均衡，有保持低通货膨胀率的均衡，甚至有高通货膨胀率的均衡，而且经济通常是非均衡的发展，所以对于市场总供给与总需求的态势分析不能不包括价值判断的因素。不过无论如何，不仅理论上，就是实践里也是摆脱不了均衡这个标准的。这样，货币需求对货币供给的总量约束实际体现为市场总供求的约束；货币供给是多是少具体由市场总供给与总需求的态势来衡量。因此，涉及货币供给的任何政策措施是否可行，都要看对市场总供求的影响如何而定。

上面提到 90 年代初开始的集资风。这两年，集资的名声不好，原因很多，需要具体分析。这里主要剖析它同货币供给的关系。在 80 年代，已出现集资的做法。主体主要是企业，对象主要是企业职工，目的有的是为了解决资金问题，有的是利用这种方式规避奖金税，给职工多谋点福利。由于总的规模不大，未成为经济中的热点。90 年代初，瞬息之间集资风吹遍全国。主体中仍有企业，而唱主角的则是形形色色的公司。公司的背景有企业、事业单位、机关、群众团体，更有相当数量的投机者和投机集团。集资的对象也从企业职工扩及所有职工和有收入的人们，更扩及所有单位乃至政府机关。企业集资的目的主要仍在于经营资金，只是希望借以脱出资金困境的色彩突出了；但各种公司或明或暗从事房地产投机则是这次集资的主要意图；当然，也有本不懂得经营却希望借助这个“神奇”的手段为当地、为单位做点好事的良好意愿。

为集资鼓吹的最基本的论点是，经济中有极大的资金潜



力，足以支持改革和建设；集资是调动资金潜力的最有力的方式。似乎只要广泛推进集资，钳制经济成长的资金问题即可迎刃而解。所谓资金潜力，实际是指在这个期间迈过万亿元大关的银行储蓄；两三千亿的手持现金；属于政府机关单位团体所有并希望寻求较高收入的存款；等等。下面可以分别加以分析。

(1) 关于储蓄。1991年上半年的形势已使不少人担心经济运行有过热的苗头，货币供给多于货币需求的压力增强趋向已使人们有了较明显的感觉。这就是说，货币需求这个具有约束力的总量已无余量，从而银行储蓄在蕴蓄货币供给和市场需求以实现市场均衡方面也不会有什么余力。以银行储蓄为对象的集资，其过程是参加集资的人提取储蓄交给集资者，而后者则把集中起来的货币资金以银行活期存款等形式加以支配。这就是说，现实不流通的货币——银行储蓄——变成了处于现实流通状态的货币。很显然，这个过程只要达到一定的规模，市场需求过大的压力必将更为增强，过热将不再只是苗头。因此，就当时情况看，储蓄并无什么潜力可挖。

(2) 关于手持现金。手持现金应该区分为两块：一部分是手持备用现金，从整个经济角度可以称之为正在为经济周转服务的现金；另一部分是当前不使用而由自己保存的现金。前一部分是经济周转之所必要，谁也无法聚拢起来加以运用。当然，例如横征暴敛、强行压低百姓的生活水平可以做到这一点，但原有的社会经济秩序即无法保持。而且征敛者的征敛所得也要花用，现金仍然处于现实流通状态，只不过在不同阶层圈子里流通的比例发生了变化。所以不论在任何情况下，也有最低限度的现金处于现实流通的状态。这个客观要求如果得不到满足，整个社会经济将处于难以运行的困境。后一部分即存



而不用的现金，其性质与银行储蓄一样，是以其现实不流通的状态为货币均衡的保持做贡献。同样的道理，当银行储蓄不能动用时，也不能打这部分现金的算盘。分析到这里，需要提一提“死钱变活钱”这个广为流传的说法。归之于“死钱”之中的有：老百姓在手边或任何保密地方存而不用的钞票；居民银行定期储蓄；机关单位类如定期存款的存款货币，等等。这一些是不处于流通状态的货币。在统计中，除钞票不论当前是用着的还是存而不用的难以区分外，其他都属于“准货币”的范围，只能计入 M2 的口径之内。把它们不论通过什么方式变成活钱，即变成类如活期存款的存款货币，其结果都是使现实不处于流通状态的货币变成现实流通着的货币。于是 M1 增大了。虽然死钱变活钱并没有使货币供给总额改变，但其中 M1 比例的增大有实质意义，即会改变市场总供给与总需求的对比。显然，把死钱变活钱说成无论如何都会是好事，在宏观立场上是不能成立的。

(3) 关于机关单位团体的存款。按同样道理剖析，即可判断，它们也没有多少潜力可挖。只是需要指出，这部分存款，只要允许其依法存在，较之以上两种形态更倾向于寻找有利的投资场所。所以，以其不流动来促成货币均衡的作用较弱；它们要是流动起来，对均衡的冲击却会较强。

总之，就货币、资金角度来分析，在 90 年代初的那个时候，是没有多大资金潜力可供集资来挖掘的。无潜力可挖的理论分析结论并不能阻挡集资的现实社会经济行为。这样的现实行为必然使 M1 从而总需求超常增大。假如在没有集资这个社会经济行为的条件下市场总供求基本是均衡的，均衡将被破坏；假如已经是供不应求的局面，矛盾将进一步扩大。原则上也可作这样的推论：(1) 假设集资使 M1 从而市场需求增大



JD ; (2) 不论其投机因素占多大比例, 总会有一部分会促成人力资源和物质资源的结合, 因而也会使市场供给增加, 现以 JS 表示; (3) 再设鉴于集资的扩展, 为了均衡, 通过一些措施压缩了信贷总规模并使原有信贷总规模下的 $M1$ 相应压缩了 Q ; (4) 如果 $Q > JD - JS$, 从总均衡角度看, 集资可以成立。然而, 压缩信贷总规模的假设, 在一般情况下, 特别是在那时, 几乎是没有可能的。因为在正常情况下它总是已经一压再压的规模; 强行使它压缩, 只是在强烈的紧缩背景之下才有可能。而这时, 集资更会先行被压缩。

90 年代初, 集资的确搞得风风火火。对于没有多少市场经验的人们来说, 畸高的利率是真正的诱饵。正常的工商经营是支持不了过高的利率的; 要想高收益, 就要冒高风险。正是高风险的房地产投资和投机, 以其高收益的预期, 把人们卷进集资的漩涡。通过集资集中起来的资金, 再加上金融系统用以投机的拆借资金等, 它们强有力地向总量约束的规律挑战, 但终未突破客观的约束。由它们所造成的需求过旺和经济过热使得 1993 年年中以“宏观调控”名义出台的紧缩政策成为必然; 而资金在房地产市场上的套牢使得卷入集资的很多人蒙受了损失。

总量约束实际存在于方方面面, 而人们在设计经济政策、经济措施时忽略总量约束的例子随手可得。比如, 国有经济资金困难, 有出售部分国有资产资金困难即可迎刃而解的主张。姑且不论并非一层的深层次问题, 试问真正有钱并真正要买中国国有资产的资金(国内的、国外的)估算大体有多少, 有多大比例有可能实现, 有可能实现的金额对于解决国有经济的资金困难是大大有余, 是基本够用, 还是杯水车薪? 往往是根本没把这一问题置于视野之内, 或者是并无根据地认为资金有的



是，而只是谈论出售有什么好处，等等。没有资金，说的热闹并不等于现实生活中可以实现。

再如，城市改建，原来杂处在闹市和居民区的工厂必须搬迁，资金从何而来？由于土地使用权的允许转让，不少地方用这笔钱搬迁了工厂，安置了职工，乃至还有剩余在工厂原址及其附近进行房地产开发。这的确是个好出路。于是推而广之，计算出来全国多少大中城市有多少有转让价值的土地，可收入多少钱，用以弥补城市改建如何足足够用。这倒是考虑了总量，但唯一没有考虑我们国家以及愿意来中国的外资，到底有多少资金可投入这个方面？事实证明，与这类主张的良好愿望存在着极大的差距。因而这种过分乐观的估计实在难以成立。

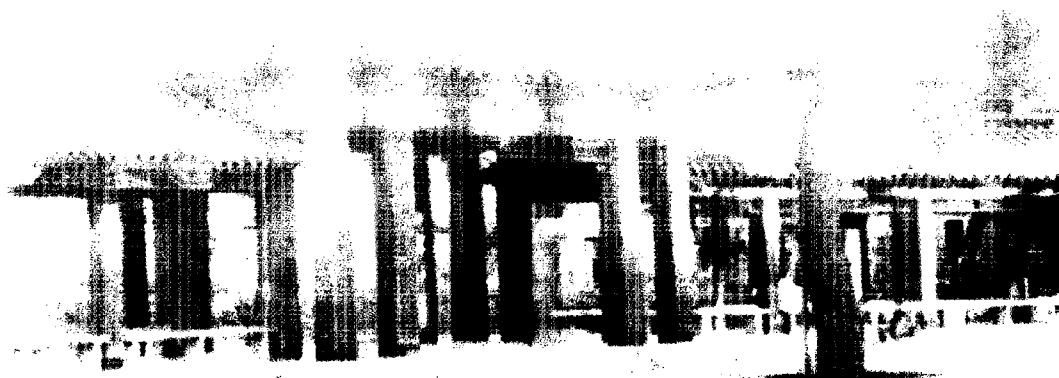
总之，包括货币供给在内的宏观经济问题，需用宏观分析方法来观察，来解剖。我们对微观分析方法较为熟悉，而不太熟悉宏观分析方法。所以，需要不断总结，不断积累经验。

【注释】

- [1] 《马克思恩格斯全集》，第13卷，95页，北京，人民出版社，1962。



资金宏观配置格局





财税金融体制改革漫议

作者解题

这篇文章是1994年6月写成的。

1994年铺开了财税体制改革、银行体制改革、外汇体制改革等等，有人说是宏观改革年。本文是从议论已经开始几个月的财政金融体制的改革进展，联系到对这些领域过去改革的评论。其中，关于财政集中支配的财力与金融所支配的财力这两者的对比演变，虽说过去也不断论及，但集中的讨论则始于本文。全面的讨论，是在《议财政、金融和国有企业资金的宏观配置格局》中展开的。

本文发表于《财贸经济》1994年第8期，并编入中国金融出版社1995年出版的《改革·增长·商业银行》一书。

收入《黄达文集》。

2006年8月



财税金融体制的改革，在今年出台的改革措施中占有突出地位。其中特别是财税改革，具有转折的、关键的意义。

回顾十一届三中全会后，财政领域的改革主要是沿着两个思路进行的：一是“分灶吃饭”，调整中央和地方之间的关系，扩大地方的权限；二是“减税让利”，调整国家与课征对象，主要是与企业之间的关系，给经营者增添活力。这两个思路的贯彻，积极有力地推进了整个经济改革和经济发展的进程，毋庸置疑，应予肯定。但同时却也伴随出现了两个极其重大的问题。其一是财政系统组织的财力占国内生产总值 GDP 的比重（或占国民生产总值 GNP、国民收入 NI 的比重）越来越小；其二是财政过分分权的倾向越来越明显。

财政力量越来越小已经到了极其突出的程度。1979 年的财政收入，不包括向人民银行透支和向国内外举债，占 GDP 的 26.69%；到了 1993 年降到 14.1%；1994 年的预算则为 12.8%。包括各种债务及向银行透支的总财力，可用财政支出总额度量，在 1979 年占 GDP 的 31.9%，到了 1993 年降到 17.0%，1994 年的预算又降到 16.3%（见表 1）。

这样低的比例在世界上是罕见的。需要先说明一点，我国讲财政收支是包括中央和地方在内的总收支，而市场经济国家引用财政收支数字，如不加解释，往往是指不包括地方的中央财政收支。所以，对比时必须注意。不包括借债的财政总收入（即中央岁入加地方岁入）与 GDP 的比率，美国在 1982—1989 年期间是 32.7%～34.9%；英国在 1980—1989 年期间是 41.2%～



表 1

财政收支占 GDP 的比重

单位：亿元

| 年份 | 收入（不包括向中央银行借款和向国内外举债） | 支出 | GDP | 收入占GDP的% | 支出占GDP的% |
|------|-----------------------|---------|----------|----------|----------|
| 1979 | 1 068.0 | 1 273.9 | 3 998.1 | 26.7 | 31.9 |
| 1980 | 1 042.2 | 1 212.7 | 4 470.0 | 23.3 | 27.1 |
| 1981 | 1 016.4 | 1 115.0 | 4 775.1 | 21.3 | 23.4 |
| 1982 | 1 040.1 | 1 153.3 | 5 182.3 | 20.1 | 22.3 |
| 1983 | 1 169.6 | 1 292.5 | 5 787.0 | 20.2 | 22.3 |
| 1984 | 1 424.6 | 1 546.4 | 6 928.2 | 20.6 | 22.3 |
| 1985 | 1 798.1 | 1 844.8 | 8 527.4 | 21.1 | 21.6 |
| 1986 | 2 122.0 | 2 330.8 | 9 687.6 | 21.9 | 24.1 |
| 1987 | 2 199.3 | 2 448.5 | 11 307.1 | 19.5 | 21.7 |
| 1988 | 2 357.2 | 2 706.6 | 14 074.2 | 16.8 | 19.2 |
| 1989 | 2 664.9 | 3 040.2 | 15 997.6 | 16.7 | 19.0 |
| 1990 | 2 937.1 | 3 452.2 | 17 681.3 | 16.6 | 19.5 |
| 1991 | 3 149.5 | 3 813.6 | 20 188.3 | 15.6 | 18.9 |
| 1992 | 3 483.4 | 4 389.7 | 24 020.2 | 14.5 | 18.3 |
| 1993 | 4 421.0 | 5 319.8 | 31 380.0 | 14.1 | 17.0 |
| 1994 | 4 460.0 | 6 052.4 | 37 130.0 | 12.8 | 16.3 |

资料来源：《中国统计年鉴（1993）》；1993 年、1994 年的数字根据财政部部长《关于 1993 年国家预算执行情况和 1994 年国家预算的报告》整理。

45.3%；法国在 1981—1989 年期间是 45.3%~48.2%。如果以财政总支出与 GDP 比，相应年份的数字，美国为 36.3%~38.3%；英国为 40.3%~48.0%；法国为 46.4%~51.4%。^[1]关于日本，大藏省公布财政总支出与 GNP 的比，在 1983—1989 年间为 24.4%~29.7%。^[2]在工业化国家中，这个比值是偏低的，但比中国这几年的比值还明显高出很多。在发展中国家，印度的这个比值较低，在 1981—1987 年间，其财政收入与 GDP 的比为 17.8%~20.5%；支出与 GDP 的比为 24.8%~31.1%。同样也明显高于中国。当然，也可找出这种比例低于我国的国家，如中南美的某些国家，非洲的少数国家。但这样对比恐怕不会使我们安心。有的统计，泰国与韩国



的这种比例与我们接近，这需要作进一步了解。

特别低的财力，实际上使我们的财政甚至难以发挥一般“吃饭”财政所应发挥的作用。国家机关行政管理开支应该撙节，臃肿的人员应该裁汰，“廉价政府”的古老口号还没有失去其意义。但现代的国家行政管理，如没有必要的财力支持是难以正常运转的。没有必要的经费，很多急需办的事办不成已非个别事例。我们不要军备竞赛，不要威慑他国，但保障自己安全还是最低界限，而我国的国防支出则少得可怜。教育、科技、卫生、体育、文艺等等，国家均需支持。这方面的意见一提再提，但没有足够的财力，领导人有何依靠可以作出大大改善这些方面的承诺？而且过去我们总标榜自己的财政是建设性的财政。其实，市场经济国家，财政在经济建设方面，也起其应有的作用。就我们的实际看，到目前为止，中央和地方仍然不能不在这方面安排一个相当数量的支出。可以说，取消了这部分支出，当前的经济发展就会停顿下来。连“吃饭”财政的要求都不太能满足的情况下，又要照顾经济建设，怎能不捉襟见肘？在这种形势下，赤字必然成为不可避免的。而且只要通过税收等经常项目组织的收入在GDP中的比重不断下降，赤字就会不断增大。问题还在于，包括赤字在内，我们的财力占GDP的比重仍然极低。于是相伴随的又有许多在预算之外征用资金以解决本应由预算开支的方式。这类方式虽也解决一些问题，但缺乏法律规章的依据，既不可能是公平的，同时又成为腐败的催化剂。

关于财政领域的过分分权主要表现在两个方面：一是表现在财政净支出总额（所谓净支出总额是把财政系统内部地方向中央的上缴和中央向地方的补助不计算在内）内中央财政支出与地方财政支出的对比方面。“一五”时期中央支出占净支出



总额的 70% 多，最高；“二五”时期降到 50% 稍弱；60 年代初的三年和“三五”时期占 60% 上下；“四五”时期稍有降低；“五五”、“六五”时期降到 50% 稍弱，其中 1985 年降到 45%；“七五”及近几年则徘徊在 40% 左右。^[3]就发达的市场经济国家看，中央财政支出在支出总额中的比重通常是较大的，但也有中央、地方在支出比重上大体相近的国家。问题是在中央与地方事权划分的格局无重大改变的情况下，两者的比重从中央较大、稍大或大体相当演变成中央低于地方达 20%，而且是在财政财力占 GDP 比重急速下降的背景上出现的，问题就严重了。这突出地反映为必须由中央保证的支出十分短缺。对此大家说得已经很多，在认识上似乎也是大体一致的。再一方面则是中央组织的收入与地方组织的收入这两者的对比问题。我国地方组织的收入占财政收入总额的比重一直是很大的，“四五”、“五五”期间曾高达 85% 以上，1993 年为 76.7%。^[4]因而从数字的变化趋势本身很难说明分权过分的趋势。这里的问题在于，我们正经历着经济体制的变革——从集中计划体制向社会主义市场经济体制过渡。在高度集权的中央计划体制下，地方组织收入的比重大并不妨碍主要财力集中于中央——那时集中的过程并无多大困难。但是当体制迅速转化之际，其中包括财政本身的“分灶吃饭”，这样的过程已受到强烈的利益机制所制约。上面指出的近几年财政总支出中中央支出比重明显下降即是证明。如果把市场经济国家财政的情况作为参照系，问题的症结就可看得比较清楚。在这些国家中，即使有的国家地方财政支出可占到总支出的一半上下，但几乎所有国家财政收入的大头都是由中央直接组织，然后再以补助形式下拨给地方。美国 1982—1989 年间，中央组织的收入为地方组织的收入的 1.43 倍～1.69 倍；英国 1980—1989 年间为 4.94 倍～



6.01 倍；联邦德国 1981—1989 年间为 1.77 倍～1.83 倍；印度 1981—1989 年间为 1.95 倍～2.12 倍。^[5]由于中央直接掌握了财政收入的大头，所以主要是中央向地方提供补助，而不是像我们这样靠地方向中央上缴。如果用这个格局来衡量，是否可以说，按照市场体制要求改革我们原有计划体制下组织财政收入的格局，在今年以前尚未起步。

财政方面中央与地方的分权是否合理是正确处理中央与地方关系的一个重要的方面。中央与地方的关系历来是中华大地上的一个极其要害的问题。我们常说，纵观秦汉以来的历史，统一占主导，分裂则只是极少的年代。但还必须看到另一面，即天下一统的历程中，既有中央与地方关系相对协调的时期，也有很不协调的时期。而其中地方尾大不掉的局面则往往导致一个朝代的最后衰败。如果说在一个封建的自然经济背景下，周期的过分分权趋向难以避免，那么在为建立社会主义市场经济——这是一种绝对要求市场统一的经济——而奋进的前进历程中，过分的分权则是必须也有可能加以避免的。过去过分的中央集权要改变，但绝不能变到行将阻碍统一市场健康发展的“割据”状态之中；中华民族有统一的内在凝聚力，但也不能忽视由于长期处于落后的非市场经济状态中而植根于头脑中的割据自立的潜意识。应该说，在考虑中央财政与地方财政的关系中，只要深入一步地思索，这是难以回避的问题。

上述存在于财税方面的问题实际上已到了不能再因循下去的地步。正是在这样的背景下推出了今年的财税改革措施：以增值税为主的税制改革和分税制。这两项改革结合起来，一是公平税负并遏止财政收入下滑的局面：先是使收入至少随 GDP 的增长而等比增长；同时为进一步增大财政收入占 GDP



的比重创造条件。二是建立以中央为主的组织财政收入的格局并扭转目前中央所支配的财力明显偏小的状况。这两项改革措施的意义已无需论证，上面的剖析已可说明。如果重复一句，那就是，它们的意义远远超出经济领域范围。

这样的改革不能不深深地触动多年逐步形成的利益格局，从而它们的实施必然受到强大的阻力。同时对格局过急的调整也会给经济进程带来震动。因而，在这里，妥协步骤是必要的。问题是要坚持方向，不动摇，不使妥协步骤再次凝固化，那么目标就会逐步实现。

一

相对于财税改革，金融改革的面看来比较散：从要求建立强有力的宏观调控体系，到建立政策性的国家专业银行，到把现有国家专业银行逐步建设成市场经济中的商业银行。其中第二、三两项也可概括为我们常说的政策性融资与经营性融资的划分。至于一些更具体的改革措施还有推行资产负债比例管理，银行会计制度全部同国际做法接轨，等等。金融范畴并不限于银行，外汇的改革，股票市场、债券市场、期货市场等方面改革也都属于金融改革的范围之内。其中汇率并轨和国际收支经常项目中外贸收支的结售汇制度，则是改革的重大举措。金融改革的面虽然铺得很广，但除外汇领域的措施外，其他举措并没有引起人们特别的关注。同时，人们所关注的利率问题，议之者甚多，而具体改革的方针、措施则并未摆在议事日程之上。这几年闹得最为红火的股份制和股票市场，从各地领导的重视和报刊杂志所辟出的篇幅看，在经济生活中的地位



正在不断提高。不过一年来的股市却一直处在低迷状态。下一步如何走，见仁见智，也还值得讨论。至于颇有一哄而起的期货交易，近来对之采取了一些控制措施，对此议论颇多，也有待澄清。总的说来，金融领域改革给人的印象是新事甚多，变化甚大，颇有刻日赶上发达市场经济国家的气势；但同时，计划体制下形成的原有机制、原有做法，仍然俯拾皆是，又觉改之迟缓。可以说新旧杂陈、头绪纷繁，讨论起来，若明若暗，总使人感到有不少朦胧之处。

十年前，接近 80 年代中期之际，曾有金融可选作改革的“突破口”的说法。但实践中并未起什么突破口的作用，后来也就很少提及了。这些年，甚为流传的则是金融改革滞后的说法。对于这样的论断总使人觉得有说不太清楚的地方。说金融改革滞后，恐怕首先主要是指我们没有建立起真正独立经营的商业银行，特别是国有的大银行还不能不把相当数量的信贷资金投入效益差乃至无效益从而事实上不能保证贷款偿还的国有企业，于是就保护了落后，不利于改革。持这种论点的同志说，假如确实决心按商业银行经营准则行事，那么无可挽救的企业只有走破产整理的道路；而另一些企业则会在资金压力的促使下改革经营，改变低效益的局面。

抽象的推论必须还原为具体的有数量观念的论证。假如几家专业银行现在真正毫不犹豫地立即按商业银行的准则营运，如贷款必须以企业有足够的盈利为前提条件，而且绝不通融，如立即把负利率提高到正利率水平等等，那么亏损乃至低效益的企业就不能得到贷款。现在通常说，国有企业 $1/3$ 明亏，显然这 $1/3$ 企业就会因得不到贷款而无法经营，从而相应地就会立即有三四千万职工处于失业状态。即使把这个数字减一半，失业人数也会立即增加 1 000 多万。当然这是一个推论。如果



稍微接近生活实际来判断，在当前已经存在相当数量停产、半停产企业和它们的职工收入已经受到相当影响的情况下，进一步卡紧贷款条件，必将立即使这一情况急速地恶化。如果是这样，向社会、向政府提出的完全不是金融改革滞后不滞后的问题，而是能否允许如此巨大的失业群存在。恐怕只有只管治驼背而不管人命死活的大夫才敢于作肯定的回答。这也就是说，百分之百地“真正”按商业银行的准则办事，现实行不通。其实这里不过反映一个最基本的道理：货币形态领域的改革不能脱离实的（real）生产与流通过程的改革；它可以起促进作用，但不能从根本上改变这种依存关系，它的改革进程最终不能不受后者所制约。当然，金融领域的改革与企业的改革绝非只能一个在前面走，一个在后面跟。它们在前进过程中相互作用，相互牵制，都不能一下子达到理想境界。这是一个逐步推进的过程。在这样的过程中，金融改革是否滞后，必须找出具体的度量标准。否则，一般的原则评论是没有意义的。

说金融改革滞后，也是指宏观调控的方法还不是主要靠经济手段，而是靠行政方法，如“规模”控制等等。金融的宏观调控，基本对象是货币供给量。理想的机制自然不是计划模式中自上而下的直接控制机制，而是在市场的亿万个点上，由千千万万个金融机构，主要是能创造存款货币的商业银行，灵活、适时地满足各领域、各微观主体对于货币的需求，同时中央银行又可运用经济杠杆对商业银行给予有效的影响并实现宏观调节的目标。这样的机制实际是建立在两个前提上：一是商业银行对中央银行的宏观调控措施反应灵敏；二是商业银行的货币吞吐有自我约束的利益机制。这两条实际上又可归为一条，即每家商业银行都应是真正实行独立经营的经济实体。于



是我们又回到前一个问题上：商业银行要能成为市场经济中真正独立经营的经济实体，那必须以企业的改革为基础，以现代企业制度的建立为条件。相对于宏观，这实质是微观基础问题。在微观基础正在缓慢、艰难形成的过程中，说金融宏观调控滞后也似根据不足。

金融与现实经济的关系反映方方面面。这还可以用颇为“超前”的股票市场为例来分析。比如，股市这一事物的成败利钝应如何评价？以股民的动向为据来进行剖析的情况并不罕见。股民不是一般地指股票持有者而是指在股市上经常买进、卖出的人们，他们的躁动当然不利于社会稳定，但无论如何不能说股票市场的建立就是为了创造炒买炒卖的股民，并给他们提供一个理想的活动天地。下述的目标对股票市场的创造和发展恐怕是有根本意义的：一是引入一种在市场经济中早已证明是必要的、有效的融资形式，它和其他的融资形式相配合，有利于实现资源的合理配置；二是推进股份公司形式，用以作为改造企业经营机制的理想途径之一，以利于按照市场准则重构微观基础。当然，这两者的实现，其重要条件之一是“股民”的存在。他们的存在是不可避免的，也是必要的，他们的活动起着推进、兴奋的作用。但如果不能透过市场五光十色的迷雾把握这两个根本点，并从根本出发点来剖析股民的动向和采取相应的措施，推进股份制，建立股票市场就有可能走弯路。至于这两点的本身，实际也是一而二，二而一的：企业没有真正得到改革，股票的发行并不能使资源的合理配置得以实现；广大的“储蓄”者也不会因为炒买炒卖如何红火而把股票作为一种真正的资产选择对象。于是问题又回到企业改造这个关键上来。也正是由于同微观基础的重构缺乏紧密的结合，无论是已列入改革日程的建立强大的宏观调控体系和使专业银行摆脱政



策性金融的缠绕，也无论是尚未列入日程的其他考虑，都令人感到，改革目标不能说没有道理，但实现改革的保证却并不落实，从而人们也就难以对之抱过大的希望。

三

关于当前的改革，上面的分析似乎对财税改革肯定得多些，而对金融改革的评价像是不高。对此应稍加说明。

改革以来，金融改革，如强调银行在经济中的作用，建立中央银行体制，发展多种形式的金融业，建立金融市场，证券市场、期货市场，改革外汇管理体制等等，都比较明确地表现出市场的取向，虽然进程并不如想像的那么顺利。而在财税方面，今年以前的改革，目标的取向似并不怎么鲜明。“分灶吃饭”与“减税让利”，有利于市场经济因素的积累，但从性质上说，它们本身并不能说明是计划取向还是市场取向。其间，曾用过不小的力量推行“利改税”，但总使人感到利改税的指导思想过分简单：似乎一叫“税”，就是改革了。于是“创造了”一个令人哭笑不得的“调节税”。至于原来设想的通过公平税负可以提供一个划一的起跑点以利于竞争等等目标则并未实现——国有企业之间并不存在划一的起跑点；同时落了个经营效益不好名声的国有企业还“不公平地”承担了大部分的赋税任务。关于承包制，对其历史作用会作出恰当的评价，但它是否本质地体现了社会主义市场经济的要求，恐怕很难给予肯定回答。所以回顾改革的历程，金融改革可能更令人瞩目。问题是就今年看，财税改革跨出了市场取向非常鲜明的关键一步，因而引起人们特别注视是不足为怪的，而金融改革，虽



仍沿着市场取向前进，但除外汇领域外，人们对之却没有真正大跨一步的明显感受，因而相比之下似有逊色。但这并不意味着否认其已经取得的成就和对其沿着正确取向继续前进的期待。

四

上面对财税改革和金融改革的考察是分别进行的。但必须强调，两者实际上很难分割。无论从宏观上还是从微观上均系如此。从宏观角度看，在发达的市场经济国家，财政政策与货币政策具有同等的举足轻重的意义，并且总是统筹加以运用（见表2）。现在看看我们的演变轨迹。在集中计划经济体制下，财政起绝对的主导作用，金融，用我们的通俗形容法，只不过起小小的出纳作用。改革开放之后，财政的作用急速下降，金融的作用急速膨胀。关于这样的变化，我在80年代初曾作过说明：改革开放前，银行每年增加的信贷资金力量只相当于财政每年经济建设支出的一小部分；而在改革开放不久的80年代初的几年，这两者已达到相互颉颃的态势。^[6]从那时起到现在又经过10年，这样的消长趋势继续发展。到目前，每年信贷资金的增长额已不是相当于财政的经济建设支出，而是相当甚或超过财政收入总额。1992年，国家银行各项贷款总额（即还未把非国有金融机构的贷款估计在内）比上年增加3 571.58亿元，而同期财政收入，不包括借债，则为3 483.42亿元。估计到社会信贷活动，前者更会大于后者。相应的数字，1993年实际为4 846亿元对4 421亿元，1994年计划为4 700亿元对4 460亿元，前者均大于后者。^[7]



表 2 (甲) 美国财政岁入与国内信用 单位: 10 亿美元

| 年份 | 财政岁入 | | 国内信用 增长额 | % 国内信用/ 中央岁人 | |
|-----------|---------|------------------------|------------------------------|--------------------|--------------|
| | 中央岁人 | 总岁人 | | 国内信用/ 中央岁人 | 国内信用/ 总岁人 |
| 1962—1965 | 435.8 | | 157.7 | 36.2 | |
| 1966—1970 | 836.1 | | 240.1 | 28.7 | |
| 1971—1975 | 1 224.2 | | 549.0 | 44.8 | |
| 1976—1980 | 2 134.4 | | 841.3 | 39.4 | |
| 1981—1985 | 3 463.4 | 4 638.2 (1982—1985) | 173.4 (1982—1985: 1035.9) | 33.9 | 22.3 |
| 1986—1990 | 4 837.0 | 6 323.8 (1986—1989) | 952.3 (1986—1989: 997.4) | 19.7 | 15.8 |

表 2 (乙) 英国财政岁入与国内信用 单位: 10 亿英镑

| 年份 | 财政岁入 | | 国内信用 增长额 | % 国内信用/ 中央岁人 | |
|-----------|--------|--------|-------------|--------------------|--------------|
| | 中央岁人 | 总岁人 | | 国内信用/ 中央岁人 | 国内信用/ 总岁人 |
| 1962—1965 | 38.68 | | 7.73 | 20.0 | |
| 1966—1970 | 75.14 | | 5.86 | 7.8 | |
| 1971—1975 | 131.76 | | 28.60 | 21.7 | |
| 1976—1980 | 295.32 | | 35.97 | 12.2 | |
| 1981—1985 | 565.50 | 661.78 | 102.79 | 18.2 | 15.5 |
| 1986—1989 | 640.19 | 745.32 | 415.11 | 64.8 | 55.7 |

表 2 (丙) 法国财政岁入与国内信用 单位: 10 亿法郎

| 年份 | 财政岁入 | | 国内信用 增长额 | % 国内信用/ 中央岁人 | |
|-----------|----------|----------|-------------|--------------------|--------------|
| | 中央岁人 | 总岁人 | | 国内信用/ 中央岁人 | 国内信用/ 总岁人 |
| 1962—1965 | 370.7 | | 63 | 17.0 | |
| 1966—1970 | 685.7 | | 160 | 23.3 | |
| 1971—1975 | 1 852.0 | | 399 | 21.5 | |
| 1976—1980 | 4 156.5 | | 1 679 | 40.4 | |
| 1981—1985 | 8 190.5 | 9 078.6 | 1 916 | 23.4 | 21.1 |
| 1986—1990 | 11 777.7 | 13 327.0 | 2 663 | 17.6 | 20.0 |



表 2 (丁) 德国财政岁入与国内信用 单位: 10 亿西德马克

| 年份 | 财政岁入 | | 国内信用增长额 | % | |
|-----------|----------|----------|---------|-----------|----------|
| | 中央岁入 | 总岁入 | | 国内信用/中央岁入 | 国内信用/总岁入 |
| 1962—1965 | 261.68 | | 139.6 | 53.3 | |
| 1966—1970 | 451.06 | | 203.0 | 45.0 | |
| 1971—1975 | 1 167.27 | | 370.5 | 31.7 | |
| 1976—1980 | 1 780.94 | | 584.3 | 32.8 | |
| 1981—1985 | 2 494.45 | 3 931.89 | 575.7 | 23.1 | 14.6 |
| 1986—1989 | 2 425.86 | 3 804.68 | 427.0 | 17.6 | 11.2 |

表 2 (戊) 日本财政岁入与国内信用 单位: 10 亿日元

| 年份 | 总税收岁入 | 国内信用增长额 | 国内信用/总税收岁入(%) |
|------|---------|---------|---------------|
| 1980 | 61 752 | 47 566 | 77.0 |
| 1981 | 67 547 | 49 110 | 72.7 |
| 1982 | 71 851 | 52 397 | 72.9 |
| 1983 | 72 112 | 48 403 | 67.1 |
| 1984 | 80 918 | 52 296 | 64.6 |
| 1985 | 88 628 | 56 384 | 63.6 |
| 1986 | 92 966 | 67 880 | 73.0 |
| 1987 | 101 832 | 79 576 | 78.1 |
| 1988 | 112 610 | 94 629 | 81.4 |

表 2 (己) 印度财政岁入与国内信用 单位: 10 亿卢比

| 年份 | 财政总岁入 | 国内信用增长额 | 国内信用/总岁入(%) |
|------|-------|---------|-------------|
| 1981 | 286.0 | 121.4 | 42.4 |
| 1982 | 330.1 | 144.6 | 43.8 |
| 1983 | 370.4 | 132.6 | 35.8 |
| 1984 | 429.1 | 197.4 | 46.0 |
| 1985 | 513.3 | 201.3 | 39.2 |
| 1986 | 591.9 | 251.6 | 42.5 |
| 1987 | 680.6 | 240.8 | 35.4 |

资料来源: 据国际货币基金组织《国际金融统计年鉴 (1991)》和《政府财政统计年鉴 (1991)》有关数字整理。

在《政府财政统计年鉴 (1991)》中无日本总岁人数字。税收岁人 (Tax Revenue) 包括各类税收和社会保障收入 (Social Security Contribution)。



这样的对比关系是否正常，可以用其他国家相应数字作些比较。表2列出了美、英、法、德、日、印度的数字。除日本外，其他国家每年国内信用增长额（这是金融活动的最大统计口径），除个别例外年份，均低于或大大低于当年财政收入。日本的百分比较高，但比例大体稳定，而且最高的国内信用增长额也小于当年总的税收收入。

数字本身还需结合经济体制、经济结构及其运行机制加以具体分析。不过，给我们的概念是，即或是极其重视金融的市场经济国家，对比于金融，其财政力量仍然是极大的。

前些年曾有一种见解，认为财政的职能宜大大缩小，金融应成为经济的擎天柱。从演变的结果看，倒的确出现了这样的趋向，只不过效果并不理想。这些年经济中的矛盾集中于金融一身，乃至成也萧何，败也萧何，似乎只要它搞好了，经济中的问题即可迎刃而解。其实它起不了这样大的作用。大家都知道，“启动”、“从紧掌握”交替使用，而用所要达到的目标衡量，并不得心应手。如“软着陆，不着陆”，如“启动，启动，启而不动”，等等。十分突出的一点，就是它缺乏与之配合的协调力量。松则单纯地松，紧则单纯地紧，于是波幅过大，拐点过硬，副作用不易控制。在发达的市场经济中，宏观调控还有一个财政手段。财政与金融配合，可相互增强，可相互缓冲。问题是过小的财政力量已使之没有多大游刃的余地来从事宏观调控。从这样的意义上说，旨在为增大财政在GDP中比重而进行的改革，将有可能减轻金融在宏观调控体系中的压力。也只有不把眼光局限于金融才能谈得上建立有效的宏观调控体系的问题。

关于微观基础，上面分析金融改革时说的较多，分析财政改革时没有怎么涉及。应该说按照市场经济要求，微观基础重构的重要性，对金融改革有多大，对财政改革也有多大。而且



财政改革与金融改革，通过微观基础，更是紧密联系，不可各自孤立进行。

改革以来，通过财政方面和金融方面的一些举措，在固定资产形成方面（这包括我们通常说的基本建设投资和更新改造）推行了“拨改贷”，逐步开办了中短期、中长期的固定资产贷款；在流动资金方面，推行了全由银行包下来的做法。过去对国有企业，固定资产几乎全部的需要和流动资金相当部分的需要都由财政集中解决（通过直接拨款和向银行增拨信贷基金）。在改革取向是建立市场经济的条件下，这样的体制无疑应该改变。然而，改变到怎样的格局，是具有根本意义的问题。作为市场经济条件下的常规是否可以这样粗略概括：新建或扩建，固定资产和铺底流动资金通常由投资者投资。其中建立国有企业是国家投资，即由财政拨款。其他或个人或合伙，谁投资谁出钱。而不论哪种所有的企业，均可在金融市场上筹资；银行直接长期贷款，除一些特定项目，通常是辅助形式。而对于扩建单位来说，自我积累总要占新投资的一定份额。我们现在的情况像是改到一个岔路上去了。国有企业的固定资产投资，财政保证一个较之过去相对大大减小的份额；越来越大的部分则日益靠银行。铺底流动资金实际全由银行解决。至于营运中的企业对增补流动资金的需要，如上指出，全都依靠信贷的支持。说得简单点，那就是国有企业发展中关于资金的需求，过去主要靠财政，现在主要靠银行。对金融市场筹资方式的运用，一方面由于这个市场尚属初创，规模有限，规范化运作的形成还需一个过程；另一方面，缺乏自我积累能力的企业，也就不具备在市场上筹资的有利条件。倒是乡镇企业、私人企业、各种混合型企业的筹资方式较为接近市场经济的通常格局。



这里有个关键问题是企业自我积累、自我发展的能力。过去统收统支，企业积累全部上交，当然谈不上自我发展；改革之后，人们一再论证企业应具有自己造血的功能，但绝大多数企业实际没有能形成这样的能力。从企业角度说，资金的需求全靠银行，利息一项负担就把效益拿走一大块。减税让利，减让到非国有企业的措施比比皆是，对国有企业的减让，除少数例外，事实上受到必须保证财政收入的限制。再加上社会保障以及诸多摊派等方面的责任日益加重，那就势必把自我积累的部分挤掉。但缺乏自我积累能力的微观基础，在市场经济体制下，财政和金融的发展有何依靠呢？事实上企业无家底，全靠银行，不只企业在支付利息时一肚子怨气，同时银行由于实质上不能不执行财政职能而使改革碰到难以克服的困难。至于在财政方面，这样的微观基础也不能不使增收目标的推进有极大难度，而增加财政收入在GDP中的比重，如上指出，又至关重要，并非可有可无。

理想的格局用个粗略的表述法，应该是财政收得上来税，银行收得回来本息，企业有自我积累并从而有自我发展的能力。基础是后者。如果后面这个问题不解决，改来改去只是从财政包下来变成银行包下来，也许当初谁也没有料到会改成这个结果。但从现实摆在面前的结果来看，恐怕不好说改得有道理。当然要摆脱目前的这个困境绝非举手之劳。不过从指导思想上说，无论是财政改革，还是金融改革，都必须把重构微观基础作为最根本的思考起点，纵或现在可能还形不成摆脱目前这种状态的具体思路也罢。

【注释】

[1] 国际货币基金组织：《政府财政统计年鉴（1991）》。下面引述的市



场经济国家的财政数字，如无说明，均引自同一来源。

[2] 日本银行调查统计局：《经济统计年报（1990）》。

[3] 见《中国统计年鉴（1993）》。

[4] 见《中国统计年鉴（1993）》；1993年数字见《关于1993年国家预算执行情况和1994年国家预算草案的报告》。

[5] 根据国际货币基金组织《政府财政统计年鉴（1991）》的资料整理。

[6] 见《财政信贷综合平衡导论》，288～293页，北京，金融出版社，1984。

[7] 见《中国统计年鉴（1993）》和《关于1993年国家预算执行情况和1994年国家预算草案的报告》。



“九五”期间必须扭转国家 财政收入占 GDP 的比重 不断下滑的局面

作者解题

这是我在第八届全国人民代表大会第三次会议期间所提的提案，编为第 204 号议案。基本观点是在此之前已经在公开发表的文章中讨论过的。

收入《黄达文集》。

2006 年 8 月

(一) 问 题

1. 改革开放以来国家财政收入占 GDP 的比重急速下滑，其中：

经常性收入占 GDP 的比重 1979 年为 26.7%，1994 年为 11.8%。

经常性收入和债务收入（包括国内外债务和向中央银行透支）两者之和占 GDP 的比重：1979 年为 31.9%，1994 年



为 14.5%。

下滑速度每年约 1 个百分点，而且 1995 年仍呈下滑趋势（参见表 1）。

表 1 岁入 (R) 和债务收入 (D) 占国内生产总值 (GDP) 百分比 (%)

| 年份 | R/GDP | (R+D)/GDP |
|------|-------|-----------|
| 1979 | 26.7 | 31.9 |
| | 23.3 | 27.1 |
| | 21.3 | 23.4 |
| | 20.1 | 22.3 |
| | 20.2 | 22.3 |
| | 20.6 | 22.3 |
| | 21.1 | 21.6 |
| | 21.9 | 24.1 |
| | 19.5 | 21.7 |
| | 16.8 | 19.2 |
| 1985 | 16.7 | 19.0 |
| | 16.6 | 19.5 |
| | 15.6 | 18.9 |
| | 14.5 | 18.3 |
| | 14.1 | 17.0 |
| 1990 | 11.6 | 14.6 |

注：债务收入包括国内外债务收入和向中国人民银行的透支。

2. 按财政总收支（即包括中央财政和地方财政两部分）的口径比，1994 年我国财政收入与支出占 GDP 比重的水平，较之世界各国，均低得惊人。

与不包括日本的发达国家比，不及这些国家的 1/2，甚至不及 1/3 或更小；

与日本比，大约相当 1/2 上下；

与印度、泰国、韩国比，也显著地低，而且它们的财政收支格局比较平稳，比我们好。

各国财政所负担的任务各有特点，有颇多的差异。但用特点、差异难以宽解我们的极低水平是可以心安理得的。



(请参看表 2)

表 2 财政总收支占 GDP 的百分比 (%)

| 年份 | 美国 | | 英国 | | 法国 | | 德国 | |
|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 收 | 支 | 收 | 支 | 收 | 支 | 收 | 支 |
| 1980 | | | 41.2 | 46.3 | | | | |
| | | | 42.3 | 47.3 | 44.4 | 47.1 | 46.4 | 51.1 |
| | 34 | 37.2 | 45.3 | 48.0 | 45.0 | 50.0 | 47.4 | 51.4 |
| | 32.9 | 38.3 | 43.1 | 45.7 | 45.6 | 50.0 | 46.7 | 50.0 |
| | 32.7 | 36.3 | 43.2 | 46.1 | 46.6 | 50.1 | 46.5 | 49.8 |
| | 33.7 | 37.4 | 43.4 | 45.2 | 46.8 | 50.2 | 46.9 | 48.7 |
| 1985 | 33.7 | 37.4 | 42.3 | 43.2 | 46.3 | 49.8 | 46.2 | 47.9 |
| | 34.9 | 37.0 | 41.6 | 41.2 | 47.0 | 48.6 | 46.1 | 48.3 |
| | 34.3 | 36.5 | 43.9 | 41.3 | 46.5 | 48.6 | 45.3 | 47.7 |
| | 34.9 | 36.4 | 41.4 | 40.3 | 46.2 | 47.7 | 48.2 | 46.4 |
| | 34.0 | 37.2 | 41.6 | 41.4 | 46.5 | 48.4 | 43.5 | 43.9 |
| | 34.8 | 39.4 | 41.3 | 41.5 | 47.3 | 50.2 | 45.2 | 48.3 |
| 1992 | | | | | 46.9 | 50.9 | | |
| 年份 | 日本 | 印度 | | 韩国 | | 泰国 | | |
| | 支 | 收 | 支 | 收 | 支 | 收 | 支 | |
| 1981 | | 17.9 | 24.8 | 18.1 | 21.5 | | | |
| | | 18.5 | 26.0 | 18.3 | 21.4 | 16.0 | 22.5 | |
| | 29.7 | 17.8 | 25.9 | 18.1 | 19.1 | 17.4 | 21.4 | |
| | 28.0 | 18.5 | 28.0 | 17.4 | 18.5 | 17.4 | 20.9 | |
| | 27.4 | 19.6 | 28.8 | 18.6 | 19.8 | 17.6 | 23.0 | |
| | 27.2 | 20.3 | 31.1 | 17.0 | 17.0 | 17.5 | 22.0 | |
| 1985 | 28.0 | 20.5 | 30.4 | 17.2 | 16.8 | 17.8 | 20.1 | |
| | 27.7 | | | 17.9 | 16.3 | 18.7 | 17.9 | |
| | 24.4 | | | 18.2 | 18.0 | 19.9 | 16.4 | |
| | | | | 18.9 | 19.3 | 21.6 | 16.5 | |
| | | | | 17.7 | 19.4 | | | |
| | | | | 18.5 | 19.3 | | | |
| 1990 | | | | | | | | |
| 1992 | | | | | | | | |

资料来源：(1) 日本来自日本大藏省的统计资料；其他各国均来自 IMF 的 1991 年和 1993 年度政府财政统计年鉴。

(2) 日本是财政总收支与 GNP 的比。

(3) 韩国是中央财政的收支。



(二) 后 果

国家财政收支处于如此低的水平且仍有下滑之势，因而：

1. 国家在行使其职能（无论是行政管理，是国防治安，是文化教育体育卫生，是国际交往，是必须由国家出资的气象、地质、环境保护和基础设施等哪一方面）的时候，想做也应该做的，处处感到财力紧缺之苦，心有余而力不足。

财力不足的政权很难是强有力的政权。

2. 改革所需的支持中，国家财政的集中财力是极其重要的。财政的财力紧，削弱了国家在这方面的机动能力，不能不影响改革进程。

3. 在市场经济中，宏观调控依靠的是两个相互颉颃的财政政策和货币政策。财政力量太小，本身缺乏扩张和紧缩的余地，对整个经济的调控作用有限。这就造成金融过分突出，在调控中，缺乏有力的配合和可以缓冲其副作用的力量。

如此等等。

当然，在财政财力小了的同时，金融的财力、分散在各经营单位、事业单位乃至机关团体的财力、个人的财力等都大为增强了。但这些都代替不了国家财政所集中的财力。

(三) 提案的核心

国务院应制定扭转国家财政占GDP比重下滑趋势的方针和规划。



1. 力争进入“九五”的第一年——1996年——停止下滑，并使比重水平稳住两三年。

2. 从“九五”的第三年或第四年开始，使这一比重逐步提高。

提高的第一步目标可定在经常性收入占GDP的比重为15%的水平上。几年可以实现目标，需要具体计算。如能在“十五”之间达到，那就很理想了。

(四) 具体的建议

1. 以1978年为基期，到1994年，GDP的名义值，年平均递增16.9%；按可比价格计，年平均递增9.4%。财政收入是货币收入，只计名义增长率。在同一期间，财政经常性收入，年平均递增率为10%；加上债务收入，年平均递增率为11.4%。如果根据可比价格消除物价上涨因素，财政经常性收入的年递增率仅为2.9%；加上债务收入的年递增率也不过是4.2%。所以，要做到比重不变，财政收入每年平均增值率需要达到16%~17%。显然，也非轻而易举。

2. 减税这种手段，市场经济国家都用。不过像我们这样大规模地用以推进改革则绝非普遍。它在过去十几年的确起了巨大的作用，但到现在可以说已完成了历史任务。现在应该强调的是公平税负，去年的税法开了一个好头，应坚决地、严格地加以贯彻。

3. 开展财税教育，讲清为了保证国家需要人们理应承担的纳税义务，使人们建立起应有的纳税意识。



议财政、金融和国有企业资金的 宏观配置格局

作者解题

财政、金融实力对比的演变以及与国有企业资金状况，与居民可支配货币收入状况的相互消长关系，一直是我在 90 年代中期思考的一个主要问题。1995 年 9 月和 10 月两个月写出了这篇文章，较为全面地反映了我在这个问题上的思路。

当时，国家计委的有关同志也以《中国全社会资金配置、检测与调控》为题申请在国家哲学社会科学基金立项。的确，就资金角度来看，这已成为矛盾的焦点：财政穷、银行富、企业无资金、居民高储蓄，并在这样的基础上形成了效率低、成本高的资金运转的格局。寻求解决的途径，自然提上日程。

但无论是“全社会资金配置”，还是“资金宏观配置格局”，作为概念应如何界定还颇不清楚。在这前后，我向国家哲学社会科学基金申请，把我的“八五”未完成项目改为《社会资金宏观配置格局的研究》。项目主要由我的博士生李鹰同志完成，其成果凝结为他的博士论文《居民储蓄视角的中国资金宏观配置问题研究：一个框架》。他的结论是：宏观资金配置格局是指通过收入分配与资金融通形成的可用于消费与投资



的资金在部门之间的分配。当然，要把这个论断说清楚，需要专文论述。

本文发表于《经济研究》1995年第12期。后收入中国财政经济出版社1997年出版的《中国经济丛书·财政货币政策协调论》一书。1996年5月，我以这篇文章参加了由社科院财贸所、财政研究所、金融研究所等单位联合在湛江召开的“财政政策与货币政策协调配合高级研讨会”。会后，在这篇文章的基础上，修改为《资金宏观配置格局剖析》一文。

1996年8月下旬，又以《资金宏观配置格局剖析》一文参加计委在五台山召开的“中国全社会资金配置与宏观调控高级研讨会”。国家计委政策研究室的内部刊物予以刊登。

《议财政、金融和国有企业资金的宏观配置格局》与《资金宏观配置格局剖析》均收入《黄达文集》。

2006年8月

—

改革开放15年来，财政改革、金融改革、国有企业财务改革，成绩巨大，功不可没。没有这些方面的改革，不会有今天经济改革的成就；否定这些方面的改革，经济改革的现有成就则无法说明。这是肯定无疑的。

但另一方面，从资金总量对比的宏观角度，或者说从资金宏观配置的角度来看，目前财政、金融和国有企业相互之间存在着的却是一种畸形的格局。



二

财政越来越“相对贫困化”，岁入占GDP的比重一年比一年小，从1979年的26.7%降到1994年的11.9%，岁入加债务收入则从31.9%降到14.6%，1995年制定预算时，预计还要有所下降，债务依存度（债务占总支出的比重）从“既无内债，又无外债”一步步发展到1994年的18.4%。同时，中央财政支配的比重越来越小，而赤字的弥补完全由中央财政负担。

下面的一些数字可用来比较（见表1）。

表1

| 国家 | 年份 | 岁入占GDP比值的波动区间（%） | 岁入加债务收入占GDP比值的波动区间（%） |
|----|-----------|------------------|-----------------------|
| 美国 | 1982—1991 | 32.7~34.9 | 36.3~39.1 |
| 英国 | 1980—1991 | 41.2~45.3 | 41.4~48.0 |
| 法国 | 1981—1992 | 44.0~47.3 | 47.1~50.9 |
| 德国 | 1981—1991 | 43.5~48.2 | 43.9~51.4 |
| 日本 | 1983—1989 | — | 24.4~29.7 |
| 印度 | 1981—1986 | 17.8~20.5 | 21.8~31.1 |
| 韩国 | 1981—1992 | 16.0~18.9 | 16.3~21.5 |
| 泰国 | 1982—1990 | 16.0~21.6 | 16.5~23.0 |

资料来源：除日本外，均来自IMF的1991和1993年度的政府财政统计年鉴；日本的材料来自日本大藏省的统计，是与GNP的比值；各国数字包括中央财政和地方财政；韩国只包括中央财政。

在计划经济体制下，国家财政是国民收入分配的主要形式，不仅行政国防文教卫生靠财政拨款，发展国有经济和支援农业的资金也主要来自财政。所以，财政在经济中的地位最为重要。无论是经济增长的速度，基本建设和更新改造的规模，工资和价格水平的调整等，财政的态度对于如何安排均有决定



的分量，50年代提出的“三平理论”，第一句就是“财政收支平衡是关键”。

改革开放一开始，不少人认为财政分配权过分集中，从而它对经济的干预力量过强，不利于搞活经济，应作调整。极端的意见是，财政应该只是“吃饭财政”，要尽速从经济领域退出。要求财政从经济领域全部退出的主张不是现代经济学的理论，也不符合现代经济生活的实际，很多人不赞同。现在实际发展的结果是：（1）财政对经济领域的投入，即建设性支出仍保持一定的比例，如1994年这部分支出为1585.42亿元，占支出总额的22.67%。比重虽然不高，但如果考虑到财政收支占GDP的比重，这1500多亿，也仅仅是GDP的3.62%。（2）就“吃饭财政”来看，也捉襟见肘，极为拮据，如政府公务人员由财政支付的“档案”工薪不足以养廉；如教育文化艺术体育等方面的投入极其不足；如国防支出和国防现代化的要求差距甚大；如各项开支标准严重脱离现实生活，实际无法执行，等等。（3）财政的日子如此窘迫，本身已无扩张和紧缩的余地，这就很难承担它在现代市场经济中本应承担的宏观调控任务。

有一种看法，财政并不穷，还有很大一部分钱作为预算外资金，预算外资金是计划经济的范畴，按照当时的观念，凡政府各部门收取而未列入预算之内的和国有企事业留在本单位而未上缴预算的都算预算外。“文化大革命”前预算外收入不到预算内收入的10%，财政部门管得也很严格。改革后，财权不断下放，观念却依然故我，按老概念的预算外资金，改革以来迅速增长，前两年，其收入的规模已逼近预算内收入的规模。要是把预算内和预算外加起来，财政收入水平倒也是不低的，然而，这样的思路不能成立。其一，预算外的观念早就应



该改变了。比如，企业的留利就是企业的，财政管不了，更不应该管，叫个预算外有什么意义？还好，1993年已把预算外的范围作了调整。按调整后的口径，当年预算外收入只相当于预算内收入的30%，即使把它全部纳入预算内，也改变不了财政收入低水平的状况。其二，财政部门对预算外资金的控制极大地削弱了，就是那些的确属于财政性的预算外资金也往往成为财政政策的逆向和干扰力量。简言之，分散的财力不论如何多，也改变不了财政系统集中财力的窘困矛盾。

三

与财政状况形成鲜明对比的，是银行系统集中的财力，其增长速度令人刮目以视。以1979年国家银行贷款余额与农村信用合作社贷款余额之和为基数（那时只有一家中国人民银行和众多的农村信用社），到1994年，国内信贷，包括各种金融机构的信贷，其总的余额增长了20余倍，平均每年递增22.37%。同一期间，财政收入增长不到5倍，平均每年递增仅10.86%。

同期，GDP名义值增长了近11倍，平均每年递增17.30%；按不变价格计，平均每年递增9.67%。据此换算的平减指数为6.96%。以这个平减指数进行调整，信贷平均每年递增14.41%；财政平均每年只递增3.65%。相对于GDP的递增率，信贷的增速大大超过，而财政则大大落后。

如果从支持经济建设的角度看，1979年，财政的经济建设费支出为761.59亿元，各种贷款余额（包括中国人民银行和农村信用社）当年增长额192.03亿元，即前者为后者的4



倍；而 1994 年，建设性财政支出总额，如前指出，为 1 585.42 亿元，国内各种金融机构的各种贷款余额增长了 7 952.11 亿元，倒转过来，后者反为前者的 5 倍。

如果把年度的财政收入额和信贷余额的增长额加以对比，1979 年财政岁入为 1 068.0 亿元，加债务收入为 1 273.9 亿元。当年，信贷增长，如上指出为 192.03 亿元，与财政收入比，分别为 18.0% 和 15.1%。1994 年财政岁入 5 218.1 亿元，加债务收入为 6 293.4 亿元，而 7 952.11 亿元的信贷增长额较这两个数都大。

有人说，市场经济中的银行力量就得大，经典作家早就指出，银行是万能垄断者。没有数量、没有与环境对比的概念推论没有什么价值，下面引一些国外最简单的数字可用以比较（见表 2）。

表 2 国内信用增长额相当于财政收入的百分比（%）

| 国家 | | 年份 | 最高值 | 最低值 |
|----|---------|-----------|------------------|------|
| 美国 | 与中央岁入比 | 1971—1975 | 44.8 (1986—1989) | 19.7 |
| 英国 | 与中央岁入比 | 1986—1989 | 64.8 (1966—1970) | 7.8 |
| 法国 | 与中央岁入比 | 1976—1980 | 40.4 (1962—1965) | 17.0 |
| 德国 | 与中央岁入比 | 1962—1965 | 53.3 (1986—1989) | 17.6 |
| 日本 | 与总税收岁入比 | 1988 | 81.4 (1985) | 63.6 |
| 印度 | 与总岁入比 | 1984 | 46.0 (1987) | 35.4 |

资料来源：据 IMF1991 年《国际金融统计年鉴》和《政府财政统计年鉴》数字整理；日本和印度只有 80 年代数字。

数字说明，没有一个国家的信用增长额超过同期财政岁入。其中日本的比值较高；美国在 30 年间最高的 5 年平均值还没有超过 50%，而美国的银行事业不能说是不发达的。

无论如何，我们的金融事业是过分突出了，以致在经济生活中形成了独木撑天的局面。甚至在我们的党政文件和理论论述中也多有反映。如往往在讨论金融问题中提出完善宏观调控



体系的思路和措施；如在论证完善宏观调控体系时往往把目光只集中在金融领域等等，似乎金融和宏观调控天生就是一而二、二而一的事物。最近像是觉察到了这种偏颇，当谈到适当从紧的货币政策时，也配上适当从紧的财政政策这么一句话，但内容却使人有些空泛之感。

自从 30 年代宏观经济理论实行以来，在发达的市场经济国家中，都是双木——财政和信贷——撑天，侧重点虽然交替有所变化，但双木撑天的格局一直不变。独木撑天，局面倒是容易使人“春风得意”，可是众目睽睽，聚焦于一身，就是本来不应由你承担的任务也要硬摊在你的肩上，那就高兴不起来了。比如，安定团结贷款，从银行经营准则上是很难论证的，可是现在只有你有钱，任务不压在你的身上压在谁的身上？于是，金融近些年，地位倒是越来越高，作用确是越来越大，不过矛盾越来越多，日子越来越不好过。勉强为之，虽可维持于一时，但扭曲变形，会种下种种病根。能否长期维持下去，已日益从不同角度提出质疑。

四

再看看国有企业的财务状况。“资金紧”的呼声一直是极其强烈的。

“一五”时期，商业流动资金靠银行贷款，工业流动资金却有百分之七八十是自有的。现在国有企业的日常流动资金则几乎全靠银行贷款支撑。固定资产投资，包括新建、扩建、更新改造，过去主要是财政拨款，现在拨款只占极小部分。1994 年的统计，国有单位固定资产投资额 11 000 多亿元，其中，预



算内投资 555.8 亿元，占 4.9%；国内贷款 2 877.4 亿元，占 25.3%；利用外资 1 183.3 亿元，占 10.4%；自筹投资 5 519.7 亿元，占 48.6%；其他投资 1 218.3 亿元，占 10.7%。表面看，自筹近 50%，颇为合理，但人所共知，其中相当部分是通过挤占流动资金等途径占用银行贷款。所以“资金紧”的另一个说法就是办什么事都得靠贷款：基本建设靠贷款，更新改造靠贷款，日常经营靠贷款，甚至有的企业发工资、交税款、付利息也要靠贷款。

从国民经济发展的角度，从国有经济发展的角度，不少同志指出，国有大中型骨干企业生死攸关的问题是缺更新改造投资。当今，企业只有在世界生产力发展的潮流中，及时提高技术装备水平以及工程技术人员和工人的水平，生产出符合现代经济要求的产品，才有立足之地。否则，不只参与不了国际市场的竞争，在我国进口总额已超过万亿人民币而且今后还会增长的情况下，就是国内市场也保不住。道理本不复杂，而且过去我们讲社会主义经济规律，一开口就是在高度技术的基础上，问题在于不论是认识方面还是行动方面都不落实。在闭关锁国的氛围之中，建一座工厂，这座工厂就像是万古长青的；生产一种产品，这种产品也像是万古长青的。产业结构的调整，产品的升级换代，专业技术人员自然会有所考虑，领导层面也常提到应对这样的问题加以重视。但缺乏国际比较和激烈竞争，除极少的产品和产业外，现实的压力不大，总的来说思想上并不认真重视。实际的规章制度也有明显的反映。按那时的财务管理体制，企业除纳税外，利润全部上缴，折旧基金全部上缴，如果想更新改造和试制新产品，还要申请专门拨款。要是摆在市场经济中，不让有折旧和未分配利润的积累，不认为从工厂一经建设、现有产品一经投产即必须时时考虑技术更



新、产品更新，这无异置企业于死地。应该说，这本质上是生产力问题，不是社会制度问题。其实，在改革开放前这一矛盾已然明显；改革开放后让国有企业立即到市场经济中去锻炼，矛盾焉能不突出到首位？

不只缺更改资金，也缺基本建设投资。分别就各个企业说，往往需要扩建；从整体说，需要新建。基本建设投资过去由财政拨款——国有经济由财政投资，道理堂堂正正，没有问题，不料想我们自己创造了一个“拨改贷”，说有这样那样的好处。实实在在的好处恐怕不多，理论上大概留下一个笑话。现在已往回改，这很好，给企业解除了一道人为的、全无必要的负担。但财政的投资能力在推行拨改贷时就越发小。形势迫使人们突破了银行不能从事长期信贷的错误理论束缚，迅速开办了长期信贷业务。如果没有这一决策，这些年的建设成就不能想像。

再是缺流动资金。在综合部门中，一直关心流动资金的当然首属银行。财政则变化较大：在 1952—1978 年的 27 年间，每年有关流动资金的支出占财政总支出的比例，平均为 7.28%。但波幅极大，最高为 15.7%，最低为 3.3%，颇有不是看客观需要，而是收支宽松时多给点，紧巴时少给点的味道。不过，那时财政有结余，实际是信贷基金，60 年代初大幅度降低银行利润上缴的比例也实质是增补信贷基金的措施，等等，这说明财政总还得把流动资金问题放在自己的考虑之内。改革开放最初的几年，财政天天叫紧，银行却讲“存贷两旺”，于是流动资金的供给，顺理成章，请银行一家承担。现在看来银行揽下的这个包袱是过沉了。按理说，我们搞计划经济，重大问题都要讲计划，但在流动资金这个问题上却最不讲计划。比如，一个几亿元、几十亿元的项目，论证中找不到流动资金如何解



决的内容，并不罕见。真的上了马，银行就得供给。而且更严重的是，流动资金这个口袋事实上是一个无底的口袋。银行注入这个口袋的资金无疑要用以补充流动资金，但是否合理，是否有效益则出入极大。而且通过这个口袋用来弥补基建和更改资金的缺口，可说是轻车熟路；这些年的安定团结贷款也是记入这一贷款科目。在大发展之中，整个国有经济这种大敞口的需求，甚至连扭亏无望的企业也要支持，金融的实力再大也难以承担。

人们常讲，财政的放权让利给国有企业留下多少多少亿元，这是事实。但可以在多大程度上解决企业在更新改造和补充流动资金方面的需要？这里先要算一算，通过基金、认购国债等各种方式财政又征收回去多少；不是财政而是其他有权有势的部门通过摊派又拿走多少。剩下的够不够用以支付退休职工的养老金，用以保持隐性失业状态而支付的实质性的失业救济金，用以在极其有限的范围内解决职工住宅，用以保证公费医疗和其他最必要的劳动保护开支，等等。如此算下来，可以真正用在“自我发展”方面的还能有多少剩余恐怕不会有乐观的回答。

当然，也有一个相当部分的国有企业颇有效益而且手中有钱。然而这个相当部分中的相当部分的决策人或者它们的“婆婆”们，被杂七杂八的说客搅昏了头脑，或投资于房地产，或搞各种投机炒作，以及诸如此类，资金套死，送掉了企业的大好形势。这应该说，只能怨自己，但如果作总体分析，也应估计到改革过程中发生这类问题的一定概率。

简单说来，我们的国有企业过去财政注入资金的大渠道现在变成了涓涓细流；市场经济中企业部门拥有大量未分配利润，对我们来说，还是将来的目标；最为现实的像是只留下了



一条路——依靠融资。

进一步的问题是，得心应手的融资方式主要是通过银行的间接融资——从专业银行借，从政策银行借，通过国际金融市场向海外银团借，通过财政、金融、经贸等部门取得国际金融组织的贷款，等等。国际金融组织的贷款，还有外国政府的贷款，或利率低，或有优惠条件，自应争取利用。至于各种商业性贷款，都要求按期支付利息和归还本金。无论是新建，是扩建，是更新改造，一上来就穿上这件紧身衣是极不轻松的。改革开放以来，“负债经营”是一个很时髦的词儿，经常看到借钱上项目没过几年本利就已还清的报道。应该说，的确有这样的项目，决策对头，负债经营有利。但并非任何项目都可走这个路子。还有的报道计算就有问题：把利税和折旧总额与本息总额简单对比就下判断。殊不知，税是要上交财政的；利润必须由它保证的多方面开支，并非都能用于还本付息；折旧如果全都拿来还债，也就没有了更新改造的自我资金来源。所以听来的本息业已偿清往往并非事实——借款单位实际上还在背着并不轻松的债务营运。特别是基础工业和基础设施，从整体上说，主要靠借债上项目是不成立的。至于流动资金全靠贷款，利息负担也得了。企业很有意见：“全厂上下，辛苦一年，都给银行干了。”矛盾极尖锐。

理想的一个融资形式应是直接融资中的股票发行。股票作为投资的对象，长期投资者对它的期望主要不在于短期的收入，而在于股票市场价格的增值，在于公司资产增值后的配股等收益。因而对于办实业来说，解决开业资本和大宗追加长期投资，发行股票是最为适宜的。改革前我们这里没有股票，改革后最初的股票或是变相的职工福利，或是不规范的集资。当一二级股市逐步建立之后，在“投资”和“投机”这两个必然



扭结在一起的功能之中，活跃的是后者而非前者。所以，广大公众并不把股票投资看做与银行储蓄、与购买公债有同等选择价值的对象。

国有企业资金紧和单靠银行间接融资一条道的矛盾已翻转过来制约着金融改革，如商业银行化改革所碰到的不良债权这个关键难题已经议论很久了。而更严重的问题还在于，不只还不了本，进而还付不了息。在这种形势下，如果迫使银行不得不用发放新贷款的手段支持债务人向自己付息，那将是一种有可能引发金融震荡的恶性循环。

五

财政的力量越来越弱，国有企业被资金紧箍得喘不过气来，金融也日益迫切体验到难以独木撑天。这种格局计划经济中没有，市场经济中，不仅发达的市场经济国家没有，就是经济运行比较正常的发展中国家也没有。别人没有的，不见得是不好的，问题是我们自己也越来越感受到这种格局下的日子不太好过。它不仅扭曲了经济游戏规则，并且也为不良行为提供了温床。因而说这种格局是畸形的，并非言过其实。事实上，人们早已从不同角度对于如何扭转这一畸形格局进行着探索。

先从微观基础看，一般说来，企业要发展，资金“紧”是自然而然的事情。市场经济国家有时苦于缺少投资机会，我们这里十年、八年恐怕不会大量出现这种资金“松”得难过的矛盾。要发展，从银行借钱也顺理成章，不负债的观念不会再成为自我设置的桎梏。问题的核心在于国有企业缺乏必要的自有资金，不同的产业部门、不同的经济环境、不同的历史传统对



自有资本金和借入资金的搭配有不同的要求。不遵守搭配比例要求，自有资本金的比例过低，企业经营陷入困境自然难以避免，“自我发展”也就成了空话。如何改变这种状况，当然首先寄希望于国有企业的总体改革。“九五”计划建议要求把国有企业的改革真正作为整个经济体制改革的中心环节是极其正确的决策。在资金方面，就减轻企业债务负担也有了一些安排。是否还可作如下一些考虑：（1）在市场经济体制下，国有企业自有资本金比例的增大，不可能靠国家财政的大量注入，也不可能要求进一步减税让利，但必须加快实现公平税负，改变国有经济大大超出自己在国民经济中的比重负担财税的现状。（2）在推进转变政府职能和实行政企分开的改革中，切实清理实质是以政府权威从国有企业以各种名目征集的那些本不应征集的预算外资金，使企业真正能把这部分资金保持在自己手里。（3）大力培育能发挥投资功能的直接融资市场，吸引广大公众把部分储蓄转向直接投资，为国有大中型企业拓宽汇集股份资本的渠道。（4）更重要的，有关部门应研究制定充实国有企业自有资本金的五年、十年规划——有具体数量指标和有落实可能的措施的规划。这也许已经或正在研究、规划，应唤起各方面的高度重视。

对于财政，有个很值得注意的现象：人们极其重视赤字和公债发行而不怎么关心财政收入占 GDP 或 GNP 的比重。其实只要这个比值继续下滑，无论如何撙节开支，赤字和发债就是不可避免的。“九五”计划建议把提高财政收入占国民生产总值的比重列入其中至为重要。

现在的问题是怎样增加财政收入以及何时可以阻止这一比值的继续下滑并进而使之回升。1995 年财政收入的形势不坏，似乎预示着近期停止下滑的可能。但也有预测，这一比值的低



谷还要持续几年。对此必须作冷静的、实事求是的分析，不能凭主观愿望决策。只要方向明确，剖析和测算有根据并坚定地组织其实现，从下滑到回升的拐点是早出现一两年还是晚出现一两年，无关大局，至于增加财政收入的具体途径似很难设想出奇妙的招数。（1）在计划经济体制下，财政收入主要的途径是利润上缴，而保证财政收入水平的还有那时的价格制度，税不占主要地位。现在的市场经济体制，税在财政收入中则独挑大梁，是一百八十度的变化。然而那些年我们总宣传轻税是优越性，把这样的观念绝对化，对于现在建立纳税意识，不只在群众中，也在干部中，仍然是颇大的阻力。对此必须有充分的估计。（2）1994年的税制改革对保证财政收入有关键意义，现在从立法上继续使之改善、完善极为必要。（3）把减免税收作为推进改革开放措施的阶段已经过去，除限定的领域之外，逐步取消税收减免的方针已定。只要公平税负真正贯彻，税收就可以有大幅度的增长。（4）税收征管是方针政策赖以落实的最后环节。这一环节不加强，一切都是空的。这涉及税务部门的制度建设、组织建设、人员的补充和素质的提高，更涉及廉政建设——不只是税务部门，而是涉及所有经济部门的廉政建设。（5）预算外资金也是一个问题。但它包含的范围一定要慎重推敲。的确应该重新纳入财政的必须收权；的确应该财政监管的必须强化监管。需要警惕的是，不要轻率地扩大范围和操之过急。

从计划经济体制向市场经济体制过渡，金融大发展是题中之意。其所以单兵突出，是财政收入下滑和国有企业资金紧张衬托出来的。财政状况改善，会使金融解脱本来不应承揽下来的财政负担；国有企业资金状况改善，银行才能按照金融企业的经营准则开展业务，自主发展。也就是说，财政和企业财务



改善了，金融的发展会更大、更健康。所以，要扭转资金宏观配置格局现有的不合理状况，从金融角度，首先必须把重构微观基础，即推进国有企业改革和促进国有企业资金状况改善作为决策思考的起点；同时在配合改善财政的进程中提高财政金融在共同实施宏观调控中的协调水平。解决不好这两方面的问题，金融就不会给自己开拓出必要的回旋余地。至于金融自身在进一步的发展和改革中还有很多问题需要解决。如金融市场、金融机构、金融业务形式如何建设和开拓才能满足市场经济体制改革不断深入的要求；如金融事业的迅速发展之中怎样使之尽速规范化。灵活和规范是金融领域中的一对矛盾，失去了灵活性，金融将不称其为金融；没有规范的约束，投机炒作将会极大地抵消金融的积极作用并造成危害。

“九五”计划建议中还有许多建议有利于资金宏观配置格局的合理调整，建设和改革一直快速地发展，综合国力的不断增强，则是支持合理调整的经济基础。

六

财政、金融和国有企业相互之间的资金宏观配置形成当前这样的格局，应该说，是始料之所不及。分别各个领域的一项项具体改革措施，虽然有些是缺乏广泛听取不同意见而想当然地作出决断，但大多是从改革出发，针对当时的客观要求而采取的。问题是，就具体时间、条件、地点来说是合理的，对改革也的确起了积极作用，但积累起来却形成了不合理的结果，这个结果对进一步的改革竟成了必须排除的窒碍。如果说“交学费”，这也是一笔学费——没有考虑（或就当时条件难以充



分考虑) 长远效应的自觉行为包含着不自觉的一面。

现有的这个资金宏观配置格局，其逐步形成是经过了十几年的积累，要调整到比较合理的状态显然也非一朝一夕之功。但有前车之鉴，使我们认识到对此必须作出长期的规划，并在今后分别处理财政、金融、国有企业资金时，时时注意把它们放在相互联系的总体配置格局的背景之下进行考虑，而且不只考虑当前，也考虑长远效应。这就是说，格局的形成虽然是不自觉的，但向合理格局的调整则必须是也有可能是自觉的过程。



金融改革、不良债权、
减值升值、自我防卫、
金融效率、乐观前瞻





中国金融改革的回顾与前瞻

作者解题

1996年8月北京有个“中国金融改革国际研讨会”；9月要参加在纽约召开的留美中国金融学会年会；10月要作为特邀代表出席日本金融学会秋季大会。这篇文章是为这三个国际会议准备的。

由于是要面对外国人、面对留学生讲，所以用了较大篇幅描绘中国金融面貌在改革前后的对比以及进一步改革的任务；分析了中国金融事业大发展的根基。

对于中国金融领域所存在的问题提出了两点：一是关于财政、金融和企业资金配置格局不合理所造成的过高融资成本，这是在不久前的文章中分析过的。对于这个问题，外国人并不怎么关心。二是指出中国的银行所受到的压力发生了变化：从主要是外部的压力，如公众指责银行的货币供给支持了通货膨胀，转为内部也即本身运作方面的压力，如在1996年开始受到国内外广泛关注并大力“热炒”的银行“不良债权”问题。在这一年我正面提及不良债权的文章始于本篇。

本文由旅日学者蔡剑波教授译为日文，发表于日本金融学



会会刊《金融经济研究》第13、第14期（1997年11月）。
收入《黄达文集》。

2006年8月

中国的金融改革，伴随着改革开放，从1978年开始到现在已近18年。回首改革之前，金融领域所发生的变化是根本性的；剖析现在，仍然需要进行的改革也还是根本性的，而且道路颇不平坦，不可奢望即日成功。不过，前面的路不论有多少不确定性的因素，方向则已由18年走过的路所决定，不是主观意愿所能改变的；而前程即使给人以困难重重之感，但过去开拓的成就证明，“山重水复疑无路，柳暗花明又一村”，终能不断前进，也绝非是主观愿望。

（一）

回顾中国集中计划体制下的原有金融体系：只有银行和农村信用合作社，而无其他非银行金融机构；只有一家分支机构遍布全国的中国人民银行，而无其他银行，更无外国银行；农村信用社实质是人民银行的基层办事点；只有银行信用而无商业信用；只有间接融资，而无直接融资；利率全部官定，无市场利率；外汇实施全面管制，无外汇市场，等等。

而今天，建立了以中央银行和存款货币银行两个层次的银行体系；存款货币银行包括过去名之为“专业银行”的国有商业银行，如中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行等；包括其他商业银行，其中有中央政府全资的，有地方政府全资的，有允许个人认股的股份银行；包括农村信用合



作社、城市信用合作社以及在它们的基础上已经组成和即将组成的合作银行——虽然名为合作社或合作银行但并非通常意义的“合作”金融组织，而是地方性的小型商业银行，其中有的实力颇强。

有了如此众多的商业银行自然说明变化极大，但更能说明问题的或许是“商业银行”这个名称本身。虽说 1983 年就成立了中央银行，但在中国能否使用商业银行这个叫法，直到 80 年代末期之前，在金融界还是个有点禁忌的问题。就像从改革之初即讲商品生产、价值规律并进而允许讲商品经济却把讲市场经济视为禁忌一样。不料几年之间，不仅把商业银行的名字叫开了，而且 1995 年，在通过以《中国人民银行法》为名的中央银行法之后，立即通过了《商业银行法》。孔老夫子说“必也，正名乎”，意义不可低估。

在存款货币银行之外发展了非银行金融机构：信托投资公司、企业集团财务公司、融资租赁公司、证券业机构以及国债投资基金和证券投资基金。其中，对财务公司视同存款货币银行进行监管。

外国银行的在华代表处早在改革开放之初就开设了。近年来，不少外国银行分支机构已先后在中国经营外汇业务；允许它们按一定规则经营人民币业务，也是指日可待的事情。

不许发生商业信用的禁令早就没有约束力了。1994 年通过了《票据法》，最近人民银行还把推进再贴现业务列入自己的日程。

直接融资从无到有。国债，在 1950 年和在 1953 年开始的第一个五年计划期间曾两度发行过。1983 年再次发行，到 1995 年底，未清偿债务余额为 3 290.97 亿元。今年 4 月 9 日中央银行以国家债券为对象开始公开市场操作。公债券之外还



有金融证券、公司债券。符合《公司法》要求的股份公司股票不只在国内，也在香港和国外上市。从1987年到1994年，国内发行的A股累计114.46亿股，筹资345.35亿元。面对资本市场发展的要求，于1990年和1991年分别在上海和深圳先后成立了全国性的证券交易所。

合法利率仍然只有官定利率。与过去不同的是允许有上下浮动的幅度，但同时存在有很大规模的半公开利率。去年建立了全国银行间同业拆借市场，利率由供求决定；同时，对于利率市场化的方向似已无异议。

外汇方面，近年改革的步调加快，1994年实行了经常项下结售汇办法并逐步把外资、合资企业与本国企业在这方面的待遇统一起来；现在即将按国际货币基金组织第八条款的要求实行经常项下人民币的可兑换。

简单对比，巨大的、原则意义的变化显然可见，而且走向明确：建立社会主义市场经济体制所要求的金融体系。但以改革目标衡量，几乎每一个具体方面，进一步的改革任务都不轻松。

中央银行的宏观调控要基本实现《中国人民银行法》的要求，从主要依靠行政手段转为主要依靠经济手段；

商业银行，特别是大的国有独资商业银行，应基本能够按《商业银行法》的原则规定独立自主地经营；

各种非银行金融机构，则需克服草创时的投机和盲目扩张，找准自己的位置，真正立足于自己本应开拓的领域健康发展；

直接融资还必须有一个大发展，资本市场必须培育起真正能吸引长期投资的功能；

利率的市场化，一段期间以来几乎成为议论的焦点，在汇



率实际已是市场供求形成格局的对比之下，矛盾更为突出；
此外，期货市场还有待推进，如此等等。

(二)

中国的金融改革不仅就目标要求来说还有许多事情要做，而且近三四年还碰到了金融体系本身和金融在经济中地位、作用这类带根本性的难题。

分界点像是在 1993 年夏。

在此以前，金融体系的压力主要来自外部。全国上上下下一直强烈要求把住货币供给的口子，似乎通货膨胀的“罪魁祸首”就是银行。今后，这个外部压力依然还会存在很长很长时期。无疑，它强有力地制约着金融改革的进程。对此，金融体系已经习以为常。或者说，过去也好，现在也好，可见的将来也好，在金融改革这个函数中，它是一个总会存在的变量，所以不是新碰到的难题。当然也还有其他压力，如指责信贷过分紧缩制约了经济发展，如指责金融改革滞后拖了改革的后腿等等。但这些也都是来自外部。

新碰到的难题之一却是过去虽然也不断有人提起但并未引起重视的“内部”。

在强大的外部压力下，多年来，金融系统本身，其运作状况，总的说来，润滑顺畅，似乎只有“外患”而无“内忧”。在这种情况下，金融改革的进程虽也曲曲折折，并不平坦，但金融体系本身的顺畅运作却一直是金融改革的有力支持、牢固后盾。可是，突然之间，矛盾暴露出来了。首先是金融事业发展过程中各种非规范行为和金融投机使金融运作的稳定性受到



质疑，其中特别是房地产投机给金融运作的循环系统打了一个大结；紧接着“不良债权”成为关注的焦点。“风险”这个从道理上谁也没有否认过但也并未受到重视的问题被突出地提出来了。于是，金融体系本身的状况也成了金融改革的掣肘因素：在体系本身的运作存在明显问题的条件下，如何具体推进改革，理想的答卷是不容易交出来的。

与之同时，有一个既不好用外部压力概括也不好用内部压力概括的问题。

改革开放后的十多年，金融体系内外一直是以赞叹的眼光注视着金融作用和地位的迅速提高。而这几年，人们开始这样提出问题：金融是否承载了其本性所难以承载的重担，超负荷运转；最近更集中议论的一个问题是：现有金融体系所带来的极高的融资成本是否是经济，特别是企业部门所能承担得了的，等等。于是又提出了一个课题：在调整财政部门、企业部门、个人部门以及金融部门资金宏观配置格局的要求下，金融改革的部署应该怎样考虑。

以上两个大问题（自然问题不仅这两个）显然都不是一朝一夕的突发病症。只是由于1993年夏的“加强宏观调控”，在转折之处，促成了日积月累的矛盾暴露在经济生活之中。

这就是说，金融改革将在一个新的层次上，在一个比过去困难更多的层次上向前推进。

(三)

在剖析金融改革推进中必须突破的难题之前，有必要指出，无论是在过去金融体系“乐观”运作条件下的金融改革，



还是在已经发现金融体系运作难题重重条件下的金融改革，在中国，却有着同一的背景——金融大发展的背景。

1978年，全国唯一的一家中国人民银行信贷资金运用总额，加上众多的农村信用合作社的贷款总额，是1895.1亿元。与当年的GDP3624.1亿元比较，只相当于52.3%，资金力量相当微弱。1979年、1980年两年，原来在国民收入分配中占主导地位的国家财政连续出现巨额赤字，而金融领域经过这两年，上述口径的贷款总额增至2495.9亿元，平均年递增14.8%，与1980年的GDP4517.8亿元比，相当于55.2%。那时中国的银行界人士曾以“存贷两旺”形容这一势头。在1978年提出改革方针的前后，已经有必须重视银行作用的建议。但如果失去这两年金融发展显示的势头，银行的作用、金融的改革也不会真正被重视起来。

金融快速发展的势头非常强劲，不仅在1993年之前，而且在一直强调“适度从紧”的这几年都是这样。到1995年，各种存款货币银行和信托投资公司等特定存款机构的国内信贷总额计达52936亿元，与1978年的1895.1亿元比，是27.9倍，平均年递增21.6%；而52936亿元与当年的GDP57733亿元比，相当于91.7%。当然，这些数字还需要作些具体分析。但即使考虑到一些造成表面膨胀的因素，强大的金融实力仍是一目了然的。

金融力量之所以能以快速的步伐增长，而且金融领域矛盾的暴露也没有损害金融规模仍然旺盛增长的进程，这是因为对金融发展具有最本质意义的根基在于整个经济的改革和高速成长，在于整个经济商品化、货币化进程——这个进程直到今天仍未停止——的快速推进。如果在中国没有从一开始就实际指向建立社会主义市场经济体制的改革方向，如果没有最初成功



的农村改革给改革开了一个好头并一直把改革的势头保持下来，那就没有以商品货币关系快速扩大为特征的经济成长。正是由于迅速扩展的商品货币关系提出了迅速增大的货币需求，而由于迅速增大的货币需求使有可能不断追加货币供给，这就为金融事业的大发展提供了最具有本质意义的根据。

关于建国以来乃至改革开放以来的货币供给统计数字，仍在按 1994 年的新口径整理之中。1978 年的数字，通货发行有我们公布的统计，M1、M2 取我们给国际货币基金组织提供的数字，1995 年的数字中国人民银行已公布。对比如下（见表 1）。

| | 单位：亿元 | | | |
|-----|--------|----------|------|------|
| | 1978 年 | 1995 年 | 增长倍数 | 年递增% |
| M0* | 212.0 | 7 885.3 | 37.2 | 23.7 |
| M1 | 580.4 | 23 987.3 | 41.3 | 24.5 |
| M2 | 889.7 | 60 749.5 | 68.3 | 28.2 |

* 在中国，M0 指 “Currency in Circulation”。

当然，这明显地包括货币供给过多的通货膨胀因素。如果用全国零售物价指数（自 1978 年到 1995 年，平均年递增 7.76%）调整，M0、M1、M2 的实际年递增率仍分别是 14.8%、15.5% 和 19.0% 的极高水平；与同期 GDP 年递增 9.8% 比，还是高出一大截。

支持银行信贷急速扩张的不仅在于经济的改革和发展为扩大货币供给所创造的可能性，而且，或许是更重要的，还在于货币供给中有越来越大的部分转化为贮存价值的货币，即不处于流动状态的货币。从上面的数字可以看出，准货币 ($M_2 - M_1$)，即不处于流动状态的货币，在 1978 年是 309.3 亿元，占 M_2 的 34.8%；在 1995 年则是 36 762.2 亿元，占 M_2 的 60.5%。也正是通过存款货币银行扩张信贷投入流通的货币供给之中有相当大的部分不流动，从而使不时处于相当紧张



状态的市场总供给与总需求的均衡毕竟能以维持，同时也就保证了银行业务的迅速扩张能够成立。

所以，金融改革不论反映出什么新的特点，这一改革仍将由金融事业的不断发展所推进；而金融事业在其不断发展的过程中不论有何困难，由于改革和建设依然以强劲势头开拓着前进的路，也必然具备克服困难的根基。

(四)

现在稍微具体地对当前金融改革的主要症结作些讨论。上面提到，其中之一就是已经谈论了两三年的银行“不良债权”。

问题的实质首先在于国有经济，这是人们都了解的。这些年来，国有企业的营运越来越依赖于银行的贷款：固定资产投资大半靠贷款；流动资金的增补基本靠贷款。对资产负债率的估算，由于口径问题，颇有出入。高估的在80%以上，低估的在60%左右，粗略地折中估计，当不低于70%。这个比例，与某些发达的工业化国家比，并不算最高。但如果考虑到改革开放前国有企业的固定资产投资全部是国家财政拨付的自有资本金，流动资金的需求也不过有一半靠借入，那么十几年就变成现在这个样子，负债率就不能不说是很高的。按一般道理讲，企业部门如此高的负债率必将增加信贷风险。问题还在于，投资决策体制所包含的固定资产投资决策失误的信贷损失，对扭亏无望企业仍然给以资金支持的信贷损失，为保证养老金退休和失业救济金的支付直至发放“生活困难补助贷款”的信贷损失等，在银行的常规活动中像是不可能发生的，而在我国，这类信贷损失却是银行不良债权所以形成的重要原因。



国有企业的亏损，改革开放前是由财政补。由于财政集中财力相对越来越小，现在只能弥补一部分。对养老、失业等社会保障，改革开放前几乎不存在问题，而改革开放过了几年，问题突然摆在面前。财政自是无力承担，刚刚建立的社会保障制度也一时承担不起来。这些，对一个社会来说，不是可解决可不解决，而是必须立即解决的问题。旁处挖不出来钱，不压金融出钱压谁？

对于如何解决银行的不良债权，建议甚多：从如何对待国有经济的大原则直到转变债权状况的具体技巧。最近这方面的对策研究有些冷清下来，可能已经感到，这个问题并不是一个好主意、一个表明领导决心的好文件就能解决了的。

国有经济，不论对它的看法如何，在中国的今天仍然是整个经济的骨干。国家财政收入的 60%~70% 仍然来自国有经济。在保持社会安定上，国有经济的组织仍然是不可忽视的中坚力量。分别各个国有企业，经营状况、发展前景、对市场的适应能力等差别极大，也不宜笼统视之。从总体上说，剥离其包括社会保障在内的社会负担，已在大力加速推进，但并非可以完善于旦夕之间；破产、改组，视财力之可能，只能逐年分步安排；改革国有经济的管理体制，解决政企之间的关系，具体设计和落实产权管理格局等，是更具有本质意义的事情，但无疑会反复折冲，曲折进退，不大可能一帆风顺。在这里，急于求成是不现实的。

既然国有经济的改革要有一个不可逾越的过程，作为国有经济绝大部分资金供应者的国有大银行，要过渡到真正自主经营的商业银行也同样不可能逾越这个过程。从这样的思路出发，对于不良债权，恐怕着力点不在于清理过去，而在于如何随着国有经济的改革进程，努力控制其新发生的规模并使之逐



步缩小。最近中国人民银行公布的《贷款准则》表明了努力解决这方面问题的意向。

可能反映着对问题的解决不能企求实现于旦夕之间的认识逐步加深，现在在银行改革中已经很少听到过去常常听到的诸如“寻找突破口”之类的提法。近来改革重点的摆放或许可以这样概括：从现有条件出发，有选择地参照发达市场经济中银行体系运作和管理的做法，一步一步具体地建造适合社会主义市场经济体制的、规范的银行运作机制和管理制度。如中央银行建立宏观调控体系的系列举措，如中央银行实施金融监管的系列举措，如商业银行推行资产负债管理和风险管理的系列举措，如此等等都旨在实地推进这一目标。其中每一项改革均无轰轰烈烈的气派，综合起来却意味着市场经济银行体系正处于踏踏实实建造的有关键意义的阶段。

至于类如房地产投机融资所结成的难以解开的结，这是金融发展和金融改革过程中的一个“事件”，虽然影响颇大，但在金融改革的总体进程中，是早晚会被消化掉的。

(五)

另一个金融改革的主要症结，上面提到，即资金宏观配置格局和高融资成本的问题。

中国改革开放以来，财政、金融、企业、个人几个部门的资金力量对比发生了很大的变化。

国家财政收入占GDP的比重急剧下降——从1978年的31.2%降到1995年的10.7%；1978年财政无债务收入，1995年加上债务收入，占GDP的比重也不过是13.4%。但在现时，



在中国，除纳入预算的财政收入之外，还有相当数量不纳入预算的。如果把行使国家职能和满足社会公共需要的所有课征直至各种摊派总计在内，其他部门，特别是国有企业部门，属于财政性质的负担很难说较改革之初减轻了多少。

个人可支配货币收入占 GDP 的比重急速上升——从改革开放开始的 1978 年占不到一半，提到 1990 年占 $2/3$ ，再提到 1995 年占近 $3/4$ 。收入提高，储蓄比重增大，而储蓄的主要形式还是银行储蓄。1995 年在金融体系中的城乡储蓄总额为 29 707.2 亿元，是 1978 年的 141 倍；相当于当年国内信贷总额 52 936 亿元的 56.1%，相当于 M2 的 48.9%。

国有企业部门，按改革开放前的财务制度，盈利乃至折旧全部上缴，因而面对改革开放，企业手中并无一点点过去积累的货币资金；为了支持改革，财政曾采取了“让利”措施，但有如上述，总的财政性的负担实际上并未有多大的减轻，企业部门从中得到的好处并不大。然而，在改革开放所带来的经济大发展的背景上，企业部门在更新改造方面需要大量投资，以提高技术装备水平，取得参加市场竞争的条件；在基础工业和基础设施方面需要大量投资，以保证经济的持续发展；在流动资金方面，由于计划经济向市场经济的转轨所带来的产品结构和流通渠道的调整，由于规模效益的要求，由于通货膨胀所造成的生产品的涨价等众多原因，投资需求更为迫切。可是，过去国有经济资金主要供应者的财政，由于收入相对减少，资金注入变成了涓涓细流；企业自身的积累则有待来日。于是当前的紧迫资金需求只有指望银行支持这一条路。

而银行的间接融资，上面已经引用数字说明，在改革和建设大发展的形势下，特别是依靠个人储蓄，实力飞速扩张，日益成为国有经济乃至整个经济所需建设资金的主要注入者。



上面的表述可再简化为：在财政集中财力减弱的条件下，宏观资金运行的主渠道是通过银行的间接融资，用个人储蓄满足企业部门的资金需求。

中国当前的这种资金宏观配置格局，计划经济中没有，市场经济中似乎也颇罕见。别人没有的，不见得是不好的，需要分析。粗略地说，它的效应比较复杂。就其与经济发展的总体对应关系来看，改革开放以来，特别是近些年来经济的大发展以及支持经济大发展的高投资率，就是在这个格局下实现的。在这点上，必须承认它已经发挥的和仍在发挥的客观作用。但另一方面，这个格局带来了极高的成本。那就是金融领域主要由间接融资所覆盖并从而给企业部门，特别是国有企业部门带来沉重的融资成本负担。

国有企业一方面要支付各种税费、集资摊派以及社会保障和职工福利等款项，同时要向银行还本付息。由于资产负债率极高，既能付息又能还本的只有盈利率极高的少数企业；罄其全力周旋于各种支付要求之间而能按期付息的也只有部分经营好的企业才能做到；相当部分企业难以到期付息，自然更说不上还本了。于是，不良债权成为问题。这就是说，在这种格局之下，使得企业部门作为一个部门的整体，无法实现自有资本金的积累。不同的产业部门、不同的经济环境、不同的历史传统对自有资本金和借入资金的搭配有不同的要求。不遵守搭配比例要求，自有资本金的比例过低，企业经营陷入困境自然难以避免。

同时，这一格局对金融改革也构成了难以逾越的障碍，不良债权就是个关键性的难题。而更严重的问题还在于，这个格局所造成的后果将不只是还不了本，进而还付不了息。在这种形势下，只要迫使银行不得不用发放新贷款的手段支持债务人



向自己付息，那将是一种有可能引发金融震荡的恶性循环。

改变这个格局，就资金角度看，一方面是振兴财政；另一方面，逻辑结论必然是调整融资渠道——即使保持间接融资为主，也要使直接融资渠道大大拓宽。

在解决自有资本金方面，理想的融资形式应是直接融资中的股票发行。对于办实业来说，解决开业资本和大宗追加长期投资，发行股票是最为适宜的。改革前的近 30 年，中国没有股票；改革后最初的股票或是变相的职工福利，或是不规范的集资；当一二级股市逐步建立之后，在“投资”和“投机”这两个必然扭结在一起的功能之中，活跃的是后者而非前者。再加上国有经济之中如何推进股份化的问题，其理论、其政策、其措施，还有一个不断统一思想的过程。所以，拓宽直接融资并非易事。自然，改变现有格局无疑不会仅限于股票融资这一条路。拓宽视野，路一定还会有许多许多。无论如何，只要是客观之所必要，路总是会被走出来的。

中国金融事业的高速发展和一步步不断前进的金融改革，其支撑、其根本是整个经济的改革和建设；从上述两个主要症结问题的剖析又可看出，在金融事业大发展之中当前金融改革所遇到的难题，也正是在于整个经济的改革和建设日益处于必须解决更深层次矛盾的阶段。

但中国的改革和建设，不论有什么议论，方向谁也无法逆转，强劲推进的势头仍将继续。这就是改革和建设的难题虽然解决起来很要费些气力但最终必将解决的基础；同时也正是面对当前金融领域严峻的形势而仍然对其改革的前景充满信心的根据所在。



改革开放中走向市场 机制的中国金融事业

作者解题

1997年8月下旬，中国教育国际交流协会和美国罗德岛大学资本市场研究中心PACAP共同在上海主办“第九届太平洋盆地国家、地区财政金融会议”。我应邀做主题发言。

在这篇发言中，除一般介绍中国的金融改革进程和中国国内必须发展资本市场的观点外，重点剖析了两个问题。一是如何看待日益成为国内外议论焦点的银行不良债权。对于这个问题，一方面指出其成因主要不在于银行而在于国有经济，而国有经济的改革将为这一问题的解决提供基础；另一方面则算了一笔账：假设用发行国债冲抵不良债权，中国也具有足够的发债空间（中国有足够的发债空间，是到1999年初才成为官方部门的宣传内容）。二是从市场准入角度剖析了中国金融领域对外开放的方针只应是积极面对挑战和谨慎渐近相结合。

《中国金融》1997年第10期以原题目发表了经过编辑压缩的摘要稿；《沪港经济》1998年第1期以《中国金融改革大趋



势》为题发表了经过编辑加工整理的摘要稿。

收入《黄达文集》。

2006年8月

—

金融的改革开放，是中国整个经济改革开放的有机构成部分。

简单对比改革之初，在金融领域，巨大的、原则意义的变化显然可见。而且应该说，18年来，金融的改革开放对推进中国全面的改革开放和持续高速的经济成长显示出强大的、生动的积极作用。

以建成社会主义市场金融体系的改革目标来衡量，进一步的改革任务仍很不轻松。但金融改革的步伐还要由正确处理改革、发展、稳定三者关系的方针所制约。70年代末实施改革开放方针以后不久，就不断有把金融改革作为改革突破口和以金融改革带动整体改革的议论。在一定条件下，金融改革有这样的作用，但持续超前则不成立。作为一般的理论，经济的货币面是奠基在实的过程的基础之上的，它可以起促进和阻碍的作用，但不能脱离后者。近来，这种让金融起前导作用的“理论”性议论，在国内不多见了。不过，国内外反映这样思路的要求和建议仍然颇多。不少看来颇有道理的建议和设计方案，由于不考虑相互制约的关系，则往往难以实施。



二

对于中国金融改革中银行体系的不良债权和稳定性问题，国内外经济界和金融界非常关注。这个问题的确相当重要，但只要环顾世界并仔细想一想，恐怕也不应作出大厦将倾的判断。

世界各国银行几乎均存在不良债权的问题，而且大多很难搞清其确切规模。对我们的问题需要分析：达到怎样的程度才难以继续营运？如果看第二次世界大战以来世界上的大银行破产的没有几家，可以判断，在各方因素的缓冲下，银行在这方面的承载力是极强的。大银行的“靠山”事实是国家，不发生社会大震荡，现代的大银行体系是不会瞬息之间垮下来的。不良债权不是简单的银行管理问题，在我们这里，问题的核心和关键是国有经济。往往有这样的建议：立即按严格的效益准则掌握对国有企业的贷款，至于社会、政治、经济后果，那不是金融所需承担的责任。这就像医生只管治病而不管病人死活一样，如此开出的处方，假如真的实施，显然有害无益。

对于中国的国有经济，也有不少类似的处方。可是，对中国国有经济不进行全面和科学的分析，不可能理解中国经济的改革进程，也不可能理解中国的金融改革进程。

中国国有经济的问题由来已久，而且是全方位的。简言之，要使集中计划体制培育的企业适应市场经济环境，必须经历脱胎换骨的过程。人们常常作这样的比较：非国有经济的发展越来越快，国有经济的发展越来越慢；非国有经济的盈利越来越多，国有经济的盈利越来越小，乃至有时出现整体亏损……这的确有统计数字说明，然而，人们却较少注视在不同



经济成分力量消长的过程中，正是国有经济以其强大的经济实力，成为经济改革“成本”的基本承担者。比如，税收优惠对非国有企业的发展有关键作用，但如果对国有企业的“不”优惠，税收优惠政策不可能实施；中外合资是一条极其正确的改革措施，但要不是国有企业把原有的“包袱”背下来，如实行“一厂两制”之类的措施，合资企业甚至难以产生，等等。特别是在没有专门社会保障系统的情况下，如果不是国有经济承担了社会保障任务，维护了社会稳定，中国经济成长的奇迹实难设想。

现在，转折的时机已经到来。近几年，创建市场经济机制的进程迅速推进，国有经济的原有运作体制与市场矛盾日趋难以调和，就像 70 年代末改革之初的农村那样，已经到了再也拖不下去的地步。而非国有经济的成长使各种经济成分“公平负担”已有基础，仅由国有经济作为改革“成本”的主要承担者的这个历史阶段应该结束。

同时，还应看到，国有经济事实上也在改革的炼狱中加速寻求超脱之路并已有成就。国有经济中优势企业与劣势企业的“两极分化”就是一个突出的表现。优者越优，说明优者已经跨进市场机制的门槛；劣者更劣，意味着劣者应淘汰，虽然淘汰仍然需要有个安排过程。

上面的概要描述说明，对待改革过程中的国有企业，如果简单按国际上大家熟知的银行经营准则行事，显然不仅会窒息国有经济，而且也全然不利于经济改革和发展的全局。并且，只要从全局出发分析，不良债权的形成并非意外。今天，由于国有经济改革曲线中的拐点已然呈现，这就意味着银行活动的经济基础开始起变化，相应地，新发生的债权质量也明显好转。当然，过去的债权还会有一部分形成不良债权，从而使不



不良债权数额增大，但过一阶段必将扭转。所以，对不良债权问题恐怕需要从一个新的视角加以讨论。

直到现在，仍不时听到有这样的说法：不立即解决不良债权，几万亿银行储蓄一旦挤兑如何收拾？1988年曾有过挤提银行储蓄的事情发生。不过在现代的银行体系中，矛盾通常并非一下子爆发为挤兑。事先有所防范，可以不发生；发生了，也绝非无法“收拾”。

还可算算这样一笔账：1996年底，国家银行各项贷款总额是47434.1亿元。不良债权姑且按有些人估计的1/4计，为11858.5亿。假设（只是假设）不分逾期贷款、呆滞贷款和呆账，全部视同呆账，用发行国债冲抵，发债额也超不过1997年预计GDP的15%。目前，国债的未清偿债务余额不到GDP的8%，加上15%，也不过是23%。在当今世界，绝非是不能承受的水平。当然，不良债权的实际化解，无疑，绝非如此简单：途径可有多条，过程也要延续数年。再者，世界上的银行业都难以避免不良债权的困扰。所以化解不良债权的目标也不是零，而是控制在国际通常允许的界限之内。这里之所以作简单数字计算，只是想给出一个量的观念——中国的经济完全具有消化不良债权的潜力。

这绝不是说，银行可以为所欲为；更不是说，对于不良债权无须认真对待，而只是说应该有分析态度：把问题讲得严重一点，以起振聋发聩之效，或许是必要的；要是让一些议论把自己搞得惶惶不可终日，则于事无补。

三

中国的资本市场也受到国内外的密切关注，其中，矛盾的



焦点是股票市场。发展股票市场的要求是从两个角度提出的：发展直接融资以缓解间接融资的压力；借以推进国有经济的改革。

当市场经济体制改革显示跃进的态势，从而更烘托出国有经济的改革难以再行拖延之际，生活不会等待坐而论道。实践的探索论证了有关国有经济改革的一系列重要命题，其中也包括对运用股份形式（股份公司形式、股份合作制形式等）的明确解释。这显示，客观过程，而不是理论上的笔墨官司，对人们观念转化所具有的决定意义。

对股份制的深入认识并付诸改革实践，必然将使资本市场有巨大的发展。但它的发展进程，恐怕还会有曲折。人们期望，股份形式的推进，在改革国有经济和缓解银行信用负担过重方面应起重要作用。但期望的实现不会一蹴而就。例如，现在中国的资本市场，对投机资本所具有的吸引力显然大于对寻求有利场所进行长期投资的可能投资者的吸引力。如果不能解决好这两者的均衡，这个市场的生命力还是有问题的。至于极多的实际问题，如市场运作的规范化，如个人股和法人股，如共同投资基金等等，还需要做很多工作一个一个地具体解决。当然，还有更深层次的问题，如上市公司有股份制之名而无股份制之实，这个市场就不可能具备健康发展的根基。

此外，与资本市场有割不断联系的期货和不断变幻出新的金融衍生工具，在中国的金融市场上也已出现多年。但每次放开试验，火爆的投机炒作记录的确令人望而生畏。但要把它们排除在外，可能也就谈不上完整的资本市场的形成。



四

金融领域对外开放，对中国金融事业的改革和建设，对中国经济改革和经济成长，对同毗邻国家和地区的经济交往和周边经济区的发展，对推进同世界各国和地区的国际经济合作，均极其必要。

金融领域对外开放的前提，不仅逻辑上，并且事实上，首先是把原有的金融体系和营运制度，按市场经济体制的要求加以改造。当中国的金融业和外国的金融业在业务的运作中可以按相同的游戏规则竞争和合作，或者用我们习惯的说法，实现了国际接轨，这时，才有敞开大门的条件。当然，过程并不是机械地划分为两段，而是随本国金融系统改革的逐步推进，对外的门缝也越开越大。

再有一个栅栏，就是人民币还不是完全可兑换的货币。解除外汇管制的问题，早在改革开放之初刚刚拓展外贸交往之际，国内外人士就已提出。但直到1994年，在外汇管理体制方面，才迈出决定性的步骤：建立银行间的外汇市场和向汇率的市场形成机制过渡。由于经济实力增强，进出口总值增大，外国资本持续流入，外汇储备急速增多，1996年，在中国和IMF预期的时间表以前，人民币实现了经常项下的可兑换。这一改革是成功的。但人民币要成为完全可兑换的货币，还有下一个决定性步骤，即资本项下的可兑换。是否迈出、何时迈出这一步，不考虑1994年墨西哥金融危机和最近东南亚多种通货汇价下跌的教训则不能说是清醒的。不少国际金融领域的资深人士，甚至在实行人民币经常项下可兑换之前，就告诫在资



本项目方面必须谨慎从事。只要不迈出这决定性的一步，国际移动的投资资本则缺乏大量进入的必要条件。估计短期之内，这还不是外国要求中国开放的重点。

总起来看，国外要求中国开放金融领域的压力巨大；如果不金融领域同国际接轨，中国也不可能进入国际金融和经济舞台并成为国际金融界的具有活力的一个成员。这是一方面。另一方面，中国经济虽然发展很快但仍处于发展阶段。从实际出发，恐怕应是解放思想，积极面对挑战和谨慎“渐进”相结合。

五

中国经济仍将有一个持续的大好形势。最根本的决定性的因素是改革路线更加坚定不移地贯彻，这就意味着远未充分开发的中国金融市场展现着灿烂绚丽的前景。这里，不仅对中国金融界，也对国际金融界，都是大展身手的广阔天地。而成功的关键，不论是中国的金融界还是外国的金融界，切忌的是急功近利、短期行为，需要的则是长期的战略考虑和安排。



乐观的前瞻

作者解题

1997年9月初，中国社会科学院数量所、对外经济贸易合作部、广西壮族自治区政府在北海主办“中国经济适度快速增长国际研讨会”。

本文是就“适度快速增长”的主题所作的文章。在分别分析了那时议论的主要焦点问题的基础上，对于能否“适度快速增长”，我作了肯定的回答。对于观察形势，我认为，日子过得去而且有所前进，就应乐观；在不断克服困难缠绕的过程中能取得明显的进步，更应作乐观的估计。而且回顾改革以来，伴随着改革进程，几乎总是同时散漫着前景极不确定的气氛，而经济却正是在一些人的不断忧虑中高速成长——昨日的纷纭议论总是化为今日的朦胧回忆。不被这样的潮流所左右，恐怕是应取的态度。

本文发表于《财贸经济》1997年第11期。收入《黄达文集》。

2006年8月



一、基本提法

适度、快速、稳定是这里的提法。几年来的提法是持续、快速、健康。再向前回溯，提法还有诸多变化。不论哪种提法，提出时都包括丰富的含义。而我在这里所考虑的具体内容只是：

瞻望“九五”后半和“十五”，即不超过十年；

GDP 年平均递增 9% 上下，甚或再稍低一些；

既非“一贯高涨”，也非“熨平周期”，而是包括不可避免的波动，只是希望不出现类似 1990 年、1991 年那样的大滑坡。

二、能否实现这样的目标

在建立社会主义市场经济体制的改革进程中，1979—1996 年，GDP 年平均递增 9.9%^[1]；今年达到 9% 或更多一点恐无疑问。从已经过去的 18 年多外推 7~8 年，看来问题不大。

至于以较小波幅实现快速增长的现实可能性，可由 1993 年以来成功的“软着陆”来论证。这里只想说明两点：（1）波动为经济本身所不可避免，不必强行熨平；（2）宏观调控经验的积累，使我们实现预定目标的成功率无疑会越来越高，但客观发展千变万化，调控的水平也必须不断跟进。关于这方面，似应另立专题研究。



三、如此外推的依据何在

1. 最根本的保证就是改革的大环境不会变。

——从改革一开始即明确了“以经济建设为中心”，几经冲击也未逆转，今后更难逆转。

——伴随着以经济建设为中心，一步步的提法是：尊重价值规律，商品生产，商品经济，市场调节，市场取向，直至市场经济。其实，以经济建设为中心，不论提法如何，在当今的世界，必然是指向市场经济之路。

2. 中国，作为一个整体，经济发展水平明显低于发达国家；就中国本身来说，广大的内地和西北的经济发展水平又明显低于东南沿海。闭关锁国，有可能敝帚千金，自我欣赏，自我满足；对外开放，天天在比较中生活，一个历史悠久的民族必然迸发不甘落后的潜能。这是最具有深远意义的动力。

3. 待发展，意味着有一个远未充分开发的市场。这里不存在投资饱和的问题。而且幅员辽阔、人口众多，从不饱和到饱和，与一些较小的国家和地区不同，不会很快，而是要经历许多岁月。同时，一个未充分开发的市场，与超稳定的后工业化国家不同，有着多得多的机遇，从而有可能创造高的发展速度。

4. 还可提到的，如持续多年的相当高的储蓄率，不断提高的人员素质，特别是各条战线上新一代骨干的形成，再加上吸纳国外知识和财力的极其强劲的潜力等等，都是进一步成长的有利条件。这些条件并非任何进行改革的发展中国家想具有就能具有的。



四、如何看待当前困难

有改革的大环境，有动力，有有利条件，但困难重重，“适度快速稳定”的成长是否一定能持续？

对此恐怕应作乐观估计。这里需要作点说明，那就是“乐观”并不等于认为一切好得很、顺利得很。过去困难很多，现在困难很多，今后的困难也不会少，因而日子不会过得很轻松。但能过得去，而且有所前进，就应“乐观”；在不断克服困难缠绕的过程中，能取得明显进步，那就更应作乐观的估计。

其所以应该乐观，就经济本身来说，最基本的就是这些困难并不是发生在改革之初，而是发生在 90 年代中期，即 GDP 已经增长 5 倍多（1996 年为 1978 年的 544.9%）^[2] 的条件下。经济实力，这是克服经济困难的本钱。

人们常谈 1994 年墨西哥金融危机，危机损害极大，毫无疑问，必须防患于未然。但人们却较少谈论在克服金融危机方面墨西哥经济所表现出来的柔韧性和适应能力以及到去年已经还清为渡过危机所借的巨额外债。

人们常引日本泡沫经济为戒。但在分析问题时，却往往不把日本经济实力比中国高多少倍（就是按购买力平价统计的人均 GNP，1994 年也近 14 倍）这个变量看做是分析中不能置诸视野之外的因素。也正是在强大经济实力的基础上，对于处理“泡沫”，日本才能陆续推出一些有实质意义的举措。

简言之，分析困难，不能忽视基础和条件。不把已经改变了的经济根基明确考虑在内，陷于悲观在所难免。

我们当前的困难，国内外论者罗列的大体是国有经济、下岗



待业、分配差距、财政金融，等等。可分别粗线条地作些解剖。

五、国有经济

问题由来已久，而且是全方位的。一句话，要使集中计划体制培育的企业适应市场经济环境，必须经历脱胎换骨的过程。

最为困难的是它涉及敏感的意识形态问题，顾虑、争辩，使这一领域的改革步履维艰。其所以在时间上有犹豫、论难的回旋余地，在于国有经济本身在国家整体支撑下的强大经济实力，使矛盾不会立时充分暴露出来。

同时，也正是其强大的经济实力，还成为经济改革“成本”的基本承担者。如对非国有企业实施的优惠税率，这是以对国有企业“不”优惠为条件；如推进中外合资的政策，这是以国有企业用“一厂两制”等办法把包袱背在自己身上为条件，如此等等。特别是在没有专门的社会保障系统的情况下，国有经济承担了经济领域中的社会保障任务，维护了社会稳定，功不可没。但这一切又使它们摆脱困境的要求遇到重重阻力。

近几年来，国有经济的矛盾，就像改革之初的农村那样，已经到了再也拖不下去的地步。坐而论道已无闲暇。上下意见已取得一致——必须根治。一些看法，如公有制的实现形式，抓大放小，股份制等，也有了明确的解释。这显示，客观过程，而不是理论上的笔墨官司，对人们观念转化所具有的决定意义。

仅由国有经济作为改革“成本”的主要承担者的这个历史阶段应该结束；由于非国有经济的大发展，各种经济成分“公平负担”已有基础。



事实上，改革已有成就。国有经济中优势企业与劣势企业的“两极分化”就是一个突出的表现。优者越优，说明它们已经跨进市场机制的门槛；劣者更劣，意味着它们已应淘汰，只是淘汰还需要有个安排过程。

渡过了今天难关的国有企业，今后将会是一种什么境况？在世界经济快速发展的大环境下，激烈的市场竞争不会再允许过原来那种“安逸”的日子。实际上，在中国，在市场沉浮的浪涛之中，任何经济成分的企业必须时时在激烈的竞争中为自己的生存进行奋斗的前景已相当明朗。

六、下岗待业——失业

伴随着计划体制下的国有经济，从来就有失业，只不过は隐蔽的。当前矛盾之所以突出，是因为隐蔽失业不再能继续作为救助失业的主要形式——失业与就业的分野日益明显。同时，失业与就业在分配方面的差距拉大。

维护隐蔽失业，我们有经验（包括“安定团结”贷款）。对市场经济条件下的失业，已经做了一些很重要的事情，如社会保障制度、城市最低生活保障线、再就业工程等等。但新事物要有一个完善的过程。在交替之间，虽说是本已存在的问题，由于急速明朗化，必然使问题显得非常突出。

矛盾虽然严重，并不等于过不了日子。因为事实上我们的GDP中从来就有解决这个问题的份额，也许现在的份额比值较之过去要大。但家底厚了，调节的余地也会大一些。

有一点值得指出，在缓解这个大矛盾中，市场已经做了很大的贡献。如劳动力从中西部向东南沿海的大流动，就是解决就业



问题的一个极其重要的途径。而且其意义还不只限于此，如支持了东南沿海的发展，如事实是一个上亿人的市场经济培训班等。

不过，也需要明确，失业对经济发展的困扰今后仍然会存在。这是由于在世界生产力迅速发展的大形势下，不论任何类型的国家，都不得不面对工业中失业和再就业的问题。我国则还有农业剩余劳动力的加速形成。所以，为了把失业率控制在可能控制的最低水平，将是一个长期艰巨的社会经济任务，而经济的发展也只能在背着这个重担的条件下实现。

七、收入差距和地区差距拉大

讨论这个问题时，首先要承认一个似乎无须再行论证的前提：在经济发展的现阶段，差距是不可避免的；以平均主义消灭差距已受到阻碍社会发展的教训。

在平均主义下，事实上也没有把差距消灭。那时也不是没有作“差距”文章的。要改革，差距必然拉大。提出质疑，更是势所必然。问题是社会所能容忍的临界点到底在什么地方，这需要质和量的论证。

最基本的是是否有这么两点：

1. 从改革之初到现在，城乡居民中同一可比口径的最低消费水平是提高了，还是没有提高，甚或由于差距拉大反而下降？印象是明显提高了。只要有明显提高，就意味着对抗绝非不可避免。

2. 决策层对差距拉大是掉以轻心，还是十分关注。中国在这方面不存在问题。如按一些呼吁而过分关注，对改革还有可能起反作用。



八、财 政

人们关心的主要有两方面：一是财政收支中的问题；二是赤字和债务依存度。

改革开放以来，财政收入占GDP的比重呈大幅度下降的趋势（1978年为31.3%；1979年为28.4%；1995年为10.7%；1996年为10.9%）。^[3]集中的财力如此下滑，必然极大地制约了国家职能的行使；但财政性质的收入真的这么少，国家尚能运转，那就应该得出我们有世界最高财政效率的论断。

其实，财政性质的实际收入应是：（1）财政部门的预算账面收入；（2）预算外收入（据调查，1995年预算外收入相当预算内收入的60%强）；（3）借债净收入；（4）“制度外”收入；（5）形形色色的集资、摊派……总算起来恐会明显超过GDP的20%。集中的收入过少，非规范的课征泛滥，必将造成种种漏洞并大大降低财政效率。可是，如就总量来看，则说明，我们的经济完全有能力支持相当于GDP百分之二三十的财政负担。

撇开集中性财政收入过少的矛盾，我们支出方面的最本质的问题是不能“精兵简政”，行政开支比重过大。现在社会保障制度的改革已经开始，从发达工业化国家的经验教训看，可以预见，这方面的负担必将给财政带来日益强大的压力。

更普遍被人们关注的还是赤字。一提财政，好像管理得好还是不好，赤字是无可置疑的衡量尺度。世界各国，特别是民意机关，对赤字也极为关心。一般的逻辑论证：有赤字就要发票子，就是通货膨胀；赤字必然越滚越大，通货膨胀就越来越严重；于是经济崩溃，社会震荡。这样的例证的确极多；但相



反的例证也不少。不是主张赤字预算（简单的主张赤字预算同样是浅薄的），而是强调理论的深入还有很多的事情要做。

要讲消灭赤字首先就碰到赤字所包含的内容。

过去我们把借债也算收入，于是有：收入+借债≈支出，即实际上永远也不会存在赤字问题。前几年搞了个复式预算，账面有赤字了。但借债的利息，不是按国际通常习惯，列入支出，而是列入笼而统之的“还本付息”项下。这样，我们的赤字，按国际通常采用的口径，就大大缩小了。今年恐怕至少缩小一半。

此外，计划体制下的虚假收入（虚收实支）问题，今天仍然存在。

再者是农产品收购挂账和国有经济的亏损。前者无疑是赤字，主要是地方财政的赤字，但并不统计在账面的预算赤字之内。后者则应分析。有的亏损，财政已抵冲收入；由银行贷款所弥补的亏损，按集中计划体制，无疑是赤字，在今天，则必须分析。破产或准备破产的企业亏损，显然不能算；其余的部分，有些则应由银行冲销有关基金。所以，把全部亏损都列入赤字是过分地夸大。

国外很多机构对中国赤字多有研究，但有的过分夸大，与事实不符。

与赤字直接相关的，是债务依存度。如只就账面，支出与债务净收入比，中央预算加地方预算，为20%多；只算借债的中央预算，要过半。无论如何，应得出依存度过高的判断。但就中国情况，只计预算账面，同别国不好比；我国只准中央借债，这又是一个不好比的地方。

现在，换一个角度，有这样两个数字：

今年预计债务净收入与GDP比，不到2%，大大低于3%



这个欧共体统一货币的标准：

未清偿债务余额与GDP比，不超过8%，在世界上也排不上号。

用这两个数字来判断中国的财政状况，恐不应过分悲观。

九、金融

与财政比，对金融的议论更多。

这几年，银行体系的不良债权和稳定性成了使不少人揪心的一件大事。

就事论事，值得揪心。但冷静地研究研究，也就不会作出银行体系大厦将倾的判断。

世界各国银行几乎均存在不良债权的问题，而且大多很难搞清其确切规模。当然我们的问题的确比较严重，但也需要分析，达到怎样的程度才难以继续营运？

信用发展的基础是“阵地”，这种行业就是“无本而万利”的买卖。大银行的“靠山”事实是国家，不发生改朝换代的大震荡，现代的大银行体系是不会瞬息之间垮下来的。

这绝不是说，银行可以为所欲为；更不是说，对不良债权无须认真对待（今年中国人民银行即提出“防范化解金融风险年”）。只是说，把问题讲得严重一点，以起振聋发聩之效，或许是必要的；但把自己也搞得惶惶不可终日，则于事无补。

不良债权不是简单的银行管理问题，在我们这里，问题的核心是国有经济。识者十多年前即已指出它们之间的相关关系。不结合大背景而只谈不良债权必须立即着手解决，意义不大。



不立即解决，几万亿的银行储蓄一旦挤兑如何收拾？对于银行储蓄，过去有“笼子中的老虎”、“未实现的购买力”之类的提法，即嫌缺乏分析。今天已是储蓄倾向和金融工具、金融资产组合之类的问题，矛盾通常并非一下子爆发为挤兑。1988年曾有过挤提银行储蓄的事情发生。事先有所防范，可以不发生；发生了也绝非无法“收拾”。

也许可以算算这样一笔账：1996年底国家银行各项贷款总额是47 434.1亿元^[4]，不良债权姑且按有些人估计的1/4计，为11 858.5亿。假设（只是假设）不区分不良债权中逾期贷款、呆滞贷款和呆账的不同层次，全部视同呆账，用发行国债冲抵，发债额也超不过1997年预计GDP的15%。上面指出，现有的未清偿国债不到GDP的8%，加上这15%，也不过是23%。在当今世界，这绝不是不能承受的水平。这从一个侧面说明，中国的经济完全具有消化不良债权的实力。

更重要的是，虽然过去的债权在今后几年还会使不良债权累计额增大，但是，由于国有经济改革和银行管理改革近年来均有实质意义的推进，新发生的债权状况已开始有所好转。再估计到经济的进一步成长，问题绝不是难到不能解决的。

十、货币政策

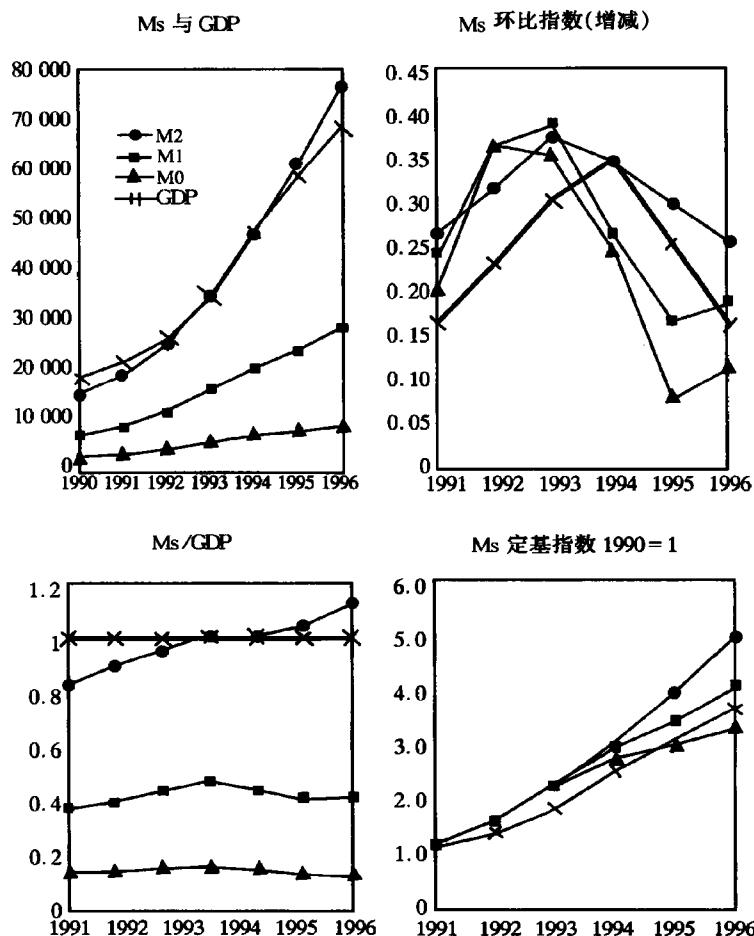
对货币政策的掌握是否加重了现有的困难？换一个说法，适当调整货币政策是否有利于现有困难的克服？近两年一直有不同的看法。

“适度从紧”的提法容易使人误解为“简单紧缩”。中国人



民银行多次对适度从紧方针所包含的内容加以解释。从解释来看，如果领会为执行货币政策坚持实事求是、谨慎从事原则，倒可能偏差不大。

下面引几个货币供给的曲线图^[5]。





从图中可以看出，对照GDP，这些年来货币供给曲线，除M0比重有所减小外，M1、M2并无明显起伏。在函数自变量极多的情况下，即使小有起伏，也难以确定与某种困难之间的直接相关关系。而且一些现象，如信贷规模的松动，如银行在贷款方面的竞争，如微观经营主体有资金但缺乏适宜的投资项目等，还说明货币供给实际并不是紧缩的。所以，恐无须以调整货币政策作为困难克服的手段。

经济生活中，近来的确出现了一些问题，如市场缺乏坚挺气氛，零售价格指数的涨幅大幅度回落，投资品价格指数^[6]1994年和1995年两年持平，1996年和1997年上半年平中有降，以及确有效用的产品库存积压增多和确有存在价值的设备闲置率偏高，等等。问题当然应该解决，但症状显然并非来自货币政策。所以如何解决，也就需在货币政策之外另作考虑。

十一、迈过经济改革巅峰之后

国有经济、失业以及其他种种矛盾，由于改革的成功推进而不断加速暴露，矛盾的充分暴露也迫使矛盾走向本质解决之路。

自改革伊始，几乎过一两年、两三年就会在人们中间反复流传着颇为类似的议论：当前的困难是前所未有的，并往往散漫着前景极不确定的气氛。然而事实上，经济却在一些人的“忧虑”之中不断高速成长。近一两年，困难的压力好像更为沉重。也不奇怪，经济改革的现阶段，形象来说，正处在攀越经济改革的峰巅，矛盾突出，势所必然，议论纷纭，自所难免。然而，国有经济的改革，在今后几年取得本质性的进展，



是可以作乐观估计的。那将标志着经济改革越过了最高的顶点，高速的成长更将有所保证。今天的纷纭议论也就会化为那时的朦胧回忆。

迈过峰巅，并不意味着经济改革的完成。继续推进，绝不只是经济本身的问题。可能政治体制改革的深入将成为完成经济改革的前提条件。再加上经济成长水平的提高，那时再简单重复“适度快速稳定”的提法是否适宜，恐怕需要重新研究了。

【注释】

- [1] [2] 《中国统计年鉴（1996）》。
- [3] 《中国统计年鉴（1997）》
- [4] 中国人民银行《中国金融展望'97》。
- [5] 据《中国人民银行统计季报》数字绘制。
- [6] 中国人民银行编制。



在亚洲金融危机中的中国

作者解题

1998年5月27日，应日本三井物产株式会社所属贸易经济研究所弘中喜捷所长的邀请，在该所，以这个题目讲演。

讲演的内容集中于两点：一是中国银行体系的不良债权，这是1996年已经开始，1997年则被炒得极热的热点；二是人民币会不会贬值，这是1997年底开始炒起的一个更热的热点。关于不良债权，过去讲过，但在这篇讲演中，自己认为，剖析有进一步的深入。关于人民币会不会贬值，是第一次正面剖析，而且是面对国外。1998年，对这两个问题我讲了、写了多遍，论点基本始于这次讲演。

讲演稿由三井物产贸易经济研究所译为日文，载该所刊物《调查研究月报·THE COMPASS》1998年第6期，标题为《中国に金融危機は起こるか》。

收入《黄达文集》。

2006年8月



I 中国金融改革的现状及前景

过去的近 20 年，中国金融领域发生了以下变化。

——过去，集中计划体制下基本是由一家银行独占金融阵地的金融体系。经过 20 年按照市场经济通行格局的逐步改造，已形成：(1) 以中央银行和存款货币银行所构成的银行体系为中心，并包括多种非银行金融机构的金融机构系统；(2) 以银行间的短期融资市场、商业票据和银行票据市场、债券和股票市场与银行间外汇市场所构成的金融市场系统，展示了市场经济金融体制的特征。

——过去，利率全由官定。现在也依然是基本的官定体制，但允许有较大幅度的浮动。同时，全国银行间拆借市场从前年开始运作，存在的已是市场利率的形成机制。

——过去，伴随着对外贸易专营，严格的外汇管制把国内金融活动与国际之间的金融交往清楚地划分为两个领域。1996 年则实现了经常项下人民币的可兑换，汇率则是在供求对比和中央银行入市操作的基础上通过市场机制形成的。

——过去，大陆本土以外的资本和银行不得在中国设立机构和经营金融业务。现在，不仅有好几百家代表处，而且上百家已经经营外汇业务多年，这两年又有些并获准在限定地区（如上海浦东）经营人民币业务。

——过去，除涉外的保险业务和再保险业务外，在境内，不存在保险领域。现在，国内的保险公司从开始一家到数家，从开始办财险到办寿险，而且外国的大保险公司已在中国的大口岸设立分支机构和开展业务。^[1]



——过去没有金融立法。1995年《中国人民银行法》、《商业银行法》等金融法规的颁布，标明金融领域有法可依的法制开端。

简单对比，巨大的、原则意义的变化显然可见。但同样显然可见的是，还有相当长的路要走。沿着这个走向，大的思路可简述如下。

——要把中国人民银行建设成为确有能力面对国际国内金融风云，主要依靠经济手段实施有效宏观调控，并在独立性和透明度方面有规范行为准则的中央银行。

——要把各种存款货币银行，改革成为的确符合市场经济所要求的银行；其运作规格、效率应该能够与工业化国家的同类银行在同一水平上交往。

——利率市场化的方向已无异议，问题是如何逐步实现。

——人民币从经常项下可兑换的货币逐步过渡到完全可兑换的货币。

——外国的银行、其他非银行金融机构和保险公司继续扩大进入。

——直接融资有一个大发展，资本市场必须培育起真正能吸引国内以及国际投资的功能。

——期货市场还有待推进，对金融衍生工具的交易从防范转为利用。

——形成较为完整的金融法律、法规体系，如此等等。

再过20年，基本形成这样格局的前景并不黯淡。但如何走好这段路却还有不少难点和不那么明朗之处，需要继续在前进中探索。



Ⅱ 中国面临的金融风险——银行不良资产的现状和对策

在中国，现实的金融风险主要是：国际金融风浪的袭击；银行系统的风险；非银行金融机构的风险；证券市场的风险。其中，国有银行的不良资产（不良债权）是国内外关注的焦点。

要讨论这个问题，首先需要把握中国国有经济改革，也包括国有银行改革的大趋势。不良债权并非是简单的银行管理问题，而是环绕国有经济的深层次经济问题的综合反映。所以，国有经济的改革是否将有质的转折，会使这个不良债权病症有极为不同的发展前景：如果国有经济今后依然难以走出困境，那么谈论国有商业银行的独立自主经营也是空话，从而，不良债权的病症必将越来越重，整个经济的发展也必将受其拖累；如果将有质的转折，那么，不良债权问题就必须区分“过去”与“今后”两个阶段来讨论。

不论实际进程有多少困难和曲折，中国国有经济的改革必将有质的突破，是应该作肯定估计的。只要国有经济的改革真正向前推进，银行的信贷资金就不会继续被迫投入没有发展前途和陷入长期亏损，从而根本无望归还贷款的项目和企业；就不会继续被迫用来支持社会保障、社会救济乃至职工福利开支……从而银行就有可能独立自主地遵照安全、流动、盈利的准则经营。实际上，在过去两年，特别是去年，新发放的贷款，质量已有明显提高。去年发生了有关银行“惜贷”的争论：地方、企业说银行惜贷——有还款能力的企业也得不到贷



款；银行说，符合贷款条件的都贷了，惜贷问题并不存在。不论孰是孰非，这一争论事实上反映出银行信贷关系中已经发生的变化——从行政干预下的强媒硬娶向契约关系的转化。从今年起，主要依靠银行贷款从事的建设和改造项目，一律由银行自主评估，独立决定是否贷款。当然，改革基本取得成功之后，也不能完全排除不良债权的发生；在发达的市场经济国家中，不良债权问题也时时是一个困扰银行业的问题。不过，只要改革势头强劲，中国银行业不良债权发生的概率就有可能降低到接近世界同行的水平。

由“过去”所造成的账面上现存的不良债权，它的规模有多大，议论纷纭。有一个国有商业银行事实上的呆账（账面的呆账和实际的确不能回收从而必须注销的债权）为6%~8%的数字，但中外很多人认为偏低。然而有一个情况人们颇少提到，即中国的特色——“假”不良债权有多大？至少应该肯定，这不会是一个可以忽视的数字。

在讨论具体数字之前，有个事实不会存在分歧见解，即现存的不良债权是“过去”贷款行为的结果。但只要肯定这一点，那自然而然就应引出判断：与造成不良债权的那些贷款相对应的是已经发生的经济损失，从而，不良债权不过是已经发生的经济损失在银行账面上的会计反映。“已经发生的经济损失”包括应倒闭而不倒闭的企业所造成的净消耗，重复的、无经济效益的项目投资，特别是由开发区热、房地产热所套牢的投资等等，这是人所共知的。同样也是人所共知的，那就是过去年份中国经济的高速成长，实际上就是背着这个巨大损失的沉重包袱取得的。如果说过去的经济损失没有阻止了过去的经济成长，那就很难作出过去经济损失在银行账面的反映——不良债权——会阻止今后经济成长的判断。同时，因为造成实际



经济损失的行为已经过去，所以并不需要用新的实际国民收入去补窟窿；需要的只是重新调整债权债务关系，把本应随时处理而却累积起来的呆账注销。当然，国有商业银行的账面上存在巨额未核销的不良债权，极不利于改进经营管理，不妥善解决，对于国有银行“商业银行化”的改革也是难以逾越的障碍。尤其是对外，提高了融资成本，增加了开设分支机构的难度，如此等等。因此必须积极处理。

1997年底，中国国有商业银行的资产（不包括在中央银行的准备金、存款和现金库存）是56 630.8万亿元。按6%～8%计，呆账的规模是3 400亿元～4 530亿元。由于它是过去实际经济损失的反映，所以应该与过去的储蓄—投资总额进行比较。从1978到1996年，储蓄—投资率处于37.7%的水平。^[2]按这个水平计，1997年的储蓄额是28 189亿元。取3 400亿元～4 530亿元与它比，呆账数字是一年国民积累的12.1%～16.1%。由于现有的呆账是改革开放19年，较为确切地说，至少是1992年以来主要由于房地产热和开发区热被套牢的信贷资金。如用1997年现值估算，1978年以来，投资累计额达26.7万亿元；从1992年算起，到1997年的6年间（1997年暂按投资率37.7%计）投资累计额达14.2万亿元。那么3 400亿元～4 530亿元的呆账是历年投资总额损失1.27%～1.70%（从1978年算起）或2.39%～3.19%（从1992年算起）在银行账面上的反映。依据这样的数字估计问题的严重性，或许更有根据一些。

对于各种不良债权的总量，有占总资产1/4的估计。按56 630.8万亿元贷款总额计，是1.4万亿元多一点。在不良债权中，逾期贷款占主要部分。而逾期贷款中相当大的部分并不能归还，因而这个数字不大能说明问题。



对于不良债权的管理事实上也是划分两段。今年开始推行符合国际惯例的贷款风险五级分类法，分为正常、关注、次级、可疑和损失五类（1998年4月，中国人民银行已颁发《贷款风险分类指导原则》（试行）；5月在广东开始试点）。对风险不同的贷款按不同比例提取呆账准备金，以保证及时核销实际已经形成损失的贷款。对长期积累的不良债权，自可按新的标准重新划类，却显然不可能靠新提的呆账准备金全部处理完毕。前年已开始实施一项逐年解决的方案：1996年冲销200多亿；1997年冲销呆账的额度是300亿；1998年冲销400亿。

无论是推行新的贷款质量分类法并确定及时核销呆账的方针，也无论是对已有的呆账实施逐年核销的方案，其决策的数据都在于国家财政是否具备相应的承受能力。应该说，1996年中国的财政状况开始好转，为采取解决不良债权的措施提供了有利的基础。1997年底未清偿的国家债务估算约为6000亿元，相当GDP74772亿元的8%。假设（只是假设）用增加发行国债的办法，把3400亿元~4530亿元的呆账进行一次性的核销，发债规模也不过相当1977年GDP的4.5%~6.1%。8%加上4.5%~6.1%，是12.5%~14.1%。未清偿债务相当GDP的这样比例，在当今世界，绝不是不能承受的水平。当然，一年之内，要把几千亿元确属回收无望的呆账一次性地加以解决，一时难以行得通。但只要有潜力，终归可以逐步解决。如出现特殊的机会，无疑不应放过。

中国八届人大常委会第30次会议通过，财政部发行2700亿元特殊国债，用以向国有商业银行增拨资本金，以保证达到8%的资本充足率，就是一个例子。两三年以来，中国人民银行一直酝酿降低商业银行存款准备金率（未降低前的准备金率是13%，并另有5%的备付金率）的措施。去年秋作出了实施



的决策，今年3月开始实施。按1997年底国有商业银行的存款准备金规模计，降低5个百分点，即可腾出2500亿元以上的资金。国有商业银行用这笔钱购买国债，财政再把发债收入作为资本金拨回，于是就在不影响日常国债市场的条件下，实现了有利于国有商业银行的债权债务的重组。这个机会所以能得到利用，基础还在于国家财政存在着增发国债的足够回旋空间。

如果要对不良债权问题作个小结，一句话，关键是从现在起，不再产生大量新的不良债权。

Ⅲ 亚洲金融危机对中国的影响及启示

亚洲金融危机对中国的启示远远重于对中国的直接经济影响。

启示 中国国际经济联系的扩展和深化必然要求金融运作机制不断实现与国际多方面的乃至全面的接轨；中国金融体系也终将融入国际金融体系。方向是确定无疑的，但这场金融危机是一副清醒剂，使我们再次确认，接轨和融入，必须继续遵循稳健持重的方针，必须在“融入”的过程中，同时考虑建立必要的“防卫”体系。

(1) 国际货币体系并没有提供一个前提条件，可以使类型不同、实力悬殊的国家，均有可能保卫自己免受极具破坏力的剧烈金融冲击。

从第二次世界大战以后说，1944年的布雷顿森林会议建立了美元与黄金挂钩、其他市场经济国家通货与美元挂钩的体制。但只过了30年，到70年代，先是西方主要工业化国家先



后放弃了本币与美元的固定汇率，而后是黄金的非货币化，从而步入了国际货币体制的又一个阶段——浮动汇率（包括联系汇率等各种形式）的阶段。到今天风风雨雨的 20 年间，仍然经常处于紧张的状态之中。80 年代发生了大面积的发展中国家债务危机；1994 年的墨西哥金融危机震惊世界，但还只限于一个发展中国家；而 1997 年的东南亚金融危机不仅卷入了多个发展中国家，并且也严重地打击了颇具经济实力的韩国。其实，在发达国家之间，也是颇不安宁的。今后，世界货币体系是否有可能步入一个使弱者不受剧烈金融侵袭的较为理想的新阶段？从目前看，似乎还不能作过分乐观的估计。在这样的世界货币体系背景下，显然不考虑融入中的自我防卫，至少对刚刚发展起来不久的国家，肯定是不成立的。

(2) 同时，还要估计到金融衍生工具交易的飞速发展以及在信息技术基础上的网络银行、信息本位等新的金融形态等难以预测的前景。不少有识之士提出：“新游戏应有新规则。”新规则无疑总会代替旧规则，但这个新规则何时才能形成，有怎样的效率，能否适当均衡强者和弱者的利益，都还要等着瞧。

(3) 是中国本身的经济基础决定，不能立即，也不能很快四门大开地实施全面的金融自由化，而要根据自己的实力一步一步地走。对于发达国家和发展中国家，对于经济强国和经济弱国，金融自由化的意义并不是完全等同的。经济实力极强的国家，早已实现了自由化，即使有来势凶猛的金融风浪，也不过是癣疥之疾，无足为虑。当然，如曾经是世界金融中心的英国，也曾在国际投机资本的冲击下，不得不调整汇率政策，但并没有因之损伤元气。墨西哥作为一个发展中国家，在金融危机的打击下，形势的确十分危急，只是由于处于北美自由贸易区之内，在美国的全力支持下，才得以脱出难关。对东南亚各



国，金融风暴的摧毁力表现得极其充分，原因可以列出多条，但最根本的还是在于它们虽然近些年发展极快但终归疆域小，经济底子薄。中国幅员辽阔，人口众多，改革开放以来发展极为迅速，但两个世纪的贫穷落后，只靠近 20 年的努力，还远未积累起足以搏击当今世界级金融风浪的殷实财富。而且同一些亚洲国家比，中国还有一个明显的弱点，那就是由于几十年生活在计划体制之下，过分欠缺市场经济金融运作的经验。

设防以保卫自己，是以贯彻改革开放方针为前提，从而绝不是单纯防卫，更不是保护主义。如绝对地理解，计划体制下严格割断国内与国际的金融联系是最理想的办法，但这是一条走不通的路。只要不倒退回闭关锁国，接轨并逐步融入，不可避免。因而，问题的实质就是根据时间的推移、条件的变化，寻求融入与保卫自己的理想结合点。

影响 亚洲金融危机对中国的直接影响不太严重，直接原因是两条：人民币的可兑换尚未扩及资本项目；对短期外债控制较严。当然，这几年宏观形势较好是基础。

但影响总会有的，长期影响会大于短期影响。

而且没有这次危机的影响，我们对外的金融顺势（如连续四年外汇储备的增长）能维持多久也不是不值得研究的。

IV 人民币要不要贬值？

去年年底以来，这个问题被炒得极其火暴。那时，在中国国内建议贬值的呼声也极高。

中国从 1994 年开始，实施“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制”。既然是“浮动”制，就是可上浮



也可下浮，可升值也可贬值，视客观条件而定。所谓的“管理”，是使汇率的形成有序、平稳，而不包含不顾客观条件硬性扭转浮动方向的意思，这也是常识。然而纷纷预言人民币必将贬值之际，并无国际收支逆差这种决定贬值的关键经济条件。^[3]排除含混不清的议论，问题的核心是，中国当局是否会“主动”贬值。没有客观前提而硬行贬值，不过是对外贸出口的直接补贴，不利于稳定国际经济秩序，长期也不利于自己。当中国当局一再声明不会贬值之后，流言仍然持续了一段时间，确切地说，今天也未止息，仍然值得警惕。不过，现在世界舆论的主调是对不主动贬值的普遍肯定评价——中国采取了负责任的态度。肯定和赞扬，无疑是公允的。但要是把不贬值简单地解释为只是出于一种纯粹负责性的态度，而看不到根基在于当前不存在贬值的经济条件和有信心保持这样的条件，则是不全面的。

有两个具体问题值得稍加说明。

问题 A：1994 年、1995 年、1996 年三年，人民币已相对升值 44.3%（主要是中国通货膨胀率大大高于美国。1997 年，可以说通货膨胀率这个因素的作用已经极小，1998 年，预计也不会有多大），是否没有这次金融风暴，人民币的贬值压力已很强劲？^[4]实际上，1995 年在中国国内即已有“换汇成本”高于汇价的呼声。但这些年出口成绩巨大，特别是 1997 年的巨额出口就是在这样的条件下取得的，至少说明，矛盾并非真实地存在。

问题 B：有人说，1994 年中国汇率并轨之际人民币贬值了 $1/3$ （1993 年平均官价 1 美元 = 5.8068 元人民币，期末为 5.8 元人民币；1994 年初为 1 美元 = 8.7 元人民币），并推论，东南亚金融危机就是导源于人民币的贬值。其实 1993 年当时，



中国有调剂市场价，且调剂市场交易占外汇交易总量的 80%。官价和调剂市场价的加权平均价实际是 8.09 元人民币。如果说贬值，仅贬 7%。所以，这种说法也无根据。

还有一种说法：中国自改革开放以来，人民币是分阶段地贬值，从 1978 年末对美元的 1 : 1.5771 一直贬到 1994 年初的 1 : 8.7，现在又到该贬值的时候了。这样的外推法恐怕失之于过分简单。

其实，汇率问题比较复杂。说得远一点，还有一个更长期的趋势起作用，即发展中国家货币购买力在汇率上的低估。在发展中国家与发达国家之间，人均 GNP 两种统计方法——以汇率为基础的折算法和购买力平价法——的结果存在明显差距。发展程度越落后，两种统计方法的差距越大；而发达国家两种统计方法的结果则趋同。这表明，从购买力平价的角度，发展中国家的本币币值是低估的。当然绝不排斥短期间急剧贬值的可能性——如在东南亚所发生的。

【注释】

[1] 在华外资、合资营业性金融机构（《中国人民银行统计季报 1998 I》）：

| | |
|----------|-------|
| 外资、合资银行： | 12 家 |
| 外国银行分行： | 142 家 |
| 财务公司： | 6 家 |
| 保险公司： | 11 家 |
| 投资银行： | 2 家 |

[2] 按 1997 年现值，1978—1996 年，GDP 累计额为 605 538.3 亿元；投资累计额为 228 358.6 亿元；投资率为 37.7%。

[3] 1998 年一季度外贸顺差为 105.3 亿美元；实际使用外资 85.9 亿美元。其间，银行间外汇市场一度出现供求差额缩减趋势，4 月份后基本恢复



到正常水平。

[4] 过去三年，人民币对主要外币趋升的走势极其强劲，但汇率升值的幅度极小，这本身即蕴蓄着一定的回旋空间。只算应贬值的 44.3%，而不算应升值的因素—— $x\%$ ，这道数学题是不及格的。



完善中国金融体制的 目标和思路

作者解题

这是亚洲开发银行《迈向 2020 年的中国》项目第二阶段的一个子课题。中国的组织者是国家发展计划委员会政策法规司。

由于项目本身的要求，课题报告涉及中国金融改革的过去、现状及前景，方方面面，几乎包括我三四年所议论过的有关内容。新增添的内容，主要是联系始于东南亚的金融危机，提出在融入国际金融体系的同时如何建立自我防卫体系的问题。

会议是 1998 年 6 月上旬在黄山市召开的。为了便于在会上发言，准备了一套浓缩课题报告的胶片，附后。

本文收入国家发展计划委员会政策法规司编的《奔向 2020》（中国物价出版社，1998 年 11 月出版）。

收入《黄达文集》。

2006 年 8 月



一

1. 在过去的近 20 年，中国金融领域的变化是巨大的。

——过去，集中计划体制下基本是由一家银行独占金融阵地的金融体系。经过 20 年按照市场经济通行格局的逐步改造，已形成：（1）以中央银行和存款货币银行所构成的银行体系为中心，并包括多种非银行金融机构的金融机构系统；（2）以金融机构间短期融资市场、商业票据和银行票据市场、债券和股票市场与银行间外汇市场等所构成的金融市场系统，清楚地展示了市场经济金融体制的特征。

——过去，利率全由官定。现在也依然是基本的官定体制，但允许有较大幅度的浮动。同时从 1996 年开始运作的全国银行间拆借市场，存在的已是市场利率的形成机制。

——过去，伴随着对外贸易专营，严格的外汇管制把国内金融活动与国际之间的金融交往清楚地划分为两个领域。1996 年则实现了经常项下人民币的可兑换，汇率则是在供求对比和人民银行入市操作的基础上通过市场机制形成的。

——过去，中国本土以外的资本和银行不得在中国设立机构和经营金融业务。现在，不仅有好几百家代表处，而且上百家已经经营外汇业务多年，这两年又有些获准在限定地区经营人民币业务。

——过去，除涉外的保险业务和再保险业务外，可以说不存在保险这个领域。现在已大为改观：国内的保险公司从开始一家到数家，从开始办财险到办寿险，而且外国的大保险公司



已在中国的大口岸设立分支机构和开展业务。

——过去没有金融立法。1995年《中国人民银行法》、《商业银行法》等金融法规的颁布，标明金融领域有法可依的法制开端。

2. 简单对比，巨大的、原则意义的变化显然可见，还有相当长的路要走。沿着这个走向，大的思路可简述如下。

——要把中国人民银行建设成为确有能力面对国际国内金融风云，主要依靠经济手段实施有效的宏观调控，并在独立性和透明度方面有规范行为准则的中央银行。

——要把各种存款货币银行，改革成为的确符合市场经济所要求的银行，其运作规则、效率应该能够与工业化国家的同类银行处于同一水平上。

——利率市场化的方向已无异议，问题是如何逐步实现。

——人民币从经常项下可兑换的货币逐步过渡到完全可兑换的货币。

——妥善解决外国的银行、其他非银行金融机构和保险公司准入的问题。

——直接融资有一个大发展，资本市场必须培育起真正能吸引国内以及国际投资的功能。

——期货市场还有待推进，对金融衍生工具的交易从防范转为利用。

——形成较为完整的金融法律、法规体系，如此等等。

再过20年，基本形成这种格局的前景并不黯淡。但如何走好这段路却还有不少难点和不那么明朗之处，需要在实践中探索。



二

3. 近一年来，东南亚金融危机成为人们思考金融问题的焦点，或许先从国际联系方面分析更顺当一些。

从国际联系来思考建设中国金融体制的目标，最概括地说，恐怕是解决“融入”与“自我防卫”的统一。这两个要求的完全协调一致也许不存在，较为确切一点说，是应该时时寻求两者的均衡点。

4. 走过即将满 20 年的改革路程，中国的国际经济联系有了极大的发展。在对外贸易方面，1997 年进出口总值已达 3 251 亿美元；其中出口 1 827 亿美元，由它引起的需求，按 1 美元 : 8.3 元人民币的汇率计，在 GDP (74 772 亿人民币) 的形成中占 20% 强；进口 1 424 亿美元，也构成市场总供给的相当大的份额。此外，近五年，实际利用外资累计 1 858 亿美元，在全社会固定资产投资的资金来源中，利用外资的比率，从 1993—1996 年，分别为：7.3%、9.9%、11.2%、11.7%。同时也有分析表明，中国资本外流的规模与流入比，不相上下。旅游不仅有不断增长的外汇收入，近些年来也有不断增大的支出。服务业的国际联系更显示出有长足进展。如此规模的国际经济联系，表明中国的经济相当迅速地一步一步汇入世界经济的大流转之中。同时，继续拓展的前景十分明朗。

5. 国际经济联系的扩展和深化必然要求经济运作机制实现与国际多方面的乃至全面的接轨。其中，为开放服务的中国金融运作之不断与国际接轨，中国金融体系之终将融入国际金融体系，也不能不是发展的必然。



6. 对于“接轨”和“融入”，极端的阐释只有一条理想之路：无条件的开放和解除人为的防范界限，把一切交给市场。然而多视角的考察，问题并不这么简单。

7. 首先，国际货币体系并没有提供一个前提条件，可以使类型不同、实力悬殊的国家，均有可能保卫自己免受极具破坏力的剧烈金融冲击。

1944 年的布雷顿森林会议建立了美元与黄金挂钩、其他市场经济国家的通货与美元挂钩的体制。但只过了 30 年，到 70 年代，先是西方主要工业化国家先后放弃了本币与美元的固定汇率，而后是黄金的非货币化，从而步入了国际货币体制的又一个阶段——浮动汇率（包括联系汇率等各种形式）的阶段。到今天风风雨雨的 20 多年间，仍然经常处于紧张的状态之中。80 年代发生了大面积的发展中国家债务危机；1994 年的墨西哥金融危机震惊世界，但还只限于一个发展中国家；而 1997 年的东南亚金融危机不仅卷入了多个发展中国家，而且也严重地打击了颇具经济实力的韩国。其实，在发达国家之间，也是颇不安宁的。90 年代初，并不十分安宁的欧洲汇率体系由于英镑的退出而引起世人的关注；而为了保持汇率浮动的幅度，德国和日本，特别是日本，承受了扩大货币供给以收购美元、维持汇率的强大压力，以至于有人认为今天东南亚金融危机的渊源之一就是日本依靠信用扩张对东南亚各国过度贷款的结果。如果 20 年后面对的依然是这样的国际货币体制，只考虑“自由化”、“一体化”，而不考虑融入中的自我防卫，至少对刚刚发展起来不久的国家，肯定是不成立的。

到 2020 年，距 70 年代已是 40 年，世界货币体系是否又将步入另一个新的阶段？这是难以准确预料的。但回顾过去的半个世纪，前一段的固定汇率是固定在美元上，后一段浮动汇



率还是以美元为准。出台的欧元，也许在5年、10年后有可能与美元抗衡；根据推断，在亚洲则难以出现另一种货币可以形成第三极，与美元、欧元鼎足而立。无论是一元格局，是二元格局，还是多元格局，亚洲国家对在世界货币环境方面的处境似乎不应寄予过高的美好期望。

8. 同时，还要估计到金融衍生工具交易的飞速发展以及在信息技术基础上的网络银行、信息本位等新的金融形态难以预测的前景。仅就金融衍生工具来说，先前人们谈论的还是一些类似巴林银行的案件和内部监管问题。可是今天则看得很清楚，冲击东南亚的金融力量，假如没有衍生工具，是不可能调度得这么机动、这么集中的。不少有识之士提出：“新游戏应有新规则。”新规则无疑总会代替旧规则，但这个新规则何时才能形成，有怎样的效率，能否适当均衡强者和弱者的利益，都还要等着瞧。不难断定，处于经济弱势的国家，在与国际金融体系接轨并融入这一体系的过程中，面对这方面的挑战也极为严峻。

9. 再者，中国本身的经济基础决定，不能立即也不能很快四门大开地实施全面的金融自由化。对于发达国家和发展中国家，对于经济强国和经济弱国，金融自由化的意义并不是完全等同的。经济实力极强的国家，早已实现了自由化。即使有来势凶猛的金融风浪，也不过是癣疥之疾，无足为虑。当然，如曾经是世界金融中心的英国，也曾在国际投机资本的冲击下，不得不调整汇率政策，但并没有因此损伤元气。墨西哥作为一个发展中国家，在金融危机的打击下，形势的确十分危急，只是由于处于北美自由贸易区之内，在美国的全力支持下，才得以脱出难关。对东南亚各国，金融风暴的摧毁力表现得极其充分，原因可以列出多条，但最根本的还是在于虽然近



些年发展极快但终归疆域小、经济底子薄。显然，从这次动荡中，这些国家和地区不会得出只有完全撤防才可避免金融冲击的论断。其间，唯一的例外是香港地区。在金融自由化方面，放在全球中比较，香港地区也是最彻底的。问题是旁人不可能具有它所具有的独特条件。中国幅员辽阔，人口众多，改革开放以来发展极为迅速。但两个世纪的贫穷落后，只靠近些年的努力，还远未积累起足以搏击当今世界级金融风浪的殷实财富。中国人给自己定的目标是下世纪中叶“基本实现现代化”，所以再过 20 年，恐怕也不宜对这方面的潜力作过高的估计。而且同一些亚洲国家比，中国还有一个明显的弱点，那就是由于几十年生活在计划体制之中，过分欠缺市场经济金融运作的经验。再过 20 年，补上这一课是可能的，但任务绝不轻松。

10. 设防以保卫自己，是以贯彻改革开放方针为前提，从而绝不是单纯防卫，更不是保护主义。如绝对地理解，计划体制下严格割断国内与国际的金融联系是最为理想的办法，但这是一条走不通的路。只要不退到闭关锁国，而要开放，接轨并逐步融入，不可避免。因而，问题的实质就是根据时间的推移、条件的变化，寻求融入与保卫自己的理想结合点。中国人常说把握大局，如何在决策中统一、协调这两个方面，应该就是从国际联系角度处理金融问题的大局。引进国外资本、开放金融服务市场、开放资本市场、人民币的可兑换以及外汇储备和汇率等具体政策的处理，都不能不处于这个大局的总体框架之中。

11. 这次东南亚金融危机，特别是其翻转北上直指韩国之际，之所以没有在中国内地肆虐，人们归功的原因之一是稳健的吸引外资政策。

创造有利条件，尽可能多地利用境外储蓄，包括从境内流



出而又以“外资”身份流回的储蓄，以启动和加快经济发展，是改革以来的重要方针。反对这种方针的有丧权辱国之类的意识形态理由。这样的理由在二三十年代是成立的，在今天已不能简单套用。还有一种看法，认为一边资本大量外流，一边又高成本地引进，方针需要调整。其实，资本的流出、流入各有多种原因，实际难以简单对冲。不管怎么说，积极引进外资这一决策的正确性已经被实践所充分论证。

政策的提出是改革开放之初，显著成效则是 1992 年以后的事情。统计数字说明，1993 年以来，按吸收外资数量排序，中国仅次于美国，居第二位。但用“第二”说明问题，过于含混。美国不怕“负债累累”，旁人愿意把钱借给经济强势的国家。中国能否多负债，则不取决于自己的愿望，而是取决于有否丰厚的回报，特别是到时能否还本付息。也许是“好借好还，再借不难”的古训起了作用，就在上上下下全面掀起引资热的 1992 年、1993 年，决策层也一直关注偿债能力问题。其实，早在 80 年代末，就开始注意合理的债务结构，并对短期债务实行了严格的总量控制。在实践中，变相借短期外债从事长期投资的情况还是存在的，但在严格的管理之下，其数量终归有限。1998 年 2 月，李鹏总理在荷兰作过概略的介绍：中国引进外资累计约 3 600 亿美元，其中直接投资 2 200 亿美元，其余的债务大多是中长期贷款和项目贷款，而且不少是世界银行等国际金融组织的借贷或由政府间安排的借贷。假如中国的外债结构，也像一些国家主要依靠短期债务到期来支持大量的长期投资，金融危机也不会特别关照中国而不横加扫荡。

12. 原来底子太薄的中国，在今后，乃至再过 20 年，仍然需要尽可能多地利用境外储蓄以加快经济发展。由于东南亚金融危机，近一两年，资本的流入会受一些影响。如从长远看，



中国依然具有极为有利的投资条件：（1）不可逆转的改革方向；（2）一个远未充分开发的市场，不存在投资饱和与资本过剩问题；（3）国内有很高的储蓄率，外国投资易于取得配套资金；（4）劳动力成本低的优势，短期不会丧失；（5）知识分子、管理人员、工人队伍，在从闭关锁国走向世界的过程中，素养显著提高，能够较为迅速地适应现代化的要求，等等。这就是说，今后继续引进外资，仍有现实的可能。总结东南亚金融危机的教训，无疑应继续坚持已经奉行多年的稳健和谨慎方针。

13. 东南亚金融风暴所以没有在中国登陆，其另一条原因，人们归之为人民币还不是完全可兑换的货币，这是显而易见的。正是由于这一条，通常估计在国际间达上千亿美元的具有强投机性的基金还难以对中国金融市场进行突袭。然而，从发展看，人民币必然要走出完全可兑换这一步。问题是条件与时间。关于时间，官方规范的提法一直是“没有确定的时间表”。不少国际人士也不断提出忠告，在这方面必须持谨慎态度。可能是由于经常项下人民币的可兑换提前于 1996 年实现（较之原来允诺的 2000 年提前 4 年），曾有一股资本项下的可兑换不久也会实施的空气散漫。应该说，那时不少金融界人士就认为不切实际的热气应该冷却。幸好，东南亚金融危机这付强力清醒剂来得及时，使我们有可能重新实事求是地思考这个课题。总的来说，完全可兑换货币的身份，是要经过长期考验才能取得的；并且应该也有可能分阶段推进。环顾名义上已实行完全可兑换的，除第八条款的规定外，相当多的国家和地区，多多少少都有明文的和非明文的兑换限制。至于有可能实施的前提条件，是否主要有这样一些：

——具备必要的经济实力以及以之为基础的经济自调节的



柔韧性：外资大量涌入，经得起“支持”；大量退潮，自身又有能力填补真空。

——对本国居民资本流出的估量：诸多客观条件所决定的资本流出的均衡点应是经济发展所能承受的。

——基本过渡到利率的市场形成机制。

——银行系统的稳健、规范经营可以与国际水平接轨。

——资本市场（本文是在狭义上使用这个概念，即专指证券、期货、期权及其他金融衍生工具的市场）发展到足够的规模。由于有专文论述，这个问题本文没有讨论。不过也许可以交代一句，那就是假定国际热币纵然有可能立即进入中国，当今中国金融市场的小澡盆也没有可供金融大鲨鱼戏水的场所。

——国内通货膨胀的走势。瞻望 10 年、20 年，伴随着一定通货膨胀率的经济发展或许是正常的；物价水平与汇率水平也难以形成平行起伏的态势。但两者如果经常发生急剧的背离，也不利于完全可兑换的实施。

朱总理说，人民币的完全可兑换“将在中国中央银行的监管能够达到的时候”。这是个颇为概括的提法。

14. 国外的传统金融界最为关心的是银行业和保险业的市场准入问题。准许外国银行业和保险业在中国营业，对于推进中国银行业和保险业的改革和建设很有好处。特别是从金融业实现与国际接轨角度考察，更为必要，这已有以实践为根据的总结。在中国，人们担心的是，中国的银行业和保险业与发达国家的银行业和保险业不属于一个数量级，无保护地、面对面地竞争，只有一败涂地。放在国际金融大市场上，这样的判断是没有疑问的；要是放在中国国内的赛场上，这样分析力量对比，则嫌过于简单，所以不能用这样的理由对外国金融业关门。



15. 随着对外经济联系的迅猛拓展，国外银行资本进入中国的过程，总的说来比较自然。前几年的矛盾焦点集中在是否准许经营人民币业务上，从前年开始，这个问题已开始逐步解决。当然也还有准入的规模太小等抱怨。保险业的矛盾则比较突出。国外看好中国的保险市场已非一日，但迫切敲开这个市场的门户则不过是近几年的事。在集中计划体制下，社会保障没有独立的系统。由于改革大潮的强大冲击，养老、失业救济和医疗的改革提上了日程，发展人身商业保险的方针也得以确立。发展寿险的可行性，在于公众可支配货币收入的大幅度提高。个人可支配货币收入的提高无疑是一个逐步渐进的过程，但人们却似乎是在不久之前的一个早晨才突然认清这一事实。一个潜力无限并且是从未开发的保险处女地，不能不既在国内，也在国外引起保险业的极大兴趣。在市场竞争中，份额分配是客观的必然，保险也不例外。但保险市场，尤其是人身险，一旦占有份额，极难重新分配。中国的保险业是幼弱的，在人身保险方面更是一张白纸，无法与外国保险业平等竞争。中国人身保险市场外人不得入内，这落后于时代，也不利于中国保险业的成长；中国保险市场交由外人占领，无疑也不成立。在发达国家之间，环绕金融市场，特别是保险市场，也存在猛攻和固守的拉锯战，这说明问题是客观的存在。所以，在不断发展变化的过程中，寻求开放、准入的均衡点，中外双方都有必要本着实事求是的精神加以探讨。

16. 这几个月来，人民币的汇率被炒得极热。中国从1994年开始，实施“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制”。既然是“浮动”制，就是可上浮也可下浮，可升值也可贬值，视客观条件而定。所谓的“管理”，是使汇率的形成有序、平稳，而不包含不顾客观条件硬性扭转浮动方向的意



思，这也是常识。开始一段，纷纷预言人民币必将贬值，但当时乃至今天，并无国际收支逆差这种决定贬值的关键经济条件。排除含混不清的议论，问题的核心是中国当局是否会“主动”贬值。没有客观前提而硬行贬值，不过是对外贸出口的直接补贴，不利于稳定国际经济秩序，长期也不利于自己。当中国当局一再声明不会贬值之后，流言有所收敛，但时起时伏，仍然值得警惕。现在的主调是世界舆论对于不主动贬值普遍给予肯定评价，赞扬中国采取了负责任的态度。肯定和赞扬，无疑是公允的。事实上，不在危机时推波助澜，本身就是极为重要的稳定剂。但要是把不贬值简单地解释为只是出于一种纯粹负责任的态度，即把“负责任”与“汇率不变动”建立起简单的联系，而看不到不贬值的根基在于当前不存在贬值的经济条件和有信心保持这样的条件，则是不全面的。

17. 关于汇率水平，在东南亚各国以及韩国货币纷纷贬值，特别是台湾地区主动使新台币贬值之际，不仅在国外，在中国国内建议贬值的呼声也极高，理由是人民币的高估必将使出口处于及其不利的地位。仅就几个相关关系判断汇率的高估、低估、走势，并作出汇率调整与否的决断，是极其不充分的。还有这样一种说法，中国自改革开放以来，人民币与美元的汇率从 1978 年末的 1 : 1.5771 一直贬到 1994 年初的 1 : 8.7，现在又到该贬值的时候了。这样的外推法恐怕更失之于过分简单。难道不应该分析一下，是否有可能出现拐点，何时可能出现拐点，或是已经出现拐点？这不是不值得研究的问题，而且已经有人在研究。如果要对人民币汇率的水平及其对中国经济有多大影响作出有价值的判断，不进行仔细研究是得不出什么结果来的。

18. 就建立金融“防卫体系”来说，汇率是一个极为重要



的环节。关键在于如何保护它不受旁人操纵。中国有一套现行的办法，但在进一步的开放中如何使之适应不断变化的形势加以调整，还是一个关系全局的综合性课题。

三

19. 从国内角度讨论金融体制的前景，把眼光仅限于金融本身是不够的。不作总体考察，易于产生就金融论金融的片面性。这里首先剖析在中国经济不断改革这个特定的条件下金融地位和作用的演变。然后，自然是金融体制本身的诸多问题。

20. 改革的 20 年来，金融在经济生活中的地位和作用从极不重要演变到顶顶重要，而在集中计划体制下顶顶重要的国家财政，其地位却年复一年地下滑，直到 1996 年才开始脱出谷底。其所以把财政与金融加以比较，因为整个经济的资金配置格局正是通过这两者形成的，而它们也正是国家实现宏观干预的姊妹手段。

21. 在经济迅速增长的局势下，财政岁入占 GDP 的比重却迅速下滑。1978 年的岁入为 1 121.1 亿元，占 GDP 的比重是 31.2%；1995 年的岁入为 6 187.73 亿元，占 GDP 的比重降到 10.7%。1978 年财政无债务收入，1995 年的岁入加债务收入是 7 725.42 亿元，占 GDP 的比重也不过 13.4%。债务依存度（债务占总支出的比重）从“既无内债，又无外债”一步步发展到 1995 年的 20% 左右。同时，中央财政支配的比重越来越小，而赤字的弥补完全由中央财政负担。这个下滑的趋势到 1996 年出现了转折，财政收入有少许回升。1997 年，预算收入为 8 642 亿元，占 GDP 的 11.56%；加债务收入 2 476.83 亿



元，共为 11 118.83 亿元，占 GDP 的 14.87%。

22. 需要说明的是，把预算收入（在中国总是包括中央预算收入和地方预算收入）和借债收入（包括内债与外债）视为财政性质的收入，是一种口径。如果把凡是为了行使国家职能或是为了满足社会公共需要所进行的无偿征收，不论是否是财政税务系统征收的，均视为财政收入，在中国还有“预算外收入”和“制度外收入”。根据 1993 年调整后的口径（即不再把国有企业的资金视为预算外资金），当年的预算外收入为 1 432.54 亿元，相当当年 GDP 的 4.14%。至于制度外收入，是指在规定的行政收费项目之外增设收费项目，或自行提高收费标准，以及形形色色难以列全的各种摊派等等。其规模无确切数字，估计数字则出入颇大。此外，由银行信贷所弥补的隐蔽赤字，按理说，也应估计到财政的规模之内。目前对这方面的分析通常失之于过分笼统。大口径的财政收入，说明整个经济在财政方面的负担，说明政府实际运行的成本。但是，采用大口径看财政收入并改善不了财政部门的处境。因为分散的财力不论如何多，大部分也不能由财政部门集中支配。

23. 与财政状况形成鲜明对比的，是银行系统集中的资金力量，其增长速度令人刮目以视。由于 1995 年是财政的谷底，可选这一年进行比较。1978 年国家银行贷款余额与农村信用合作社贷款余额之和是 1 895.1 亿元（那时只有一家中国人民银行和众多的农村信用社），到 1995 年，包括各种存款货币银行和信托投资公司等特定存款机构的国内信贷，其总的余额增长到 53 333.8 亿元，为 1978 年的近 28 倍，平均每年递增 21.7%。同一期间，包括国内外债务收入的财政收入，仅增长 6.9 倍，平均每年递增 12.0%。同期，GDP 名义值增长近 16.1 倍，平均每年递增 17.8%；按不变价格计，平均每年递



增 9.82%。据此换算的平减指数为 7.27%。以这个平减指数进行调整，信贷平均每年递增 13.5%，财政平均每年只递增 4.4%。相对于 GDP 的递增率，信贷的增速大大超过，而财政则大大落后。如果从支持经济建设的角度看，1978 年，财政的经济建设费支出为 707.84 亿元，各种贷款余额（包括中国人民银行和农村信用社）当年增长额 192.1 亿元，即前者为后者的近 4 倍；而 1995 年，建设性财政支出总额为 1 731.47 亿元，国内各种金融机构的各种贷款余额增长 10 230.1 亿元，倒转过来，后者反为前者的近 6 倍。

24. 中国的金融活动，一直是间接融资占绝对统治地位；说金融实力增长突出，实际是指银行信贷规模的急速扩大。从计划体制向市场经济转轨，银行作用的增大是必然的，而迅速的货币化进程又为银行信贷的扩张提供了基础。但由于存在国家财政实力相对缩减的背景，遂造成了银行信贷超过自身承载能力的超负重运行态势。这表现在：

——国有经济固定资产投资的大半和流动资金增补需求的全部，靠银行贷款。

——非国有经济成分的发展，特别是乡镇企业的发展，银行信贷也有大量的投入。

——农产品的收购资金全靠银行信贷，本应由财政负担的价格补贴也往往要银行信贷垫付。

——国有企业的亏损，过去由财政弥补。改革开放后，财政虽然还负担一部分，但日益有越来越大的部分靠银行信贷。从银行经营准则上，如此提供信贷的合理性是很难论证的。可是当财政拿不出钱的时候，出钱的任务不压在银行身上压在谁的身上？而且，国有企业亏损的原因之一是承担了社会保障支出。在没有独立的社会保障体系的情况下，银行支持了社会保



障支出，维系了社会安定。对之单纯指责，也脱离生活。

如此运作，金融的实力再大也难以承担。于是，矛盾就从不良债权等方面暴露出来。

25. 然而，种种迹象说明，财政窘困和金融超负重运行的这种格局将要发生变化。如上指出，从1996年开始，财政收入下滑的趋势已经遏止，1997年的增势则预示着财政状况将继续好转。这很可能是财政和金融力量向相反方向消长变化的一个拐点。当然，就是的确发生反方向的消长，在过程中，相对于财政，金融的强势还会维持一些年份。

26. 判明金融在经济生活中，特别是与财政对比中的总体处境，似可确立这样的思路：在当前的现实中，贯彻总体经济意图还不能不主要依靠金融；但同时又应力求不过分依靠金融，以使金融有可能逐步脱出超载运作并找准自己的位置。

由于金融主要是银行信贷，在经济生活中的地位自改革开放以来扶摇直上，几乎充满了视野，再加上墨西哥金融危机，特别是东南亚金融危机等等，所以在中国，反复强调的是要充分认识金融在经济生活中的特别重要的地位。过去，在计划体制下，对现代市场经济中的金融可以说朦朦胧胧。在这样的情况下，强调金融在现代经济中的地位，强调应该学习它、认识它、掌握它，自然有其现实意义，极为必要。但关注这一面的同时，还应注意另一面。从古典经济学到现代经济学，一直在研究一对重要关系，即货币（Money）世界和实的（Real）世界的相互关系。这是一个议论纷纭难以有尽头的课题。并且，形形色色的理论，可能有利于帮助理清头绪，也可能更令人无所适从。但在人们的视野过分囿于货币现象的时候，这个基本论题有助于提醒人们，冷静地注视实的、非货币的方面会有助于作出较为符合实际的判断；有助于提醒人们：货币现象极为



重要，但货币现象并不等于一切。更何况在货币世界中，也非金融一家，并肩就有一个大系统——国家财政。忽略这另一面，从经济理论的要求来看，不能说是全面的；在实践中，不分任何条件，过分依赖金融，也有可能达不到预期目的，甚而会引发不利的后果。最基础的经济学原理，在这里依然有指导意义。

27. 现在，转入分析金融领域内部。在中国，金融所涵盖的范围，除货币供求与物价这个方面之外，长期以来，实际仅指间接融资的银行信用，这在上面已经指出。进入 90 年代，股票和债券市场迅速扩展，意味着间接融资的部分阵地，已由从无到有并有加快发展势头的直接融资所代替。原来禁止的商业信用，近几年，以银行承兑汇票的形式，扩展较快。较为活跃的另一重大发展是社会保障和商业保险系统进入经济生活。就增速来看，它们有发展更快的可能。这些也是对间接融资的分流，从而，银行信贷不再有一统天下的局面。如果就整个经济观察，有财政与金融的对比关系；而就金融领域本身观察，代替单一银行信用的则有商业信用和银行信用、间接融资与直接融资、货币市场与资本市场、银行系统与形形色色非银行金融机构等等所构成的金融体系。这个金融体系在今后的 20 年必然会不断演进为更加复杂的大系统。营造一个各环节协调配合、各得其所的金融复杂大系统，是金融改革设计的基本任务。

28. 就国内角度设计金融改革，也涉及一对矛盾，即如何处理发挥金融效率和防范金融风险的关系问题。设计思想的核心应是发挥金融效率；追求效率与防范风险有矛盾的一面，也有统一的一面，必须统筹兼顾。防范金融风险有时需要突出，但脱离讲求效率的防范风险是不成立的。



29. 1997年11月份的全国金融工作会议对于近几年的目标和步骤作了部署。其中涉及：

——改革中央银行（中国人民银行）的管理体制，以利于独立、公正、严格地依法履行职责，加强宏观调控机制的建设，并重点转向对金融业的监督管理。

——加快国有商业银行的商业化改革步伐，切实落实其经营自主权，吸取国际上商业银行行之有效的通行做法改善经营管理，并力争把资本充足率提到8%以上。

——建立、健全多类型、多层次的存款货币银行体系，这包括四大国有独资商业银行之外的其他商业银行、城市合作银行和农村信用合作社等。

——扩大直接融资规模，积极稳步地发展资本市场，并对培育和发展基金市场与机构投资者进行试点。

——对金融机构严格执行分业经营的原则。

——健全现代金融监管体系，加强金融机构内部控制制度的建设。

——取缔非法金融机构，整顿不规范的农村合作基金会，严格限制乱集资。

——改革保险业，等等。

这反映了中国政府营造金融复杂大系统的近期思路。

30. 就近期而言，存在这样一些重要问题：低通货膨胀率的保持，进一步完善宏观调控体系，国有商业银行的改革，其他金融机构的整顿与改革，证券市场的建设和衍生金融工具的选择采用等。以下只对银行系统的问题作些讨论。

31. 不再独占金融领地的银行业，并不等于不再处于金融系统的中心地位，所以银行系统的改革仍然有首位意义。其中具有关键意义的又在于国有独资商业银行，在1997年末，它



们在国内信贷的份额还在 70%以上。

32. 真要使国有商业银行商业化，或如经常所说“办成真正的银行”，必须解决两个问题：一是必须能够真正独立自主地经营；二是其服务的主要对象——国有企业——也必须改革成为真正独立自主经营的企业。近一两年，应该说，已有实质性的开端。再过三五年，可以指望有重大的转折。当然，这绝不是轻而易举的过程；也难以保证不出现反复，但改革会在困难之中推进应无疑问。只有具备了这样的前提，银行的其他改革，如内部管理的改革等等，才有基础。

33. 即使肯定改革推进的大轮廓，国有商业银行的不良债权问题也一直令人困扰并在国外引起普遍关注。有人担心它是否会拖改革的后腿，有人甚至担心它会拖垮整个经济，等等。要讨论这个问题，首先需要把握国有经济改革，自然也包括国有银行改革的大趋势。对于不良债权，经过反复讨论，可以说大体有个共识：实质是环绕国有经济的深层次经济问题的综合反映，而并非简单的银行管理问题。所以，国有经济的改革是否将有质的转折，会使这个不良债权病症有极为不同的发展前景。如果国有经济今后依然难以走出困境，那么谈论国有商业银行的独立自主经营也是空话，从而，不良债权的病症必将越来越重，整个经济的发展也必将受其拖累。如果将有质的转折，那么，不良债权问题就必须区分“过去”与“今后”两个阶段来讨论。

34. 可以先讨论“今后”。国有经济的改革只要真正推进，银行的信贷资金就不会继续被迫投入没有发展前途和陷入长期亏损从而根本无望归还贷款的项目和企业；就不会继续被迫用来支持社会保障、社会救济乃至职工福利开支……从而银行就有可能独立自主地遵照安全、流动、盈利的准则经营。实际



上，在过去两年，特别是去年，新发放的贷款，质量已有明显提高。去年发生了有关银行“惜贷”的争论。地方、企业说银行惜贷，有还款能力的企业和项目也得不到贷款；银行说，符合贷款条件的都贷了，惜贷问题并不存在。不论孰是孰非，这一争论事实上已经反映出银行信贷关系中的变化——从强媒硬娶向契约关系的转化。当然，改革基本取得成功之后，也不能完全排除不良债权的发生。在发达的市场经济国家中，不良债权问题也时时困扰着那里的银行业，更何况我们还有一个改革的过程。不过，只要改革势头强劲，中国银行业不良债权发生的概率就有可能与世界同行的水平接近并直至持平，而不会再像这几年成为国际注视的焦点。

35. 人们往往从不良债权居高不下的现象怀疑新发生的贷款质量是否好转，这可能是由于不大了解中国现行不良债权的管理办法。不良债权分三级：（1）逾期贷款，是指合同约定的还款期已到而未偿还的贷款；（2）呆滞贷款，是指逾期两年或虽未逾期两年但企业已停止经营、项目已停止建设的贷款；（3）呆账，是指法人破产、自然人死亡等种种原因所形成的待核销的贷款。所以，今天新列入不良债权的，至迟是一年前贷出的，一般则是两三年、三五年前，甚至更早。今天的改善阻挡不了过去矛盾的暴露，从而不良债权的统计数字短期还有可能居高不下。

36. 接下来，讨论由“过去”所造成的现存不良债权。它的规模有多大，议论纷纷。有一个1997年底国有商业银行事实上的呆账占全部贷款6%~8%的数字，但不少人认为偏低。如果根据账面统计和行业调查分析得出来的数字也没有权威，其他的估计也只能是“估计”，并不会更有权威。然而有一个情况人们颇少提到，即中国的特色——“假”不良债权有多



大？至少应该肯定，这不会是一个可以忽视的数字。

37. 在讨论具体数字之前，需要先剖析清楚问题的本质。有个事实不会存在分歧见解，即现存的不良债权是过去贷款行为的结果。只要肯定这一点，那自然而然就应引出判断：与造成不良债权的那些贷款相对应的是已经发生的经济损失，从而，不良债权实际上是已经发生的经济损失在银行账面上的会计反映。“已经发生的经济损失”包括应倒闭而不倒闭的企业所造成的净消耗，重复的、无经济效益的项目投资，特别是由开发区热、房地产热所套牢的投资等等，这是人所共知的。同样也是人所共知的，那就是过去年份中国经济的高速增长，实际上就是背着这个巨大损失的沉重包袱取得的。如果说过去的经济损失没有阻止了过去的经济成长，那就很难作出过去经济损失在银行账面的反映——不良债权——会阻止今后经济成长的结论。同时，国有商业银行由于是“国有”，虽然账面上存在巨额未核销的不良债权，也并不会直接导致流动性的不足。但终归极不利于改进经营管理，更实现不了“商业化”的目标。尤其是对外，提高了融资成本，增加了开设分支机构的难度，如此等等。因此也必须积极处理。

38. 对于呆账，应考察的确不能回收的债权——账面的呆账和实际必须注销的债权。1997年底，国有商业银行的资产（不包括在中央银行的准备金、存款和现金库存）是56 630.8万亿元。按6%~8%计算，呆账的规模是3 400亿元~4 530亿元。由于它是过去实际经济损失的反映，所以应该与过去的储蓄—投资（在中国，过去多用“积累”这个经济用语）总额进行比较。1978—1996年，储蓄—投资率处于37.7%的水平。按这个水平计，1997年的储蓄额是28 189亿元。取3 400亿元~4 530亿元与它比，呆账数字是一年国民积累的12.1%~



16.1%。上面指出，现有的呆账是改革开放以来，较为确切地说，至少是1992年以来主要由于房地产热和开发区热被套牢的信贷资金。如用1997年现值估算，1978年以来，投资累计额达26.7万亿元；从1992年算起，到1997年的6年间投资累计额达14.2万亿元。那么3400亿元～4530亿元的呆账不过是历年投资总额损失了1.27%～17.0%（从1978年算起）或2.39%～3.19%（从1992年算起）在银行账面上的反映。依据这样的数字估计问题的严重性，或许更有根据一些。即使把呆账数字估计得再大一些，问题的严重性也不会有质的变化。

39. 对于不良债权总量，有占1/4的估计。按56630.8万亿元贷款总额计，是1.4万亿元多一些（美国传媒有2000亿美元的报道，这应是高估计，合16.6亿人民币）。在不良债权中，逾期贷款占主要部分。而逾期贷款中相当大的部分并非不能归还，因而这个数字不大能说明问题。至于有人认为不良债权都是要不回来的呆账，这可能是不大懂得银行业务的误会。

40. 对于不良债权的管理，事实上也是划分两段。今年开始推行符合国际惯例的贷款风险五级分类法，对风险不同的贷款按不同比例提取呆账准备金，以保证及时核销实际已经形成损失的贷款。对长期积累的不良债权，自可按新的标准重新划类，却显然不可能靠新提的呆账准备金全部处理完毕。前年已开始实施一项逐年解决的方案：1996年冲销200多亿；1997年冲销呆账的额度是300亿；1998年冲销400亿。不少人认为这样的速度太慢，如以实际呆账3400亿元～4530亿元计，需要十来年。更何况不少人还往往认为实际呆账数字不止如此。从前面的分析可以认识到，纵然再大的数字，也不存在不能解决的问题，因为造成实际经济损失的行为已经过去，所以并不



需要用新的实际国民收入去补窟窿；需要的只是重新调整债权债务关系，把本应随时处理而却累积起来的呆账逐步予以注销。

41. 无论是推行新的贷款质量分类法并确实及时核销呆账的方针，也无论是对已有的呆账实施逐年核销的方案，其决策的根据都在于国家财政是否具备相应的承受能力。应该说，1996 年开始的财政状况好转，为采取这方面的措施提供了有利的基础。不过，要把几千亿元确属回收无望的呆账一次性地加以解决，一时难以行通；一时行不通，却绝不否定存在解决这个问题的潜力。1997 年底未清偿的国家债务估算约为 6 000 亿元，相当 GDP 74 772 亿元的 8%。假设（只是假设）用增加发行国债的办法，把 3 400 亿元～4 530 亿元的呆账进行一次性的核销，发债规模也不过相当 1997 年 GDP 的 4.5%～6.1%。8% 加上 4.5%～6.1%，是 12.5%～14.1%。未清偿债务相当 GDP 的这样的比例，这在当今世界，绝不是不能承受的水平。当然，一年之内，在正常发债规模之上再增发几千亿，不是可行的做法。所以，潜力并非在任何条件下均可以立即转化为现实。至于出现特殊的机会，无疑不应放过。

42. 八届人大常委会第 30 次会议通过，财政部发行 2 700 亿元特殊国债，用于向国有商业银行增拨资本金，以保证达到 8% 的资本充足率，就是一个例子。两三年以来，中国人民银行一直酝酿降低商业银行存款准备金率的措施。去年秋作出了实施的决策，1998 年 3 月开始实施。按 1997 年底国有商业银行的存款准备金规模计，降低 5 个百分点，即可腾出 2 500 亿元以上的资金。用这笔钱购买国债，财政再把发债收入作为资本金拨回，于是就在不影响日常国债市场的条件下，实现了有利于国有商业银行的债权债务的重组。这个机会所以能得到利



用，基础还在于国家财政存在着增发国债的足够回旋空间。

43. 如果要对不良债权问题作个小结，一句话，关键是从现在起，不再产生大量新的不良债权。

44. 现在换一个话题。关于小金融机构，人们谈论得比较少。其实，小金融机构的问题相当普遍，也关系社会的安定。不过，小金融机构出问题，再大，也是局部性的，因而在讨论大局问题时，往往被忽略。中国经济的特点是广大的农村，巨大的经济发展水平差距，这在客观上就要求为数众多的小金融机构为之服务。现有的农村信用合作社只能部分地解决这个问题，办好的成了小商业银行，眼睛必然向上；办不好的，实际只是有个牌子，起不了多大作用。从而非法、准非法的金融机构不断涌现。简单地截堵，当前或许必要，但调节货币有无的要求得不到满足，矛盾依然存在。所以如何实现有效的疏导，必须摆脱某些不符合生活实际的传统观念束缚，真正实事求是地进行研究。无疑，这个问题的解决需要时日。小金融机构，不论合法的还是非法的，有点办法的大多违规经营，抗风险能力很弱，局部性的金融风波接连出现。对分散的小金融机构，套用监管大存款货币银行的办法不太有效，需要单独设计对它们的监管系统。此外，是否需要单独建立小金融机构风险基金等问题也尚需研究。有一点也许应该指出，即在这个领域内，处理矛盾、平息风波，地方党政还有不可代替的作用。

45. 还有不少问题，难以一一展开，仅摘几条罗列点滴想法。

——建立监管体系，加强对金融业的监管十分必要。特别是在金融事业急速开拓，经营管理甚不规范，竞争规则亟待建立健全的情况下，不突出加以强调必然造成巨大损失。需要注意的是，脱胎于集中计划体制，对于管理、控制是不生疏的，



但轻车熟路，容易忽视不断改变的条件。计划经济体制，本质是集中决策，不给微观行为主体以决策权；市场经济体制，本质是分散决策，在分散决策基础上实施宏观调控。所以，在严格监管的同时，必须保护微观行为主体有可能充分实现独立决策的外部环境。金融业是倾向于集中管理的行业，这点更需特别注意。

——由市场机制形成利率有共识，全国银行间拆借市场由供求形成利率也已两年，问题是放开的决定性步骤如何迈出、何时迈出。灰色高利率市场相当规模的存在，金融机构高息揽存的屡禁不止，其根本解决，唯有釜底抽薪的一条路。这在价格改革和汇率改革方面均有成功经验。对于进一步的开放，放开利率更是必要的前提之一。当然，实施的迟早，取决于调控实力的具体剖析和对利弊的具体衡量，但积极的准备则不应等待来日。

——金融系统内的分业经营，在中国的法和法规中是一条重要的原则。“分业”与“综合”在世界上一直是并行的，一个国家也多有反复。在中国现有的条件下，坚持分业原则确有必要，但不能断定，发展一段之后仍需如此。在这方面，必须不受先入为主的束缚，从现在起，即应着手长期性的研究。

——在世界金融领域日新月异的大背景下，科学研究具有最为关键的意义。在中国，证券业走在了前头。几乎每家均有极其庞大的队伍，并纷纷提出有分量的报告。而大银行，虽然都有颇具历史的研究机构，但编制小，人员不稳定，研究课题重在眼下，缺乏鼓励勇于探索的学术气氛。要使中国金融业在国际金融舞台上成为与国家实力相称的角色，首先应在这个方面有大步幅的进展。所以，在金融改革的总体设计之中，科学研究应该摆在应有的地位。



附：配合《完善中国金融体制的目标和思路》 讲演的一套胶片

1. 1998年1季度

目标

◎国内视角：

——建立符合社会主义市场经济要求的金融体制。

◎对外视角：

——金融运作不断与国际接轨，金融体系终将融入国际金融体系。

◎两个视角观察的是同一的金融改革过程。

2. 1998年1季度

金融领域的巨大变化

| | 改革前 | 现在 |
|---|-----------------|--|
| ◎ | 一家银行独占金融阵地的金融体系 | 中央银行和存款货币银行构成的银行体系 非银行金融机构 银行票据和商业票据市场 股票和债券市场 金融机构间短期融资市场与银行间外汇市场 |
| ◎ | 法定利率 | 允许浮动的法定利率 全国银行间拆借市场的利率是市场机制形成的利率 |
| ◎ | 严格的外汇管制 | 经常项下人民币的可兑换 汇率——在供求对比和人民银行入市操作基础上的市场形成机制 |
| ◎ | 无大陆本土资本以外的金融业 | 经营业务的外资、合资银行：142家 在限定地区经营人民币业务的数家 |
| ◎ | 境内没有保险业务 | 本国保险公司 外国保险公司在中国大陆口岸设立分支机构 和开展业务的：11家 |



3. 1998 年 1 季度

还有相当长的路要走

- ◎要把中国人民银行建设成为确有能力面对国际国内金融风云，主要依靠经济手段实施宏观调控，并在独立性和透明度方面有规范行为准则的、成熟的中央银行。
- ◎要把商业银行改革成为的确符合市场经济要求的银行；其运作效率应能与工业化国家的同类银行在同一水平上交往。
- ◎利率市场化。
- ◎人民币从经常项下的可兑换过渡到完全可兑换。
- ◎外国的银行、其他非银行金融机构和保险公司可基本按国际通行规则准入。
- ◎直接融资必须有一个大发展，资本市场必须培育起能够真正吸引国内以及国际投资的功能。
- ◎期货市场有待推进，对金融衍生工具的交易从单纯防范转为利用，如此等等。

4. 1998 年 1 季度

“融入”与“自卫”

- ◎当今的国际货币体系不断发生极具破坏力的金融冲击，到 2020 年，也无把握对世界货币环境寄予过高的美好期望，在亚洲特别是如此。
- ◎金融衍生工具交易的发展以及在信息技术基础上不断展现的新的金融形态，其前景难以预测。
- ◎贫穷落后的中国已有极大的发展，但再努力 20 年，也难以积累起足以搏击当今世界金融风浪的殷实财富和足够的经验。
- ◎所以，不可能是无条件的“自由化”和“一体化”，问



题的实质是根据时间、条件，寻求“融入”与“保卫自己”的理想结合点。

5. 1998年1季度

东南亚金融危机擦肩而过的原因

◎稳健的吸引外资政策：

- 吸引外资累计：约3600亿美元。
- 其中外商直接投资：约2200亿美元。
- 在1238.68亿美元的外债中，大部分是国际金融组织的借贷或政府间安排的借贷。

◎人民币还不是完全可兑换的货币。

6. 1998年1季度

继续引进外资的有利条件

- ◎不可逆转的改革方向。
- ◎一个远未充分开发的市场，不存在投资饱和和资本过剩问题。
- ◎国内有很高的储蓄率（1978—1996年平均37.7%），外国投资易于取得配套资金。
- ◎劳动力成本低的优势，短期不会丧失。
- ◎知识分子、管理人员、工人队伍，在从闭关锁国走向世界的过程中，素养显著提高，能够较为迅速地适应现代化的要求，等等。

7. 1998年1季度

实现完全可兑换的必要条件

- ◎具备必要的经济实力以及自我调节的柔韧性：外资大量涌



- 入，经得起“支持”；大量退潮，自身又有能力填补真空。
- ④对本国居民资本流出的估量：诸多客观条件所决定的资本流出的均衡点应是经济发展所能承受的。
- ⑤已基本过渡到利率的市场形成机制。
- ⑥银行系统的稳健、规范经营可以与国际水平接轨。
- ⑦证券、期货、期权及其他金融衍生工具的市场发展到足够的规模。
- ⑧国内通货膨胀走势与汇率水平波动的背离为经济之所能承受。
- ⑨中央银行的监管能力达到必要的水平。

8. 1998 年 1 季度

人民币会不会贬值

- ①中国从 1994 年开始实施的是“以市场供求为基础的、单一的、有管理的浮动汇率制”。
- ②“浮动”，就是可升可降。从经济原理来说，是升是降，视国际收支和外汇供求而定。
- ③在东南亚金融危机中，人民币不贬值：
- 是中国当局对国际经济秩序负责任的决策。
 - 基础在于不存在贬值的经济条件和有信心保持这样的条件。
- ④有利的因素和巨大的压力。
- ⑤贬值风的不停煽动和“赞誉”的舆论圈套。

9. 1998 年 1 季度

两道不全面的算式（一）

根据：官价：1993 年平均 $\$1 = ¥5.8068$ ；



1994年初 $\$1 = ¥8.7$

计算：1994年汇率并轨之际，人民币贬值了1/3。

推论：东南亚金融危机导源于人民币的贬值。

错误：1993年当时，中国有调剂市场价，且调剂市场交易占外汇交易总量的80%。官价和调剂市场价的加权平均价是8.09。如果说贬值，仅贬7%。再考虑黑市，则谈不上贬值。

10. 1998年1季度

两道不全面的算式（二）

根据：1994年、1995年、1996年三年，中国通货膨胀率大大高于美国。

计算：这三年人民币相对升值44.3%。

推论：没有这次金融风暴，人民币的贬值压力已很强劲。

错误：1994—1997年，外汇一直供过于求，人民币实际承受着巨大的升值压力。

不能只算贬值压力而不算升值压力。

11. 1998年1季度

营建金融复杂大系统

◎国内金融改革的基本任务是：

营造一个各环节协调配合、各得其所的金融复杂大系统。

要处理好如下关系：

——银行信用与非银行信用；

——间接融资与直接融资；

——货币市场与资本市场；



——银行系统与形形色色非银行金融机构……

◎核心：发挥和提高金融效率。

◎同时应时时关注防范金融风险。

——以讲求效率为前提的防范风险。

12. 1998年1季度

企业筹资途径——1997年

全部金融机构全年新增贷款： 10 703亿元

全年股票筹资： 1 325亿元

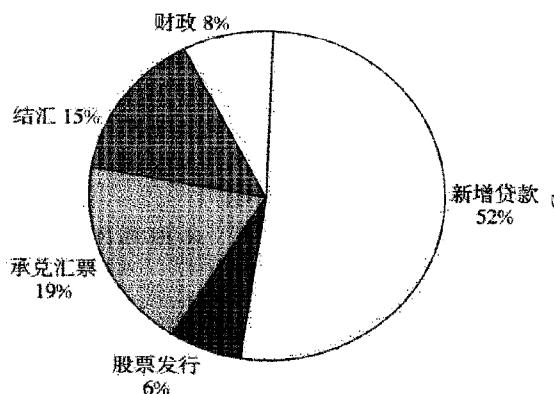
银行汇票承兑： 4 000亿元

企业结汇： 3 000亿元

财政经济建设支出： 1 676亿元

此外还有企业债券等。

| 新增贷款 | 股票发行 | 银行承兑汇票 | 外汇结汇 | 财政 |
|-------|-------|--------|-------|-------|
| 0.517 | 0.064 | 0.193 | 0.145 | 0.081 |





13. 1998 年 1 季度

不良债权的规模

- ◎实际的呆账占国有商业银行贷款总额： 6%~8%
- ◎1997年底国有商业银行贷款总额： 56 630. 8 亿元
- ◎实际的呆账额： 3 400 亿元~4 530 亿元
 $(56\ 630. 8 \times 6\%) = 3\ 400; 56\ 630. 8 \times 8\% = 4\ 530)$

14. 1998 年 1 季度

不良债权的由来：银行信贷超承载能力的运行

- ◎国有经济固定资产投资的大半依靠银行信贷：
 - 项目失败。
 - 项目有存在的经济根据，但无力还本付息。
- ◎国有经济流动资金增补需求的全部靠银行信贷：
 - 维持无存在经济根据的企业运转。
 - 本不该由企业负担的社会保障和社会救济的支出。
 - 企业无力支持的制度内外的课征。
 - 流动资金用于固定资产投资。
- ◎乡镇企业发展投入中的损失。
- ◎农产品的收购资金全靠银行信贷；本应由财政负担的价格补贴，往往也大部要银行信贷垫付。

15. 1998 年 1 季度

不良债权的实质及其所反映的经济损失的大小

- ◎国有商业银行现存的不良债权是“过去”贷款行为的结果，与那些造成不良债权的贷款相对应的则是“已经”发生的经济损失。



◎“已经”发生的经济损失有多大，只有与“过去”历年储蓄的累积相比较才能说明。

◎历年储蓄累积（按1997年的现值）：

1978—1997年 267 000亿元

1992—1997年 142 000亿元

◎不良债权占历年储蓄累积的比重：

1978—1997年 1.27%~1.70%

1992—1997年 2.39%~3.19%

16. 1998年1季度

对已有不良债权的再认识

◎现存的不良债权是过去贷款行为的结果；与那些造成不良债权的贷款相对应的是“已经”发生的经济损失。

◎所以：不良债权是已经发生的经济损失在银行账面上的会计记载。

◎过去的经济损失没有能阻止过去的经济高速增长。

◎所以，账面记载本身也阻止不了今后经济的成长。

◎但不良债权的存在极其不利于银行的经营管理
和资信。

◎解决途径：调整债权债务关系，把本应随时处理而却累积起来的呆账注销。为此，无须动用新创造的财富。

17. 1998年1季度

解决不良债权的关键：有效防止新不良债权的积累

◎基础：国有经济改革的实质性推进。

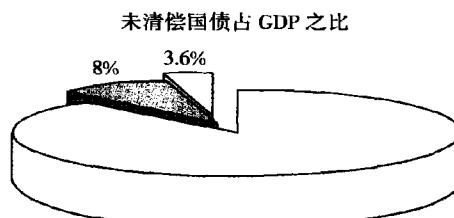


- ◎国有商业银行已经开始的“商业化”改革已有实质性推进。
- ◎推行符合国际惯例的对贷款质量的五级分类法，按不同比例提取呆账准备金，对实际已经形成损失的贷款，随时用呆账准备金核销。
- ◎要害：防止轻车熟路，过量压银行信贷上速度。

18. 1998 年 1 季度

不良债权的解决有足够的财政回旋空间

- ◎财政状况的明显好转。
- ◎未清偿国家债务只相当 GDP 的 8%。
- ◎2 700 亿元特殊国债相当 GDP 的 3.6%。
- ◎ $8\% + 3.6\% = 11.6\%$
- ◎财政（特别是中央财政）的债务依存率应作分析。



国债图表

19. 1998 年 1 季度

都值得从理论和指导思想上全面研究

- ◎小金融机构系统的发展与改革；
- ◎建立和完善监管体系；
- ◎利率市场化；



◎分业经营原则；

◎金融立法；

◎科学的研究

.....



中国的金融改革及其前景

作者解题

PECC（太平洋经济合作理事会）金融发展中国委员会主办《亚洲金融危机与中国内地、香港金融市场发展》高级研讨会，于1998年8月20—21日在北京召开。

我提供的这篇文章主要讲了两个问题：

其一，亚洲金融危机使我们不能不重新审视从国际角度如何把握金融改革，简言之，即应采取接轨、融入与自我防卫相统一的方针。这应该说是对过去的这个思路作了进一步的论证。这一点颇受一些舆论的注意。

其二，首次较为系统地论证了在金融领域，与规范金融行为和防范金融风险有同等意义的是发挥和提高金融效率；没有后者，前者也就失去了出发点。在这之后，曾多次重述这一观点。其所以如此，是因为在那一段，人们在强调“规范”和“防范”之际，却不能同时提醒仍应把握“效率”。

此外，还讲了从需求过旺转入需求不足，结束了单一重视货币政策的局面，财政政策开始走上前台，问题是研究两者的配合。



本文发表于《宏观经济研究》1998年11月创刊号；并收入《走向新时代——纪念中共十一届三中全会20年暨中国人民大学复校20年论文集》，中国人民大学出版社1998年11月出版。
收入《黄达文集》。

2006年8月

《走向新时代》所加【内容提要】

中国的金融改革应从不可分割的国内和国际两个角度来确定方针。当前的国际金融环境是客观存在，而这个环境所要求的金融一体化和自由化，对发达国家和发展中国家，其意义并不等同。现实的方针只能是解决“接轨、融入”与“自我防卫”的统一。一切对外金融决策都必须纳入这个大局的总体框架之中。就国内角度来看，金融改革的目标，取决于建立社会主义市场经济体制的要求。当前则应本着规范金融行为、防范金融风险与关注发挥、提高金融效率相结合的精神推进。在需求过旺的背景下，强调规范金融行为和防范金融风险，是所必然；而当刺激需求而不是抑制需求占主导地位时，发挥和提高金融效率的要求则应同时突出出来。

—

中国的金融改革已经历了近20年。应该说，直到亚洲金融危机之前，我们关注的重点是国内角度，那就是如何把集中



计划体制下“大一统”的金融体系改造成为适应市场经济的金融体系。虽然前十几年也有世界的金融动荡，但主要不是发生在周边。同时，在金融领域，我们对外开放的门缝还不大，没有受到多大波及。而当我们正在加快打开门户之际，周边却发生了近二三十年来国际上从来没有持续这么长的金融危机。这就不能不使我们要分出较多的精力来考虑：在现代国际金融环境之下，如何把握我们的金融改革进程。

一般说来，思考金融改革问题不外乎是相互联系的，甚至可以说是无法划分开来的两个角度：国内角度和国际角度。从国内角度来说，金融改革的目标取决于建立社会主义市场经济体制的要求；从国际角度来说，则是与国际金融体系接轨并融入这个体系。当今的世界金融体系就是奠基于市场经济体制之上，中国所要建立的符合市场经济要求的金融体系，其参照模型不能不是市场经济国家现有的模型。所以，建立社会主义市场经济所要求的金融体系的过程，同时也就是与国际金融体系接轨并融入这个体系的过程。如果采用国际常用的概念，中国金融改革的进程也可以说是金融一体化和金融自由化的统一。

与此同时，在改革继续深入、经济持续多年高速发展的基础上，国内市场的格局却发生了从需求过旺急速转向需求拉动不足的巨大变化。

所以，无论从国际角度还是从国内角度，金融改革的思路均需进一步深化。

二

可稍加回顾已经走过的改革路。



就国内角度来看，金融改革大体可分两个阶段。1992年以前，金融改革也同各个方面的改革一样，方向事实上是市场经济之路，但曲曲折折蹒跚跚跚，较为缓慢。当然也打下了必要的基础，如：

——建立了中央银行体制；形成了以四家专业银行和十来家商业银行为支撑的存款货币银行体系。

——开拓了直接融资途径，建立了证券交易所。

——多种合法的、半合法的和非法的金融机构和金融行为，适应着改革和发展进程中经济生活的形形色色需求不断产生，但又由于冲击着经济秩序而不断在“整顿”、“取缔”之中沉浮。不少机构、不少行为已成为或终将成为过眼烟云，但它们唤醒了人们的金融意识，摸索出一些金融行为方式，这些实际上是难以忽视的。当然，扭曲方式必然伴随着颇大的副作用，但符合经济客观需要的合理成分则事实上以合理的面目在其他机构、其他行为名称中保持下来。

如果把邓小平同志南方谈话作为分水岭，其后的金融改革显然加速。就那时以来的过程看，事实上存在两条并行的线索。一条或可称为原则、路线性的线索。在经济学界，常常听到金融改革滞后的说法，认为国有经济迟迟改革不了就是由于银行不管贷款对象的经营状况如何都源源不断地供给资金。但如果不是在体制改革上的思路有突破，不是国有经济本身的改革思路有突破，不是有党的“十五大”决议，恐怕金融改革的“滞后”帽子还是摘不掉——金融的力量再大也成不了整体经济改革的决定者。在这方面，去年的全国金融工作会议集中地反映了改革的原则思路：要毫不含糊地加快把银行办成“真正”银行的步伐。与之同时的另一条线索，则是金融领域之内各项管理性质的具体改革措施实实在在地得到推进。关于这方



面，金融领域之外大多知之不详。如股票市场的规范，关心的圈子限于股民、证券商；商业银行管理的改革，企业、地方政府很关心，对改革的内容也多少有所了解，却不见得全面。应该说，这些以改进管理性质为主的改革，深深地改变了金融领域从业人员的气质和金融机构的经营思想。举一个小小例子，现在银行的管理人员几乎无人不知《巴塞尔协议》和“有效银行监管的核心原则”，而在前几年，这还是极其生疏的外国词儿。

虽然重点在国内，但涉外的金融改革也同样有个从慢转快的进程。特别是 1994 年的外汇改革和 1996 年的实现人民币经常项下可兑换以及外资银行分支机构和保险业准入的放宽等等，这都是世人共知的。

三

亚洲金融危机不能不令人重新审视从国际角度如何把握金融改革。

在这以前，总的看来，是谨慎的态度和有点过分乐观的估计相结合。

说态度谨慎，最突出的是表现在我们利用外资的方针上。这次开始于东南亚的金融危机，特别是其翻转北上直指韩国之际，所以没有在中国大陆肆虐，人们归功的原因之一即是稳健的吸引外资政策。

创造有利条件，尽可能多地利用境外储蓄，包括从境内流出而又以“外资”身份流回的储蓄，以加快经济发展，是改革以来的重要方针。这是一条正确的决策，其正确性已经被实践



所充分论证。

也许是“好借好还，再借不难”的古训起了作用，就在上上下下全面掀起引资热的1992年、1993年，决策层和经济学界也一直关注偿债能力问题。其实，早在80年代末，我国就开始注意合理的债务结构，并对短期债务实行了严格的总量控制。在亚洲金融危机这段期间，除去有2000多亿美元的国外直接投资外，外债大约是1000多亿美元，其中大多数债务是中长期贷款和项目贷款，而且不少是世界银行等国际金融组织的借贷或由政府间安排的借贷。^[1]假如中国的外债结构，也像一些国家，主要依靠短期债务到期来支持大量的长期投资，金融危机也不会特别关照中国而不横加扫荡。

说估计较为乐观，一个明显的迹象是表露在人民币可兑换的问题上。关于经常项下人民币可兑换的承诺期限本是2000年。由于1994年外汇改革的成功和国家外汇储备的迅速增大，竟然提前4年，于1996年实现。一时之间，似乎资本项下的可兑换也指日可待。其实，要实现这样的要求，我们还缺许多条件。幸好，东南亚金融危机这副强力清醒剂来得及时，使我们有可能重新实事求是地思考这个课题。

那么，到底应该如何认识当今^[2]的国际金融环境？

从第二次世界大战以后说，1944年的布雷顿森林会议建立了美元与黄金挂钩、其他市场经济国家的通货与美元挂钩的体制。但只过了30年，到70年代，先是西方主要工业化国家先后放弃了本币与美元的固定汇率，而后是黄金的非货币化，从而步入了国际货币体制的又一个阶段——浮动汇率（包括联系汇率等各种形式）的阶段。到今天的30年间，仍然经常处于风风雨雨的紧张状态之中。80年代发生了大面积的发展中国家债务危机；1994年的墨西哥金融危机震惊世界，但还只



限于一个发展中国家；而 1997 年开始于东南亚的金融危机不仅卷入了多个发展中国家，并且也严重地打击了颇具经济实力的韩国。其实，在发达国家之间，也是颇不安宁的。英镑在国际投机资本的狙击下退出欧洲汇率体系，就曾引起世人的关注；德国和日本，特别是日本，则承受了扩大货币供给以收购美元来维持美元汇率的强大压力，以至于有人认为今天东南亚金融危机的渊源之一就是日本依靠信用扩张对东南亚各国过度贷款的结果。

回顾过去的半个多世纪，前一段的固定汇率是固定在美元上，后一段浮动汇率还是以美元为准。即将出台的欧元，也许在几年后有可能与美元抗衡。在亚洲，日元的国际化也曾有所议论，但不只亚洲国家和地区的积极性不高，日本国内也有不同见解。1998 年 7 月 4 日，在东京，亚太地区中央银行行长达成回购日本政府债券的协议，旨在使国际社会持有更多的日元储备，以作为扭转对美元过度依赖的一项措施。这是第一次达成这样的协议，亚洲危机无疑是促成原因。但即使有这样的推进，也很难推断在不久的将来，日元有可能成为与美元、欧元鼎足而立的第三极。^[3]无论是一元格局，二元格局，还是多元格局，亚洲国家在世界货币环境方面的处境似乎都难以有过高的美好期望。

同时，还要估计到金融衍生工具交易的飞速发展以及在信息技术基础上的网络银行、信息本位等新的金融形态难以预测的前景。仅就金融衍生工具来说，先前人们谈论的还是一些类如巴林银行的案件和金融机构内部监管问题。可是今天则看得很清楚，冲击东南亚的金融力量，假如没有衍生工具，是不可能调度得这么机动、这么集中的。前两三个月，在这种势力的冲击下，南非的兰特又大幅度地贬值。在亚洲金融危机何时过



去一直不明朗的背景下，这些现象不能不给人以世无宁日的感觉。

现在，作为国际最后贷款者，IMF 异常活跃。但只有一位垄断急救药物并只开一种处方的医生是难以令人放心的。西方有的著名经济学家认为，IMF 的政绩说明它的所作所为是正确的，人们有的现在不理解，但终将会理解。可是西方有的著名经济学家却认为，它的权势过大，处方往往也不对头，而且它与美国决策层过分紧密的联系不能不使人对其公正性怀有疑虑。

简言之，那就是对于发达国家和发展中国家，对于经济强国和经济弱国，金融一体化和自由化的意义并不是完全等同的。经济实力极强的国家，早已实现了自由化。即使有来势凶猛的金融风浪，也不过是癣疥之疾，无足为虑。而对东南亚各国，金融风暴的摧毁力表现得极其充分，原因可以列出多条，但最根本的还是在于，虽然这些国家近些年发展极快，但终归疆域小，经济底子薄，实力差得太远。是否可以这样比喻：一体化的国际金融市场好比一个拳击俱乐部，任何一个拳击手都得遵守统一的规则，无可挑剔——这是“公平”的；但在拳击台上，却不分级别，超重量级的拳击手常常与最轻量级的较量，要把这形容为“公平”游戏恐怕就不那么容易了。

这是一个中国只能面对而无从选择的国际金融环境。无论如何说，中国尽管发展快，但底子太薄，而且由于几十年生活在计划体制之下，还过分欠缺市场经济金融运作的经验，显然绝对不能奢望在拳击台上平分春色。那怎么办？

其一，重新闭关锁国，再次割断国内与国际的金融联系。无须论证，这是一条退不回去的路。

不仅如此，这次在抗拒亚洲金融风暴中起了直接防卫作用



的现行利用外资做法和人民币还没有成为完全可兑换的货币，也绝不会因这次“有功”而长期保持下去，资本市场终将一步步地开放；人民币的可兑换也终将扩展到资本项下。

其二，完全撤防。在没有任何阻力的情况下，金融冲击无法借力使力，自会化解。这是典型自由化药方的精神实质所在。

显然，这次动荡中的国家不会得出只有完全撤防才可彻底避免金融冲击的论断。香港地区，在金融自由化方面，放在全球中比较，也是最彻底的。但为了保证本地区的经济运作，总不能没有一点属于自己的施政措施，如联系汇率。而在各个方面，香港地区承受了多么巨大的压力！

有一种相当流行的说法，果断的、彻底的自由化一时会造成巨大的紊乱，但渡过难关就会很快有美好的前景！现实生活中，对于施政措施如果不能实实在在向前看出三四步棋，多少有头脑的决策者是不能下这样的决心的。当然，世界上也不乏贸然采取极端措施的事例，但那是极度动荡的政局已使一时有发号施令权力的决策集团事实上丧失了选择的可能，而绝非这种“理论”指导的功劳。至于后果，实践显示，也并不那么美妙。所以，类似的教义还是保留在教科书上为好。

其三，现实的途径只能是解决“接轨”、“融入”与“自我防卫”的统一。这两个要求的完全协调一致也许并不存在。较为确切一点说，是应该根据时间的推移、条件的变化，时时寻求两者的理想结合点、均衡点。这是从国际联系角度考虑金融改革、处理金融问题的大局。引进国外资本、开放金融服务市场、开放资本市场、人民币的完全可兑换以及外汇储备和汇率等具体政策的处理，都必须纳入这个大局的总体框架之中。

在融入与接轨方面力求审慎与积极进取相结合，乐观的前



瞻应该建立在冷静剖析的基础之上。这并不是新思路——原来长期持有的思路，其内核就是这样。

四

金融改革不仅受到了外部环境的突发性震动，在国内也遇上了经济发展格局的急剧变化。自改革开放以来，更确切地说，自30年代抗日战争爆发以来，中国人一直在通货膨胀的压力之下过生活。有时是物价上涨的公开性通货膨胀，有时是物价不动的隐蔽性通货膨胀。有时严重，有时也有所缓解，但总脱不出通货膨胀的阴影。这就使人们对问题的思考和决策，当然也包括对金融问题的思考和决策，实际总有一个不言而喻的前提——通货膨胀的存在。

不料，1997年开始，形势急转直下，通货膨胀的缓解不只探底，而且突破底线，形成了需求不足的局面。这个变化是完全独立于亚洲金融危机的。其趋向，至迟在1997年初人们已有所发觉；大体是在年中，相当部分的经济学界和经济界的人士已取得共识。至于成为国家决策的出发点，则是在1997年底、1998年初之际。所以出现这样重大的变化，是不能用前一阶段宏观调控的前冲力来解释的。可是要科学论证这一转化的规律性成因，还有待时日。不过，到目前为止一年左右的事实，已使人们意识到这绝非偶然的插曲，必须正视，必须认真对待。

从需求过旺到需求不足这种经济发展格局的变化有些过于突然。本来是准备与通货膨胀斗争几年、十几年、几十年，而瞬息间它却倏然不见，竟然不给留下点适应变化的时间。力争



8%，这是遭遇战；亚洲金融危机又分散了我们的精力。虽然，从改革的大局上看，经济发展格局的这一变化完全涉及不到走向市场机制的改革大方向，在金融领域也不涉及建立适应市场经济所必要的金融体制改革的总目标，但却不能不对我们金融改革的方方面面产生影响。

在过去，特别是金融改革加速的近几年，加强宏观调控，治理通货膨胀是我们的首要经济任务。在这样的背景下，谈金融改革，自然同时要谈治理通货膨胀。所以，任何金融改革措施必然同时包括调控货币供给数量、抑制需求过旺的作用。这无疑是完全应该、完全必要的。不这样，反倒不可思议。

这样的精神，在日渐深入的金融改革中，主要凝结为规范金融行为和防范金融风险的提法和要求。在金融改革实践中，它们是极其深入人心的，这几年取得的金融改革成就也与之紧密联系。不过，要推进金融改革，与规范金融行为和防范金融风险具有同等意义的还有一项，那就是发挥和提高金融效率。就一定意义上来说，没有金融效率，规范金融行为和防范金融风险也就没有了出发点。效率要求，在改革实践中，本来事实上也是考虑问题时的重要原则。但与响亮的规范金融行为和防范金融风险的口号相比，似嫌未能时时挂在人们的口头上。

就规范金融行为和防范金融风险本身来说，需求过旺时应如此，需求不足时也应如此。这是改革的本质要求，不会因供需对比的不同而有别。发挥和提高金融效率，就其本身来说，同样是改革的本质要求，需求过旺时应如此，需求不足时也应如此，也不会因供需对比的不同而有别。规范行为和防范风险这一面与发挥和提高效率这一面，既统一，又矛盾，相互包含。关键是寻求两者的均衡点：需求过旺时应寻求两者的均衡点；需求不足时也应寻求两者的均衡点。由于背景的巨大差



异，无疑，选择的均衡点必然有所不同。

在这些年的金融改革措施中，伴随着治理通货膨胀，规范行为和防范风险的信号强，要求效率的信号弱。一强一弱，势所必然。现在回过头来看，强弱的反差似乎过大了一些。

可举一两个具体例子。比如，国有商业银行基层网点贷款权的逐级上收，从保证贷款发放的质量，控制不良债权发生的规模，促进国有企业的加速改制，抵御各级地方对银行经营活动的行政干预等等方面看，都是针对积弊之所必要。但集中过分，则必然抵消市场经济所应具有的银行分散决策的优势，换言之，即必将降低市场经济的金融效率。

再如，就银行体制的改革安排来看，几家国有独资商业银行，乃至其他已逐步演化为全国性的商业银行，其服务重点将集中于大中型企业乃自然而然的事。那么中小企业如何办？已认定合法的并应以中小企业为服务对象的其他金融机构有没有汇集必要资金的能力来解决中小企业的资金需求？现行的利率体制以及相关的金融监管规程能否给中小企业融资提供必要的有活动余地的环境？类似这样的问题，在存在通货膨胀压力时，即使提出，也难以充分考虑。非法半合法的金融机构违规经营、非法集资、高息揽存等等，扰乱了金融秩序，不断引发社会的不安，最后一摊烂账都不得不由国家兜起来。这一切，再论证了立即自上而下加强监管的必要。自上而下加强监管，对于保证金融效率也是绝对必要的。但如果中小企业这些微观经济行为主体缺乏最低限度的必要环境施展其筹资的积极性，则意味着至少在这一领域中缺乏有效率的金融保证。拖一拖解决，也就意味着这一领域发展时机的流逝。特别是在乡镇企业也处于升级换代关口时，更是如此。

在通货膨胀压力很大的背景下，在强调规范行为和防范风



险的同时，金融效率受到某些抑制，难以避免。同时，矛盾也不会暴露得太明显——本来偏多的货币供给不会因之变成不足；红火的市面，也不会因某些企业难以筹集资金而引起人们的特别关注。可是当需求不足的背景代替了需求过旺的背景，刺激需求而不是抑制需求占主导地位时，虽然放松货币供给的调控力度，但却是有钱放不出，无钱借不进。这时，对发挥和提高金融效率的要求就会突出出来。在这方面，近几个月采取了不少措施。比如，就以上两个方面，发出了国有商业银行应重视对中小企业的贷款支持和某些贷款审批权下放的指示。但只靠指示而缺乏机制，缺乏发挥广泛积极性的条件和基层群体的自律，市场所迫切要求的金融效率，是不太容易提高的。

是否可以作出这样的概括，即必须时时兼顾规范金融行为和防范金融风险与发挥和提高金融效率这两个方面的要求。在不同条件下，强调一方，理所当然，但宜有度。当前的背景下，在继续强调规范行为和防范风险的同时，或许要强调一些效率是必要的。

五

在金融改革中，宏观调控是一个重要方面。应该说，近些年，我们的宏观调控水平是大大地提高了。尤其是 1993 年开始的加强宏观调控，它所取得的“软着陆”成就，可圈可点，包含有可提到理论水平加以总结的经验。当然，客观生活会不断提出新课题，这又需要作新的探索。

从 80 年代中期开始接受宏观调控思想到 90 年代初“宏观调控”字样直接载入国家文献，乃至以后的这些年，有一个极



其独特的“中国现象”，即宏观调控就是金融调控，金融调控就是宏观调控。在 90 年代初的早期文件里可以直接找出这样的迹象。虽然不久后注意把财政政策与货币政策并提，但两者并提，并不等于两者在宏观调控中居于同等重要地位。在具体调控的进程中，财政政策大多属于原则点到，而对货币政策提出的则是十分具体的要求和操作措施。

形成这样独特现象的根本原因是改革开放以来财政与金融实力对比的巨大变化。关于这方面已有许多论述。再加上创造货币供给的银行体系与通货膨胀的特殊联系，以及货币政策在抑制需求过旺方面所能发挥的主导作用，在人们头脑中形成宏观调控与金融操作好像是一回事的观念并不奇怪。

从需求过旺到需求不足的转化同样也对这样的观念和决策格局给予强力的冲击。在需求不足的条件下，可起主导作用的是财政政策，而不是货币政策，这在市场经济国家是无需论证的。在我们这里，即使理论论证多少遍，也引不起重视，道理无他，因为没有生活实践。现在有了这样的实际，而且实际告诉人们，在这样的背景下，简单的金融扩张实现不了扭转需求不足以带动经济发展的局面。于是从春夏之交，利用财政政策进行宏观调控的措施相继出台。财政之进入宏观调控实际操作的第一线，虽说使人有姗姗而来之感，但无论如何是一步极为重要的进展——宏观调控从金融一个支柱发展为财政、金融两个支柱。

当然，当金融单独支撑着宏观调控的操作时，实际是以存在一个国家财政的后台为前提。比如，国有商业银行的资本金总是要由国家财政拨付；不良债权的处理和呆账准备金的提取也不能没有国家财政的支持，等等。不过，由于财政，特别是中央财政直接掌握的财力有限，这个后台往往被人们所忽视。



而且，一处后台，一处前台，则无相互之间具体操作的配合。这是难以适应不同供需对比格局对宏观调控的要求的。

就今天来看，在宏观调控中走出后台的财政，与一直处于前台的金融，两者相比，活跃度像是仍然有所差别，这可能与不久前的格局要有一个调整过程有关。而且，运用财政手段所受到的牵制要比运用金融手段大得多，观念的束缚也更强，更难打破。不过有一点是应早作考虑的，即应努力改变两者配合不那么紧密的局面。事实上，用于宏观调控的财政措施罕有不需要通过金融环节的；今天金融的宏观调控行动，比如支持基础设施的大量信贷投放，成敗利钝最后兜底的不能不是国家，也即国家财政。所以，讲求相互的配合，才有利于改革，有利于提高效益和降低实施调控的成本。

六

建立社会主义市场经济体制的不可逆转的方向保证中国的金融改革必将排除种种困难不断进取。

国际金融环境的不确定性和改革建设中新的、难以预料的变化使我们已经取得的经验可能变得不那么管用。这就要求在坚持大方向的前提下，必须不断地剖析新问题，开拓新思路。

任何跨越性的改革步骤都要花费很大气力并冒一定的风险。过去已取得的成就即曾经过这样的过程；当前贯彻全国金融工作会议的改革中央银行管理体制、加快国有商业银行的商业化等部署正在经历这样的过程；今后必须推进的利息市场化、金融衍生工具的推广使用、人民币资本项下的可兑换，乃至对我们已经进行的改革的再改革等等，也必然会如此。不过，在不



断的磨炼中，面对阻力，勇于攻坚的精神准备必然会逐步培育起来。

我们有信心期待着一个具备高效率的中国金融体系会成为国际金融舞台上日益被重视的重要成员。

【注释】

[1] 新华社 4 月 6 日电：1997 年末外债余额为 1 309.6 亿美元；其中，中长期外债余额（不包括港澳台地区）为 1 128.2 亿美元；短期外债余额为 181.4 亿美元；偿债率为 7.3%；债务率为 63.2%。

[2] 指 1998 年 8 月，即本文完成之际。

[3] 前日本银行行长在中国金融学会的一次讲演中，对日元的国际化曾表示了积极的态度。但他认为应该做的是“重视完善各种环境，充分发挥市场机制的作用”，并特别强调：“推进日元国际化很容易被视为一项政策目标，然而，须知通过政策性的措施，是不可能提高日元的国际作用的。”



当前经济金融形势 同我们的学习

作者解题

进入 1998 年后，一个季度，又一个季度，开始于东南亚的金融危机不仅看不见尽头，而且日益波及世界各地。这引起国际上有关经济、金融根本理论问题的广泛议论。涉及政治家、学者的这场讨论意味着什么，值得思考。1998 年 9 月 22 日，在向中国人民大学财政金融学院的博士生讲课时，探讨了这个问题。之前，在中国人民银行研究生部讲过同样内容的课。

这是我当时的提纲，收入《黄达文集》前，未公开发表。

2006 年 8 月

当前有哪些大问题？

(一) 从整个世界看，两大问题：

1. 是否走向世界性的通货紧缩？

“新经济论”：(1) 增长潜力上升；(2) 失业率低水平；



(3) 周期的可能性极小；(4) 长期无通货膨胀。

克鲁格曼：我觉察危机即将来临，是注意到经常项目的巨大赤字和短期贷款的积累。这与墨西哥和阿根廷在 1993 年和 1994 年的情况太相似了。当年，我们对墨西哥金融危机……应该认识到是一种新式经济危机可能产生的迹象。

罗伯特·萨缪尔森（《洛杉矶时报》9月9日）：全球资本主义现在正破坏着贫穷国家的经济稳定，使富国投资者的利益遭到重创……资本外逃的威胁已经使如此众多的国家采取经济紧缩政策，以至于正在引发一场世界范围的经济衰退。

联合国贸易和发展会议年度报告（9月16日）：如果不用经济振兴战略取代为对付亚洲危机而采用的通货紧缩政策，世界经济就很可能会出现普遍衰退形势。

联合国贸易和发展会议秘书长鲁本斯·里库佩罗介绍会议年度报告时说：“世界经济面临的主要威胁已经不是通货膨胀，而是通货紧缩、衰退和失业。”

2. 如何看自由市场经济？

马哈蒂尔：自由市场已遭到灾难性的失败。

达尼·罗德里克（哈佛大学）：迫使各国政府执行以“伦敦、纽约和法兰克福二三十个外汇商”的思想为基础的政策特别令人气愤。他的研究报告：从 1973 年以来减少对资本流动限制的国家（包括马来西亚）增长速度并不比其他国家快，通货膨胀率并不比其他国家低。

罗伯特·萨缪尔森（《洛杉矶时报》9月9日）：市场资本主义不仅仅是一种经济体系，而且还是一种属于文化范畴的价值观。它强调竞争的好处、收益的合法性、自由的价值。结果……它对其他国家的文化和几乎能确保联合政府存在的政治制度构成了一种威胁……“任人唯亲”的资本主义往往意味着贪



污腐化，这种理论没有任何错误之处。自由贸易和资本的自由流动只有在一个人人都追求效率和利润的世界中才可能在所有国家生根开花。问题在于我们现在还没有生活在这样一个世界上。

联合国贸易与发展会议报告指出：“关于处于危机国家的经济结构的弱点和加速经济自由化的必要性的种种说法使事情变得更糟了。”

A. 资本流动的自由化如何评价？与贸易自由化是否可等同看待？

亚迪什·巴格瓦提（美国哥伦比亚大学教授，曾任关贸总协定高级顾问）：贸易自由化与货币自由化完全是两回事。商品和服务的自由贸易不能引申为资本的自由流动。

B. 如何看投机。

德国前总理赫尔穆特·施密特：不是俄罗斯，而是投机家滚烫的资金会引起一场全球的经济危机。

3. 药方。

A. IMF。

紧缩。

克鲁格曼对IMF救援计划的归纳：（1）贷款；（2）条件是改革，消除亲信资本主义的行为；（3）维持高利率，削减支出及减税；（4）等待信心恢复——期望好事终究会发生。一位日本人的形容：（1）量子基金、老虎基金打先锋；（2）IMF救助，但要讲条件——开放市场，扫清一切民族国家的自卫防御；（3）美国大亨廉价收购（这位日本人绝非共产主义者，而是为大财团服务的）。

亚迪什·巴格瓦提（美国哥伦比亚大学教授，曾任关贸总协定高级顾问）：IMF，金融世界的太上皇。“在美国国会的授意下，对别国的社会政策指手画脚。”



B. 国家的干预是否都不行？如干预，到什么程度？

中立的，无可奈何的：

《华尔街日报》：华盛顿和世界银行的看法是，如果国家干涉是进行有力监督和为支持市场而奠定正确的管理框架，是可以接受的。

多恩布希：原观点为控制资本是有害的。现预期控制资本将成为“时尚”。

戈德曼-萨克斯公司的经济学家：迄今为止，货币还不能自由兑换的国家干得最出色。这引起如下的危险：到某个时候，其他国家也决定实行资本控制。这对美国的前景带来什么确切的后果，尚不清除，但后果肯定是不好的。

英《金融时报》9月1日社论，题为《控制资本流动》，认为有必要“考虑这样一种假设，即在某种情况和一定的条件下，控制资本的流动是一种不坏的解决办法”。美国《华尔街日报》欧洲版在9月4日的头版也发表了同样的观点。

英《金融时报》9月4日文章：各国是否应当按照国际货币基金组织的建议让投资资本不受影响地越过它们的边界。

控制派：

克鲁格曼：亚洲国家必须断绝国内资金市场与对外暂时的联系，这意味着有必要延迟偿还债款，或许也有暂时实行货币管制的必要。我很不喜欢这个建议，但我觉得亚洲国家需要一些呼吸的空间。

极端情况需要极端措施——“外汇管制”（是用两害相权取其轻的思路论证的）。

德国前总理赫尔穆特·施密特：鼓励受投机威胁的国家保护自己，不受来自国外的短期资金的损害。

罗伯托·萨莱尔（智利前央行行长）：已经制定有稳固的



财政、货币和汇率的国家应该把资本控制只作为一种预防措施。

斯蒂格利茨：应该考虑控制，只要这种控制是为了阻止短期投资（例如银行贷款或短期货币交易）而不妨碍外国在工厂和基础设施中的投资。

任志刚对七国集团的进言：不采取干预行动维持全球稳定，七国集团自身也要为之付出代价。

反控制派：

加夫列尔·辛森（菲律宾央行行长）：控制是不好管理的，很容易出现受贿和腐败堕落。

福尔克斯·兰道（华尔街人士，前 IMF 官员）：控制资本起适得其反的作用，是不能使用的。控制会把大投资赶跑，因为“外国投资者最怕受到限制”。

弗里德曼：香港干了蠢事（美国之音）。

C：国际共同干预的必要性。

联合国贸易和发展会议秘书长鲁本斯·里库佩罗介绍会议年度报告时说：应当比采取反经济衰退的措施走得更远一些，从根本上解决危机，即解决资本流动问题，因为过分的资本流动会产生破坏性影响。他建议引进资本转移规则的机制，如引进关于贸易自由化规则的机制。

七国集团的财政部和央行的高级官员于伦敦发表联合声明（背景：货币和金融危机蔓延到拉丁美洲很多国家，照此下去可能发展成为经济恐慌——上周末，巴西把利率提到 50%，几周来，为捍卫本国货币已消耗 150 亿美元储备）。

七国代表就“金融市场受异常压力和经济增长前景日益恶化”之形势进行了紧急磋商；认为“鉴于一些国家，特别是新兴市场国家需求减弱，世界经济的风险平衡已经转变”，强



调将促使本国经济持续增长和金融稳定，意识到密切合作的重要性。

七国集团国家在经济发展方面发挥主导作用是必不可少的。

由此引起的思考：

(1) 当前这场金融危机是否已威胁世界和平，东西南北的对立是否会重新提上日程？

沃尔特·拉塞尔·米德（美国对外关系委员会资深研究员823）：当前这场金融危机已威胁世界和平。

法国埃里克·伊兹拉莱维奇（《世界报》9月2日）：“一个被金融和意识形态这两堵墙分割开的世界将会使人间的不平等和国家间的紧张局势加剧。”……不稳定将成为常态……

(2) 会不会有一个国际货币体系的新格局？

(二) 从国内看：

1. 需求过旺怎么一下子变成了需求不足？8%—一能否完成？

2. 人民币会不会贬值？风源何在？

3. 在金融风暴中，如何理解中国绿洲这个现象？

由此想到了什么？

(一) 一切问题既新又不新。

1. 人类是否已经找到了直发展之路？

A. 政治的、意识形态的：

亚洲奇迹与东方文化（任人唯亲的资本主义！）。

B. 经济的。



2. 老问题的提出，说明老的矛盾还是客观存在！

(二) 要理解当今，就要学基本理论，打基本理论的基础。

1. 老的经济学原理还是要学：不只是经济的，还应有社会的、政治的、文化的、道德的……因为新的问题中有老的影子。

不能割断历史！我们的教训。

2. 不是“九斤老太”，今不如昔。

A. 要往前看，社会是没有回头路可走的。

B. 不只是“温故而知新”，而且还有不知新无以温故。

如何看我们所处的国际经济、国际金融环境。

◎我的比喻：拳击俱乐部！

◎一位日本人的形容：(1) 量子基金、老虎基金打先锋；

(2) IMF 救助，但要讲条件——开放市场，扫清一切民族国家的自卫防御；(3) 美国大亨廉价收购（这位日本人绝非共产主义者，而是为大财团服务的）。

◎对香港反击炒家如何评价？弗里德曼：这是愚蠢行为，必须立即纠正！任志刚对七国集团的进言：不采取干预行动维持全球稳定，七国集团自身也要为之付出代价。

◎彻底自由，不设防，就最有防御力——叶明琛的哲学！

香港是反证！

◎“接轨”、“融入”，同时要能“自卫”！自卫如何翻译？

人民币会不会贬值？本来不成问题。压力在国际造谣，国内必然有“动摇”力量！

如此下去，如何得了……从 70 年代末，不断听到这类的话，已经听了近 20 年！日子还是越来越好！

(三) 人类世界是要发展的：未来学——罗马俱乐部。

(四) 民族的凝聚力：抗洪……



人民币的风云际会

作者解题

2004年5月30日，中国人民大学主办“社会科学论坛2004”（第四届）：《未来之路：全球经济与金融体系中的中国》国际研讨会。其中有一个论题“全球经济发展中的人民币：国际化的利益、风险和路径”，指定我作为中方发言人。

总的表达了这样的看法：由于改革发展的成就，普遍赋予中国以市场经济地位成为不可逆转的过程；而走上世界经济舞台的人民币则日益在国际经济舞台上起越来越大的作用。这标志着在人民币前面摆着一条非常宽阔的路。但它绝非平坦的路。在摩擦中妥协，在摩擦中协调，在摩擦中寻求合作——这就是人民币将长期面对着严峻挑战的路。

对于已持续好几年并将继续存在的人民币升值压力，做了这样的分析：当前有其直接的经济原因，但也是由于实实在在的政治外交需要。至于从长远看，升值是一个发展中经济向发达经济转化过程的必然。至于如何稳妥地释放压力，是值得研究的课题。

《经济研究》第7期以《人民币的风云际会：挑战与机遇》为题发表；《新华文摘》2004年第19期全文转载。《国际金融



研究》2004年第7期以《论人民币完全可兑换及其经济地位》为题刊登（依据记录稿，错误甚多）。

收入《黄达文集（续）》。

2006年8月

（一）宽阔却绝非平坦的路

20世纪70年代末的改革开放，把中国不可逆转地推向市场经济体制，成为国际经济舞台上的一个引人注目的成员。这是一个渐进的过程。到如今，经历25年，是否可以估计已走过路程的一大半以上；如果用中国古谚“行百里者半九十”来度量，应该肯定还不到一半。但无论如何，在并非遥不可及的明天，在国际经济舞台上的中国，将不再被视为在经济体制上处于“转轨”的对象。事实上，有的国家，已经以政府的名义承认中国的经济是市场经济。当然，到普遍的赋予中国市场地位成为不可逆转的过程，就像上个世纪70年代承认中华人民共和国是联合国的一员成为不可逆转的过程那样，无疑，还要有一个过程。但无论如何，这就进一步为人民币献身国际舞台铺就了一条宽阔的路。

不过，即使到那个时候，中国也不会像一些人（也包括中国人）所设想的那样，成为美国经济模式的简单翻版。就像许许多多无可置疑的市场经济国家，并非都是美国模式一样。同样，一个市场经济的中国，在国际市场经济大舞台上，虽然会更多地听到“伙伴”、“战略伙伴”之类的称呼，但也不会安逸地享受田园牧歌的诗情画意。即使到那时，民族的、宗教的、文化的、历史传统的种种差异，也包括经济本身发展的快慢、



取向，更不要说持续一个世纪的政治的和意识形态的冲突，依然会造成种种摩擦，包含难以避免的剧烈摩擦。

因而，这条非常宽阔的路却绝非平坦的路。在摩擦中妥协，在摩擦中协调，在摩擦中寻求合作——这就是人民币将长期面对着严峻挑战的路。

(二) 日益为世人所关注

于 1948 年底出世的人民币，一开始就被严厉的外汇管制封闭在中国大陆的边境之内。那时，在国际上，有些专业人士关注过 1950 年制止恶性通货膨胀的奇迹和进入计划体制后的隐性通货膨胀。但对于大多数外国人来说，至多是对它有点好奇：按世界习惯本应叫“中国元”的通货，却有着一个独特的，甚至连外国中央银行行长也搞不懂的“人民币”称呼。

国际上开始关注人民币是始于上个世纪 80 年代和 90 年代之交。经过十年改革开放，中国对外的经济交往有了一定的规模。无论是国内还是国际，从国际贸易和对华投资的角度，都要求中国放宽外汇管制。这就是 1994 年外汇体制改革的背景。与之相伴随，则是 WTO 和 IMF 对中国实现国际货币基金协议第八条款的要求突出地提到现实的议程之上。1996 年中国提前四年实施了经常项下可兑换的允诺。于是题目则转换到完全可兑换。也曾一度出现人民币完全可兑换指日可待的乐观空气。但随即被东南亚金融危机的风暴吹得销声匿迹。

不过直到东南亚金融危机爆发之前，人民币所受到的国际关注还主要限定在专业国际组织和国际经济联系领域。而提升为国际普遍关注的重大经济乃至政治问题，那还是在东南亚金



融危机之后。主要聚焦于：人民币的汇率、人民币的完全可兑换和人民币在国际货币体系中的地位。

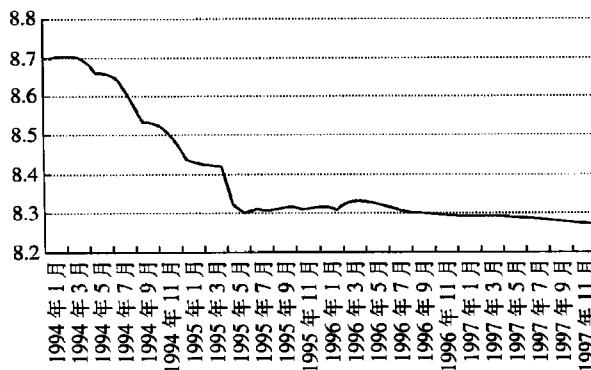
进入这样的层次，东南亚金融危机不过是触媒，是导火索。根本的原因则是迅速发展的中国经济在世界经济的大周转中日渐成为不可忽视的一环。

(三) 持续增强的汇率压力

人民币汇率问题一波三折。而总的的趋势是压力越来越强劲。

从1994年初到1995年年中，人民币汇率，从8.7元兑1美元升到接近8.3元，一年半之间，人民币升值4.5%强；从1995年年中开始到1997年底的两年半，从8.3元上下收敛于8.28之下（1997年底是8.2798元），升幅较小。曲线图清楚地反映了这样的趋势。于是就有来自国外的压人民币升值的呼声。不过，较之今天，那一股压力不怎么为人们所知晓。

人民币对美元汇率(1994—1997)





1998年，东南亚金融危机转入旷日持久的态势，与之相对应，既来自国内，也来自国外的人民币应该贬值的压力排山倒海而来。国内的压力是“必须贬值”，认为这是保卫中国不受危机侵害和脱出危机的最主要的良方；国外的压力是“必将贬值”，其中有纯客观的剖析，但有的声音也透露出想看看中国就要遭受严重挫折的阴暗心理。

进入新世纪，要求并预言人民币贬值的压力余势未消，旦夕之间却转为要人民币升值的压力。这不仅是来自理论家引经据典的论证，不仅是来自传媒语不惊人死不休的刻意渲染，而且也成了实实在在的政治外交题目。

这是一波声势更大的压力。拔得最高的论断，好像人民币8.27的汇率是这几年世界经济衰颓走势的罪魁祸首；改不改变事实上盯住美元的汇率并实施升值是改变世界现在经济走势的关键，等等。

理论家，习惯的思维方式是设定“其他条件不变”——把本来纷繁复杂的现实世界还原为一元函数，并要求给出最优解；而且常常认为自己已经取得了最优解。主张贬值时，自命贬值就是最优解；主张升值时，自命升值就是最优解。其实，像汇率这样的问题，无论多么重要，也不过是生活所面对的诸多实实在在的压力之一。实际决策是无法抽象其余而只择其一；可以做到的只能是把它放进综合权衡的框架之下，选最易应对纷扰的路。

而且，当今的国际货币体系是我们唯一可能的立足点。在这样的背景之下，关于固定汇率制和浮动汇率制的讨论，对于决策实践的指导意义是极其有限的。就人民币来说，盯住美元，美元对欧元、对日元贬值，人民币必然遭受升值压力；现在美元有了回升的苗头，如果持续下去，人民币又必然遭受贬



值压力。假如改为盯住“一篮子”货币。依然会存在来自不同角度的汇率压力。完全放手让汇率波动，也不能不受指责。而且，采用日元模式，像1985年广场会议之后的日本，从200多日元兑1美元猛升到100多，90年代后半，曾一度从100多升到80多，又从80多猛然下泄逼近150，然后是当今在110上下的区间波动^[1]——这样的大起大落，中国在今天能否经受得了？

在当今的国际货币体制下，不能幻想没有汇率压力。现有的和今后还会有的一波又一波的汇率压力，不过是国际经济天气中自然的冷暖阴晴，完全应该以“平常心”应对。

在国家的汇率决策中，无论是升值，是贬值，还是基本稳定，均需全面、综合权衡经济、政治得失；如实估计保持汇率目标所必须具备的经济实力；如果实难作出准确的判断，其实问题的处理也不玄奥——静观，就是最优选择。人们并非任何时候都有可能作出有把握的判断。在这样的情况下，围棋高手的选择就是“脱先”。

从1998年以来，对待人民币贬值、升值的压力，中国的对策选择，是稳定，是合理，是均衡，即在坚持“单一的、有管理的浮动汇率制”的前提下，针对一定时段，作具体处置。这样的对策选择，对中国有利，对周边有利，也对国际社会有利。

在中国国内，对于坚持“单一的、有管理的浮动汇率制”，有普遍的共识；至于对一定时段的具体处置，则一直有种种建议。比如一直存在着这样的认识：比较富于弹性的具体处置可能是较好的选择。对于如何“具体处置”，应该说有相当的选择空间。

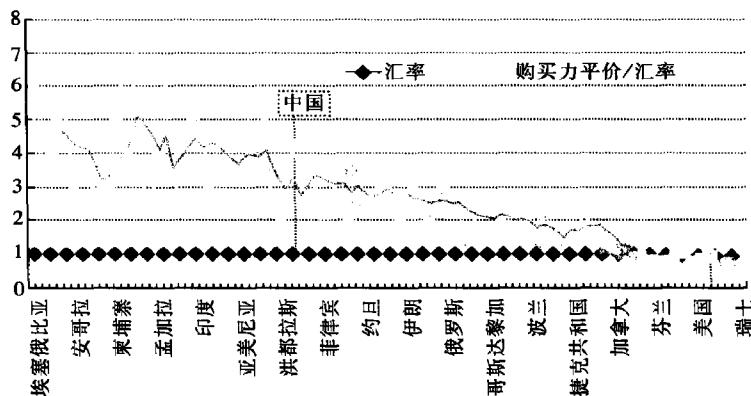
在论述决策的出发点时，政治层面经常谈论的是国际责



任。这无疑是极为重要的。但同时不能忽视的是经济实力的支撑和权衡全面得失的经济理由。即政治意向和经济根据的统一。

如果从几十年的长远看，人民币的升值是必然的。那就是随着人均 GNP 的提高，人民币汇率和人民币购买力平价之间的几倍差距必将逐步收窄。参看曲线图^[2]：左端是按汇率计算人均 GNP 最低（100 美元）的埃塞俄比亚，右端是按汇率计算人均 GNP 最高（38 350 美元）的瑞士。可以清楚地看出，人均 GNP 按汇率计算越低的国家，如按购买力平价（PPP）计算却有越高的倍数；人均 GNP 按汇率计算越高的国家，如按购买力平价（PPP）计算却越接近按汇率计算的数字，乃至低于按汇率计算的 GNP。反差极有规律性。图中较平滑的是相邻 5 国的均线。

人均 GNP:PPP/图表集



这一收窄的过程应该相当长，但也不排除在某一时段有加快的变化。如何把当前的决策放在长远趋势的背景之下，思考如何含而不露地释放压力，也是值得研究的课题。



(四) 完全可兑换

人民币，作为市场经济的货币，完全置身于国际舞台，还必须成为完全可兑换的货币；通常的说法是实现资本项目的可兑换。

其实，在实现完全可兑换之前，还有一个强制结汇转为意愿结汇的问题。这个问题在上个世纪 90 年代中期草拟外汇法时即已提出。虽然，外汇法至今尚未出台，也未颁布意愿结汇改革的法规，但实际上已有变化。1994 年建立结售汇制时，中资企业基本不能开立外汇账户用以保留经常项下的外汇收入。而发展到今天，所有具有涉外经营权或有经常项目外汇收入的企业均可开立经常项目外汇账户，用以保留限额相当于上年度 30%、50% 的经常项目外汇收入。这就是说，实际上已逐步向意愿结汇推进。

关于人民币实现资本项下的可兑换也要作一点说明。在中国的外汇管理中，事实上早已允许资本项下的一些项目（IMF 确定的资本账户交易项目有 43 项）进行中外币的兑换，并且具体项目在逐步增多。所以资本项下也有个“完全”可兑换问题。如果最简单地概括完全可兑换的关键标志，那就是何时允许国际短期游资自由流入。在 1997—1998 年，我曾经说过这样的想法：倒不是允不允许资本的自由流入，而是中国资本市场的规模太小：“假定国际热币纵然有可能立即进入中国，当今中国金融市场的‘小澡盆’也没有可供金融大鲨鱼戏水的场所。”^[3]现在的形势已经有了较大的变化。股市、债市、利率、汇率都有了一定的炒作空间。是否可以说，已经逐步有了宴请



一切宾客的起码条件。在这种条件之下，如何办？我曾提出“接轨、融入与自我防卫的统一”。^[4]现在看来，也似属多余之谈。“接轨、融入”，只要走向市场经济，势所必然；至于“自我防卫”，除了陶醉于自我的理论空谈，岂能把这条忘掉！不过，“接轨、融入”的进程可能由于过分审慎而拖延；而“双赢”、“多赢”这类词汇所营造的气氛，也往往不知不觉地淡漠了“自我防卫”的意识。

人民币完成登上国际舞台的过程，从道理上讲，取决于全面的利益权衡——寻求本国利益和国际利益的均衡点。但生活却不是解答算题的行为。过程中，一步一步地往前迈进，实际都是由一些当时不能不满足的具体事态所推动。而就总体来说，则不过是市场经济格局的必然要求。就像必须装备水电燃气设备（不论要付出多大的投资比例）才能构成一套可以入住的现代公寓一样，一个现代的市场经济，必须有一个完全可兑换的货币作为“构件”，否则，这个现代市场经济的效率就不能充分发挥。

完全可兑换包含着必然与之伴随的风险；而且风险的确极大，特别是对发展中国家。上个世纪 80 年代发生了大面积的发展中国家债务危机；1994 年的墨西哥金融危机震惊世界；1997 年的东南亚金融危机不仅卷入了多个发展中国家，而且也严重地打击了颇具经济实力的韩国。世纪之初，阿根廷爆发了金融危机，不得不放弃了实施了十年的货币局制度，引发了社会动荡的政治危机，并造成南美一些国家放弃固定汇率制。就是发达国家，如极富金融经验的英国，在上个世纪 90 年代初，也由于受到对冲基金的袭击而被迫退出欧洲固定汇率机制并促使英镑贬值。不过，蕴含的风险并不等于现实的危机：风险无法解消；风险之转化为危机却有可能防范。当然，可能防范不等于有可能保证危机绝不爆发。应该说，全世界都致力于



防范这样的转化，可是说到底，有哪一个市场经济的强国，包括美国在内，没有经受过金融风暴的洗礼？其实，自有经济危机以来，一个经济体只要有活力，纵然受到金融风暴袭击，过后依然会显示出勃勃生机！如何处理这样的问题，古训“不可因噎废食”，在这里完全适用。

中国关于人民币完全可兑换的标准提法，多年来一直是“没有确定的时间表”。这个提法实际包含必将走出这一步和审慎定夺两个方面。现在的主流提法是“逐步实现人民币资本项目可兑换”——似乎更积极一些。但具体到何时跨过这一步，笼统地也可以说，要待条件基本成熟。关于完全可兑换的条件，论述极多。全部罗列，也许可以理出个头绪。但事态的发展，往往并非理论设计所能约束。或许可以说，时机的选择属于决策艺术的范围。

不过，应该切记：当决策之际，必须明确并保留最后的“自我防卫”手段。

（五）在国际货币体系中的地位

在国际经济交往中，人民币从 20 年前的无声无息，日益成为世界所不能忽视的一种货币。进一步发展，人民币在国际货币体系中可能处于怎样的地位？只要中国经济保持现有的发展态势，经济实力和在国际经济周转中的地位必将支持人民币成为国际重要货币俱乐部中的一个成员。当然，同样无疑的是，在进入这个俱乐部之后，相对于其他强势货币，人民币还不是能够平起平坐的伙伴。

从这样的估计出发，有关人民币的决策：



- 需要更加注意宏观政策的溢出效应；
- 需要更加从“双赢”、“多赢”的原则出发，积极、妥善地处理与周边、与世界的关系；
- 需要对有关的国际协调更加采取积极主动的态度，等等。

东南亚金融危机之后，亚洲货币区的问题受到关注。2000年的清迈会议更激起对“亚元”可能产生前景的议论。作为理论研究课题，在上个世纪90年代，当“欧元”日益成为现实的背景下，亚洲货币区和“亚元”的议论早已开始。在中国国内也不乏应该把人民币锻造成区域主导货币的谈论。区域内的货币协调和合作，当然应该视需要和可能而积极加以推进。但“欧元”模式似乎难以成功地引入亚洲。说得远一点，欧洲王室相互通婚，一个国家可以请另一个国家的王室成员到本国当皇帝。这在亚洲则全然不能想象。说得近一点，欧元并不是以哪一个币种为盟主，而在亚洲，一提区域货币，人们立即把哪种货币为盟主的问题摆在首位思考。然而，只要提出哪个币种为盟主，也包括人民币当盟主的问题，亚洲区域货币的探索进程就会实际上被搁置。

人民币成为国际重要货币的前景好像势所必然，但却不必把它作为政策刻意追求的目标。需要强调的只是，应当研究、认识这一客观发展进程，应当对之有思想准备；当进程的确发展到这个结果即可触摸之际，那当然应该及时制定对策。

(六) 乐观的前瞻

人民币活动的平台——现有的国际货币体系，这个布雷顿



森林体制后的体制，已经存在四十年。至今，还看不出有实现跨越性飞跃的苗头。理论研究颇多，其中包括货币存废的根本理论问题，但好像可以真正付诸实验的并不多见。就像我们坚信人类将有一个美好的“大同世”、“千福年”一样，但在可以看到的将来，依然总是如下两者纠缠在一起的局面：（1）人类的的确确在不断进步；（2）看不到解决前景的难题成堆。人民币的现实运作平台，在可以看到的将来，也依然是这样的国际货币体系：（1）的的确确推动着世界经济成长；（2）又不断再生解不开的种种难题。但无论如何，这是个充满机遇的舞台，一天天壮大起来的人民币，也只能在这个舞台上施展自己的才艺。

从总体来说，一个日益进入国际货币体系的人民币，当它完全融入的进程可以大体预测，当它同其他通货的比价相对稳定并可以大体预测，对于整个世界，对于经济全球化，肯定是一个积极因素；而一个影响不断扩展却又动荡不宁变化莫测的人民币，无论如何绝非国际社会之所期望。然而，在不同的时间、条件、地点，总体的积极因素与周围的某些因素，出现矛盾，也全属常态。这也就是为什么人民币必将一直处于国内国际的压力之下；而且今天所承受的压力，只不过是一个起点并会一直延续下去，较之今天更大的压力也完全会不时出现。

人民币有可能应对这一切压力。这在于中国持续的经济成长。中国经济的成长不可避免地会遇到坎坷，但总的趋势不可逆转。近两个世纪以来民族自我的重新定位和民族自信的艰难培育和重建是保证经济持续成长的最根本的力量源泉。

通过不断缓解摩擦、克服摩擦，应对压力、转化压力的不懈努力，人民币必将为中国的改革开放，为国际经济合作，为便利各民族的交往和相互理解作出积极贡献。



【注释】

[1] 1971年12月20日，日元对美元的中心汇率为308日元=1美元；1979年1月底为201.20日元。

[2] 这是按世界银行《2000/2001年世界发展报告》公布的1999年数字画的图。完全可以代表在此之前和近来的趋势。

[3]《完善中国金融体制的目标和思路》，载《奔向2020》，101页，北京，中国物价出版社，1998。

[4]《中国的金融改革及其前景》，载《黄达文集》，1038页，中国人民大学出版社，1999。在这篇文章中，对于国际金融舞台是这样理解的：“一体化的国际金融市场好比一个拳击俱乐部。任何一个拳击手都得遵守统一的规则，无可挑剔——这是‘公平’的；但在拳击台上，却不分级别，超重量级的拳击手常常与最轻量级的较量，恐怕要把这形容‘公平’游戏就不那么容易了。”在这样的条件下，显然需要“自我防卫”。对于“自我防卫”，记得当时是这样形象地解释其内涵的：当以同一的游戏规则在拳台上竞技时，一个弱者要保护自己在不断的重拳打击之下，有可能采取一切可行的措施，获得机会，休养生息，蓄积力量，重上拳坛，再争高低；如果在不断的重拳打击之下，只等待被彻底击垮，无异自寻毁灭。



中介与市场

