
《中國社會科學季刊》

一九九五年八月十五日

一九九五年秋季卷

目 錄

主題研討：中國國有集體企業的改革

編者按語

- 5 張維迎 決策權、剩餘索取權和績效：
中國國有企業改革運作的一個理論分析
- 17 邱澤奇 代理、交換與尋租：
邊區城市集體企業的討論

學術專論

- 41 景 軍 社會記憶理論與中國問題研究
- 52 肖 耿 中國的金融改革：
制度演變、理論及政策
- 66 劉 峰 收付實現制·權責發生制·現金流動制
——從經濟環境看會計思想的演變

主編 EDITOR-IN-CHIEF

鄧正來

季刊監制人 DIRECTOR

徐澤榮

學術編輯委員會

ACADEMIC EDITORIAL BOARD

林毅夫 王 焱 閻步克 孫立平 樊 綱 王滙寧 宋新寧
張曉勁 景躍進 楊念群 陳錫文 梁治平 崔之元 劉 東
王緝思 季衛東 尹蘭天 高 毅 楊 沐 錢乘旦 黃 平
時憲民 鄭也夫 許紀霖 張 靜 陳 來 何光滬 盛 洪
汪 暉 陳嘉明 史天健 朱 英 于 碩 劉小楓 陳弘毅
童世駿 李 強 黃小明 王 緯 王岳川

主編助理

ASSISTANTS TO EDITOR-IN-CHIEF

程 農 常欣欣

助理學術編輯委員

ASSISTANT ACADEMIC EDITORIAL BOARD

周 勇 丁小宣 任 曉 時和興 羅金義 宋 軍

海外編委

OVERSEAS CORRESPONDENCE BOARD

J. Habermas(德) A. Giddens(英)
J. Alexander(美) S. N. Eisenstadt(以)
G. Johnson(美) L. Sklair(英)
H. Alker(美) A. Dirlik(美)
G. Therborn(瑞典) P. Van Ness(澳)
G. Skirbekk(挪) T. McCarthy(美)
A. Touraine(法) R. Blackburn(英)
猪口孝(日本) 金泰昌(韓)
Lynn White(美)

顧問委員

ADVISORY BOARD

張芝聯 吳敬璠 趙寶煦 端木正
張仲禮 湯一介 關信基 楚 莊

CHINESE SOCIAL SCIENCES QUARTERLY

AUTUMN VOLUME 1995

- 82 穆光宗 人口老齡化和人口自然逆淘汰
93 于奇智 福科人論之分析——從知識考古學的觀點看

中國社會科學季刊研究基金論文

- 108 陳來 殷周的祭祀文化與宗教類型

海外論壇

- 138 Ulfurid Neumann(德) 1945年以來德國法哲學的發展
149 D. G. Johnson(美) 中國城鄉差距的日益擴大及其對廣東未來之意義
158 成中英(美) 當代新儒學與新儒家的自我超越：
一個致廣大與盡精微的追求
165 崔之元(美) 總統制、議會制及其他

學術動態

- 173 陶東風 官方文化與市民文化的妥協與互滲
——九十年代中國文化的一種審視

《中國社會科學季刊》匿名評審規則

《中國社會科學季刊》注釋體例說明

《中國社會科學季刊》學術基金實施章程

《中國社會科學文庫》(譯叢·文叢)編輯出版計劃

出版者 香港 北角 香港社會科學服務中心 中國社會科學研究所

Publisher The Institute of Chinese Social Sciences,

Hong Kong Social Sciences Service Centre, North Point, Hong Kong.

電話 Tel (852)2571 0819 傳真 Fax (852)2512 1003

季刊經理部

袁秋訊 周俊 傅賢生

承印：香港社會科學服務中心

©香港社會科學服務中心

本刊版權為香港社會科學服務中心所有，如欲轉載、翻譯或收輯本刊文字，
必須先獲本刊書面許可。

©Hong Kong Social Sciences Service Centre ISSN: 1019-715X

All rights reserved. Permission by writing must be obtained for reproduction
or translation of texts appearing in this Quarterly.

定價 Price: 本港 HK \$ 60 海外 US \$ 12 臺灣 NT \$ 230 大陸 ¥ 19

中國的金融改革： 制度演變、理論及政策

○ 肖 耿

ABSTRACT

This paper first reviews briefly the evolution of China's financial sector during the recent reform period, focusing particularly on the transition from budgetary to bank finance, credit control mechanism, incentives and behavior of the state-owned banks, development of non-bank financial institutions, the role of the emerging financial markets, and the patterns of savings, investment and macroeconomic stability.

Then, it presents a simple model of money supply, money demand, credit allocation, and production function of the state and non-state sectors to capture the monetary aspects of the transitional Chinese economy. The model provides a systematic way to identify the root of inflation and the sources of growth in the transitional Chinese economy. Policy loans to the state-owned enterprises, non-state enterprise access to commercial loans, and productivity gap between the state and non-state enterprises are showed to be important factors for growth and inflation in the Chinese economy.

Finally, the paper uses the model and the relevant empirical evidences to analyze the 1994 financial reform package proposed by the government, which covers central bank independence, new policy banks, commercialization of the state banks, and unification of official and semi-market rates for foreign exchange. Based on rigorous analysis, the paper gives brief predictions on the likely effects of the reform on future inflation and growth.

中國金融業演變

一、預算到銀行金融的轉變

1979年以前，中國單一的銀行體系——中國人民銀行同時扮演着中央銀行、商業銀行和記帳員的角色。財政部負責調撥大部分生產、投資資金。它按定額制分配營運資本給國有企業，固定資本中投資基金亦由財政部根據國家計委下達的計劃配給。銀行僅為國有企業配額外的生產資金需要提供小額短期貸款，甚至有限的借貸活動也緊密遵從政府的信貸計劃，為政府的經濟政策服務。政府預算和信貸計劃引導資金的流動。銀行系統作為記帳員，記錄了所有金融業務，但對貸款風險及收益不敏感。在中國的中央計劃經濟下，銀行在財政資源分配中的角色是被動的、受限制的、傾向於為政府經濟政策服務。

1979年以後的經濟改革明顯改變了財政收入的分配制。單一的銀行體系被分成一個中央銀行——中國人民銀行和四個國家專業銀行：（1）中國工商銀行，主要提供短期貸款給城市工、商企業；（2）中國農業銀行，為農村地區的農業、工業和商業服務；（3）中國人民建設銀行，主要經營關鍵投資項目的長期貸款；（4）中國銀行，經營外匯業務，為進出口企業提供信貸。

所有這些國家專業銀行仍然受國家信貸計劃、工業政策和行政干預的嚴格限制。但現在的契約責任制賦予專業銀行在選擇貸款對象、使用部分盈餘等方面的自主權。

此外，還有一些新成立的國有商業銀行，如交通銀行、中信實業銀行、廣東發展銀行、深圳發展銀行及福建興業銀行。

城市信用合作社和農村信用合作社是可以定性為介於銀行與非銀行金融機構之間的合作金融組織，他們為迅速發展的城市集體和鄉鎮、村辦企業輸入了可觀的商業貸款。

伴隨金融機構的迅速變化與擴張，對資金的控制明顯分散，其結果是：中央政府集中了越來越少的財政資源，個人、企業、地方政府及部門則加大了他們金融資產的份額。

在改革前的1972—1978年，用於生產和投資的預算資金以每年9%的速度從37.8億元增長到58.2億元。改革期間，1978—1991年，由58.2億元增長到93.4億元，年均增長僅為1.2%，大大小於改革前的六年，這清楚表明預算在生產及投資中的角色正在淡化。

因為預算資金無需償還而貸款則必須歸還銀行以求重新借貸，國家銀行貸款的年度增長可與政府每年預算中的生產與投資資金相比。1972年國家銀行貸款增長額為3.2億元，1978年為18.7億元，1991年達到了287.8億元，從1972—1978年，一般每年注入貸款的增長率為81%，1978—1991年為110%，這清楚表明銀行貸款在生產與投資中正日趨重要。

預算資金和銀行貸款增長體現出中國每年新注入的生產與投資資金。在所有這些資金中，預算資金的份額由1972年的92.3%降至1991年的24.2%，這種減少在營運資本中尤為顯著。1972年，57.5%的營運資本的擴張源於預算，這個比例到1978年減至26.3%，到1992年僅為0.6%，這樣，現在企業的營運資金已大大依賴於銀行。

在籌集生產、投資資金活動中，預算資金的減少、銀行貸款的增加，主要原因是中國經濟由計劃體制向市場經濟的迅速轉軌。國有企業在工業生產總值中的比例由1972年的84.9%、1978年的77.6%，到1990年的54.6%及1992年48.1%，發展飛快的非國有企業，如城市集體企業和鄉鎮、村辦企業，在能源、運輸、交通、進出口、農產品采辦等關鍵方面與國有企業展開越來越集中的資金競爭。

二、信用控制

中國在實踐中采用過許多直接與間接的方法以控制信貸總規模及貨幣供給。到目前為止，這種實踐並不很成功，信貸計劃仍是控制信貸總量的最重要的手段。然而，信貸計劃已不像幾年前那麼有效，信貸總量及貨幣供給的失控已成為中國金融領域一個嚴峻的問題。我們不妨看一看以

下幾段主要的直接或間接貨幣控制的經歷。

1978年以前，中國通過中央信貸計劃實現直接貨幣控制，國家銀行的存款、貸款及流通貨幣由一個總的、綜合協調的信貸計劃指定，這個計劃同時確定了信貸總額及信貸分配結構，這樣，銀行機構僅擔任中央計劃權威的帳簿功能。

1978年以後，銀行體制改革從有限地分散貸款和存款使用權給中國人民銀行地方分行開始。每個分行被核分一個存、貸差定額，一些銀行體現為存差行，即存款超過貸款一定數額的行；另一些為貸差行，這些定額計劃用於確保合並的存、貸差得以集中，從而使信貸總量得到控制。有了存、貸差計劃後，分行如果有更多存款就可以增加其貸款。存差行的盈餘資金將由計劃調撥給貸差行以彌補虧空。起初，分行間存款轉移由中國人民銀行總行行政調節，沒有明晰的借、貸合約，這在金融改革初期人行總行和地方分行之間的資金占有不分離的條件下是可能的。這種差額控制體系賦予了地方分行一定的激勵和主動性去吸收存款擴張貸款。

然而，存、貸差控制體系對於控制信貸總量及貨幣供給並不有效，問題是在這個差額控制體系下，中央占有、分配存款資金，人行總行不得不分配資金給那些貸差行，但是存差行卻可能沒有足夠的盈餘上交總行，這樣，經過合並後的存、貸差之間的實際差額可能大不同於計劃差額。當一些分行不能與他們上交總行存款盈餘後的差額相符時，就會發生信用擴張。在這種體制下，分行向總行借款是很自然的事，因為總行只是在事後的統計報告中才能發現這個借款。

1984年人民銀行成為中央銀行以後，資金所有權分散在人民銀行及其他專業銀行及他們的分行機構。專業銀行只能將存款準備金及超額儲備存於人行，當他們需要資金時，每個分行向人民銀行申請貸款。這樣，人行原則上控制向其他行貸款總額。人民銀行也可以決定儲備比例和向其他行貸款的利率，從理論上講，人行能夠通過控制中央銀行向其他行貸款、調整央行貸款利率及改變存款準備金率來控制信貸總量及貨幣供給，但因為筆者後面將探討的種種原因，在中國尚未健全的金融體系下，這種貨幣控制的標準工具並不是很有效。

中國的中央銀行依然依賴於信貸計劃（規定每個行貸款增加的最高限額）去控制信貸總量和貨幣供給。理論上，信貸計劃可以輕易地限定貸款總額，實際上卻並非如此簡單，擁有充足存款的專業銀行可以按貸款限額貸款，他們可以將盈餘資金存於人行作為流動的超額儲備以獲取利息，或者可以將這部分資金投於高利潤的同業市場以取得市場利息。其他無足夠存款而超額放款的國家銀行就會向中央銀行要求貸款，他們的最佳借口往往是貸款用於政策性貸款項目。這些在後面將作進一步討論。中央銀行經常在政府壓力下收到政策貸款的要求。貸款不增加是不行的。

隨着中央銀行貸款的增加，實際信貸額及貨幣供給將超過計劃目標。因為央行貸款是高能貨幣，實際信貸額及貨幣供給可能數倍於央行貸款的增加，這個信增效應在信貸計劃不是嚴格執行，範圍不完備條件下顯得意義特別。半數改革後的金融制度看來適合這種狀況。

1991年，中央銀行資金平衡表中資產項目，包括政策性貸款，由人行直接引起的占4.9%，央行向其他行貸款占66.6%（其中大部分是政策性借貸），黃金占款1.2%，外匯儲備12.4%，政府借款14.9%；負債項目中，財政存款14.1%，存款準備金20.2%，超額儲備26%，流通現金35.9%，自有資本2.4%，利潤1.4%。

專業銀行和政府向中央銀行借款是信用擴張的主要來源。注意一下中國銀行業的高額儲備是很有趣的，它和嚴格信貸控制政策密切相關。國有銀行積累超額儲備是因為它們沒有貸款額度。這種高儲備削弱了儲備率在控制信貸總量及貨幣供給方面的作用，因為存款準備金的變化只是部分地轉變了許多銀行的超額儲備為存款準備金，而不會在信用控制、貨幣發行等方面有突出效果。在信用控制體制下，高額儲備（負債）不會因中央銀行貸款（資產）的減少而減少，有超額儲備的行不會向中央銀行借款，向中央銀行借款的行沒有超額儲備，中央銀行的資產、負債因此而膨脹。當信貸規模受控制、金融市場趨緊時，銀行不可能將超額儲備轉成實際貸款，但是一旦控制放鬆，超額儲備馬上對信用擴張造成壓力。

三、國有銀行的激勵與作用

國家銀行經營改革伴隨着農業和工業責任制的實踐。責任制的核心是經營分散和利潤留置。金融改革把國家銀行的資產、負債權限由中央銀行帳戶上分離，指明了成本率和利潤留成計劃，提供有限制的資金分配主動權，調整利率，內部機構的決定權，利潤留成的使用，管理人員和職工的任命與補充。工商銀行1983年規定的利潤留成比例是12%，農業銀行是21%，中國銀行是3%，建設銀行是12.6%。在留置利潤中，60%可用於業務發展，另40%作獎金和職工福利。扣除後的利潤上交中央政府作為預算收入（62%）或者分配給國家銀行作為新的基金（38%），這些措施大大激勵了國家銀行各分行去擴展業務，展開競爭。

但是，即使在這些改革後，銀行仍屬國有銀行，仍有許多非收益性義務。它們不得不遵守嚴格的利率、信貸計劃及產業政策的控制，這樣，國家銀行之間的競爭被定性為非價格的競爭，諸如大設分支機構，發放攬儲紀念品、靈活選擇貸款對象人及項目等。

國家銀行在資金競爭中陷於兩難境地，一方面，根據市場需求作出反應，它們寧願發放更多的貸款給能夠盈利的國有、非國有企業，以獲取更多的留置利潤；另一方面，植根於傳統的計劃體制，它們不得不服從於政府的產業政策、信貸計劃，增加貸款給那些風險性、非盈利性項目。國家銀行基本上也壟斷了金融業，除了城鄉信用合作社和一些外國銀行分行，在中國沒有非國家金融機構，這樣，國家銀行只能兼容國營、非國營部門的金融需求（儘管非國營部門更多地依賴於自我融資）

四、非銀行金融機構

金融體制的僵化和國營、非國營部門對金融調節的更高要求導致了非金融機構的蓬勃發展，包括各類信託投資公司、中國人民保險公司，金融公司、融資租賃公司、證券公司等。有時，城市信用合作社和農村信用合作社也被看成非銀行金融機構。

留意到非銀行金融機構與國家銀行的緊密聯系是很有用的。許多信託投資公司最初由國家銀行倡辦，城鄉信用合作社通常與一些國家銀行有行政的、金融的聯系。另一方面，非銀行金融機構對利潤更為敏感，受信貸計劃及其他規章的約束更少，表現出比國家銀行更高的靈活性。因為地方政府是許多非銀行金融機構的主要主管，他們的活動受地方政府政策的影響很大，不同地區的非銀行金融機構的靈活程度有很大差別。最後，應該注明的是，國家銀行及非銀行金融機構都非私人機構，城鄉信用合作社是集體所有，其他非銀行金融機構大多由中央或地方政府主辦，這樣，大多數金融機構無疑受到政府庇護而免於破產。其結果，他們的收益率遠比風險率高。非銀行金融機構削弱了國家銀行在貸款和吸收存款方面的壟斷，他們在輸通資金給那些更市場化的非國營部門方面顯得尤為重要。

五、金融市場

在中國，金融市場的出現包括商業匯票貼現市場、銀行間短期資金市場，外匯交易市場、政府、企業、金融債券市場。所有這些金融市場尚處於起步階段。從交易量上看，同業市場、政府債券市場及外匯交易市場最為活躍。與銀行融資相比，通過股票、債券發行對生產，投資的直接融資並不醒目。

金融市場的出現對於銀行和非銀行金融機構之間的資金調配是很重要的。銀行間同業市場作用很大但同時也是很混亂的，銀行與非銀行金融機構都能參與同業市場。不像其他金融市場，利率或金融資產量受到嚴格控制。利率和資產量由同業市場協商決定，至少接近市場利率和地區或銀行業的交易量。這個措施為長期投資中的大規模、頻繁的短期資金需要提供了鼓舞和條件。正如上面討論的，許多國家銀行擁有剩餘資金，但因貸款額度限制不能增加貸款，他們可以從同業市場上獲取可觀的利息收入。一些非銀行金融機構不受信貸計劃的約束，可以為資金承擔高利息，因為他們可以將其投資到更高利潤的非國營部門，如鄉鎮企業、不動產、外匯交易和股票。這就說明同業市場已成為資金由國營部門（通常與政策性貸款相聯系）向非國營部門（商業借貸的主

要目標)流動的主渠道。

六、儲蓄、投資與宏觀經濟的穩定。

金融機構、市場和資產的迅速擴張給中國宏觀經濟狀況造成了巨大壓力。1985年、1988年、1992年中國通貨膨脹率為10%左右，但是，這段時期的通脹率相對於30%左右的貨幣、準貨幣(M₂)增長率是低的。在解釋中國宏觀經濟狀況的相對穩定時有兩方面至關重要。首先，在過去15年中，中國經濟在由舊的計劃體制向更趨市場化混合型經濟轉化中不斷商品化，很大一部分貨幣供給的增長被非國營成分和市場交易所吸收；其次，這一時期，高額儲蓄支持了高額投資，二者大約都占了國民生產總值的40%。

值得注意的是。一方面，城鄉個人儲蓄增長迅速(而不是政府)，但另一方面，很小很小一部分金融資產是由個人直接投資，這種情形因政府壟斷儲蓄存款和投資而成爲可能。1993年中國大約70%的固定資產投資用於國營部門，政府亦對直接的私人投資股票和企業債券緊密控制，儲蓄和投資的雙重壟斷保證了國家銀行控制社會資金的主體。如果中國的國家銀行能有效促成儲蓄轉變爲投資，個人儲蓄與個人投資之間的巨差就不會成爲嚴重問題。不幸的是，國家銀行在調度巨額個人儲蓄投入利潤性投資方面不是很有成效的。自從1991年，三分之一二的國有企業已經因不能償還銀行貸款而明顯或不明顯地導致利潤流失。

國家銀行開展的較爲成功的一件事是所謂“金融深化”，即增加金融資產總額在國民生產總值中的比例，這個比例由1978年的95%增長到1984年的151%和1991年的232%。1988年，這個比例在韓國是234%，美國是326%，顯然，這個比例不能很好地昭示中國金融業發展，被效益不高的國家銀行控制的金融資產要和南韓和美國由商業銀行經營的資產相比是非常困難的。

中國經濟所有制結構的變化對於金融體制意味深長。因爲非國營因素的發展，個人可處置的收入已由1978年占GNP的45.2%增長到1991年的占62.3%，這其中有很大一部分成爲個人金融資產。1991年，在所有個人金融資產中，66.7%是儲蓄存款，其他包括有現金17.5%；政府債券5%，其他債券3%，外匯3%，黃金3.3%，股票0.82%及保險0.5%。個人儲蓄存款通貨膨脹及利率是十分繁復的，對中國金融體制的穩定可能造成壓力。但是，更爲根本的是，更有效地調節這些個人儲蓄存款用於競爭性投資項目中將是中國經濟迅猛發展和宏觀經濟穩定的關鍵。“鑰匙”是不要把“籠中虎”——家庭儲蓄存款鎖在國家銀行，而要把它用於適當的地方。

七、政策性貸款

政策性貸款一般更多地建立在政府政策、而不是利潤和風險基礎上。因爲政府的嚴重干預，他們不會有像商業貸款那樣的效益。然而，在計劃體制下，計劃指定性借貸是比通過預算分配所有資金更好的一種辦法。市場化、非國營經濟成分的增長已減弱了政策性直接借貸在中國總體經濟發展中的重要性，政策指令性貸款演化成一種爲一些萎縮或停滯的國營部門提供資金和支持農產品、進出口產品價格控制的工具。

政策性貸款理當有助於中國經濟逐步、有序地轉變。特別是，政策性貸款在橫向資助政府支持的投資項目和農產品、進出口產品的價格控制計劃中扮演重要角色。但是，國家支持的優先項目的發育率及生產率是較低的，同時，許多政策性貸款或者被轉移或者變成了呆帳貸款。

在中國，政策指令性貸款工具受不發達的私人金融機構、不成熟的金融市場、迅速發展的市場經濟活動及引人注目的中央政府下放決策權給地方政府及地方金融機構等嚴重影響。有證據表明，中央政府要對優先部門項目中的資金浪費及轉移密切監控是既難而又須花很大代價的。

肖和徐在1993年曾立據分析有關政策指令性借貸對中國經濟的傷害。

首先，政策指令性貸款是在改革時期同信貸過度膨脹緊密聯繫在一起的。政策性優先貸款是中央銀行信用擴張的主要來源之一，二是後者導致了國民經濟中的信貸過度膨脹現象。近年來，銀行總信貸量的大約三分之一分配給了政策性貸款，而其中大部分是由中央銀行信貸提供。

其次，由於信貸膨脹及對政策性貸款的扭曲運用，中國的政策指令性貸款對非優先部門產生

了重大的間接影響。例如：農村的鄉鎮企業從來不是國家的優先部門，很少獲得資助貸款，但是通過自己集資和向金融機構大量借貸，鄉鎮企業一直在迅猛發展。同中央政府的意願相違背，資金通過各種渠道不斷流向鄉鎮企業。對鄉鎮企業貸款在國家銀行總貸款中所占的比重從1979年的2.2%增長到1984年的6.1%，1991年的8.5%。但這些貸款僅僅反映了對鄉鎮企業這一最具活力的非國營部門的合法的資金流動，而鄉鎮企業在全部固定和流動資本中所占份額的持續上升則表明某些資金流動是值得懷疑的。在1979年，鄉鎮企業的流動資本僅為國有企業的4.3%，這一比率1984年增長到10.2%，1990年是27.5%，而鄉鎮企業對國有企業的固定資本的比率則從1979年的5.7%提高到1984年的7.8%和1990年的14.3%。

第三，非優先部門（如鄉鎮企業）的迅速發展增加了商品和服務的供給，緩解了信貸擴張造成的通貨膨脹壓力。但是，過度放鬆的信貸控制導致了人為壓低的實際上的負利率。人為扭曲的低利率刺激了許多國有企業（優先）和鄉鎮企業（非優先）進行了“不合理”的投資。結果，二者的資本效率都大大降低了，國有企業總資產的利稅率從1978—1983年間的24.0%下跌至1985—1991年間的19.1%，而鄉鎮企業則從1978—1983年間的30.6%滑落到1985—1991年間的19.2%。

中國：通貨膨脹和經濟增長理論

一、貨幣、金融和生產的基本體制

(1) 貨幣供給

$$M=B+D=K \cdot B$$

M：貨幣；

D：商業銀行存款；

K：貨幣乘數；

B：基礎貨幣；

(2) 基礎貨幣

$$B=D_f+D_g+D_p+R_f+R_e+M_o;$$

D_f：財政性存款；

D_g：政府部門存款；

D_p：郵政存款；

R_f：法定準備金；

R_e：超額準備金；

M_o：現金；

(3) 中央銀行資產負債表

$$B+D_1+K_1=X+F+C+B_{T1};$$

D₁：中央銀行帳上外債；

K₁：中央銀行資本和利潤；

X：外匯儲備；

F：中央銀行對財政預算的貸款；

C：中央銀行向商業銀行貸款；

B_{T1}：中央銀行購買的政府債券；

(4) 商業銀行資產負債表

$$D+C+K_2=L_c+L_p+B_{T2}+B_p$$

K₂：商業銀行的資本和利潤；

L_c : 商業貸款;
 L_p : 政策性貸款;
 B_{T2} : 商業銀行購買的政府債券;
 B_p : 商業銀行購買的政策性銀行債券;
(5) 貨幣需求
 $M \cdot V = Y = Y^s + Y^n = p \cdot y = P \cdot (y^s + y^n)$

V : 貨幣流通速度;
 p : 國內價格水平;
 Y : 名義總產量;
 Y^s : 國有部門的名義總產量;
 Y^n : 非國有部門的名義總產量;
 y : 實際總產量;
 y^s : 國有部門實際總產量;
 y^n : 非國有部門實際總產量;

(6) 信貸分配
 $L^s = L_p + (1 - \beta) \cdot L_c$;
 $L^n = \beta \cdot L_c$;
 L^s : 對國有部門的貸款;
 L^n : 對非國有部門的貸款;
 β : 非國有部門在商業貸款中所占份額;

(7) 生產函數
 $Y^s = f(L^s) = L^s$;
 $Y^n = (1 + \delta) \cdot f(L^n) = (1 + \delta) \cdot L^n$;
 δ : 國有部門與非國有部門的生產力差距;

(8) 實際產量制約條件
 $y^s \leq y_{\max}^s$;
 $y^n \leq y_{\max}^n$;
 y_{\max}^s : 國有部門最大實際產出;
 y_{\max}^n : 非國有部門最大實際產出;

二、重點及簡化之假定

(1) 利率與信貸計劃

在這一模式中，利率對決定貨幣總供給和總需求及其結構所起的作用是不明顯的。這一論點是建立在如下經驗性觀察的基礎上，即在中國，利率僅僅在穩定家庭儲蓄和在非國有部門內分配貸款方面發揮有限功效。

同樣，信貸計劃（貸款限額）在此也是不明確的，一個隱含的假定是：在信貸擴張期間，貸款限額將不再具有約束力。

(2) 生產力差異

非國有部門的勞動生產率超過了國有部門，即 $\delta > 0$ ，這是根據最近對中國工業生產力比較所做的大量經驗性研究得出的結論。

(3) 政策性貸款和中央銀行貸款

按照肖和徐在 1993 年的看法，大多數政策性貸款是由中央銀行籌集的。同樣，中央銀行對商業銀行的貸款規模大致相當於政策性貸款規模 ($L_p = C$)，即約占國有銀行總信貸額的 40% 左右。

但是，新近成立的政策性銀行的資金來源將是中央政府的財政預算和由政策性銀行出售給商業銀行及其它金融機構的債券。

(4) 信貸分配

非國有部門在商業貸款中所占的份額 (β) 已簡單說明了國家政策的效果及現存的金融機構與市場的運行狀況和職能。改革後，城鄉信用合作社和國家銀行一樣受到利潤目標的刺激，促使 β 值提高。活躍的銀行同業市場使從國有部門到非國有部門的資金流動日益順暢。然而，由於信貸計劃的嚴格實施和政府對國有部門的優惠政策，一項緊縮措施通常會使 β 值降低。

(5) 實際產出的約束條件

對國有、非國有部門的實際產量擴張的物質和制度性約束條件可歸納為以下四種類型：

第一種情況： $y^s = y^s_{max}$ 且 $y^n = y^n_{max}$ ，這種情況假定國有、非國有部門都完全實現了最大生產能力（在經濟過熱時）。

第二種情況： $y^s < y^s_{max}$ 且 $y^n < y^n_{max}$ ，這種情況假定國有及非國有部門都存在剩餘生產能力（在經濟嚴重衰退之後）。

第三種情況： $y^s = y^s_{max}$ 且 $y^n < y^n_{max}$ ，這種情況假定國有部門達到了最大生產能力而非國有部門尚未達到（這可能是中國過渡性經濟中的通常情形）。

第四種情況： $y^s < y^s_{max}$ 且 $y^n = y^n_{max}$ ，這種情況假定國有部門中存在剩餘生產力而非國有部門則達到了最大生產能力（這種情況在中國過渡性經濟中不太常見）。

(6) 中央銀行貸款——中國主要的貨幣工具

除了中央銀行貸款 (C) 之外，在前面模型中所闡述的貨幣體制還有其它許多潛在的調整貨幣控制和信貸分配的工具，如在央行資產負債表中的變量 (D_1, K_1, X, F, B_{T1}) 以及在商業銀行資產負債表中的變量 (K_2, B_{T2}, B_p)，然而，在中國現行的金融體制下，信貸計劃中的央行貸款無疑是最重要的貨幣工具。

1992年，央行貸款 (C) 占其總資產的 73.9%；中央政府對央行的財政借款 (F) 占 12.2%；外匯儲備和黃金 (X) 占 11%。中國的中央銀行至今還沒有開始通過公開市場業務（買賣政府債券）來控制貨幣供給（如 $B_{T1} = 0$ ）。在負債方面，央行從國際金融組織的借款占其總負債額的 2.1%，淨資本和淨利潤僅有總負債的 0.03%（資本被大量的負利潤和負資產所抵銷）。因此，央行負債的主體是基礎貨幣，其中，財政、政府部門和郵政存款占 13.8%，法定準備金占 23%，超額準備金占 16%，現金占 45%。

向中央銀行借款是國有商業銀行一個重要的資金來源。1992年，中央銀行借款占中國農業銀行總負債的 24%，占中國工商銀行總負債的 16.7%，農業銀行和工商銀行的資本和利潤淨額分別是它們總負債的 3.4% 和 4.9%，二者各動用其總資產的 1% 和 1.3% 來購買政府債券。自 1994 年起，國有商業銀行可能將需要收購由新組建的政策性銀行發行的債券 (B_p)。

根據上述中央銀行和商業銀行的資產負債平衡表模式，為簡單起見，我在以後關於通貨膨脹及經濟增長的論述中，將假定一些次要的變量為零值（如 D_1, K_1, X, F, B_{T1} 和 K_2, B_{T2}, B_p ），但正是這些變量及含有這些變量的等式為後面關於 1994 年的一攬子金融改革計劃的探討提供了一個有用的框架。

三、通貨膨脹和經濟增長的理論推斷

依照以上簡化的假定，國內價格水平 p 和國有部門產量 y^s 及非國有部門產量 y^n ，在四種可能的生產情況下，可作為中央銀行貸款 C（或政策性貸款 L_p ），非國有部門在商業貸款中的比例 β ，非國有部門的生產力優勢 δ ，貨幣乘數 K 和貨幣流通速度的函數，從這一模型中得到解答。貨幣乘數 K 不僅隨着中央銀行決定的法定準備金率和超額準備率的變化而變化，也受到中央銀行不能完全控制的現金比例和央行存款比例的左右。貨幣流通速度 V 也正隨着金融體制的持續改革而不斷變化着。然而，為了將重點集中在我們感興趣的重要的政策變量上，在以後的討論中， K 和 V 將被

假定為不變的恒量。對這一簡單理論此處不作嚴格而瑣碎的論證。除了在本文前部分所做的一般性討論之外，我將參考肖和徐在 1993 年及肖和高在 1994 年的文章，以便為該理論提供詳細的經驗性的支持。在此我願強調，這個關於中國通貨膨脹及經濟增長的簡單理論是從我們對中國經濟的微觀和宏觀方面所做的大量經驗性研究中總結出來的。我認為，從這個簡單模型中所得出的下述結論將為我們探討中國現行金融體制及其政策奠定一個堅實的基礎。第一種情況，假定： $y^s = y_{max}^s$ 且 $y^n = y_{max}^n$

$$\text{結果： } p = K \cdot V \cdot C / (y_{max}^s + y_{max}^n)$$

$$\ln p = \ln C$$

在這種情況下，中央銀行的貸款擴張僅造成了通貨膨脹而沒能促成經濟增長，因為生產能力已經達到飽和。這種結果是同一個過熱的經濟相適應的。許多政府和世界銀行的經濟學家們會認為 1993 年的中國經濟非常符合第一種情況，當時中國國內生產總值（GDP）的實際增長率是 13.4%，而零售價格上升了 13%。我不同意這種看法。1993 年，中國城鄉失業率都呈上升趨勢，尤其是在農村，大量過剩勞力如潮水般涌向沿海地區尋找工作。但與此同時，已實現外商直接投資增長了 91.5%；鋼材價格的上漲導致了鋼材進口的增加；能源和交通的緊張狀況則激發了外國投資者對修建公路和電廠的興趣。因此，在我看來，1993 年中國不僅擁有充足的物質資源，還有便利的制度環境來支持其低通貨膨脹下的兩位數的經濟實際增長，這對私營、集體和外商合資企業進行有效投資是十分必要的。

第二種情況，假定： $y^s < y_{max}^s$ 且 $y^n < y_{max}^n$

$$\text{結果： } \ln p = 0$$

$$Y^s = [1 + (1 - \beta) \cdot (K - 1)] \cdot C$$

$$Y^n = (1 + \delta) \cdot \beta \cdot (K - 1) \cdot C$$

$$Y = \beta \cdot \delta \cdot K \cdot (K - 1) \cdot C$$

$$\ln Y = \ln \beta + \ln \delta + \ln C$$

在這種情況下，國有和非國有部門都存在剩餘生產能力，這似乎同緊縮之後的 1989—1991 年的中國經濟狀況相吻合。中央銀行的信貸擴張（ $\ln C$ ），非國有部門的生產力增長（ $\ln \delta$ ）及其獲得商業貸款的能力的提高（ $\ln \beta$ ），都能促成經濟的實際增長而不致引發通貨膨脹。

在該模型的四種選擇情況中，只有這種情況允許以政策性貸款擴張或中央銀行貸款及貨幣供給擴張的方式來推動經濟增長（ $M/K = C = L_c$ ，根據模式的簡化假定得出）。這為中國在經歷 1989—1991 年的經濟緊縮後為重新啓動經濟而採用的擴張性質貨幣政策提供了一定的理論基礎。在其他三種情況下，政策性貸款將只會造成通貨膨脹而不能帶來實際經濟增長。

過去的經驗表明，在經歷嚴重的經濟衰退之後，政府除信貸擴張之外還可能放鬆在以前“過熱”時期對非國有部門施加的管制。於是，非國有部門的生產能力 δ 及其在資金貸款中所占份額將會提高，在經濟復蘇過程中促成實際增長。

在一場經濟衰退之後，國有、非國有部門中都存在剩餘生產能力似乎是順理成章的。然而，如果不對國有企業進行根本改造，要將國有部門的剩餘生產能力轉化成實際產出是非常困難的，因此，第二種情況所作的假設可能不久以後會不再適應於中國經濟，那時的經濟運行機制將用第三種情況描述。

第三種情況，假定： $y^s = y_{max}^s$ 且 $y^n < y_{max}^n$ ；

$$\text{結果： } p = [K \cdot V - (1 + \delta) \cdot \beta \cdot (K - 1)] \cdot C / y_{max}^s$$

$$\ln p = \ln [K \cdot V - (1 + \delta) \cdot \beta \cdot (K - 1)] + \ln C$$

$$y^n = (1 + \delta) \cdot \beta \cdot (K - 1) / [K \cdot V - (1 + \delta) \cdot \beta \cdot (K - 1)] \cdot y_{max}^s$$

$$\ln y^n = \ln \{ (1 + \delta) \cdot \beta \cdot (K - 1) / [K \cdot V - (1 + \delta) \cdot \beta \cdot (K - 1)] \}$$

在這種情形下，國有部門以其最大生產能力進行生產，這更多地可能是與國有部門的管理不

善有關，而與土地、勞力或資源匱乏關係不大。而非國有部門所擁有的剩餘生產能力來源於中國龐大的尚未開發的人力和其它資源，同時，它有更強烈的生產動機和更完善的企業管理。

在這種情況下，該理論意味着政策性貸款或央行貸款的擴張將觸發通貨膨脹。但是，非國有部門生產力的提高及其獲得商業貸款能力的增強會造成實際產出的增長並降低通貨膨脹。應該強調的是，這一理論將通脹根源與實際增長的原因劃分清楚了。當非國有部門的生產力 δ 及其獲得貸款的能力 β 的增長推動了經濟增長時，它並沒有對通貨膨脹造成壓力，而實際上減緩了通貨膨脹。另一方面，政策性貸款或央行貸款的增長卻只能引發通貨膨脹而無法影響非國有部門的實際增長。從理論上說，貨幣政策對實際產出不會有直接影響，但是，事實上，中國貨幣政策的變化是同 δ 和 β 的變化緊密相連的。政府對非國有部門的管理和限制在信貸膨脹時期是很放鬆的，但在信貸緊縮時就十分嚴格。因此，經濟繁榮通常對非國有部門很有利，而經濟不景氣則對它打擊很大。此外，該理論預計，如果實際一項以政策性貸款和限制非國有部門發展的方式來支持國有部門的政策，可能會導致停滯性通貨膨脹（“滯脹”）。不幸的是，在最近中國的宏觀經濟調整計劃中，上述政策看來已被採用。這恰好與這裡描述的第三種情況相符合。

1993年，中國實際國內生產總值增長了13.4%，同時，零售物價上漲了13%，出於對經濟過熱的擔憂，政府在七月執行緊縮計劃。銀根緊縮政策導致了國有企業營運資金的短缺，官方公布的虧損國有企業數目在不到半年內從企業總數的三分之一上升到一半。在1993年底以前，為幫助國有部門，政府有選擇地放鬆了貸款。根據最新官方統計，1994年第一季度，國有部門的工業淨產值增長了2.2%，集體經濟部門增長了32%，私營和外資企業增長了79%，與此同時零售物價指數較1993年同期上漲20%。目前的中國經濟停滯的國有經濟部門與飛速發展的非國有部門並存，巨額的政策性貸款與高通貨膨脹率並存。這似乎非常適合該理論。看來，政府對非國有部門的管理和限制措施還不是很有效。然而，一旦這些措施生效，不遠的將來，中國很可能會出現“滯脹”（見肖和高1994年對中國1993年的經濟狀況所作的詳細評論）。

第四種情況，假定： $y^* < y_{max}^*$ 且 $y^n = y_{max}^*$

結果： $p = [K \cdot (V-1) + \beta \cdot (K-1)] \cdot C / y_{max}^*$

$\ln p = \ln [K \cdot (V-1) + \beta \cdot (K-1)] + \ln C$

$y^* = [1 + (1-\beta) \cdot (K-1)] / [K \cdot (V-1) + \beta \cdot (K-1)] \cdot y_{max}^*$

$\ln y^* = \ln \{ [1 + (1-\beta) \cdot (K-1)] / [K \cdot (V-1) + \beta \cdot (K-1)] \}$

這種情況假定非國有部門的發展已呈過熱狀態，而國有部門仍存在可利用的剩餘勞動能力。一些為世界銀行服務的西方經濟學家，還有為中國政府工作的經濟學家們看來贊同對中國經濟的這一假設，依據這些假定，該理論預計政策性貸款（或央行貸款）的擴張以及信貸從國有部門到非國有部門的日益分流將引起通貨膨脹，而正是國有部門的貸款外流造成了其實際產出增長緩慢。

上述根據我所提出的理論對中國經濟所作的分析，同政府部門的經濟學家及外國專家的意見是相似的。他們強調指出，通貨膨脹是由於地方性投資膨脹及能源、交通和原材料等通常由國有部門壟斷的“瓶頸”產業的資金外流而造成的。他們還認為，國有部門相對於非國有部門的低增長主要是由於難於抵擋來自後者的有力競爭。所有這些順理成章的解釋的唯一問題是：推导出這些結論的假設條件難以令人信服。當集體經濟和私營及外資企業分別以32%和79%的驚人速度增長，而國有部門卻僅僅增長2.2%時，我們怎麼能夠假定非國有部門已竭盡其生產潛力而國有部門卻仍有可利用的剩餘生產能力呢？

1994年中國金融改革之布署

自1978年鄧小平開始改革以來，中國GDP的年均實際增長始終保持在10%左右。這一令人肅然起敬的成就是在一個過時的，但卻正在迅速變化的金融體制的支持下取得的。1993年，對經

濟過熱的擔心終於使中國學者、外國專家及政府官員得出共同的結論：必須加快金融改革步伐，建立新的宏觀經濟管理體制，以指異正在形成中的社會主義市場經濟。在國務院副總理兼新任中國人民銀行（中央銀行）行長朱鎔基的領導下，一份關於財政、金融及企業改革的綜合性方案在1993年末得以提交和宣布。新的金融改革整體計劃預定在1994年付諸實施。該計劃包括以下要點：（1）增強中央銀行獨立性；（2）建立新的政策性銀行；（3）將現有國家銀行改造成國有商業銀行；（4）統一匯率。該方案被一些學者稱為“微震蕩”法。該金融改革方案不僅得益於中國年輕一代決策者在過去15年中所積累的豐富經驗，也得益於世界銀行和其他西方研究者對近年來中國經濟所做的廣泛研究。因此，總的說來，1994年的“一攬子”金融改革計劃如果實施得當的話，無疑將大大推動中國金融體制向國際標準靠攏。在此，我將不再重復該計劃中所建議的許多有用的地方。確實，中國的金融體制十分落後，有許多地方急待改進，但在這裡，我將利用前些年圍繞中國金融體制所作的理論性和經驗性探討，對新的金融改革中的潛在問題進行研究。我對新的改革計劃的批評源於兩個簡單的疑問。第一，中國陳舊的金融體制在過去15年中為何能支持其經濟令人眩目的增長；第二，中國宏觀經濟不穩定性的根源何在？

一、強化中央銀行職能

關於強化中央銀行職能的新政策包括兩大要點：第一，央行主要職責將從控制宏觀經濟穩定和促進經濟增長兩項任務減少到只剩下前者一項。第二，貨幣控制權（如央行的貸款分配權）將集中在總行和少數地域分行手中，不再下放給中國人民銀行數以千計的地方分行，因為後者很容易屈服於當地政府的壓力而擴張信貸。為使中國的中央銀行成為真正的中央銀行，這些職能轉變是完全必要的。當央行貸款成為貨幣管理的主要工具而央行貸款又由政策性貸款左右時，如何使央行的貨幣管理同它對政策性貸款的支持相分離便成為一個問題。另一個問題是：如何收繳央行的地方分行與當地政府和管理央行貸款過程中獲得的收益？1992年中國人民銀行擁有30個省級分行，14個計劃單列市分行，148個地區分行，167個市分行和2065個縣支行。直至最近，縣級支行才失去了對其轄區內的國家銀行分配央行貸款的權力。參照美國聯邦儲備銀行系統的模式，以經濟區域而非行政界定為基礎來重建中國的中央銀行的設想，遭到了中央銀行各地方分行和地方政府的強烈反對。只要政策性貸款還同央行貸款捆在一起，這種抗拒就難以消除。

而另一方面，分權化的中央銀行體制可能有助於資金從低效率的國有部門流向效率更高的非國有部門。同時，中央銀行也通過類似於其它國有銀行的責任制對地方分行進行管理，因此，這些地方分行有很强的利潤動機，他們對當地情況的充分瞭解使之能夠更有效的分配央行貸款。根據上一節中的模式，一個分權化體制易於推動央行的信貸擴張，但也會增加生產效率更高的非國有部門的資金流入。

二、成立新的政策性銀行

很明顯，中國的決策者們已經認識到了政策性貸款所造成的問題。關於成立幾個政策性銀行以便將其它國有銀行改組成商業銀行的必要性，無論是中國學者、外國專家還是政府官員的看法都是驚人的一致。自去年晚期金融改革方案公布以後，計劃中的三個政策性銀行的兩個，即國家發展銀行和中國進出口銀行已投入正式營運。即將成立的第三個政策性銀行負責對農業部門的政策性貸款。在中國，幾乎無人反對成立政策性銀行，人們對新的政策性銀行在未來中國金融改革中的積極作用抱有很高的期望。

不過，按照上一節的模型，新建的政策性銀行將對現行的中國經濟體制產生通脹壓力並減緩實際增長速度。政策性銀行的資金來源大致有三個：國庫、政策性債券和存款。隨着政府赤字狀況的惡化，政策性銀行獲得的國庫資金只相當於模式中用作政策性貸款的央行貸款。而由於政策性銀行貸款的利率很低，家庭存款對其而言是一項昂貴的資金來源，因此，銀行資金來源主要只能是來自其它國家銀行購買的政策債券。據法新社和合眾國際社1994年4月25日報道，國家發展銀行計劃在1994年為基礎設施建設提供800億元的低息貸款，在1994年底以前還將發行650

億元的債券，國庫在今後四年內將質押投入 500 億元資金。自新的政策性銀行於 1994 年上半年成立以來，還沒有證據表明從前的政策性貸款或央行貸款減少了。在模式中，新建的政策性銀行使得所有商業銀行的綜合資產負債表的右方增加了一個政策性債券的正項 ($B_p > 0$)，同時在國有部門信貸平衡公式中增添了一個與 B_p 等值的項，即政策性銀行所發放的貸款。假定實際產出的約束條件是第三種情況，可從模式中得出價格水平和實際產量如下：

第三種情況假定： $y^* = y_{max}^*$ 且 $y^n < y_{max}^n$ ； $B_p > 0$ ；

結果： $p = \{ [K \cdot V - (1+\delta) \cdot \beta \cdot (K-1)] \cdot C + (1+\delta) \cdot \beta \cdot B_p \} / y_{max}^*$ ；

$y^n = (1+\delta) \beta \cdot [(K-1) - B_p/C] \cdot y_{max}^* / [K \cdot V - (1+\delta) \cdot \beta \cdot (K-1) + (1+\delta) \cdot \beta \cdot B_p/C]$ ；

將上述等式與上一節中的等式相比較，該理論預測，假定政策性銀行債券沒有引起中央銀行政策性貸款的減少，那麼政策性債券 B_p 的增加將導致通貨膨脹率上升和實際增長下降。很顯然，政策性銀行債券會擠占非國有部門的貸款，結果，非國有部門的實際產量和總的實際產量都將下降，如果貨幣供給完全由中央銀行貸款量決定，價格水平將提高。

為減少由政策性銀行產生的通脹壓力。政策性銀行貸款的增加不得不伴隨着中央銀行政策性貸款的減少。然而，即使政策性銀行沒有增加通脹壓力，真實產量的增長所帶來的“排擠”效應也仍然存在。只有經歷一場大衰退後，這種“排擠”效應才可能因國有部門真實產量的增長而減弱，但不是消除。如下等式所示：第二種情況，假定： $y^* < y_{max}^*$ 且 $y^n < y_{max}^n$ ； $B_p > 0$ 。

結果： $lnp = 0$

$Y^* = [1 + (1-\beta) \cdot (K-1)] \cdot C + \beta \cdot B_p$ ；

$Y^n = (1+\delta) \cdot \beta \cdot (K-1) \cdot C - (1+\delta) \cdot \beta \cdot P_p$ ；

$Y = \beta \cdot \delta \cdot K \cdot (K-1) \cdot C - \delta \cdot \beta \cdot B_p$ ；

這種政策性銀行於宏觀經濟穩定及經濟增長的負效應建立在這樣一個關鍵假設基礎上，就是國有部門根本就無效率，任何能提高國營企業生產率的措施都會減弱甚至否定以上結果。這就說明為什麼金融改革的成功依然依賴於企業改革的命運。

三、現有國家銀行向國有商業銀行的轉變

政策性貸款問題源於國有企業的不良狀況。國有企業是國家銀行的主要借款人，因為巨額呆帳之故，國家銀行的商業化將意味着刪除非常一部分資產。根據模式，這種刪除（減少 K_2 ）對通脹和經濟增長的影響和政策性債券的影響是相似的。

第三種情況：假設： $y^* = y_{max}^*$ 且 $y^n < y_{max}^n$ ； K_2 減少；

結果： $p = \{ [K \cdot V - (1+\delta) \cdot \beta \cdot (K-1)] \cdot C - (1+\delta) \cdot \beta \cdot K_2 \} / y_{max}^*$ ；

$y^n = (1+\delta) \beta \cdot [(K-1) + K_2/C] \cdot y_{max}^* / [K \cdot V - (1+\delta) \cdot \beta \cdot (K-1) - (1+\delta) \cdot \beta \cdot K_2/C]$ ；

直觀地看，商業銀行資產遺失的刪除並不減少貨幣供給，而是減少生產性商業貸款，這樣，非國有部門的真實產量和總的真實產量減少，如果貨幣供給由中央銀行貸款決定，則價格水平上揚。

第二種情況，假定 $Y^* < Y_{max}^*$ 且 $Y^n < Y_{max}^n$ ； K_2 減少；

結果： $lnp = 0$

$Y^* = [1 + (1-\beta) \cdot (K-1)] \cdot C + (1-\beta) \cdot K_2$ ；

$Y^n = (1+\delta) \cdot \beta \cdot (K-1) \cdot C + (1+\delta) \cdot \beta \cdot K_2$ ；

$Y = \beta \cdot \delta \cdot K \cdot (K-1) \cdot C + (1+\delta \cdot \beta) \cdot K_2$ ；

在這種情況下，通脹率因所有部門的剩餘生產能力而假定為 0（如，在一場大衰退之後），商業銀行資產流失的刪除減少了國有、非國有部門的信貸量，並減少了真實產量。

國有企業資產流失的負擔給國家銀行商業化製造了困難。但是，大量非國有部門又給它很好的機遇，因為商業銀行追加了更多的貸款給非國有生產企業， β 和 δ 可因此而增加並導致真實增

長、減少通貨膨脹。

另一條瞭解中國金融業商業化的途徑是看看貸款、存款、債券、有價證券的結構，如下列表格所示：

人民幣億元 百分比	1990	1991	1992	1990	1991	1992
貸款總額	17720	21379	26391	100.0%	100.0%	100.0%
所有國家銀行	15167	18044	21615	85.6%	84.4%	81.9%
農村信用合作社	1413	1808	2454	8.0%	8.5%	9.3%
城市信用合作社	249	316	487	1.4%	1.5%	1.8%
信托投資公司	891	1211	1835	5.0%	5.7%	7.0%
總存款/總貸款				83.4%	88.8%	93.1%
存款總額	14774	18994	24573	100.0%	100.0%	100.0%
所有國家銀行	11645	14864	18891	78.8%	78.3%	76.9%
農村信用合作社	2145	2709	3478	14.5%	14.3%	14.2%
城市信用合作社	310	448	822	2.1%	2.4%	3.3%
信托投資公司	674	973	1382	4.6%	5.1%	5.6%
債券及有價證券/總貸款				9.9%	10.2%	12.5%
債券及有價證券	1754	2177	3306	100.0%	100.0%	100.0%
政府債券	879	973	1275	50.1%	44.7%	38.6%
政府投資債券	149	245	278	8.5%	11.3%	8.4%
金融債券	90	123	134	5.1%	5.6%	4.1%
企業債券	195	331	802	11.1%	15.2%	24.3%
股票	46	75	192	2.6%	3.4%	5.8%
可轉讓大額存單	395	430	625	22.5%	19.8%	18.9%

資料來源：1993年中國金融年鑒

1990至1992年的三年中，國家銀行發放的貸款已經從85.6%減少為81.9%，其它三家非銀行金融機構（RCC, UCC, 和TIC,）則增加了它們的放款比例。這表明中國金融業已經通過將上述三家非銀行金融機構改革為非國有的商業銀行而逐步向商業化過渡。表格一顯示，根據政府制定的信貸計劃，RCC, 和UCC, 大幅度吸收存款，以求存大於貸。如果中央銀行能夠有效地控制貨幣供應，那么信貸計劃的取消將有助於RCC, 和UCC, 兩家金融機構更大地增加存款，並給國有商業銀行施加競爭壓力。國有銀行的商業化進程能保證低通貨膨脹和高發展。畢竟，現存的金融體系，特別是快速發展的非國有金融機構，在過去15年中極大地支持了中國經濟的高速發展。改革的艱巨任務是如何區分產出性與非產出性機構。

如表格一所示，盡管政府債券從1990年到1991年增加了50%，但是它在所有債券及有價證券中的比例從1990年的50.1%減至1992年的38.6%，另一方面，企業債券所占份額由11.1%躍至24.3%，股票份額由2.6%升至5.8%，這樣，直接投資的趨勢似乎也能使非國有部門受益。另一有助於銀行商業化的趨勢是高存、貸款比例的上升勢態，這個比例由1990年的83.4%達到1992年的93.1%。在不同的銀行與金融機構間，企業和家庭存款比之貸款有更高的流動性。因為個人

儲蓄和投資的方式越來越多，國家銀行的壟斷將進一步被削弱。

四、匯率的統一

1994年1月1日，中國將官方匯率和交易市場匯率統一為由銀行間外匯交易決定的“官方市場匯率”，使人民幣貶值約30%。這是否人民幣走向完全可兌換的一個步驟？它對外貿、投資及宏觀經濟的影響如何？為此，我們不妨看看中國在此之前的外匯管制體系的運行情況。外匯管制與銀行貨幣發行密切相關而且是1994年金融改革方案中的關鍵環節之一。然而，這一關鍵環節是非常複雜的，需要進行詳細地專題性探討，在此，僅指出新外匯體制中的一些潛在問題。

在舊的外匯管制體系下，人民幣不可自由兌換，官方匯率與黑市匯率比較而言是“超值”的。但是，在過去的十年間，中國的外貿與投資取得了長足發展，這個成就建立在分散外匯管制機構的基礎上。政府的一般政策是讓地方和企業去自我平衡外匯供需膨脹，體系的核心組成是外匯留成及外匯調劑中心。企業和地方除上交政府外可保留一部分外匯收益比例，他們可以利用外匯留成購買進口產品、原材料和技術服務，或通過設在主要城市的外匯調劑中心將外匯賣給其它需要外匯的企業。這種分散的外匯調劑體系在過去十年中得到完善，留成率一般都逐步上升，而調劑中心的匯率已接近黑市匯率。一些沿海城市已經允許港幣流通。結果，因為許多企業積極參與對外貿易與投資，人民幣已相當可兌換。那些賺取外匯，並使用外匯購買原材料，產成品和技術服務的企業遭遇很小的外匯風險，這可能是近幾年來中國外貿與投資欣欣向榮的最重要因素之一。

新的外匯改革試圖以一種集中化的往來帳戶變動體系來替代分散的外匯留成。在新體系中，國家企業單位必須將所有外匯收益賣給國家銀行，它們可以從國家銀行買進外匯以支付任何合理的進口及服務用匯。新的匯率將由頭一天在新的銀行間交易市場的交易匯率決定，新的交易市場只允許少數國家銀行參與。顯然，新體制對外貿、投資的影響取決於國家銀行向國內企業售匯的控制的嚴格性，取決於銀行間交易匯率與黑市匯率的“趨近性”。目前，中央政府對外匯控制有至關重大的影響，如果一切運行良好，政府就易於將新體制推向完全可兌換，但是，一旦出了問題，有意無意地，人民幣的可流通性就會打折扣，使外貿及投資受損。在此高風險情況下，中央政府急於積累充足的外匯儲備。但我們可以從上一節的模式三看出，外匯儲備(X)的增加將產生通貨膨脹壓力，這類似於中央銀行貸款的擴張。伴隨兩位數的通貨膨脹，人民幣貶值壓力將有所增加，這可由下面低購買力平價匯率等式看出：

PPP 匯率：

$$E_{PPP} = \pi \cdot p / p_F;$$

$$\ln E_{PPP} = \ln p - \ln p_F;$$

E_{PPP} ：低購買力平價匯率；

π ：PPP 結構偏差參數；

p ：國內價格水平；

p_F ：國外價格水平；

黑市匯率隨 PPP 匯率變化而變化，如果國內通貨膨脹率高於國外通貨膨脹率，PPP 匯率將上升。所以，要穩定新的統一匯率特別依賴國內通貨膨脹的抑制，這在前面章節已經討論過了。

但是，在新體制中，仍有幾個舊體制的特征得以保留以幫助減少中央銀行失誤風險。首先，外國投資企業仍然能夠通過尚存的外匯交易市場進行外匯交易，儘管這有悖於政府初衷，其次，個人仍可以在國家銀行擁立外匯帳戶，而不必將其外匯售於國家銀行；第三，個人旅游出境仍可攜帶最多 6,000 元人民幣。最後這一項有效地保證了人民幣在香港的合法兌換。上述措施將提供人民幣真實市場價格信息，幫助政府建立或影響銀行間外匯匯率。

肖 耿：美國洛杉磯加州大學經濟學博士，香港大學經濟金融學院助理教授。