

中国金融资产结构分析及政策含义

易 纲

摘要：本文通过对中国金融资产分析和国际比较发现：中国金融资产结构畸形引致诸多问题，解决中国国有企业资产负债比率高、银行呆帐比率高、企业间拖欠，规范企业经济行为的根本出路在于整顿金融秩序，提高金融服务质量，逐步开放资本市场，增加直接融资比例，改变中国金融资产结构。

一、中国金融资产结构概况

中国金融资产主要分这样几部分：流通中现金，金融机构存款，金融机构贷款，有价证券（债券、股票等）。表1给出了1978，1986，1991，1995中国主要金融资产分布情况。

表1：中国金融资产结构

项目	1978	% GNP*	1986	% GNP	1991	% GNP	1995	% GNP
流通中现金	212.0	0.06	1218.4	0.12	3177.8	0.15	7885.3	0.14
金融机构存款总额	1300.5	0.36	5814.0	0.57	18079.0	0.83	54000.0	0.94
其中居民存款	210.6	0.06	2237.6	0.22	9107.0	0.42	29662.0	0.51
企事业存款	902.5	0.25	3264.9	0.32	7065.1	0.33	15419.4	0.27
财政存款	187.4	0.05	311.5	0.03	485.8	0.02	1003.2	0.02
其他金融机构存款					1421.1	0.07	7915.4	0.14
金融机构贷款总额	1890.0	0.52	8116.5	0.80	21021.5	0.97	51000.0	0.88
其中国有商业银行	1850.0	0.51	7590.8	0.74	18044.0	0.83	39393.4	0.68
城乡信用社	40.0	0.01	525.7	0.05	1766.5	0.08	7492.0	0.13
其他金融机构	0	0.00			1211.0	0.06	4114.6	0.07
财政向银行借款	0	0.00	370.1	0.04	1067.8	0.05	1582.1	0.03
政府债券余额	0	0.00	293.4	0.03	896.5	0.04	3500.0	0.06
企业债券余额	0	0.00	83.8	0.01	331.1	0.02	1700.0	0.03
金融债券余额	0	0.00	30.0	0.00	123.1	0.01	1100.0	0.02
国家投资债券余额	0	0.00	0	0.00	245.1	0.01	245.1	0.00
股票市值	0	0.00	0	0.00	452.4	0.02	4500.0	0.08
大额存单	0	0.00	0	0.00	800.0	0.04	1300.0	0.02
国内保险费	15.0	0.00	42.0	0.00	209.7	0.01	453.3	0.01
债券股票保险小计	15.0	0.00	449.2	0.04	3057.9	0.14	12798.4	0.22
金融资产总额	3417.5	0.94	15968.2	1.57	46404.0	2.14	127265.8	2.21

资料来源：

各种债券：中国金融年鉴，1993，P372

中国证券期货市场，中国证券监督管理委员会，1995年12月。

保险= 国内保费，统计年鉴，1988，P770，1992，P664

企事业存款=企业+机关+农村+其他存款，金融年鉴，1993，P356

中国统计年鉴，中国金融年鉴，1990-1995

*各种金融资产占GNP的比重

改革开放以来，中国金融资产由单一的银行资产向市场化、多元化的方向稳步发展。1981—1995年期间累计发行国债4794.39亿元，国家投资和投资公司债313.98亿元，金融机构债1182.97亿元，企业债1738.30亿元，股票(A股面值)119.56亿元，大额存单1796.28亿元(中国证监会，1995)。这些金融工具的出现为中国货币市场和资本市场的进一步发展奠定了初步基础。但是，中国金融资产的大部分仍是银行和金融机构的存贷款。银行和金融机构的存贷款占金融资产总量的比例1978年为93%，1986年为87%，1991年为84%，1995年为83%。随着金融市场化的发展，这一比例在改革开放期间呈下降趋势，但90年代以来下降缓慢，反映了中国的货币市场和资本市场发展不尽如人意。中国金融资产总额与国民生产总值之比从1978年的0.94上升到1995年的2.21，反映了在改革中金融深化(货币化)的过程。在80年代这一比率上升得较快，进入90年代后，此比率的上升速度慢了下来。

中国的储蓄主体在改革中发生了根本的转变，储蓄的主体由以前的政府和国营企业变为现在的老百姓。据世界银行专家估计，中国改革前政府积累占总积累的比重一直在70%以上。以1978年为例，该年国内储蓄占国民生产总值的35.5%，其中居民储蓄占1.2%，政府储蓄占15.4%，企业储蓄占18.9%。也就是说，1978年社会总储蓄的96.7%来自政府和国营企业。1978年末，中国居民的累积总储蓄余额只有210.6亿元，占当年国民生产总值的5.9%，占当年社会存款总额的16.2%。1978年中国老百姓人均储蓄为21.9元，其中城市居民人均90.1元，农民人均7.1元。1995年居民的储蓄余额为29662.3亿元，占当年国民生产总值的51%，占当年社会存款总额的55%。1995年中国老百姓人均储蓄2449元，其中城市人均6672元，农村人均721元。无论从那个指标看，老百姓都是社会储蓄的主体，居民储蓄是社会资金的主要来源。

改革前，国家是储蓄的主体，也是投资的主体，所以没有储蓄者和投资者分离的问题，因而不需要金融中介。国有固定资产是国家投的，投资主要来自财政拨款。银行的贷款，主要作为流动资金来用。就是银行的贷款也主要来自政府和国有企事业单位的存款。1978年，企事业存款和财政存款之和为1089.9亿元，占银行存款总额的83.8%。改革以前，公有制为主，国有制为主，名符其实，在数字上、历史上、逻辑上是完全一致的。现在中国金融资产结构和改革前完全不一样了。

1995年底中国金融机构存款余额为5.4万亿，其中将近3万亿是居民储蓄。现在储蓄者和投资者分离了。最大的储蓄者是老百姓，最大的投资者是国家。银行和金融机构的中介作用变得非常重要了。老百姓把钱放在银行，银行主要是国家银行。政府要求银行把贷款的大部分贷给国营企业，作为国家建设投资的主要资金来源。这时的公有制，已和改革前不一样了。她是一种间接的公有，是国家通过对银行和金融机构的控制，用老百姓的钱来投资建设的国有企业。说到底，现在的国营企业的真正所有者，从很大程度上说，应当是在国家银行里存款的老百姓。

宏观的金融资产结构必然反映到企业的资产负债结构。银行和金融机构贷款是中国企业资金来源的主渠道。企业很难通过发行债券、股票等直接融资方式来获得资金。从1986年开始发行企业债算起，1986—1995年期间，共发行企业债1738.3亿元。1995年末，股票市值(A股)大约4500亿，其中只有三分之一是上市流通的个人股。总市值中法人股和国家股的市值是按上市流通的个人股市值推算出来的。国家股大多是靠过去已有的投入和土地价值折算的，实际现金投入不多。法人股和个人股的发行可以使企业筹到现金。这样算来企业通过发行股票所能筹到资金十分有限。剩下只有一条路：银行贷款。

在主要金融资产之外，还有其他金融资产。比如民间借贷、民间集资，和股份合作制中的股份等。民间借贷中的大部分还是能反映在金融机构的存款中，只不过是钱的使用者变了，使用的次数增加了。资金在民间借贷中从借到利用、到还的整个过程中，还有相当多的时间在金融机构的存款中。民间各种形式的集资，股份合作制中的股权这些都是金融资产，都有一定意义上的所有权，参与权和处理权并以此获得收益。在台湾省，民间集资、民间借贷在其经济发展中起了不可忽视的作用（主要是积极作用）。我国目前民间借贷、民间集资还有待进一步规范化。

中国金融资产结构可以被概括为：储蓄主体在改革开放中由政府变为老百姓；国家政府收入在国民生产总值中所占比例逐年下降，由1978年的31%下降到1995年的10.8%；1985年开始国家把对国有企业投资由拨款改为贷款；直接融资的资本市场渠道狭窄；其他不动产市场刚刚起步。以上特点加起来使得老百姓把他们的绝大部分积蓄存在银行里，银行把大部分资金贷给国有企业，成为国有企业长期投资（固定资本）和流动资金的主要来源，造成国有企业的资产负债比率不断升高。现在国家贷给企业的资金、国家投资用的资金主要是老百姓的储蓄，已经不再是政府的储蓄了。

二、中国的广义货币与国民生产总值之比为什么迅速增长？

中国金融资产的变化过程主要有两条主线，一条是货币化过程，另一条是货币市场和资本市场的发展。这里我们主要分析货币化过程。货币化有两种含义。一是财政赤字的货币化，即国家用印钞票的方法来弥补财政赤字。二是经济发展过程中的货币化，即在经济发展中，特别是改革转轨过程中，由于体制的变化，产生超常货币需求，从而使货币流通速度减慢。本文讲的货币化是指后一种意义上的。

在1978到1995这18年中，中国国民生产总值平均每年增长9.7%，通货膨胀率平均为7.5%，广义货币M2平均每年递增25%。广义货币增长率在这样长时期里远远超过国民生产总值增长率与通货膨胀率之和是在各国经济发展史中少见的。货币化是天赐中央政府的一块巨大资源。据笔者保守估计，从1978到1992年，中央政府每年的铸币收入平均在国民生产总值的3%左右。谢平（1994）估计在1986—1993期间，中央政府每年得到的货币发行收入平均为国民生产总值的5.4%。海外经济学家常常不理解为什么中国政府的实际综合赤字那么高（大约占GNP的8—9%），通货膨胀率却不很高。其中一个重要原因就是货币化带来的铸币收入。

表2 中国货币化过程

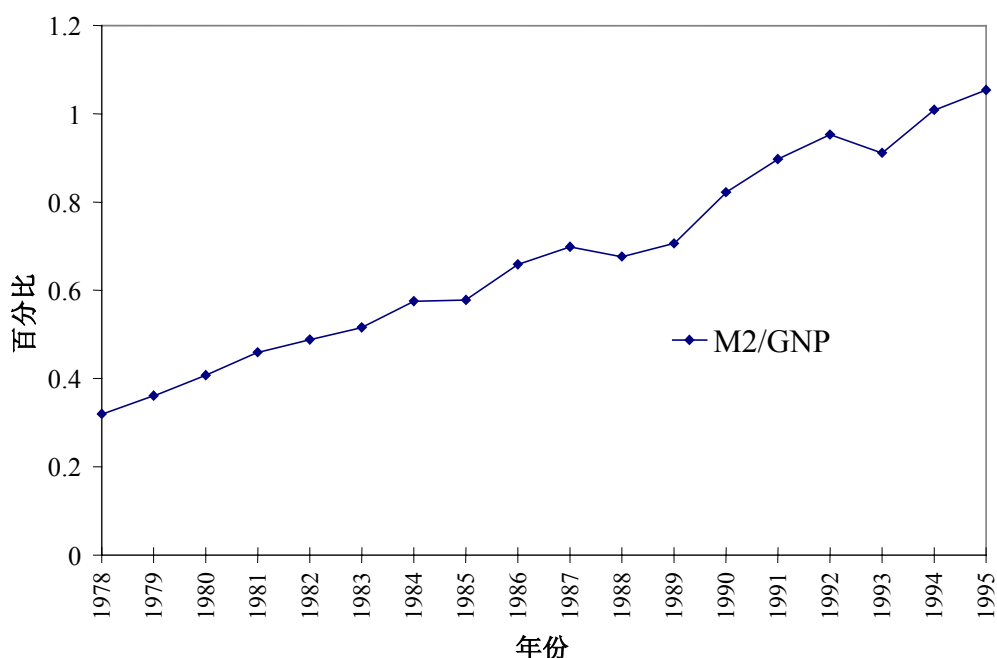
年	M0	M1	M2	GNP	M2/GNP	M1/M2	物价指数
1978	212.0	948.5	1159.1	3624.1	0.32	0.82	0.7
1979	267.7	1177.1	1458.1	4038.2	0.36	0.81	2.0
1980	346.2	1443.4	1842.9	4517.8	0.41	0.78	6.0
1981	396.3	1710.8	2234.5	4860.3	0.46	0.77	2.4
1982	439.1	1914.4	2589.8	5301.8	0.49	0.74	1.9
1983	529.8	2182.5	3075.0	5957.4	0.52	0.71	1.5
1984	792.1	2931.6	4146.3	7206.7	0.58	0.71	2.8
1985	890.0	3340.9	5198.9	8989.1	0.58	0.64	8.8
1986	1218.4	4232.2	6721.0	10201.4	0.66	0.63	6.0
1987	1454.5	5714.6	8349.7	11954.5	0.70	0.68	7.3
1988	2134.0	6950.5	10099.6	14922.3	0.68	0.69	18.5
1989	2344.0	7347.1	11949.6	16917.8	0.71	0.61	17.8
1990	2644.4	8793.2	15293.7	18598.4	0.82	0.57	2.1

1991	3177.8	10866.6	19439.9	21662.5	0.90	0.56	2.9
1992	4336.0	15015.7	25402.1	26651.9	0.95	0.59	5.4
1993	5864.7	18694.9	31501.0	34560.5	0.91	0.59	13.2
1994	7288.6	20540.7	46923.5	46495.8	1.01	0.44	21.7
1995	7885.0	23980.0	60750.0	57650.0	1.05	0.39	14.8
平均增长率	23.4	20.2	25.2	9.65			7.54

资料来源：中国统计年鉴，中国金融年鉴

表 2 给出了中国货币化过程的主要指标。中国的广义货币 M2 与国民生产总值之比率 (M2/GNP) 在改革期间呈快速上升趋势。从 1978 年的 0.32 上升到 1995 年的 1.05。这一比率上升速度如此之快在发展中国家金融深化的案例实属罕见。印度在 1978 年时此比率为 0.37，1994 年为 0.50。

图 1 1978-1995 年中国 M2 与 GNP 的比率



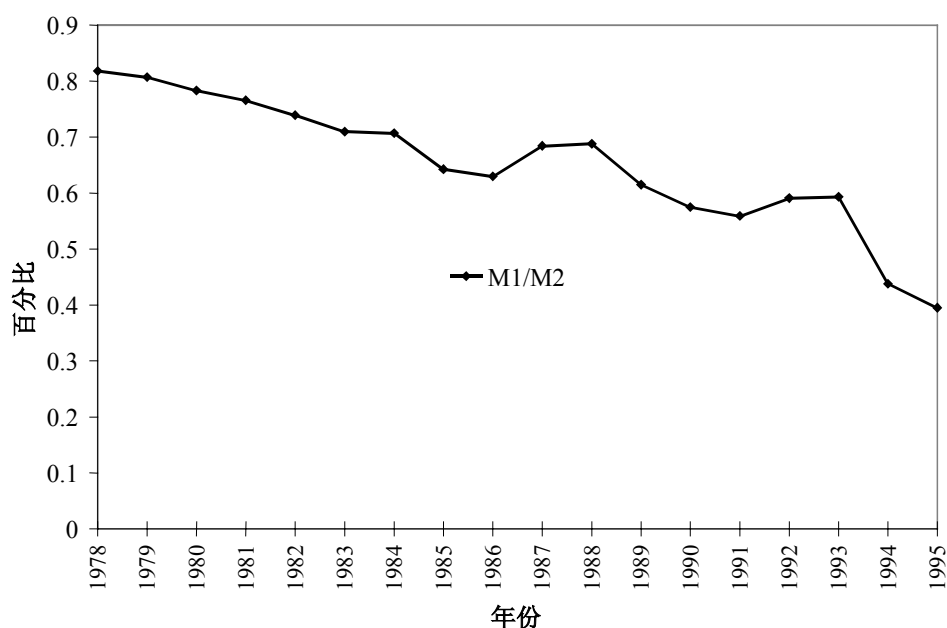
让我们来看看广义货币与国民生产总值之比率的国际比较。在 1994—1995 年间，广义货币与国民生产总值之比率美国为 0.59，英国为 1.04，日本为 1.14，德国为 0.70；印度尼西亚为 0.46，韩国为 0.44，马来西亚为 0.89，菲律宾为 0.50，新加坡为 0.89，泰国为 0.79。（以上数字来自国际货币基金 1996 年报）中国的这一比率远远超过其周边的发展中国家，就是和英、美、日、德这些发达国家相比也是相当高的，仅次于日本。

中国广义货币与国民生产总值之比率迅速提高一方面改革中金融深化的必然，另一方面也反映了中国金融资产结构的问题。在改革开放中，中国的储蓄主体由国家变为老百姓，收入分配向居民倾斜。但是，老百姓金融资产投资的选择不多，银行储蓄一直是安排他们金融资产的主渠道。这里有传统习惯的问题，有信息的问题，但主要是我国资本市场发展滞后所造成的。从某种意义上说，中国广义货币与国民生产总值之比率这样高不是经济主体的自然选择，而是在现有体制和政策的制约下不得以形成的。

表 2 中货币与广义货币之比 (M1/M2) 从另一个侧面印证了这一点。货币占广义货币的比重从 1978 年的 0.82 下降到 1995 年的 0.39。也就是说，中国不仅是广义货币增长的快，

而且广义货币的结构也发生了很大变化。广义货币中居民储蓄和定期储蓄的比重不断升高，反映了居民所持金融资产大都被压到银行存款上来了。1995年的情况正说明了这一点。1995年现金净投放 600 亿，全社会流通现存量只比上年增长 8.3%；M1 增长 16.8%；M2 增长高达 29.5%，比 25% 的控制目标高出 4.5 个百分点。

图 2 1978-1995 年中国 M1/M2 比率



很难预测中国广义货币与国民生产总值之比率会不会继续上升，它受国民生产总值增长率，居民储蓄倾向，货币市场和资本市场开放的速度，国家货币及财政政策等诸多因素的影响。有一点可以肯定，中国的资本市场的发展是滞后的。这一点可从各国金融资产结构比较中一目了然。表 19.3 给出中国与周边国家和一些发达国家金融资产结构的比较。表 19.3 的数字来自世界银行，与表 20-1 中的数字略有不同。但表 19.3 中的数字是一个口径，可以说明问题。根据表 19.3，1993 年中国股票市值占 GNP 的 9%，债券市值占 GNP 的 11%。而我国周边国家股票市值平均占他们 GNP 的 148%，债券市值平均占其 GNP 的 30%。英、美、德、日四个发达国家的股票市值平均占其 GNP 的 75%，债券市值占其 GNP 的 74%。中国资本市场的发展不仅落后于发达国家，也远远落后于周边的发展中国家。

表3：各国金融资产比较(1993年)

(单位：10亿美元)

	M2		银行资产		股票市值		债券市值	
	US\$	% Of GDP	US\$	% Of GDP	US\$	% Of GDP	US\$	% Of GDP
中国 ^a	519	88	547	128	41	9	47	11
香港	119	109	200	182	385	352	6	5
印度尼西亚	69	48	85	59	33	23	13	9
韩国	139	42	229	69	139	42	138	42
马来西亚	54	88	60	93	220	342	35	54
菲律宾	22	42	28	51	40	74	24	43

新加坡 ^b	51	92	92	167	133	240	38	70
泰国	98	79	118	95	130	104	10	8
平均值		73.5		105.5		148.25		30.25
德国	1184	65	2766	145	463	24	1587	83
日本	4633	111	6338	150	3000	71	2887	68
英国	885	96	2101	223	1152	122	311	33
美国	4013	64	3471	55	5224	83	6993	112
平均值		84		143.25		75		74

资料来源:

The Emerging Asian Bond Market, The World Bank, June, 1995

International Financial Statistics, International Monetary Fund, various issues.

Emerging Markets Database, International Finance Corporation

Country Reports and World Bank Staff Estimates

HK\$ Money Supply and Banking Assets, Hong Kong Monetary Authority.

a/ Specialized financial institutions only.

b/ Deposit Money Banks only.

三、中国金融资产结构畸形的后果

1. 企业负债率高: 中国企业资金来源的 80%以上是银行和金融机构的贷款, 这样企业的负债率必然高。据国有资产管理局的数字, 1980 年国有工业企业资产负债率仅为 18.7%。到 1990 年, 我国全部国有企业资产负债率为 58.4%, 1991 到 1993 分别为 60.5, 61.5, 71.7。到 1994 年对 12.4 万户国有企业清户核资时, 国有企业的资产负债率已上升为 75.1; 若扣除实际的挂帐损失, 国有企业的资产负债率高达 83.3% (吴晓灵 1996)。从中国宏观金融资产的结构看, 国营企业的负债比率高是一件必然的事, 不改变中国整个的金融结构就无法改变这个高资产负债率。

2. 金融运行风险高: 由于企业经济效率不高, 导致金融运行风险高, 主要表现在以下几方面。首先, 银行信贷资金周转过度减慢, 国家银行贷款年周转速度由 1993 年的 1.32 次降到 1995 年的 1.15 次, 即 313 天才周转一次。第二, 国有企业相互拖欠严重, 国家银行应收未收利息 1995 年高达 2200 多亿元, 比上年增加近 1000 亿元。许多金融机构之间的到期债务不能及时清偿。第三, 国有银行信贷资产质量逐步下降, 1995 年末, 不良贷款占全部贷款的 22.3%, 如果按国家银行 1995 年底贷款余额为 4 万亿元计算, 大约有 9000 亿元的不良贷款。第四, 国有银行经营困难。中、农、工、建四大行 1992 年上交利润 343 亿元, 1994 年降为 166 亿元, 1995 年上半年竟出现除中国银行外的全行业性亏损。(戴相龙, 1996; 吴晓灵, 1996)

3. 企业, 特别是国营企业债务负担重: 国营企业经济效益差的原因是多方面的, 其中有产权问题, 经营体制问题, 管理问题, 历史负担问题。债务负担重也加剧了国营企业的困难。1996 年第一季度, 全国国有工业企业在总体经济平稳发展的同时, 出现了全面的亏损, 亏损总额达 34.1 亿元。亏损企业所占比重从 1995 年同期的 40.8%, 上升到 44.9%; 在国有大中型企业中, 这个比例由 1995 年的 45.1%, 上升到 51.4% (石刚, 1996)。1996 年的第二, 第三季度国有企业情况虽略有好转, 但总体经济效益仍不容乐观。国营企业亏损的重要原因之一是债务负担重, 许多国营企业的资本金不足, 特别是 1985 年实行拨改贷以后, 有些国营企业从

一开始就是无本起家，从固定资产的投资到流动资金全靠银行贷款。国营企业在抱怨他们是为银行在打工，辛辛苦苦挣到的钱全都给银行还本付息了。

4. 对国家财政收入的影响：资本与负债之比例决定了企业回报在利润与利息之间的分配。如果企业和银行全是国家的，这种分配比例并不重要。但在支付顺序上这种划分就重要了。企业要先向银行还本付息，剩下的才是利润。问题是企业的债务不堪重负，连银行的利息都付不出，就根本无法向国家上缴利润了。国家作为所有者从国有企业获得的净收入（收入减亏损补贴，不含税收）占中央财政收入的比重逐年下降，直至为负。从1978年的51%，下降为1990年的6.34%，1993年则为-138.4亿元，1994年为-254.2亿元（吴晓灵，1996）。当然由于税制的变化，1978年的数字与90年代的数字不可比，但利润率下降是事实。国有企业上缴的税金状况也不乐观。国有企业上缴税收占同期税收的比重也是呈下降趋势。1978年，国有独立核算工业企业上缴的税金，占当年各项税收的54%；1991年下降为42.1%，1992年为42.7%，1993年为38.5%，1994年为39.9%。

5. 国有企业行为扭曲：在目前的金融格局下，国家银行的贷款向国有企业倾斜，大约有70%的贷款是以较优惠的利率贷给国有企业的。这样国有企业获利的捷径就是搞来贷款。我们可以算一笔粗帐。国家银行1995年底的贷款余额为近4万亿，其中70%贷给国营企业，即28000亿。假定贷给国营企业的平均利息比市场利率低8个百分点，那么每年国家银行通过优惠贷款给国营企业的利息补贴就是2240亿元。改善经营，打开市场，引进技术的收益比争取贷款低，且风险大。理性的国营企业经理当然要千方百计争取银行的贷款了。所以现国有企业的注意力主要不是放在改善经营提高效率上，而是放在搞贷款上。搞来贷款，不按规定的用途使用，而是以高息再拆借出去，赚取利差是提高“效益”的捷径，即安全又省事。

6. 非国营企业行为不规范：非国营企业中三资企业的资金来源状况较好，大多数三资企业从一开始就是有本经营。除三资企业以外的非国营企业的资金问题一直没有规范化。首先是资本市场对他们不开放，靠发行股票或债券直接获得资金的可能较小。这些企业要发展（而且往往他们有较好的项目），需求资金，就非打银行的主意不可。他们就不得不使用各种办法来争取银行贷款。一般说来非国有企业没有国有企业在获得贷款上的优势，非国有企业需付更高的利率。在更严格的抵押、担保的条件下获得贷款。资金压力使非国有企业在合法与非法的边界上苦撑，经常跨到合法线以外，破坏金融秩序。

7. 银行行为也不规范：现在国家对经济命脉的领导主要体现在对金融的控制。在这种格局下，金融资产的绝大部分通过银行系统循环。国家控制银行，鼓励老百姓把钱存在银行。只要金融资产在银行，国家就放心，如果一部分金融资产滞留在银行体系以外，就是“体外循环”。但是资金都在银行也有它不利的一面，即所有风险都在银行。我国目前利率还是由中央银行决定的。老百姓要储蓄多少，银行系统必须收多少。同时银行的贷款的风险越来越高，按国家规定的贷款利率，没有多少赚头，商业银行不愿意放贷。商业银行的资金压在手总派用场，因此银行对国债很有兴趣，对一些其它有利可图的经营性业务也有兴趣。由于国家牌价贷款利率低于市场利率，银行按国家规定利率贷出贷款本身就有一大块租在银行企业和其它中介人之间分配的问题，于是商业银行不规范行为出现了，寻租腐败出现了。只要有租存在，银行的某些人就有寻租的积极性，企业界也会总有人对这块租进行“攻坚战”。企业不这样，活不下去；银行不这样，效益就不佳。好的企业家，银行家只好向邪道用力；这是大环境，金融资产结构不合理所造成的曲扭。

四、谁来分享下个世纪中国经济增长的好处？

中国经济有多大？自从世界银行与中国国际货币基金组织的一些专家在1992和1992

年按购买力平价计算中国国内生产总值(GDP)以后,中国经济到底有多大一直是个争论不休的问题(易纲 1996)。对中国人均 GDP 众说纷坛,最低的估计是按汇率折算的 1995 年人均 GDP 575 美元,最高估计是《经济学家》杂志(1993)按购买力平价估计的人均 GDP 1992 年为 2400 美元。按购买力平价估计的真正困难在于计算质量折算系数,以换算由产品和服务质量不同而带来的价值量上的差异。从理论分析,统计数字,以及对中国和发达国家,发展中国家生活质量的观察对比都可以肯定,用汇率折算的中国人均 575 美元 GDP 是明显低估了中国的实力,但说中国已经达到人均 2400 美元(即中国是世界第二经济大国)也令人难以置信。(参见任若恩 1996)。

如果我们假定中国人均 GDP 在 1995 年为 1000 美元(这是综合考虑购买力平价,用保守的质量折算系数,并也考虑汇率折算等诸多因素所得结果),那么中国 1995 年经济总量应为 12100 亿美元。我们还假定从 1996 到 2000 年我国 GDP 增长率平均为 8%,从 2001 到 2010 年增长率平均为 6.5%,从 2011 年到 2020 年平均增长率为 5%。这样,中国 GDP 到 2000 年底为 17779 亿美元;2010 年底为 33374 亿美元;2020 年底为 54363 亿美元。

美国 1995 年国内生产总值为 72458 亿美元(大约人均 28000 美元)。如果假定美国在这一时期的平均 GNP 增长率为 2%,美国在 2020 年底 GDP 将为 118875 亿美元。日本 1994 年 GDP 为 45909 亿美元(按汇率 102.21 日元等于 1 美元计算),人均 36727 美元。如果假定日本的平均增长率为 2%,日本在 2020 年 GDP 应为 76825 亿美元。(按购买力平价计算,日本的 GDP 应比以上数字低 20%左右,即日本 GDP 1994 年为 36727 亿美元,2020 年为 61460 亿美元)。德国 1994 年 GDP 为 18349 亿美元(按 1.6228 马克等于 1 美元计算),人均 22653 美元。如果假定德国未来平均 GNP 增长率为 2.5%,2020 年德国的 GDP 应为 34863。由这些数字,可以有把握说,到 2020 年中国将可能成为世界按总量计算的第三大经济。

谁来分享下个世纪中国经济增长的好处?问这个问题没有批评外资的意思。中国近来的发展有两大动力,一是改革,二是开放。外资进入给中国经济带来的活力,给老百姓生活带来的实惠到处可见。我们可以从进出口的增长、外商在中国设厂的进口替代效应,外商投资给中国带来的技术进步,市场网络,管理知识来充分论证外商进入中国对形成竞争市场机制的积极贡献。在充分肯定外资进入的前题下,我们还是要问将来谁是中国经济的脊梁?从笔者最近接触的一些案例来看,中国企业在中国市场(更谈不上国际市场)与外资的竞争中处于极不利的地位。有些是因为我们技术不如人家,外商有比较优势,中国企业输得心服口服。但许多项目中国企业败下阵来的主要原因是他们背后没有资本市场。外资的背后是国际资本市场,他们可用各种组合,各种形式拿来便宜的资本,长期的资本。在如何得到资金这一点上,中国的企业的选择太少了。一般说来,在资金上国有企业有优势,但国有企业有许多其他的束缚,新成长起来的非国有企业体制灵活,但恰恰在筹资这一关键问题上一筹莫展。中国正处在经济转轨的关键时刻,企业集团在成长,市场格局在形成。如果此时资本市场不对国内企业开放,在中国市场上驰骋的将是外国资本。

五、改革的突破口在金融,金融怎样改?

中国的改革以渐进著称。最近几年改革步履艰难。原因在于国营企业、金融体制、税收与社会保险等方面纠缠在一起,牵一发动全身。金融体制改不动是因为亏损的国营企业躺在国有银行身上,使银行不能成为真正的商业银行。国营企业改不动是因为我们没有仍未找到国营企业改革的切实有效的方案,而且我们也没有建立起国企改革所必需的社会保险体系。新税收制度的建立可谓顺利,但进一步完善却困难重重,因为中国现有的对企业和居民收入的记录系统和信用服务是最原始的。1993 年许多经济学家和决策者们认为中国改革到了需

要在最小范围内实行一揽子改革方案的时刻（参见吴敬琏，周小川，荣敬本 1996）。实践证明，1994年初实行的汇率并轨，税收制度及社会保险的改革取得令人振奋的成果，使我国经济向社会主义市场经济体制方向迈进了一大步。

中国的改革在寻找新的突破口。笔者认为突破口在金融改革。理由如下：目前我国经济矛盾的交点在金融上。国有企业的主要问题是负债率高。资金紧，矛头指向银行。企业相互拖欠严重，信用瓦解，经济秩序混乱，谁来负责？银行系统。进一步完善税收制度和社会保险体系，需要建立对企业和个人收入和经济往来进行记录，监控的信用统计，又是非银行系统不可。改变企业高负债的状况需要建立资本市场，还是金融问题。可以说，新的金融体制的建立是社会主义市场经济的基础设施，没有它，其它现代市场经济杠杆都不能有效地发挥作用。而中国的金融体制和服务滞后，是当前中国发展的瓶颈。

金融改革是一项复杂的系统工程，牵一发动全身，风险极高。下面我们来讨论金融体制怎改？是不是要马上开放股票市场，企业债券市场？金融改革应遵循的原则是看清一步走一步。首先，积极开展金融服务，提高服务质量，这是新金融体制的基础，必求尽快打好打牢。第二，要尽快实行“银行商业化，利率市场化”，充分发挥市场利率配置资源的杠杆作用，逐步缩小直至消灭寻租的根源——牌价利率和市场利率之差。第三，积极发展住房抵押贷款业务，提高银行资产质量。最后，也是最重要，要积极稳妥发展中国急需的用来直接融资的股票市场和债券市场，但不能马上大规模的开放，否则欲速则不达。下面进一步一一阐述。

金融改革应从金融服务做起。中国现行服务距离市场经济的要求相距甚远。在个人服务方面中国居民工资的银行直存率，个人支票持有率等金融服务指标远远落后于与我们收入相同的发展中国家。在企业的服务方面，中国的银行划帐转帐，票据贴现，支票清算周期等项基本服务都不尽如人意。外汇业务也是如此，北京居民在中国银行托收一张外汇支票要等四十五天，托收手续复杂，托收期间无息，到期时不能自动转存，要再到现场办转存。要尽快增加城市工资直存比例，发展个人支票服务。说中国人素质差，骗子多，因而不发展个人支票是没有根据的。个人支票可首先用于象房租、水电、电话费和子女学费等安全业务上。一般说来，人们不会用假支票来支付水电费和电话费，家长也不会用假支票来付自己孩子的学费。投资帐户更应用支票。一个用一提包现金去买股票的资本市场没有不出乱子的。信用卡业务也应加快发展。工资直存，支票和信用卡业务都有利于对企业和个人的收入和支出进行记录和监督，为最终建立完善的信用制度和税收体系打下基础。改善服务质量的最有效方式是引入竞争。中国各商业银行间的竞争应当进一步加强，并适当加快引入外资银行。银行之间的竞争主要的服务和网点。有计划地允许外资银行做人民币业务，只要控制住其网点的数量，是不会构成对国有银行的威胁的。中国的资本市场不发达是因为货币市场不发达，而货币市场不发达是因为金融服务不发达。以上讲的服务项目都是小事，但都是发达金融市场必不可少的基础。

要逐步实行“银行商业化，利率市场化”。麦金农和肖(1973)证明了在利率被压低的经济里，资本得不到应有的回报，储蓄会减少。在资本利用方面，由于利率低有许多项目都争着要贷款。银行很难区分哪些项目是最好，增加了银行选择贷款对象的成本和困难。因此利率被压低会阻碍经济成长。那么是不是利率高就一定有效呢？也不是。在高利率下，可能产生逆向选择和道德风险问题。逆向选择在贷款决定做出之前可能发生。利率高，有些企业（特别是软预算约束的企业）会毛遂自荐。这些企业根本就不打算还钱，所以利率高筛选不掉他们。银行还是无法区分哪些是真正的好项目，哪些是坏项目。道德风险在企业获得贷款以后可能发生。中国的企业是负盈不负亏的。有些企业在拿到贷款后没有按照预定方案投资，而是把资金投入高风险、高回报的项目上。如果项目投资成功，企业获高利润，如果项目失败，反正是亏银行的钱。可以证明在利率高时，企业这种逆向选择和败德行为的可能性会增

加。

大力发展抵押贷款和以抵押贷款为基础的债券市场。到 1995 年底，中国城市有 5000 万平方米商品房待售(金融时报, 1996. 6. 24)。房产在各国的发展经验中都是老百姓最重要的一种财产。我国城市目前滞销房多的原因是多方面的：如国营部门继续提供公房造成的购房机会成本过高，商品房价过高，居民购买力不足，没有一个发达抵押贷款市场等。这里只谈抵押贷款问题。抵押贷款市场分这样几个层次，第一，由银行向购买者提供抵押贷款。是抵押，还是按揭区别不大。标准抵押，房产证是购房者的，借贷款时将房产证抵押给银行。按揭贷款时产权归银行，直到借款者还清贷款时，产权才由银行转给购房者。第二是由银行将各种的抵押贷款合同分组，加以标准化，然后以这些抵押合同为担保发行债券。第三，由中央政府出面制定抵押贷款管理办法，设计标准抵押贷款合同，建立抵押贷款保险公司，然后对划定范围内的抵押贷款标准合同进行保险。国家的保险可以大大降低信息成本，减少交易费用，使以抵押贷款为基础的债券的二级市场健康发展，大大提高抵押贷款资产的流动性和安全性。美国政府大规模介入抵押贷款市场是 30 年代大危机时开始的。那时美国有数以千计的金融机构有抵押贷款业务，合同不一，规模不同，可谓五花八门。中国现在的以国有银行为主导的金融市场格局比美国当年好得多。美国 80 年代发生的储贷银行危机，日本 90 年代发生的住宅金融危机都不足以论证中国目前不应发展抵押贷款。只要管理得好，开展规范的商品房抵押贷款业务很可能提高我国银行的资产质量。

有计划的逐步开放资本市场，增加直接融资的比例是走向市场经济的必由之路。市场经济发展到这个阶段，有要求资本市场的内在动力。开放资本市场有风险，但不开放风险就更大。不开放资本市场，中央把得很死，造成的结果就地方政府和企业联合起来对付中央。中央开放一块。地方政府和企业就把它搞乱。象国债回购本来属于货币市场的业务，企业却用来作为长期融资手段，用于长期的投资项目。地方政府和企业这种对资本市场要求如同洪水，仅靠堵是堵不住的，要疏导，规范这种需求才是长久之计。要积极稳妥发展中国急需的用来直接融资的股票市场和债券市场，但不能操之过急，因为我们对股份制与企业债券的认识还有待于进一步提高。

中国的上市公司的业绩如何？股份制改造是不是中国国有企业改革的主要道路？我们先来看坏消息：中国综合开发研究院(深圳)曾经对 1995 年我国上市公司情况做过一次调查分析(该报告由武良成执笔)。该报告发现，1995 年上市公司经营业绩大滑坡，利润大幅度下降。1995 年在深沪两大挂牌交易中心的 300 家上市公司的平均净资产收益为 5.74%，远远低于同期我国银行存款利率。其他指标，如税后利润，每股税后利润等均不如人意。一向经营业绩好，素质高，经过精挑细选的上市公司是股份公司的榜样。这一报告至少提醒我们，认为经过严格上市程序的公司的经营机制已经得到转变的想法是不切实际的。当然用一年的数字并不说明什么。对于这些公司令人失望的业绩的原因还应做深入细致的分析。

好消息：国家体改委生产司司长吴天林在 1996 年 9 月在北京召开的中日金融证券研讨会上介绍了中国国有企业股份制改革的情况。中国共有股份制试点企业 3.6 万多家，其中股份有限公司 9000 多家，从业人员 716 万，股本总额 5970 亿元，其中国家股占 43%，法人股占 25.10%，吴天林报告有以下几个要点：第一，国有资产保值增值能力通过股份化改造显著增强，1994 年 9000 多家股份公司的净资产平均增长率为 42.4%，1995 年可统计的 1600 多家的净资产平均增长率为 12.5%，第二公司规模迅速扩大，经济效益明显提高。1994 年股份公司中有 107 家进入全国 500 家最大的工业企业，有 62 家进入全国 500 家最大服务企业。1995 年来，深沪上市的 323 家公司的平均净资产总额为 5.76 亿元/户，而国有大中型企业的固定资产净值平均为 9294 万元/户。1995 年在深沪上市的股份公司平均税后利润为 6338 万元/户。第三，开辟了国有企业直接融资的渠道，降低企业资产负债率。据对全国 9000 多家股份公司统计(包括境外上市

和发行B股企业),共向社会筹资的1500亿元,向内部职工筹资约350亿元,筹集外资约600亿元。直接融资降低了企业的资产负债比率。首批境外上市的九家企业,改制前资产负债率平均为50.90%,在1995年改制后为36.7%。对全国1600多家股份公司初步统计,1995年其为资产负债率平均为57.8%,比同期的全国国有企业平均67.8%的资产负债率低10个百分点。

许小年(1996)分析了深沪两市300多家上市公司的业绩与股权所有结构的关系,他发现,公司业绩与国有股比例成反比,与法人股比例成正比,与个人股比例没有显著的统计关系。他的解释为国家股形成不了对企业的有效监督与制约,国家股所有者从一定意义上说缺位。法人为了自身的利益有积极性也有能力去收集信息,监督企业,因此法人股比例高的上市公司的业绩好。个人股与企业业绩统计无关是比较难解释的。

以股份制为基础的现代企业制度是经许多发达国家市场经济反复验证行之有效的机制。我们要反思的是我国企业现状是否具备大规模股份制的微观基础,我国企业股份制改造的程序和上市筛选过程。

我国的企业债券市场也存在许多问题,最大的问题是很大比例的企业债券到时不能按时还本付息。据估计,到目前为止大约有60%的企业债券还本付息出现困难。在发行企业债券时是由银行担保的。所以国家银行不得不替企业先垫付还债资金。这些问题使得企业债券的进一步发展、二级市场的建立时间表向后推迟。

中国在未来几年进一步发展完善国债市场的潜力很大。中国目前国债余额不足GDP的10%,据发达的市场经济相差甚远。如果说改革的前十几年中央政府从货币化拿到了一大块资源,从90年代开始到本世纪末,中央政府将从发展国债市场上拿(借)到一大块资源。发展国债,使得国债余额占GDP的比例进一步提高是优化中国金融资产结构,进一步发展公开市场业务的需要。与此同时,也要大力发展国债基金,以解决买卖国债难,用不同债种分散风险等问题。

虽然起步不久,中国的资本市场已在社会化市场经济中起到重要作用。到1995年末,通过发行企业债券为企业融资1940亿元。到1996年7月末,通过股票发行企业直接筹资1200亿元,其中,发行B股、H股共筹集外资71亿美元,折人民币近600亿元。1981年到1995年累计发行国债4800亿元(周正庆,1996)。虽然这些数字与中国金融资产总量相比还是很小的一个百分比,但中国资本市场的雏形已具,笔者期待着十年后再来分析中国的金融资产结构。

参考文献:

- 储蓄-投资转换机制研究课题组,“中国政府储蓄分析”,财贸经济,1995年第11期。
- 戴相龙(1996),在当前金融形势与货币政策座谈会上的讲话提纲。
- 樊纲(1996),企业间债务与宏观经济波动,经济研究,1996年第三期,第四期。
- 李扬(1996),中国国债回购市场分析,经济研究,1996年第八期。
- 欧阳卫民(1996年),中国金融市场导论,积极管理出版社,1996年5月。
- 任若恩(1996),关于中国国际可比国民生产总值研究的一些问题,北京大学中国经济研究中心简报,1996年第11期。
- 石刚(1996),当前国有工业企业效益问题分析,中国经济体制改革研究会,1996年宏观经济形势分析会论文选(二)。
- 吴天林(1996),以建立现代企业制度为导向积极推进国有企业股份制改造工作,第二届中日金融证券研讨会,1996年9月。

- 吴敬琏, 周小川, 荣敬本 (1996), 建筑市场经济的总体构想与方案设计, 中央编译出版社, 1996 年 1 月。
- 武良成 (1996), 1995 年我国上市公司情况分析, 深圳市银湖路专家公寓中国综合开发研究院。
- 王大用 (1996), 中国货币政策的中介目标问题, 经济研究, 1996 年第三期。
- 吴晓灵 (1996), 中国国有经济债务重组问题研究报告 (讨论稿)。
- 谢平 (1994), 中国转轨经济中通货膨胀和货币控制, 天津金融月刊, 1994 年第 9 期。
- 谢平 (1992), 中国金融资产结构分析, 经济研究, 1992 年第 11 期。
- 易纲 (1996), 中国的货币、银行和金融市场: 1984—1993, 上海人民出版社。
- 中国证券期货市场, 中国证券监督管理委员会, 1995 年 12 月。
- 周正庆 (1996), 金融在实现两个转变中的作用, 金融时报, 1996 年 10 月 9 日。
- International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, various issues.
- McKinnon, Ronald I. (1973), *Money and Capital in Economic Development*, Washington, D.C.:
Brookings Institute, 1973.
- Shaw, Edward S. (1973), *Financial Deepening in Economic Development*, Oxford University
Press, New York.
- The World Bank (1995), *The Emerging Asian Bond Market*, June 1995.
- Xiaonian Xu (1996), *Ownership Structure and Firms Performance: The Case of Chinese Stock
Companies*, Department of Economics, Amherst College.