

当前中国经济形势和金融改革的几个问题¹

李剑阁

(2004年1月16日, 东京)

今天, 我在这里谈谈当前中国经济形势和金融改革的看法, 并与国内外同行讨论。

一、2003年中国的经济形势和货币政策

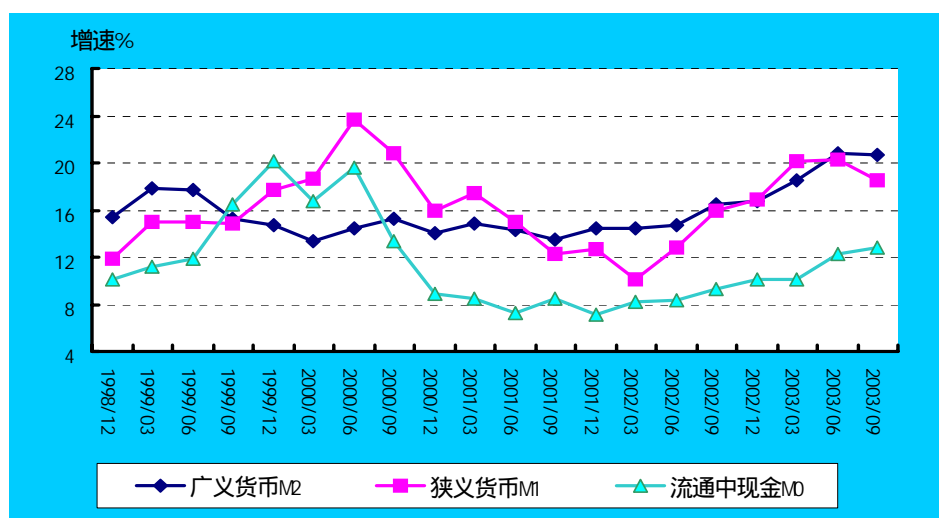
2003年中国经济继续保持了快速增长的发展趋势。二季度遭受非典疫情的影响, 当季经济增长有所减缓。进入三季度后, 经济增长迅速恢复到原有的快速轨道。预计全年经济增长将达到8.5%。

在经济快速增长的同时, 我国货币信贷大幅增长。11月末, 广义货币 M2 余额为 21.64 万亿元, 同比增长 20.4%, 增幅比上年同期加快了 3.8 个百分点, 比上月回落 0.6 个百分点。狭义货币 M1 余额为 8.08 万亿元, 同比增长 18.9%, 增幅比上年同期高 0.4 个百分点。全部金融机构各项贷款(含外资机构)本外币并表的余额为 16.85 万亿

¹ 作者职务为中国国务院发展研究中心副主任。本文纯属个人观点, 并不代表任何机构。

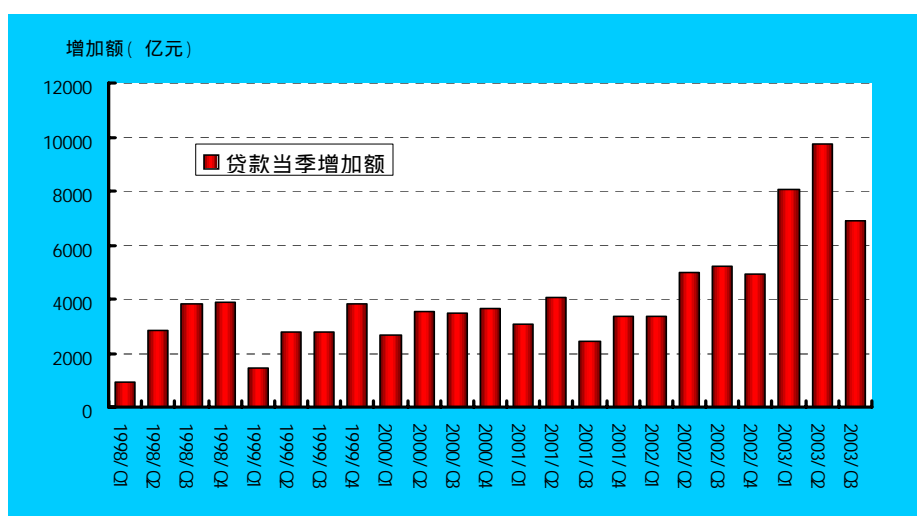
元，同比增长 23.1%，增幅比年初高 4.7 个百分点。（图 1）

图 1 各层次货币供应量增幅（%）



（资料来源：中国人民银行）

图 2 金融机构人民币贷款季度增加额（亿元）



（资料来源：中国人民银行）

总体上看，去年前 11 个月我国货币供应量增长较快，贷款增加较多（图 2）。中央银行对货币信贷的快速增长给予充分重视，主要通过发行中央银行票据及正回购交易控制货币供应量。为了减少发行央行票据回收流动性的压力，从 2003 年 9 月 21 日起，将法定存款准备金率由原来的 6%调高至 7%。7 月份以后，中央银行多次召开窗口

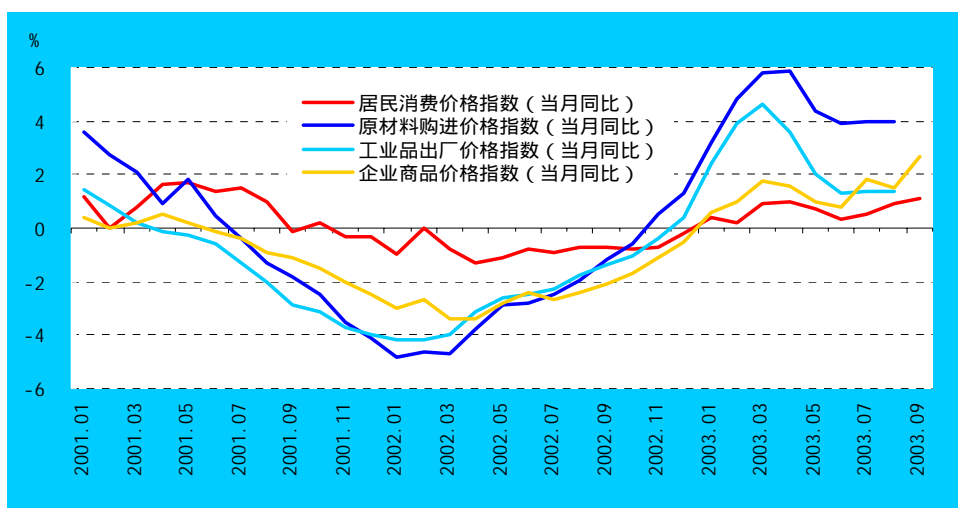
指导会议，对货币信贷过快增长可能引发的系统性风险进行必要的风险提示。目前，中央银行的有关政策调整和发出的一系列信号正在逐步发挥作用，货币政策的效应继续显现。货币信贷增长偏快的趋势得到了初步控制，金融运行平稳。

去年经济能够快速增长的原因：短期因素，包括地方政府换届、大量外资（包括热钱）流入和银行经营行为的调整；中长期因素，包括城市化的加速发展、居民消费结构的升级、全球化和世界制造业格局的调整正在使中国成为新的世界工厂、以及重工业为主导的工业化进程的全面展开等。

关于 2003 年经济发展是否过热，是目前中国经济学界正在热烈讨论的问题。

去年前 9 个月，固定资产投资同比增长 30.5%，增幅达到 1993 年以来的最高点。但目前中国宏观经济运行总体上正常，投资的高速增长尚未导致严重的通货膨胀，截止去年 11 月 CPI 增长 3%。这与我国 1993 年至 1994 年的经济过热形成鲜明对比。1993 年，国内实际投资增长速度高达 32%，同时消费价格指数上涨 14.7%。

图 3 价格指数的变化



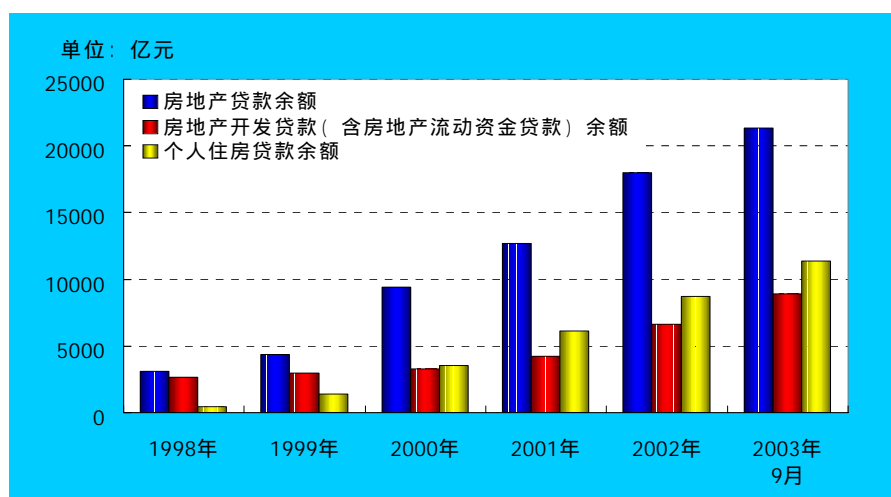
尽管没有出现严重失衡迹象，但经济过热趋势仍值得关注。这是因为：一、目前的生产能力存在过剩，投资缺乏强劲的需求基础。二、一些宏观经济数据也反映出目前的投资存在着效率低下的问题。例如，2002年，固定资产投资占GDP的比重达到了前所未有的40%，超过1993年38%的水平。而另一方面，2002年GDP增量与上一年度的投资额之比（增量产出投资比率）下降到了18%，反映出投资效率低下。

尤其值得注意的是部分行业已经出现过热现象。如制造业、房地产业、汽车行业等。去年1到5月，机械、电子和纺织行业的固定资产投资增长速度分别达到73.5%、59%和625.6%，而制造业的生产资料价格指数到去年5月份为止一直处于通缩中，这反映出制造业存在着严重的生产过剩现象。目前仍有大量资金在不断涌入该行业，过热的现象已很明显。目前国内房地产业的投资增长也很快，投机性房屋需求不断增长。有些城市的房地产价格上涨速度过快，已超过了房屋租金价格增长，导致租金收益率下降。在这种情况下，一旦房地产价格有所调整，将对银行体系乃至宏观经济造成极大的风险。（图4）此外，由于国内外汽车厂商大幅增加对国内汽车业的投资，有可能造成汽车生产能力过剩，虽然汽车需求也在上升，但还是有可能引发汽车工业的投资泡沫。

目前我们应该高度关注CPI所不能充分反映的资产交易价格的变化，以及资产价格过快上升乃至出现泡沫的可能性。房地产作为典型的不动产，其价格的过快上升尤其值得注意。根据分析，由于过多

的货币投放引起资产价格的上升，再由资产价格的上升导致 CPI 上升，从而引发显性通货膨胀，大约需要经过 9 个月到一年的时间。这就是说，现在从货币投放过多到通货膨胀的出现的时滞会比原来的经验数据半年长一些。

图 4：房地产贷款余额



(资料来源：中国人民银行)

2004 年中国经济将继续保持快速增长势头，但影响 2004 年经济快速增长的负面因素也不容忽视，可能主要包括：1、国际贸易保护主义抬头、出口退税政策调整和外资流入明显减速可能冲击出口增长；2、国内和全球粮食价格面临比较大的上升压力；3、消费稳定增长的势头还没有确立；3、经济增长在地区和部门之间非常不平衡、存在较明显的冷热不均，加大了调控难度；4、在经济扩张过程中低水平重复建设抬头，部分地方政府好大喜功，搞不切实际的基础设施建设和政绩、形象过程，可能损害银行的信贷资产质量，并降低经济扩张的质量；5、第三产业增长较慢，就业压力仍然比较大；部分地区房地产市场可能存在泡沫，潜在风险不容忽视；6、人民币升值预期继续存在，甚至可能进一步加剧，热钱流入势头难以控制，可能加

剧经济出现泡沫的倾向。

二、人民币汇率制度改革

围绕汇率问题，在学术界过去有一些争论，现在和今后还会有新的争论。比如说，汇率的有效性问题，货币贬值对通胀的影响问题，经常项目可兑换问题，亚洲金融危机问题，对冲基金如何冲击经济问题，资本账控制对防范危机是否有效问题，如何看待流入中国的证券市场问题。目前对于这些问题的争论尚没有得出一致的结论。

中国的汇率体制改革是渐进改革的典型案例。总的来说，我们汇率体制的渐进改革是成功的，目前的汇率水平是合理的。我们没有充分理由去突然改变现在的汇率政策和体制。

虽然人民币名义汇率在某些阶段基本保持不变，但由于中国与其他国家的通货膨胀有差距，和交叉汇率有关，人民币实际有效汇率却在不断变化。1994年至1997年间人民币实际有效值升值约30%。

1994年以来，我国持续存在贸易顺差，再加上大量的资本流入，我国外汇储备不断积累。去年储备增加速度明显加快。从国际收支平衡表的误差项变化和企业结售汇行为的变化看，市场开始形成比较强的人民币升值预期。在国际收支方面，尽管上半年我国的经常项下顺差大幅缩小，但由于外资流入和人民币升值预期，导致银行结汇增加，外汇储备大幅增长。截止12月末，我国外汇储备高达4032亿美元。当前人民币升值的压力，部分是来自贸易顺差。与世界上许多国家不同，中国的贸易体制处于改革和变化比较快的年代，贸易是顺差还是逆差并不容易预测。总体来看，去年进口增长速度比出口增长速度快。

如果继续按照这一趋势发展，那么在近一两年内进出口贸易就会达到平衡，就不会有贸易盈余。基于对这种趋势的外推，现在来评价、认定人民币币值是低估还是高估恐怕为时过早，据此做出调整就更不见得明智。

在这种情况下，要维持人民币汇率稳定就需要大量投放货币，从而可能积累通货膨胀压力；否则，一旦中央银行停止在现行的汇率水平上收购外汇，又必然会对人民币产生升值的压力。那么，我们到底应该采取什么样的汇率政策？

从数量上看，中国金融机构外汇存款目前高达 1481 亿美元。根据国际货币基金的估计，2002 年底，包括海外资产在内，中国私人部门持有的外汇高达 4360 亿美元。如果人民币小幅升值，为回避进一步升值的风险，这些外汇资产有部分可能会在国内市场抛售，转换为人民币资产。同时，国际上利率都处于历史低位，国际投机资本如果要对人民币进行攻击，其筹资的成本很低。如果我们对人民币汇率进行小幅调整，则根据国际经验，这样做非但不能解决问题，反而可能招致对人民币汇率的投机性攻击，届时人民币承受的压力也许还会比升值之前更大。

当然，我们也要不断完善人民币汇率形成机制，维持人民币汇率在合理、均衡水平上的稳定。实际上，为了逐步释放人民币升值压力，中国政府近来采取了许多相应措施：2002 年 11 月份出台了 QFII；明确支持各类企业在国外投资、开展业务，投资的手续、兑换及汇出变得相当简单；允许外商直接投资企业到国内资本市场上市融资；允许

国际金融机构在国内发行人民币债券；允许跨国公司集中操作外汇资源；提高个人出国换汇的指导性限额标准；放松出境携带外汇管制；移民、非居民的国内资产可以兑换汇出；放宽各类企业开立外汇账户以及对外汇账户的限额方面的管理。

目前，经常项目顺差和外商投资大量流入并存表明国内金融体系在将储蓄转化为投资方面存在一定问题，需要加快金融体系的改革，疏通储蓄和投资之间的通道，从根本上缓解人民币升值压力。

从根本上讲，汇率是本市和外币的比价，必须按照市场供求规律来决定。当然，货币是一种特殊的商品，它的交换规律要比一般的商品复杂很多，取决于各方面的因素。我们的方针是改革和完善有管理的浮动汇率制度，按照市场供求把汇率确定在合理均衡水平，促进国际收支的大体平衡。在汇率实现充分浮动之前，有几件事要做：一是贸易尤其是服务贸易开放基本充分；二是资本项目过度管制得到消除，市场能真正起较大作用；三是国有商业银行改革迈出重大步伐，主要问题初步得到解决。在这三件事未做好之前，汇率形成机制方面步伐不宜迈得太大。

三、国有金融机构改革

我国银行不良资产问题是金融风险的集中体现。这是因为银行体系在中国的金融体系中占有举足轻重的地位，银行信贷在企业融资总额中占 90%左右，其中又有 75%是由四大国有银行贷出。但是由于历史的原因，这些国有商业商业银行积累了大量的不良资产，截止 2003 年 6 月，四大银行不良贷款余额 20070 亿元，不良贷款率为 22.19%，

若再加上非信贷资产损失，四大银行的总体损失额远远高于 1.2 万亿元。巨大的不良资产包袱严重束缚了四大国有商业银行的各项改革，影响了银行改革的成效与速度，因此解决国有商业银行的不良资产成为现阶段银行改革的重点。

国有商业银行改革思路经历了几次变化，几次飞跃，取得了来之不易的成绩。主要包括：一是为了将商业银行转变为真正的银行，将其不该承担的政策性职能剥离出来，从 1993 年开始先后成立了三家“政策性银行”，1998 年取消了商业银行的信贷规模控制，目前正在进行利率市场化改革，进一步提高商业银行的市场化程度。二是减少国有商业银行的不良资产，提高资产充足率。国家首先于 1997 年调低了国有商业银行的所得税税率，从 55% 的所得税外加 7% 的调节税下调至一般工商企业的 33%，现在又准备调低国有商业银行的营业税，从而提高了国有商业银行自我积累一部分资本金的能力。国家于 1998 年还通过发行特种金融债的方式直接为四大国有商业银行补充 2700 亿元资本金。而在 1999 年又先后成立四家国有资产管理公司，直接剥离了 1 万 3 千亿的不良资产。三是出台一些政策，加强国有商业银行的内部控制与管理。1995 年要求各商业银行采取资产负债比例管理制度，1998 年开始对信贷资产采用国际通行的 5 级分类方法，同时还要求各商业银行按照新的方法计提呆帐准备金。人行还出台了商业银行内部控制指引等文件。四是引入竞争环境。引入全国性与区域性的股份制银行，成立城市商业银行等，向外资逐步开放银行业等。

国有商业银行改革的目标，就是把国有商业银行改造成治理结构

完善，运行机制健全，经营目标明确，财务状况良好，具有较强国际竞争力的现代金融企业。通过改革，真正做到自主经营，自负盈亏，自我发展，自我约束。国有商业银行可以通过改组为国家控股的股份制商业银行，完善治理结构，提高资产质量，并且在条件成熟时上市。同时国有银行应按照国际标准，全面推行商业银行贷款质量“五级分类”制度，健全贷款评审决策机制，实行审慎的会计原则和严格的信息披露制度，逐步降低不良资产比例。

2003年，中国人民保险公司和中国人寿保险公司成功地进行了重组和股份制改造，前者在香港上市，募集资金54亿港元，后者在香港和纽约两地上市，募集资金30.1亿美元，为2003年全球最大IPO。人保和人寿的成功经验对于国有商业银行股份制改造有很大借鉴意义。首先，股份制改造必须与经营机制的转换结合起来；其次，股份制改造必须与财务、人员重组结合起来，改变国有金融机构财务恶化、人员臃肿的状况；再次，股份制改造必须与政府的有效支持结合起来，但政府的支持必须有利于对公司形成正向的激励机制。

中国政府在2003年年底决定选择中国银行和中国建设银行两家国有银行进行股份制改造试点，以450亿美元的外汇储备，为两家试点银行增加资本金。核心是要将其办成真正的商业银行。股份制改造的主要内容是：按照现代商业银行要求，建立规范的公司治理结构和严明的内部权责制度，形成良好的财务约束和内在风险防范机制，同时要相应的进行财务重组，加快处置不良资产、充实资本金，建立良好的财务基础和严格的财务标准。通过股份制改造，使试点银行成为

资本充足，内控严密，运营安全，服务和效益良好的现代金融企业。

四、关于金融监管问题

此外尽管目前我国还实行的是分业经营，但最近一两年，银行体系与资本市场发生着越来越密切的关系，商业银行、保险公司与资本市场之间的业务界限正在模糊化，基金托管和“银证合作”等中间业务得到较快发展。但在变革的过程中，银行体系也面临着严重的挑战。金融创新为商业银行带来了生机，但同时也伴随着风险的增加，如何防范商业银行、保险公司与资本市场之间紧密相联的金融风险，也成为亟待解决的重大问题。

在证券业监管方面，加强了对投资者的保护。2002年1月和2003年1月，最高法院出台了关于受理和审理证券市场因虚假陈述引发的民事赔偿案件的相关规定，为投资者提供了法律保护，对上市公司和中介机构的虚假陈述行为形成制约。中国证监会也颁布了一系列法规，严格上市公司的信息披露，规范上市公司与大股东之间的关联交易和担保行为，保护中小投资者的利益。

监管部门在上市程序方面也做了努力。2001年，股票发行核准制正式实施，发行上市的行政审批转为市场选择。2003年，中国证监会颁布了《证券发行上市保荐制度暂行办法》。通过实施保荐制度，明确保荐机构和保荐代表人的责任并建立责任追究机制，可以建立市场力量对证券发行上市进行约束的机制，此外，实施保荐制度还将推动证券发行制度从核准制向注册制转变。2003年，证监当局对股票发行审核委员会进行改组，提高委员会的专业性和独立性，规范审核

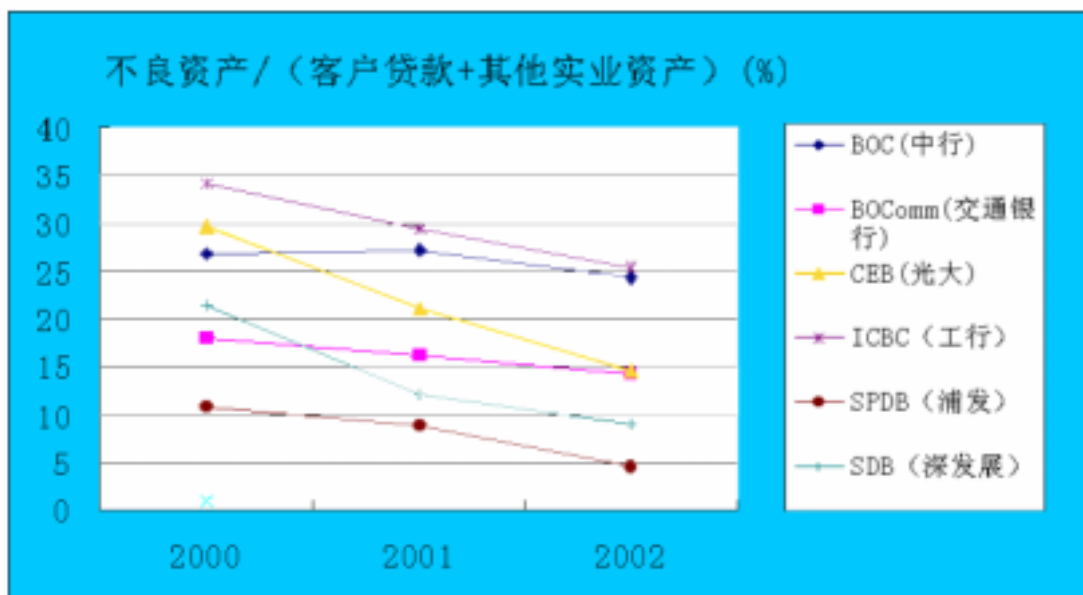
过程。

证监当局颁布了一系列的规定，完善证券公司的治理结构和内部控制，推动证券公司采取先进的财务会计制度，规范证券公司的受托理财行为，纠正证券公司挪用客户保证金的问题。2003年，两家证券公司（鞍山证券和新华证券）被撤销，南方证券被行政接管，表明了当局处理问题证券公司的决心。

2003年，中国成立了银监会，专门负责监管银行、金融资产管理公司、信托投资公司等银行业金融机构。银监会宣布从2003年下半年起，在所有从事信贷业务的金融机构全面推行符合国际惯例的贷款风险分类制度，以推动银行真实反映资产质量和业绩。银行监管当局还推动商业银行增加贷款损失准备，加快呆帐核销，做实利润。

银行监管当局将督促商业银行不良资产下降作为一项重要工作，据统计，到2003年9月末，国有独资商业银行境内机构五级分类不良贷款余额比年初下降888.76亿元；不良贷款率比年初下降4.83个百分点。近几年来，几乎所有的商业银行不良资产比例都有所下降（图5）。2003年，银监会决定增补中国商业银行的资本构成，将符合规定条件的次级定期债务，计入银行附属资本。

图 5 2000-2002 年,几家中资银行的不良资产率变化



(资料来源：中国人民银行)