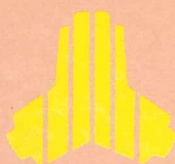


# 五道口论坛



WUDAOKOU FORUM



2011

历年——累创业绩  
跃上上层楼

中国人民银行研究生部创办十五周年

陈岱孙教授贺

# 校庆献辞

四月和我们一起迎来了中国人民银行研究生部的十五年校庆。

四月的风平稳地吹个不停。我们仿佛又看到十五年前研究生部的开创者们是怎样踏着荒凉和萧瑟走进这片土地的。这里没有百年学府的厚重，没有千年神殿的肃穆，这里只有一个名字：五道口人。在这片贫瘠的土地上，五道口人用求实创新的精神开垦四季，播种希望，耕耘未来。做人做事做学问，五道口和中国金融改革的实践紧密地联系在一起。奇迹要靠人创造，樊篱等待人破除，事业需要人推进，五道口人始终站在时代潮流的浪尖，面对挑战和机遇，谱写了瑰丽的篇章。有冬的严肃，就有春的妩媚；有夏的绚烂，就有秋的成熟，这是季节的规律。

四月的阳光和煦温存。回想创业的艰辛和已有的成就，我们心中充满感激，对开创者，对各级领导，对老师，对前辈校友。在这样的喜庆日子里，除了回顾过去做了些什么，怎么做的，做得怎么样，我们更要想想还要做什么，怎么去做。这是我们每一个五道口人现实的课题。正是每一个五道口人共同不懈的努力，才创造了五道口从无到有、不断走向辉煌的历史。历史不是包袱，是积淀和动力。十五年历史，十六亩校园，小小的五道口必将迎来更加璀璨的明天！

春风拂柳，杨柳依依。阳光温暖着我们的脸。鲜花灿烂，绿草茵茵，那是我们深深的祝福。

《五道口论坛》编辑部

一九九六年四月

# 五道口论坛

1996 · 1 (总第 2 期)

## 目 录

### 校庆专题

- |            |           |
|------------|-----------|
| 投身改革,经受锻炼  | 刘鸿儒(1)    |
| 五道口随感几则(续) | 甘培根(2)    |
| 唐旭主任访谈录    | 何川 范艳瑾(4) |
| 春华秋实       |           |
| ——五道口风雨十五载 | 赵卫群(6)    |

### 校友寄语

- |           |         |
|-----------|---------|
| “五道口现象”随想 | 万建华(9)  |
| 寄语        | 武捷思(10) |
| 想起了五道口的火车 | 彭 纯(10) |
| 五道口的风格是务实 | 罗 熹(11) |

### 理论研讨

- |                 |         |
|-----------------|---------|
| 大量外资流入对我国经济的影响  | 戴 丛(12) |
| 我国居民储蓄存款的计量模型   | 王 信(16) |
| 国债发行利率偏高的成因与对策  | 汪列平(20) |
| 从案例探讨金融产品的设计与安排 | 曾晓松(23) |

刊名题字:刘鸿儒

总 顾 问:唐 旭

顾 问:蔡浩仪 刘 利 郑 薇

特邀顾问:林毅夫 易 纲 李 扬

张维迎

主办者:中国人民银行研究生部

经济金融研究会

主 编:王雄辉 黄广明

编 委:贺书婕 郭苗苗 李庆文

赵卫群 史 博 李旭利

戴 路

封面设计:梁宝忠

英文目录翻译:袁 翔

论证券市场中的信息成本 夏 林(26)  
发挥股市存量调整功能,推动经济增长方式转变 汲秦立(30)  
经济研究基本问题探索(简稿) 黄广明(32)

## 毕业论文

九六年度硕士毕业论文综述 史 博(35)

## 学者访谈

张维迎教授谈国有企业改革 李庆文(37)

## 校 园

毕业随想 黄 陈(40)  
校园十大新闻扫描 曹 莉(41)  
两份晚会档案 王雄辉(42)

## 编读往来

校友看《五道口论坛》 (44)  
读者意见卡 (44)

出版日期:1996年4月  
地 址:北京市海淀区五道口  
中国人民银行研究生部  
电 话:2559631  
邮 编:100083

(仅供交流)

# Contents

## Anniversary Specials

- Self-tempering in the Forge of Reform ..... Liu Hongru( 1 )  
Bits of Reflections in Wudaokou (continued) ..... Gan Pengen( 2 )  
An Interview on Dean Mr. Tang Xu ..... He Chuan & Fan Yanjin( 4 )  
Fruits after Sweet Toil  
——the 15 Arduous Years Since the Birth of Wudaokou ..... Zhao Weiqun( 6 )

## Words from Alumni

- Reflections upon "Wudaokou Phenomenon" ..... Wan Jianhua( 9 )  
Jottings ..... Wu Jiesi(10)  
On Recalling the "Train" at Wudaokou ..... Peng Chun(10)  
Pragmatism —— the Style of Wudaokou ..... Luo Xi(11)

## Study of Theory

- On the Impact of Strong Capital Influx on China's Economy ..... Dai Cong(12)  
The Econometric Model of China's Household Savings ..... Wang Xin(16)  
The Reasons behind the Unduly high Interest Rates of T-bills and Ways out ..... Wang Lieping(20)  
The Projection and Planning of Financial Products as Shown from Case Analysis ..... Zeng Xiaosong(23)  
On the Cost of Information in the Security Market ..... Xia Lin(26)  
On How to Advance the Transformation of Economic Growth Mode  
by Giving Play to the Stock Adjusting Function of the Stock Market ..... Ji Qinli(30)  
An Exploration of Basic Economic Problems ..... Huang Guangming(32)

## Graduation Thesis

- A Survey on the Graduation Thesis of Class '93 ..... Shi Bo(35)

## Interview on Scholars

- A Talk on the Reform of State Enterprises by Prof. Zhang Weiyong ..... Li Qingwen(37)

## Campus Life

- Reflections upon Graduation ..... Huang Chen(40)  
The Top-ten News of Wudaokou ..... Cao Li(41)  
Two Files about Evening Parties ..... Wang Xionghui(42)

## Letters & Editorials

- What Our Alumni Think of *Wudaokou Forum* ..... (44)  
Readers' Opinion Form ..... (44)

# 投身改革 经受锻炼

刘鸿儒

编者按：一九九二年四月研究生部十年校庆时，刘鸿儒老师是中国证券监督管理委员会主席，但当时是以老师代表的身份出席庆祝大会的，并发表了热情洋溢的讲话。今年是十五年校庆了，刘老师当年的讲话今天看来仍然生气盎然，给人以启迪，经刘老师本人同意，将录音整理后特此发表。

我很高兴作为老师代表讲话，因为十年前坐这儿讲话的老师代表是岱老，我是坐白文庆现在这个位置的，那时我是主管行长。当然在十多年的改革中，我是一手抓改革，一手抓培养人才（笑，掌声）。因为十多年来我坚定一个信念，中国只有改革才有出路，只有培养人才，改革才能顺利进行，达到预期目的（掌声）。十多年来我对于培养人才花了一定的力量和心血，研究生部我当然是经常关照（笑，掌声），带学生和讲课都没有耽误，没有停下来，再忙我也想办法挤出时间来和同学们接近。一个是为了培养人才，另外一方面呢，跟年轻人接近，可以吸收很多新鲜的东西，很有朝气的东西，这对于我们年纪大的人很有好处，所以我和老师们都愿意跟同学们在一起，生活、学习、交流思想。今天代表老师讲话，我看也讲不出比前几位更清楚，更有力量，更有份量的内容。因为各方的代表讲话都一致地和多次地感谢老师的谆谆教诲，故而这里我想代表老师，感谢同学们。感谢什么呢？感谢同学们用自己的实际行动回答了老师的期望（长时间掌声），因为这就是对老师的最大的安慰（掌声）。还感谢什么呢？说这句话以前我得说点情况。周围机关的人都特别羡慕我和老师们，说，你们到哪儿去，学生对你们的感情都和别人不一样，和上下级不一样，和同事不一样，非常真挚，非常亲切，见面什么都想跟您

说，有什么困难都想跟您讲一讲，对您特别关心。特别是老师们遇到困难的时候，他就更加关心，更加热心帮助。所以我代表老师们还要感谢同学们对老师真挚的亲切的感情和具体的、经常和坚持不懈的关照（热烈的掌声）。十年过去了，十年前总比现在小十岁吧（笑声）。那时陈岱老八十多，我五十出点头，现在过了十年又讲话，我们又都老了十年了。我们年岁越增长，越愿意看到跟我们一块儿学习过的同学能够真正地成长，取得扎扎实实的成绩。至于对以后的希望，要我题词，我就写了八个大字“投身改革，经受锻炼”。我想来想去呢，字写得不好，心情是好的（掌声）。正规话讲完了，我再讲点笑话（笑声）。几年以前，有些同学告诉我，说有人有议论，说五道口是黄埔军校，后来我说你不要在乎，黄埔军校有什么不好呢？现在我想来想去，按现在的精神来回顾过去，黄埔军校是具有革命精神、开创精神和改革精神的摇篮（热烈的掌声）！我们就要按照这个精神继续前进。最近我到外地出差，一些年轻朋友，都是研究生部的年轻朋友，又和我开个玩笑。他们说：“道口烧鸡”，（笑），味道很浓（笑，掌声）。当时我一笑了之。现在回过头想一想，这个比喻也不错（笑声）。因为烧鸡是经过“烤”验的（笑，热烈掌声）！得有高温，不是蒸煮就是炸，没有高温出不了烧鸡，经过“烤”验的烧鸡当然好。另外呢，烧鸡的味道必须正，不正就没人要，所以我说这个笑话，是要求我们五道口的学生，在校和未来都要经得起考验，保持味道不变（长时间的热烈掌声）！其它的话呢，我不知在座的老师还要说什么，我要说的到此结束，谢谢各位（掌声）。

（责任校对：贺书婕）

## 五道口随感几则 (续)

甘培根 (人行研究生部名誉主任)

### “五道口”，一个多么亲切而简洁的称呼！

中国人民银行研究生部位于北京海淀区五道口，离校园一百多米远就是一个铁道岔口，在校园的教室与宿舍内，随时都可以听到从校园旁边奔驰而过的火车“呜呜”的汽笛声，“火车就要开过来了……”提醒过路人车辆注意安全的高音喇叭声也不时传入师生的耳内，这些有节奏、简单而又重复的声响每天都伴随着师生们从教室到梦乡。久而久之，大家都不约而同地把人行研究生部简称为“五道口”，也许正是为了纪念这一令人怀念的地方吧！历届不相识的同学初次相遇时，只要说声“五道口”，在感情上马上就亲近了很多。“五道口”三个字的份量的确不轻，它凝聚着不知多少人的无限感情，它牵动着不知多少人的怀旧的心。只要一听到“五道口”三个字，就会使人们想起这一块使他们人生旅程发生巨大转折的地方，回忆起在一片城市喧闹声中这一处独具农家风味的清静院落，回想起大家在一起同吃、同住、同学习、互相切磋、亲密无间的真挚友谊。“五道口”，它不仅是校友们凝聚力的一个标志，而且更是来自祖国东南西北中五路金融精英汇集在一起的地方，它是名副其实的金融“五道口”。现在“五道口”才刚满15岁，它还年轻，还需要我们大家来爱护它、扶植它！

### “草窝”能旧貌换新颜吗？

十五年来，人行研究生部就是在“五道口”这一块简陋而又有点寒碜的农民修建的“卫生院”内风风雨雨地走过来的。这个“草窝”飞出了金凤凰，穷山沟里出了真秀才。在“九五”期间，堂堂乎十二亿人口大国的中央银行直接创办的这所高等学府难道还会这样寒碜下去一点也不改观吗？对于这一大家比较关心的问题，有不同的说法。有人说，当初是五道口东升公社违章盖房，

中国人民银行是违章买房，所以“五道口”也就不敢再违章大兴土木了。好象这三个“违章”就把“五道口”捆得死死地，一点也动弹不得。其实，这话说对了一半。在1981—1990年这八年间，“五道口”的处境的确是这样，在两个违章的大帽子下，我们的确谨小慎微不敢再次违章翻建楼房。当时“五道口”不但不敢在院内动土，而且还要想方设法顶住有关当局一再限期要它搬走的压力。说来也巧，1990年赶上亚运会在北京举行这一机遇。为了感谢人民银行对亚运会在资金上的大力支持，北京市政府一下子就解决了拖了八年之久的“五道口”产权问题——“五道口”房地产归人行所有。自此以后，在“五道口”院内大兴土木也不违章了，正是在这一背景下，我们完成了“五道口”第一期建设工程——图书电教楼。真是好事多磨，正打算第二期建设工程上马时，有传言说某某院校要搬进“五道口”，又说“五道口”要搬往某某学院，一个“搬进来”，一个“搬出去”，“五道口”的基建也就这样拖了下来。几年时光一晃就过去了，据说最近人行有关领导已明确表态，应当把人行研究生部办成中国中央银行培养高级公务员与行员的重要基地，“五道口”要单独发展，改善条件，认真规划。看来，已争论几年的“搬入”与“搬出”的问题已获解决，人行研究生部将在原有基础上单独发展，“五道口”第二、三期建设工程可望上马。我为五道口即将旧貌换新颜，并将以崭新的姿态迎接21世纪的到来而感到欢欣鼓舞！

### 外专直接教学，始自慕华行长指点

在1995年以前，“五道口”也曾从美国聘请过几位美籍华人教授来校讲学，记得当时曾邀请美籍华人沈庆生、桑恒康等有名专家来校讲课，都用中文讲授。1985年“五道口”举行开学典礼时，时任中共中央政治局候补委员、中国人民银行行长的陈慕华同志莅临参加，并在大会上作了重要讲话。给我印象最深的是陈行长提出



了不少新的严格的要求，她要求研究生掌握的知识面要广，不仅要学好专业知识，而且要学好外语、学好电脑，甚至要具有相当的法律知识。在谈到如何学好外语时，陈行长语重心长地说，她在任外经委主任期间，就要求在外贸学院（后来的经贸大学）任教的外国经贸专家直接用英语教学，这样学生既能学到专业知识，同时也能学好专业外语，真是“一举两得”，要不然，天天学的与说的都是一些一般日常英语，什么天气好呀、桌子、椅子、书包呀，在业务上用不上。自陈行长这一席讲话后，从1985年秋季起，“五道口”聘请的外国经济专家都直接用英语讲课。1986年春，美籍华人黄惠英教授来校主讲《微观经济学——理论与应用》（该书刚于1985年在美国出版，是最新教材），用英语直接教学，为期两个月，效果很好。课程结束后，我们马上组织85级钱国荣等六位同学进行翻译，丁鹤等十多位老师与同学抓紧时间审校，仅用了三个月时间就完成了全书翻译审校工作。后来该书由中国金融出版社出版，全书共66万字，这反映出五道口不仅在认真贯彻外国经济专家用英语直接教学上获得了成效，而且也为我国引进国外最新经济学教材贡献了自己的一份力量。

### 一代宗师，关心后辈成长

我国著名经济学家、一代宗师、北京大学陈岱孙教授从1981年起就被中国人民银行总行礼聘为研究生部的顾问。十五年来，岱老对研究生部的成长关怀备至，提出过不少真知卓见的教学改革意见。岱老对“五道口”坚持教学、科研与业务部门“三结合”的办学模式一直予以很高的评价。在“五道口”举行的历届开学、毕业典礼或校庆大会上，岱老屡屡提及在参与“五道口”一起办学的过程中，他深切感到大学教学必须要与科研与业务部门紧密结合，这样理论才不会脱离实际。岱老对同学们也一再谆谆教导，关心他们的成长，要求研究生在学习上一一定要在博、大、精、深四个方面下功夫。“五道口”的前十多名博士生的论文答辩过程中，岱老提出的问题，少而精，有些甚至还是一些最基本的理论问题，这是岱老有意要考一下答辩人的基本功是否扎实。在作出综合评语时，每次都是由岱老当场口述，由秘书整理，综合评语通过并填入正式表格后，岱老都要再次过

目后才签字。岱老虽已年过九旬，但每次主持博士研究生论文答辩时，其思路之清晰、综合之精粹、评价之中肯、治学之严谨以及对工作的认真负责、一丝不苟的作风，给后辈们的确留下了极其深刻的印象，真是不愧为一代宗师。我真为“五道口”博士研究生们能在这样一位德高望重的长辈主持下通过论文答辩而感到庆幸！

### 五道口办学模式 深得国家教委赞赏

十五年来，“五道口”在培养金融类应用型研究生工作方面经历了一个从不自觉到自觉的发展历程。回顾过去，“五道口”主要从以下五个方面开展研究生培养工作的：一是明确了“五道口”的培养目标是培养金融类应用型研究生；二是尽量扬长避短，充分发挥自己的优势，办出自己的特点，在培养工作中，坚持实行教学、科研与业务部门相结合，注意发挥了金融系统一大批专家的作用，既解决了师资问题，又办出了自己的特色；三是坚持理论密切联系实际，学校开设的金融专业课与论文指导，几乎全部由金融系统专家担任，使学生能密切接触实际；四是注意贯彻“双百”方针，开展学术交流。在学术上注意引进最新学术观点，鼓励不同学术观点交流，博采各家之长，避免“近亲繁殖”与思想僵化；五是坚持开放办学。十几年来，学校投入大量人力与财力邀请不少外国专家来华讲学，加强了学术上的国际交流。对“五道口”在培养应用型研究生工作上取得的这些初步成效，国家教委不但予以肯定，而且还鼓励我们要进一步不断总结经验，探索出一条适合中国实际培养应用型研究生的路子。在1993年前后国家教委召开的几次研究生工作会议上，就明确要求由人行研究部牵头与南开大学等几所高等院校共同拟定货币银行学应用型研究生的培养方案，后来发放全国有关院校参照执行。记得在这一改革方案中，要求有关院校要尽快组建“模拟银行”与“模拟金融市场”，使学生们在未出校门前就能充分掌握现代银行与金融市场上的最新技术，据说有些院校是办到了，而“五道口”的“模拟银行”与“模拟金融市场”却迟迟还没有筹建起来。在这一点上，“五道口”落后了，我经常为此而深感内疚！

（责任校对：贺书婕）

## 唐旭主任访谈录

何 川 范艳瑾 (九五级硕士生)

今年正值中国人民银行研究生部建校十五周年，日常工作与校庆事宜交织在一起，使得研究生部主任唐旭先生极为繁忙，但他还是抽出时间接受了我们的采访，谈了一些看法。以下是访谈实录（Q：记者；唐：唐旭主任）。

**Q：到今年四月，我们研究生部建校已满十五周年。短短十五年里，“五道口”为金融界输送了大批人才，在社会上获得了肯定和好评。唐主任，您能否谈一谈，研究生部的发展得益于哪些方面呢？**

唐：从一个长的历史时期来看，十五年是很短暂的；但对一所学校来说，从无到有的这十五年，是一个非常关键的阶段。到现在，研究生部已建立起良好的教学秩序、教学方法，并在社会上获得了较好的声誉，吸引了大批优秀学生并培养了许多高级金融人才。这一好的开始，确实得益于各个方面的支持。

首先，我要感谢金融界对研究生部的发展所给予的有力的支持。研究生部是直属于中国人民银行总行的，在研究生部的创办、成长和发展过程中，人行的领导对我们在各方面都一直给予了重要的支持和帮助。实际上，研究生部也可说是全国金融界合办的一所学校，它是在人行的领导下，根据金融界的要求，为全国的金融系统培养在理论和实践方面都具有较高修养的高级人才。它的成就，首先是全金融系统支持、帮助的结果。

在研究生部的发展过程中，它也得到了来自于其它金融部门和机构如证监会、四大国有商业银行、交通银行、招商银行等股份制银行以及非银行金融机构如中国人民保险公司、中信集团、几大证券公司等的大力支持。它们不仅为研究生部的学生提供了许多宝贵的接触实际的机会，而且经常派一些高级专家来举办讲座，对提高研究生部的教学水平有很大帮助。

另外，大家都知道，研究生部实行一种较为特殊的导师制度：它是从金融界聘请兼职教授来指导学生。在研究生部的导师中，约有40%来自人民银行，40%左右

来自其它各大银行，还有一些来自别的金融机构。这些导师本身工作任务都较为繁重，但他们仍然抽空对学生的研究、研究工作给予了认真的指导，借此机会我代表研究生部对他们表示由衷的感谢。

同时，我也要感谢学术界对我们的支持。国内的几所著名大学如北大、人大、西南财大等对我们自始至终给予了许多帮助。比如北大，在我们刚建校时，帮助我们设计课程和教学方案，并专派老师长期任教。许多金融界的知名学者如黄达教授、厉以宁教授等人也都在研究生部授课并举办讲座。

另外，我们也得到了来自国际上的大力帮助和支持。研究生部培养的人才不仅要能适应国内金融业的需要，也要能在国际金融舞台上一展手脚。这些年来，一些国际金融机构如IMF、WB、商业性金融机构及国外的一些大学经常派专家教授来我部讲课并对我们提供技术援助。它们的努力对提高我部学生在国际金融业方面的水平有很大帮助。

还有一点，研究生部的老师和管理人员本着“服务第一”、“蕴管理于服务之中”的态度为研究生部的发展、壮大也作出了不少贡献。通过他们的努力，为同学们创造了良好的学习和研究条件，使研究生部的软件环境成为同类院校中最好的。

总之，在各方面的协助、支持下，研究生部才取得了今天的成就。它的成就，不是某个单方面因素的结果，而是各方面因素综合的结果。在此我代表研究生部对这些年来关心和支持研究生部发展的各界人士表示感谢。

**Q：看来，“五道口”现在取得的成绩是来之不易的。俗话说：“创业容易守业难”，而进一步的发展就更加不易了，请问您对研究生部将来的发展有哪些设想呢？**

唐：研究生部目前处于发展较好的阶段，但我们也面临很大挑战。目前全国培养金融方面研究生的院校已有三百多所，在人才市场上大家都在创新，都在竞争。我们将采取各种措施以使我们的学生能够迎接这一挑战，

我们将在教材选用、课程设置、教学方法等方面继续改进，使同学们能够更加适应中国和国际金融业的发展。

我们还要争取扩大与国际、国内的学术性和事务性机构的合作。研究生部在国内已有较好影响，我们还将尽可能使它更接近国际水平，使之在国际上也能有较大影响。近两年来我们与国际上的一些大学、金融机构和公司的合作有突飞猛进的进展。以前我们的对外交流是带点被动性的，现在我们已更加主动地对外联系，这一势头将继续保持下去。

另外，我们还打算使研究生部的学历教育与人民银行的高级干部培训教育相互结合起来。我们的很多资源包括国际的、国内的资源，除对学历教育有帮助外，对银行干部水平的提高也是有所裨益的。我们应当充分利用这些资源，并且我们也希望通过这两方面的相互结合，既能使在校学生对实际多一点了解，也可以帮助高级干部学一点理论以提高制定和执行政策的水平。下一步我们将尽可能在干部培训方面做一些工作。

当然，同学们所关心的学校基础设施，我们也正在努力使之改善。我们已有一个总体规划，一旦完成，同学们的住宿和教学条件将有很大的改进。希望在不久的将来，学校的环境会有较大的改观。

**Q:** 目前，社会各界都在关注研究生部的发展。最近，新闻媒介也做了大量的介绍和宣传。请问唐主任，您对外界的这些报道和评价有何看法？

**唐:** 目前新闻单位对研究生部的报道确实很多。首先，我要感谢社会各界对研究生部的关心和支持。在新闻宣传中，大家对研究生部评价很高，这对我们的工作极大的鼓励，促使我们更好地为金融业的改革和发展服务。但宣传的同时也给我们带来压力。我们必须时时处处注意教学质量、学生素质、学校管理水平等，以求真正对得起外界赋予我们的称号。从学校的长远发展来看，我还是希望新闻界的宣传能够“低调”一些，客观一些，不可言过其实。不过，无论外界评价如何，我们都应保持清醒的头脑，在中国人民银行领导下，把研究生部工作搞好。

**Q:** 唐主任，您也是“五道口”早期毕业的学生，毕业后一直在这里从事教学和研究工作，现在又任研究生部主任。作为我们的师兄、老师，您对我们的生活、学习以及日后走向社会有哪些期望呢？

**唐:** 我觉得对于一个学生来说，应该充分利用在校期间学些将来有用的知识，首先要把学校设置的课程学扎实。毕竟，日后能完全脱产、安心学习的机会不多；如果不充分利用学校提供的环境、设施增长真才实学，将来回忆起来会感到遗憾的。学习要有一种“只争朝夕”的精神，不能懈怠、错过机会。在学习过程中还要多参加实践，以了解社会需求，反过来再不断补充新的知识到学习中来。

在学校期间除了学习专业知识以外，做人这方面也要好好学习。自身修养、行为举止带给别人的感受是一个高级知识分子不可忽视的。有一些高学历的人不拘小节，行为乖张，缺乏与人和睦交往的能力，这不符合社会对人才的要求。所以，在校期间要加强社会公德、行为准则等方面的修养，从小事做起，只有这样才能谈到承担起更多的社会责任。

至于将来走上社会，每个人面临的生活环境、工作环境都各有差别，但我希望同学们无论何时何地都要认真地做人，要有敬业精神，不可为个人私利而不择手段甚至伤害国家、民族的利益。在工作中要踏踏实实，不要好高骛远，要知道，做大事的能力是从做小事的经历中积累起来的。如果你能自始至终做好每一件事，那你必定有所得。所以，一定不要放弃日常的学习和工作经验的点滴积累。还有，要树立正确的价值观与是非观，要有社会责任感，能够从民族、国家乃至世界发展的全局看待社会生活中的大事，要保持清醒理智的头脑，不可意气用事，更不可迷失方向。我相信，同学们都会前程似锦。

(责任校对：何川)



# 春华秋实

## ——五道口风雨十五载

十五年前，中国刚走出“十年浩劫”，金融界百废待兴。各种金融机构急剧扩张，各类金融问题层出不穷，每一处都象荒原期待种子一样期待人材。国不可一日无金融，金融不可一日缺人材。刘鸿儒，这位新中国第一代留学生，在大地解冻的初寒中，认识到改革成败的关键在于人材素质，他上下奔走，四方联络，召集了一批刚走出牛棚的知识分子和远见卓识的金融官员。他们率领第一批十八名衣着朴素的弟子来到北京郊外五道口一幢简易农舍。在十几间租来的房间里，在只有五个书架的图书室中，中国人民银行研究生部诞生了。弹指间，十五年过去了，她从无到有，从小到大，从默默无闻到声名显赫，在中国金融界构造出独特的五道口概念。从这

块十六亩的园地上，已走出了456名硕士和16名博士，他们遍布中国金融界，成为所在单位的业务骨干，许多人被评为教授、研究员、高级经济师，1/4以上成为处级以上干部，不少人已担任司局一级的高级职务。“投资小，收益大”是总行领导对她的高度评价。办学伊始，她坚持理论联系实际，坚持教学、科研与业务三结合，长久以来，逐渐形成了注重实际，勇于创新的独特风格。今天，正值她十五周岁华诞，让我们穿过时间的隧道，回顾她走过的光辉道路，我们可以骄傲地说，这里凝缩着中国金融的昨天，代表着中国金融的今天，也将预演中国金融的明天。下面的材料只是十五年历史的一鳞半影，但已足以让后生敬畏，令同辈称道。



### 创业维艰从伊始，管它春夏与秋冬

当时第一届研究生只有18名，教职员工也只有  
 几人，没有电脑，只有一点图书，汽车只有一辆专  
 供老师接送，学校负责人都乘公共汽车上下班。

——甘培根

一九八二年二月，大地冰封，十八名衣着朴素的男  
 女学生走入五道口东升公社卫生院，在一间纤维板搭成  
 的简易教室中，开始了两年半的研究生涯。这两年，研  
 究生部只有投入，没有产出，又陆续招收了50名学生，  
 十八名开创者从十年浩劫中走过来，灰色蓝色仍是服装  
 的基调，他们有的来自茫茫北国雪原，有的来自莽莽南  
 国丛林，有的已成家立业，有的仍孑然一身。他们满怀  
 激情，顽强地承受着创业者的艰难。当时的研究生部一  
 片空白，五道口不相信眼泪，一切都得靠自己。没有教  
 材，自己抄写；教室紧张，自己搭建。一点一滴，一砖  
 一瓦，一纸一笔，都编织着一个共同的梦——为了中国  
 金融的繁荣。历史将永远记住他们——中国金融新一  
 代的拓荒者，十五年后的今天，我们重温这此闪亮的名字，  
 体味岁月的风霜，仍会怦然心动：

波 涛 金 琦 范 棣 胡晓炼  
 李 弘 刘自强 刘 锐 厉 放  
 穆怀朋 魏本华 吴晓灵 万 红  
 夏 斌 张 钢 张小卫 张志平

我眷恋五道口，因为三年的学习为我打下了在  
 工作岗位上不断摸索前进和深入研究的学习基础。

——吴晓灵

每当取得小小的成绩和进步，都会不由自主地  
 回忆在研究生部的学习生活，和那些为我们成长付  
 出心血和汗水的导师。

——金 琦

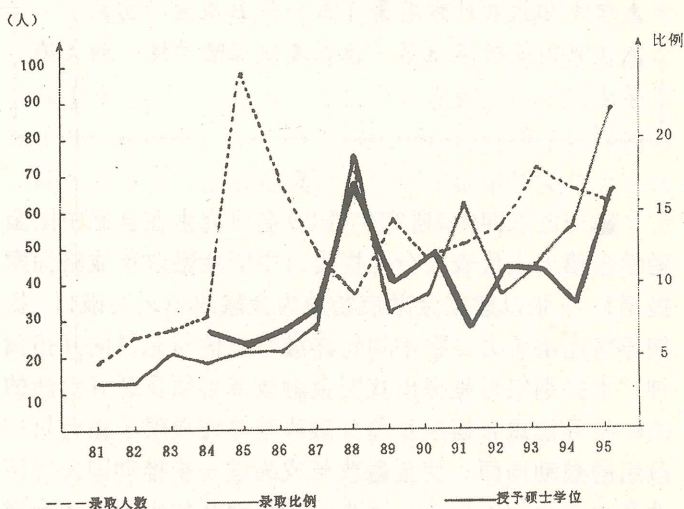
### 功名当从马上取，书生论道在此边

在美国，哈佛大学商学院的硕士学位等

于走向商业成功的通行证；在中国，这个通行证  
 就是中国人民银行研究生部的学位。

——《南华早报》95年4月9日

一九八四年，研究生部第一批硕士生毕业，从此进  
 入发展阶段，它似一块磁石，在北中国的平原中，吸引  
 五湖四海一批又一批的精英人材汇聚于斯，从开始，每  
 年招生十儿人；到现在，每年招收五十多名，每年录取  
 比例平均高达1:10，1995年更是达到1:20，一九九一  
 年，它第一次授予博士学位，至今已有十六人毕业。



### 小资料：名校名师

研究生部目前拥有教授、研究员35人，高级经  
 济师55名，副研究员20名，助理研究员60名，其  
 中博士生导师六名：

丁 鹤 吴念鲁 周 林  
 刘鸿儒 赵海宽 虞关涛

在教学设施方面，创业期只有一间简易大教室，现  
 在已拥有了一座2400平方米的图书电教楼，以及九十年  
 代水平的语言实验室和计算机房，并加入了“全球网”。  
 资金方面，创业期捉襟见肘，现在则八方解囊。1991年  
 海南六家公司捐资30万奖学基金，1994年又有4家公司  
 捐资350万奖学基金，还有甘培根、刘鸿儒和厉以宁  
 等老师的个人捐资，1994年，世界银行提供645,000美  
 元的技术援助。

硬件的改善只提供了良好的环境，学生是学校之魂，  
 黄埔军校的名声是在枪林弹雨中闯出来的，研究生部的  
 辉煌也是在中国经济的大潮中创造出来的，十五年来，这

里的学生在校内校外频创佳绩，令世人瞩目。

小资料：五道口校友之最

- ▲刘自强首任总经理的深圳发展银行是中国第一家股票上市的金融机构
- ▲廖熙文任总经理的深圳特区证券公司是我国第一家证券公司
- ▲王令芬任总经理的深圳外汇经纪交易中心是中国第一家此类公司
- ▲宁志翔代表外方签署了第一份B股发行协议。
- ▲孟兴国是改革后第一位在美获保险学博士的大陆学生

●一九八四年，研究生部25名研究生在合肥中国金融学会第二次代表大会上提出《中国金融改革战略探索提纲》，主张以建立金融市场做为金融改革之突破口，提纲导言铿锵有力，字字句句洋溢着自信与无畏的开拓精神，“本提纲宗旨是提出我国金融改革必须重新确定新的战略指导思想，摆脱目前金融改革单纯局限于银行机构改组的被动局面，使金融改革成为进一步推动国民经济改革的催化剂。现在，逐步地稳妥地开放中国式的金融市场是我国经济改革大趋势的客观要求，是推动商品生产规模扩大的重大步骤，是金融体系全面改革的突破口，它要求我们冲破传统思想的束缚，扬弃已过时的金融理论，全面开创金融改革的新局面。”

小资料：合肥会议二十五杰：

- |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|
| 蔡重直 | 波涛  | 齐永贵 | 李弘  | 刘渝  |
| 万建华 | 张小卫 | 刘自强 | 魏本华 | 金琦  |
| 张志平 | 胡玉  | 王大伟 | 宁志翔 | 厉放  |
| 吴晓灵 | 胡晓炼 | 刘利  | 万红  | 梁建华 |
| 张钢  | 范棣  | 魏迎宁 |     |     |

●1987年5月，国务院学位委员会对全国财政学、货币银行学、国际金融三个专业硕士学位授予质量进行检查评估，我校货银专业名列榜首，国金专业位居第二，

他们在《评价意见》中指出：“……研究生部为国家培养了不少金融人才。已毕业分配的研究生，总的来说，质量优良，符合国家的需求，他们知识面比较宽，思想比较敏捷，富于改革和进取精神，其中有一部分人的组织工作能力比较强，外语水平较高，接受新知识比较快，他们的工作中已经做出了一定成绩，有的还有开拓精神，一般都成为所在部门的骨干……”

✓●1993年9月，研究生部代表队获全国证券知识大奖赛第二名。

✓●1994年，研究生部学生王建新《谈我国投资基金的环境建议》一文获《中国证券报》征文一等奖。

小资料：已毕业博士名录

- |     |     |     |     |     |
|-----|-----|-----|-----|-----|
| 何旗  | 王令芬 | 蔡重直 | 陈敏强 | 钱国荣 |
| 张美玲 | 穆怀朋 | 徐诺金 | 王君  | 唐旭  |
| 刘亚  | 吴军  | 叶翔  | 张晓慧 | 张晋生 |
| 钱小安 |     |     |     |     |

变则通，通则久

一九九四年，中国金融、财政、投资、国有企业、外贸与外汇六大体制发生重大变化，世界金融形势日新月异。新的实践呼唤新的理论，新的理论武装新的人材，变革之秋，研究生部再次站立潮头。正是这一年，她与香港城市理工大学正式签署教改协议，对现有教学安排进行全面修改，以适应时代之要求，1995年1月，产生了《中国人民银行研究生部教学改革计划》，1995年9月正式开始执行，新计划充分估计未来数年内中国金融走向，以亚太新兴工业国家经验为主导，运用西方经济学、公共政策的先进理论安排课程，她将培养方向划分为应用经济学和金融经济学，着眼于培养应用型人才，以满足未来数年中国政策分析家和管理者的需要。

过去的光荣已成为历史，未来的辉煌仍须努力创造，十五年风雨锤炼出五道口的适应力，逆境中她自强不息，顺境里她奋发图强。今天，我们仅仅讲述了故事的美丽开头，还有更多的篇章留待后来者谱写，这是一场永不停息的运动，只有勤奋、坚忍和积极上进的强者才堪担此任，乳虎啸谷，百兽震慑，旭日初升，其光万道，让我们继续努力，共同托起五道口灿烂的明天。

(整理编写：赵卫群；责任校对：赵卫群)

# “五道口现象” 随想

82级 万建华（招商银行副行长）

“五道口现象”已经成为金融证券圈内人士经常谈及的话题。也许可以把“五道口现象”概括为五道口毕业生进入社会后，各自事业发展进步的总和。

人说五道口人能折腾，常常能别出心裁，出人意料，原因恐怕在于五道口人有很强的社会适应能力。五道口的学生来自四面八方，各自本科学习的院校有综合性名牌学府，也有专业性很强的财经院校。不同院校培养的本科学生共聚五道口读研究生，使各个院校的学术风格与学生特点熔于一炉，既开阔了学生视野，又促进学生性格的自我完善，处事能力的全面发展，走出校门，也就有很强的社会适应能力。

五道口学生历来自信，有的甚至“狂妄”。这不仅因为五道口学生原本是中学、大学班级名列前茅者，又是从报考研究生热门专业的众多考生中脱颖而出的佼佼者，当然自我感觉良好。来到五道口，可以直接读由北大教授讲授的最合时尚的经济金融课程，可以直接聆听国内最有声望的金融界名流的谆谆教诲。金融权威不再神秘从而不必迷信，中国金融王国的尖塔可望似乎也可及。

自信促使五道口学生敢于独立地思考社会经济金融的热点问题，敢于突破任何理论陈规，敢于提出不受传统思想束缚的新思维，敢于从事前人未曾从事的事业。

整体意识、团队精神，应当是五道口人创立并保持集体荣誉的要素。这种精神曾显著地体现在1984年的金融学会合肥年会、1986年的北京中美证券市场研讨会上。以25名在校研究生署名文章的方式，提出选择金融市场作为金融改革的突破口，今天看来，方式固然新颖，观点的确失之偏颇且显幼稚，但在11年前，不仅在金融界掀起讨论金融市场的波澜，且影响深远，也在社会上刮起了五道口旋风，使世人认识了五道口，五道口始被视为中国新一代金融家的摇篮。

为五道口倾注心血的刘鸿儒老师，丁鹤、周林、甘培根、虞关涛、黄永鉴等老师，他们精心培育了五道口这株曾十分弱小的幼苗。他们是仍在建造的五道口大厦的设计师和奠基人。八一、八二两级研究生是恢复高考头两届大学生的自然延续，他们中多数亲历文化大革命和上山下乡的磨难，历史赋予他们国家兴亡、匹夫有责的时代使命。对于他们，社会责任更重于个人荣辱和物质利益。他们是五道口大厦的首批建造者。八一、八二级以后的各级学生，天赋高、勤奋好学、勇于创新、才俊辈出，是五道口大厦得以成长拔高的中坚力量。

五道口专业化地产出金融证券的专业队伍，以“人海”方式进入金融证券界，按统计学大数定理和概率分布原理，总有一部分人能在金融证券界崭露头角，出人头地。就此而言，“五道口现象”其实并不足奇。

五道口原本没有传统，10多年过去了，五道口人的整体作为创立了五道口的个性和传统精神。我们有理由相信，这种个性和传统精神必然在新一代五道口人中发扬光大。

1995年8月13日晚 草于深圳华夏新居

（责任校对：郭苗苗）



一棵孤独的树容易长歪，而树林里的树却大多又高又直，原因在于环境。“五道口”就是一个具有“树林优势”的学府。作为这片树林中的一棵树，我既感谢植树造林的园丁们，也感谢使“树林优势”得以形成的学友们。我想，只有与学友们长得一般高、一样直，才不会愧对这片树林。

82级 武捷思（深圳市副市长）

一九九六年三月

# 想起了五道口的「火车」

∞  
级  
彭  
纯

（交通银行乌鲁木齐分行行长）

也许是因为我这个校友长期在最偏远的地方工作的缘故吧，毕业十年来，除了同唐旭、蔡浩仪两位同学有些私人往来外，还从未接到过五道口的任何“官方”信息，接到约稿通知，很是激动了一番：母校还记得我！

写点什么呢？我猛然想起了五道口的“火车”，想起了在校三年每天都在耳边重复几遍的广播：“行人车辆请注意，火车就要开过来了，请在栏木外等候，不要抢行，不要穿栏杆。”我一直在琢磨，这句普普通通的话，是否也是个“警句”呢？一毕业，我就毫不犹豫地回到了养育我的新疆。也许是怕“拥挤”，也许是觉得那里能“矮子里拔将军”。有的同学说，你能“混”到一家商业银行直属分行的行长，多少沾了五道口的光。是的，在五道口三年的学习，我至少记住了我的导师赵海宽教授说的一句话，真正的银行家是基层一步一步地干出来的。回顾我的工作历程，从接柜员、统计员、经济员到科长、副处长、处长，再到副行长、行长，从银行职员到学校教员，从在机关爬格子，再到银行搞经营……。我时常想，可能就是因为当初避开了“拥挤”，才有了这个经历。没有这个经历，仅仅靠“五道口”这块牌子，恐怕也是当不好这个行长的。

“五道口”的牌子已经很响了，作为校友，我感到无比自豪，但作为一个五道口出来的基层银行的行长，我想告诉在校校友们的体会是：五道口毕业也仅仅是拿到了进入金融界的一张“特别通行证”，三尺柜台才是“五道口”未来银行家们的真正摇篮。也许这是卖什么吆喝什么吧！但这是我的真心话。

尽管毕业已十年了，但我还是深深地眷恋着五道口，耳边不时回响着五道口的火车声和那段“警句”，我深感过去所学的知识已不能适应金融业发展的需要了，梦想有一天，再回到五道口“回炉”。我想，母校也许会给我们提供这样的机会吧！

（责任校对：郭苗苗）



# 五道口的风格是

## 务实

85级 罗 熹 （中国农业银行海南省分行副行长）

我是1985年从银行工作岗位上以中专毕业生的学历考入五道口的。在这个名牌大学学生云集之地，像我这样的“一介草寇”能被吸纳，足以说明五道口这个大熔炉的冶炼能力。我带着一脑门子问题，风尘仆仆地踏入校门，希望找到理论工具，希望聆听专家意见，希望为新的起航备足能源。

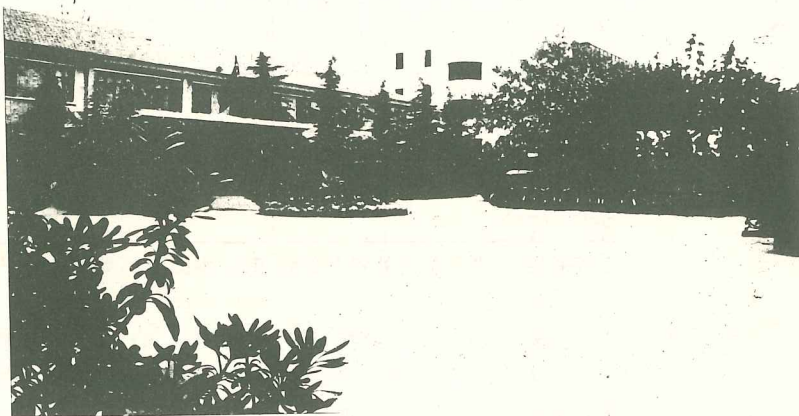
在学习期间和重返银行工作后，每每与人谈及五道口，都深切地感觉到五道口的生命力在于务实的教学风格。如果没有一大批来自工作岗位的学子，如果没有各大银行专家们的悉心指导，如果没有生动活泼的校外研讨活动，如果没有对当时的金融发展和改革抱有强烈的参与意识，五道口就形不成自身的风格。今天看来，面向经济和金融发展的广阔领域，面对纷繁复杂的实践难题，运用参与实践与探讨问题的教学方法，注重培养学生的分析能力和操作能力的办学路子是成功的。

我的导师王兰先生是一位朴实的长者，早有中国金融界“才子”之称。在解放战争初期，他就投身于新中

国银行的建设，对国情、行情颇有了解。他参与过建国后银行发展变迁中的许多重要工作，是这些工作的领导者和组织者。他常对我说：“什么事情干成了，就想想为什么成功；什么事情没干成，就找找失败的原因。这样就能不断地提高。”朴素的语言，深刻的哲理，但要真正做到并非易事。王兰导师虽未“留过洋”，但他对市场经济并不缺乏研究，是他指导我用实证分析的方法写出了洋洋八万字的《中国农村经济货币化过程》的论文；是他鼓励我以在校研究生的身份与国外金融访华团会谈并主谈；是他推荐我参加了各类金融改革研讨活动；是他安排我进行了广泛的社会调查活动；是他以自己亲身的经验教训，告诫我要牢牢把握人为官的基本准则。这些文章之外的指导使我终生受益。

来自实践的学生，来自实践的导师，参与实践的教学，推出实践的成果，我想，这就是五道口的风格。

（责任校对：陈 萍）



# 大量外资流入对我国经济的影响

戴丛  
(九三级博士生)

最近几年来,大量外资流入给我  
国经济带来了广泛、深远的影响。我  
们将研究大量外资流入对我国经济的  
有利影响和不利影响。

一、大量外资流入对我国经济的  
有利影响

1. 增加出口量和优化出口产品结  
构

首先,最近几年来,我国实际利  
用的外国直接投资在绝对数量和相对  
数量上都有很大的增长。其次,我国  
政府一直通过各种免税和减税措施  
(例如,减、免所得税和进口税)全力  
支持外国直接投资企业的产品出口,  
因而出口加工型的外国直接投资企业  
在所有外国直接投资企业当中占有相  
当的比重。最后,外国直接投资企业  
对外国市场比较了解,并且其产品具  
有较强的国际竞争力。因此,外国直  
接投资企业已经成为我国出口增长的  
重要源泉。

1991年—1994年,外国直接投资  
企业的产品出口量一直以较大的幅度  
上升,从1991年的121亿美元增加到  
了1994年的347亿美元。其次,1991  
年—1994年,外国直接投资企业的产  
品出口量占我国产品出口总量的比例

也一直稳步上升,从1991年的  
16.1%增加到了1994年的28.7%。  
最后,1991年—1994年,外国直接投  
资企业的产品出口增加量占我国产品  
出口增加总量的比例一直在30%以  
上(见表1)。外国直接投资企业产品  
出口量的迅速增长,对我国经济保持  
较高的增长速度发挥了积极作用。

随着外国直接投资企业产品出口  
量的不断扩大,我国的出口产品结构  
也得到了优化。在外国直接投资企业  
的出口产品构成中,工业制成品一直  
占93%左右。这对我国工业制成品出  
口量占有所有产品出口量的比例从  
1980年的不足5%增加到1994年的  
83.7%,起到了十分重要的作用。

我国通过借用外国贷款、发行国  
际债券和国际股票所筹措的外资,也  
对增加我国产品出口量和优化出口产  
品结构起到了一定的促进作用。十多  
年来,在以上方式筹措的外资当中,有  
一部分用于改造和扩大出口企业,因  
而促进和加强了其出口产品的更新换  
代和国际竞争力,从而扩大了我国的  
产品出口量,优化了我国出口产品的  
结构。

表1 外国直接投资企业的出口情况

	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
出口量 (亿美元)	24.6	49.2	78.1	120.5	173.6	252.4	347.1
占我国产 品出口总 量的比例 (%)	5.2	9.4	12.6	16.7	20.4	27.5	28.7
产品出口 增加量占 我国产品 出口增加 总量的比 例(%) <sup>①</sup>	18.1	48.6	30.2	43.0	40.5	115.2 <sup>②</sup>	32.4

资料来源:《中国利用外资基础知识》,中共中央党校出版社和中国对外经济贸易出版社,1995年版。

①该比例表示外国直接投资企业的产品出口增长对我国产品出口增长的贡献。

②以扣除外国直接投资企业产品出口量的我国产品出口总量相比较,1993年的外国直接投资企业产品出口增加量大于同期的我国产品出口增加总量。

## 2. 引进先进的生产技术和管理经验

为了加速实现经济现代化和提高经济效率,我国政府一直把引进先进的生产技术作为利用外资的重要目标。我国已经比较成功地达到了这个目标。

我国经济特区和沿海地区的外国直接投资企业主要是由来自香港、澳门和台湾的投资者兴建的。这些地区的大多数企业规模较小,因而它们只能采用劳动密集型技术以适应市场的发展变化。因此,这些企业当中的大多数主要依赖廉价的劳动力从事技术简单的加工或装配业务。虽然我国从这些地区引进的技术不是最先进的,但是,考虑到我国目前的技术水平和充足的劳动力,这些技术当中的大多数仍然是比较先进和适当的。

来自美国、日本和其它主要工业化国家的外国直接投资的数量占我国利用外国直接投资总量的比重为 30% 左右。这些外国直接投资当中的大部分投向了近海石油和天然气勘探、建筑业和服务业,转移技术的先进性有限。其余的这些外国直接投资投向了制造业,并带来了先进的生产技术。美国公司位于转移现代先进生产技术的最前沿,尤其在交通领域(机车、飞机、吉普车)、卫星通讯网络领域、计算机领域和电子领域。

另外,我国借用外国贷款引进的

外国先进生产技术在改造和建设国内工业方面发挥了重要作用。例如,我国在 1994 年引进的先进生产技术的价值为 41.1 亿美元,其中用外国贷款支付的 26.4 亿美元 (64.2%),这使一大批老企业得到了技术改造。除此以外,借用外国贷款引进的先进生产技术和进口成套设备,还为我国兴建了一批大型重工业和基础设施项目,例如大型钢铁联合企业、大型火电厂和通讯设施等。

通过利用外国直接投资和外国贷款,我国的管理人员学习了外国先进的行政管理、决策管理、生产管理、销售管理、售后服务管理、财务管理和人事管理等一系列管理经验,获得了现代先进的项目建设管理经验。通过利用外国直接投资和外国贷款引进的先进管理经验,不仅提高了我国企业的管理水平、劳动生产率和效益,而且有益于我国正在进行的以建立现代企业制度为内容的企业改革。

## 3. 弥补生产投资不足和促进经济增长

投资短缺是长期制约我国经济增长的一个主要因素。十几年来,特别在最近几年,我国通过大量利用外资有效地弥补了生产建设投资的不足,为经济的持续、高速增长做出了贡献。我国每年实际利用外资的数量占我国固定资产投资完成总量的比例逐年增

加,在 1985 年、1990 年和 1994 年,这个比例分别为 5.4%、11.0% 和 24.8%,其中实际利用外国直接投资的数量占我国固定资产投资完成总量的比例分别为 2.3%、4.0% 和 18.3%。

另外,我国借用的长期外国贷款和通过发行长期国际债券筹措的外资主要投向于能源、交通、运输、原材料、机械、化工、采掘等制约国民经济发展的“瓶颈”产业,扩大了这些“瓶颈”产业的生产能力,因而增强了国民经济的发展后劲,保证了经济的持续、高速增长。

有人估计,在最近几年的我国经济增长率中,大约有 2—3% 要归功于大量外资流入。

## 4. 增加财政收入和就业

在我国利用外国直接投资的早期,由于外国直接投资的数量较小,并且我国政府向外国直接投资企业提供了各种税收优惠(例如减税、免税),因此我国政府从外国直接投资企业征收的税款有限。然而,随着时间的推移,我国利用外国直接投资的数量越来越大,并且越来越多的外国直接投资企业开始盈利,因此外国直接投资企业向我国政府上缴的各种税款迅速增加。特别在最近几年,我国的涉外税款(主要来源于外国直接投资企业)逐年大幅度地增长,(见表 2)

表 2 外国直接投资企业的数量和生产情况

	1991	1992	1993	1994
外国直接投资企业的数量(存量、万家)	2.1	3.5	7.2	9.1
聘用职工的数量(存量、万人)	290	490	1000	1260
当年的工业产值(亿人民币元)	1241	2066	3020	— <sup>②</sup>
当年的涉外税款(亿人民币元) <sup>①</sup>	70	107	206	390

资料来源:《中国利用外资基础知识》,中共中央党校出版社和中国对外经济贸易出版社,1995 年版。

注 ① 涉外税款除外直接投资企业缴纳的税款(不含关税)外,还包括外企的税款和外籍人员缴纳的个人所得税。

② “—”表示数据未能得到。

大量利用外国直接投资还增加了我国的就业量。截止 1994 年底, 在外国直接投资企业的从业人员达 1260 万 (见表 2)。如果再加上为外国直接投资企业提供配套产品 (或服务) 的企业 (或单位) 的人员, 那么外国直接投资企业创造的就业量就更大。

## 二、大量外资流入对我国经济的不利影响

最近几年, 随着越来越多的外资流入我国, 外资对我国经济的不利影响越来越明显。大量外资在 1994 年流入我国有力地证明了这一点。

### 1. 引起人民币名义汇率升值

在 1994 年, 我国吸引了大量外资。其中的大部分是通过正常渠道流入我国的, 其余的部分是通过不正常渠道流入我国的境外投机性资本。

在通过正常渠道流入我国的外资当中, 仅有一小部分结汇成人民币资金。其原因如下: 第一, 我国一直坚持借外汇, 用外汇的原则, 未经批准, 所借外国贷款和通过发行国际债券所筹措的外资不允许结成人民币资金使用。第二, 由于大多数外国直接投资采用了实物投资形式, 并且外国直接投资企业可以通过银行贷款和 (或) 外汇调剂市场解决其所需人民币资金, 因此只有极少数外国直接投资款结汇成人民币资金。第三, 由于我国通过发行国际股票筹集的外资很少 (在 1994 年仅为 8 亿美元), 因此其结汇成人民币资金的数量更少。

在通过不正常渠道流入我国的境外投机性资本当中, 有相当一部分是我国的外逃资本。根据世界银行驻中国代表处的估计, 最近几年来, 我国私自外流的外汇每年大约为 100 亿美元。我国未经国家批准给汇的境外投资和大陆居民在外国的外汇存款在近几年迅速增加, 充分证明了这一点。这些私自外流的外汇主要是通过出口不

收外汇或少收外汇, 以及进口多付外汇等方式滞留在外国。

在 1994 年, 大量境外投机性资本 (包括我国外逃资本和外国资本) 流入我国的主要原因有两个。第一, 我国存款、贷款利率 (或资产收益率) 的巨大差额是境外投同性资本流入我国的主要原因之一。从货币市场来看, 我国短期存款和贷款的年利率都在 10% 以上。事实上, 国内货币 “黑市” 的资金拆借年利率高达 20—30%。而同期的国际货币市场的存款和贷款年利率不到 6%。因此, 我国存款、贷款年利率与外国存款、贷款年利率的差额高达 4—24%。从债券市场来看, 我国国债的平均年收益率达到 12%, 并且还有贴补率。而西方主要工业化国家国债的平均年收益率不到 6%。因此我国国债的平均年收益率与西方主要工业化国家国债的平均年收益率的差额超过了 6%。从股票市场来看, 我国股票市场 (不包括 B 股) 的平均年收益率高达 33% 以上, 而美国股票市场的平均年收益率不过 9.6%。因此, 我国股票市场 (不包括 B 股市场) 的平均年收益率与美国股票市场的平均年收益率的差额超过了 23.4%。上述如此之大的国内外存款、贷款利率 (或资产收益率) 差额对大量境外投机性资本具有极大的吸引力。第二, 我国在 1994 年初进行了以建立单一的、以市场为基础的、有管理的浮动汇率, 实现人民币在经常项目下有条件可兑换, 实行结售汇制和建立银行间外汇市场为内容的外汇体制改革。由于我国把稳定汇率作为政策目标, 实行紧缩的货币政策以及经常项目在最近几年一直保持顺差, 因此, 境外投机者预计, 人民币汇率将稳中有升, 在我国进行套利活动将不会遭受人民币贬值带来的损失。这也是大量境外投机性资本流入我国的

一个重要原因。

另外, 境外投机性资本已有一些完成人民币与外币兑换的方法。第一, 通过混入经常项目办理结售汇。1. 通过国内企业或外国直接投资企业的假出口文件到国内银行结汇; 然后, 通过这些企业的假进口文件到国内银行购汇并汇出外汇。2. 以在国外的投资收入 (利息或利润) 或侨汇的名义到国内银行结汇; 然后, 以外国投资者在我国的投资收入 (利息或利润) 或侨汇的名义到国内银行购汇并汇出外汇。第二, 通过混入资本项目和经常项目结售汇。1. 以外债或外国直接投资款的名义国内银行结汇; 然后, 以外国投资者在我国的投资收入 (利息或利润) 的名义, 通过经常项目到国内银行购汇并汇出外汇。2. 以外国直接投资企业的外汇抵押人民币贷款的方式套取人民币; 然后, 以外国直接投资企业外方利润的名义, 通过经常项目到国内银行购汇并汇出外汇。通过以上人民币与外币兑换的方法, 境外投机者能够在我国进行套利活动。

根据以上分析, 作者估计, 在 1994 年净流入我国外汇市场的外资大约为 150 亿美元。

净流入我国外汇市场的大量外资极大地增加了我国的外汇供给, 因此人民币面临了大幅度升值的压力。由于我国在 1994 年 4 月 1 日对外汇指定银行持有的外汇头寸规定了上、下限, 并且大多数外汇指定银行的外汇资产业务受到了严格限制。因此, 当外汇供给剧增, 大量外汇结售给外汇指定银行, 使其持有的外汇头寸超过了上限, 在无其它投向的情况下, 外汇指定银行只有向人民银行出售多余的外汇。

为了维持人民币汇率的相对稳定, 人民银行被迫大量购进外汇并抛售人民币。通过人民银行对外汇市场

的被动干预,人民币汇率在 1994 年的实际升值幅度较小。人民币对美元的汇率从 1994 年 1 月 1 日的 1 美元合 8.70 元人民币上升到了 1994 年底的 1 美元约 8.45 元人民币,升值率为 3.0%。

2. 导致货币供应量失控

为了维持人民币汇率的相对稳定,人民银行在 1994 年直接在外汇市场上买卖外汇,并通过“外汇占款”科目反映由此引起的基础货币变化。作者估计,在 1994 年净流入我国外汇市场的外资当中,大约 120 亿美元被人民银行购入。按照 1994 年初和年底的平均人民币汇率(1 美元=8.58 元人民币)计算,人民银行因在外汇市场收购以外资形式流入的外汇而投放的基础货币约为 1030 亿人民币元。而人民银行在 1994 年计划的基础货币投放量为 1500 亿人民币元。因此,大量外资流入极大地增加了我国的基础货币投放量,从而大幅度地增加了我国的货币供应量,导致了我国货币供应量严重失控。

在认识到大量外资流入极大地增加了我国货币供应量之后,人民银行通过紧缩和(或)收回对金融机构的再贷款、以及对商业银行开办定期存款等方法来减少基础货币的投放量。通过这些措施,人民银行在 1994 年有

效地控制了基础货币的投放量,从而有效地控制了我国的货币供应量。

需要指出的是,目前我国经济发展所需资金主要依靠银行信贷,而通过以上措施减少基础货币投放量导致了银行之间、企业之间和地区之间的资金松紧不一,从而影响了我国的经济的发展。

3. 加剧通货膨胀

在 1994 年,大量外资流入我国。由于流入我国的大量外资主要用于进口投资物品,因而增加了我国的投资规模。而且,利用外资(特别是外国直接投资)需要一定的人民币配套资金,以便购买国内的投资物品和非贸易品,因此大量外资流入增加了我国的人民币信贷数量,提高了对国内投资物品和非贸易品的需求,从而增加了我国的总需求。因此,在 1994 年的大量外资流入是导致我国通货膨胀率从 1993 年的 13% 上升到 1994 年的 20% 的一个不可忽视的原因。

4. 引起人民币实际汇率升值

人民币对美元的实际汇率可以定义为:  $E_r = \frac{P_d E_n}{P_f}$  (1), 其中  $E_r$  为人民币对美元的实际汇率,  $E_n$  为人民币对美元的名义汇率(人民币的美元价格),  $P_d$  为我国的总物价水平,  $P_f$  为美国的总物价水平。由(1)式我们可得

$E_r = E_n + \pi_D - \pi_F$  (2), 其中,  $E_r$  为人民币对美元实际汇率的升值率,  $E_n$  为人民币对美元的名义汇率的升值率,  $\pi_D$  为中国通货膨胀率,  $\pi_F$  为美国通货膨胀率。由于人民币对美元的名义汇率在 1994 年上升了 3%, 即  $E_r = 3%$ ; 我国和美国在 1994 年的通货膨胀率分别为 20% 和 3.5%, 即  $\pi_D = 20%$ ,  $\pi_F = 3.5%$ , 根据(2)式, 人民币对美元的实际汇率在 1994 年上升了 19.5%。

由于大量外资在 1994 年流入我国引起了人民币对美元的名义汇率的升值, 并加剧了我国的通货膨胀, 因此在 1994 年流入我国的大量外资导致了人民币对美元实际汇率的升值。

参考文献:

《中国利用外资基础知识》, 李岚清主编, 中共中央党校出版社和中国对外经贸出版社, 1995 年版。  
《外资流入对我国金融也可能有不利影响》, 虞关涛, 《金融研究》, 1995. 1  
《要堵塞国际短期资本流入我国套利的渠道》, 李和, 《中国外汇管理》, 1995. 3  
《外汇体制改革对我国货币改革的影响及对策》, 刘舒年, 宋立松, 《国际金融研究》, 1995. 6

(责任校对: 李旭利)

(上接第 31 页)

股票转换, 垃圾债券等融资方式能在我国市场上有效运作, 以提高并购交易的效率和成功率。

通过消除妨碍股市资本存量调整功能的各种制约, 通过产权重组实现资本的最优配置, 并以此促进企业经营机制的根本转变, 培育出真正独立的市场经济主体, 使

之成为资源配置的载体, 从而进一步促进整个资本市场的存量调整功能, 使我国国民经济中有限的资源得以最优的组合, 最终实现国民经济增长方式向集约型转变, 提高我国国民经济增长的质量。

(责任校对: 汲秦立)

改革以来,我国国民收入分配结构发生了巨大变化,个人部门在国民收入最终分配结构中的比重迅速提高,与此相适应,总储蓄结构中居民储蓄占总储蓄的百分比,也从 79 年的 23.6% 上升为 89 年的 65.9%,居民储蓄已成为社会资金的主要来源。(郭树清、韩文秀,1991) 间接融资作用的增强,金融市场的迅速发育,都与此有密切关系。居民储蓄分实物储蓄和金融储蓄两大类,其中前者主要包括住房和耐用消费品,后者包括储蓄存款、手持现金和居民购买的证券、保险单。91 年居民存款约占居民总储蓄的 70.1%。本文运用计量经济学的方法,重点研究居民储蓄的主要形式——储蓄存款,即我国城乡居民在银行、信用社和邮政储蓄机构的存款,分析改革后居民国内储蓄率的变化及地区间差异,居民储蓄与可支配收入、实际利率的关系,最后提出若干结论性评述。需要说明的是,现有的储蓄理论都把个人可支配收入扣除消费后的结余即总储蓄作为一个整体来研究,本文的结论并不能反映居民储蓄的全貌,仅具有一定的参考价值。为方便起见,下文除非特别说明,储蓄即特指储蓄存款。

### 一、改革后居民国内储蓄率的变化及地区间差异

改革以来我国居民储蓄余额增长很快,78 年底为 210.6 亿元,到 95 年底已达到 29662 亿元,18 年间增长了 139.8 倍。[注 1] 不仅储蓄的绝对额增长快,居民国内储蓄率即居民储蓄增量与当年 GNP 的比率也逐年上升,78 年为 0.81%,93 年已达到 10.27%。这是与我国经济的发展阶段密切联系的,表现在:

1. 从动态看,国际经验表明,在一定阶段内,国内总储蓄率与实际人均 GNP 变动率之间呈正相关关系 (IMF, 1995)。

建立计量模型:  $SAB_t = a + b \ln GPC_t + \epsilon_t$ , 其中 SAB 为居民国内储蓄率, GPC 为人均实际 GNP (元/人), 经社会零售物价总指数 (78 年=100) 缩减,  $\epsilon$  为随机扰动项。用普通最小二乘法 (OLS) 估计得 (序列经 MA

# 我国居民储蓄存款的计量模型

王信 (九四级硕士生)

(1) 处理):

$$SAB = -0.58 + 0.10 \ln GPC$$

(-9.27) (10.20)

..... (1.0)

$$R^2 = 0.89 \quad \bar{R}^2 = 0.88 \quad S.E. = 0.01$$

$$D.W. = 1.97 \quad F = 54.31$$

注: 括号中的数字为 t 检验值 (下同)

可见,与国际经验相类似,居民国内储蓄率与实际人均 GNP 的变动存在非线性的正相关关系: 实际人均 GNP 翻一番,则居民国内储蓄率绝对量增加十个百分点。[注 2] 但这种关系并非永久成立,当人均 GNP 上升到一定的高水平,储蓄率可能不升反降。由于我国经济人均规模小,仍处于持续增长阶段,可以预见,居民国内储蓄率将保持一定的高水平。

2、从静态看,我国 30 个省区的居民储蓄增量占当地国民收入的比重存在差异,该比重与地区的收入相对水平

有关。设 ASB 为各省的储蓄比重 (为减少误差,取 88—92 年的均值), NIB 为 92 年各省区人均国民收入与当年全国人均国民收入的比值,以此衡量各省区的相对收入水平 (不考虑地区间的物价差异)。根据 NIB 对 30 个省区进行分组,分别求出各个组 NIB 与 ASB 的均值 (如表一所示)。

广东、海南、西藏不列入比较。前两者由于享有特殊政策,投资机会多,经济发展快,已成为资金的集聚地。88—92 年两省的居民储蓄比重年均值分别为 16.05% 和 17.84%, 而 92 年高达 22.92% 和 33.47%, 这显然与当年大量资金涌入炒股票、房地产有关,而其中相当一部分资金表现为“公款私存”,使居民储蓄发生较大变动。西藏由于社会经济发展水平低,在全国也不具可比性。若  $NIB < 0.5$  定义为低收入地区,  $0.5 \leq NIB < 1.0$  为下中等收入地区,  $1.0 \leq NIB < 1.5$  为上中等收入地区,  $NIB \geq 1.5$  为高收入地区,国际经验表明,一地区的收入水平与该区总储蓄率呈非线性关系,收入水平太低,无法储蓄;当由低收入向下中等收入变动时,储蓄

\* 本文系笔者“我国居民储蓄存款的实证分析”一文中的一部分。在写作过程中,得到唐旭、易纲、谢平、蔡浩仪等老师的指导和帮助,谨表深深的谢意。但文中的一切错误概由笔者自负。

率上升最快;若继续向上中等收入及高收入水平变动,储蓄率的增幅会放慢甚至可能绝对下降(Ostry&Reinhart, 1995)。表一说明我国各省区居民储蓄比重也大体符合这个规律,唯一的差异是我国高收入地区的储蓄比重也较高,但四个高收入省区中京、津、沪的农村人口很少,与

一般省区不具完全的可比性。由上可知,我国属低收入国家,但各地区有收入差距,导致储蓄比重不一致,说明杜森贝里的相对收入理论有其合理性,即储蓄与个人收入分配的相对地位有关,受“示范效应”的影响。

表一 地区储蓄率与收入水平的分组比较

收入水平分组	NIB 的均值	ASB 的均值 (%)	组中样本数
0 — 0.50	0.47	5.22	1
0.50 — 0.75	0.67	9.46	10
0.75 — 1.00	0.82	11.05	5
1.00 — 1.25	1.10	10.55	5
1.25 — 1.50	1.43	8.63	2
1.50 以上	3.04	10.84	4

资料来源:《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》有关各期

## 二、居民储蓄与可支配收入、实际利率水平的关系

改革以来,影响居民储蓄的主要因素有:居民的可支配收入、实际利率水平、居民对收入、支出和通胀的预期、人口年龄结构的变化等。由于居民的投资渠道较单一,现阶段我国仍存在一定程度的强迫储蓄。本文通过建立计量模型,重点分析可支配收入、实际利率水平的变化对居民储蓄行为的影响。

(一)可支配收入的迅速提高是居民储蓄大幅度增长的最主要原因

### 1. 城乡居民可支配收入的提高及收入来源

改革以来城镇居民收入来源明显多元化:(1)工资性收入除标准工资外,奖金、津贴和其他工资形式的份量越来越重;(2)工资外的货币收入增加,如第二职业收入、利息收入等;(3)工资外非货币收入如实物收入、各项补贴等也在增加。

农村居民收入主要有来自集体经济组织的收入、家

庭经营收入。家庭联产承包责任制的推行、农产品产量的增加和收购价格的提高以及乡镇企业的发展,使农民收入增长很快,经营收入占农民总收入的比重也大为增加,78年为26.8%,93年为73.6%。总体来看,城乡居民实际人均可支配收入年均增长率分别为5.75%、7.66%,人均实际存款余额年均增长率更高,分别为18.91%、24.76%。可支配收入的提高推动了储蓄的大幅度增长。

### 2. 城乡居民储蓄的计量模型

宏观经济学中关于储蓄的主要模型有:凯恩斯的绝对收入模型、杜森贝里的相对收入模型、弗里德曼的永久收入模型、莫迪利安尼—布鲁伯格的生命周期模型以及豪撒克(Houthakerr)等人的资产调整模型。使用最多的是绝对收入模型、永久收入模型和生命周期模型。以下根据表二验证绝对收入模型和永久收入模型在我国的适用性。

表二 城乡居民实际人均可支配收入和储蓄情况表 (单位:元/人)

年份	人均可支配收入		人均储蓄余额		人均储蓄增量	
	城镇	农村	城镇	农村	城镇	农村
1978	475.08	133.57	89.82	7.05		
1979	570.38	157.03	107.50	9.72	17.68	2.67
1980	562.79	179.65	133.94	13.81	26.43	4.08
1981	602.74	205.56	155.22	19.53	21.28	5.72
1982	624.68	244.22	183.07	25.66	27.86	6.13
1983	654.55	276.83	218.41	35.41	35.34	9.75
1984	721.64	308.18	268.12	47.29	49.71	11.88
1985	714.33	322.47	311.33	56.72	43.20	9.43

年份	人均可支配收入		人均储蓄余额		人均储蓄增量	
	城镇	农村	城镇	农村	城镇	农村
1986	789.71	327.23	385.43	72.91	74.11	16.19
1987	802.97	336.16	472.87	89.54	87.43	16.63
1988	770.84	338.05	483.99	86.03	11.13	-3.51
1989	766.85	314.10	568.74	88.67	84.75	2.63
1990	862.66	347.32	771.96	110.76	203.21	22.10
1991	922.90	351.46	954.98	134.75	183.02	23.99
1992	990.91	374.40	1069.30	161.48	114.32	26.72
1993	1072.62	390.85	1171.67	178.07	102.37	16.59

资料来源：《中国金融年鉴》。农民人均可支配收入即人均纯收入，源于《中国统计年鉴》；城镇居民可支配收入 80—93 年的数字参见国家统计局农调总队课题组（1994），78、79 年数为笔者的估计。缩减指数分别为城镇、农村的零售物价指数（78 年=100）。

模型设定：

绝对收入模型：城镇居民  $SAUD_t = b_0 + b_1 DIUR_t + U_t$  ..... (2.1)

农村居民  $SAFD_t = b_0 + b_1 DIFR_t + V_t$  ..... (2.2)

永久收入模型：城镇居民  $SAUD_t = b_0 + b_1 DIUP_t + b_2 DIUT_t + U_t$  ..... (3.1)

农村居民  $SAFD_t = b_0 + b_1 DIFP_t + b_2 DIFT_t + V_t$  ..... (3.2)

其中，SAUD、SAFD 为城乡实际人均储蓄增量，DIUR、DIFR 为城乡实际人均可支配收入，DIUP、DIFP 为城乡实际人均永久收入，DIUT、DIFT 为城乡实际人均暂时收入，U、V 为随机扰动项。永久收入由即期可支配收入二阶移动平均得到，即期可支配收入与永久收入之差即暂时收入。用 OLS 得回归结果如表三（序列经 MA（1）处理）：

表三 储蓄模型检验结果一览表

模型	b <sub>0</sub>	b <sub>1</sub>	b <sub>2</sub>	R <sup>2</sup>	$\bar{R}^2$	D. W.	S. E.	F
(2.1)	-120.06 (-2.59)	0.25 (4.19)		0.72	0.67	1.98	33.61	15.51
(2.2)	-8.25 (-1.11)	0.07 (2.66)		0.55	0.48	1.94	6.35	7.39
(3.1)	-116.85 (-2.17)	0.23 (3.21)	0.78 (1.50)	0.67	0.58	1.97	37.96	7.57
(3.2)	-13.03 (-1.29)	0.08 (2.64)	0.27 (0.88)	0.58	0.46	1.96	6.43	5.03

由表三可得三点结论：（1）城镇居民储蓄模型的检验结果优于农村居民，城镇居民的储蓄倾向也高于农村居民；（2）模型中绝对收入（即期收入）项系数估计量均通过 t 检验（5% 的可信水平），而永久收入模型中暂时收入项系数估计量都未通过 t 检验，表明绝对收入模型较好地解释了改革后我国城乡居民的储蓄行为；（3）假定永久收入模型成立，则城乡居民暂时收入的储蓄倾向远高于永久收入的储蓄倾向。

对结论（1）可能的解释是：城乡居民的总储蓄结构有很大区别。91 年城镇居民人均资产存量构成中，储蓄存款占第一，为 64.44%；增量构成中，储蓄存款更高达 85.13%。同年农村居民人均资产存量构成中，储蓄存款

列住房后的第二位，为 22.20%；增量构成中，储蓄存款有所上升，为 26.19%（臧旭恒，1994）。又据笔者的计算，78—93 年城镇居民的家庭储蓄存款率（即储蓄存款增量与可支配收入之比）都高于农村居民，93 年分别为 9.54% 和 4.25%，由于存款并非农民储蓄的第一选择，因而农民的储蓄存款倾向较低。若研究总储蓄，则农民收入水平低且变动大，农民储蓄的预防动机更强，储蓄倾向应更高。钱颖一（Yingyi Qian, 1988）对 1955—85 年我国城乡居民总储蓄的实证研究就证明这一点。此外，统计误差也是存在的，农民既是消费单位又是经营单位，由于农村金融很不发达，部分农民倾向于在附近的城镇开立存款帐户，导致统计上的农民储蓄存款量偏低。



结论 (2) 表明主要是即期收入决定居民储蓄, 原因在于我国消费信贷很不发达, 存在流动性约束 (Liquidity Constraint)。同时受传统俭约观念的影响, 居民即使预期未来可支配收入会提高, 也不愿、不能增加即期消费。永久收入模型不成立的另一原因在于该模型要求居民有稳定的预期, 而恰恰在转轨时期, 我国居民对未来的预期很不确定。

结论 (3) 显示暂时收入的储蓄倾向远高于永久收入的储蓄倾向, 这与永久收入理论相符。前已述及改革后城乡居民来自固定收入的比重大大降低, 收入主要靠奖金、补贴、经营性收入等, 这些都具有暂时收入的性质, 储蓄倾向高, 因而居民储蓄增长快。(樊纲、余根钱, 1992)

总之, 居民可支配收入的提高是储蓄增长的源泉。实际上, 在职消费、公款吃喝、回扣等现象愈演愈烈, 国有资产大量向个人流失, 这些都很难纳入现行收入统计, 因此居民实际收入的提高可能大大超过估计数。

### (二) 居民储蓄对实际利率的变动很敏感

居民储蓄对实际利率的弹性大小有很强的政策含义。若发展中国家储蓄的利率弹性高, 则实行金融深化、提高利率水平可使储蓄大量增加, 有利于资本形成。我国居民储蓄对实际利率的变动很敏感, 两者呈正相关。设  $R_U$ 、 $R_F$  分别为 78—93 年城乡居民分别面对的实际利率, 由一年期定期储蓄存款利率 (一年中最高和最低利率的均值, 用百分数表示) 分别减去城镇和乡村零售物价指数 (78 年=100) 的变动率得到, 在模型 (2.1)、(2.2) 中加上实际利率作为解释变量, 用 OLS 回归得 (序列经 MA (1) 处理):

城镇居民:

$$SAUD = -148.42 + 0.29DIUR + 4.25RU \quad (4.1)$$

(-3.49) (5.27) (2.72) .....

$$R^2 = 0.79 \quad \bar{R}^2 = 0.73 \quad S.E. = 30.43$$

$$D.W. = 1.93 \quad F = 13.82$$

农村居民:

$$SAFD = -16.01 + 0.09DIFR + 1.23RF \quad (4.2)$$

(-3.62) (6.16) (5.83) .....

$$R^2 = 0.86 \quad \bar{R}^2 = 0.82 \quad S.E. = 3.77 \quad D.W. = 1.95$$

$$F = 21.74$$

模型 (4.1)、(4.2) 拟合程度较好, 各解释变量的系数估计量在 5% 的可信水平上显著不为零, 且城镇居民储蓄对实际利率的变动更敏感: 实际利率水平提高一

个百分点, 城镇居民人均实际储蓄增量增加 4.25 元, 农村居民只增加 1.23 元。

以上结果可由生命周期理论解释。该理论认为, 个人总是在一段长时期内尽可能合理地安排消费和储蓄, 以使整个生命期的消费最优。不同时期存在消费替代弹性 (Intertemporal Elasticity of Substitution in Consumption, IESC), 即现期消费与将来消费的边际替代率。储蓄对实际利率的弹性是 IESC 的增函数。Ogaki 等人 (1995) 发现, IESC 与收入水平存在非线性正相关, 可以推论中等收入国家居民储蓄的利率弹性大大高于低收入国家, 但到了高收入国家, 储蓄的利率弹性提高不多。我国目前正处于由低收入水平向中等收入水平迈进的过程, 在新的高消费习惯还未形成的情况下, 实际利率对储蓄影响很大。

### 三、结论性评述

本文描述了改革以来居民国内储蓄率的变化及地区间差异, 分析可支配收入、实际利率水平对储蓄存款的影响, 可得以下结论:

1. 居民储蓄大量增长是在我国总体经济持续发展、分配结构发生深刻变化、居民收入大幅度提高的背景下发生的, 收入是决定储蓄的最根本因素。地区储蓄率的差异也是由相对收入水平不同引起的, 储蓄利率弹性较大同样与现阶段居民收入水平有关。

2. 居民储蓄对实际利率变动敏感, 则在我国实行金融深化有利于进一步集中居民剩余资金, 有利于间接融资作用的发挥和资本形成。当前我国银行系统不良资产比重偏高, 居民储蓄存款不增或少增, 对银行系统的冲击都是巨大的。因此, 应下大力控制通胀, 合理设计存款利率的期限结构, 扩大定期存款的比重, 既增加储户的收益, 又使银行的资产负债期限相匹配, 减少银行的经营风险。

3. 由于城乡居民收入水平、所处的环境不同, 储蓄行为也不同, 储蓄结构有很大的差异。为合理利用农村居民的剩余资金, 应大力加强农村金融建设, 减少农民手持现金比重。

4. 居民收入增长、金融深化导致实际利率水平的提高都是长期起作用的因素, 可以预见, 若其他条件未发生大的变化, 我国居民储蓄的高增长将持续一段时期。

### 注释

[注 1] 《人民日报》(96 年 3 月 7 日)。下文中的数字若未经说明, 均根据《中国统计年鉴》、《中国金融年鉴》有关各期的数

# 国债发行利率偏高的成因及对策

汪列平 (九四级硕士生)

国债发行利率是指国债券的票面利率。从广义上看，国债包括国库券，财政债券，国家重点建设债券等以国家信用作为担保而发行的债券，狭义上仅指国库券。在本文如不特别指出，国债仅指国库券。

以同期银行存款作为参照系，我国国债发行利率的设计经过了 1981 年至 1984 年的低利率时期和 1985 年至今的高利率时期。目前我国国债发行利率基本上是按照银行同期存款利率高出其一定幅度确定的。

85 年以来我国国债利率与银行储蓄存款利率对比表

年份	期限	年利率 (%)	同期银行储蓄存款利率
1985	5	9	8.28
1986	5	10	9.36
1987	5	10	9.36
1988	3	10	9.72
1989	3	14	13.14
1990	3	14	11.88
1991	3	10	8.28
1992 (1)	5	10.5	9.00
1992 (2)	3	9.5	8.28
1993 (1)	3	13.96	12.24
1993 (2)	5	15.86	13.86
1994 (1)	0.5	9.8	9.00
1994 (2)	1	11.98	10.98
1994 (3)	2	13.00	11.70
1994 (4)	3	13.96	12.24
1994 (5)	5	15.86	13.86
1995 (1)	1	11.98	10.98
1995 (2)	3	14 <sup>①</sup>	12.24
		14.5 <sup>②</sup>	

注：①保值，面向个人发行②不保值，面向金融机构发行③1992 年以后发行的 3 年和 5 年期国债从 1993 年 7 月 11 日起实行保值  
资料来源：世界银行：background paper, Jane, 1995. 证券市场导报，1994 年 11 月。《中国证券报》1995 年 2 月

字整理、计算。

[注 2] 由 (1.0) 式， $b = dSAB / (dGPC / GPC)$ 。在 SAB、GPC 变动都较小的情况下， $b \approx \frac{SAB_t - SAB_{t-1}}{(GPC_t - GPC_{t-1}) / GPC_{t-1}}$

## 参考文献

国家统计局农调总队课题组，“城乡居民收入差距研究”《经济研究》94 年第 12 期

樊纲、余根钱，“体制改革时期储蓄增长”《金融研究》92 年第 6 期

郭树清、韩文秀，《中国 GNP 的分配与使用》中国人民大学出版社 (1991) P99、187

臧旭恒，《中国消费函数分析》上海三联书店 (1994) P237 - 254

IMF, "Saving in a Growing World Economy", World Economy Outlook, May 1995, P72

Masao Ogaki, Jonathan D. Ostry, and Carmen M. Reinhart, "Saving Behavior in Low- and Middle- Income Developing Countries: A Comparison", IMF Working Paper, January 1995

Jonathan D. Ostry & Carmen M. Reinhart, "Saving and the Real Interest Rate in Developing Countries", Finance & Development, December 1995

(责任校对：王 信)

在多数金融市场比较发达的国家，国债利率一般低于同期的企业债券和商业信用的利息率。以下是美国国

债与相关金融资产的利率对照表。

美国国债与相关金融资产利率对照表

年份	六个月国债	六个月 CD	六个月商业票据	十年期国债	Aaa 公司 <sup>①</sup> 债券
1985	7.65	8.24	8.00	10.62	11.37
1986	6.02	6.50	6.39	7.67	9.02
1987	6.03	7.01	6.85	8.39	9.38
1988	6.91	7.91	7.68	8.85	9.71
1989	8.03	9.08	8.80	8.49	9.26
1990	7.50	8.17	7.95	8.55	9.32
1991	5.44	5.91	5.85	7.86	8.77
1992	3.54	3.76	3.80	7.01	8.14
1993	3.12	3.28	3.30	5.87	7.22
1994	4.64	4.96	4.93	7.09	7.97
1995 (5 月)	5.67	6.07	6.63	7.65	

注：①Aaa 公司债券利率为经抽样的长期公司债券到期收益率 资料来源：《美国联储公报》1995 年 8 月，1993 年 10 月，1991 年 9 月

从 1992 年开始，国家规定同期企业债券的收益率不得超过国债，以此来保证国债的顺利发行，国债以高利率才赢得“金边债券”的地位。

#### 一、国债发行利率偏高的原因

在美国，国库券被认为安全性最高，流动性最强，数量最大的一种债券，它提供了估价所有其他债券的基本标准。安全性高，是指美国国库券是以美国联邦政府的全部信义和信用为后盾，与其它投资工具相比几乎没有违约风险的证券。从数量上看，美国财政部是全世界最大的债券发行者，它发行价值 17000 亿美元的国库券（由 180 多种中、长期国库券和 30 种短期国库券构成）。从流动性看，美国国债市场经历了半个多世纪的发展，成为世界上最活跃的，并因此成为世界上最高流动性的市场。报价和索价之间的差额比固定收益债券市场的其它部门小得多，并且有较多的债券品种可以随时买到。

基于以上特点，美国国债已不再单纯表现为筹资手段，而成为中央银行控制货币供应量，商业银行流动性管理和证券投资机构资产组合的一种重要工具，国债的持有者更多地表现为机构投资者。如对商业银行而言，国债市场首先是调剂资金的一个渠道，商业银行出现存贷差时，可以通过国债市场上的回购或逆回购交易来进行

调剂：存差行通过回购交易使资金在保值增值的同时，又能够保证资产具备一定的流动性和低风险性，而贷差银行可以通过隔日国债售出回购的形式融通资金，既可以使其存贷资金保持平衡状态，又能够在回购期满时赎回国库券。在美国，中央银行，商业银行，各种投资机构一般都持有大量国债，一级市场的交易主要在商业银行和财政部之间进行。极强的流动性、安全性和巨大的数量使美国国债成为机构进行流动性管理的重要工具，同时使美国国债的收益率低于一般的债券和商业信用的利息率水平。

中国国债市场自 1988 年开放二级市场以来有了很大发展，但在流动性方面仍存在很大缺陷，首先，可流通的国债品种与数量非常有限，目前市场上可流通的国债仅 6 个品种，名义流通量仅占国库券余额的 40% 左右，考虑到其中相当大一部分沉淀在居民和企事业单位手里，实际流通量更少；其次，从国债发行频率和期限结构看，一次发完，非滚动式的发行方式使国债利率难以适应实际市场利率的变化，难以形成短期收益曲线，国债交易因此缺乏价格预期标准而使流动性受到影响。期限结构单一，尤其是缺乏短期国债（如半个月，一个月，三个月）使金融机构运用国债进行流动性管理时无法通

过长短期国债的搭配形成合理的期限结构。第三，货币市场的不完善使金融机构通过国债融通资金受到限制。货币市场在地区上存在分割，并在利率和期限方面存在严格管制，这阻碍了金融机构运用国债进行头寸管理和资金融通。

在国债市场的流动性存在很大缺陷的同时，机构本身也缺乏进行流动性管理的动力。专业银行作为财政性金融的机制一时难以转变，大部分非银行金融机构以及企事业单位一般作为资金的需求者在国债市场上出现，这种单边的市场结构难以形成正常的国债市场。

既然机构不能成为有力的国债持有和交易者，那么大量国债面向居民个发行成为顺理成章的事，而且这种做法也使国家能更有效地控制居民手中的货币量，减轻通胀压力。从我国国债一级市场的持有结构看，居民的持有份额呈日趋上升之势。

国债一级市场持有结构情况表

年份	居民 (%)	单位 (%)
1982	45.5	54.5
1983	50.0	50.0
1984	52.4	47.6
1985	63.3	36.7
1986	63.5	36.5
1987	38.5	61.5
1988	30.0	70.0
1989	80.8	19.2
1990	47.4	52.6
1991	71.0	29.0
1992	78.0	22.0
1993	78.5	21.5
1994	86.6	13.4

注：国债包括国库券，财政债券和建设债券。

资料来源：世界银行：background paper, June, 1995

居民在选择投资工具时对投资工具的收益率有更大的偏好，尤其是国债面向全国发行，很多居民生活在中小城市或农村，几乎无法感受到国债的流动性，国债交易网点在中小城市和农村比储蓄网点要少得多；此外，企业债券在我国基本上是以国家信用作为支撑，在安全性方面并不比国债逊色。为了保证国债顺利发行，较高的发行利率成为吸引居民购买的必要手段。

## 二、国债发行利率改革的方向

改变国债发行利率偏高的状况，主要的思路应该从发挥国债的流动性强和安全性高的优势出发，针对不同投资者的偏好，真正体现其“金边债券”的特点，使国债发行利率保持在合理的水平。

1. 培育机构投资者，增强其运用国债进行流动性管理的需求。银行及金融机构经营行为的市场化和规范化是问题的关键。在目前的情况下，可以通过强化银行的资产负债管理，允许把国债作为二级储备的形式来加强国债在金融机构流动性管理中的作用。

2. 发展国债市场，增强国债的流动性。逐步增大可流通国债的份额，完善二级市场的做市商制度，维持国债的流动性。此外，统一目前处于分割状态的二级市场，增加柜台交易网点，也是增强国债流动性的必要措施。

3. 发行方式由集中发行逐步过渡到滚动式发行。发行频率的增加易于跟踪市场利率的变化，形成完整的短期收益曲线，便于进行价格预测，此外改变单一的期限结构，增加短期国债品种也是近期内可以试行的发行手段。

美国国债市场的发展经历了半个多世纪才达到今天的规模和效率，中国国债市场还有很长的一段路要走，不能换操之过急。但是改革方向应该是明确的，即实现国债发行和交易的市场化以及国债功能的多样化，而目前以居民为主体的持有结构显然不适应这种改革方向，只有培育机构投资者并规范他们的行为，才能使国债市场走向健康和成熟，使其在宏观调控中发挥越来越大的作用。

(责任校对：汪列平)

# 从案例探讨金融产品的设计与安排<sup>①</sup>

曾晓松\* (九五级硕士生)

当今国际金融市场发展日新月异,各种创新的金融产品不断涌现。每种产品的推出都面临着市场的公正检验,其成功或失败均是金融产品开发者们的业务水准及其对市场的把握能力的直接反映。本文拟从金融工程学的角度,通过对两笔各具特色的金融产品开发的实例进行分析,来探讨西方的金融工程师对金融产品创新所进行的构思、包装、定价、促销直至上市等一系列设计与安排,以及这些尖端的金融技术对我国的借鉴作用。

## 一、武士债券创新案例:双币种武士债券

该债券由瑞典王国于 1995 年 4 月上旬在日本发行<sup>②</sup>,总面额一千亿日元,期限十年,平价发行,由日兴证券欧洲公司和日本农林中金银行(Norin chukin Bank)担任共同牵头经理人。该笔债券一推出即被认购一空,考虑到长期低迷的日本证券市场与本次如此巨大的发行额,这笔交易的设计实在极为成功。其成功的关键应在于把普通的武士债券设计成了本息币种分离(Dual Currency)的新产品:面值以日元标价而利息用德国马克支付,计息时的汇率规定为一马克兑 60.2 日元,息票利率为 4.45%。过去金融市场上曾有过本息双币种的中期票据,但所用的货币多为澳元或加元,本次发行的日元——马克双币结构是设计师们匠心独运的结晶。若从局外人的角度进行事后分析,他们所作的设计与安排至少包括以下几点:

首先是对发行市场的选择。在美国利率连续上调,欧美市场充斥主权发行人的现状下,作为 3A 级发行人的瑞典若选择外国政府相对较少进入的武士债券市场,能有效地降低利息成本且保证发行数额。但前提必须是这些优势不会被其所预测的日元升值幅度的抵销。从投资者角度考虑,日元升值的大趋势使他们不愿购买外币标

价的金融产品,而若债券以日元标价的话他们就不用承担本金的外汇风险。

其次是对利息币种及利率水平的设计。设计师会面临三套方案:一是以日元付息,即武士债券的通常形式。当时日本长期公债收益率为 3.37%<sup>③</sup>,而此前最近刚有两笔武士债券的发行,总金额达 500 亿日元,已满足了一定的市场需求,且其中后一笔 10 年期的利率已达 3.65%,考虑这一基准,加上本次发行金额巨大等具体情况,利率至少要达到 4.5% 左右,更重要的是,发行人还要承担利息部分的外汇风险。第二套方案是以德国马克付息。由于长期以来,马克对日元的交叉汇率一直是所有重要货币间汇率中最稳定的,且马克还是重要货币中唯一对日元升值的,因此日本投资者不但会乐于接受马克作为利息,而且根据德国公债利率的表现,此时利率还可能低于以日元计息时的利率。而对发行人而言,由于其马克储备较充足,瑞典克朗与马克间的汇率亦较稳定,且《马斯克里赫特条约》规定包括这两种货币在内的欧共体“达标组”各国货币将在 1999 年统一为单一的“欧洲货币”,所以长期来看,发行人的利息部分的外汇风险可被缩减到最小。第三套方案是以澳元付息,虽然这样会在利率上有些优势,但预测表明未来 10 年内日元对澳元的大幅升值会抵销其对投资者的吸引力。通过对各种要求及市场因素的权衡与综合考虑,最优方案是以马克付息,且利率水平被定在对双方均较适中的 4.45%。这一方案被市场证明了其成功性,发行后不久,马克对日元的汇价果然上升到 60.75,实际上增加了投资者的利息收入。

发行成功的第三个关键在于发行时机的安排。产品设计好后,何时推向市场亦是至关重要的,时间选择的

\* “投资银行的发展与其在我国的前景”课题组

错误可能令最优秀的产品亦陷入困境。在本案例中，显然，在日元越坚挺，日元利率越低时推出该产品则越能吸引投资者。而当时的形势是，日元兑美元年初开始即不断走强，当时已接近一美元兑 80 日元的大关，设计师们预测日元短期内将转弱，于是乘四月初日本央行将贴现率下调至 1% 的历史最低点数日后即推出发行。结果发售完的次日，美元兑日元跌至破纪录的 79.80 后果然开始强劲反弹，但这时已对发行毫无影响了。

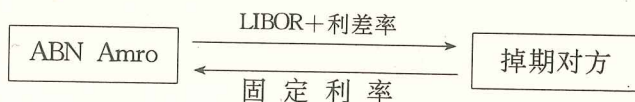
最后一点在于牵头经理人的营销战略。产品推出前，农林中金银行已决定根据该次发行金额大，信誉高等特点，利用其自身系一家大型农业银行的优势，决定把农业合作社作为重点发售对象，同时辅以详细的推介与促销活动，让产品的特点、优势为对方熟知。结果不到 10 家大型农业合作社即认购了全部债券。

## 二、CDs 创新案例：附掉期权 (Swaption) 的利率递增 (step-up) CDs

利率递增结构的票据最早由美国的联邦国民抵押协会 (FNMA) 等机构于 80 年代后期推出，目前风行于美国金融市场。竞争的压力使商业银行纷纷开发这一产品，同时引入尖端的创新技术以满足投资者的需求。这一工具的基本特点包括：1. 利率随期限的增加而递增 (step-up)；2. 附提前赎回 (call) 条款，规定当市场利率上涨速度低于票据所规定的回报率增速、或市场利率下跌时，发行人有权提前赎回这批票据。由于其回报率高于同期市场利率且随期限递增，因此尽管可能被提前赎回，仍对投资者有极大吸引力。发行人所提供的这种额外收益来源于何处？衍生工具的重要作用在下面的案例中得以反映。

荷兰最大的商业银行之一的阿姆斯特丹——鹿特丹银行 (ABN Amro) 的子公司 LaSalle 银行于 1994 年推出了新型的 CDs<sup>④</sup>，期限 10 年，第一年利率即达 7.8% (而当时市场上 18 个月期限的 CDs 利率仅为 6.95%)，且往后逐年递增，到 5 年后即达 8.2% (而市场上 5 年期的 CDs 利率仅为 7.25%)，这一发行通过 Amro 进行安排，其先找一家银行作利率掉期，即定期付出以 LIBOR 为基础的浮动利息给对方，同时从对方处获得随期限递增的固定利息 (资金流示意图见图一)。同时，其卖给对方一项期权，赋予对方在交易一年后随时中止本次掉期的权力，获对方交付的一笔权费 (Premium)，将之连同利息一并转移给 LaSalle。LaSalle 再将所获权费中的一部分加入利息中转移给投资者，而这一优惠正源于 CDs 所附的赎回条款，即一旦市场利率增长过慢甚至下降时，掉期

对方会行使权力中止掉期，令 LaSalle 失去固定利率的来源后，可立刻赎回所发的 CDs，毫不遭受损失。这整套机制运行的结果是，发行人以较低的浮动利率成本筹集到了资金，又未承担利率风险，同时能吸引投资者购买，并且调整了负债的利率结构。



图一

这一产品设计的思路在于将掉期、期权与利率递增结构的票据进行杂交，产生出更优秀的产品。其中的关键在于与掉期共生的期权，它们被合并成一项金融产品称为“掉期权” (Swaption)。掉期权是以固定利率的付出方或接受方的身份进行利率掉期交易的权力，可分成两种，一是“付出方掉期权 (Payer Swaption)”，二是“收入方掉期权 (Receiver Swaption)”。前者规定该产品的购买者有权在市场利率上升至超过履约利率 (Strike Price) 时行使权力，即与权力卖方进行利率掉期，向对方付出固定利率，同时获得上升的市场利率；若市场利率下降，则买方不行使权力，没有风险。因此，该权力买方的最高利率成本已被锁定。后者则规定该权力的买方有权在市场利率下降至低于履约价格时与权力出售方进行利率掉期，从对方获得固定利率而付给其下降的市场利率；若市场利率上升则让该权力作废，总之，买方的最低收益已被锁定。

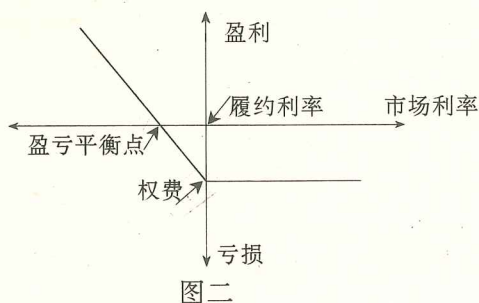
掉期权是一种柜台交易产品，因此，其履约价格、期限、交易金额与结构均可通过协商而定，即可满足客户不同的具体要求。

借鉴以上两个案例的成功经验与技术，可以对我国最近在日本所做的一次武士债券公募发行进行探讨。这次发行于 12 月上旬推出<sup>⑤</sup>，为 300 亿日元七年期武士债券，票面利率 3%，承销团包括二十余家证券机构，发行全过程中，承销机构与发行人一起对发行进行了设计与筹划，为我国进入武士债券市场筹资积累了进一步的经验。若吸收上述两个案例的精华，我们还可以进行一些新的尝试。

当时的经济环境是，随着美国对日贸易赤字的连续下降，美国股市的持续暴涨及几大国央行对美元汇率干预的奏效，一路回升的美元已稳定在兑 100 日元以上的

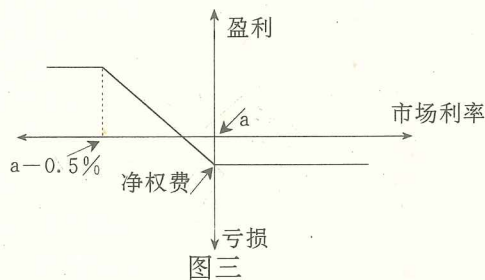
水平, 因此, 美元对日元的汇率风险在不断下降。假如将这批债券设计成日元——美元的双币种结构的话, 仍能吸引到投资者。这一设计的根本作用在于能减少发行人的汇率风险, 考虑到我国外汇储备中大部分为美元的现实, 这一设计能良好地消除原来附着于利息部分的汇率风险。若发行人将因此所获的成本的节省转移一部分给投资者, 能增加债券的吸引力。当然, 若用德国马克付息的话更能吸引投资者, 但因对我国而言, 德国马克的升值风险大于美元, 甚至超过日元, 因此不宜采用日元——马克双币种结构。

若确定采用日元——美元的双币种结构及采取固定利率的付息方式, 还可对产品作进一步设计。假如我国模仿 Amro 通过卖出“付出方掉期权”收取权费来提高债券收益率的话, 若想不承担市场利率急剧上升使对方进行掉期而带来的风险, 就必需在债券中附加提前赎回条款, 而对主权发行人而言, 这样的先例不很多, 因此, 这一设计的风险会较大。一个更优的方案是向某家大量持有美元表外正的利率敏感性缺口的大型商业银行购入“收入方掉期权”, 这样虽然成本有所增加, 但利息成本的上限将被锁定, 且当市场利率下跌时, 能通过履约进行掉期而获利。图二反映了购买“接受方掉期权”后发行人的盈亏情况:



在此基础上, 还能对产品作进一步优化, 这主要是通过采取“收入方利差”(receiver spread) 战略来实现。即发行人购入一份“收入方掉期权”, 履约利率假定为  $a$ , 同时再向第三方售出一份“收入方掉期权”, 但履约利率必须低于  $a$ , 假定为  $a-0.5\%$ 。这套安排的结果是, 发行人的权费成本被大大地缩小, 且当市场利率上升至高于  $a$  时, 这两份权力均不被行使, 对成本无影响; 当市场利率下降至低于  $a$  但高于  $a-0.5\%$  时, 发行人履行自己的买入的掉期权而获收益, 但其所卖出那份掉期权仍不被行使; 只有待利率跌至  $a-0.5\%$  以下时, 两份掉期权才会被同时行使, 使发行人的收益水平停止上升。

采用这一战略时的盈亏示意图见图三。



由此可见, 债券经过这一整套设计的话, 不但能使发行人减少所负担的额外成本, 还能为其带来一定的收益。无论采用哪种设计, 我国发行人均可将通过交易掉期权所获盈利的一部分通过在债券上附加条款(如规定在一定期限后若市场利率下跌时则增加债券回报率)的方式转移给投资者。

至此, 尖端的金融技术在国际金融市场上的巨大作用已一览无余, 西方投资银行界流行的一句行话道出了其中真谛: Finance is nothing but innovation。尽管目前涌现的新金融产品、尤其是衍生产品具有高度的精密性和复杂性, 因而导致了一些过度投机的金融机构经营失败, 但是, 只要内部风险控制得到了应有的重视, 各种金融产品就能被有效地利用与驾驭。在“金融工程”的导入与实施上, 投资银行扮演了最积极与活跃的角色。因此, 如何在我国引入投资银行, 如何将我国现存的一大批证券机构转制成投资银行并为其设定合理的经营模式与市场定位<sup>⑥</sup>, 应成为我国下一阶段金融改革的重要目标之一。

注

① 本文摘自课题组《金融工程学的发展与我国引入的必要性与可行性研究》研究报告

② 招募说明书见《EUROMONEY》, 95.4

③ 见日本大藏省 95 年第二季度公告

④ 资料来源:《U.S BANKERS》95.5/6 月号

⑤ 见《中国证券报》95.12.7

⑥ 参阅《金融时报》96.1.21, 曾晓松《从国际比较看投资银行在我国的模式选择与市场定位》

(责任校对: 曾晓松)

# 论证券市场中的信息成本

夏林 (九五级硕士生)

## 一、信息成本与外部融资结构 (External Financing Structure)

现代经济社会中, 金融体系居于信用活动的核心, 它包括金融机构 (间接融资) 和证券市场 (直接融资) 两部分。正是通过它们的信用中介活动, 创造出各种金融资产和金融负债, 并相应提供市场流动性 (Liquidity)、风险分散性 (Risk-sharing) 及信息服务 (Information Service), 为各类自有资金不足的筹资者进行外部融资, 从而使社会储蓄顺利转化为投资, 促进社会经济发展。

在储蓄转化为投资的过程中, 证券市场的外部融资渠道作用实际上受到很大局限, 这主要归因于交易成本

(Transaction Cost) 和信息成本 (Information Cost)。

证券市场通常都规定了最小交易单位和最低佣金标准等, 小额投资者无法享受到规模经济而被拒之门外。对于资金需求者, 只有达到一定规模、具备良好信誉的主体才能进入证券市场筹资。也就是说, 证券市场不能根据小额投资者及筹资者的实际资金需求进行灵活安排, 交易成本太高。交易成本为外在成本, 易于识别; 而对证券市场投资活动起决定作用的是无形的信息成本。

与微观经济学的理想假设恰恰相反, 现实经济生活中由于获取信息的成本太高, 人们不得不在信息不足状态下努力作出次优决策。故此, 证券市场上的参与者对相关信息的了解程度并不相同, 也就是存在不对称信息问题 (Asymmetric Information): 筹资者对资金运用前景及实施过程显然占有更多的信息, 但并不全部提供给投资者, 从而使其处于比投资者更为有利的位置。信息成本的存在增加了投资者的投资风险, 高昂的信息成本导

致逆选择 (Adverse Selection) 和道德风险 (Moral Hazard), 降低证券市场运作效率, 扭曲社会资源配置。

A、逆选择现象: 投资风险与其预期收益成正比, 预期收益越高, 投资者所要承担的风险也越大。由于信息成本的存在, 投资者并不了解证券市场上每个筹资者的实际风险收益率, 而只能根据历史经验按概率推测出市场平均预期风险收益率  $R_e$ 。(如图 I 所示) 如果投资者依此作出投资决策, 低风险因而低收益的筹资者  $D_s$  因筹集不到资金而不得不退出市场, 高收益因而高风险的筹资者  $D_r$  必将充斥 (注意, 此时其筹资成本  $R_e$  低于预期风险收益率  $R_r$  因而有利可图), 最后证券市场实际风险收益率为  $R_r > R_e$ , 从而产生逆选择现象损害投资者利益。在这种情况下, 投资者根据低风险筹资者的风险收益率  $R_s$  进行决策, 但随之产生市场非均衡及信贷配额 (Credit Rationing) 现象。

B、道德风险: 在筹资者获取资金之后, 投资者对筹资者行为进行监控的边际成本  $MC$  太高 (如图 II 所示), 同时监控行为本身具有外部公共性, 即如果一部分投资者独自承担监控成本而其他投资者却坐享其成 (Free Rider), 使监控行为的个人收益  $PMR$  低于社会收益  $SMR$ , 则必然导致对筹资者监控不足 ( $Q_p < Q_s$ )。这样筹资者在获得资金之后, 未必会象事先允诺那样行事, 相反可能因自身利益而有意侵害投资者的应得利益。

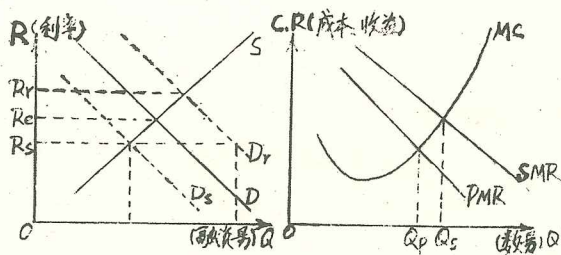
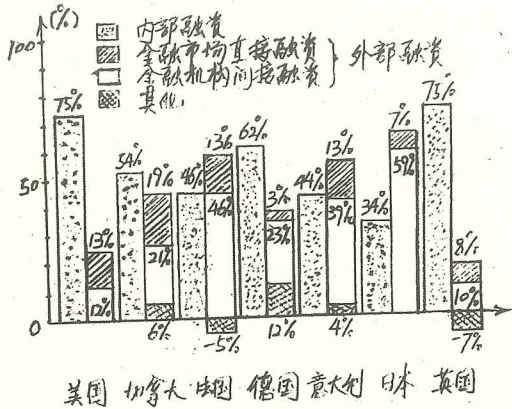


图 I 逆选择及市场非均衡 图 II 监控行为的外部公共性

由于道德风险的存在, 实际上一切社会经济活动中都不同程度地存在着“代理人——委托人”问题 (Agent—Principal Problem)。代理人由于掌握更多信息而处于比委托人更有利的位置, 而且委托人实际上不可能对代理人的行为进行有效监控, 这样代理人往往将自身利益放在首位, 而与委托人利益最大化的既定目标相悖。证券市场中, 股份公司高级经理层作为公司股东的代理人, 他们的经营目标往往不是谋求委托人利益最大化, 而是追求自身私利最大化, 如薪金、权势、个人声望等, 这与公司股东利益严重冲突。对整个社会经济活动来说, 道德风险意味着低效率和净损失。



从世界各国金融体系外部融资结构来看，证券市场直接融资所占比重取决于交易成本和信息成本的高低，其中信息成本尤其决定意义。图 III 表明，在交易成本相近的情况下，日本和德国证券市场融资比重远低于美国和加拿大，说明日本和德国证券市场信息成本相对高于后者。



[图 III: 美国数据系 1946 年—1991 年间平均，资料来源于联邦储备系统公布的各期《资金帐户流量表》；其他国家数据系 1970—1985 年平均]

与证券市场相比，金融机构间接融资具有较低的交易成本，而且其专业化的中介服务可以有效地降低信息成本，因此间接融资在世界各国外部融资结构中均处于主导地位。即使在证券市场最为发达的美国，居民所拥有的金融资产最大部分产生于间接融资，表明金融机构间接融资仍是最重要的外部融资方式。

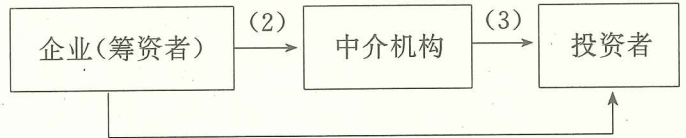
因此，对于既定国家的特定经济发展阶段，其外部融资结构的形成很大程度上是由客观条件决定的；证券市场直接融资比重的提高必须以交易成本和信息成本（尤其为后者）的显著改善为先决条件，忽视这一前题而仅在主观上努力发展证券市场往往是功倍而事半。

## 二、我国证券市场中的信息成本

由于信息成本的存在，实际上投资者很难及时获取和正确处理信息，并据以作出决策。因此，“证券市场风险莫测，投资人士损失自负”的绝对放任观点不能成立。只有在投资者能够判断风险程度有多大时，才可以说他们是在自食其果。

在证券市场上，投资者获取信息的主要途径可简单地表示如下：

图 IV：



解决信息成本问题的传统方法，是坚持企业必须及时公开一切所需资料，如果公开的资料不充分或有意隐瞒、误导，则有关当事人将负民事甚至刑事责任。但仅此远远不够，绝大多数投资者缺乏根据公开信息进行正确判断的能力，他们必须依赖证券市场中各种中介机构的专业信息服务。

从广泛意义上说，证券市场中介机构包括证券经纪商、投资基金、信托投资公司、交易所、会计师事务所、信用评级机构等等。中介机构的基本职能包括：

- ①减少交易成本，便利金融交易，提供市场流动性服务；
- ②提供风险的交易、共担以及分散服务，促进资源有效配置；
- ③通过对企业、部门及经济周期的分析研究，为投资者提供信息服务，减少逆选择；
- ④评价并监控企业经营行为，防范道德风险。

从投资者获取信息的途径看，中介机构是解决信息成本问题的关键所在；如果由于种种原因投资者无法从中介机构获得足够的信息服务，则必然阻碍证券市场资源配置效率。

下面，我们将从前文所提供的理论框架出发，考查我国的证券市场。

我国证券市场从无到有，历经五年艰辛，成就举世瞩目。目前，上海和深圳证券交易所在硬件设施如电脑自动撮合，中央结算登记制度及卫星远程通信等方面，居于世界一流水准，交易成本问题并不特别突出；但在软件设施方面，差距却远非朝夕间一蹴而就。这集中地表现在高昂的信息成本上。

首先，一直缺乏完备而明确的法律环境。《证券法》迟迟不能出台，使我国证券市场至今仍是一场没有规则的球赛。“摸着石头过河”，各种违规甚至违法行为屡禁不止，内幕交易愈演愈烈，直至断送掉襁褓中的国债期货市场。没有严密而稳定的法制环境，证券市场的所谓“公平、公正、公开”只不过是一句戏言，永远无法兑现。

从证券市场本身来看，合法信息来源缺乏，上市公司信息披露严重滞后，而且信息披露不规范、不充分者比比皆是，令人触目惊心。1995 年，数十家上市公司曾因向证监会提交的有关资料不合规范要求而遭到批评。

与此同时, 证券市场中介机构数量结构畸型, 服务定位偏差, 提供的信息服务微乎其微。证券商一哄而上竞相在大中城市抢滩登陆, 上海、深圳等金融中心数百个证券营业部星罗棋布, 绝大多数在超饱和的二级市场上开展低层次的经纪业务, 由于人才过于分散, 它们根本无力对上市公司进行深入研究, 为投资者提供有投资参考价值的企业分析报告, 因此往往不惜以巨额透支、回扣等非法手段拉拢客户, 同时为了生存不得不在自营中挺而走险, 高息拆借坐庄造市, 兴风作浪以图混水摸鱼, 可大多以高位套牢而告终; 少数有实力进入一级市场发行承销的证券商为争夺市场份额, 对某些发行公司不惜使用种种不正当竞争手段降格以求, 在发行招股时为其精心修饰, 粉墨登场正式上市时动用巨额资金托盘捧场, 引诱不明就里的投资者入市而遭受重大损失。已经发行的投资基金都是封闭式基金, 透明度极低, 投资者无法及时了解其投资方针、资产组合及经营管理状况, 许多基金规模偏小因而无法有效实现资产分散化经营, 托管人与经理人并未严格区分, 潜在着损害投资者利益的可能。两个证券交易所为相互竞争, 在某种程度上对上市公司放松上市及监管标准, 加剧了证券市场的逆选择。会计师事务所良莠不齐, 出具的会计、审计结果五花八门, 令人真假难辨; 股评家鱼龙混杂, 绝大多数醉心于“波浪测市”、“技术分析”, 开口则模棱两可, 不知所云; 小道消息满天飞舞, 若干传媒来者不拒, 甚至为其推波助澜……凡此种种, 使投资者无法从中介机构准确及时地获取信息服务, 了解上市公司的真实价值 (Fundamental Value), 其盲目投资行为实际上无异于一场危险的赌博。高昂的信息成本极大地增加了投资风险, 促成了我国证券市场的高投机性, 从而严重阻碍了证券市场的资源配置效率:

①逆选择现象: 由于我国证券市场价格严重扭曲, 与上市公司的真实价值变动脱节, 导致大盘优质工业股价格低估, 难以甚至完全不能筹资; 同时, 小盘高投机性劣质股价格高估而充斥市场, 增加了投资风险。1994 年春上海石化因其配股计划而惨遭抛售, 股价狂泄至 2.4 元并拖累大市下探, 其筹资一时搁浅。另一例子为 1995 年 3 月, 由于大盘工业股持续低迷, 长期遭受市场冷落, 仪征化纤被迫放弃在上海证券交易所增发 4 亿 A 股的计划, 转向香港市场发行 H 股筹资。

②道德风险: 目前我国证券市场上道德风险最突出表现为上市公司内部人控制 (Insider Controls), 这是造成其上市而不转制的根源。由于股份制改造过程中股权

结构设置上存在一系列致命的先天缺陷: 处于控股地位的国家股代表虚位, 作为大股东的法人股最终产权不明, 因此不可能对公司经营管理进行有效监控, 加之国家股和法人股无法流通, 人为增加了国家股和法人股投资风险, 导致国有资产流失; 社会个人股所占股权比重太低且高度分散, 对公司高级经理层监控成本太高且无法影响其经营决策, 故个人投资者更注重短线操作而宁愿对企业管理袖手旁观; 公司董事会、监事会与高级经理层混为一体, 缺乏外界有效监督; 职工内部股实际上变成了福利股, 大家只求优惠低价购入后在二级市场上尽快高价抛出, 从根本上违背了设置初衷……这一切导致了上市公司内部人控制现象, 即公司实际经营管理权力落入内部高级经理层手中, 后者因权力缺乏有效制衡而将自身私利放在首位, 不惜侵害公司股东利益, 无视企业经营效益。某著名 H 股上市公司竟然违背招股承诺, 动用巨额资金炒作房地产惨遭损失, 使国际投资者为之哗然。由于这种“换汤不换药”式股权结构下的内部人控制, 许多上市公司纵然拥有资金、税收等方面的优惠待遇而其业绩却无颜以对广大股东。

经院学者们的一项重要假定, 即收购兼并 (Merger & Acquisition) 和产权重组 (Restructuring) 的威胁使企业经理层受到外部潜在收购者的监控而努力工作, 一旦其经营失误、不思进取就有可能因企业被收购而遭逐出管理层。在我国证券市场上, 事实证明这仅仅是理论演绎出来的一厢情愿。根据《证券发行与管理暂行条例》, 收购方持有目标公司股数超过其发行在外总流通股数 5% 后三个营业日内必须公告, 以后持股数每增减 2% 也必须再次公告; 这样收购方实际执行起来公告过于频繁, 收购成本太高因而难以成功。因此, 我国证券市场上一度沸沸扬扬的几起股权收购案例, 只有宝安收购延中采取打“擦边球”、钻政策空子的方式才得以成功并入主董事会, 其他如万科收购申华、天极收购小飞等也只能以收购面目登场, 炒作获利告终, 虎头蛇尾而已。

理论上, 公司外部债权人对公司高级经理层的道德行为具有制约作用。但实际上在我国, 银行对公司影响力由于国有企业预算软约束而弱化; 企业对银行倒逼机制的存在, 加强了公司高级经理层的垄断权力。

由于公司高级经理层所受外部制约实际相当微弱、有限, 我国证券市场中的道德风险远远高于欧美证券市场, 证券市场仅仅成为企业的另一个替代筹资场所, 股份制改造的初衷在很大程度上落空了。

至此我们可以得出结论, 高昂的信息成本决定了我

国外部融资方式必将以银行间接融资为主，对证券市场在国民经济中的作用不能报以过高的期望和幻想。因此尽管1995年末全国城乡居民储蓄余额达29,662.2亿元，但与此同时证券市场资金匮乏，甚至承受不了每年50—55亿元新股额度。证券市场发展自有其内在规律，所谓“五年成就跨越了西方两百年的历史”，我们必须进行理性分析，对此应有一个清醒的认识。

### 三、政府干预在证券市场中的作用及合理角色

前文已经指出，证券市场中介机构通过提供专业化服务降低信息成本，促进社会储蓄顺利转化为投资，对于经济发展具有极其重要的作用。但是，作为证券市场对信息成本的自发反应和制度安排，中介机构所提供的信息成本总是低于社会理想水平，从而未达到帕累托最优状态，即存在市场失败（Market Failure）现象。

首先，如前文所述，金融市场本身是一个非均衡市场，存在供给不足（图I）。同时，金融市场也是一个不完全竞争市场，市场参与者之间需要建立起长期稳定的关系以降低信息成本，过度竞争反而不利于社会资源的有效配置；

其次，中介机构提供信息服务、监控企业经营具有外部公共性，因此，监控服务不足；

第三，对中介机构本身的监控行为也具有外部公共性，中介机构同样也存在代理人——委托人道德风险。

最后，中介机构经营失败同样存在外部公共性；它涉及到无数投资者、筹资者以及其他中介机构，严重时甚至可危及整个金融体系的稳定。

理论上，市场失败可以采取行业自律形式来获得部分解决。在世界范围内流行金融自由化的今天，行业自律一直是个热门话题，其支持者们鼓吹它能充分发挥市场机制自身作用，减少政策时滞。然而时至今日，世界上已没有任何主要证券市场是在无立法及政府监督的背景下有效运作的。事实证明，负责行业自律的人士是在管理自己的同业，所以未必会尽力而为；此外，他们有可能会运用自身影响力来削弱竞争对手，借此谋求团体或个人利益，而置市场需要于不顾。因此政府有义务对证券市场进行适度干预，以增进资源配置效率。

在此需要着重指出的是，政府对证券市场的干预应当是有选择的：它作为市场失败的补充而介入，政府干预的操作目标应该是改善证券市场中介机构的专业信息服务而非市场表现本身，其政策目标是尽力减少信息成本的负面影响，促进证券市场资源配置效率。政府的过

多不当干预反而事与愿违，我国证券市场发展中的某些方面就证明了这一点。

面对市场经济下的这个新生事物，政府对证券市场的过多干预导致市场参与者对未来预期的混乱无序，人为地增加了信息成本。政府关注的重点放在了市场表现本身上，主观希望抑制过度投机，但结果常常适得其反。市场每次行情暴涨狂跌背后都可以发现政府干预的影子：红股征税、“四不”救市、暂停国债期市、宣布新股发行……在某种程度上，政府干预是造成市场动荡的重要根源。证券管理机构政出多门，政令不一，有时甚至相互矛盾，难以实施，匆匆而来，匆匆而止，令人无所适从，给敏感幼小的证券市场平添了多少动荡不安！与此同时，在证券市场发展规划上，某些政策明显缺乏长远眼光及通盘考虑，一方面付出极大代价解决历史遗留问题，另一方面却又不断地为将来制造新的历史遗留问题；继续采取计划经济思路和行政手段管理证券市场，按照条条块块下达新股规模，作出决策却不承担相应后果，加剧了证券市场的逆选择问题。在高昂的信息成本基础上，政府对证券市场的过多干预只能是雪上加霜，投资者战战兢兢，唯求短线进出博取价差，谁又敢长线持股耐心等待，面对变幻莫测的未来？在这种环境下，理性投资者只能是“千呼万唤不出来”，机构投资者也自然蜕变为超级投机者，加剧了证券市场的波动。在中国证券市场诞生五年后的今天，是继续摸着石头过河，重履历史上已有的挫折与教训，还是学习现有的成功经验，充分利用后发者优势轻装上阵？这个问题值得我们深思。

不论是否认识到市场失败的政策性含义，任何政府总会有意无意地制定一系列政策和规则，对证券市场进行干预。因此，界定政府角色、明确干预范围应当非常审慎，滥用政府干预必然人为增加信息成本，导致市场预期混乱，最终扭曲资源配置。同时，任何既定政策和规则上的变动都必须小心行事，事前应仔细考虑对中介机构提供信息服务的潜在影响，即政策变动是加剧抑或减轻了市场失败的负面作用。因此，对政府证券市场政策及干预后果的评价，应立足于下述几方面考虑：

- ① 中介机构提供服务的范围；
- ② 中介机构对企业的监控程度；
- ③ 社会对中介机构的监控；
- ④ 市场竞争程度；
- ⑤ 金融体系的稳定。

（责任校对：夏林）

# 发挥股市存量调整功能 推动经济增长方式转变

汲秦立（九五级硕士生）

改革开放以来，我国经济取得了高速增长，但增长的质量不高，并出现了通货膨胀、国有企业效益不佳等问题。究其原因，除了宏观层面的缺陷外，相当重要甚至是关键性的因素还在于作为微观基础的企业方面。由于产权不明，机制僵化，利润动机不强，内在约束软化，导致企业盲目的扩张冲动，资源投入大而效率低，集中反映在粗放式的增长方式上。

随着各种矛盾的不断尖锐，迫切需要尽快转变企业的经营机制，实现经济增长方式从粗放式向集约型转化。在这一过程中，调节社会资金流量和流向的资本市场将起到重要作用。

一、发挥资本市场的存量调整功能  
是经济增长方式转变的客观需要。

资本市场在社会再生产中的作用一是增量的注入，二是存量的调整。在粗放式的增长方式下，由于要靠大量的生产要素投入来实现经济增长，从而需要资本市场组织大量的社会资金支持投资的扩张，以此满足扩大再生产对资源的需求，所以在这种增长方式下，增量的注入是资本市场对社会再生产的主要贡献。而在集约式的增长方式下，虽然也要增加一部分投入，但更注重生产要素运用的有效性，通过优化组合来提高利用率，以达到节约资源和产出相对增长的目的，在这

种增长方式下，资本市场对社会再生产的作用又主要表现在存量的调整。

可见，随着我国经济增长方式的转变，资本市场在满足社会再生产正常的资金需求下，应着力培育使现有资源达到最优配置的存量调整功能，这理应成为我国资本市场发育的关键。

二、通过股市实现产权重组是资本市场发挥存量调整功能的基础。

资本市场因融资性质和特点的差异可分为长期借贷市场，长期债券市场和股票市场。其中，前二者体现的是债权债务关系；在市场机制发生作用的前提下，债权人通过对资金运用的选择，将资金投向效率好、信誉高的部门和企业；同时，这些部门和企业也因其按期还本付息有可靠的保障，因此能够吸引更多的资金，由此可实现资源的合理配置。

需要注意，以上两类市场的存量调整功能是基于市场机制发生作用这一前提的，这一前提是以真正的市场经济主体为基础，即必须有具有独立法人财产权的企业。只有这样，企业才能在自身利益驱动下，有效地参与竞争，对价格信号产生积极的反应，并作出理性决策，使自己成为资源配置的载体，从而使长期借贷、债券市场能通过企业实现资源配置的基础性作用。

然而，我国目前的企业由于产权模糊，利益动机不强，内部约束缺乏，对市场信号反应迟钝，甚至由于企业自身行为的扭曲而使市场信号也扭曲，使得以市场信号为指引的资源投向不仅不能对存量调整起到积极的作用，反而使结构失衡更为加剧。

因此，要实现资本市场的存量调整功能，首先要解决作为资源配置的载体——企业所存在的问题。这一任务的根本突破口在于企业制度建设上，其核心内容是明确企业的法人财产权，通过产权重组最终实现生产要素的优化组合和资源的最优配置。

可见，我国当前资本存量的调整归根结底要借助于产权重组方式，这种方式体现着所有权结构的变更，因此需要能够完成所有权交易的市场——产权市场得以实现。通过产权的买卖，企业财产权实现重组；同时，基于财产权而产生的控制权也相应组合，且因企业产权的特性决定了控制权具有利益约束机制，从而使企业的经营能够按照市场规律，顺应价格信号，作出理性的决策。

通过股市实现产权重组，不仅自身就体现着存量的调整，而且推动市场经济主体的真正建成，完善市场机制的正常运转，从而为长期借贷、债券市场创造一个良好的运行环境和微观基础，又促进了这两类资本市场存

量调整功能的发挥。

三、我国股市存量调整功能的各种制约。

正常情况下，股市存量调整功能的前提是：公司业绩是决定股票价格的第一要素。当公司业绩提高，净资产价值和股息收入增加，市场交投活跃，就会直接或间接地推动股价上扬；相反，当公司业绩不佳时，股价下跌，股东的利益受到损害，必将采取行动。其主要方式之一是所谓“用脚投票”，即将股票卖出。而对于购买者，尤其是在股市上寻求并购目标的购买者而言，当目标公司股价下跌时，便可以较低的成本大量购入，使该公司的产权组合发生裂变，并通过由此掌握的控制权对企业资本运用作出新的决策，以提高资本的使用效率。

然而，我国当前股票市场对资本存量调整的贡献十分有限，原因有：

第一、股市价格决定不以公司业绩为基础。

股票市场的整合机制是以公司业绩决定市场价格为前提的。但在我国，有些公司业绩较差，但其股价却炒得很高，股价涨落脱离了客观基础，演变为单纯的投机，使企业价值不合理高估。高购入成本使得并购行为在经济上失去合理性，压抑了合理的并购愿望，产权整合功能大大减弱。

第二、股市规模太小。

相对我国 3.5 万家国有企业来说，上市公司不到 300 家，并购交易的选择对象极为有限，而股市外围又堆积着庞大的资金规模，尤其是巨额游资使得股价过高，势必导致收购者收益率的降低，使收购得不偿失。

由于大多数企业资产非证券化，其通过柜台交易将非上市股份进行有限流通的机会也没有，从而使全社会范围内实现广泛的产权重组受到了限制。

第三、普通股被人为分割。

现有普通股发行中，国家股和法人股比例很高，平均水平达 70~80%。由于国家股几乎不具有流通性，所以产权交易基本不涉及。而有限流通的法人股，由于持有成本往往较高，且持有者期望法人股真正上市时能赚取差价，而不愿以低价卖出；对购买者而言，买入法人股要付出较高代价，且法人股上市流通又难以预测，所以持慎重态度。因此，可供自由交易的只有公众持有的普通股。可又由于持有分散，不仅操作不便，且投机性强，一旦按有关规定公布收购的决策，股价便会迅速高攀，使收购者难以承受。这种人为分割，使得以掌握控制权为目的的收购相当困难，甚至收购者即使以较高价格购入相当数量的社会公众股，但由于大比例的国家股和法人股存在，其对企业的控制权以及对国家股和法人股的制约作用都有限。

第四、中介机构及相应融资机制缺乏。

目前，产权交易实际是由行政手段推动，是主管者下达的“关、停、并、转”等指令的一种隐蔽实现方式，真正在市场上由金融手段实现的还不多见。除了政府干预的影响外，就资本市场自身而言，重要的原因是由于投资银行和其它非银行金融机构参与并购活动的经验不足，技术不高；商业银行信息咨询及融资作用不突出；各种基金的运用受到诸多限制；风险投资基金数量少，运作不成熟，等等。

同时，由于产权重组涉及大规模的资金交易，而当前企业资金来源渠道又很有限，一些有效的市场融资手段尚不具备条件，这使得并购活动缺乏有力的资金支持，妨碍了产权交易的成功。

四、充分发挥股票市场存量调整功能的几点建议。

要消除股票市场整合机制的各种障碍，首要的问题，是股市价格的决定机制，即公司经营业绩决定股市价格，同时还应完善相应的配套措施。

第一、继续有步骤地扩展股市规模，加快企业资产证券化的步伐。股市规模的扩充、容量的扩大，一方面能够吸纳股市外围庞大的资金，避免股票因大量资金追逐而不合理地股价高升；另一方面，通过引入竞争，打破垄断，使经营业绩好、投资收益高的公司能吸引更多的资金，使其股价基于公司效益合理地上升；相反，经营不善的企业遭资金冷落，股价自然下跌。同时，随着企业资产逐步证券化，通过股票等证券实现产权重组的范围和数量也将扩充，有利于在全社会范围内达到资本存量调整的目的。

第二、逐步放松国家股和法人股的流通限制，使之在股市中与社会公众股共同定价，同等流通。这样一方面可进一步减轻资金相对过多而对股价产生的压力；另一方面，随着市场规模的进一步扩大，在资金供需逐步趋于平衡的趋势下，股票价格更可能通过市场力量得到合理定位；同时，收购者可以取得比例较高的企业控制权，从而无论从收购成本还是从对企业经营管理权的角度看，收购行为都增加了经济合理性，推动股市产权重组在规模和质量上的提高。

第三、建立为产权重组服务的金融中介机构及相应的融资机制。在当前股市处于发展和完善的过程中，国家应采取鼓励政策，建立并支持商业银行、投资银行、其它非银行金融机构及各种基金参与并购活动，并根据需要及各自特点规定它们不同的介入方式和程度；同时，借鉴发达国家并购融资机制，结合我国特点，开展金融创新，使诸如股票调换、债券——

(下转第 15 页)

# 经济研究基本问题探索

(简 稿)

黄广明 (九五级硕士生)

学习了一段时间经济学之后,人们常常迷惑:什么是经济学?狭义地讲,经济学是从事经济资源及其存在与运用状况的研究的科学。但这种说法总给人一种意犹未尽的感觉。对经济学更深刻的理解来自于对经济研究的最基本原则与问题的把握,而这实际上导致一种放之四海而皆准的思考和处理问题的方法,成为一种哲学。本文谈一谈笔者所认识的经济学最基本的问题。

## 一、经济中的基本原则:机会成本原则

机会成本是经济学最基本的概念之一,它是指在一定资源存在着不同种用途或用途组合,导致不同的收益的情况下,因将其实际地运用于其中一种用途或用途组合获得收益时,相应放弃的将其用于其他用途或用途组合而能取得的收益中最大的那个收益。机会成本原则就是要求决策者选择机会成本最小的用途或用途组合。机会成本原则实际上是成本收益的比较,即在成本一定时做到收益最大或收益一定时做到成本最小。之所以如此,是因为经济资源的稀缺性,即可资运用的经济资源是有限的,以致于不能不加选择地随意处置这些资源,这里的资源包括资金、劳动力、自然资源等传统而直观的经济资源的内容。实际上,广义地讲还应包括制度、社会、文化等诸多在进行决策时应考虑的因素。对机会成本原则可以做更广义的理解,即对其中的成本、收益作更广泛的理解。

根据机会成本原则,经济现实中许多神秘的问题变得较好理解,如国家、企业等等。以企业为例,企业之所以存在,有学者说是因为存在交易成本,并列举属于交易成本的许多项内容。但企业之所以存在,更根本地是因为机会成本的存在。因为有了企业,在企业范围内的事有企业这一制度性因素决定而非由市场性因素决定,机会成本更小,因而企业产生了,并进而同样地因机会成本原则而发展。国家也是一样,因为国家的存在,属于一定疆域内的各种活动、安排变得更加经济,机会成本更小。这便是国家存在的经济理由。我们完全可以同样的方法分析政党及其他各种组织,我们也完全可

以用经济学的这一最根本原则预言国家、企业、其他各类组织的消亡或变形。关于以上问题,在读完本文第二节关于制度与自然的论述后会理解得更透彻些。

## 二、经济中的基本矛盾:制度与自然

制度与自然决定经济运行的两个互相对立统一的力量和手段。自然是一种无形的力量和手段,传统地理解,它是指经济单位扩大自身收益的自发行为及供给与需求的相互关系,它是一种时时处处存在着的自发的力量。亚当·斯密的“看不见的手”是一种形象的描述。制度则是一种有形的力量与手段。实际上,制度这一范畴有着相当广泛的含义,它包括宏观方面及微观方面无以尽数的关于人们经济行为的规则,大到社会制度、秩序安排,小到劳动合同、各种规定。前文所论述的企业、国家都包括于其中。对辩证法的认识有利于对制度与自然二者关系的理解。

实际经济的运行,都是由制度与自然这两种成分相互作用相互组合的结果,不可能只有其中之一而毫无另一方面。计划经济,无非是相信制度的力量胜过自然的力量;市场经济,无非是相信自然的力量胜过制度的力量。纯制度或纯自然的经济都是不存在的。至于自然与制度在现实经济中谁居主导地位的问题,则因经济发展阶段的不同而不同。具体的制度形式也是随经济发展而变化着的,如奴隶制度、封建制度、企业制度、国家制度等。我们完全相信,相对于历史长河而言,各种具体的制度形式可能存在并不长的时间,但制度,作为一种总和的范畴和经济中两极之一极,它的存在是永恒的。国家消亡了,但另一种制度形式会起而代之,与自然一起共同规定着经济的发展。

应当强调,制度与自然是要相互配合的。二三十年代的大萧条,具体原因可能千条万条,但根本的原因就在于制度与自然的相互不适应。凯恩斯认识到政府(它实际上是一种制度因素)职能变化的必要性并用经济学的语言进行论证,进而被实践所采纳和证实。同样,制度在经济中相对不重要的时代并非没有。

正因为制度与自然是一经济中的一对基本矛盾,这样,与对自然的研究一样,什么样的制度才是适合经济发展要求的制度形式也是经济研究中的重头戏,这也正是制度经济学长盛不衰的原因。中国的国有企业改革,要建立的就是一种符合经济发展需要的企业制度;中国改革的目的就在于找到适当的制度安排,这是制度与自然相互关系的要求,也是相应的经济发展水平的客观要求。

任何经济手段的实施,都应考虑到现实经济是制度与自然的综合体。一个方法或一种分析是否有效,与相应的制度状况有密切关系。经常发生的是同一个办法不同的地方用,效果完全不同。因此在将西方的东西用到中国时应认识到中西之间在制度安排上的差异。从这个角度说,制度因素应当成为我们分析及对策的基础。制度与自然的关系,打一个不太恰当的比喻,有如容器与气体的关系,容器的形状规定着气体能达到的范围,而气体也是每一个真空地带都不放过,它一定要充满整个空间,并对容器产生反作用力,甚至改变其形状。

经济中存在着许多矛盾,这有赖于看问题的不同角度,如马克思关于生产力与生产关系这对矛盾的分析。而制度与自然的矛盾性是笔者分析经济问题的视角之一。

### 三、经济中的两大问题:稳定与增长

先顺便提一下关于经济科学的划分。从对一个总体进行剖析的角度,从通过不同侧面看问题的角度,对现代经济学界纷繁的学说笔者认为可以从以下几个方面进行划分与把握:

从上节中关于制度与自然的角,可分为制度经济学与自然经济学,后者主要是现在西方的正统经济学;

从研究对象可分为宏观经济学与微观经济学;

经济发展到今天,经济学还可以分为货币经济学与实物经济学;

还可以划分为基本经济原理与应用经济学等等。

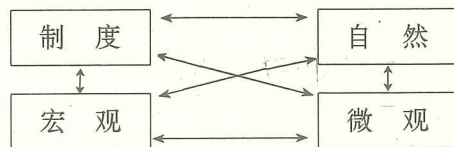
对经济学的正确划分有利于对经济学整体的理解。

另外还有一种划分角度,这就是从稳定角度命名的静态经济学,它主要研究一个时点上的经济均衡问题;和从增长的角度命名的动态经济学,它主要研究不同时期经济量的变动。本节先论述经济中的稳定;再论述增长,后者对于创新的理解也如同本文其他部分一样,都是笔者个人的看法和体会。

#### 1. 论稳定

经济中的稳定,既包含微观经济主体的稳定,也包含宏观经济中总供给与总需求的平衡;既包含制度性因素,也包含自然性因素。它们都是相互作用的,作用关

系见下图:



这个问题,从中国目前的经济情况就能看出。微观经济单位,尤其是大中型国有企业的稳定,是经济稳定的重大问题,同样,宏观经济的稳定与否,如通胀与否,也直接关系到经济中的稳定。

微观稳定的必要条件,在于创造合适的制度环境,微观中的自然力量的发挥是在一定的制度环境之中的。有什么样的制度环境,微观经济单位的自然力量就会以相应的方式表现出来。微观经济单位是由个人组成的,这也就是经济分析离不开对人的分析的重要原因,也正是经济学与其他科学联系的一个例证。这也说明为什么经济问题离不开行为、社会等其他问题。经济的研究,一般是给定既定的行为前提的,这也就避开了其他学科关于人的行为的复杂探讨而专注于经济问题。可以预言,如果人的行为方式发生了根本性的变化,关于微观经济的研究也将有一场彻头彻尾的革命。

宏观经济的稳定,一般而言,就是总供给、总需求、劳动市场、货币市场、产品市场的平稳发展。这当然也是在一定的制度条件之下的。例如,中国近几年的宏观管理体制的改革,财税、金融、计划等等,都是为了建立一套适合于当前经济发展的制度,以利经济的稳定与发展。宏观经济是自动均衡的,即实际的总需求恒等于实际的总供给,但这种自动均衡在不同制度背景下,其均衡的水平是不同的。应该说,现实经济永远是处于均衡状态的,即使二三十年代的大萧条和七十年代的滞胀。不同的均衡水平因其对生产生活的影响而被认为是处于好的或坏的状态。我们希望经济达到理想的稳定状态,以促进达到经济发展的最终目的——人类的福祉。

#### 2. 论增长

单有稳定,并非经济学研究的终结。经济问题之所以复杂,还在于有增长的需要。尤其对发展中国家而言,经济如何保持理想的增长始终是一个难题。经济的增长是与资本、劳动力、自然资源、技术、制度等因素息息相关的,经济的增长,其实还与以上因素以外的一些人和社会的因素息息相关,这是经济学与其他科学联系的又一方面。

经济增长主要有两种方式，一为积累，如资本的积聚、劳动力的增加，这是较好理解的。但这种方式并不能解释经济增长现实的全部。另一方式就是创新，这是经济增长的一种聪明的办法。创新既包括制度的创新，也包括技术的创新。经济学史上，许多学者特别推崇创新，原因在于创新对经济增长的贡献是微妙的、神奇的、巨大的。

创新有如深圳“发展中心大厦”的建筑，它的基本材料并无特别，但因为有了设计，才不同凡响，让人感受到王者之风和创造力的伟大。创新又有发明和重组两种形式。这是创新方面的具体问题，本文不展开讨论。

理解创新的作用，还在于它对于处理现实经济问题有更深的意义。无论经济如何发展，制度如何转换，可以肯定，以后的总与今天不同。这对于坚定我们改革的信心，增加试验的勇气，接受新事物，都有一种无形的作用力。创新之于经济，已升华到一种精神的境界。

#### 四、关于不确定性（暂缺）

#### 五、层次观

前三节是从分解的角度论经济，本节拟从整体的角度加以分析。

经济的发展，说到底是个层次不断提高的问题。对于经济无论如何分析，它始终是以整体的形态存在着。经济不断发展，意味着生产、生活水平不断提高，层次在不断提高。

经济发展的不同时期，有着不同的特殊情况、特殊矛盾。但这些对立都是时期性的，随着时间的推移、经济的增长，这些对立会因不适合实际经济状况而瓦解、消失或变换形式，新的矛盾相应产生。总的说来，经济总是向前的，层次是在提高的，发达经济中的矛盾，不是发展中的经济中没有或不会遇到，而是发展中经济还没有形成发生这些矛盾的条件，虽然矛盾的具体表现形式在不同的经济中各不相同，相同的矛盾在不同的经济中的重要程度、持续时间也不相同。

经济发展的层次问题之所以重要，是因为它有利于我们去理解不同经济的各自特点，不做盲目的比较，也有利于在经济建设中回避一些其他经济中已发生过的问题，前车之辙，后车之鉴。经验和教训都需吸取。同时，层次的观点也告诉我们经济发展有其必然的趋势和规律，不能人为地左右经济生活。

为了更好地理解经济的层次问题，下面以人作为例

子。人各有优缺点，在人与人的比较中部分人倾向于认为自己与别人比各有优劣。当然，相差不多的人之间是各有优劣的，但有一种情况值得有自知之明的人认清，那就是有时候自己在各方面或总的说来不如别人，也就是说，在这种情况下，自己与别人主要不是各有长短的问题，而是自己层次、档次比别人低的问题，越是没有自知之明的人，越不能够认清，也不愿意承认这个事实。也正因为如此，他也就越不能超越自己和对手，取得进步，并进而成为层次更高的人。

人是这样，经济何偿不如此，这个问题对于研究经济的人，管理经济的人，更值得深思。

#### 六、经济学作为一种哲学（广义经济观）

经济学最根本的思想，即机会成本的思想，其实是一种世界观和方法论，可以用它来指导小至人们的日常生活，大至国家、国际事务。

例如，一个人懒惰。其实，懒惰意味着什么呢？在经济人眼中，它意味着不能取得相应的收益。久而久之，他就达不到别人能达到的层次。因此，懒惰的机会成本是很大的。真正聪明的人，是不会用这种方式处理自己的生命。当然懒人根本不会这么去想，而这正因为他的世界观、哲学不是经济的世界观、哲学。

再例如，一个国家，有各种各样的资源，如社会资源、文化资源、经济资源。国家很重要的一项任务，就是在配置各种资源时做到合理化，使社会效益达到最优。在这里，国家考虑的并不仅仅是经济这个相对来说狭隘的领域，而是全社会的各方各面，因此，国家的政策完全可能是不经济的，可能为了其他原因而放弃经济的利益。而这并不意味着经济的原则在这里失灵了。实际上，国家正是在运用着机会成本的原则进行着政策的选择。它要考虑的效益，也不仅是经济的利益，还有其他许多方面的利益。

从以上例子可以看出，经济的思维可以用于分析个人、企业、国家等各种各样的问题，它完全是一种哲学。人们在日常生活中实际在运用着这种哲学，只不过没有明确这一点而已，而明确了则有利于指导人们的实践。

经济分析有各种各样的流派、分枝，但都是建立在上面几个基本问题的基础之上的，对于这些问题的思考有利于我们对经济及经济学中具体问题的理解和研究。

（责任校对：黄广明）



# 九六年度硕士毕业论文综述

史博 (九五级硕士生)

至一九九六年一月中旬,历时一个半月的中国人民银行总行研究生部九六年度硕士毕业论文答辩圆满结束。参加本次论文答辩的硕士生65人,所提交的65篇论文涉及货币银行学、国际金融、保险学三个专业领域。论文容量一般在四万至五万字左右,最长的有七万余字。这些论文思路清晰,结构紧凑,语言精炼流畅,对我国金融界当前面临的问题进行了深入细致的分析,并提出了自己的一些观点、看法,受到了论文答辩委员会的好评。这些论文所提出的建议主张对于促进我国金融事业的发展,也具有一定的参考价值。

纵观九六年度硕士毕业论文,既继承了五道口学术研究上的一贯特色,又在选题,研究方法等方面进行了大胆的发展与创新。

同其他院校同类专业每届毕业生人数较少的情况相比,研究生部每年的毕业生则具有一种“规模效应”,主要表现在毕业论文的选题覆盖面广,基本上涉及到金融领域的各个方面:从中央银行的监管到商业银行的经营管理;从对国外金融业的分析借鉴到为国内金融体制改革出谋划策;从建设货币市场到发展完善资本市场;从银行信贷业务到信托,保险、租赁等金融业务都有深入细致的研究。即使相近的题目,也往往从不同的侧重点进行分析论证。

毕业论文的风格,常常渗透了导师的风格。我部导师具有丰富的理论与实践经验,或者从事专门学术研究,或者在央行及各专业银行、商业银行从事实际工作,在学术上造诣深厚,在实践中见识宏远。导师们严谨的学风及敏锐地发现问题、干练地解决问题的能力体现在学子的论文上,则有以下三个特点:

## 1. 关注热点、难点问题

只有抓住核心问题及问题的核心,清晰地分析问题产生、形成的背景原因才可能准确、及时地解决问题。导师们在论文选题上的点拨,保证学生们的论文能够有的放矢,并对实际工作有一定的参考价值。

## 2. 注重借鉴西方的理论与实践经验

照搬挪用西方的经济理论与实践并不难,难就难在如何使之与我国具体国情相结合,通过学习——试验——修改——试验这样一个螺旋反复上升的过程创建出适合我国实际情况的经济理论。导师们的高瞻远瞩,促使我部许多学生论文具有独到的见解和一定的前瞻性。这种学风从第一届学长提出建立与发展金融市场至今一直延绵未断。

## 3. 所提建议侧重于政策方针方面

由于我部导师有许多直接参与金融经济政策的制定、实施,所以学生对于当前政策较其他兄弟院校学生有着更为深刻的理解,既能够看到当前政策对经济发展的促进作用,又能看到其缺陷与不足,提出进一步完善的建议。特别是有许多同学在央行实习,直接参与了一些政策研究小组,使其观点更加成熟。

九六届年度硕士毕业论文除了继承了上述特点之外,还具有以下几个特色:

## 1. 经济模型被广泛应用。

随着我部教学计划的不断改进、完善,学生经济理论功底日趋深厚。反映在九六年度毕业论文上,除各种经济计量模型,其它一些经济分析模型如C-A-P模型,流动性管理模型等也被引入。张琦同学还利用计算机模拟技术对资产负债管理的目标比率进行了检验。

## 2. 总结经验教训的内容增多

近年来,由衍生金融工具引发了国际金融市场的数次危机,如巴林银行事件,大和银行事件,美国加州奥兰治县破产事件等。近年来货币政策一直受赞扬的墨西哥发生金融危机,美元于九五年超常贬值等事件使国际金融市场动荡不安。国内金融市场也不平静,“327”“319”事件给国债市场以重大冲击。危机产生的根源究竟在哪里?从这些危机中可以吸取哪些经验教训,以利于我们今后的工作?许多同学的文章中对此都提出了自己的观点看法。

### 3. 论文写作规范化

包括格式整齐,在论文资料来源,文献注释上比较详尽,所引用数字,图表皆有出处。引文的规范化表现了一种严谨的学术风气。

下面,根据论文主题分类介绍九六届硕士毕业论文的课题分布以及所取得的主要成果。

#### 1. 商业银行经营管理

涉及此领域的论文共有十三篇。其中有五篇论述了商业银行的风险管理问题,分别从风险决策,信贷风险管理,资产风险管理及风险管理系统几个方面进行了分析论证。其它八篇论文侧重点各有不同,包括对美国商业银行的发展与立法管制进行分析,对国有商业银行不良债权问题研究,对国有商业银行超额储备问题透析,组织制度模式选择的探讨以及如何发展中间业务,国际业务等。这个课题论文的特点是对我国商业银行现状进行了深入研究,从不同角度对国有商业银行的改革与发展进行了剖析。

#### 2. 证券市场

共有七篇论文对这一领域进行研究。由于国债期货市场在95年连续出现恶性违规事件,最终导致了国债期货市场的关闭,目前我国是否适宜发展金融期货成为了一个倍受关注的热

点问题。有四篇文章对期货市场的风险,套期保值功能与投机等问题展开研讨,另有两篇论文从股票发行市场和国企改革对股市影响的角度对我国现阶段股票市场进行分析。还有一篇论文研究了我国证券市场开放的规划设想。这一专题的论文紧密联系了我国证券市场发展现状,并对证券市场的发展提出了一些切实可行的建议。

#### 3. 货币政策

共有八篇论文围绕此主题展开论述。选题内容包括储蓄政策目标及其传导机制,财政政策与货币政策的配合,货币政策传导机制,新外汇体制下中央银行货币政策研究等。一国经济发展要求货币政策恰到好处地熨平周期性经济波动,创造一个协调运行的经济环境。开放经济条件下,稳定性不仅体现在国内均衡,也体现在外部均衡上。陈海吟同学对此问题进行了深入细致的研究思考,对我国货币政策内外均衡问题作了系统论述。

#### 4. 金融监管与外汇管理

共有五篇文章对金融监管进行了专题研究,另有三篇文章对外汇管理问题加以探讨。它们在选题上侧重点各不相同。分别为:国债管理政策研究,信贷规模管理,投资基金管理,商业银行市场退出监管,投资宏观调控,监管体系的完善以及资本项目下外汇管理问题,发展中国家货币可兑换问题和开放外资银行人民币业务研究。随着金融体制改革的深化,对金融监管和外汇管理问题的研究也愈来愈细致化,这也体现了我国金融监管的水平正在不断提高。

#### 5. 并购与债务重组

国有企业改革问题是中国经济的核心问题。在建立现代企业制度的过程中,金融机构应如何参与?扮演何种角色?五篇文章分别就投资银行在企业并购中的作用,国企股份制重组

上市,金融机构在企业并购中担任的角色,业务操作,债务重组中国企业的目标负债水平,目标结构,重组方式等问题进行了深入探讨。

#### 6. 银行制度改革

共有四篇文章从不同角度对此进行了专题研究,这四篇论文有的从银企关系角度探讨了主银行制度的利弊,有的对国际上几个具有代表性的国家的金融机构业务制度进行了分析,也有的从竞争、规模与企业改革的角度论述了我国银行制度改革。它们对寻找一条良好的银行体系改革的途径作了一番有益的探索。

#### 7. 其他

除了以上专题外,还有二十篇论文分别涉及金融信托(3篇),衍生金融工具(3篇),保险(2篇),中央银行(2篇),利用外资,跨国银行,通货膨胀,利率自由化,资本流入,离岸金融,融资租赁,BOT,货币市场,货币资金流动与产业结构成长。乔炳亚同学从经济学角度对我国中央银行立法问题进行了实证分析,选题上比较有特色。赵栩同学论述了如何借鉴国际经验,选取符合我国保险业发展要求的再保险市场模式,建立和完善再保险市场。

九六年度硕士毕业论文在选题与研究方法上,也存在有待改进之处。首先是选题上涉及实务的文章很多,在理论上进行深入探讨的文章较少。没有坚实的理论做基础,实践必然会有一些盲目性。五道口学子虽以实际工作能力强著称,但若没有扎实的理论功底,发展上也会缺乏后劲。其次是有些论文选题偏大,在论文有限容量内往往只对论题的某些方面进行了展开论述,其他部分一带而过,使论文自身显得在结构上不够完整。

(责任校对:史博)

## 张维迎教授

谈

# 国有企业改革

李庆文（九五级硕士生）

编者按：国有企业改革是我国经济体制改革的重点和难点，在中央提出了“抓大放小”的改革思路后，国企改革虽然有了一定进展，但仍然困难重重，步履维艰。因此，如何认识国企改革的重要性，如何把握国企改革的大方向，是进一步深化国有企业改革的必然要求。本刊记者就此走访了知名学者张维迎教授。

问：国有企业改革从 79 年开始至今已有 10 多年的历程，您对前一阶段的改革有何评价？

答：评价国有企业改革成效涉及一个标准问题。我把企业治理结构的功能作为一个标准。企业治理结构有两个功能：一是刺激功能，也就是使企业内部成员有积极性努力工作而不是偷懒；二是经营者选择功能，即是保证选拔最有才能的人担任经营者。总的看来，国有企业改革在解决刺激机制上是较成功的。从 79 年开始的扩大自主权、利润留成、利改税、承包制、股份制等一系列改革中，国有企业的活力得到较大增强，生产积极性提高，企业的综合要素生产率等经济指标有了很大增长。但是另一方面，国有企业的经营者选择机制却没有得到较大改观。厂长经理仍由政府部门任免，不是由真正承担风险的资产所有者从关心资产增值的角度出发来选择真正有经营管理才能的人，因此国有资产不仅不能保证最大可能的增殖，反而有的还有被私人侵吞的危险，这正是今后国有企业改革所要面临的问题。

问：有人认为国有企业改革与通货膨胀有一种相当紧密的联系。84 年企业扩大了生产计划权、资金使用权、奖金分配权等权力，87 年大搞承包制、租赁制，92 年推广股份制，企业的活力在改革中得到了增强，但同时也



学者简介：张维迎，1959 年 10 月生于陕西省吴堡县，1994 年获牛津大学博士学位。现为北京大学中国经济研究中心教授，牛津大学现代中国研究中心兼职研究员，国家体改委现代企业试点咨询委员会委员。著有《企业的企业家——契约理论》等专著。

是引发 85、88、92 年通货膨胀的因素，您是如何看待这两者之间的关系的？尤其是在当前宏观经济以紧缩政策为主，不可避免地会放慢国企改革步伐，加大改革难度，如何协调国企改革与抑制通胀这两者之间的关系？

答：十几年来来的改革是一种不均衡的发展，从某种意义上讲是通货膨胀的一种诱导机制。一方面侧重权力和利益下放，另一方面却忽略了对企业的监督和约束；一方面一部分剩余索取权由国家转移到企业内部成员，厂长经理的经营权限得以扩大，另一方面企业外部人（主管部门、债权人等）却因信息不完善等原因，没有形成企业外部的有效的监督机制，企业的内部成员掌握了企业的实际控制权，形成了企业的内部人控制问题。内部人追求的是其自身利益的最大化，因而许多抬高成本、乱发工资等短期行为是不可避免的，一方面推动了企业成本增加，另一方面导致需求膨胀，这些都是引发通胀的重要因素，但这两者间的数量关系有待于进一步研究。

在当前宏观紧缩的情况下，国有企业所面临的资金短缺、生产效益下降、亏损面加大等困难则更加突出，国有企业可改革的空间受到限制，国企改革的压力加大，但从另一个角度看，国有企业的困难加大，除了深化改革外别无出路，从而也增加了推进改革的动力。有效益的企业资金来源不成问题，无效益的企业只能破产、倒闭，

市场选择机制会在宏观紧缩的情况下更有力地推进国有企业改革。

问：国有企业改革是中国经济体制改革的核心，是市场微观主体的改革，若处理不当，则会引发失业、社会不稳定等一系列问题，因而改革的风险是很大的，您是如何看待这一问题的？

答：任何改革都是有风险的，但不能因噎废食。我国十多年来的改革有着一条成功的经验就是分割包围，先易后难的渐进式改革方式。国有企业改革在集中力量抓好一批大型企业的同时，应进一步放开、搞活一般中小型企业，不仅起到分散风险的作用，还可以多方面促进大中型企业改革的深化，提高整个国民经济的效率。中小型企业的产权改革相对而言风险较小，可采取出售、兼并等多种灵活的方式。占国有企业比重80%以上的中小型企业放开搞活，不仅为大型国有企业中的富余劳动力的再就业创造机会，而且能为大中型企业的产权改造和整个国有企业改革的完成提供有益的经验和方法。

问：英国撒切尔夫人执政时推行的私有化运动对我国的国有企业改革有何启示？我国的现代企业制度的建立如何保证中共中央在《关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决议》中提出的“以公有制为主体”？

答：英国的私有化运动给英国的经济注入了一剂强心剂，但其有着特定的背景，和中国的国情不一样。其一、英国经济中原来就是以私有制为主体；其二，英国具有极其完善的股票市场，发达的股票市场是私有化运动的有效推进机制。而我国的国企改革由于在政治体制、经济环境、市场组织、企业性质等方面的不同，不能全盘照搬，但是将中小企业出售给个人，使出资者必须从自身产权利益出发来关心经营状况，将风险机制在国有企业改革中的引入，是对我国国企改革的最大的启示。

关于公有制为主体的问题，首先要更新一个观念，即公有财产与公有企业是两个不同的概念。公有企业数量的减少、比重的下降并不一定意味着公有财产的减少，国家对有关基础产业进行控制。但进一步说，国家不能为控制而控制，控制企业是手段，而企业的效益、国有资产的保值增值才是目的。如果实践证明私人或集体经营比国家经营更有效率，国家则没有继续进行控制的必要。失去企业的所有权并不等于失去公有财产。对于为数众多，管不胜管的中小企业而言，政府出让其所有权，是解脱了企业，解脱了政府，国有资产可以重新收

回重新配置，履行更高层次的经济、社会职能。国家的主体地位可以通过税收、监管、社会保障等形式得以确保和巩固。

问：国有企业改革的一个方面是把大量的国有资产出售给个人，一方面个人购买能力有限，另一方面，如果为迎合个人的购买力而把国有资产降低到一定程度，则会引起国有资产流失等问题，您如何评价？

答：目前居民储蓄存款余额已达2万多个亿，还不包括居民手中的沉淀资金，因此，老百姓是否购买，我认为不是个能力问题，而是个信心问题。政策措施如果政出多门，朝令夕改会打击个人购买的积极性，令老百姓无所适从。因此，政府部门作为改革的推行者，当务之急是制定和实施较为完整、严格、稳定的改革规划和方案，建立健全各项法律保障机制，为企业改制及改制后的运行提供必要的政策配套环境。

关于对国有资产流失的担心，我们必须明确以下几点：一、国有资产售给个人，只是把国有资产从实物形态转化为价值形态，价值上并没有减少。相反，由于国有中小型企业已陷入全局性的无效率运行状态，维持现状本身就会导致国有资产的严重“坐失”，加快改革才是从根本上杜绝流失的有效举措；二、把资产商品推向市场，让渡出售资产，变换产权主体，是正常的市场交易行为，在市场竞争的条件下买卖双方存在的是等价交换的关系，只要资产得到合理的评价，交易行为得到有效的规范监督，就不会产生出售者资产受损的情况，问题的焦点在于产权市场以及产权交易行为的规范化问题。

问：请就国有企业负债率高的问题，谈谈国有企业改革和金融体制改革的关系。

答：债务问题一直是困扰国企改革和银行改革的难点问题。许多人从微观角度出发把国有企业高负债经营的成因归结于国有企业负担过重、经营管理不善和政府部门干预过多等原因，但从另一个角度看，正因为银行体系不能成为金融资源的有效配置者和企业的监督者，企业才运营欠佳，负债累累。一方面，企业的债权人结构单一，融资渠道狭窄，资本市场不发达。在国民收入分配结构随改革的进行而发生剧烈变化后，尤其是居民取代政府成为资本积累主体后，居民储蓄除用于购买国库券和存入银行外，没有其他渠道流向企业，银行信贷成为居民储蓄转化为企业投资的最主要渠道，导致了企业对银行的高负债和银行对居民的高负债；另一方面，金

融体制改革滞后,银行作为企业最重要的外部资金来源,受到地方政府、自身机制等因素制约,没有成为独立的债权人,银行对企业的预算约束是软的,缺乏从资金的最优配置目标来规范和监督企业运营的机制和动力。

因此,发育完善的资本市场,尤其是直接融资市场,形成竞争性的融资机制是解决债务问题、协调国企改革和金融改革的有效措施。企业的债务可以在资本市场上通过灵活的方式实行债务重组。基本思路是将国有企业对银行的一部分负债转化成居民对企业的股权,居民作为资本积累主体介入企业治理结构,在权利和责任得以明确的前提下行使有效的监督控制权。这样,既扩大了企业的融资渠道,形成了企业外部灵活的资本来源市场,更确立了对企业内部资产组合的实际价值和对企业经营者的绩效客观的评价机制和监督机制。

问:解决国有企业的内部人控制问题,尤其是其中的企业家追求目标与所有者权益最大增值存在偏差而形成“代理成本”问题的办法是什么?如何从完善企业的治理结构出发推进下一步的国企改革?

答:所谓的企业的内部人控制,是指由于企业的外部成员(如股东、债权人、主管部门)的监督不力,企业的内部成员(厂长、经理和个人)掌握了企业的实际控制权。内部人追求的是其自身利益的最大化,而不是出资者利益最大化,从而可能导致资源配置的扭曲,这种扭曲就是一种代理成本。

从现代企业理论看,国有企业代理成本和内部人控制的出现主要原因在于企业的剩余索取权和最终控制权的不统一导致国有企业的外部人缺乏足够的激励机制去有效行使监督控制权,外部人的最终控制权弱化为一种廉价的投票权。中国国有企业的一系列改革(利润留成,承包制等)实际上把相当一部分剩余索取权由国家转移到企业内部成员,但最终控制者(经营者选择权)仍由政府部门控制。但政府部门不可能直接参与管理,必须通过层层委托——代理链进行委托管理,公有制程度的提高和公有经济规模的扩大导致委托——代理层次增加,从而拉大了初始委托人(共同所有者)与最终代理人(企业内部人员)之间的距离,使得监督成本加大,监督更加缺乏效率,而外部人在剩余索取权与最终控制权

不统一的情况下,其实施最终控制权选择经营者时,并不承担企业的经营风险,因为经营者的选择与其无直接的切身利益关系,最终控制权便弱化为一种廉价的投票权,企业的内部人只须花一定成本便可收买外部人从而掌握企业的实际控制权。

因此,必须通过重构产权主体和调整各主体之间权责利关系来解决内部人控制问题,并在此基础上推进国有企业下一阶段的改革。其基本思路是:将国家所有权转变为债权而不是股权,同时引入非国有资本作为股权代替原来由政府部门担负的选择、监督经营者的责任。债权人在正常情况下不承担企业经营风险,不施行对企业的监督控制,而把监督工作交付给其他资本所有者(股东),从而节省监督成本。并且在债务合同交易中,资本所有者享有固定收益权,国家作为债权人可以保证国有资产安全稳定增值。在居民已成为资本积累主体的情况下,让非国有企业经济部门(包括外资)通过兼并、合资、参股、买卖等形式来介入企业的治理结构,出资者的利益同经营效益紧密联系在一起。这样可以缩短委托——代理层次,节省监督成本,提高监督控制的效率。同时鼓励经营者自己购买股份,实现剩余索取权和最终控制权的统一,不仅能从根本上解决国有企业的政企不分等体制性问题,保证国有资产保值增值,选择最有才能的企业家进行经营管理,而且还可从根本上解决企业过度负债问题。

问:请谈谈您对国企改革的前景与展望。

答:我觉得,十多年来改革的最大成就就是改造了人们的思想,更新了人们的观念,什么人都有事干,什么人都有事想,什么事都有人干,什么事都有人想,人们的主观能动性被充分调动起来了。

国有企业问题现在是经济体制改革的重点和难点,而问题和解决问题的办法是同时存在的,但单纯靠理论家们设计出很具体的操作方案和规划出很详细的改革日程是不大可能的,但只要是政府允许人们大胆去闯,大胆去试,就一定会在实践中探索出适合国情的行之有效的国企改革的办法,我对此充满信心。

(责任校对:李庆文)

毕业在即，两年半的学习生活给我留下了许多难忘的回忆，构成了我一生中的一个宝贵片段，其丰富的内容值得我很长时间甚至一辈子去品味。

# 毕业随想

## 恳谈会

一年级时，恳谈是一个很具特色而且频繁的非正式活动，是我们轻松愉快又增长见识的消遣方式。下课后或晚上自习回来，到一些宿舍常可见几个人或站着或坐着或歪着正“神侃”，有时到了周末还买些酒、花生米助兴，恳谈至深夜。谈的内容无所不包，大家毫无保留地交流，这种交流常使人很感动。能进五道口的人，大都不容易，可以说多是经过一些磨炼才到这一步，虽然在年龄、教育背景、生活经历、来自地区等方面有许多差异，但大家都具有许多相同的东西：积极、热情、顽强、上进。正是这些使大家有了在一起深入交流的基础，而且正是由于各人的差异使我们有了丰富的交流内容。二三年级时大家各自忙的事多了些，恳谈相对也少了些。但是，那些亲切的话语，坦诚的交流我永远都忘不了。

## 舞会

我们刚入学时，娱乐条件没现在好，卡拉 OK、录相都是近一年内才有的。周末，舞会便成了我们的重要活动。第一学期几乎是每一周就办一次。晚上九十点时拎上一盏台灯，拿上几盒磁带，找上几个人到七教一搬桌椅，舞会就开始了。我们的舞会很自由，什么时候结束视大家的兴致而定，有好几次都跳到两三点。舞会的气氛多还不错，后来为省去搬桌椅之累，我们又开辟了一个新舞场——白楼一楼门厅。地面好，台灯灯光效果也好，对于不多的参与者来说更显温馨而有情调。当然，白楼里有值班老师，舞会不能结束得太晚。第二学期，舞会相对少些，但起码两三周还有一次。为了翻新花样，也搞过颠倒舞会（女请男），甚至到夏天，大家不拘小节，穿短裤拖鞋上阵的也有。

## 球赛

五道口的体育锻炼气氛颇浓，春秋季节总可见满院里人们在打各种球。篮球应该说是院里最普及的运动。每年也总要进行院篮球比赛。我们班的篮球水平不错，到了二年级时篮球热情更是高涨，在取得院冠军，又以大

黄 陈（九三级硕士生）

比分打败证监会后，我们更是雄心勃勃，计划成立一个院队，出去跟各金融机构比赛，搞“篮球外交”。对于此计划，学校蔡主任、高处长都大力支持，张志平大师兄甚至答应给予物质上支持。我们也非常认真地开过筹备会。非常遗憾的是后来我们很快进入实习写论文阶段，人很难凑齐，计划也没能实现。希望哪一级的师弟们有兴趣完成我们未了的心愿，那时若找到我们所在单位赛球，我们一定积极促成，或者组成一个校友队与在校师生比赛也是个不错的主意。

## 学习与研究

学在五道口，我们很幸运，社会各界对我们都非常关照，记得第一学期期末时由杨吉田联系，我们经研会和中国金融出版社团委搞了一次联谊活动。我们去了 50 多人，金融出版社不仅派车接送，供我们购书，参观，最后还每人赠了十本书。在邀请一些青年经济学家给我们做讲座时，我们也总是很幸运，例如我们第一次同樊纲博士联系，他就在百忙中爽口答应了。二年级的课程较松，有机会参加一些研讨会。在研讨会上很开眼界，常能见到政界理论界实业界等各界人士，直接感受到他们的言谈举止，了解时下关注的问题及各方面人士看问题的角度及想法。只要自己积极主动，还能结交一些良师益友。另外，领略了研讨会上的严肃与堂皇，也有助于培养自己得体的言行，临大场而不惊慌。当然，非常吸引我们这些穷学生的还有一点，就是午间丰盛的自助餐及席间精美可口的茶点。

## 实习

对于象我这样从校门到校门的应届生，实习尤为重要。若不出去看看，只关在学校里学习确实有些麻木。金融这个领域也是涉及面广，没有实践，就难得有促进自己进一步学习的动力。但从另一面说，我本人认为也不

（下转第 43 页）

# 校 园

# 十大新闻

# 扫描

曹 莉 (九四级硕士生)

金猪岁末,回首一年,小小的校园色彩缤纷。今评出本年度校园十大焦点新闻,简述于下。

●1995年3月,学校开始实施教学改革计划。该教学改革项目是由世界银行出资援助,在香港城市大学的具体协助下实施的。学校调整了课程设置,开设了许多当前国际上经济与金融领域的前沿课程。其中,宏微观经济学、公司财务、投资学、金融机构管理、国际银行业务等课聘请香港城市大学多位教授讲授。

●1995年6月,我校党总支进行了换届选举,唐旭老师任校党总支书记,戈志喜老师当选为校党总支常务副书记。

1996年1月15日,唐旭老师经过差额选举当选中国人民银行总行机关党委第十届党委委员。

在95年7月、96年1月召开的三次学生支部党员发展会上,93级马东浩等八位同学,94级张海等三位同学被吸收为中共预备党员。

●1995年9月,在校领导的大力支持下,由校经济金融研究会创办的《五道口论坛》第一期面世。《五道口论坛》是五道口师生畅所欲言、交流思想的园地,也是我们向社会各界展示校园风貌的窗口,是联系校园内外的桥梁。

●1995年9月1日,九五级新同学步入校园。1995年我校共招收博士研究生9名,硕士研究生63名,研究生学位班学生13名。9月4日,学校举行了开学典礼,研究生部创办人刘鸿儒教授、人民银行陈耀先行长助理、人民银行金融研究所名誉所长赵海宽研究员、所长秦池江研究员、研究生部名誉主任甘培根研究员、研究生部唐旭主任等校领导出席了开学典礼并讲话。新、老生代表也做了发言。

●1995年9月29日,学校召开了第三届海南奖学金、第一届校友基金、第一届长发优秀论文奖学金授奖大会。刘鸿儒教授、甘培根主任、老校友吴晓灵、张志

平、董力以及校友基金、海南奖学金捐赠单位的代表等出席了授奖大会。93级、94级40多名同学荣获第三届海南奖学金、95级15名同学荣获第一届校友基金新生奖,93、94级十几位同学荣获第一届校友基金优秀学生干部奖。92级已毕业的几位博士生与硕士生获得长发优秀论文奖学金。

●1995年6月,学校举行第二届春季运动会,教职工在拔河比赛中获团体冠军。95年11月初校篮球联赛鸣哨。男子组的比赛好戏连台,最后教工队荣登冠军宝座,95队、93队、94队依次入座二、三、四名。女子组的比赛95级名列第一,94级居第二位,93级为第三名。

●自95年12月始,九三级同学开始研究生阶段的最后一次考试——毕业论文答辩。九三级同学治学严谨,论文整体水平较高,有多位同学的论文获得答辩委员会老师的一致好评。答辩于九六年一月底结束。

●95年12月28日,学校向九四级同学宣布毕业论文指导老师名单,对论文质量、交稿打印呈交时间等提出了严格的要求,还就论文期间外出调研的有关事项作了说明。自此,九四级同学将在导师的指导下进入毕业论文写作阶段。

●96年1月20日我校张敬国、马宁、程晖、阎宇红四位同学赴加拿大皇家银行进行为期三个月的实习。这是我校与加拿大皇家银行签订的交流协议的首次实施。今后每年学校还将选拔表现出色、成绩优秀的学生去国外实习、考察。

●96年1月19日,我校工会在第七教室组织了一场别开生面的拍卖会,拍卖积压在库房中的40台14寸彩电。有90多名师生报名参加竞价。拍卖会主持许华生老师临场经验丰富,第一台牡丹十四寸彩电以300元底价,760元成交价成交。最终40台彩电全部售出。

(责任校对:王雄辉)

# 两份晚会档案

王雄辉 (九五级硕士生)

每年新生入学后，学生会组织一次迎新晚会让 FRESHMEN 认识认识师兄师姐，然后 FRESHMEN 有一次亮相的机会，让师兄师姐正脸瞧一瞧自己，这就是国庆节的晚会，之后还有新年晚会。国庆晚会完全由新生承办，新年晚会以新生的节目为主，据说这是五道口的传统惯例。我们九五级入学伊始，迎面而来的除了六周的 Macro & Micro 外教课之外，两次晚会也是列入大事记的内容。第一学期的这两次晚会，一次在开学后一个月，一次在学期结束前一个月；一次录了相可供重温，一次照了相但胶卷出了毛病；地点都在多功能厅；历时都是两个半小时左右；反应都还不错；脸露得也还可以。兹不厌其烦将其档案公布，以飨有兴趣者和当事人。

## 档案一：国庆节晚会节目单

时间：1995 年 9 月 28 日，主持人：袁翔，黄广明

1. 三句半：校园集锦（“进门之前交两毛，冷水热水自己调，女生逢单男逢双——洗澡。”“半夜三更电话铃，不见哥哥总不停，广州妹妹你找谁——黄广明。”“地儿小大家常见面，低头不见抬头见，谁敢买饭不排队一扁！”“毕业之后就捞钱，人民币来加美元，名车美女伴身边——判十年！”刚刚从千军万马中考研进来，细细地说身边事，道心中情，三句过后，搪磁饭盆一响，掀起共鸣的笑声。“九五人人有一手，我们四个先献丑，还有好戏在后头——Let's go!”表演者：赵卫群，王志安，李旭利，曹篷。）

2. 男声小合唱：游击队之歌（一群男生在一个小姑娘高峰的指挥下变成了神枪手、飞行军，每一颗子弹消灭一个敌人。）

3. 小品：拳击（曾和泰森交过手胜负不详的拳师 A：何小■块大拳沉，瘦小的江湖艺人 a：张显球上台应战全因经纪人兼裁判夏林诱以高额出场费，并允诺比赛过程中予以关照和协助。a 几度退缩皆被钞票拉回，终于先发

制人，背后偷袭，A 只觉得痒痒，并使用老头乐。才过两招，a 就要懵，于是裁判主动出击，以利器击倒 A，a 趁机兜售祖传大力丸。）

4. 独舞：北国之春（随着灯光暗转，音乐响起，一个身着和服的日本小姑娘低眉敛步，徐徐而入。广袖飘拂，影动形随。基本手形是虚拳张开成掌，基本步调是转了又转，细碎小巧纤柔。四方八面，直舞得个风雨不透。此舞及后来的集体舞的编导奠定了贺书婕九五“舞林领袖”的地位。

5. 女声独唱：爱情故事（演唱者高峰一举成名，九五歌坛也有了领袖。）

6. 小品：白毛女新编（杨白劳：罗洪峰炒股赔了本，大过年的只给喜儿乖乖；戚蓉蓉买了根红头绳。身穿燕尾的黄世仁：吴学志携穆仁智：郭树强深夜逼债。黄世仁意在喜儿，遣穆叔叔上前劝婚：黄老板年方三十又二十，有钱有势，吃香喝辣穿名牌，多好！并以“偷去吧偷去吧新时代的东芝”牌收录机做定亲礼。喜儿想：黄老头老是老了点，但也没几年活头了，等他一死，我找个比我还年轻的。遂成事，杨白劳且得以继续从事股票交易。）

7. 电影《GHOST》配音（郭炜配幽灵，陈萍配黛米·摩尔，戚蓉蓉配女巫。浪漫动人的一段情节：门外的戚蓉蓉要门里的陈萍相信郭炜就在她身边，于是她看见一枚硬币凭空浮起。精彩的对白，动人的画面，直到“oh, my love, my darling, I've hungered for your touch”的歌声缓缓响起。）

8. 歌曲联唱（通俗、美声、民族唱法皆备，群英荟萃，起到音乐普及和挑选苗子的作用。）

9. 哑剧：女生的早晨（表演者汲秦立自此次演出后简称“立立”：闹钟响过，翻身，伸腰，睡眼惺忪，穿长筒袜，穿裙，试衣，化妆，揪掉面部什么小东西的动作，让男生不好意思偷窥闺阁，让女生怀疑他艺术实践的来



原。据说灵感来自名片《出水芙蓉》，表演上曾有“专业人士”指点。）

10. 男女声二重唱：萍聚（“人的一生有许多回忆，就让你的心中有个我”。演唱者：罗颖，姜文涛。）

11. 交谊舞表演：月亮河（洁白的纱裙和俏皮的燕尾服，六对兄弟姊妹起舞翩翩，畅游月亮河。）

注：适逢抗战胜利五十周年，甘培根老师、唐旭老师联袂高歌一曲《松花江上》，赢得满堂掌声。另有三个观众参与的游戏穿插以上节目中间，包括94级曹莉友情主持的“联歌名戴高帽”，郭树强主持的“蒙眼穿衣”和马勇主持的“爱的表达”，其中最精彩的当属“爱的表达”：三名男士分别以美元、书籍、鲜花向一名美丽的小姐求爱。最后手持玫瑰的小伙子以其诗一般的语言和激情浪漫的方式赢得芳心。

### 档案二：九六迎新晚会节目单

时间：1995年12月29日，主持人：黄陈（93级），曹莉（94级），范艳瑾、莫泰山（95级）

1. 女生小合唱：你送我一枝玫瑰花（“你送我一枝玫瑰花，我要真诚地谢谢你，哪怕你此刻象个傻子，我还是能够看得上你。你若骄傲轻视我，我要看看你的本领，我一定要嫁个比你还强的，就会刺痛你的心。”九五级女生的表演载歌载舞，声情并茂，甘培根教师看后发表感想，希望美丽的姑娘们能在五道口找到心上人，发展壮大五道口的事业，证婚人之类的差使是甘老师乐于从事的。）

2. 相声：五道口奇遇记（夏林、曾晓松讲述的是一个新生在五道口巧遇美丽姑娘并向她求爱的故事，然而故事牵扯到了上自唐旭主任、蔡浩仪副主任，下至93、94、95三个年级的几十名同学的名字，关系异常复杂，结果非常好玩。）

3. 哑剧：江湖神医（此神医：刘欣号称是研究生部卫生室金大夫的嫡传弟子，但是医德败坏，草菅人命，人当兽医，打针须用钱调整方位，针头拔不出来用锯条解决。未料病人：史博接受治疗后真的气壮如牛，力大如

熊，几乎拒不付费，只可惜出门即告瘫倒。）

4. 小品：广告集锦（小平头的郭树强一抖肩上的“长发”：飘柔的秘诀，一学就会！李旭利半蹲身子，手过头顶，前后摇动，做出胃动力马叮琳的模样：我们现在好多了！几十句广告词连接流畅自然，表演滑稽生动，掀起晚会的一个高潮。）

5. 小知识问答（“六教在哪？”“唐主任、单眼皮双眼皮？”“食堂一元菜票的图案有几条鱼几瓶酒？”诸如此类身边小问题。主持人：王雄辉。）

6. 大合唱（五道口合唱团真诚奉献：一曲深情《念故乡》，一曲激昂《凯旋曲》，指挥：黄陈。）

7. 小品：瞧这一家子（又名“百年家史”，共十场，演员达十八人。“我”是一名学生家长，来五道口与老师同学们共迎新年。“我”太爷爷是阿Q老先生，他和太奶奶大脚吴妈成亲后生了三个儿子。“我”爷爷行二，红军团长，走出草地后受伤的腿没好，但和上级派来照顾他的奶奶好上了。大爷爷参加过学生运动；三爷爷做了汉奸，但还是给鬼子劈了。解放战争时期“我”爸爸在五道口一带做地下党的工作，接头暗号经常是五道口附近的风物。大跃进时期叔叔在老家砸锅炼铁。文革期间“我”的几个表兄妹批斗“我”爸爸。改革开放后“我”二弟在南方做了大款。我二儿子初中就早恋。中国的希望在于跨世纪的一代，“我”家的希望在于五道口的大儿子。大儿子是晚会的主持人之一，于是老少五代同照全家福。）

8. 现代舞：黑与白（劲歌狂舞，尽显青春本色；俊男靓女，全是九五精英。晚会在现代舞奏响的最强音中结束。）

注：唐旭主任演唱了歌曲《血染的风采》，另有九三彭勇独唱《敢问路在何方》，九五博士彭惠、何士彬合唱《把根留住》，九五黄广明独唱《同桌的你》。九四级同学除吉它表演外，还有几名女生的“一试身手”，展露了她们在手工编织，手工制作，服装设计，发型设计等方面的才能。

（责任校对：王雄辉）

（上接第40页）

必为实习而实习，或为工作而实习，做实际工作将是一辈子的事，犯不着浪费过多在校的宝贵时间于许多事务性工作上。当然怎么看待这个问题也是因人而异。另外我体会

较深的是在实习中很重要的一点就是要学会为人处事。出去要谦虚，尊重他人，抱合作精神，否则有再多的本事也无用。

（责任校对：贺书婕）

# 校友看——

## 《五道口论坛》

· 82级王巍（南方证券公司副总裁）

低姿态，高品味，减少学术气氛

· 83级鲍志强（江苏证券总经理）

这份刊物办得极有意义，愿它能成为联系校友之间的一条纽带。并使我们这些已毕业了的人能经常从刊物中了解到学校的情况以及同学们的研究成果。

希望能办得更活泼一些，既是反映研究成果的论坛，又是师生们谈天说地的园地，也就是说，可适当增加一些校园文化的色彩。我们对这份刊物寄予很大的期望！

· 85级王醒春（中国农业银行总行发展规划部处长）

《五道口论坛》应重点反映在校生及毕业校友的学术

科研成果，可以是访谈，座谈，也可以笔论。总之，让其成为反映“道口烧鸡”特色的一个“窗口”。

· 85级张丽娟（中国人民银行总行外资司港澳处处长）

万事开头难，《五道口论坛》不仅开了头，而且开了个好头，愿她能在学术上继续保持高水准的同时，办出特色，成为连接老校友间的一条黄金纽带

· 87级雷志卫（中国人民银行深圳分行调统处处长）

开办“办学建议”之类的栏目。多登回顾性文章。按时间顺序登载历届校领导、老师及毕业生名录。

### 读者意见卡

亲爱的读者：

为使《五道口论坛》这份我们共同的刊物今后办得更好，希望您能对本期内容提出自己的宝贵意见。谢谢！

	很好	较好	一般	较差	很差
1. 封面设计	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2. 版式设计	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3. 栏目编排	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4. 您最喜爱的栏目是：	_____				
5. 您最欣赏的文章是：	_____				
6. 您的其它意见：	_____				
	_____				
	_____				
	_____				

若不介意，在此请附上您的姓名和通讯地址，以便我们与您进一步联系：

姓名：\_\_\_\_\_ 电话：\_\_\_\_\_

具体地址：\_\_\_\_\_



晚会结束后演员们同老师合影留念



参加中央电视台《正大综艺》节目演播



与外国教师一起联欢



足球队转战北京各大高校



# 五道口论坛

1996年4月(总第2期)

主办:中国人民银行研究生部  
经济金融研究会  
地址:北京海淀区五道口  
邮编:100083

(仅供校际交流)