

WUDAOKOU FORUM

五道  
口  
壇  
編

257







92年4月,我部庆祝建校10周年(1981—1991)。从左至右:王启人、白文庆、刘鸿儒、陈岱孙、黄达在主席台上。



93年10月,我部与香港城市大学(原名香港城市理工学院)签订学术交流协议书。甘培根主任、唐旭副主任及郑耀宗校长出席签字仪式。



94年5月,唐旭主任访问香港城市大学,并作学术讲演。



我部学位委员会主席刘鸿儒教授向95届毕业研究生颁发学位证书。



我部学位委员会全体成员。



# 卷首语

乘着金融改革的东风，《五道口论坛》诞生了！中国人民银行研究生部因其坐落在北京西郊五道口，常被人们亲切地以其所在而名之。作为一份非正式的学术性刊物，《五道口论坛》是由我部学生学术社团——经济金融研究会在学校的直接领导下创办的。活跃学术气氛，加强校际交流，扩大五道口的影响是我们的办刊宗旨。今天，中国经济改革已到了攻坚阶段，金融作为国民经济的“心脏”正发挥着愈来愈大的作用，其本身也正如滚滚洪流，吐故纳新，呼唤着有志者的积极参与。百舸争流，孰能袖手，我们要为金融改革鼓与呼！

为此，我们主张：

第一，大处着眼，小处着手，培养勤奋严谨踏实的学风。“无望其速成，无诱于势利，养其根而俟其实，加其膏而希其光”。因为，金融改革牵涉面广，影响力大，牵一发而动全身，非一朝一夕所能成。这要求我们静下心来，做一番扎扎实实的学问。道理很简单：“根之茂者其实遂，膏之沃者其光晔”。

第二，百家争鸣，和而不同，活跃学术交流的气氛。“独学而无友，则孤陋而寡闻”。相反，真理愈辩愈明，在交流碰撞中博采众长，才能共同提高。

第三，深入生活，反映现实，理论与实践相结合。中国经济正处在转轨时期，新现象、新问题层出不穷，历史为我们“究天人之际，通古今之变，成一家之言”提供了绝好的素材。密切联系实际是时代的需要，也是我部的一贯特色。我们要走出象牙塔，经世以致用。

《五道口论坛》，一块播种的园地，一个放声的歌台。她是你的、他的、我们大家的。让我们一同展望金融改革的未来！

《五道口论坛》编辑部

一九九五、七

# 五道口论坛

1995 · 7 (总第1期)

## 目 录

### 题 词

黄达 胡代光 厉以宁(1)

### 回顾与展望

五道口随感几则

甘培根(4)

五道口这个“草窝”

黄永鉴(6)

再创辉煌

唐 旭(7)

### 博士专论

论我国利率市场化的道路选择

钱小安(8)

论股份公司的内部监督机制

胡定核(12)

### 理论研讨

从“两法”看我国银行体系的架构设计原则

乔炳亚(15)

对人民币汇率合理水平范围的探讨

丁 明(17)

中国股市为什么缺乏长期投资者

雷晓阳(20)

论我国金融市场的架构、运作和监控

杨郁青(22)

国债期货暂停后的思考

阎宇红(24)

谈发展中国家支付系统的现代化改造

杨 林(26)

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 信

编 委:汪列平 王立武 陈国胜

杨郁青 张 海 胡华勇

丁守军 陈巧娥 王 倩

阎宇红 岳红云

封面设计:张 剑

英文目录翻译:李文泓





## 毕业论文

九五届毕业论文综述

汪列平、张海(28)

资本市场:特性、结构及价格影响(优秀论文摘要) 汪下烟(31)

## 学者访谈

政府与金融市场

——访谢平、林义相博士

王立武等(33)

## 校友寄语

我眷恋的地方

吴晓灵(37)

做学问、做事与做人

刘锐(38)

我是怎么知道了五道口

蔡重直(39)

难忘五道口

金琦(40)

## 本校快报

加强软硬件建设,提高教学科研水平

(41)

我部在校学生学术成果概览

(43)

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

(仅供校际交流)

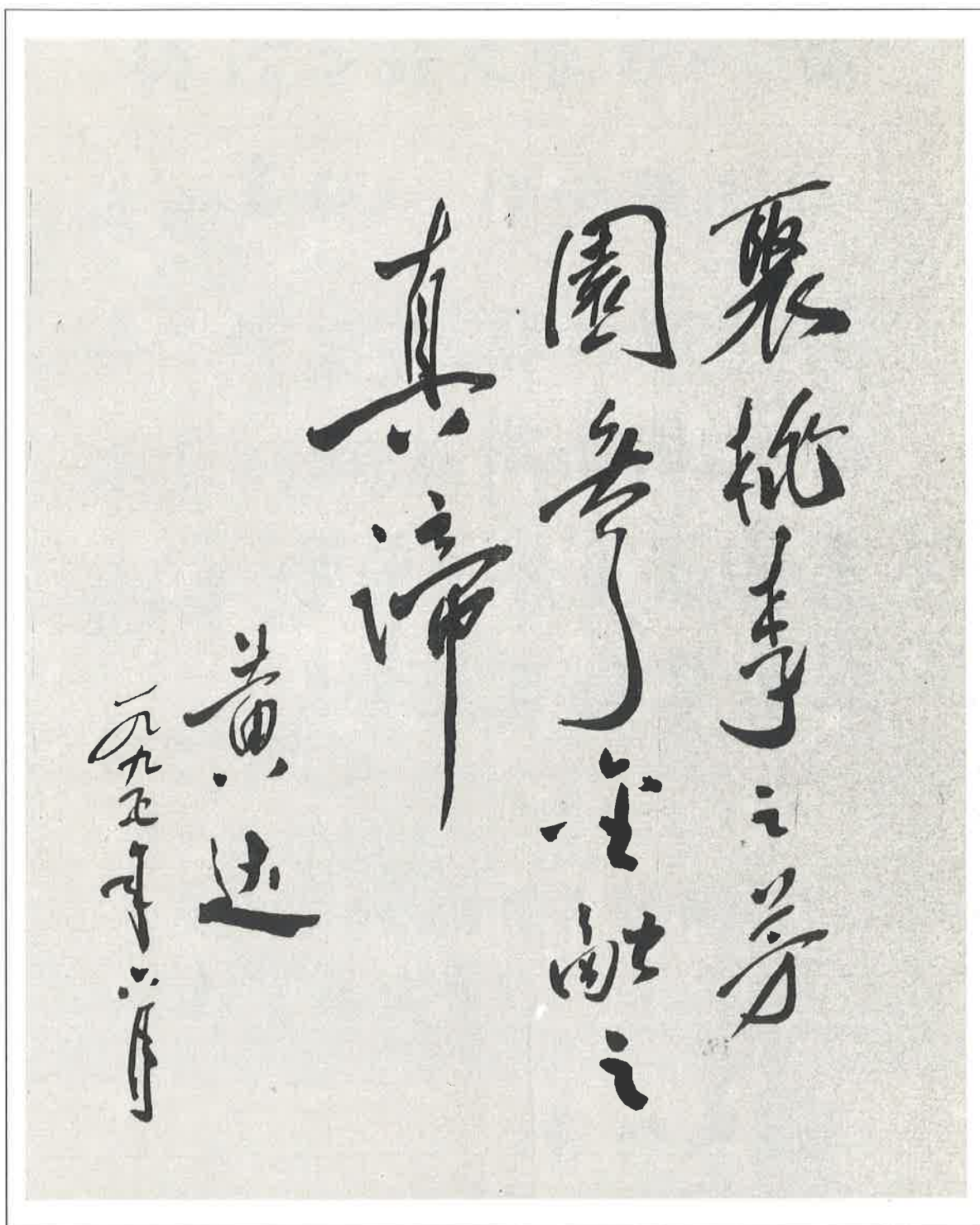


## Contents

Inscription	.....Huang Da, Hu Daiguang, Li Yining (1)
Retrospects and Prospects	
Random Thinking about WuDaokou	.....Gan Peigen (4)
WuDaokou; A Straw Nest	.....Huang Yongjian (6)
Recreate Glories	.....Tang Xu (7)
Special Column by PHD	
Approaches of Interest Rate Liberalization in China	.....Qian Xiao'an (8)
Internal Control Mechanism of Shareholding Companies	.....Hu Dinghe (12)
Theoretical Study	
Principles Embodied in the Two Laws for Designing China's Banking System	.....Qiao Bingya (15)
Studies on the Rational Range of RMB Exchange Rate	.....Ding Ming (17)
Why China's Stock Market doesn't See Long-term Investors	.....Lei Xiaoyang (20)
Structure, Operation and Supervision of China's Financial Market	.....Yang Yuqing (22)
Reflections after the Suspension of Treasury Bond Futures Transaction	.....Yan Yuhong (24)
On the Modernization of the Paying System in the Developing Countries	.....Yang Lin (26)
Comments on the Dissertations of 1995 Graduates	.....Wang Lieping, Zhang Hai (28)
Excellent Dissertation	
Capital Market: Features, Structure and Price Influence	.....Wang Xiayan (31)
Government and Financial Market—Interviewing Dr. Xie Ping and Lin Yixiang	.....Wang liwu etc. (33)
Message from Fellow Schoolmates	
A Place Forever for Me	.....Wu Xiaoling (37)
Studying, Working and Behaving	.....Liu Rui (38)
How WuDaokou Came to My Heart	.....Cai Zhongzhi (39)
Unforgettable WuDaokou	.....Jin Qi (40)
School Bulletin	
Improving Hardware and Software and Upgrading Teaching and Studying Level	.....(41)
A Glance at the Research Achievements of the Students	.....(43)

Translator of Contents: Li Wenhong





全国人大委员、原中国人民大学校长、我部顾问黄达教授题词



堅持理論聯系實際，  
講求唯物辯證方法，  
發揚實事求是學風，  
認真貫徹百家爭鳴。


胡代光

1995,6,16.

原北京大學經濟學院院長、我部顧問胡代光教授題詞

经济学的发展好比一场接力赛跑。你们接过的这一棒，是上一代人多年艰苦探索的成果。你们这一棒跑得怎样？历史将会作出评价。

赠中国人民银行总行研究生  
部各位同学

厉以宁   
一九五六年六月

全国人大法工委副主任、北京大学光华工商管理学院院长、我部顾问厉以宁教授题词



# 五道口随感几则

●甘培根(人行研究生部名誉主任)

## 锲而不舍 艰苦创业

中国人民银行研究生部创立于1981年9月,由于各种原因,于1982年2月才正式开学。研究生部位于北京海淀区五道口,校址原是北京海淀东升公社修建的一所简易的公社卫生院,造型是工字型的二层楼房,前面是门诊部,房间较小,后面是住院部,房间较大,占地约16亩。中国人民银行为了创办干部进修学院,花400万元把这座楼房买了下来。后来经海淀区查处,东升公社违章建房,全部售房款没收,房屋充公;人民银行违章购房,进修学院限期搬走,后由于各种原因未搬。为了办研究生部,我们就在人行进修学院内租了十几间房屋,凑合着用。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,专供接老师之用,学校的负责人都是乘公共汽车上下班。由于五道口地产纠纷问题长期未解决,当时的干部进修学院和后来的研究生部每年都要接到海淀区政府限期搬迁的通知,而且不许在院内动土修建任何房屋。记得在1984年,我们偷偷地在工字楼中间修建几间教室,原以为外面看不见,哪知后来还是被区里房管部门在附近楼上发现了,罚款一万元。五道口房地产纠纷拖了多年,直到北京要举行亚运会时,在北京市府的关照下,这一问题才算得到彻底解决,研究生部也才有权盖起了一幢约2,400平方米的图书电教楼,使教学设施略有改进。堂堂一个中华人民共和国的中央银行自己直接创办的一所培养中高级管理人才的最高学府为什么竟会办在农民修盖的一幢简陋楼房内?为什么研究生部的教学设施长期得不到改善?这个谜总算最后解开了。

## 投资小 收益大

“投资小,收益大”,这是主管研究生部的现任中国人民银行副行长陈元研究员在1993年到五道口来检查工作时对研究生部的一个总的评价。从投入这一

角度来看,研究生部从一开始,就是白手起家,轻装上阵,包袱不大,人民银行对它的投资与其他行属院校相比就小得多了;但从产出这一角度来看,在短短十五年中,它已为我国金融系统培养了七百多名硕士和二十多名博士,他们在各自的工作岗位上都做出了贡献,真是硕果累累,大面积丰收。

研究生部办学思想从一开始就很明确,坚持理论联系实际,走教学、科研与业务三结合的道路,要充分发挥各银行专家的优势,扬长避短,不走一般院校办学的老路,要办出自己的特色。为了创办研究生部,人行总行金融研究所专门指派崔启仪、甘培根、黄永鉴、崔锐林、江岩、陈坚定等几位同志进行筹建工作。人民银行总行首次评定授予刘鸿儒、尚明、丁鹤、周林、杨培新、甘培根、林志琦、虞关涛八位同志高级技术职称,作为研究生部的主要师资力量,同时并正式聘请北京大学的陈岱孙、胡代光、厉以宁和中国人民大学的黄达四位著名经济学家担任研究生部的顾问。十几年来,研究生部的一些基础理论与工具课主要聘请北京大学、中国人民大学、中央党校、国际关系学院的著名教授讲授,金融专业课与论文指导则主要由各银行专家担任。实践证明,这一办学模式,不仅收到很好的效益,培养出一大批应用型的研究生,而且也为科研机构如何办学摸索出来一条多、快、好、省的途径。

## 金融家的摇篮 中国的哈佛

1986年11月,在北京举行中国证券市场国际研讨会期间,纽约证券交易所董事长范尔霖先生一行数人专程参观了人行研究生部并作了学术报告。在与学生座谈时,有的学生问范尔霖先生,什么是“票据发行贷款”(Note-issuance Facilities)?伦敦证券交易所所改变佣金制度对纽约证券交易所将会产生什么影响?范尔霖先生对学生能提出这些有关国际金融的最新问题,对学生们金融信息的灵通和知识的丰富深感惊异,认为中国今后的金融家将出自这里。后来《华尔街日报》的随行记者就以此为题进行了专题报道,其标题就是“中国未来金融家的摇篮”,

记者以很风趣的笔墨来描述五道口：在北京西郊一幢很不起眼的农民修建的楼房内，在随时还可听到从校园旁边奔驰而过的火车“呜、呜”汽笛声的教室中，谁也不会想到，中国未来新一代的金融家就将从这里诞生。

1995年4月9日，香港《南华早报》（英文版）以“人行研究生部：中国金融业精英的摇篮”为标题专门介绍了人行研究生部，记者在其报道中甚至这样写道：“在美国，如果研究生能够获得哈佛大学商学院的企业管理硕士学位，就意味着他获得了一张通向商业成功的通行证；在中国，这个通行证就是获得人行研究生部的硕士学位”。国外传媒作这样的报道与比喻；对五道口来说，既是一种荣誉，也是一种鞭策。

## “黄埔军校” “道口烧鸡”

一个时期以来，社会上有些人把五道口称之为“黄埔军校”，说五道口的研究生是中国人民银行总行的“嫡系部队”。五道口的校友和在校学生有时也自称是“黄埔”几期的，好象这样一称呼，感情就更接近了似的。我们有时也听到这一称呼，也只好一笑置之。在1992年4月研究生部十周年校庆大会上，原主管研究生部的中国人民银行副行长、当时任国家体改委副主任、博士生导师刘鸿儒教授在代表教师们致辞时感情激动地说：“过去有人把五道口称作黄埔军校，我看没有什么不好，因为黄埔精神就意味着革命，对我们来说，就要在经济建设上不断改革前进。最近，又有人对我说，你们五道口的学生是‘道口烧鸡，味道甚浓’，我看这一比喻也不错，因为道口烧鸡之所以味道好，就是因为它经受过火烧锻炼。我们五道口的同学今后也要经得起考验，保持正味，永不变味”。刘鸿儒老师这一席发自肺腑之言，博得了长时间的热烈鼓掌。当场一位美籍华人教授即席赋打油诗一首，以志其胜。诗云：黄埔精神革命红，道口烧鸡味正浓，改革开放齐跃进，金融战线论英雄。

## 名声在外 得道多助

十五年来，人行研究生部经历了一个由小到大，由幼稚到比较成熟、由简陋到初具规模的发展过程，它的成长与发展离开不了国内外各方面的关注与支持。国际货币基金组织一直给予五道口以大量的技术援助，几次派遣高级专家来校开设专题讲座；最近世界银行在教学改革与添置设备上给予64万美元的资

助；亚洲开发银行指定五道口图书馆为其在北京的专藏资料馆；香港城市大学与人行研究生部建立了长期学术交流关系并参与五道口的教学改革设计。五道口的校友，在他们事业有成之际，更加怀念五道口对他们的培养，为了母校的振兴，他们纷纷慷慨解囊，筹建奖学基金。在人行研究生部十周年校庆时，在海南的与五道口校友有关的六家公司当场捐赠奖学基金30万元。去年，与五道口校友有关的武汉国际租赁公司、安信财务顾问有限公司、中科国际信托投资公司和海南国际租赁公司四家公司就集资350万元，成立五道口校友奖学基金。为了共襄胜举，刘鸿儒、厉以宁老师分别为基金捐赠一万元，甘培根老师也捐赠了一千元。正如1994年第13期《中华英才》杂志在其一篇焦点访谈中写道：“甘培根跟‘钱’打了一辈子交道——研究的是‘钱’，也在教人怎么赚钱，可自己却没有成为‘富翁’——除了精神以外，不过，他的学生却有很多是‘有钱’人。……甘培根对自己的这些‘弟子’非常满意”。

## 同心协力 创造更多五道口之“最”

1994年11月，我由香港去深圳，与部分五道口校友相聚一起，畅叙甚欢。大家凑在一起，谈了一些五道口之“最”，颇感自豪。现摘记如下，希望今后大家更加努力，创造出更多的五道口之“最”。

- 在1984年中国金融学会在合肥市召开的全国代表大会上，来自五道口的一批研究生在大会上最先提出中国金融改革的突破口是建立与发展金融市场，特别是股票市场的论点。

- 校友刘自强担任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。

- 校友廖熙文担任总经理的深圳特区证券公司是我国第一家证券公司。

- 校友王令芬担任总经理的深圳外汇经纪交易中心是中国第一家这一类型的公司。

- 校友宁志翔在上海曾代表外方签署了中国第一次发行B股的协议书。

- 校友孟兴国是改革以后中国大陆在美国第一位获得保险学博士学位的学生。

- 刘鸿儒老师是中国首任证监会主席。

- 1985年5月在国务院学位委员会对全国专业硕士学位授予质量评比中，人行研究生部的货币银行学专业在全国各院校中名列榜首。

• .....

（责任校对：雷晓阳）



# 五道口这个 “草窝”

黄永鉴(原人行研究生部副主任)



研究生部成立已经十四  
个年头了。一年一度桃李盛  
开，一批又一批毕业研究生  
离开五道口走向社会。他们  
在经济、金融改革第一线大  
显身手，他们的才智和能力  
赢得了普遍的赞誉。五道口  
这个“草窝”，飞出了一只只金凤凰。

十四年悠悠岁月，却抹不去我对研究生部  
创办初期苦辣酸甜的记忆：那时，唯一的一间  
大教室是用纤维板拼成的简易房，黄达教授以  
及许多知名专家学者就在那里给头几批研究生  
上课；我们没有专职教师，除了依靠金融研究  
所的研究人员外，主要是从高校、总行各司局、  
各专业行及非银行金融机构聘请专家、教授来  
担任兼职教师。尽管有人讥笑我们是“皮包公  
司”，但著名经济学家陈岱孙老教授却称赞我  
们闯出了一条高校、科研机构和实务部门三结  
合的办学新路子；我们在研究生课程设置方面  
毫无经验，是厉以宁教授帮助我们制订了一整  
套教学大纲。他不但亲自为研究生开课，而且  
组织北大老师包了全部基础课；为了让研究生  
广泛接触国外各种流派的经济、金融理论、学

术思想以及银行管理经验，我们除了定期聘请一  
两位国外专家外，还利用首都之便，请来一些外  
国驻华使馆或代表处的专家免费为研究生开设  
专题讲座，这本是既省钱又有利于更新学生知识  
结构的穷办法，但有人却指责我们不问背景随便  
接近外国人！白手起家的研究生部图书资料少得  
可怜，一间不足20平方米的图书室摆着五个简易  
书架，是总行领导特许我们从封存的地下书库里  
任意挑选，使我们一下子成了图书“暴发户”；  
仅有的一台彩色电视机，还是李葆华行长访日时  
带回的礼物（李行长特地嘱咐交研究生部使用）；  
在我们经费十分困难而有人却搬出各种理由坐  
视不救的时候，如果不是刘鸿儒主管副行长批示  
有关部门要重视人才投资，使经费问题得到及时  
解决，研究生部恐怕早就关门大吉了……。

十四年来，五道口这个“草窝”象块吸铁石，  
它吸引着全国各地有志于金融事业的莘莘学子；  
它又是个大熔炉，不管你是大学金融专业毕业  
的，还是非科班出身的，统统炼成高层次金融专  
门人才。国内外新闻媒介称道它是中国金融家的  
摇篮，我想，也可以这么说吧。

(责任校对：王信)

# 再创辉煌

唐 旭(人行研究生部主任)

研究生部在短短的十多年里,从无到有,从81年的十多名研究生发展到现有的两百多名研究生,从只培养硕士研究生到培养博士研究生,从默默无闻到享有相当声誉。为此,广大同学(毕业的和还未毕业的)勤奋地学习和工作,作出了重大贡献,全体教职工和导师们付出了甚至毕生的精力。

进研究生部学习是要经过全国统一考试,经过公正而严格的挑选的,因此,所有的学生都是优秀的;在这里学习是非常辛苦的,每个学生要通过近20门课的考试;学校的管理也是很严格的,每一项规定都必须遵守。

然而,在这里学习是非常幸运的。学校的设施虽然破旧一些,但教学的内容和学生接受的训练却一定是最好的:你可以得到全国最有名望的教授的教诲,可以同最优秀的经济学家探讨;可以直接从政策制定官员得到政策制定过程的信息,也可以从银行家、企业家那里得到经验之谈;国际上的知名教授经常来这里演讲,国际金融机构的专家也常来开设全新的课程。从这里毕业的学生,具有丰富的国际国内金融知识,有较强的动手能力,这已形成同业的共识。

在日新月异的金融创新中,在瞬息万变的金融市场上,在我国金融改革和发展的急速变化中,已有的已经过去了,未来的还需要去争取、去创造。如何使我们培养的研究生能够跟上这个快速发展的时代,是我们不断思索的问题,也是推动我们前进的动力之一。近年来,我们在这一方面做了大量准备:

改革已有的课程,更新教学内容,使之全面现代化。在世界银行的资助下,我们对硕士研究生课程进行了大幅度的改革。香港城市大学作为教学改革规划的顾问,他们在广泛咨询的基础上形成了改革计划的初稿。我们将初稿在国内广泛征求意见,征求意见的范围包括各著名大学的教授(如黄达教授、胡代光教授、

厉以宁教授等)、主要金融机构的专家领导、研究员、毕业校友和在校研究生,形成我们的基本改革计划。这个计划准备在今年秋季实施。

在课程改革的基础上,我们将进一步加强师资力量。扩大兼职教授队伍,力争以最好的教师来教学生,也使研究生的研究课题能够紧密联系实际。今后,学校每年都将聘请外籍老师讲授2门以上的主要业务课程,使教学直接跟上国际金融理论与实践的发展。

积极扩大同国外大学与金融机构的联系,除对方派教授专家来校讲课外,争取由我方派出教师和学生出国进修、实习,以提高学校的整体学术水平和增加师生对国际金融市场的认识。

改善办学条件,为研究生创造一个更为良好的环境。我们建立了一个现代化的计算机房和语言教室,改变了研究生无法接受计算机基本技能训练的局面。争取各方的支持,筹建新的学生楼,改变“低矮的农村卫生院”的印象。

多渠道筹集资金,为教学服务。现在,我们在校友、国内的公司和个人的赞助下,已经有3个针对学生设立的奖励基金,只要研究生努力学习,国家规定和现有的奖励基金能够保证学生的全部开支。同时,我们也争取其它基金,帮助我们在教学、对外交流方面有更大的发展。迄今为止,已有几家外国公司提供了多种形式的资助。并且会有越来越多的国内外机构和人士关注研究生部的发展,提供更多的帮助。

研究生部在国内经济金融界有了一定影响,办学条件也有了很大的改善。今后,我们还要继续扩大和加强在国际金融领域的活动。鼓励教师、研究生积极参与国际金融教育和研究交流,扩大对外宣传,树立良好的整体形象,争取得到国际国内金融界的认同,使研究生部进入国际一流的金融教育与研究机构行列。我们相信,通过全体教职工、毕业的和还未毕业的同学共同努力,勤奋工作,研究生部就一定可以再创辉煌!

(责任校对:王信)



# 论我国利率市场化的

# 道路选择

钱小安(92级博士生)\*

利率管理体制究竟应该如何改革?这是摆在我国金融体制改革面前的重大课题。作者在考察我国利率管理体制现状的基础上,从经济学的一般原理出发论证了我国利率市场化的必要性,并指出了其先决条件。针对我国经济金融体制的现实,作者对利率市场化两条道路的利弊进行了比较,据此提出以逐步放开同业拆借市场利率为契机进行利率管理体制改革的思路。

## 一、我国现行利率管理体制存在的问题

表面上看,利率是为了使用资金而支付的价格,因此有人称利率是资金的价格。实际上,利率是对资金所直接或间接参与生产过程而进行的剩余价值的再分配,不过它是一种预先确定的价值分配。根据马克思的劳动价值论,利率是由社会必要劳动时间决定,这是利率决定的长期趋势。利率一旦确定之后,生产过程的其他投入的收益率才能确定,并且它们之间呈相反方向变化,即利率越高,则其他投入的收益率就越低,反之亦然。从短期来看,利率水平则受市场供求力量变化的影响。

利率水平的决定与借贷资金的期限有直接的关系,具体地说,两者呈相同方向变化。在利率管制条件下,为了鼓励对特定部门或行业的投入,中央银行大都采用“优惠利率”的政策,以促进这些部门的发展。

我国现行的利率管理体制的主要特点是:采用多种形式的固定利率,中央银行规定了不同部门或行业和用途的存贷款利率,这些利率标准是不可逾越的。中央银行控制的主要利率有:基准利率、法定利率以及其他各种特定利率。

利率作为资金的成本,在固定利率制度下难以反映资金的供求情况,中央银行金融管理的操作也只能通过实施贷款和再贷款的规模控制来进行。这种情况下,利率对资金的需求弹性几乎为零,中央银行进行利率调整的政策手段是被动的、迟钝的,利率作为货币政策的中介目标,难以得到充分的利用。具体地说,固定利率体制所存在的主要问题有:第一,银行与非银行金融机构之间出现不平等的竞争,使银行业受到侵蚀。在银行系统,由于法定的固定利率政策,其业务开展必须依此执行。而对于非银行金融机构来说,它们可以使用较大浮动范围的利率标准。虽然这些非银行金融机构的信用等级较低,但是,国家对这些机构安全性的保护弥补了其信用风险的差异,这就产生了与信用风险不对称的利率差额。第二,在存贷款利率相对固定的情况下,客观上已部分放松了的证券回购利率和同业拆借利率要比通常所规定的固定利率更高,这会产生金融非中介化(或脱媒)现象,即资金的借贷关系不通过银行系统直接发生。金融非中介化使资金从银行系统流向其他系统,在银行业和证券业分业管理的体制下,这可能会导致银行业的萎缩。第三,固定利率体制下,货币的利率需求弹性很低,资金需求者对利率调整反应不敏感,从而使调整利率的有关政策不能起到应有的作用。例如,在面临通货膨胀的压力下,中央银行被迫提高利率水平以抑制通货膨胀,而利率的上升并不能减少资金需求压力,只会增加资金的利息成本,并推动通货膨胀的进一步上升。第四,利率的期限和结构之间存在矛盾。1992年起对3年期个人认购的国债实行保值贴补,并且从1993年7月起,对城乡居民的定期存款也实行保值贴补。这些措施本身的目的是鼓励城乡居民增加储蓄,其结果导致利率的期限和结构之间产生矛盾,造成资金的不合理流动。第五,固定利率体制下多种利率差异,如对国有商业银行、城市合作

\*作者已于95年4月获经济学博士学位,现供职于中国人民银行计划资金司。

—编者注。

银行和农村信用社的存贷款利率实行区别对待，同时对固定资产、流动资产、不同行业 and 不同部门的有关利率也加以区别对待，如此，利率的多层次、多类型使得利率的管理和调控难以有效地进行。

## 二、利率市场化的经济分析

利率市场化的经济分析可以从微观和宏观两个角度进行考虑：从微观来看，资金作为社会生产要素之一，要做到生产的最优化，就要对资金资源进行合理配置。固定利率管理体制下，资金分配具有计划性，并带有一定的条块分割性。由于缺乏完善的市场机制，资金难以合理地从效益低的部门流向效益高的部门。利率市场化的目标就是：提高资金需求的利率弹性，使得利率政策调整的通道畅通，引导资金的地区流动合理化、效益化，这也是社会生产最大化的前提条件。

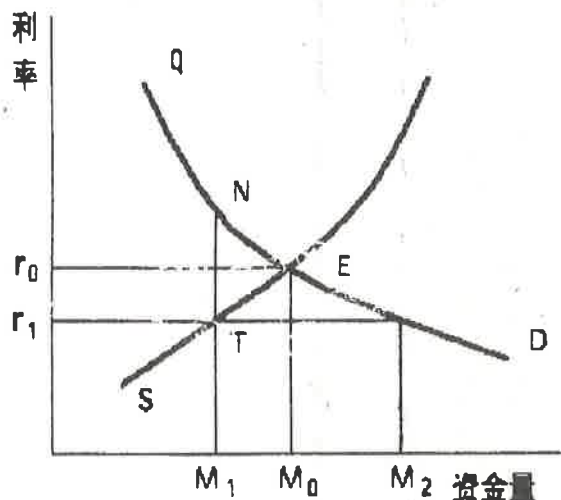
利率市场化不仅从上述生产角度来看是必要的，从消费来看，利率市场化也具有很重要的经济意义。我国现行的利率管理体制纷繁复杂，不仅有基准利率、法定利率的区别，而且还有对不同部门、不同行业、不同金融机构、不同用途的资金运用采取的不同的利率标准。这样做，表面上看可以起到调节国民经济发展的地区不平衡和行业不平衡的作用，实际上是运用金融手段来实现财政政策的目的，容易导致资金市场的价格扭曲。

利率市场化就是要从总体上消除利率的区别，让利率的形成充分地反映资金市场的供求信号，并藉此达到完善宏观调控的手段。这样，利率的期限与结构以及信用风险之间能够相互有效地联系起来。

我们可从下述简单的经济分析来说明放松利率管制的必要性。考虑单个市场参与者的福利效应时，资金的供给曲线可以看成是一条向右上倾斜的曲线，中央银行货币政策的中介目标是在基准利率和货币供应量之间进行抉择（当仅确定货币供应量为中介目标时，供给曲线成为一条垂直的直线；又当利率确定为唯一的中介目标时，供给曲线就成为一条水平线）。从资金的需求来看，假定资金需求者对利率的变化具有一定的敏感性（即其货币需求的利率弹性大于零）。这样，利率水平的决定可以通过图1表示。

当存在利率管制时，中央银行往往设定了利率上限，这一利率水平常常低于市场均衡的利率水平。如图1，当固定利率水平为 $r_1$ 时，资金的需求量为 $m_2$ ，资金的供给量为 $m_1$ ，从而出现了资金的供求缺口 $m_2 - m_1$ 。根据短边法则，资金市场的成交量为 $m_1$ ，利

率为 $r_1$ ，并且中央银行不得使用带有计划性的配给制的形式进行资金分配。此时，存在消费者剩余 $QNT_r1$ 和资金供给者剩余 $ST_r1$ ，整体的社会福利效应为 $STNQ$ 。在放松利率管制之后，资金供求达到均衡点E，这时资金市场均衡量为 $m_0$ ，利率为 $r_0$ 。消费者剩余为 $QNEr_0$ ，资金供给者剩余为 $roES$ ，即社会总福利为 $QES$ 。与放松管制前相比较，净增加社会福利 $NTE$ 。



图一

从宏观经济管理的角度来看，利率市场化也是十分必要的。固定利率制度掩饰了资金需求的真实价格，其至多只能反映各个条块分割的资金市场的供给价格。

从中央银行的宏观政策的有效性来看，金融政策的终极目标在于稳定物价（或稳定币值）、促进经济增长（或增加就业）、以及平衡国际收支。其政策手段主要包括：准备金操作、再贴现政策、再贷款政策、公开市场业务以及窗口指导等，然而，这些政策手段大都必须通过货币供应量或利率作为中介目标来加以操作。尽管各国中央银行对货币政策的中介目标有其社会的和历史的特点，甚至70年代以来大多数西方国家使用不同意义的货币概念，但他们却没有忽视利率杠杆的作用，仅就美国1979年10月到1982年货币政策目标从联邦资金利率转换到货币供应量时，利率曾上升到近20%，因此，后来又不得不重视利率这一中介目标。作者认为，由于货币供应量和利率之间具有很密切的关系，要有效地实施宏观经济管理，就必须同时使用这两个中介目标，只是各个国家根据其不同的国情有所偏重而已。



利率市场化可以有效地使用利率杠杆以增强政策工具的运用效率,与固定利率相比较,后者只能利用计划性的配给来提供资金,大量的资金缺口得不到填充,使许多合理的资金需求得不到满足,宏观调控的基本政策手段,如准备金、公开市场操作都不能有效地进行。如此,利率市场化对于理顺宏观政策操作手段通道是十分必要的,从这方面看,利率市场化是对资金进行有效管理的重要前提条件。

### 三、利率市场化的基本条件

上述有关利率市场化能产生更大的社会效益的结论是有一定的先决条件的,这主要包括:首先,要有一个统一的、公开的、公平的充分竞争的资金市场,

这意味着资金市场均衡价格具有唯一性、公平性、代表性。在一个近乎于完全竞争的资金市场,价格可以作为资金供求变化的信号,并且及时有效地吸收有关信息,以建立一个有效的信息传导机制。这种情况下,一方面,利率表现为过去资金供求的均衡;另一方面,在预期的基础上考虑到这一利率水平可能会产生一定的经济效应并导致中央银行金融政策的变化,已形成的利率又会影响未来的利率水平(包括适应性预期和理性预期双重效应)。

其次,资金市场参与者应具有一定的理性。从静态来看,他们应遵循如下原则:(1)对于相同期限不同信用风险的资金,利率水平与信用风险之间成正比例关系。换言之,信用风险越大,利率越高;反之亦然。(2)相同信用风险不同期限资金的利率与期限成正比例关系,即期限越长,利率越高。(3)相同信用级别和期限资金的利率相同,其可以用如下关系式表示:

$$Md=U(T, R, \dots)$$

其中Md为资金需求,T为期限,R为风险。且满足: $dU/dT>0, dU/dR>0$ 。(4)市场参与者能对金融政策可能产生的效应有所认识,并采取相应的对策。否则,当市场参与者的资金需求行为与中央银行的宏观政策背道而驰时,资金需求的弹性为零,货币政策会产生相反的效应。

再次,资金流动具有合理性、合法性。只有当中央银行放弃固定利率政策目标而采取灵活的市场操作手段(包括浮动利率政策和货币供应量控制等)时,才能实现资金流动的合理性。资金流动的合理性表现在:资金的行业 and 部门之间的流动是以利率平均化为取向。如果剩余资金大部分流向高收益高回报的行业

和部门,则利率市场化可能会导致利率的循环上升。因此,资金需求应在风险爱好者、风险中立者、风险规避者之间具有合理的分布。资金流动的合法性是指中央银行允许资金在不同地区、不同部门之间的自由流动。

最后,国民经济发展战略目标主要通过财政政策来实现。经济发展的地区倾斜、部门倾斜和行业倾斜应依靠财政政策加以弥补或政策性银行的优惠贷款予以支持。若用货币政策手段来实现财政政策目标,不仅会削弱货币政策的运用效率,造成金融秩序的混乱,而且难以达到财政政策的目标。

### 四、我国利率市场化的道路选择

利率市场化是旨在有效地运用市场机制以达到资金资源合理配置的目的。固定利率制度下,消费者资金“饥渴”现象的出现是不可避免的,这种情况下的政策目标是藉低利率政策扶持特定行业或部门的发展。进入本世纪70年代以后,西方国家相继放松了利率管制,并采取不同的方式,大体上说,利率体制改革有全面放开和逐步放开两种。

既然利率市场化是我国金融体制改革的必经之路,那么利率市场化的道路选择就成为至关重要的课题。为此,应解决以下两个方面的问题,一是采用全面放开还是逐步放开?二是选择哪一种利率作为利率市场化的首要目标。

采取全面放开的道路时,可以将全部市场参与者推向市场,利率水平完全由市场供求力量决定,中央银行也作为市场参与者之一通过市场参与来间接调控资金的供求关系。这一道路选择易于形成一个统一的、公开的、公平的资金市场。不过,全面放开的道路会存在一系列严重的问题:(1)容易产生大幅度的利率攀升。由于长期存在的资金缺口,投机因素和预期的影响会推动资金的需求,加大资金需求缺口,使利率上升。(2)全面放松利率管制之后,利率的波动幅度会有所加大,从而会产生对金融资产保值的要求,并出现金融衍生工具,这会导致投机的出现,投机因素又会进一步加剧利率的波动。(3)利率的剧烈上升会给国有企业的经营带来困难,利率上升会抑制企业的投入,使经济发展出现停滞现象,社会资金也可能从生产领域流向流通领域或虚拟经济领域。

采取逐步放开利率管制是一种较为稳妥的方法,尽管这一道路也有可能产生暂时的利率结构性矛盾,如利率期限与结构之间的矛盾,并产生进一步放松利率管制的要求。然而,这正是利率市场化的内在动力。逐步放松利率管制的主要好处在于:(1)不会造成金融市场的剧烈震动,可以避免全面放松利率管制可能出现的一系列问题,

全面放松利率管制涉及到各部门、各行业有关的宏观政策的较大变动,对现存的经济结构会产生猛烈的冲击。(2)逐步放松利率管制有利于引导市场参与者的经济行为,通过逐步缩小放松管制后出现的利率差额,使计划性的固定利率逐步向市场利率靠拢。就目前我国已存在的黑市利率来说,由于资金缺口的扩大源自企业继续生存和社会上的投机因素,高利率对资金需求的抑制力较小,只不过会增加企业经营的负担。(3)逐步放松利率管制能使隐含利率公开化,中央银行可以以此为参考调整基准利率,缩小利率调整的幅度,增加利率调整的频率,资金需求的利率弹性也会有所改善,利率政策才会产生较好的宏观经济效应。(4)逐步放松利率管制可通过适当的契机使市场化的成份由小到大以形成一个统一的资金市场,使资金的供求逐步纳入市场机制的运行范围。

逐步放松利率管制应选择哪一种利率作为放松管制的突破口是一个迫切需要解决的问题。放松利率管制的基本原则是:力求稳定,逐步推进。由于长期存在的资金缺口,利率不能一下子全面放开,否则,资金市场的经济行为易于为投机所导引。

利率政策改革的目标是最终使存贷款利率放开,现在一下子全面放开不可行,局部放松管制成为利率改革的必由之路。就目前看来,我国利率体制改革的突破口有两个:一是放松具有先导意义的利率,如具有一定数量的大额存单的利率或大额定期存款利率。通过扩大这些利率的浮动范围以致最终取消这些有关浮动范围,实现利率市场化。二是放开同业拆借市场利率。放松利率管制不仅要使首先放松的利率具有先导性,而且要有对市场参与者的局限性和限制性的规定,以培养有理性的市场参与者。

就同业拆借市场来说,1989年2月中国人民银行规定拆借利率由借贷双方协商确定,1990年3月规定拆借利率最高不得超过11.70%,同年8月又将其上限下调为9.72%,1991年4月进一步下调为9.072%。1993年5月中国人民银行开始放松同业拆借利率的管理,其利率上限调整为11.25%,在此之前,同业拆借利率上限低于一部分期限为3年以上定期存款和特种存款的有关利率。1993年7月其上限扩大到13.176%。实际上,由于资金市场的供求缺口的存在,同业拆借的实际利率要远远高于上述法定的上限,一些不规范的同业拆借或证券回购

的隐含利率高达25~30%。放松同业拆借利率管理可以反映银行间资金需求的实际情况,这一市场的参与者是银行,从而其市场利率具有先导性。放松同业拆借市场利率管制,不仅可以使隐含利率公开化,而且可以缩小多种利率之间的差异。此外,市场化的同业拆借利率可以为中央银行制定基准利率提供客观依据。

上述两种改革是连动的,由于存贷款利率涉及面大,所以可先放开同业拆借利率,然后逐步放松对贴现市场、回购市场的利率管理,最终放松对存贷款的利率管制。

我国现有的同业拆借市场尚处于分割的、封闭的状态,利率的期限和结构的宏观管理还存在许多困难和问题,当务之急是要建立一个规范的能够发挥市场机制作用的同业拆借市场。

同业拆借市场应该是统一的、公开的,在选择同业拆借市场的组织形式时,可采用中心交易市场形式或采用屏幕交易市场形式。中心交易市场在技术方面类似于公开喊价的期货市场,这种形式不利于分散的各种商业银行的参与。从同业拆借市场的特点来看,建立全国统一的屏幕市场是一条切实可行的方案。不过,这一市场的建立要解决以下问题:第一,各银行内部应建立健全的内部监控系统,以使其有能力随时检查本系统的头寸情况。然而,目前我国银行系统所执行的准备金报告制度的时滞达10天左右。第二,同业拆借市场参与者首先应限于商业银行,在计算机程序设计中,应对拆借资金的额度、期限等设置警戒线,并有安全的监控系统,以防止信用风险的发生。第三,可允许同业拆借利率的浮动范围逐步加大,以致于最终解除对同业拆借市场利率的管制。第四,应对同业拆借资金的运用进行监督,防止资金的非法使用,如将同业拆借的资金用于长期贷款。

逐步放开同业拆借市场利率管理来实现利率市场化的过程中也会产生一系列新的问题,如前述利率的结构性矛盾,使得同业拆借利率有悖于其他的法定利率。不过,它们之间的差异要比现存的黑市利率与法定利率的差异小得多,并且随着利率管制的进一步放松,这种差异会日渐消失。

利率改革不是一个纯粹的金融问题,而是一个复杂的经济问题,因为它与国民经济发展、财政政策的改革、国际收支平衡的改善密切相关,此外,放松利率管制中还会出现许多新问题,这些还有待于进一步探讨和研究。

(责任校对: 毕文军)



# 论股份公司的内部监督机制

胡定核(93级博士生)

(经过十几年的努力,中国经济改革在1995年终于选定了以建立现代企业制度作为突破口。现代企业制度即公司制,其实质是独立法人的有限公司制度,而股份公司则是其典型形式、最高形式和最规范形式。因此研究股份公司监督机制对现代企业制度在我国的建立具有以点带面的普遍意义。本文是《股份公司监督机制研究》一稿的第二部分,第一、三、四部分标题分别是《股份公司的监督目标与途径》、《论股份公司的外部监督机制》和《在我国建立有效的股份公司监督机制的困难与解决》,特此说明以免前后文衔接不当的误解,并欢迎各位老师、同学指正。)

## 一、内部监督机制的机理与实质

股份公司的内部监督主要是指股东用自己的权力从公司内部对管理者的行为与表现所实施的直接监督。

从代理成本的构成可以看出,对代理人的“败德行为”的约束机制至少有两种:委托人监督及代理人自我担保。代理人的自我担保往往存在着“承诺的不可信性”;而且,担保契约如果采取罚金的形式,即不履行诺言就罚款的方法,由于应罚的数量(代理人“败德行为”带来的直接损失即“剩余损失”)比实际能罚的数量(至多等于代理人的全部个人财产),往往要高得多,在代理人“败德行为”收益很大而被发现的概率又很小的情况下,这种约束的软弱性是显而易见的。因此,在上述两种代理人的约束机制中,经济学所讨论的通常是指委托人监督机制,也就是我们所说的股份公司内部监督机制,与“股东——董事会——公司经理人员”的双重委托——代理结构相适应,股份公司内部监督机制实际上是由股东对董事会的监督与董事会对公司经理人员的监督这两层监督机制共同构成的。

股份公司内部监督机制的作用机理是怎样的呢?或者说,股东是通过什么样的途径与方法在公司内部对管理者实施监督的呢?首先股东们出于对自己利益的关心,会通过对产品市场与资本市场行情的观察,了解与评价公司管理者的表现与业绩。一方面,在现代商品经济中,公司管理者的经营业绩会通过其产品在产品市场上的销售状况直接表现出来:经营业绩良好,产品的市场占有率一般就会上升;相反,如果公司经营状况因管理者的不负责或者谋私利的“败德行为”而恶化,市场

占有率则可能会下降。另一方面,对上市公司来说,其管理者的经营业绩还会通过资本市场上的股价高低与升降表现出来:经营状况良好,其股价一般就会上升,反之则会下降。股东们通过对这两个市场上行情的了解,就能大致判断出公司经营管理者是否认真、良好地履行了自己的职责,是否存在“败德行为”。其次,股东们从自己的利益出发,会根据他们的上述判断与评价决定其在股东大会上对公司管理者所采取的态度。如果他们认为自己管理者的表现不称职、不良,他们就会在股东大会上运用自己的选举权与表决权向董事会施加压力,迫使其降低管理人员报酬甚至改聘管理人员(即从经理市场上重新挑选更合格的其他人选)。通过这一监督机理,股东们迫使管理者严格、认真地履行自己的责任,减少“败德行为”,以避免被降低报酬乃至被解职的危险。股份制经济的一个重要意义即在于由于股东对企业经营状况的强烈关注和对企业经营行为的影响,大大促进了企业经营状况的改善与经济效益的提高。

股东通过某种方式对公司的经营状况进行评价,并据此运用自己的权力对经理人员进行任命与撤换,对公司战略或经济组织方式进行改革,这样的行为在经济学中有一学名,称为“叫喊”(或“呼吁”),更形象一点也就是所谓的“用手投票”。实际上,股东们表达其意见与愿望通常还有另外一种方式,即在看到公司经营状况不好时就出售其股票,以此来表示其对管理层的不满,表示他们的改革要求,这样的行为在经济学中则称为“撤出”,更形象一点就是所谓的“用脚投票”(用购入某公司股票来表示其对该公司的满意,也是一种“投票”,只不过不是“撤出”,而是“进入”)。因此,股份制经济中资本所有者对资本使用和配置的监督职能,就体现在“手脚并用”上——不仅表现在股东大会上的“用手投票”,而且表现在市场股票交易中的“用脚投票”。有的时候,“手”的作用表现得较明显(如解雇经理);有的时候则主要体现在“脚”的作用上。在“手”的作用不明显时,不能说股东就不起作用了,还要看到“脚”的作用;而且,“手”能起作用,往往正是“脚”起作用的结果——正是因为部分股东抛售股票才导致股价下跌,进而导致另一部分股东在股东大会上行使权力要求撤换管理人员。由此可以看出,股份公司内部监督机制的作用过程,实质上就是股东所有权的运

用过程,它是通过股东们运用“用手投票”的权力直接表现出来的,但其背后又往往隐藏着股东们“用脚投票”的行为,是一个股东们“手脚并用”的过程。内部监督机制的这一实质充分体现了资本所有者对资本使用和配置的最终决定作用,充分说明了最终所有权问题对于一种经济体制的决定性的重要意义。

另外,股份公司内部不但存在着股东对于管理者的监督,而且还存在着一般职员对管理者的监督及不同管理者之间的相互监督。首先,公司内一般职员及下级管理者一般存在着向上晋升以取代上级管理人员的需求,他们将密切注视上级管理者可能导致被股东撤职的行为,其次,由于公司中所有职员与管理者的报酬与他们的集体表现以及由此而导致的公司经营业绩状况是直接挂钩的,监督行为会导致公司经营状况的改善并进而导致监督者自身报酬增加,因此客观上存在着一个利益刺激机制去促使一般职员对管理者进行监督,促使不同管理者之间相互进行监督。再次,当劳动力市场对一般职员不利时,失业的危机感会促进他们去更加密切地注意管理人员的会给公司生存发展带来不利影响的的不当行为。上述一般职员对管理者的监督及不同管理者之间的相互监督是股东对管理者的直接监督机制的一种有效补充。另一方面我们还应看到,这种监督是以监督者通过某种方式向股东或董事会反映管理者的不当行为、最终由股东或董事会对管理者作出裁决的方式得以实现的,因此这种监督机制作用的发挥最终还是离不开股东权力的行使,离不开股东对管理者的直接监督,可以视为一种特殊的内部监督机制。

## 二、内部监督机制的局限与完善

从前面对内部监督机制作用机理的分析中可以看出,股份公司内部监督机制作用的有效发挥实际上是有着一系列的前提条件的。首先,股东们对管理者必须有充分的监督动机。这决定了他们是否会对管理者行为实施监督,因而是一个最根本的条件。其次,产品市场与资本市场必须灵敏、有效,即产品市场占有率及股价的高低升降能准确、及时地反映公司经营与管理者表现状况及其变化。这是股东们能否及时获得准确信息,并在此基础上对管理者行为作出恰当评价的前提。再次,经理市场必须发育成熟且有效,即经理市场上存在着一个数量充裕的职业经理阶层,相互之间存在着有效竞争与替代机制(勤奋而有能力的经理得到的是较快的晋升和较优越的报酬,而不负责与低能的经理得到的是低职位、低工资甚至于被解雇)。这决定了股东能否及时对管理者作出最终裁决,能否及时对不称职的管理者进行撤

换,因而决定了内部监督机制能否最终发挥作用。从上述三个条件的后两个条件中我们可以看出,内部监督机制作用的发挥与企业外部市场的作用是密不可分的。

在实际当中,以上几个前提条件往往不能得到很好的满足。首先,在股权所有者比较分散的情况下,股东们对管理者的监督动机并不很强:一般中小股东由于其个人从监督行为中得到的利益比公司得到的总体利益要小得多,甚至往往低于他为监督行为付出的成本,这就使他缺乏对管理者进行监督的动机;而且,股权越分散,不同股东之间“搭便车”的动机也越高,每个股东都指望从其他股东的监督行为中坐享其成,使得他们对管理者的监督动机进一步削弱。其次,产品市场与资本市场的状况并不一定能够完全、准确地反映公司管理者的表现是否称职、良好;公司的产品市场占有率不但与管理者表现及公司经营状况有关,还与整个市场的竞争程度有关,与市场竞争程度成反比,完全以市场占有率高低来判断管理者的表现只能得出“垄断性公司管理者一定不存在败德行为,股东不必对其进行监督”的错误结论来;资本市场上股价的升降不但受到管理者表现及公司经营状况的影响,还要受到其它许多偶然性因素的影响,一个业绩很差的公司的股票可能会因为某一炒作题材而被炒成高价使股东们错误地认为管理者的表现非常出色。再次,经理人员通过各种手段强化其地位的行为会在很大程度上降低经理市场的有效性:管理越强,他就越难以被取代;因此,经理人员并不会被动地等待股东来监督,而会采取使自己对企业更有价值的各种手段(例如在做投资决策时总是投资于那些很擅长的领域)强化其“自我盘踞”的管理者地位,使自己更难以被其他经理人员所取代。

以上几个方面的原因使得股份公司内部监督机制作用的发挥受到很大局限,使得股东对公司的控制力量大大削弱而管理者对公司的控制地位不断增强。美国经济学家伯利与米恩斯在30年代的经验调查表明,200家最大的美国公司中有44%是由管理人员操纵的。1963年美国学者勒纳的调查则表明这一比例已上升到了84.5%。直到80年代末,管理人员操纵大公司的状况仍很突出:很多公司的实际权力都掌握在管理者手中,董事会与股东大会形同虚设,名义上是董事会任命总经理,事实上很多情况下却是总经理控制着董事会的选举,当选者不是一些对经理忠心耿耿的内部董事,就是与经理人员有着千丝万缕利益联系的外部董事。结果是管理阶层权力无边无际;而资本所有者即大大小小的股东们,似乎除了“剪息票”以外,就不再有什么实质性的、生产性的经济功能了。几十年来西方国家出现的



这种现象,使得不少学者对股份公司内部监督机制的作用即所有者对公司的控制能力不断得出悲观的结论。另外一些人甚至由此得出“所有权不重要”、“管理最重要”的结论来,在他们看来:所有权制度对经济运行并不十分重要;企业经营的好坏,经济运行效率的高低,关键在于管理,只要管理人员的素质提高了,经济运行效率就会自然相应提高。

为了克服以上提到的各种原因对内部监督机制作用的限制,西方一些国家在策略或体制上对这一机制进行了改进与完善。

例如,美国为了克服经理市场有效性降低带来的弊端,一般对公司管理者采取“高薪养廉”策略:即对那些人力资本专用性很强因而控制地位难以撼动的管理者,

股东们往往给予其较高报酬,或直接给予其股票或股票期权,让他成为所有者中的一员,同化其行为目标。这实际上是通过高薪来“贿赂”经理们,使其能按股东意志行事;同时也使经理们因为从事“败德行为”而丢掉饭碗的机会成本增大,从而促进经理人员认真、良好地履行自己的职责。这种策略在美国大公司首席执行官与其它国家同行相比高出数倍的高额年收入中得到明显体现。

再如,日本为了克服股权高度分散条件下股东的监督动机被削弱的弊端,实行“法人持股”,即企业相互持股制度及以银行直接持股为基础的主银行体制,从而使股权相对集中。所谓企业相互持股,一般是一个企业集团内的各个企业之间相互持有对方的股权。它在消极的意义上是为了防止公司被吞并,在积极的意义上则是为了加强关键企业之间的联系,使得各企业之间的联系更为稳定与长期。由于持股者是与被持股企业有着利害关系的法人机构,因而它们有动力对被持股的企业进行监督。关于银行持股,日本规定单个银行可持有非金融公司最高达5%的股份,整个金融机构可持有上市公司大约40%的股份。通常公司由一家或几家有影响的大银行持有最大股权,其中一家“主银行”(往往是对该企业贷款最多的或是贷款银团的牵头人)与公司关系最为密切。“主银行”由于其在股权与债权方面与股份公司有较强的利害关系而对公司具有比较强的监督动机和特殊的监督职能。在平时公司经营正常时,主银行一般放任企业自主,只是一个“沉默的商业伙伴”,几乎不对经理层进行任何干预。企业由于管理者的“败德行为”出现困难与危机时,它就会利用其股东与债权人地位对公司进行干预,如重新安排贷款,更换管理人员等。日本企业法人持股即相互持股与银行直接持股的集中股权的做法,对公司内部监督机制起到了主要作用,被美国等西方国家陆续借鉴采用。

由于上述措施的采取特别是机构相互持股与银行直接持股体制的实行,股东对股份公司的监督作用得到了加强,管理者对公司的控制受到了限制。经理层不再主宰一切,相反,他们都重新开始受到股东的主宰。这在最近日本、美国的经理层中得到了充分体现。

在解雇总经理风潮中,向董事会施加压力,要求对公司进行改组时起主要作用的,并不是一般的股民,而是一些大股东,即法人机构(包括大的股份公司与金融机构)。西方国家的那些“法人机构”,之所以能够积极行使所有者的权力,有足够的动机对经营水准不高的公司施加压力,最根本原因在于他们背后还有最终所有人(即把资金投入或存入这些“法人机构”的小股东或小债权人)的监督。他们若不这样做,那些把资金投到或存入这些“法人机构”的股东或小债权人(即最终所有人)就会把他们的资金撤走。如果作为公司大股东的“法人机构”不积极施加压力去解雇它们的代理人(即公司经理),最终所有人就会“解雇”他们(即“法人机构”本身)——撤走投入的资金。这就是委托人对代理人的“解雇”、是委托人炒了代理人的“鱿鱼”,行使委托人作为所有者“用脚投票”的“撤出”权利。在金融机构的运行过程中,最终所有人的作用比他们在股份制公司运行过程中所能起的作用更大;对于股份公司来说,股民抛出股票,用脚投票,还不能撤出公司的实际资产,公司还可以运行下去,要对其实行改组,还需进行实际的“用手投票”;而对金融机构来说,由于这种机构的资产就是资金本身,因此如果最终所有人撤走了资金实际上也就等于撤消了机构本身,这种场合,“用手投票”与“用脚投票”是二合一的。由此可见:第一,“所有权”的重要职能之一就是挑选出最能干最忠诚的人挑出来委以重任,企业盈利当然是重要的,没有好的经理就没有好的企业。第二,在“所有权”的行使过程中,“脚”的作用往往比“手”的作用更大,“撤出”其实就是所有者或委托人“解雇”代理人的权力,是市场经济有效运行过程中起着根本性作用的所有权。第三,无论在什么情况下,“机构法人”的作用,都不能否认在他们背后的“子民”即“最终所有人”的作用;无论什么时候,我们都要透过“法人”看到“根”,透过“法人所有权”看到“最终所有权”,法人所有权的性质,是由最终所有权的性质决定的。由此我们进一步看清资本所有者对资本使用和配置的最终决定作用,进一步看清最终所有权问题对于一种经济体制的决定性作用,进一步看清股份公司内部监督机制的经济实质。

(责任校对:胡定核)

# 从“两法”看我国银行体系的架构设计原则

乔炳亚(93级硕士生)

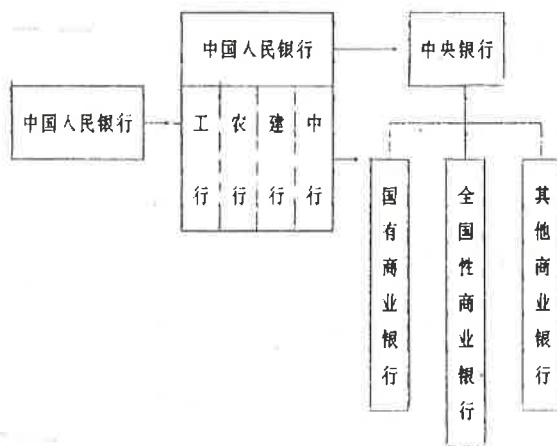
今年3月和5月先后通过的《中国人民银行法》和《商业银行法》最终以法的形式确立了我国银行体系制度设计的原则,并初步构造了我国银行体系的架构,从而为数十年的金融体制改革,尤其是银行体制改革作了阶段性的成果确认。透过“两法”,可以看出我国银行体系架构设计的原则是:

## 1· 中央银行与商业银行分立,建立两级银行体制

中央银行与商业银行分立是当今世界各国的通行做法,但是从金融史上看,也曾有过只有商业银行而没有中央银行的时代。如曾有过在一国内有多家商业银行同时发行银行券(Banknote)的事例。多种银行券并存,而使用的地域受到种种限制,既不利于流通,结算与兑换也极不方便,更重要的是这种做法非常容易发生通货膨胀。随着经济的发展,各国陆续采用国家立法的方式,将银行券的发行统一到一家银行,结算系统也统一到一家银行来管理,这就是中央银行发行货币和维持结算系统的开端。正是因为制定了《中央银行法》,中央银行才拥有了法定的发行货币、维持结算、监管金融业的三项最重要的特权;也正是因为制定了《中央银行法》,中央银行在法律的意义上才被称为“国家的银行”、“发行的银行”、“银行的银行”,中央银行与商业银行分立的体制与制度设计原则才被最终确立。

我国的中央银行与商业银行分立的体制与制度设计原则一直到这次“两法”通过才最终被确认下来。从我国银行制度的改革过程来看,1984年中国人民银行开始代行中央银行职能,此时成立四大家专业银行只是为了承做中国人民银行在此以前做的业务,并按照工业、农业、外汇、基建四大块进行业务分工和业务领域界定,每行专管一块,所以叫做专业银行(Specified Bank)。它们是从人民银行内部分立出来或延伸出来的四只手,和人民银行依然联成一体,人民银行用行政管理的一套方法和模式对其进行管理。现在的体制不一样了,几家专业银行成了国有商业银行(State-owned Commercial Bank),这就意味着

它们不再是人行的延伸,而是独立经营、自负盈亏的商业银行,其资本金属于国家,本身是国务院直属的大型国有金融企业。国家以所有者的身份影响它们的人事安排和参与利润分配,在本质上它们和国有工业企业并无区别。这样,人民银行与商业银行的关系只存在监管和被监管的关系,而这种关系也必须由《中国人民银行法》严格界定。这些国有商业银行在《商业银行法》的约束下自主经营,一切按照商业银行的思路走。而它们的主体资格与法律地位和深圳发展银行、福建兴业银行等并没有任何区别,彼此是平等的。上述演变过程可用下图表示:



注: ① 国有商业银行即为工、农、建、中四行。

② 全国性商业银行指交通银行、中信实业银行、光大银行、华夏银行四家。

③ 其他商业银行指广东发展银行、深圳发展银行等商业银行。较为详细的划分请参见《中国金融展望'95》第82页。

显然地,这次“两法”所进行的银行体系设计与国际上各国的通行结构是接口的。将中央银行与商业



银行分立,既提高了效率,又兼顾了银行体系的稳定,同时为中央银行实现其货币政策目标提供了良好的制度基础。

## 2· 政策性银行与商业银行分立的原则

政策性银行与商业银行分立的原则最初出现于《国务院关于金融体制改革的决定》,这个原则也再次体现在这次立法中。那么,为什么要组建三家政策性银行即国家开发银行、中国进出口银行和中国农业发展银行呢?

成立政策性银行的目的之一是确保国家调整经济结构政策的落实。三家政策性银行可以根据不同的业务方向用政策性的金融投入主动参与国民经济重大比例的调整从而实现国家的宏观经济目标。

成立政策性银行的目的之二是为了解决我国现有的国有专业银行身兼两任的问题,将其承担的政策性业务分离出来,使其成为真正的国有商业银行,这样就可以真正完成中央银行和商业银行的分立。众所周知,原有的专业银行身兼两任带来了一些不好的后果:一是会形成资金上对中央银行的倒逼机制。专业银行有利润冲动,有了钱往往更愿意发放商业性贷款,留下政策性贷款的资金硬缺口向中央银行要钱。二是无法准确考核其经营成果,一些经营性的亏损往往被政策性亏损所掩盖。将政策性业务从专业银行分离出来,有利于解决上述问题。

这次立法没有直接对政策性银行立法,“两法”中只有《中国人民银行法》第35条对中央银行对政策性银行的监管进行了授权,该条规定:“中国人民银行对国家政策性银行的金融业务,进行指导和监督”。至于政策性银行的组建、主要任务、机构设置及政策性银行的运行程序和与各方面的关系由中央银行用政策性文件的方式作了界定和规范,在“两法”中尚无明确阐述,有待于用法规的形式来确立它。但我们可以从“两法”已确定的条文中反推出商业银行与政策性银行分立的原则。这个原则与国际上的通行做法同样是接口的。

## 3· 商业银行与其他非银行金融机构严格“分业”

这次通过的《商业银行法》严格界定了商业银行的业务范围,使之与其他类型的金融机构分业经营。《中国人民银行法》也按照分业管理的思路按“分业监管”原则进行立法。

除德国等少数几个国家外,国际上大多数国家的金融体系内部都是搞分业的。每类金融机构有自己的

由法律严格界定的业务范围,它们之间通常有一道不可逾越的墙。这种金融体系不仅能满足经济体系内部各层面对不同品种的金融服务的需求,同时有利于监管当局的监管。分业经营还有助于提高经营效率和降低经营风险。

此次《商业银行法》用列举的方式严格界定了商业银行可以经营的业务:

- (1) 吸收公众存款;
- (2) 发放短期、中期和长期贷款;
- (3) 办理国内外结算;
- (4) 办理票据贴现;
- (5) 发行金融债券;
- (6) 代理发行、代理兑付、承销政府债券;
- (7) 买卖政府债券;
- (8) 从事同业拆借;
- (9) 买卖、代理买卖外汇;
- (10) 提供信用证服务及担保;
- (11) 代理收付款项及代理保险业务;
- (12) 提供保险箱服务;
- (13) 经中国人民银行批准的其他业务。

此外,该法还运用禁止性的条款规定:“商业银行在中华人民共和国境内不得从事信托投资业务和股票业务,不得投资于非自由不动产。商业银行在中华人民共和国境内不得向非银行金融机构和企业投资”。这样,就很明显地将商业银行与其他金融机构区分开来。商业银行只能做传统的存、放、汇、担保、开立信用证、票据贴现、代理或自营国债业务、代理或自营外汇业务等,使其能较容易地控制经营风险,从而能够集中精力为经济系统提供更好的结算支持和间接融资支持(Indirect Finance Support)。

《商业银行法》按“分业经营”的原则立法也是考虑到我国目前的经济结构现状的。目前,银行体系控制着大量的资金,如果允许其出入规模相对小得多的证券市场,将不利于金融体系的稳定。鉴于房地产业近几年剧烈波动的现状,用居民的储蓄资金投资于风险很大的房地产业,也是有悖于银行业经营的稳健原则的,同时违背了资金来源与资金运用的对称性原则(Principle of Symmetry)。基于上述原因,此次《商业银行法》按“分业经营”的思路设计我国银行体系是极为明智和正确的。

(责任校对:乔炳亚)

# 对人民币汇率合理水平范围的探讨

丁 明(93级硕士生)

一国对外贸易不论出口还是进口均涉及贸易商品价格外币与本币兑换问题,外贸部门均按汇率水平将外币折成本币,收益与成本相比较的结果就是以本币表示的盈亏额。出口部门将出口商品国际市场价格乘上本国汇率水平折成本币,该本币额与国内收购成本相匹配即知出口部门盈亏。进口部门将购买的国外商品外币价格乘上本币汇率水平即得进口部门的进口成本。进口部门在国内市场上销售进口商品获得的销售额与进口成本相匹配即知进口部门的盈亏。

需要说明的是,进出口部门的盈亏是从宏观角度着眼,并不涉及某一个具体单位、具体部门。本文先分别论述进口部门和出口部门在什么情况下才能盈利,什么情况下是亏损的。这里有四种不同情形。然后论述进口部门和出口部门盈亏相抵问题,着重论述进出口部门满足什么条件才能使盈亏相抵后不亏损,即国家财政补贴\*最小以致力于完全取消。这种条件有六个。接着,对第一步中的四种情形分别加以讨论,论述每一种情形中是否包含第二步六个条件中的某一个或某几个条件。对包含有上述条件的情形加以说明。最后,举例说明如何根据上述条件对现实情况进行分析,做出相应的对策。

本文重在说明目前人民币汇率是不能任意制定的。在购买力平价理论不能准确适用于人民币与外币之间兑换情况下,人民币汇率调整需要有一个参考标准。该标准围绕出口平均换汇成本、进口商品国内外比价即进口一美元商品国内平均销售价格、汇率水平展开。该标准目的在于通过使人民币汇率处于一个较适当的水平保证外贸部门的自我良性循环,减轻国家财政负担,避免人民币汇率的波动。

论述之前,有几个假定条件:

第一,整个进出口收入都由国家统一掌握,国家的信息是完全的。它能根据不同部门的盈亏情况适时地予以平衡和补贴。在我国外贸未完全自主的现实情况下该假定有一定的合理性。

第二,利益最大化是贸易部门经营的原则。

第三,这里先假定几个变量作为下文叙述的数学基础:

假设E为人民币对美元汇率,采用直接标价法;X、M分别为以美元计价的出口总额和进口总额;C为出口平均换汇成本,以人民币计值;P为进口1美元商品国内平均销售价格,亦即进口商品国内外比价,以

人民币表示。

## 一、进出口盈亏四种情形

$$\text{出口盈亏额} = (E - C) X \dots\dots\dots (1)$$

$$\text{进口盈亏额} = (P - E) M \dots\dots\dots (2)$$

$$\begin{aligned} \text{进出口盈亏总额 } Y &= (1) \text{式} + (2) \text{式} \\ &= (E - C) X + (P - E) M \\ &= E(X - M) - CX + PM \dots\dots\dots (3) \end{aligned}$$

情形1:

(1)式、(2)式皆小于零,即:  $P < E < C$ , 进出口部门皆亏损;

情形2:

(1)式 $<0$ , (2)式 $>0$ ,即进口盈利,出口亏损,  $E < C, E < P$ ;

情形3:

(1)式 $>0$ , (2)式 $<0$ ,即:进口亏损,出口盈利,  $C < E, P < E$ ;

情形4:

(1)式、(2)式皆大于零,即:进出口部门皆盈利,  $P > E > C$ 。

所以,进出口部门盈亏不外乎上述四种情形。在这四种情况中,其条件是不同的,始终围绕E、C、P三个变量之间的关系而定。本文要论述的是这四种情况中使进出口部门不亏损需满足的条件,而要使进出口部门不亏损,需使(3)式不小于零。即满足下列不等式:

$$E(X - M) \geq CX - PM \dots\dots\dots (4)$$

(4)式涉及到5个变量 E、X、M、C、P。这里将5个变量按其属性分为三类: E; X、M; C、P。

(  $C > P$ 和 $C < P$  )。下面先按照C、P之间的关系分为两大类讨论;在这两大类条件下,再按照X、M之间的关系分三种情况 ( $X = M; X > M; X < M$ )。在讨论中,暂且假定E为已知常量是不变的。我们知道,C和P反映的分别是出口商品和进口商品的属性,二者相等的情况是很偶然的,不相等才是必然的。下面的讨论围绕不等式(4)式展开:

## 二、进出口不亏损(国家财政补贴为零)的数学条件

1.  $C > P$



(i) 若进出口平衡, 即 $X=M$ , (4) 式永不成立。因为左边 $=0$ , 右边 $>0$

(ii) 若 $X>M$ , 出口大于进口, (4) 式要成立需满足下列条件:

$$X > M \dots\dots\dots (5)$$

$$E \geq (CX - PM) / (X - M) > C > P \dots\dots\dots (6)$$

(iii) 若 $X<M$ , 出口小于进口, (4) 式成立要求 (4) 式右端小于零, 即:

$$CX - PM < 0$$

$$X < PM / C$$

$$\therefore C > P$$

$$\therefore X < PM / C < M$$

$\therefore X < M$  还要分两种情况讨论:

a.)  $PM / C \leq X < M$ , (4) 式右端大于零, 左端小于零, (4) 式永不成立。

b.)  $X < PM / C$

(4) 式要成立, 需满足下列条件:

$$X < PM / C \dots\dots\dots (7)$$

$$E \leq (CX - PM) / (X - M) < P < C \dots\dots\dots (8)$$

由 $C>P$ 前提条件论证可知, 出口平均换汇成本大于进口商品平均销售价格之时, 要使进出口贸易不亏损, 要分别满足条件(5) + (6) 或者条件(7) + (8)。

### 2. $C < P$

(i) 若 $X=M$ , (4) 式左边 $=0$ , 右边 $<0$ , (4) 式永远成立 $\dots\dots\dots (9)$

(ii) 若 $X>M$ , 还要分两种情况讨论:

a.)  $M < X \leq PM / C$  (4) 式永远成立 $\dots\dots\dots (10)$

b.)  $X > PM / C$  时,  $\dots\dots\dots (11)$

(4) 式要成立需满足

$$E \geq (CX - PM) / (X - M) \dots\dots\dots (12)$$

$$\text{此时, } (CX - PM) / (X - M) < C < P \dots\dots\dots (13)$$

(iii) 若 $X < M$ ,  $\dots\dots\dots (14)$

(4) 式要成立需满足下列条件:

$$E \leq (CX - PM) / (X - M) \dots\dots\dots (15)$$

$$\text{此时, } (CX - PM) / (X - M) > P > C \dots\dots\dots (16)$$

由 $C < P$ 条件推理得出, 要使(4)式成立, 需满足条件(9)或条件(10)或条件(11) + (12)或条件(14) + (15)。

区分  $C > P$  和  $C < P$  意义是什么呢? 我国出口商品平均换汇成本由于通货膨胀和出口的盲目竞争而居高不下, 并有迅猛上涨的趋势。国家的进口大部分是国计民生所不可缺少的机械设备、化工原料, 大多具有我国国内不能生产、国内需求旺盛、国外供给弹性很强的特点。进口商品基本上仍受国家统一控制, 其伸缩

性是有限度的。这些进口产品价格不能大幅度上升, 否则会导致输入型通货膨胀。进口商品价格水平基本维持在较低水平上。所以,  $C$ 和 $P$ 的关系是不断变化的。二者不同的关系对进出口部门的盈亏就会产生不同的影响。

### 三·结合80--90年代人民币汇率水平的调整,就四种情形分别论述(4)式对E、C、P的要求,论述一下人民币汇率的重要作用。

先看第一种情况。在 $P < E < C$ 时, 进出口部门都是亏损的, 当然整个对外贸易的亏损等于进出口两大部门各自亏损之和。在进出口皆亏损条件下, 如果没有国家财政的大量补贴, 进出口贸易必然要萎缩。如果要扩大进出口量, 亏损额必然要增加。即: 对外贸易量越增长, 进出口亏损额越大。这种靠人为方式维持的对外贸易是不能持久的。即使是国家贴补, 时间长了, 国家也不堪重负。所以, 第一种情况是不足取的。

再看第二种情况。以进口盈利补贴出口亏损。这里还有一个盈利能否完全补贴出口亏损问题。只有盈利大于亏损, 整个进出口贸易才有盈余。在 $C > P$ 条件下, 只有条件(7) + (8)才最符合条件。此时国际收支经常帐户存在着贸易逆差, 人民币汇率水平大大高估。 $E$ 高估程度越大, 进口盈利越高, 出口亏损越大, 整个贸易帐户趋于恶化。用不了多久外汇资源就会枯竭, 进口不能长时间予以维持。

在 $C < P$ 的条件下,  $X=M$ ,  $X>M$ ,  $X<M$ 均可使国家补贴为零, 但是对 $E$ 的要求不同。正如条件(9)所示, 进出口平衡,  $E$ 可以为小于 $C$ 的任意值; 较小顺差如条件(10)所示,

$E$ 可以为小于 $C$ 的任意值, 但较大顺差如条件(11)所示则要求 $E$ 在某一水平之上, 但也要求小于 $C$ , 如条件(12)、(13)所示。条件(15)、(16)所示的逆差情况对 $E$ 要求同条件(9), 只是逆差情况限制了 $P$ 的上限。

第二种情形无论是 $C > P$ 还是 $C < P$ , 对 $E$ 都限制了上限, 即 $C$ 、 $P$ 中的最小值。 $E$ 本身是不能任意下浮的, 从实际情况来看, 属于高估水平。高估对进口有利, 于出口无利是显而易见的。第二种情形不足取。我国的进口大部分是难以压缩的。为了经济增长, 引进先进技术和设备进口是必要的, 也是有益的。进口目的正是为了扩大出口, 多创外汇。在国内外金融市场联系不紧密、金

融资产流动性很差情况下,只有用扩大的出口才能换回扩大的进口,实现资源的合理配置。这也是实行“出口导向”战略的目的所在。

在统一的国际市场价格条件下,发展中国家只能低估本国货币,才能维持本国出口商品的国际竞争能力。不然其出口商品根本无法打入国际市场。目前我国实行单一汇率制,在国内外价格体系脱节情况下,汇率水平只能照顾到贸易或非贸易一个部门。在我国外汇收支中,贸易收支占85%左右。汇率水平应照顾到贸易外汇这一大头。贸易外汇又要重点发展出口,所以第三种情况更适合于目前我国国情。实践也正是如此。总的来看,我国出口商品构成的改善,提高了出口商品价格弹性,使得马歇尔—勒纳条件的适用范围得以扩展。这也意味着汇率杠杆作用范围的扩大。所以从上面讨论自然过渡到第三种情形。

第三种情况要求通过汇率贬值扩大出口。在 $C > P$ 条件下只有条件(5)+(6)符合要求。(5)式表明顺差状态,(6)式要求 $E$ 不仅要大于 $C$ ,还要大于某一个较大的下限,即 $E$ 要求有一个较大的下调。

在 $C < P$ 条件下,条件较宽裕。(9)式表明收支平衡条件下 $E$ 可以为大于 $P$ 任意值。(理论上 $E$ 可为任意值,但不能无限大, $E$ 的水平受各种经济政治现实的制约。它可以为大于 $P$ 的某一个区间内任意值。)条件(10)表示较小顺差下, $E$ 为大于 $P$ 某一数值;(11)式表示较大顺差下, $E$ 为大于 $P$ 的某一数值,只是(13)式限定了 $C$ 的下限。(14)式表示逆差时 $E$ 为大于 $P$ 某一值,但限定 $E$ 的上限值,如条件(15)所示。

尽管第三种情况更接近我国现实,但这种状况也存在着不少弊端:出口商品价格多种多样,不同出口商品换汇成本也是不同的,但汇率水平只有一个,低估汇率水平对换汇成本低的商品而言是利上加利,对换汇成本高的商品则起不了多大调节作用。这实际上鼓励了换汇成本低的初级产品以及简单再加工产品出口,对于机械设备等成本高的产品出口促进作用不大。

最后我们看第四种情况。第四种情况要求 $C < E < P$ 。只有 $C < P$ 才能包含该条件,而 $C > P$ 则不存在。在 $C < P$ 三种情况中,(9)式表示进出口平衡时 $E$ 在 $[C, P]$ 区间内,(3)式 $Y = (P - C)X$ ,情形2、3、4都是一样的,只是 $E$ 要求的范围不同。进出口盈利总额只取决于 $P, C, X$ 的大小,和 $E$ 大小无关,即:在条件(9)下,进出口盈利总额和 $P, X$ 成正比,而和 $C$ 成反比。条件(ii)中的(10)、(11)表示顺差情况下进出口盈利情况。

(3)式 $Y = E(X - M) - CX + PM$ ;对 $Y$ 求一阶导数 $Y' = X - M > 0$ , $Y$ 是 $E$ 的增函数,即:在 $C < E < P$ 区间内,

$E$ 越大, $Y$ 也越大,所以, $E$ 可以适当贬值,增大 $Y$ 值。条件(iii)是比较严格的,因为(16)式规定了 $P$ 的上限, $E$ 可调的范围小,并且是贸易逆差。

第四种情形上进出口部门都是盈利的,这和经济现实有冲突,但并不矛盾,因为这是我国外贸改革的方向。随着我国改革开放的进行,市场经济运行机制的建立,各种经济变量更能反映我国的经济现实。只有这样,对外贸易才能有动力,进出口贸易本身才能靠自身的动力维持生存,而不是象以前那样靠国家财政补贴扶持。在这种情况下,汇率杠杆充分发挥着对进出口贸易的调节作用。它也符合上述我们关于外贸企业追求利润的假定。联系上文,比较一下“ $C > P$ ”和“ $C < P$ ”两种情况,能够看出:前者进出口不亏损要满足的条件只有两个,而后者则有4种之多,并且后者的前提条件远较前者宽松。详述如下:

(1) 在进出口平衡条件下,“ $C < P$ ”能使进出口盈利,而“ $C > P$ ”是不可能的;

(2) 在贸易顺差条件下,“ $C < P$ ”只要满足(10)+(11)或(12)+(13)中一个即能使进出口盈利,而“ $C > P$ ”只有一个条件(5)+(6),并且要求汇率大幅度贬值;

(3) 在贸易逆差情况下,“ $C < P$ ”不要求汇率大幅度升值;而“ $C > P$ ”则不然,汇率只有大大高估,才能使进口有利,并以进口的大量盈余补贴出口巨额亏损。

上文已经说过,对外贸易的重点在于出口,适当地进口,以出口带动进口,这样才能使国际收支帐户出现一个良性循环。从这点来看,“ $C > P$ ”条件更不能满足国家财政补贴最小,进出口自盈亏的改革要求。

上面我们论述的是事后问题,对于未来的预期有什么作用呢?目前国内价格体系进一步放开,假设 $C$ 不变,“ $C < P$ ”情况是易达到的。如果 $C$ 稳定,“ $C < P$ ”也会得以保持。但目前 $C$ 节节上涨,81年为2.31元,82年为2.66元,86年则为4.70元。为了保证“ $C < P$ ”成立, $P$ 也必须上升,这无疑会加剧国内通货膨胀的压力。

通货膨胀又会使 $C$ 上升,导致恶性循环。所以排除流通领域之中不正常因素对 $C$ 的干扰,延缓 $C$ 上升的幅度至关重要。目前几次人民币汇率调整也是基于 $C$ 上的大幅度提高,而国家为了保证外贸出口盈利而大幅度贬值人民币汇率的原因。

通过对上述四种情形的分析,第一、二是不可取的,第三种情形反映了目前我国现实。最理想的是第四种情形的第二种情况。它能导致外贸的良性循环。从“出口导向”为主,结合“进口替代型”出发,每



# 中国股市为什么缺乏长期投资者

雷晓阳(94级硕士生)

中国股市运行中的一个明显特点就是由政策变动因素引发暴涨暴跌行情：如1994年7月底三大政策出台导致一轮暴涨行情，到10月初为抑制过度投机倾向，将T+0改为T+1，又引发一轮暴跌行情；1995年5月18日中国证监会宣布暂停国债期货交易，股市狂涨三日，但当5月22日证券委会议决定发行新股后，市场又陷入暴跌之中。比较两轮政策行情，总体波幅是趋于和缓的，这主要是由于今年五月份管理层出手较快，不待股指再上台阶即出台抑升措施。但以交易日衡量的平均振幅却是进一步放大，行情时间大为缩短，被投资者戏称为“浓缩型”行情，显示出投资者对股市政策的稳定性和连续性缺乏信心，短期行为更为严重。

不论什么起因，股市能够暴涨，至少说明一个问题：股市外围资金充裕，而不是匮乏。的确，与2万多亿元的居民储蓄比起来，只有几百亿可流通股份的沪、深股市规模明显偏小，当大量资金涌入股市时难免不导致暴涨行情。但令人不解的是，既然有这么多的资金在四处游荡，股市下跌时却会跌起来没“底”，如果去年八月份没有三大救市政策出台，那么说中国股市会面临崩盘的危险一点也不是危言耸听，即使今天的股市也同样依赖“政策底”的支撑。中国股市为什么留不住资金，或者说中国股市为什么缺乏长期投资呢？我认为有以下几个原因。

一、机构投资者的错位。我们曾一度呼吁大力发展机构投资者，也发展了一批，现在股市已基本上成为各类机构角逐的场所，中小散户只能跟风。原以为股市的过度波动是由于中小散户太多，追涨杀跌，盲目性太大造成的，故引进大量的机构投资者，但当机构入市后，股市未见平稳，波动反而更为剧烈，暴涨暴跌情况更为

严重。究其原因，在于我们引进的机构投资者有问题。股票市场作为资本市场，其资金供应者必须有长期资金，且不要求短期回报，而是以取得上市公司长期发展带来的收益为目的。这类机构主要应该是养老基金、保险公司、家庭和储蓄贷款协会等，而我们引进的机构投资者则多为证券公司、信托投资公司等非银行金融机构，它们本身自有资金并不充裕，很大部分靠拆借，成本高、期限短，让它们进行长期投资是根本不可能的。这些机构在股市中，也只会借助各种消息、传闻，发掘各种题材、概念，造成股价振荡以高抛低吸，获取资本利得。从发达国家的成熟股市看，退休养老基金、人寿保险公司、投资基金等机构持有上市股份中的较大份额（见附表），股市的长期平稳发展才得以保障。

二、我国股市本身的缺陷。由于历史的原因，我国股市存在大量低成本的尚未上市流通的国有股、法人股，现在又多了国有股、法人股配股部分向个人转配的股份，这些因素成为股市上的一柄悬剑，令投资者对长期投资缺乏信心。从长远看，国有股、法人股肯定会上市流通，与个人股接轨，同时A股与B股接轨。但在解决办法未明了之前，投资者对于作长线投资没有把握。

我国股市的另一缺陷是上市公司股本结构不大规范，一些上市公司的可流通股份很少，只有一、二千万股，这类公司股票价格很容易被操纵，尽管公司业绩可能很差，但股价却涨得很高，这样会使按公司业绩作长线投资的理性投资者觉得机会成本太高，因而转向投机中小盘庄家股，搏取买卖差价。深交所上市公司业绩平均优于上交所上市公司，但深市平均股价却比沪市低一截，而且愈来愈多的投资者转向沪市，原因就在于深市投机性不足，庄家实力不强。

年国家贸易帐户保持适度顺差是必要的。这就要求对外贸易部门尤其是出口部门做到70—80%企业盈利，取消国家财政补贴。通过估计本年度通货膨胀率、信贷发行量、国内出口物资的供给弹性，在上年C的基础上预测今年C的水平，联系国内进口物资物价水平P，估计今年外贸增长幅度，基本上要求保持贸易顺差，根据以上估计数据，将汇率水平进行适度调整，以保证整个对外贸易顺利进行。

总之，在人民币汇率不能自由兑换情况下，参考出口平均换汇成本和进口商品国内外比价，从保证对外贸易良性发展出发，可以制定人民币汇率的参考范围。并随着C和P以及国内外经济变量的变化适度调整汇率水平对于整个外贸收支无疑是非常有利的。

\*：这里的财政补贴除了国家直接补贴手段外，还包括退税等间接手段。

三、投资者面临的投資选择不利于股市。我国利率水平较高，投资者主要的投資对象之一国库券利率更是偏高，国库券作为没有偿付风险的金边债券，其收益率比同期银行储蓄存款利率高明显不合理，这不仅给国家财政还本付息造成沉重压力，更重要的是国库券的高收益率抬高了整个市场的资金价格，贷款人会说：国库券的收益率都有14%，还有保值贴补，那么有倒帐风险的企业借款的收益率怎么说也不能低于20个百分点。目前一些地方资金拆借利率高达20%，有人认为这是我国货币市场的真实利率，这恐怕不大妥当。因为目前我国南方一些地方房地产公司存在大量积压，其之所以不计成本地借入资金，是为了应付国家宏观调控所造成的困难局面，等待以后资金松动实现房地产项目的厚利。而对大部分的工业企业来说，资产收益率的平均水平也就在百分之十几，20%的利率是难以承受的。有人说我国目前通货膨胀率在20%以上，因此现在是负利率，但这些

人忽略了一点，我国目前物价上涨的结构性特征十分明显，1994年全社会零售商品价格上涨率为21.7%，其中食品价格上涨就占了13个百分点，贡献率达60%。在这种情况下，如果把利率定为20%，那么只有大家都去囤积粮食，此外还有什么更高的收益？根据马克思的剩余价值理论，借贷资本的收益是从产业资本中分得的一部分，如果借贷资本的利率定得太高，大家就都会倾向于借款给别人，而不干实业。如果出现这种情况，社会上就会充斥大量游资，到处寻找获取暴利的机会。我国目前是否存在这一问题？

由于总体利率水平偏高，再加上国库券收益与风险的严重不对称，因而估算股票价值的折现率偏高，股票价值就被低估，投资者认为股票不具备长期投资价值，这就是中国股市缺乏长期投资者的主要原因。

(责任校对：雷晓阳)

附表 各时期美国各类机构投资者持有 NYSE 中股票的比例(%)

机构种类	1949	1955	1960	1965	1970	1975
保险公司						
人寿保险公司	9.9	6.5	5.6	5.2	6.7	9.7
其他	15.3	12.5	10.5	8.3	7.0	5.0
投资公司						
开放式基金	12.6	18.8	21.6	23.8	22.2	15.6
封闭式基金	14.4	13.7	7.3	4.6	2.3	2.4
非保险的退休基金						
公司形态与其他机构	4.5	10.1	25.0	29.4	34.6	36.5
州、市政府机关		0.3	0.5	1.1	5.5	10.1
非营利机构基金	22.5	20.5	14.0	13.4	9.7	9.8
教育捐赠基金	9.9	6.8	5.1	4.8	3.8	3.2
其他	9.0	7.4	7.7	6.3	5.1	3.9
一般信托基金		2.7	2.4	2.6	2.3	2.7
互助储蓄银行	1.8	0.6	0.3	0.4	0.8	1.0
合计	100	100	100	100	100	100

资料来源：根据 1981 NYSE Fact Book, P50 计算得出。



# 论我国金融市场的架构、运作与监控

杨郁青(94级硕士生)

金融市场是资金匮乏者获得流动性或长期资金以及盈余者获得投资收益的地方,它用市场取向的结构与操作(Market-oriented Structure & Operations)构造了储蓄转化为投资的通道,同时也提供了货币的融资性再创造功能。前者直接连通了储蓄和投资,后者对经济系统中的货币供应量存量进行结构上的调整,改变它的流向、流量和流速从而为经济系统的正常运作提供更多的流动性很强的支付手段和信用手段。显然地,前者指的是资本市场,后者指的是货币市场。而我国的外汇市场不仅在国内提供了本币与外币、外币与外币之间的转换,而且与国际金融市场连通起来。研究金融市场的架构能使各个亚市场(Sub-market)的功能及其关系、连接通道及其互动清晰地再现出来,为政府对其进行宏观监控提供理论上的依据。

外汇市场以外币为主要交易标的,参与者以被中央银行授权合法经营外汇业务的商业银行为主,其他的参与者以进出口公司以及有国外投资往来关系者居多。目前,在我国已局部开放居民个人的外汇交易业务,但相关法规尚未出台,具体的业务操作仍待规范。

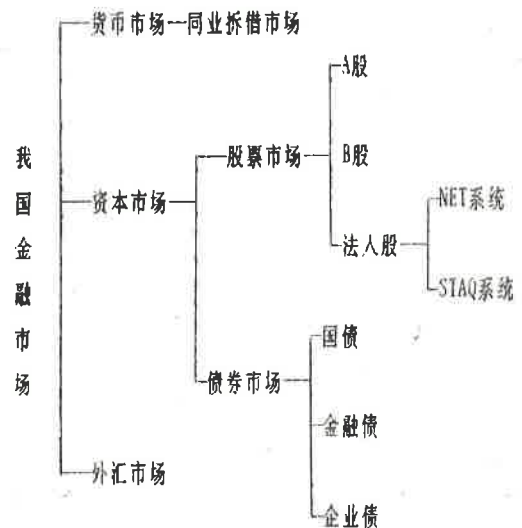
就金融衍生工具(Financial Derivative Instruments)来讲,由于我国的金融市场发育尚处于初级阶段,这方面的工具基本上等于零。唯一的处于试验阶段的金融衍生工具——国债期货的市场由于其投机性过强、市场系统风险过大而被关闭。当然,这与管理层面稳妥、慎重地发展金融市场的战略思路有关。综上所述,我国金融市场架构如下图所示:

## 一、我国金融市场的架构与工具

我国金融市场的架构可粗分为货币市场、资本市场与外汇市场,而在金融市场流通的标——即资金交易双方权利义务指向的对象——即是金融工具。

从货币市场来看,我国目前的货币市场仅由同业拆借市场(Inter-bank Call-Loan Market)组成,票据市场尚未形成。同业拆借市场的交易标的即为人民币资金,这个市场的参与者主要包括银行、信托投资公司、证券公司等。我国目前尚未形成票据市场,从西方发达国家的票据市场看,票据市场的交易标的为国库券、商业票据、银行承兑汇票以及可转让定期存单等。它的发行市场的主要参与者是企业、证券公司和银行,而次级市场则涵盖着金融机构、一般法人与个人。我国票据市场发育缓慢与我国商业信用极不发达、企业及公众尚未接受此种融资工具有关。目前,《票据法》的通过可能会为我国票据市场的形成与发展提供一个新的契机。

资本市场包括股票市场与债券市场,交易标的以股票和债券为主,参与的机构包括证券公司、信托投资公司和银行(依照刚颁行的《商业银行法》,银行只准进入债券市场)等。当然,就投资者而言,则无所不包,任何机构与个人均可能持有股票与债券。



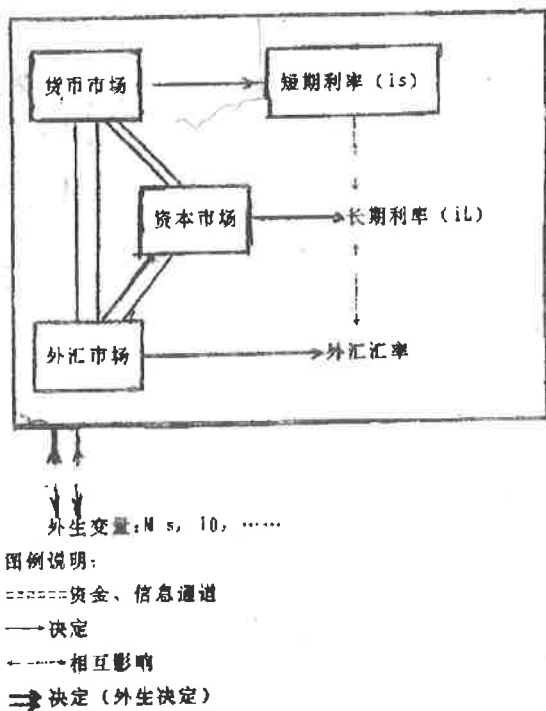
图一 我国金融市场的架构

可见,我国的金融市场架构尚称完整,但金融工具的种类仍有很大的发展空间。金融市场在政府“金融深化、稳妥发展”的方针指导下,经过演变和创新,将变得更加活跃,产品也更多样化,从而能够为实质经济的发展提供成本更低、效率更高的金融支持。

## 二、我国金融市场各个亚市场之间的通道及其互动(见图二)

金融市场是由三个亚市场构成的,每个亚市场对实质经济提供不同的功能。货币市场主要解决经济体系中的流动性调整配置问题,主要针对现有的短期资金存量M1。它所决定的是流动性的价格即短期利率(is)。在我国,这个功能是由资金拆借市场完成的,而在国外则由同业拆借市场与票据市场共同完成的。与此相对应,资本市场的功能在于连接储蓄与长期投资的通道,它所决定的是长期资金的价格(iL)。这种价格通常可由债券价格或股票价格的波动间接地表现出来。外汇市场的功能是显然的,它决定外汇汇率。

图二 金融市场亚市场之间的关系



三个市场之间相互联系,表现为资金、信息上的连通与工具之间的可转换。资金从货币市场撤出来进入资本市场或外汇市场(或反过来)是自由的,从而表现为每个市场的金融工具之间逻辑上和实证上的相关。这种通道的顺畅程度取决于金融场所提供的服务效率,它同样受转换成本(Cost of Transition)——如手续费、印花税等的影响。

我们完全可以从金融市场各种价格之间的关系来演绎各个亚市场之间的通道及其互动。短期利率is下

跌将引致资金从货币市场转入资本市场,从而引起资本市场证券价格上涨;同时可能会有部分资金进入外汇市场谋求较高回报造成本币价格下降。上述过程通常是由于套利的动机引致的。这种亚市场之间的联系使整个金融市场连成一体。就其整体而言, is、iL和汇率是内生变量,而Ms则是外生变量(当然,它在各个亚市场之间的配置格局则是内生的),这样,就存在中央银行等货币当局监控金融市场的可行性,因为中央银行可以通过各种工具调控Ms的总量与结构从而影响和控制金融市场。

## 三、我国金融市场的监控

我国金融市场的监控权属于中央银行和证监会,目前的分工较为明确,即中央银行对金融机构进行监管、对债券的发行进行审批,而证监会则对股票的发行与交易、债券的交易进行监管。同时,我国的金融市场对中央银行而言还是进行资金吞吐、实现货币政策目标的场所。鉴于金融市场对实质经济体系的渗透性支持功能,它的稳定和高效运作对宏观经济举足轻重,再加上它是中央银行和证券监管当局实现政策目标的地方,所以有对其进行监控的必要。监控的内容与方法应如何设计呢?

我们认为:政府监控当局可以从金融市场的结构、工具,亚市场之间的连接管道、互动及金融机构等方面构造一个监控体系。具体分述如下:

1· 从金融市场的结构上看,政府完全可以对整个金融市场进行制度设计,即根据整个经济成长的需要有计划、分阶段地开放各种金融市场。这对我国这样的发展中国家更为重要。目前看来,货币市场的发展较为谨慎即与此有关。

2· 从金融工具上看,各种金融工具有其不同的操作方法,不同的风险特性,其对金融体系乃至整个经济体系所起的作用亦有差别。这样,政府监控当局有必要根据金融市场发展的进程对金融工具及金融衍生产品进行监控。金融期货在我国尚没有发育的土壤,因此停掉国债期货交易是必要的。

3· 对各个亚市场之间的连接通道进行监控。显然,对资金在各个市场之间流动的状况及各种金融工具价格的变动进行实时跟踪,不仅有助于中央银行及证监会进行政策选择,也有助于他们进行倾向性干预和控制,这对降低整个金融市场的系统风险是有帮助的。

4· 对金融机构实行严格的市场准入、市场分工和定位及监管,不仅使其各司其职从而能够满足经济体系内部各层面对不同品种的金融服务的需求,同时有利于降低风险和政府部门对其进行有效的监控。事实上,分业经营与分业管理一直是金融市场监管当局的政策思路,今年的金融立法也确立了这样的制度选择。

(责任校对:杨郁青)



1992年12月28日,上交所首开我国国债期货交易,在股市相对低迷的反衬下,国债期市显得炙手可热。1995年初,新的发行政策出台,国债期市的角逐日趋白热化。但在国债期市繁荣的背后,也暴露出一些问题。继去年9月“314”强行平仓之后,今年2月23日“327”又造事端,虽然上交所及时采取了补救措施,新的《国债期货管理暂行办法》亦匆匆出台,但并未从根本上解决市场建设中的基本问题,以致5月11日“319”违规再起,国债期市重新陷入混乱。在此背景下,5月17日,证监会发出紧急通知,作出了暂停国债期货试点的决定。

此规定一出台,在债市、股市引起轩然大波,这意味着,火爆了九个月的期债,一时曲终人散。在处理高亏损户债务的同时,也留下了许多值得深思的问题。

### 一、国债期市缘何停止?

国债期货试点,不可否认,对健全我国国债市场体系,向投资者普及国债知识,促进国债一级市场的顺利发行都起了良好的媒介作用,但如果发展国债期市的动机仅限于此,就未免显得“舍本逐末”了。

事实上,某种商品是否需要开展期货交易,最基本的标准在于其是否具有规避风险和价格发现功能。我国期市违规迭起,投机猖獗,某种意义上讲就是缺少这种“灵魂”。

目前,我国国债发行利率是采用比照银行储蓄利率的作法,有很大确定性,二级市场利率又尚未市场化,结果造成国债价格机制僵硬少变,投资者没有必要在期货市场进行套期保值。虽然93年财政部对部分券种实行保值贴补,但有关物价指数的计算、保值贴补率的波幅等政策信息透明度不高,以这种保值贴补率作为国债价格变化的基础,不仅不能回避价格波动的风险,反倒使风险大大增加了。

再看价格发现机制,发达的期货市场是以公开、透明的结价方式进行交易,成交价格能通过电讯媒体及时传送到场外各地,从而成为现货买卖的标准。但是要保

证现货和期货价格在交割期趋同,必须通过两市场间实券流通来熨平价差。我国的国债期货市场缺乏足够现货基础,协议平仓规则不能保证实券交割,而现金交割和混合交收方式亦扭曲了现货、期货的对应关系,不利于交割期两价格的趋同,很大程度上抑制了价格发现功能的发挥。

可见,难以发挥规避风险和价格发现的功能,是国债期市发展的根本障碍;而导致国债期市暂停的直接原因,还是大量盲目的、过度的投机风潮:

首先,期货交易采取保证金制度,这种期货交易的杠杆原理,客观上造就了投机的环境,如果投资者买卖盘超过其资金实力过大,很可能造成不按时履约交割的危险。

其次,现货市场规模过小,为期货市过分投机提供了土壤。我国现有国债余额3400亿元,而真正入市交易的只占少部分,又被分割成多个市场和品种,这同一季度全国28000亿元成交量相比,显得甚为单薄。在此情形下,如果实行单一品种交收,极易形成“多逼空”现象,而实行混合交收,又会带来“空逼多”的弊端。

第三,期市参与者素质不高,加重了期市的投机性。金融期货业务是一种高级市场行为,对其参与者要求比较严格。在西方,国债

期市的参与者主要是一些基金机构,而我国缺乏各类基金,市场几乎全为倾力投机的机构和个人大户所占据,并且使用的多是国有资金,因此,短线行为严重,在缺乏现券基础的情况下,极易出现信用危机。

此外,缺乏国债统一托管和统一结算系统,交易系统不完备,监控系统不健全,以及交易场所片面追求盈利动机都是导致国债交易过度投机的重要原因。虽然2月23日《国债期货交易管理暂行办法》的颁布,严格了交易条件,但总的来说,它对交易量、交易头寸以及波幅都缺少完善的制衡机制,结算保证和交收制度还不完善,信息披露也无法做到及时公开,所以并没有真正发挥“治本”的作用。

# 国债期货暂停后的思考

阎宇红(94级硕士生)



由于国债期市的两大功能无法正常发挥,与我国开设期市的初衷相悖,而一系列违规事件层出不穷,又严重影响了我国经济金融秩序的稳定。由此看来,暂停国债期货交易试点,的确是“情理之中”的事情。但是,暂停不等于永不开设,而是一个等待条件成熟的过程。

## 二、我国发展国债期货尚需哪些条件

证监会发出的“紧急通知”中指出:“我国尚不具备开展国债期货交易的基本条件”。那么中国发展国债期货还需要哪些条件呢?笔者认为,应考虑以下几点:

条件之一——现货市场的完善。

现货市场的完善,直接关系着期货市场套期保值功能的发挥。为促进国债期市的健康发展,国债发行应做好以下工作:

首先,应扩大国债发行规模,以缓解相对于期货交易现货数量不足的矛盾。

其次,国债发行应有利于二级市场上的流通,即在发行时间上,不应过于集中,以免对国债期市造成阶段性冲击,并防止“单边市”出现;在发行期限上,应趋于多样化,以助于交易市场的利率诱导,并有利于标准化合约的设计。

再者,国债的发行应采取招标承销的方式。我国目前发行方式是以代销为主,亏损和盈利由国家承担,故代销机构缺乏风险意识,保值需求自然不足,如果采取招标承销方式,则一级市场的承销商将会成为期市的“主力军”。

最后,国债回购业务也应得到健全与发展,为期货交易远期定价提供依据。离开回购市场,投资者无法从外界融通资金,在国债期市上的投资热情就会受到影响,所以大力发展回购市场,是不容忽视的重大举措。

另外,还应建立全国国债托管中心,以提高国债市

场的运作效率。

条件之二——利率市场化,资金流动化。

国债期货交易对象是国债利率,市场利率不断波动产生了国债期货套期保值的需要。而中国国债发行利率的设计是比照储蓄利率的做法,在银行利率未充分反映社会资金供求的前提下,国债利率也不可能市场化,再加上保值贴补率受制于政策因素,使开展国债期货交易的必要性降低,这是国债期市发展最严重的障碍。

可见,要健全期货市场,利率市场化势在必行,而利率市场化又必然以资金的自由流动为基础,只有实现了资金的自由流动,投机行为才可能为“市场均衡机制”所抑制。因此,当前我国应大力发展货币市场,将货币市场中的贴现、再贴现、再贷款利率等逐步放开,并通过市场操作来调控搞活资金市场,从而为期货的健康发展提供必要的基础。

条件之三——交易场所规范化

交易场所是证券交易的实际组织者。我国的期货交易所多由地方或部门开设,出于地方利益的考虑,很多交易所都将“赚钱”放到经营目标的首位,不同交易所之间展开恶性竞争;透支保证金、信用开仓、不设风险平仓制度,无限制开仓,甚至提供“内幕消息”恶性造市,结果导致一系列违规事件的发生。从惨痛的教训中我们应当认识到,克服交易的盈利性动机,规范其行为并加强监管是期货交易正常运行的重要保证。

目前,我国应把期货交易所办成真正的会员制,通过赎买办法,使交易所原有股东包括地方政府全部退出,将权力移交会员大会,让会员大会成为真正的决策机构。这种会员制应是非盈利性的。

同时,应成立隶属于交易所的结算所,交易所应设立足够的风险基金,以应付市场参与者的信用风险;应严格执行依市标价逐日结算的保证金体系;持仓合约的最高限额、每日限价都要有明确的规定;除此之外,交易所对市场参与者的资信应严格审查,把好“入市关”。

除以上条件以外,在法制建设方面,应尽快制定统一规范的期货交易有关法规;应建立全国性的期货行业自律组织,加强对期货业的监管;还应严格对期货从业人员素质的培训,提高其技术水平和法律意识,等等。

然而,由于我国特殊的经济体制背景,银行体制改革又刚刚起步,再加上通货膨胀和财政赤字的压力,发展这些条件还须经过长期的努力。而国债期货又是一种高风险行业,其风险控制机制的好坏直接影响着整个社会金融经济的运行秩序。因此,国债期货不应在条件不成熟的情况下匆匆恢复交易。“欲速则不达”,这是值得我们深思的。

(责任校对: 阎宇红)



# 谈发展中国家支付系统的现代化改造

杨林(94级硕士生)

支付系统在一国经济运行中发挥着重要作用,其建设与改造越来越受到大多数发展中国家的重视。近一、二十年来,很多发展中国家的经济开始起飞并进入迅速增长的阶段,但落后的支付系统限制了其经济的进一步增长,成为经济发展中的“瓶颈”。另外,很多国家的货币当局也逐渐认识到,支付系统并不仅仅是为经济体系中货币的流通提供技术性的服务;支付系统是否健全与发达,对一国货币政策的有效实施将产生重要影响。因此,许多发展中国家已把本国支付系统的现代化改造置于金融改革与经济建设的优先地位。下面从发展中国家的角度,谈谈有关支付系统现代化改造的几个问题。

## 一、支付系统的效率

支付是伴随商品、劳务的交换而产生的。支付系统效率的高低直接影响到社会商品和劳务流通的速度,从而也影响到整个国民经济的扩张进程。倘若某一商品卖方需花十天的时间来等待买方所开支票清算完毕,那么他就必须保持有十天的流动资金。而如果该支票只需一天即可完成清算,那么流动资金则可减至十分之一,从而降低了成本。一国金融机构的经营效率在很大程度上决定了该国支付系统的效率;而支付系统效率的提高,反过来对整个金融体系以及整个国民经济的效率产生巨大的推动作用和深远影响。

一个高效的支付系统应具有以下特征:

### 1· 迅速而便利

支票清算所需时间愈短,意味着支付系统的效率愈高。电子化支付与清算显然比纸钞及其他纸制票据的支付与清算具有更高效率。

### 2· 低成本

这里所说的成本是指整个经济的支付成本。例如,对某一支付者而言,以现金支付所花成本很少甚至为零;但从整个经济的角度,现金印制、发行及销毁的成本很高,并且每一笔现金的交易都要带来相应的运输、保险费用。所以,一个高度依赖现金的支付系统不可能具有很高的效率。

### 3· 可靠性

在一个高效的支付系统中,所支付的款项必须总能

正确无误地抵达收款人,并且是最终性的支付。倘若纸钞经常出现伪造现象,支票总是被退回,货币划拨时常被取消,这样的支付系统一定是低效率的。

## 4· 适应性和创新性

一个高效的支付系统必须能对金融环境、技术条件的变化及时作出反应。回顾大多数发达国家支付系统的发展过程,我们可以发现,在最初阶段,纸钞是作为最主要的支付手段;后来,出现了某些工具,如支票、汇票、汇划转帐支付(Giro payments)以及其他一些纸制支付媒介;再后来,随着科技的发展,特别是电子技术在金融领域的广泛应用,电子化的支付越来越普及,如电子汇划转帐(electronic-based Giros)、ATM卡、销售即时电子资金划拨(electronic fund transfers at the point of sale, 简称EFT/POS)以及金融机构之间国内和跨国的电子转帐等等。适应经济、科技的发展并不断创新,是一个支付系统保持高效运行的重要条件。

从以上四个特征来判断,大多数发展中国家的支付系统都是缺乏效率的。跨国的资金划拨,通过国际清算网络只需几分钟即可完成,而到某个发展中国家内部后可能要另外花上两个星期才能最终到达受益人。一张汇票或支票也许会用上一个月的时间在一国不同地区之间完成清算。很多发展中国家金融领域的电子化程度不高,以现金及纸制票据为基础支付占绝大比重,从而造成了支付系统的高成本和低效率。由于伪钞的经常出现以及对于支票和其他支付工具的使用缺乏统一管理,支付的可靠性也常常难以保证。

为改变以上状况,发展中国家的支付系统现代化改造势在必行。这包括两方面内容,一是将现代化科技应用于支付系统,二是制定和执行相关的规章制度。

但也有人认为发展中国家没有必要花费大量资金来改造支付系统,理由是这些国家一般资金短缺,而劳动力成本相对低廉,传统的劳动密集型的支付和清算方式从成本角度来说更有效,因而更适合发展中国家的具体情况。

这种看法在某种意义上不无道理,但同时我们应意识到,各国金融体系之间的联系日趋紧密,新技术,特

别是电子支付方式正广泛地被运用于国际间经济交往,发展中国家国内支付系统的发展若不能跟上这一进程,它们将处于非常不利的境地。以信用卡为例,绝大多数国际旅游者都使用信用卡进行支付,倘若发展中国家没有投资建设一个信用卡电子鉴别系统,它就极易遭到信用卡诈骗从而蒙受损失;若该国不接受信用卡,在避免可能的风险和损失的同时,它也丧失了从外国旅游者赚取外汇收入的机会。对发展中国家而言,这是一种巨大的隐性成本。另外,支付系统的电子化改造将会产生规模经济,单位交易成本将随交易量的增加而下降。这些都是发展中国家在进行支付系统现代化改造时所应考到虑到的。

## 二、支付系统风险的控制

支付系统的风险包括:系统风险(systematic risk)、信用风险(credit risk)、流动性风险(liquidity risk)、诈骗风险(fraud risk)等。这些风险对于金融体系的稳定将产生极大的消极作用。对其进行控制大致可以从以下三方面入手:

### 1· 限制支付系统的参与者

只有那些具有良好财务状况、能够达到某些技术和操作要求的金融机构,才能被允许参与某项支付安排。这一点对于发展中国家尤为重要。发展中国家的金融机构在规模、管理质量上往往差别很大,并且业务范围界限不清,非常复杂。严格规定系统准入条件,将会有效地降低支付系统的风险。

### 2· 建立适宜的清算安排

这主要是针对系统风险,即,金融机构A未能按约支付B,造成B无法支付C,从而引起一连串的违约,最终导致整个金融体系的混乱甚至危机。对于支付系统而言,最基本、最重要的风险并非某一金融机构经营中的风险或系统某一特定部分运行中的风险,而是整个系统制度性的风险,即系统风险。系统风险的状况会随该支付系统所采用的清算安排不同而不同。在净额清算(net settlement)安排下,金融机构于每一营业日末根据一天之内发生所有收付互相抵销之后的净额进行清算,这时所面临的系统风险很大。而在实时全额清算(real-time gross settlement)安排下,由于每一笔支付都在发生之时全额清算,系统风险即可被消除。不少发达国家的支付系统正由净额清算向实时全额清算过渡,某些发展中国家也在创造条件,准备在将来合适的时机采用实时全额清算安排。该安排若能得以实现,将对支付系统的安全运行起到巨大促进作用。当然,它的实施也需要某些条件来配合(下面将谈到)。

### 3· 提供支付系统所需的流动性

在支付与清算过程中,流动性非常关键,支付系统中的问题和混乱很多就是由于流动性不足而导致的。一个健全高效的支付系统必须能够保证有足够的流动性来源,无论从市场本身还是从中央银行。是否有充足流动性,在很大程度上影响到实时全额清算安排能否成功地实施。在实时全额清算安排下,由于每一笔支付必须随时清算,金融机构对流动性的要求将会提高。有时金融机构会发现自己清算帐户上的余额不足以完成某一笔清算,这时中央银行若不对其提供日透支便利,并且金融机构若无其他渠道获得所需流动性,那么该笔清算就无法完成。所以,一个支付系统若要顺利运行并降低风险,必须对流动性的提供做出合理安排。

## 三、中央银行在支付系统中的作用

中央银行在支付系统中所起作用大致有两类,一是作为支付系统的监管者,二是作为支付服务的提供者。

### 1· 中央银行作为支付系统的监管者

相比发达国家而言,发展中国家中央银行对支付系统的监管显得更为必要。由于发展中国家金融机构的情况(包括规模、管理质量、财务实力、业务范围等)较复杂,若没有中央银行的积极指导和参与,它们很难就清算安排、会员标准及其他一些问题达成一致意见。

市场的不完善、消费者保护手段的不足、金融规章的欠缺,这些是发展中国家通常面临的问题。对此,中央银行还需在与支付系统相关的其他领域发挥积极作用。例如,在《消费者保护法》尚未颁布的情况下,中央银行应制定某些规章制度,规范参与支付系统的金融机构的行为,以保护消费者的基本权益。

### 2· 中央银行作为支付服务的提供者

这是一个引起长期争论的问题。从理论上讲,作为支付系统监管者的中央银行,不应同时作为支付服务的提供者,正如球赛中的裁判不能同时作为球员。然而,如前文所提到的,由于金融机构情况的复杂及市场的不完善,私人金融机构在提供某项支付服务、或改进某项既有的支付服务方面可能会缺乏动力,特别是在这种提供或改进需要相当数额投资的情况下。金融机构之间有关财务费用的分担及其他权利和义务的谈判可能是费时费力且难以成功的。在这种情况下,中央银行有必要作为支付服务的提供者参与进来。当某一项支付服务(特别是那些每笔金额较小、而交易量较大的支付)已发育得比较成熟时,中央银行就可退出这一服务,因为该项服务此时由私人金融机构提供更为合适。

(责任校对:杨林)



# 九五年度硕士毕业论文综述

汪列平(94级硕士生)

到今年3月,中国人民银行研究生部九五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来自货币银行学、国际金融、保险学、金融史四个专业,共59人,全部顺利通过答辩。此次提交的59篇论文多紧密结合当前我国金融体制改革现状,视角新颖,见解独到,有相当的参考价值,得到了答辩委员们的肯定和赞赏。

论文的容量在2.5~7万字之间,平均为4~5万字。结构安排通常是从基本理论逐步展开,最后提出有关的政策建议。从总体来看,92级硕士论文具有以下几个特点:

## 1· 选题广泛,内容丰富,关注热点问题。

此次提交的59篇论文涉及金融领域各个方面。大量论文集中在金融改革的热点问题,包括中央银行货币政策和公开市场业务、金融监管、商业银行的经营管理和银行体制改革、证券市场、兼并收购、外汇体制改革等;此外,相当一部分论文有着自己独特的视角,如农村信用社、黄金市场、票据结算等,并取得了一定的研究成果。

## 2· 注重理论联系实际

理论与实际相结合是研究生部的一贯特点,也是我部的优势所在,绝大部分毕业论文都是从基本理论出发,结合我国金融体制改革的现状,抓住其中的热点和关键问题,并提出了有针对性的政策建议,其中一些具有相当的现实意义和可操作性。许多同学到金融机构参加实际工作,积累直接经验,使自己的论文更加贴近现实。从行文的结构来看,改革方案的设计和有关的政策建议一般是全文的重心,体现了理论为实际服务这一原则。

## 3· 注重结合中国国情借鉴国外的先进经验。

我国金融制度的发展、完善以及金融产品的创新有必要学习、借鉴国外的先进经验,以指导我国的实践。问题的关键在于如何紧密结合中国国情,避免生搬硬套。此次提交的大部分论文在这方面作了很大努力,以

相当的篇幅论述了国外的相关金融体制、操作经验以及法律法规,并就如何结合我国国情,“大胆拿来”进行了探索。

下面,根据论文主题分类介绍九五届硕士毕业论文的课题分布以及所取得的主要研究成果。

### 1· 货币政策和公开市场业务

涉及此领域的共有6篇论文,分别从不同的角度研究中国经济的宏观调控向间接调控转化过程中货币政策工具的选择、配合;公开市场业务的实现,货币政策传导机制的塑造等问题。其中金哲、芮颖两位同学参加中国人民银行总行关于公开市场问题的研究小组,他们以上、下篇的形式合作完成了公开市场业务操作的研究,提出了公开市场操作的基本条件:市场利率自由化,债券发行市场化和市场机构化,指出近期的政策选择应以培育短期国债市场为重点,同时强调了完善支付系统对公开市场业务的重要意义。

### 2· 金融监管

共有8篇论文在这方面进行了专题研究,它们在选题范围上互相涵盖,又有不同的侧重点,内容包括对在华外资金融机构,母国对海外分支机构和离岸金融业务的监管,商业银行的风险监管,市场经济条件下监管体系的完善等方面。其他论文对金融监管问题也有所涉及,但不作为研究重点,角度也有所不同。总体而言,金融监管作为金融体制向市场化演进过程中的一个重要课题,正越来越受到理论界的重视,但是这方面的研究仍处于起步阶段,选题还有待细化,研究深度有待加强,并注意与中国的金融实践相结合。

### 3· 商业银行经营管理与银行体制改革

涉及这个领域的论文共有7篇,其中有2篇专论银行资

产负债管理,其它的几篇涉及国有专业银行的商业化改革,股份制改造,风险管理等;有的以交通银行为例,全面论述其现状和改革;有的从金融史的角度分析商业银行的特点,经营管理等。这个专题毕业论文的特点是较务实,贴近中国银行业的实际情况,论述也比较全面,系统。

#### 4· 证券市场

共有13篇论文从不同的侧面研究了证券市场的有关课题,具体内容各有特色,但主要可概括为两个研究重点:一是中国如何利用国际证券市场筹集发展资金;二是国外金融产品的借鉴意义及其在中国的实践。选题的内容相当广泛,包括信息披露问题,香港股市的地位和前景,证券市场的国际化,股权投资综论,海外基金,海外募股,股票指数期货,一级市场,国债市场的有关问题等等。中国刚刚起步的证券市场需要借鉴国外的经验走向成熟,九五届学长就中外结合问题作了很多研究。值得一提的是汪下烟同学的论文:《资本市场:特性、结构及价格影响》在收集大量资料和数据的基础上,建立仿真模型模拟股市的运作,通过创造理想的环境对影响价格的因素进行了研究,在方法上很有新意,同时也得出了一些相当有参考价值的结论。

#### 5· 兼并收购

共有5篇论文从不同的角度对此进行了专题研究。兼并收购在西方是投资银行的重要业务,随着企业改革的深入,产权交易成为理论界关注的重点,兼并收购是产权交易的一种重要形式。4篇论文分别从法律、财务、会计、税收等方面研究了兼并收购问题,指出了它对国有企业资本重组的重要意义,在方法上采用了案例研究,有一定新意。

#### 6· 保险

共有4篇论文涉及此领域,针对当前保险行业的热点和难点,研究了保险投资,保险监管等课题,其中张慧元同学的论文对我国机动车辆第三者责任法定保险问题进行了深入细致的研究,参考分析了国内外大量法律条文,提出具体的政策建议,有较强的现实指导意义。

#### 7· 其他



除了以上专题外,还有17篇论文分别涉及信托(2篇),外汇体制改革(2篇),票据业务(2篇),农村信用社,黄金市场,存款保险,信用交易,通货膨胀,房地产抵押贷款,利率改革,货币基金组织的调整规划与发展中国家等内容。其中崔春同学的《国际黄金市场及开放黄金市场的思考》论述了黄金非货币化的趋势,提出开放我国黄金市场的政策建议,在选题上很有特色。金莘同学研究了我国农村信用社的信贷风险管理问题,在收集有关农村信用社大量调查资料的基础上,建立信贷风险计量的分析模型,定量分析归纳出农村贷款风险较高的主要原因,在选题和方法上都反映出作者踏实严谨的研究态度。

综观九五年度硕士毕业论文的选题和研究方法,也存在一些不足之处,首先是不少论文选题偏大,涵盖太广因而面面俱到,缺乏足够的理论深度,因此要提倡“小题目做大文章”。其次,实证研究较少,规范研究偏多。任何经济现象总有它存在的合理性,表面上的不合理性必然背后有存在的理由,探索挖掘这些理由是经济学研究的重要任务。针对一个经济现象,收集有关资料,解释其存在的原因,往往能够以小见大,这也是实证研究的魅力所在。第三,论文在资料的来源,参考文献的注释等方面仍不够严谨。不少论文只是在篇末列明有关的参考资料,没有对照篇中引用的有关数据、观点详细注明出处。引文的规范化是今后要特别加以注意的一个问题。

(责任校对:杨郁青)



# 九五年度 博士毕业 论文简介

张海(九四级硕士生)

## 1· 张晓慧 《转轨中的中国金融宏观调控》

论文的主题,是研究我国金融宏观调控机制在经济由计划取向逐渐向市场取向过渡这一特定时期内的转变问题。作者从系统论的观点出发,全面论述了社会经济条件自经济体制改革以来对货币金融政策进行调控的效果,分析了非金融部门中的各经济主体对中国金融宏观调控的影响,讨论了金融机构和金融工具的发展对金融宏观调控的影响,以及中央银行面临的来自居民、政府、企业和国外的挑战。论文对研究社会主义市场经济的宏观调控具有理论意义和现实意义。

## 2· 钱小安 《金融期货的理论与实践》

论文结合实证分析和规范分析,定性分析和定量分析,研究了西方金融期货的市场理论、期货定价问题,同时对我国金融期货市场存在的问题作了揭示,提出要加强交易所内部管理、行业自律和国家监管三个层次的管理,并指出在我国搞货币期货的条件尚未成熟,此文对我国金融期货市场的发展有借鉴意义。

## 3· 王君 《当代西方货币经济学理论与对策》

论文对80年代初以来西方货币经济学理论与政策的最新发展作了全面、系统的评价。从抽象理论入手,进行实证问题考察,运用博弈论、公共选择理论以及时间不连贯的货币政策模型,研究了货币当局以及货币政策的可信度问题。分析了货币政策规则与相机抉择的关系。同时考察了货币政策的传导机制,并提出在我国实行自由银行制度和商品本位制度等建议,对我国货币当局如何结合我国国情进行金融管理具有启发和借鉴作用。

## 4· 吴军 《紧缩与扩张——论财政政策和货币政策的最佳结合》

论文就我国的宏观经济政策问题提出了自己的见解,即“以扩张的财政政策支持经济的适度增长,以紧缩的货币政策维持物价的基本稳定”,但作者特意说明财政政策的扩张是针对我国经济转轨阶段难以压缩财政支出的现实的扩张。论文通过运用数理分析模型以及国际比较等现代经济分析方法论证了自己的观点,定量分析和定性分析相结合,有较强的说服力。

## 5· 叶翔 《金融创新与金融发展》

论文系统研究了金融创新对金融发展的影响,提出了金融创新的理论框架。论文分析了金融创新对金融体系效率、结构效率、分配效率和操作效率的影响,金融体系稳定性的决定因素,金融创新对货币供求和货币政策的影响。论文还对金融创新进行了微观分析,提出我国金融业发展的主要特点表现为金融机构行为的市场性与中央银行货币政策的计划性、直接性并行增强的现象,认为这一过程增加了金融创新的难度。论文对中国的金融改革有现实参考意义。

## 6· 刘亚 《国际金融风险论》

论文系统研究了国际金融风险的起源、本质及其管理办法。在研究国际金融风险起源时,考察了汇率变动和国际利率的理论与实践;在研究国际风险本原时,探讨了它的本质属性和存在形态;在研究国际金融风险管理时,说明了它的性质、内容、方法及其应用,提出了国际金融风险管理对中国的启迪和借鉴意义。论文见解独到,体系完整,对我国的金融风险监管有参考借鉴意义。

(责任校对:杨林)

# 资本市场：

## 特性、结构及价格影响（摘要）

汪下烟(92级硕士生)

论文写作的出发点是资本市场的作用问题。作为企业投融资的外部环境,从规范的角度讲,理想的资本市场应能从价格上反映出企业和经济的状况。但现实中的资本市场并未做到这一点。价格的过大、过快波动和价格偏离,影响了资本市场积极意义的发挥。本文的特点在于使用系统研究的方法探讨资本市场的特点,分析侧重于市场的内部结构,从结构中分解出价格成因和价格影响。在对不同市场制度可能造成的价格影响的研究中,笔者采用全新的方法—仿真研究(也称计算机系统模拟),这种研究法对于制度变更这一类所谓游戏规则变化的影响非常适合,并能提供数据上的支持。将仿真方法用于研究资本市场问题,是经济研究手段的拓展和丰富。

文章先后分析了资本市场与企业的关系、市场的作用和作用渠道、资本市场的特性、市场中价格的形成机制,并重点对市场结构或称构造产生的价格影响逐一研讨。之后笔者运用仿真的方法对前面的分析进行验证和进一步的定量说明。下面是由研究分析和仿真结果得出的结论与思考。

### 一、市场流动性、价格波动与市场融资规模的扩大

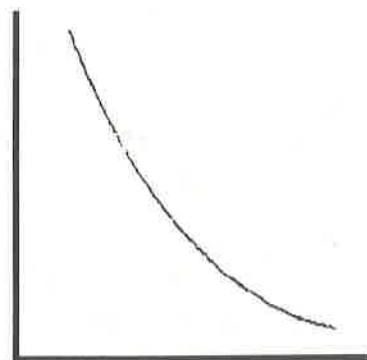
市场中证券的流动性受市场结构的制约,尤其取决于交易规则。比如交易时间和次数的限制、交易费用的高低和交易的执行速度等。这类结构因素同时也对价格变动产生影响。从上面的仿真研究我们看出,市场中交易的频度和市场价格的稳定性呈一种反向变动的关系。例如分盘集合竞价的交易方式就比连续交易方式日内波动小。另外由于当日结算带来的交易频繁度的增加也

同样导致了价格波动的增加。市场的流动性与价格稳定性间存在某种程度的替代关系。

一般认为,市场流动性是扩大市场融资规模的必要条件。但流动性的扩大同时带来了价格的波动增大,以致于弱化了企业效绩与证券市价间的联系,导致了市场弊端。似乎存在一种选择,是扩大资本市场规模还是保持其合理价格?

我们先分析一下流动性的作用。投资者对流动性的需要来自三个方面:①选择投资对象的要求。在企业业绩不如意时可以采取“用脚投票”的方式将所持证券变现;②应急支付的要求。这是指投资者在紧急情况下希望其资产能够变现以用作临时支付;③投机的要求。投资者出于投机动机,总希望其资产保持最大的流动性,这样可以随时把资金投向可能获利的领域以求得投机利润。显然,第①

流  
动  
性



市场中资金的专注度



②种流动性需求并不需要太高的交易频度,每日一次到几次交易已能满足要求,而投机主要靠在市价变动中取得价差收益,故要求很高的流动性。

将市场现实的流动性和投资者对流动性的要求联系起来,我们容易看出市场的资金构成。在低流动性下,市场中吸纳的是长期投资者的资金,相对专注;随着流动性的增加,一批不那么专注的资金加入进来;流动性再增加,带有投机色彩的资金就会入场;而进一步提高流动性,吸纳的则完全是游资。这样看来,通过不断提高市场流动性从而扩大的资金来源往往是短期资金,相当部分是市场中的游资。流动性和资金专注性的这种关系可以通过上图大略地表示。虽然可以靠市场高流动性吸纳大量的游资并使其用于长期投资,但代价是导致了市场的动荡,进而反过来影响了以后的资金来源。这实际上是一种资金来源和资金运用在期限上的不匹配。尽管由于资本市场制度的限制,资本市场不会造成类似银行经营中资产负债不对称时易产生的支付困难,但易招致市场融资连续性的破坏。在市场低迷的时候游资不但不会进入市场,连一些较为长期的投资者也不会投入资金,维持证券的发行就非常困难。

由上面的分析我们可以看出,流动性的提高短期内可以吸引大量的资金,但长期来看却未必。这是因为:

①流动性的增大是不连续的,市场结构的变动往往产生市场跃变,造成市场融资规模的突然放大。可是由于市场波动过大,一旦出现市场低迷,市场难以扩大甚至可能收缩(如80年代出现的大量回购)。如果在较长的时段上考查,增加流动性的增容作用远不及起初想象的那样大。②流动性增加导致的市场不稳定性排斥了一部分谨慎投资者的投资可能,甚至还会动摇长期投资者的投资信心。③市场扩容最根本的基础在于国民收入的增长和储蓄的增长。当公众的投资偏好稳定后,增加流动性的做法也不能长久地排挤投资者和储蓄者其它方面的资金运用。

由此可见,维护市场的平稳性意义重大。第一,市场的平稳可以使资本证券的真实价格更好地得以体现,即价格信号更多地反映企业的经营情况;第二,市场的平稳使得融资规模长期平稳地扩大,利于经济的稳定性。

## 二、市场行为的分散性与市场稳定性

本文的系统分析和仿真研究证实,交易行为的分散性对价格的稳定性起到重要作用。实际上,无论是价格走势判断上的一致性还是交易者采取的交易策略的一致性都导致较大的价格波动。按照分析方法,在市场结构中加入限制交易决策一致性的措施和规则有利于市场的平稳。这给我们下面的启示:

① 在市场发育初期,致力于扩大市场容量、增加市场品种和扩充投资者队伍的努力显然符合稳定市场的要求。这实际上是使投资对象和投资主体多元化,利于形成竞争性的交易市场。这对合理的发行价格也有指导意义。

② 在市场发展时期,投资手段和投资技术的多样化对稳定市场有积极意义。市场中既有直接的证券投资者又有通过投资基金进行投资的间接投资者,这些投资者采取各自的投资技术在市场中操作从而形成相对分散的决策机制。

③ 多种多样的投资理论也支持了决策分散。在培育市场的过程中,特别需要注重投资者独立判断和决策能力的培养。当市场中的跟风行为不那么普遍时,价格的波动就会明显减小。

④ 当市场规模达到一定水平,出现大量机构投资者时,应作专门的巨额交易安排,以避免巨额交易过分影响市场价格,有助于减少交易中短期的一致性,起到稳定市场的作用。

⑤ 在条件成熟时实行作市商制度,这样可以随时保持交易中买与卖、买卖价格、数量的平衡,从而减少交易行为的一致性,利于市场稳定。

(责任校对:王立武)



# 政府与金融市场

——访谢平、林义相博士

**编者按：**不久前国债期货市场的暂停、随后股票市场的涨落引发了人们不少深层次的思考。在中国，无论对资本市场还是金融衍生市场，政府都是推动、建设者，故这几次波澜也都或多或少、或早或晚、或现象或本质地与政府行为有关，究竟如何看待政府行为，为此我们分别走访了中国人民银行政策研究室副主任谢平博士及不久前刚从法国归来的林义相博士。两位学者从不同角度论述了政府在金融市场发展中的作用及我国金融市场发展的条件。在此，我们以“政府与金融市场”为总题，刊登采访内容，以飨读者，希望能引起读者关于此问题的进一步的思考。

## 附：两位学者简介

**谢平：**中国人民大学经济学博士，现任中国人民银行政策研究室副主任。著有《当代资本主义通货膨胀研究》、《人民币走向可兑换》、《中国的金融深化与金融改革》等书及“中国金融资产结构分析”等几十篇论文。他与吴晓灵合著的“转向市场经济过程中的中国货币政策”荣获1994年度孙冶方经济科学论文奖。

**林义相：**1983年毕业于北京大学经济系，1989年获法国巴黎大学经济学博士，曾在法国储蓄信托银行从事5年的证券投资、资产管理的工作。著有《当代法国经济理论》、《非瓦尔拉斯均衡理论》、《金融资产管理》等书（分别在香港、台湾和大陆出版），在国内外学术刊物上发表过数十篇论文。

○记者 △林义相 □谢平



林义相博士访谈录（95年6月12日）：

## 1· 政府行为与市场运行

○最近几次金融事件引发了人们对政府角色的进一步思考，有人对政府的干预行为提出非议。您对此有何看法？  
△这需要做具体分析。既不能由于政府的权威地位而盲目相信其干预的合理性，也不能仅因为是政府行为就推定其不合理。至于人们对政府行为的评论，那更要具体分析——由于金融市场直接体现人们的经济利益，人们在评论时会不会受其利益影响呢？

金融市场，尤其证券市场，是市场经济中竞争相对完备的市场。因此应当尽可能避免政府干预，让供求规律在最大限度内起作用。但由于供求规律的局限性，政府干预或调节仍然是必要的。我们可以从中西方比较的角度来讨论这个问题。

西方金融市场的产生和发展源自其经济的内在需要，有人因此否认西方政府在其中的干预。在我看来，首先，我国金融市场的产生也是出自经济中的内在要求，这点与西方是一样的。其次，要从计划经济中解救出被压抑的金融活动，只有政府才能采取切实有效的措施。再次，从市场运行看，没有一个西方国家对其金融市场是采取完全自由放任的政策，这可以从各国严密的金融证券监管体系以及87年股灾后各国的应急措施中找到证据。西方各国金融市场的发展大多有几百年的历史，其间走过不少弯路，付



出了高昂的代价,我们是否有必要也象以前的西方那样,任市场自发起作用,而对于一些市场参与者利用种种手段损害投资者的正当利益的行为不闻不问呢?我认为没有必要。借鉴成熟市场的经验教训,对市场加以规范,正是后起金融市场的一大优势。

可以这么说,政府的行为是保证市场规范运作、健康发展的一个前提。对市场的监管,尤其是政府监管是否有效将关系到我国金融市场的生死存亡。事实上,问题的关键不在于要不要政府监管,而在于怎么管、如何管好。由于我国证券市场的微观参与者有其独特的责任权利关系,监管活动也应体现相应的特点。但是绝不能以强调中国特色为借口,连起码的市场规则也不遵守。

## 2· 关于政府利益与政府在市场中的行为

○ 政府在推动市场发展以及对市场运行的监管活动中是否体现其自身利益?比如股份制改革试点?在调节与监管活动中,有没有以自身利益为重的不合理行为?您对政府救市政策是怎么看的?

△ 任何经济活动都涉及到一部分人的经济利益,任何人参与经济活动都有其自身的利益考虑。证券市场的活动不例外,政府参与这种活动也不例外。政府在股份制试点和股票市场上的利益不仅在于改造国有企业的经营机制和筹集资金,同时也为资源的优化配置和高效使用提供场所。此外还有助于人们金融意识和市场意识的加强,不管政府是否意识到这一点。这对金融市场的发展可以说是不可缺少的。

政府不仅是国有企业的所有者,政府首先是社会管理者。金融市场的运作涉及各方的经济利益,难免会牵涉政治、社会因素,政府因此会不可避免地将其在这方面的利益也体现在对市场的管理中,西方也是如此。

我不赞成把政府行为一概称为救市措施。政府的大多数行为应该是一种对市场的调节和监管。我相信这种行为都是出于有利于市场正常运行和发展的愿望。但由于对证券市场的调节是项专业性和技术性很强的活动,加之我国证券市场尚处于摸索阶段,有时候出现市场反应与政策制订者预期背道而驰的危险是存在的。并且证券市场的有关政策涉及各方的切身利益,不可能每项政策都能获得众口称赞。从市场运行看,由于心理因素和主观随意性的影响,也不可能对每项政策进行事先模拟和试验。可以这么说,市场有其自身的规律,不应过多受外界干扰。我们不能把政府措施一概称为救市措施,政府也不应动辄就以救市者的

姿态出现。只有在极端的情况下,政府才可以采取关系到市场存亡的重大举措。否则,政府很容易被“套牢”而不得解脱。

## 3· 金融创新、金融风险和政府行为

○ 金融创新,尤其是衍生工具的创新隐含巨大的市场风险。我国政府对金融创新采取了十分谨慎的态度。请问您是如何看待我国的金融创新的?

△ 一方面,只有创新才有进步,创新是市场发展的必然要求。我国开放证券市场是一种创新,开发新的金融产品也是。创新总是与风险联系在一起的,其中既有政治的风险,也有技术的风险。

另一方面,恕我直言,我国市场上的有些所谓的金融创新,在西方金融市场上早已是十分普通的事情,充其量只能算是引入一种新的金融工具。例如,基本的期货、期权合同,在现代证券市场上已有二十年的历史了,可以说是普通的金融产品。专业人员对其风险特征已经非常熟悉,对其标的金融产品的要求也应是十分清楚的。将基本特征(如收益率)不明确并且不稳定、现货市场狭小而容易被操纵的金融产品作为衍生产品的标的物,如果不是一种技术性失误的话,便难免有其他目的。

○ 最近,报纸上出现不少介绍指数期货与可转换债券的文章,有作理论铺垫的迹象。您是否认为这体现了某些利益集团的新的要求?

△ 应该说,这些文章都起到了普及有关金融产品知识、培养金融意识的作用。但也不排除有些文章由于这样那样的原因,在事实上误导读者。至于是否体现了某些利益集团的要求,这并不重要。重要的是这些金融产品本身是否合理,是否符合安全、公平运作的要求。

○ 您认为一个安全健康的衍生产品市场应具备哪些条件?

△ 条件是多方面的。有些是金融方面的,有些是制度方面的,也有些是政府政策方面的,还有些是社会意识方面的。

○ 请您具体谈谈。

△ 金融方面,首先要有高质量的标的金融产品,即这些产品的设计是合理的,基本特征的规定是明确和稳定的,其流通市场有相当的广度和深度,不易被操纵;其次,要有发达的现货市场,标的金融产品的现货市场必须是安全的、公平的,必须在规范化的要求下运作,接受有效的监管,无法通过操纵现货市场来获取相应衍生市场上的暴利;再次,要有成熟的投

资者队伍,能对金融产品有正确的判断,自觉抵制劣质产品。同时熟悉相应的各项计算和操作,不会因为操作失误给自己和市场带来麻烦。

除了上述条件外,还要有其他方面的条件,例如:社会上要有市场经济的自愿、公开、竞争和信用等“市场意识”;市场参与者对其决策要负与其权利相对应的责任,在财务上要有硬约束;人们参与市场是出于投资或投机,而不是“狂赌”一把;政府在制订政策时要考虑到衍生产品市场上可能出现的剧烈反应等。

○ 那么,您认为目前我国是否已具备这些条件?

△ 谨慎点的话,我宁愿说尚不具备。对衍生产品的态度,也应谨慎为好。

#### 4· 关于证券市场监督管理

○ 目前,我国证券市场处于多头监管的局面,政出多门干扰了市场正常运行,您对此有何看法?

△ 证券市场的活动很大程度上是数学计算的结果,具有很强的逻辑性和一致性要求,如果给予市场的信息是紊乱的,这一市场的参与者将无所适从。多头监管和政出多门会影响政策的逻辑一致性,可能会干扰市场正常运行。

现实中政出多门的现象已暴露出很多问题。但在批评的同时,应理解其产生的原因。我国的证券市场是从高度集中的计划体制下脱胎而来的。作为典型的市场经济代表的证券市场与其计划经济母体之间的冲突是不可避免的。这在我国股份制试点与新股发行上市等方面表现得尤为突出。这是制度上的原因。此外,从历史角度看,证券市场是在多个部门的配合与各自努力的基础上产生和发展起来的。各部门都有自己的贡献,同时也都有各自的“天地”。至于其间的权利与利益之争,我相信在世界各国都是存在的,不足为怪。

需要指出的是,这种现象对证券市场的规范化是极其不利的。不保证市场的逻辑一致性,不建立一个统一的市场监管体系,断送已有市场成果的危险不是不存在。

#### 5· 关于投资、投机与“游资”

○ 虽然政府明确限制一些机构及其资金从事证券交易,但有看法认为现在市场上兴风作浪、疯狂投机的恰恰有很大一部分是从这些机构游离出来的“游资”,不知您对此有何评论?

△ 所谓“游资”是指没有相对稳定的对象、用于投机的资金,通常指游荡于国际间的“热钱”。投机性和游荡性是游资的两大特点。在评论游资之前,有必要先就投机和资金的频繁调动作一区分:有人认为,证

券市场上短线投机、长线投资。我认为不准确。投资与投机的最主要区别不在于资金运用期限的长短,而在于资金运用决策的依据不同。依据金融产品的市场价格与其价值之间的比较而作出的资金运用是种投资行为,即使在一夜之间改变资金投向,也不能被认为是投机当市场价格大幅波动时,价格与价值间的比较结果在很短时间内会发生变化,由此引起的频繁调动的资金不能被一概称为“游资”。

夸大游资的数额和作用将把一部分投资资金排除在市场这外,这对市场的危害是显然的。我国股票市场上不是资金太多,而是太少了。市场的发展需要源源不断的资金支持。

不能否认,股票市场上有部分人利用国家的资金“赌博”,赌赢了自己捞一把,赌输了亏的是国家,由此还滋生出许多腐败和不公正现象。在目前,采取一些硬性限制措施可能是难以避免的,但这是“堵”的办法,而不是“疏”的办法。有一部分资金不规范运作可能就是被“堵”给逼出来的。我认为应当从资金的源头抓起,规范资金的运用,强化资金运用决策者的责任,使得可以用于投资的资金都有合法的途径服务于经济建设。



谢平博士访谈录(95年6月13日)

○ 今年5月,火爆了9个月的国债期货试点被取消,引起了社会各界的观注,您能否就我国发展金融期货问题,谈一下您个人的看法?

□ 金融期货包括外汇期货、利率期货、国债期货、股票指数期货以及由此派生的其他金融衍生产品,我认为,在我国目前情况下,商品期货可以搞,金融期货的发展则不具备条件。这主要表现在以下方面:

首先,某种金融期货交易的前提是该金融产品的现货交易必须在竞争市场上有完全由市场决定的均衡价格存在,而我国很多金融现货市场是非竞争市场,也不存在市



场均衡价格,在此基础上派生出来的金融衍生产品交易很可能发生扭曲,其交易可能会很不规范。例如,我国目前利率是非市场化的,根本不可能产生任何与利率相关的金融衍生产品的交易。国债就是其中的一种,一方面,我国国债的价格、收益率本身是由国家计划决定,它和目前真正的市场利率还没有衔接;另一方面,我国目前国债是浮动保值的,所以我国国债发行时没有找到发行的均衡价格,中途又加进保值因素,这些都决定了我国国债不宜成为金融期货的标的物。

我国发展金融期货不具备的第二个条件,在于整个信息系统透明度比较低,尤其是政策信息的透明度不高,它对任何金融期货交易都会产生很大的影响,政策信息使交易规则经常变化。在我国国债期货试点过程中,就存在这样的问题,谁先获得未公开的信息,谁就可以在在市场上获利,这种情况屡屡发生,说明我国的信息还没有市场化,同期期货市场不配套。

我们不具备的第三个条件,也是现在还很难定论的一个问题,就是公有制情况下,能否找到真正的交易主体的内在利益制约,来使其交易行为符合市场原则,来使他们的市场行为符合效用最大化,这一点还有待进一步论证。事实上任何国债期货交易都不可能以计划价格作为基础,而自由价格、市场价格的形成要求交易主体存在内在制约。较典型的例子是期货交易过程中,公有制单位参与交易,对亏损风险的承受力比想象的要大得多,对亏损抱无所谓态度,交易行为亦过于扭曲。这一问题目前比较突出,而且也是很难解决的。

另外,我国有关的监管部门,包括金融、证券、信息、工商等监管部门还没有实现对金融期货交易的有效监控,在这方面还缺少法律基础。在监控体制不健全条件下,过早引入金融期货交易会造成混乱。

由于以上条件我国尚不具备,所以目前开展国债期货是不大合适的。

○ 您能否就第三个条件着重分析一下您的观点?

□ 其实这涉及到一个制度性风险的问题,就是说,一个经济制度原来处于一种均衡状态,引进期货交易后,对原来处于均衡状态的制度会同时带来风险和收益,如果收益大于风险,说明这一引入对制度是有效的,是一种帕累托改进。反之,若风险大于收益,则是负效应。现在看来,金融期货对我国整个经济体制运转带来的风险和收益虽很难衡量,但很可能是风险大于收益。

比如国债期货试行过程中,大量金融机构参与交易,亏了不少,说明我国金融机构现有的内部管理体制,还不能适应金融期货所带来的风险,特别是我国的银行

体系。同时,如果金融期货和金融衍生产品发展得太快,会对股票市场的均衡发展产生很不利的影响。另外,目前的企业体制也不适应金融期货的过度发展,现在国有企业还处于改制改革初级阶段,如果让这些企业进入金融期货市场,他们就不会下功夫搞好企业经营本身,而是热衷于投机获利,很容易造成产业空心化,影响改革的均衡过程。这段时间我们还发现银行帐上同业往来数字巨额增加,实际上这部分钱并没有落到企业帐上,而是进入了投机领域变成投机游资,在目前整个社会资金都很紧张的情况下,正常的生产经营肯定会受影响。

至于金融期货的收益,本应是给企业法人提供一种套期保值的作用,但现在这个作用基本上看不到,相反却给金融机构和企业法人日常经营带来巨大风险。而且我认为,金融期货对资源有效配置是不产生直接作用的,所以它对整个经济增长的作用也不明显。

由此看来,金融期货市场对整个体制的制度性风险大于收益,我国目前的体制还远没有进入可以发展金融期货市场的阶段。

我认为我国发展金融期货还要相当一段时间。象越南,其金融改革搞了很多年,现在连股票现货市场都没有,而大量东欧国家,如波兰、捷克、俄罗斯,股票市场搞得比较早,但到现在为止仍没有搞期货,所以我主张应推迟一段时间,先发展货币市场和现货市场,时机成熟了,再引入期货市场。

○ 关于货币市场和资本市场,现货市场和期货市场,什么样的发展顺序比较合理?

□ 顺序是这样的,从整个金融市场发展来看,应该是先货币市场,后资本市场;货币市场中应先同业拆借市场,后短期国库券市场;从资本市场看,应是先现货市场,后期货市场;现货市场中应是先国债市场,后企业债市场,而后股票市场。通过研究各国经验,我们发现历史上的顺序大抵如此,唯独的顺序是在现货市场上,货币市场和股票市场的发展离得近些,但从金融现货市场到金融期货市场的出现,前后大致相隔200多年时间。当然,中国不一定要这么长时间,但顺序应该是差不多的。而且西方货币市场发展的初期就已经基本实现了利率自由化,利率自由化是很多金融市场发展的前提,可我们目前还很难做到这一点。实际上我国是在现货市场发展了短短几年之后就发展金融期货市场的,这种几乎同步发展的先例在世界上还不曾存在,而且看起来也很难走得通。

(以上内容仅代表个人观点,根据录音整理,经本人审定。责任编辑、校对:王立武、丁守军、阎宇红)

# 我 眷 恋 的 地 方

□ 吴晓灵(人总行政研室主任)

“五道口”是我难以忘怀和无限眷恋的地方。十四年前我作为第一届学生入校学习的情景仿佛是在昨天。我们班的同学大小相差十多岁，老师来自不同的学校和单位，但这并没有妨碍我们在一起融洽地生活了三年。老师以他们严肃的治学精神和强烈的社会责任感熏陶着我们，引导着我们走上了一条理论联系实际、学以致用的治学道路。直到现在，五道口的学生仍然以“进入角色快”而获得用人单位的好评，以求实创新的精神活跃在金融战线不同的岗位。

我眷恋“五道口”，是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进一步研究的理论基础。今天我深感自己的知识结构越来越难以适应复杂的金融业务，羡慕那些仍在校园中的学友能有专心读书和研究问题的机会。我之所以斗胆在五道口讲课，并不是我有多少理论可以讲授，而是要给自己些压力、整理整理自己的思绪，从学友的课堂反映、提问、答卷和论文中吸取新的知识，纠正自己的偏差，启迪自己的思维。

“书到用时方恨少”。我真诚地希望后来的学友珍惜在校学习的机会多看些书，多学些知识，为今后的工作打下坚实的基础。未来的竞争是知识的竞争！

(责任校对：岳红云)



92年4月建校10周年庆典，81、82级部分老校友与刘鸿儒教授在一起。其中本栏作者吴晓灵(前排右一)，金琦(前排右二)，蔡重直(三排左二)。





欣闻中国人民银行研究生部在学的校友们准备创办学生学术性刊物,作为研究生部的一名老校友,我非常高兴,希望该刊能办出自己的特色来,成为一份在国内外有影响的刊物。

学生办刊物,不仅要研究学问,还要研究怎样做事,怎样做人。我想在这方面谈一点自己的体会。

我是研究生部81级的学生,我们这一期学生入学时,研究生部与其他院校相比,有四个方面的特点:一是人民银行总行和金融研究所的领导对我们这批学生极为重视,一再教导我们要认真学习、钻研,将来报效国家的金融事业,殷殷之情,溢于言表。因为,人总行是在财力并不宽裕的情况下出资创办研究生部,行里意见并不统一,肯下这个决心,需要有一定的战略眼光、过人胆识与气魄。二是学习条件比较艰苦,作为学生,不仅要学会在艰苦的环境中读书,还要参与研究生部建设,如绿化、搬运图书等。三是教学方法独特,要求的学分比当时其它院校高,基础课时多,而且授课注重古为今用,洋为中用,理论与实践相结合。四是对学生道德、纪律等方面约束严格,不允许有任何“出格”的行为。说老实话,当时我们对这些并不是都能理解,有些同学还对教学安排等提过意见。但研究生部领导坚持了自己的办学风格,我们这批学生咬咬牙也都坚持下来了。当时我们每天的学习时间都在十小时以上,确实很苦。严格的要求也都使我们养成了遵守纪律的好习惯。现在回过头来看,三年的研究生生活使我们获益非浅,其中最主要的是教会了我们怎样做学问,怎样做事和怎样做人。

# 做学问 做事 与人

刘锐(中国人保信托投资公司总经理)

先说怎样做学问。刚刚考上研究生的同学,总容易片面理解什么叫“做学问”,认为多写文章、多出书才是真正的“学问”。其实真正的学问不在于此,而在于是否真正掌握了知识的真谛,在于你能否真正用学问去指导工作,让你的“学问”真正有益于祖国,而不是让你个人靠“学问”出名。而且,学问的高低一定程度上是看你学识的积累程度,“博学”才能“多才”。研究生部正是靠高强度的基础知识学习和务实的专业课程,使自己培养出的学生能够在各自不同的岗位上迅速成长,谁能说这不是“学问”呢?

再说怎样做事。学生以学为主,但里面包含了如何“做事”的丰富内涵。是以认真求实的态度去学习,务求弄懂弄通,还是得过且过,敷衍了事,应付考试,以获取学分为目的,这本身就是看你在如何做事。在这方面,研究生部的领导和教师都为我们做出了表率。首先,刘鸿儒行长就是一个认真的楷模,他作为人总行的领导,有大量的公务在身,但他对所负担的研究生部的课程,总是认真准备,绝不凑和。其次是甘培根主任,黄永鉴副主任、丁鹤、周林老师,他们在安排教学计划、组织教学任务时,其认真做事的程度是出了名的,甚至近似于苛求。再次就是担负兼课的各位老师,不论是胡代光、厉以宁、黄达这样的名师,还是人总行和各专业行、司兼职的老师,都是那样的认真、细致。如厉老师教授“西方经济学概论”和黄达老师教授“中国社会主义财政、金融问题”,他们对每一个概念的阐述和解释都是一丝不苟

的,以至于学生们稍有不认真,就难以通过其考试。再如人总行和各专业行、司的兼职老师,他们本身都担负行政领导工作,有些人没有讲过课,不擅表达,但他们都认真备课,务求我们能用最短的时间充分掌握所学知识。在这样一个环境中,我们这一期学生都自觉不自觉地汲取了营养,懂得了应该如何做事。学生们自己组织的各种活动,大到学术交流,小到每一次劳动、每一次文体活动,都充分体现了认真做事、高度负责的精神。

# 我是怎么知道了

## 五 道 口

○蔡重直(人总行港澳台办主任)

八五级的张晓慧、刘连舸告诉我，他们是先知道了我，才来考五道口的。听了这话，着实吓了我一跳。我又是怎么知道了五道口，并来参考的呢？

1981年的一天，当时我在北京经济学院读书，一个同学告诉我说：“人民大学今天有个关于金融改革方面的报告会，听说主讲人是人行的副行长。”吃过午饭，我们从东郊骑车赶到人民大学，进入会场，阶梯教室已坐满了人，我只有在后面站着的份儿。照例，是黄达教授来一个开场白：“今天，我们请中国人民银行副行长刘鸿儒同志来给我们作报告，刘行长，他

懂得怎样做人更是研究生部教给我们这批学生的宝贵财富。研究生部的领导和老师们，按其学识和能力本可承担更多的领导工作，做个更“大”或更有权的“官”，但他们无不以培养学生、培养金融业的合格接班人为己任，不求名利，默默耕耘，将心血和汗水都毫无保留地贡献给了金融教育事业。这种对事业的无私奉献精神和对功名利禄的淡泊之心对我们如何做人都是最好而最近的楷模，对我们的影响是刻骨铭心的。加之研究生部一贯注重对我们这批学生的思想教育、品格教育和严格要求，都使我们学会了应如何去做人，做一个

是……。”那时，副部级以上干部对我们这些学生还是挺新鲜，他们大都是二次国内革命战争，至少是抗战的干部。这些干部的形象，我想已经标准化，或格式化了，大都穿着一套肥大略显臃肿的灰色中山装，脚蹬一双老头鞋，手拎一个布袋子，动作缓慢。

黄达教授的开场白一完，大家都瞪着眼睛看看这刘行长是何许人也。只见从台下站起一人，此人显然就是刘鸿儒了。他穿着一身很合体的料子中山装，脚蹬一双锃亮的三接头，胳膊肘下夹着一个大皮包，三步并作两步，动作敏捷地向台上走去，不时还向两侧看一看。一上台，大皮包往讲台上一放，环视了一下会场，就开讲了。这一个登台和亮相，把我们这些学生全都震住了。结果是可想而知了，知道了刘鸿儒，也知道了五道口。现在想想当初的决策也很有意思。

(责任校对：岳红云)

什么样的人。

结合我本人从研究生部毕业后十多年的工作经历，总结研究生部三年学生生活的体会，更加感悟到懂得如何做学问、做事和做人对一个人的成长具有多么重要的作用。做学问锲而不舍、追求广博，总会有所用；做事要严肃、认真，敢于负责，总会有所成；做人要正直、诚恳，有强烈的事业心和对理想的追求，同时要对功名常存淡泊、平常心，总会有所益。谨将上述体会献给研究生部的学生刊物，献给已经毕业的和在学的全体校友。

(责任校对：岳红云)



# 难忘五道口

金琦(人行外资金融机构管理司副司长)

接到研究生部的约稿通知后,我一直在考虑,寄语给母校及校友些什么呢?说心里话,我们这些首批来这里攻读研究生的同学,已经有了10多年毕业后的工作经历,更有10多年对书本知识检验的实践过程。因此有很多感受,愿意借此机会,表达出来。我想这也许可以作为一个合适的题目。

记得早在13年前,我怀着求知的渴望和获得进一步深造的愿望来到研究生部,开始了三年的紧张学习和研究生活。从大学到研究生,从接受普通高等教育到进行专门学科的学习和研究,确实是一个新的起点。而研究生部开设国际金融专业,从一开始,就为自己的发展确立了一个高起点,并将自身的教学与国际金融最新理论密切结合起来,使学生们始终处于国际金融最新领域的研究环境之中,从而奠定了她成功的基础,也适应了我国金融开放的迫切需要。

在八十年初期,我国国际金融专家为数很少,且大多数集中在全国几所著名大学和研究机构中,中国人民银行金融研究所内便集中了象甘培根、周林、丁鹤等几位专家和学者。当时开设国际金融专业的学校屈指可数,设置研究生专业的就更寥寥无几了。现在看来,总行研究生部在第一批研究生中就开设国际金融专业,实为一具有远见的决策。总行研究所的优势及其与北京各高等院校所建立的密切合作关系,确实为致力于攻读金融专业的学子提供了理想的条件。在一定意义上讲,是填补了国内国际金融专业研究的空白。

当时我们大都是恢复高考之后考入大学的老知青,在大学学习期间,也没有系统地学习过国际金融专业基础知识及相关课程,因而知之甚少。在研究生部的三年宝贵时间里,我们充分享受了国内其它院校和学术机构所不具备的各种优势,这包括从北大和人大著名教授陈岱孙、胡代光、黄达、厉以宁等老师的亲自授课中,我们接受了扎实的西方经济学、数理统计学和货币银

行学的理论和基础训练;当时主管研究生部工作的刘鸿儒副行长等一批具有丰富金融决策和实践经验的总行各级领导,为我们开办了涉猎广泛的金融专题讲座,将我们获得的理论训练适时地引导到与我国金融现实有机结合的方向上来。除此以外,当时我国金融政策正处于刚刚起步阶段,国际金融领域的理论和实践也不断有新突破,这为我们提供了广阔的研究方向。在导师的悉心指导下,我们当时的论文,从选题开始,就与国内金融体制改革的实践紧密结合,从而将自己尽早地置身于金融改革的过程之中,并能在毕业后迅速适应各自的工作岗位。

当然,作为研究生部的最早期学生之一,我们既感受到了她的优越条件,同样也体尝了她创建的艰辛。从当年留下的珍贵的黑白照片中,我们不仅可看到师生们朴实的表情和装束,也可看到在他们背后的简陋校舍。当时,全体师生员工是在一张白纸上设计和建造培育了中国金融人才的摇篮。

光阴荏苒,今非昔比。现在总行研究生部已发展成为设备齐全、人才济济的高级金融人才教育基地。从这里毕业的学生已经遍布国内大大小小的金融机构,成为推动我国金融体制改革的一支生力军。我想,我们每一个迈出研究生部校园的人,每当取得了小小的成绩和进步,可能都会不由自主地回忆起在研究生部的学习生活,和那些为我们的成长付出辛勤汗水和心血的导师。而且,尽管我们每一批学生所处的教学环境不尽相同,但我们都共同受益于研究生部自创建以来始终保持的优良传统,即理论与实践相结合的教学风格。这应该说是研究生部最宝贵的财产之一,也是研究生部能够处于金融学科前沿的基础之一。

我愿借此机会再次祝您——我们的母校不断发展壮大,我们新老校友不断开创进取,共同为祖国金融事业做出我们的应有贡献。

(责任校对:岳红云)

# 加强软硬件建设,提高教学科研水平

## 教学动态

1·教学改革。为适应中国金融形势发展的需要,我部利用世界银行提供的技术贷款,积极进行教学改革。为此,我部与一些国家和地区的大学进行接触、商谈,最后确定由香港城市大学承担我部的教改设计。94年11月我部与该校正式签署了教改协议,95年1月,该校提交了“中国人民银行研究生部教学改革计划”。我部的教学改革在海外引起热烈反响,香港《明报》、《信报》和《文汇报》等都曾做过报道。经过广泛征求各方意见,修改后的计划将于95年9月正式开始执行。新教学方案中,将开设“应用经济学”和“金融经济学”两个专业,其中不少课程将由城市大学或国外其它名牌大学教授用英语进行讲授。作为其中的一部分,我部于94年9月初邀请欧洲投资银行金融研究局局长斯汀赫尔教授(A. Steinherr)与法国博尔多大学经济学教授、法国国民科学研究中心主任爱理克·杰拉尔丁先生(Eric·Girardin)前来讲授有关欧洲金融市场,欧洲商业银行的组织管理、贷款投资管理等方面的课程,历时近两个月。95年3月~5月,香港城市大学财经系主任Ho Yan Ki教授和方振明博士来我部开设“投资学”和“公司财务”两门课程。

2·实务讲座。为拓宽学生视野,帮助学生了解我国经济、金融形势和宏观政策取向,我部邀请一批高层经济管理官员和著名学者来举办实务讲座,受到同学们的普遍欢迎。94年4月~5月,中国人民银行常务副行长、党组书记周正庆研究员两次前来我部就金融体制改革、

通货膨胀的起因及理论等问题发表演讲;94年6月,国家外汇管理局许斌副局长谈人民币自由兑换的条件及统一规范的外汇市场建设;94年9月~10月,时任中国证券监督管理委员会主席的刘鸿儒教授两次来我部就如何完善证券市场提出十条建设性意见;94年12月,中国银行副行长周小川研究员谈我国银行的不良资产问题;94年11月,我部顾问、原中国人民大学校长黄达教授纵论中国经济发展态势;12月,中国人民大学陶湘教授举办关于国际金融热点问题的专题报告……

## 学术交流

·94年5月3日至10日,我部唐旭主任访问了香港城市大学,并做“中国公开市场业务”的报告,香港《南华早报》(英文,1994.5.10)专门报道了报告内容,在港引起热烈反响。

·94年6月13日至19日,香港城市大学财经系主任Ho Yan Ki教授与罗伟忠教授来我部访问,并分别做了题为“证券资产定价模式——理论与亚洲区的验证”和“企业的财务管理”讲座。

·94年11月初,我部名誉主任甘培根教授和蔡浩仪副主任访问香港城市大学,出席教改协议签字仪式。

·94年11月24日~25日,香港金融管理局副总裁沈联涛先生和货币管理处处长陈德霖先生来我部就香港的联系汇率制、金融市场及支付系统方面的问题举办讲座,并参加学生的讨论会。

·95年4月28日,我部唐旭主任应邀在北京大学经



济学院庆祝建院十周年系列学术报告会上做“中国金融改革的热点问题”的专题讲演。

· 95年5月24日美国哥伦比亚大学经济学教授罗伯特·孟德尔(Robert·Mundell)来我部举办题为“中国的通货膨胀与经济发展”的报告。孟德尔教授是世界银行、美国联邦储备委员会等组织和机构的顾问,也是最优货币区理论、政策组合理论、国际收支平衡的货币法理论的创始人。

· 95年6月14日,美国风险与保险学会主席、宾夕法尼亚大学沃顿商学院保险系主任贾明斯教授(Gummins)来我部谈“美国的保险监管”。

· 近日,我校与加拿大麦基尔大学管理学院签订了“关于执行中加金融服务业发展项目的协议书”,该协议有效期为95年至97年。在此期间,我部每年将派教师到加拿大进行金融体系方面的研究,同时派研究生到一家加拿大银行进行3个月的培训;加方每年派人来我部授课,并资助价值5万美元的教学资料等。该项目是由加拿大政府、加拿大皇家银行和一家加拿大保险公司共同资助的。

### 硬件建设

· 近日,我部购置了30台486型计算机,极大地方便了师生上机操作。

· 近日,我部利用世界银行技术贷款,装修了新的语音实验室,为同学们提高英语听、说能力提供了良好的条件。

· 我部正申请加入“中国教育和科研计算网”和“全球网”(E Mail),这将大大加强我部与外界的信息交流,并节省通讯费用,提高通讯效率。

### 社团活动

92年10月,我部学生学术社团——经济金融研究会在学校的大力支持下正式成立,成立3年来,曾举办了如下活动,为活跃学术气氛做出了贡献:93年6月联合北大、人大、北师大、中财等校的研究生举办关于通货膨胀问题的研讨会,我部甘培根主任、唐旭副主任出席,《北京日报》、《中国证券报》、《中国经营报》等曾做专题报导;93年9月派代表队参加全国证券知识大奖赛,获第二名;93年11月举办关于B股问题研讨会;还先后邀请著名中青年经济学家刘伟、樊纲、张维迎、易纲、李扬、林毅夫等教授来我部举办讲座,讲演内容包括通货膨胀、国有企业改革、金融改革和西方经济学的最新发展等。此外,研究会还与中国金融出版社举办联谊活动。

### 外刊报道

· 香港《南华早报》(英文,95.4.9):“人民银行研究生部:中国金融业精英的摇篮”

· 《中国证券报》(95.5.27):“藏龙卧虎‘五道口’”

· 《金融时报》(95.5.4)头版配图报道我部95届毕业典礼,指出我部十几年来培养一大批高素质人才,受到社会的欢迎。

· 《中国日报》(英文,95.6.6):“银行业要自担经营责任”——我部唐旭主任接受该报记者专访,谈银行商业化改革问题。

· 《上海证券报》(95.6.11):“商业银行法细评”——唐旭主任接受该报特约记者专访,谈商业银行法问题。

(责任编辑:胡华勇 陈巧娥;责任校对:岳红云)

# 我部在校生成学术成果概览\*

## 92级博士生

钱小安

专著：《金融期货的理论与实践》 商务印书馆

主译：《证券市场》 河北人民出版社

论文：1. “对我国沿海开放地区外向型金融市场形成的思考”

《国际金融研究》 93年第5期

2. “对我国期货市场管理的研究” 《国际金融研究》 94年第9期

3. “期货市场的均衡分析” 《经济科学》 95年第1期

4. “论期货交易中的三个问题——商品期货与金融期货、  
期货与赌博以及期货的范畴与管理” 《南开经济研究》 95年第1期

5. “对套利和图利的研究” 《国际金融研究》 95年第2期

6. “完善我国国债期货市场的政策研究” 《经济研究》 95年第4期

7. “金融期货的宏观经济效应” 《世界经济》 95年第7期

8. “金融期货的价格决定” 《中国社会科学》 95年第5期

## 93级博士生

胡定核

1. “上海证券市场的现状、问题与对策” 《经济学家》 94年第4期

2. “股市中的国有资产流失问题研究” 《财政研究》 94年第10期

3. “论建立上海国际金融中心” 《国际金融研究》 94年第9期

4. “论企业相互拖欠的形成与清理” 《中国城市金融》 95年第1期

5. “论发展我国的投资基金业” 《中国城市金融》 95年第2期

6. “论我国股市中的企业收购与兼并” 《财贸经济》 94年第8期

7. “货币国际化与经济开放的相互关系及其系统动力学模型”  
《数量经济、技术经济研究》 95年第4期

\* 仅收录专著或译著、在全国性学术刊物上发表的论文——编者注



- 8· “关于国有企业的债务重组” 《中国工业经济研究》 95年第4期  
9· “对国债市场的几点看法” 《财政研究》 95年第4期

**郭元析**

- 专著：1· 《西欧金融市场》 大百科全书出版社 1995年版  
2· 《产业结构分析的理论与方法》 南开大学出版社 (与人合著)

**92级硕士生**

- 金哲**：“直接融资、间接融资与货币政策” 《金融研究》 93年第8期  
**金华**：“美国对冲基金” 《国际金融研究》 94年第9期  
**孙国申**：“专业银行向商业银行转化的组织方式选择”  
《金融研究》 (与唐旭合作) 94年第6期  
**崔春**：“论我国黄金市场的开放与发展” 《金融研究》 94年第10期  
**张慧元**：“浅谈制定汽车第三者责任险费率应考虑的因素” 《保险研究》 94年第6期  
**宋协莉**：“从欧洲汇率机制危机看威廉姆斯方案” 《国际金融研究》 93年第12期  
**李文泓**：“中国企业境外融资的又一选择——存券凭证” 《国际金融研究》 94年第3期

**93级硕士生**

- 乔炳亚**：“金融企业内部控制制度的重要性” 《国际金融研究》  
(与94级硕士生杨郁青合作) 95年第4期  
**赵辰宁**：“美国银行分业经营与全能经营的论战” 《改革》 95年第2期  
**梁惠江**：“论美元国际地位的变化” 《金融研究》 95年第7期  
**林郁松**：“委托人——代理人理论与国有商业银行改革” 《金融研究》 95年第7期  
**黄陈 张敬国**：“九四年通货膨胀问题研究述评” 《金融研究》 95年第7期  
**马宁**：“台湾上市制度及其借鉴” 《中国金融》 94年第3期  
**王建新**：“谈我国投资基金的环境建设” 获《中国证券报》94年征文比赛一等奖

(责任校对：岳红云)



外籍专家在我部作学术讲演。



学无止境——新一代金融博士、硕士们在切磋学问。



团结一致, 奋力拼搏——在一年一度的春季运动会拔河比赛上。



我部图书馆面貌日新月异, 亚洲开发银行北京资料馆就设在我部。



利用世界银行技术援助建设的计算机房新近投入使用。





中国人民银行研究生部创办于1981年,归属中国人民银行总行直接领导,是我国金融系统联合创办的第一所专门培养金融专业博士及硕士研究生的学府。

# 五道口论坛

1995年7月(总第1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)