“笼中虎”:一个金融制度变迁故事的解读*

张　杰

〔摘　要〕中国既有的经济改革过程曾经出现过许多耐人寻味的制度变迁现象,“笼中虎”便属其中比较典型的一个。这种现象产生于经济体制转换伊始的特殊时期并贯穿于迄今为止的整个改革过程;它一直对中国金融制度变迁路径的选择产生着重要影响,却长期被人们视作偶或发作的短期金融“症状”而等闲视之。通过对这一现象的初步描述与解读,本文发现,“笼中虎”的产生机制深藏于由“放权让利”改革所触发的财政与银行体系汲取能力的相向变化过程。由于国家无力在短期内修复与重建残缺的内源融资制度,最终形成的政府主导型经济增长模式只有倚重以国有银行体系为核心的外源融资机制。作为这一过程合乎逻辑的制度后果,居民储蓄存款被迫承担起了支持长期经济增长的责任,而为了确保在银行体系账面上迅速积累的居民储蓄存款的稳定,国家又不得不慷慨兜揽了与此相关的几乎全部金融风险。尽管在既有的改革过程中“笼中虎”罕有发作甚至长期表现平稳,但对其潜在风险的担忧与防范却牢牢钳制着金融改革路径的选择。当随后的金融制度演进需要市场因素的成长时,才发觉金融市场化的空间已被既有的改革逻辑“挤出”,中国金融改革进程从此便注定长期遭受“市场化悖论”的困扰。

关键词:“笼中虎”　制度变迁　居民储蓄存款　国有银行体系　金融制度困局

JEL 分类号: G21　O16　P24

一、引　言

“笼中虎”是中国货币金融理论界对 1988 年以来居民手持货币和在银行的储蓄存款对市场供求可能造成冲击的一种形象表达,其最早的理论刻画见于樊纲和张曙光(1990)的著作,随后在黄达教授(1993a,1993b)的著作中也有近似的描述。一直到现在,人们仍然不时借助这一概念来提示过多的货币投放和储蓄存款增长给市场供求可能造成的压力以及与此相伴随的通货膨胀风险。

在樊纲和张曙光等(1990)看来,“笼中虎”是被迫储蓄的结果,而被迫储蓄又是被迫替代的一种特殊形式。所谓“被迫替代”是指,“替代不是个人根据价格成本关系和效用均衡关系自愿做出的,而是因为数量限制被迫做出的”,这实际上也是一种“外溢效应”(spill-over effect),也就是说一个市场上未被满足的需求会“外溢”到另一市场上去。就“被迫储蓄”而言,其外溢效应则体现为,“买不到今天的消费就去买明天的消费”。更进一步看,被迫储蓄与市场短缺直接相关,这种短缺既可能是总量的,也可能是结构的;在经济发展初期可能是总量的,而在经济发展到一定程度后则又会是结构的,而在多数情况下,则往往是总量的与结构的短缺并存。从广义上讲,被迫储蓄有两种形式,一种由消费品短缺导致,另一种则由投资品短缺造成。人们通常关注的是狭义上的被迫储蓄,即由消费品短缺导致的储蓄增长。无论如何,在货币经济时代,人们因一时买不到东西而滞留

*　张杰,中国人民大学财政金融学院、中国财政金融政策研究中心,经济学博士,博士生导师。本研究得到中国人民大学科学研究基金(中央高校基本科研业务费专项资金资助)项目“金融分析的制度范式与制度金融学”以及“211 工程”三期学术提升项目“新中国财政金融体制变革事件解读”的支持。

下来的购买力一般会以两种形式存在,一种是手持现金,另一种是商业银行体系的居民存款。不管是居民的手持现金还是其在银行体系的储蓄存款,之所以称之为“笼中虎”,显然是因为它们代表的是潜在的或者未实现的“购买力”。“消费者持有这种购买力,时刻在市场上搜寻所需要的消费品,在任何时期中,被迫储蓄都犹如随时伺机出笼的猛虎,一遇风吹草动,就会‘下山’,构成经济不稳定的重要因素”(樊纲和张曙光等,1990)。

黄达教授(1993b)对“笼中虎”的描述与樊纲和张曙光等十分近似,认为居民手中“沉淀的”现金和在银行中的居民储蓄是“笼中里的两只老虎”,所谓在“笼子里”,是说它们没有用来购买;所谓“老虎”是说它们一旦大量投入购买,后果不堪设想。黄达以 1991 年的情形举例:此年年底社会商品库存总额为 4237.9 亿元,而同期的储蓄总额为 9107 亿元,现金发行量为 3177.8 亿元;一旦“老虎”真的出笼,无疑会吃光商品库存(1993b)。与樊纲和张曙光等不同的是,黄达将“笼中虎”的讨论引向了货币供给结构的层面(1993a)。从理论上讲,货币供给通常分为两大部分,即 M0(或者 M1)和 M2,前者为现实市场需求的承担者,具有较强的流动性;后者为潜在市场需求的承担者,具有较弱的流动性。相比之下,“不动用的现金处于银行之外,不易掌握其分布,不易预测其动向;而吸收到银行中,反映在账面上,其分布,其动向,就有了比较确切的剖析依据”(黄达,1984)。据此,在上述货币“笼子”里关着的实际上不是一只老虎,而是品性各异的两只老虎:一只老虎属于 M0(或者 M1)类型,它被“关”在家庭资产负债表的“笼子”内,很容易跑出来;另一只则属 M2 类型,它被“关”在商业银行资产负债表的“笼子”中,跑出来的难度相对较大。因此,货币当局理性的货币政策选择自然是,尽量将前面那只笼子里的老虎吸引、转移到后面这只笼子里;或者说,尽可能多地将 M0 转化为 M2,以降低货币供给的流动性,从而减轻对市场供求以及宏观经济均衡可能造成的货币冲击。

从中国经济改革与经济增长的长期过程看,虽然“笼中虎”的真正“出笼”并不多见,而且在多数时期还如“田间牛”般温顺,即便是偶尔“发作”,也并未对改革过程的实际经济金融运行过程造成多么大的冲击与伤害。但是,经济改革决策层对其潜在威胁的担忧与防范却严重牵制着中国金融改革路径的选择,从而对金融发展特别是金融市场化改革的长期过程及其绩效产生着显而易见的深远影响。本文打算尽可能详尽地描述“笼中虎”形成、出笼以及蜕变的具体过程,并揭示其影响中国金融制度变迁路径选择的内在机理。本文的讨论结构安排如下:第二部分描述“笼中虎”的形成与出笼过程以及决策层的政策反应。第三部分讨论“笼中虎”发生戏剧性蜕变的经济金融背景与其中的制度变迁涵义。第四部分基于国家、银行体系以及存单持有者之间形成的特殊金融博弈格局进一步讨论“笼中虎”将中国金融改革渐次牵入制度困局的过程与机理。最后,在第五部分总结全文,并给出结论性评论。

二、“笼中虎”的形成与出笼

1980 年,中国经济改革启动的第三个年头,受到此前经济发展“洋跃进”战略的影响,财政预算赤字陡然增大,尚未完成现代转型的银行体系遭遇前所未有的货币(信贷)扩张压力;在连续两年现金快速增长(M0 在 1979 年和 1980 年分别增长了 10.2%和 18.3%)的冲击下,零售物价指数由 1978 年的 0.7%迅速上升到 6.0%的高位(吴敬琏,2010),正在经历经济改革初期和风细雨过程的中国消费者开始尝到物价上涨的苦涩滋味。不过,由于改革伊始居民的手持现金和储蓄存款尚未显著增加,因此,此次物价上涨并未导致所谓“笼中虎”出笼现象的出现。说实在的,当时的笼子里原本就没有几只老虎。1980 年,城乡居民人民币储蓄存款余额不过 395.80 亿元,其中活期存款

只有 90.9 亿元(国家统计局,2010)。加之当时大部分商品价格的行政管制并未放松,如所预料,在 1980 年年底经济决策层强力调整政策的作用之下,到 1983 年,商品零售价格指数回落到 1.5%的低位。价格如此轻易而快速的下降,对于当时宏观经济决策层的政策操作显然是一种鼓舞,而不少人在此间则滋生了盲目乐观的情绪,他们倾向于认为,眼前的这场经济“挫折”对于即将如火如荼展开的更大规模的经济改革和经济增长进程而言,不啻为一场意外的虚惊。

不出所料,在“提前翻番”目标的强烈刺激和诱导之下,人们的经济增长激情便很快迸发出来,特别是各级地方政府之间轮番展开的“兄弟竞争”使得投资规模的扩张欲望格外强烈。不知是否碰巧,1983 年,新一轮企业改革开始启动,其中的一个重要举措是将企业自主经营引入国有企业改革。与此同时,国有银行也被给予了信贷自主权。这样,一方面,得到自主权的国有企业可以直接向银行申请贷款,贷款积极性大增;另一方面,从 1985 年起开始执行的扩大专业银行贷款自主权的办法因为所谓的 “技术失误”(即中央银行给予专业银行此后年度的信贷额度以 1984 年的贷款实际发生额为基数)而意外地刺激了银行间的信贷竞争。在这种情况下,对于各级专业银行,不但企业提出的贷款需求悉数给予满足,而且还出现了“银行送款上门,要求企业多借款”的现象,结果,1984 年的银行信贷比上年增长了 28.8%(吴敬琏,2010)。由于“人民银行分支机构的地方银行发放贷款时,获得贷款的企业会将贷款转为现金用于工资支付和其他消费”,人民银行必须增发货币以承兑或者支持其分支银行提供的贷款,因此,1984 年货币供给量(M0)迅速增加了 50%(邹至庄,2002);1985 年,商品零售物价指数上升 8.8%,居民消费物价指数(CPI)上涨 9.3%(国家统计局,2010)。以此为标志,经济改革中的中国经济运行重返过热周期。

1980 年以来,中国的宏观经济情形特别是财政金融结构开始出现某些十分微妙的变化。从总体上看,财政下降一直与中国以放权让利为主线的经济改革相伴随。1980 年,财政收入占 GDP 的比重由 1978 年的 31.1%迅速下降到 25.5%(参见表 4),此时,决策层初步意识到国家的财政金融资源结构即将发生重大变化,便开始将目光投向增长势头日渐强劲的居民储蓄。就在这一年的 3 月 18 日,国务院批准了中国人民银行《关于调整储蓄存款利率和逾期贷款加收利息的报告》,居民储蓄存款利率实现改革以来的首次上调:活期存款利率由 2.16%上调到 2.88%,1 年定期存款利率由 3.96%上调至 5.40%。5 月 28 日,中国人民银行颁布修订后的《中国人民银行储蓄存款章程》,进一步重申和强调了国家宪法保护公民储蓄所有权;个人在银行的储蓄存款永远归个人所有,不得侵犯;银行实行存款自愿、取款自由、存款有息和为储户保密等原则。在随后的几年中,国家频繁出台激励居民储蓄存款增长的政策,比如 1981 年 1 月 8 日,中国人民银行全国分行行长会议要求大力组织各项存款、保证完成货币回笼任务;4 月 10 日,国务院批转中国人民银行《关于增设网点进一步发展储蓄事业的报告》,5 月 6 日,中国人民银行发出通知,要求各省级分行在近两三年内解决好储蓄网点不足问题;8 月 30 日,中国人民银行召开全国分行行长座谈会,提出大力发展城乡储蓄特别是长期储蓄的意见;12 月 23 日,国务院又批转中国人民银行《关于调整银行存款、贷款利率的报告》,其要点是提高定期储蓄存款利率、增设八年定期储蓄存款,以利于扩大和稳定信贷资金来源。1982 年 5 月 6 日,国务院发出《关于抓紧做好货币回笼工作和严格控制货币投放的通知》,要求进一步办好城乡储蓄,努力完成和超额完成全年储蓄存款任务。1983 年 8 月 27 日,国务院发出《关于严格控制货币投放、积极组织货币回笼的通知》,要求积极吸收城乡储蓄存款,增加信用回笼。伴随着上述一系列制度变迁与政策调整,居民储蓄存款稳步增加,如表 2 所示,到 1984 年,已增至 1214.7 亿元(易纲,1996),占 GDP 的比重达 16.85%。

经济改革与经济增长对金融资源特别是居民储蓄的倚重使得国有银行体系以前所未有的速度迅速扩张,它们从一开始就被赋予尽可能多地动员居民储蓄存款以便为经济改革提供更多金融支持的历史使命。1985 年,财政收入占 GDP 的比重进一步下降到 22.2%,不过,与此同时,银行体

系账面上的居民储蓄却以更快的速度增加,就在这一年的年末,居民储蓄存款总额达到 1622.6 亿元,占 GDP 的比重上升到 18%,而 1980 年这一比例仅为 8.8%。居民储蓄存款的扩张以及经济改革对此依赖度的提升, 极大地增加了它对宏观经济情形变化特别是通货膨胀的敏感度。如果说,1980 年,在家庭和银行体系“资产负债表”的笼子里,手持现金和储蓄存款还是几只老虎幼崽的话,那么,到了 1985 年,它们则渐渐长大并初具威胁。因此,面对经济改革以来首次接近两位数的物价上涨,决策层自然不能等闲视之。

1985 年初,决策层开始启动以遏制投资消费膨胀为核心的新一轮紧缩政策。3 月 27 日,国务院总理赵紫阳在六届全国人大三次会议的政府工作报告中强调,必须坚决控制货币发行量,严格控制信贷规模,加速货币回笼。实际上,早在 3 月 14 日,国务院就已批转中国人民银行《关于调整部分存款、贷款利率的报告》,决定将一年期定期存款利率由之前的 5.76%调整为 6.84%。从当年的 4 月份起,国务院、中国人民银行以及各大国有金融机构连续九次发布信贷控制政策措施(参见表 1),其政策发布之密集,政策措辞之坚决,为经济改革以来所罕见。其中在 7 月 22 日,国务院再次同意并批转中国人民银行《关于调整储蓄存款利率和固定资产贷款利率的报告》,决定将一年期定期存款利率由此前的 6.84%上调至 7.20%。一年内连续两次提高储蓄存款利率,这在经济改革以来还是头一回,由此凸显出保持居民储蓄存款规模的平稳增长对于宏观经济稳定的重要性。

表 1　1985 年的货币金融紧缩政策

时间	政策
2 月 1 日	中共中央办公厅、国务院办公厅《关于严格控制发放奖金、补贴的紧急通知》
2 月 27 日	中国人民银行印发《关于制止有些基层银行争抢信贷业务,随便增设分支机构的通知》
3 月 14 日	国务院批转中国人民银行《关于调整部分存款、贷款利率的报告》
3 月 27 日	六届全国人大三次会议政府工作报告强调坚决控制货币发行量
4 月 4 日	国务院批转中国人民银行《关于控制 1985 年贷款规模的若干规定》
4 月 8 日	国务院发布《关于控制固定资产投资规模的通知》
5 月 28 日	中国人民银行协同四大国有专业银行发布《关于控制计划外固定资产投资贷款的若干规定的通知》
6 月 25 日	中国人民银行协同三大国有专业银行(不包括中国人民建设银行)以及中国人民保险公司发布《关于贯彻部分省(市)长会议精神,进一步管好银行信贷资金的通知》
7 月 22 日	国务院同意并批转中国人民银行《关于调整储蓄存款利率和固定资产贷款利率的报告》
8 月 28 日	国务院发布《关于不再扩大 1985 年基本建设投资规模的通知》
9 月 17 日	中国人民银行发布《关于立即停止发放信托贷款和信托投资的通知》
10 月 15 日	中国人民银行印发《全国货币发行工作座谈会纪要》,要求建立行长负责制,严格控制发行基金供应总额
12 月 23 日	中国人民银行发布《关于加强金融机构的资金管理的通知》

资料来源:吴晓灵(2008)。

决策层的货币政策操作很快见到了实效,货币供给量自 1985 年下半年开始显著下降,相比于 1984 年 49.5%的货币供给(M0)增长率,1985 年全年的货币供给只增长了 24.7%,1986 年该比率继续下降至 23.34%(易纲,1996)。与此同时,零售物价指数在 1986 年回落至 6.0%(邹至庄,2002)。值得留意的是,尽管决策层的政策操作密度与力度为经济改革以来所罕见,可是,此次宏观经济政策的紧缩效应特别是政策效果的持续性却出乎意料。从总体上看,整个政策操作过程“虎头蛇尾”,可谓“雷声大,雨点小”,由此透露出当时学术界在宏观经济态势判断上的巨大理论分歧与宏观经济决策层的政策徘徊。特别是,经济学术界围绕经济改革中经济增长与通货膨胀的关系曾经展开激

烈交锋,逐步形成了对此后经济改革政策产生重要影响的“宽松”与“从紧”两大“派别”,而最终决策层在货币政策的“松”“紧”选择上倾向于支持和接纳了“松”的主张。当时另一个更为现实的情形是,经济增长自 1986 年伊始显露下滑迹象,2 月份甚至出现零增长(吴敬琏,2010)。受此影响,此年的货币信贷政策从一开始便出现微妙转向。就在这一年的 1 月,全国经济工作会议和计划会议强调“既要紧缩,控制货币发行量,又要合理供应,满足生产和流通的需要”,虽然这种强调具有明显的合理性,但在当时密集推行宏观紧缩政策的基本背景之下,依然显露出货币政策执行力度由强变缓的倾向。2 月,中国人民银行全国分行行长会议进一步确定当年的货币信贷方针是,“既要加强金融宏观调控,又要注意改善金融宏观调控,真正做到区别对待,避免‘一刀切’;既要把膨胀了的需求继续加以控制,又要改善供给,合理发放贷款,支持把经济进一步搞活;既要促进把不适当的速度降下来,又要在讲求经济效益的基础上,支持适当的增长速度”(吴晓灵,2008)。除此之外,该年并未出台任何新的加强宏观经济调控的政策措施。实际上,从 1986 年第二季度开始,紧缩性的货币政策已经“名存实亡”。结果,虽然 1987 年的货币供给增长率继续保持缓慢下降态势,一度降至 19.38%,可是同年的零售物价指数却不降反升,达到 7.3%。整个 1987 年,决策层没有出台任何有关维护宏观经济稳定与保持居民储蓄存款增长的政策措施,这意味着推行不到两年的宏观经济紧缩政策戛然而止。

决策层显然低估了放松货币控制的风险与后果。由于对经济增长与通货膨胀之间的关系、经济市场化逻辑以及当时市场供求条件存在误解与误判,同时也不排除一些实际经济政治利益的牵扯,自 1988 年 5 月开始,决策层决意实施以“价格闯关”为核心的“激进改革实验”,并打算“毕其功于一役”,藉以彻底解决中国经济的市场化问题。于是乎,刚刚关紧的货币供给闸门被再度打开,1988 年,货币供给陡然增长 46.7%。市场对此很快做出了反应,这一年的总体零售物价水平大涨 18.8%,为经济改革以来最高。另据一些文献的统计,在 1988 年秋天,价格指数年增长率达 30%以上,8 月当月的零售物价上涨率甚至一度达到 80%(邹至庄,2002;吴敬琏,2010)。

宏观经济形势重新变得严峻起来,而此次的货币金融态势则与以往有些不同。让决策层始料未及的是,在此番货币信贷扩张周期中,随着物价水平的大幅上涨,一直高卧银行体系账户且在之前宏观经济波动中波澜不惊的居民储蓄存款开始有些“坐卧不宁”。因此,问题的严重性超乎想象。此刻,人们突然发现,经过经济改革以来十余年的成长,“豢养”在银行体系“笼子”中的那只“老虎”已然长大。如表 2 所示,1987 年,居民储蓄存款占 GDP 的比重突破 20%关口,达到 25.49%,1988 年该比率虽然出现短暂下降,但仍居 25.27%的高位。从绝对值看,1987 年居民储蓄存款规模突破 3000 亿元,1988 年更是达到创纪录的 3800 亿元。面对如此情景,决策层终于明确无误地意识到:如此体量的“庞然大物”,一旦破笼而出,后果着实不堪设想。

人们不愿看到的最坏情形最终还是发生了。从 1988 年上半年开始,受此前零售物价水平持续上涨的刺激,大中城市居民开始挤兑银行存款和抢购商品,这种现象在随后很短的时间内迅速向全国蔓延。老百姓如此集中地在银行门口排队提取储蓄存款,这在经济改革以来还是头一遭。“笼中虎”果然开始出笼,货币金融形势骤然变得异常紧张。值得注意的是,同样是物价上涨,这一次的形成机理与以往大不相同。此前的物价上涨可以更多地归咎于 M0 冲击,而如今的物价上涨则是进一步增添了 M2 冲击的因素。虽然上述 M0 和 M2 都可归于“笼中虎”序列,但只要 M2 相对稳定,则 M0 冲击就会缺乏持续性或者后劲;只要收紧货币供给闸门,则其冲击力度便会在短期内迅速消退。可是,一旦 M2 出现波动,便意味着会有更多的流动性或者通货次第加入到 M0 冲击的行列,由此所形成的货币冲击犹如“长江后浪推前浪”,会对市场均衡造成持续性破坏,进而增加随后货币政策操作的难度与成本。

货币金融形势异常紧迫,决策层必须谋划应对之策,其中的要害是,一方面需要尽快重新收紧

货币供给(M0)闸门,另一方面则是想方设法稳住银行体系的居民储蓄存款(M2)。对于前者,决策层在此前的政策操作中曾屡试不爽,可谓“轻车熟路”,但对于后者,则还是头一回碰到,因此相关政策举措无疑带有尝试性质。直观地看,将居民手中的手持现金(M0)吸引到银行体系的存款账户(M2)与阻止居民将银行体系的储蓄存款(M2)转化为手持现金(M0),其政策传导机制与金融逻辑无疑存在巨大差异。决策层一开始显然是按照以往的逻辑行事的,比如从 1988 年 6 月 11 日中国人民银行发布控制货币总量的规定一直到当年 9 月 1 日调整存贷款利率,连续六个回合的货币金融政策组合,都是立足于单方面控制货币供给量(M0),并试图通过简单提高储蓄存款收益激励更多居民将手持现金转化为银行储蓄存款,但收效欠佳。其中,8 月 11 日在国务院批转中国人民银行《关于控制货币、稳定金融几项措施的报告》中,甚至推出“行政首长负责制”。即便如此,在不断增强的通货膨胀预期的怂恿之下,大量的储蓄存款特别是定期存款仍在被不断提走,并随即转化为现实购买力,商品市场持续承受着越来越大的货币冲击压力。在这种情况下,亟需决策层出台专门针对居民定期储蓄(M2)且更为有力的金融政策。9 月 3 日,距离 9 月 1 日调整存款利率仅仅两天时间,中国人民银行紧急发布《关于开办人民币长期保值储蓄存款的公告》,决定对城乡居民个人三年期以上的定期储蓄存款,在原存款利率的基础上按保值储蓄补贴率予以补贴。

从理论上讲,“保值储蓄”是一种应对极端货币情形的极端政策举措,也是成本极高的宏观经济政策操作,其政策宣示意义极具影响力,不到万不得已,决策层一般不会轻易推出。因此,这一政策的出台意味着当时的货币金融风险已经充分暴露,相关政策操作面临紧要关头。应当承认,用“保值储蓄”这种极端手段应对“笼中虎”出笼这种极端情形毕竟“药对其症”,因此取得了不错的政策效果。事实表明,包括“保值储蓄”政策在内持续强力的紧缩政策终于在 1989 年下半年见到实效。随着国内宏观经济社会秩序的恢复,原本强劲的通货膨胀预期出现明显衰减,人们重拾对宏观经济稳定与银行体系的信任, 大量手持现金开始回流储蓄存款账户。由表 2 可知,1989 年末,居民储蓄存款突破 5000 亿元大关,占 GDP 的比重达到 30.29%。由此表明,经过密集紧缩政策的“围追堵截”与存款利率提高的利益诱导,出笼一年有余的“笼中虎”终于被重新赶进了银行体系的笼子里。

应当看到,1988 年 6 月以来的强力紧缩政策固然取得了不错的短期应急效果,但也产生了不小的副作用,留下了一些后遗症;副作用在 1989 年下半年即已显现,后遗症则对此后的经济改革与金融制度演进过程造成了难以预料的长期影响。1988 年下半年以来的紧缩政策具有典型的“硬着陆”性质,也就是说,这种政策只追求物价水平的迅速下降效果,而不怎么顾及其他宏观经济指标的表现。随着货币供给(M0)增长率由 1988 年的 46.7%滑落至 1989 年的 9.8%,当年第三季度的 M0 甚至出现了 1%的负增长,居民消费物价指数(CPI)在经过 1989 年的短期支撑之后便迅速回落,1990 年直降至 3.1%的水平。应当说,此番货币紧缩政策的价格抑制效果着实显著,但与此紧密伴随的经济增长滑坡结果却大大出人意料。经济增长从 1989 年第三季度开始便呈现疲态,当年全年的 GDP 增长率仅为 4.1%,1990 年的经济增长率更是下降到 3.8%的低位。CPI 与 GDP 增长率同步下降到如此低的水平,这在经济改革以来还是头一回。

紧缩政策的紧急转向在所难免,屈指算来,这已是经济改革以来宏观调控政策的第四次转向。与前几次政策转向相比,此次政策转向的经济金融背景有些不同。一方面,国家财政收入占 GDP 的比重继续下降,1989 年前后已降至 15.7%的水平,这就意味着,国家财政已经无力继续充当启动经济的主要角色。另一方面,银行体系的居民储蓄存款大幅增加,1990 年达 7119.8 亿元,占 GDP 的比重为 38.12%,1991 年更是直逼万亿元关口,占 GDP 的比重达到 42.43%。财政金融汲取能力的上述相向变化直接影响到此轮经济启动政策的重心选择,货币金融政策从此便别无选择地担当起了一次又一次启动经济乃至支撑经济增长的主要责任。

表 2　中国经济改革以来的经济增长、价格、货币供给与居民储蓄:1978~2009

年份	GDP(亿元)	GDP 增长率(%)	M0(亿元)	居民储蓄存款(亿元)	零售物价指数	货币供给(M0)增长率(%)	居民储蓄存款占GDP(%)
1978	3645.2	11.7	212.0	210.6	100.7	8.5	5.78
1979	4062.6	7.6	267.7	281.0	101.9	26.3	6.92
1980	4545.6	7.8	346.2	399.5	107.5	29.3	8.79
1981	4891.6	5.2	396.3	523.7	102.5	14.5	10.71
1982	5323.4	9.1	439.1	675.4	102.0	10.8	12.69
1983	5962.7	10.9	529.8	892.5	102.0	20.7	14.97
1984	7208.1	15.2	792.1	1214.7	102.7	49.5	16.85
1985	9016.0	13.5	987.8	1622.6	109.3	24.7	18.00
1986	10275.2	8.8	1218.4	2237.6	106.0	23.3	21.78
1987	12058.6	11.6	1454.5	3073.3	107.3	19.4	25.49
1988	15042.8	11.3	2134.0	3801.5	118.8	46.7	25.27
1989	16992.3	4.1	2344.0	5146.9	118.0	9.8	30.29
1990	18667.8	3.8	2644.4	7119.8	103.1	12.8	38.12
1991	21781.5	9.2	3177.8	9241.6	103.4	20.2	42.43
1992	26923.5	14.2	4336.0	11759.4	106.4	36.4	43.68
1993	35333.9	14.0	5864.7	15203.5	114.7	35.3	43.03
1994	48197.9	13.1	7288.6	21518.8	124.1	24.3	44.65
1995	60793.7	10.9	7885.3	29662.3	117.1	8.2	48.79
1996	71176.6	10.0	8802.0	38520.8	108.3	11.6	54.12
1997	78973.0	9.3	10177.6	46279.8	102.8	15.6	58.60
1998	84402.3	7.8	11204.2	53407.5	99.2	10.1	63.28
1999	89677.1	7.6	13455.5	59621.8	98.6	20.1	66.48
2000	99214.6	8.4	14652.7	64332.4	100.4	8.9	64.84
2001	109655.2	8.3	15688.8	73762.4	100.7	7.1	67.27
2002	120332.7	9.1	17278.0	86910.7	99.2	10.1	72.23
2003	135822.8	10.0	19745.9	103617.7	101.2	14.3	76.29
2004	159878.3	10.1	21467.3	119555.4	103.9	8.7	74.78
2005	184937.4	10.4	24031.7	141051.0	101.8	11.9	76.99
2006	216314.4	11.6	27072.6	161587.3	101.5	12.7	76.25
2007	265810.3	13.0	30375.2	172534.2	104.8	12.2	67.05
2008	314045.4	9.6	34219.0	217885.4	105.9	12.7	72.47
2009	335352.9	8.7	38246.0	260771.7	99.3	11.8	77.76

资料来源:《中国统计摘要》(2010);易纲(1996)。

其实,早在 1985 年,“拨改贷”政策的实施就已开始将经济改革中经济增长的支持重心转向金融机制特别是正在重建中的银行体系。只是由于当时银行体系的金融资源尚不充裕,难以担

表 3　1988 年和 1989 年应对“笼中虎”出笼的货币信贷政策

时间		政策
1988 年	6 月 11 日	中国人民银行发布《关于进一步落实“控制总量,调整结构”金融工作方针的几项规定》
	7 月 21 日	中国人民银行北戴河会议制定下发《关于进一步加强宏观调控,严格信贷资金管理的通知》
	8 月 11 日	国务院批转中国人民银行《关于控制货币、稳定金融几项措施的报告》
	8 月 30 日	国务院明电向全国发布《关于做好当前物价工作和稳定市场的紧急通知》
	8 月 31 日	中国人民银行发布《关于进一步控制 1988 年货币投放、信贷规模的具体规定》
	9 月 1 日	中国人民银行全面调整银行存贷款利率,一年期定期存款利率调高至 8.64%
	9 月 3 日	中国人民银行发布《关于开办人民币长期保值储蓄存款的公告》
	9 月 6 日	中国人民银行发布《关于开办人民币长期保值储蓄存款有关问题规定的通知》
	9 月 24 日	国务院发布《关于清理固定资产投资在建项目、压缩投资规模、调整调整结构的通知》
	9 月 26 日–30 日	十三届三中全会确定 1989 年和 1990 年的工作重点是压缩社会总需求,抑制通货膨胀
	9 月 27 日	针对货币投放过多、贷款增加较猛以及储蓄继续滑坡的情况,国务院颁发《关于进一步控制货币稳定金融的决定》
	10 月 1 日	中国人民银行发布通知,决定清理整顿全国金融信托投资机构
	10 月 3 日	中共中央、国务院做出《关于清理整顿公司的决定》
	10 月 6 日	国务院做出《关于从严控制社会集团购买力的决定》
	10 月 14 日	中国人民银行发布《关于贯彻国务院进一步控制货币稳定金融决定的通知》
	10 月 24 日	国务院发布《关于加强物价管理严格控制物价上涨的决定》
1989 年	1 月 12 日–18 日	中国人民银行全国分行行长会议确定 1989 年金融工作政策措施, 决定继续严格控制货币信贷总量,适当提高利率、增加存款
	2 月 1 日	中国人民银行调整银行存贷款利率,一年期定期存款利率上调至 11.34%,对城乡个人三年期以上储蓄存款继续实行保值
	3 月 20 日–4 月 4 日	国务院总理李鹏在七届全国人大二次会议的政府工作报告中强调继续实行紧缩政策,严格控制货币发行,进一步稳定和增加城乡居民储蓄
	5 月 31 日	中国人民银行发布《关于加强储蓄管理的通知》,强调禁止各类“储蓄大战”
	6 月 5 日	中国银行香港分行发生挤提存款事件;从 5 月底至 7 月上旬,中国银行部分国内分行、港澳分行以及海外分行相继发生挤提事件
	8 月 5 日–9 日	中国人民银行全国分行长会议决定继续紧缩银根,稳定金融
	9 月 19 日	中国人民银行发布《关于加强对城市信用社资金管理的通知》
	9 月 22 日	国务院发布《关于进一步清理整顿金融性公司的决定》
	11 月 6 日–9 日	十三届五中全会审议并通过《中共中央关于进一步治理整顿和深化改革的决定》,强调逐步将零售物价上涨率降至 10%以下;中央银行必须管住票子,控制住信贷总规模
	12 月 4 日	中国人民银行发布《关于进一步清理整顿城市信用社的通知》
	12 月 5 日–11 日	国务院召开全国计划工作会议和全国财政工作会议,确认银行贷款规模和货币投放得到有效控制,城乡居民储蓄有了较大增长,零售物价上涨幅度逐月回落,居民对涨价的紧张心理已基本消除

资料来源:吴晓灵(2008)。

当起支撑经济增长的重任。1990 年前后的金融情形则与 1985 年不可同日而语,此时银行体系的重建已趋完成,银行账面上的居民储蓄保持稳定增长,其金融资源的动员与配置能力日见加强。因此,在此轮经济启动过程中,银行体系的信贷政策操作理应首当其冲。如所预料,就在

1989 年的第四季度,中国人民银行便开始重新打开信贷闸门,该年全年国有银行贷款增长率为由 1988 年的 13.44%提升至 17.75%,1990 年该比率进一步上升至 22.35%(参见张杰,1998)。与此同时,中国人民银行还于 1990 年 3 月、8 月和 1991 年 4 月连续三次下调存贷款利率,一年期定期存款利率由 1989 年 2 月的 11.34%这一高点最低降至 7.56%,降幅之大为经济改革以来所罕见,其中 1990 年 4 月份存款利率的平均下调幅度一度达到创纪录的 1%。此外,1991 年 11 月 27 日,中国人民银行发布紧急通知,决定自当年 12 月 1 日起,不再办理新的保值储蓄业务。在经过一个“漫长”的滞后期之后,经济增长终于开始恢复,1991 年,经济增长率迅速上升至 9.2%的高位。

通过几个回合的政策操作,经济增长便重新回到“快车道”,决策层再一次对其掌控宏观经济运行的能力信心满满。可是,人们对此番货币信贷政策操作的后果难免怀有后顾之忧,其中最为担忧的就是居民储蓄存款这只“笼中虎”的稳定性。原因很简单,1990 年前后,中国经济增长模式已经完成由“财政支持型”向“金融支持型”的转换(张杰,2008),在这种情况下,“笼中虎”的出笼不仅冲击市场均衡,更为重要的是它还会从根本上动摇“金融支持型”经济增长的微观金融基础。归根结底,除非保持银行体系的稳健与居民储蓄存款的增长,否则,“金融支持型”经济增长的可持续性将无从谈起。当然,更进一步地说,“金融支持型”经济增长模式很容易诱使处于经济改革过程的经济运行迅速滑向对银行体系特别是国有银行体系信贷机制的刚性依赖,而要避免这种刚性依赖,围绕市场秩序与微观经济基础特别是企业制度重建的重大制度调整则需要同步甚至提前推进。

看来,当时的决策层并未洞彻此种逻辑。从理论上讲,市场秩序与微观经济基础的重建需要经历一个长期的制度变迁过程,而当时的决策层则倾向于追求短期见效的经济增长结果。既然微观经济基础未及重建,那么,快速的经济增长就只能依托原有的制度条件重新起步。1992 年 1 月,由国务院主持召开的全国经济体制改革工作会议做出这样的判断:经过 1989 年以来的努力,经济秩序明显改善,改革环境已然宽松,改革进程应当加速。在随后邓小平“南巡讲话”的直接激励与推动之下,上述乐观判断迅即转变为新一轮的经济扩张行动。重要的是,市场机制阙如和企业改革滞后条件下的经济扩张,货币信贷政策注定要“一马当先”。不出所料,在 3 月份召开的七届人大五次会议上,时任总理的李鹏就为当时的货币信贷政策“定调”:积极组织存款,扩大信贷规模,重点支持农业和国有企业发展。一时间,各个经济利益主体的投资热情迅速迸发,与此紧密跟随的,则是前所未有的货币扩张。1992 年,M0 增长率达到 36.4%,1993 年仍居 35.3%的高位。连续两年的 M0 增长率超过 35%,这在此前的经济改革过程中未曾遇到。1992 年和 1993 年国有银行的贷款增长率分别为 19.82%和 22.71%,1994 年更是达到 25.4%(张杰,1998)。在货币信贷扩张的强力支撑之下,1992 年和 1993 年的 GDP 分别增长了 14.2%和 14%。货币扩张“单边”支撑下的高速经济增长必将支付沉重的货币贬值代价,1993 年, 居民消费物价指数从上一年的 6.4%迅速提升至 14.7%,1994 年更是攀上 24.1%的高位,创造了经济改革以来通货膨胀的历史“记录”,该记录迄今都未曾被“刷新”。宏观经济政策操作又一次回到了一个周期的起点。

经济增长与高位通货膨胀结伴而行, 银行体系的居民储蓄存款账户势必承受着巨大压力,在创纪录物价上涨的刺激之下,“笼中虎”的蠢蠢欲动早在预料之中。问题的严峻性在于,此时的“笼中虎”已今非昔比,依据表 2,1993 年,居民储蓄存款余额为 15203.5 亿元,占当年 GDP 的比重为 43.03%;1994 年该余额达到 21518.8 亿元,占当年 GDP 的比重上升至 44.65%。原来的“小虎崽”已经成长为“庞然大物”,一旦出笼,其对宏观经济和改革进程可能造成的冲击将不堪设想。当时的现实情形异常严峻, 居高不下的物价水平在频繁动摇着广大储户们的心理防线; 从总体上看,1993 年居民储蓄存款占 GDP 的比重相比于 1992 年已有明显下降。决策层意识到,稳定居民储蓄存款

的政策行动已经变得刻不容缓。

1993 年 5 月 15 日,中国人民银行紧急发布《关于调整存贷款利率的通知》,决定自即日起大幅提高居民储蓄存款利率,其中定期存款年利率平均上调 2.18 个百分点,一年期定期存款利率从两年前的 7.56%提高至 9.18%。6 月 24 日,中共中央、国务院发出《关于当前经济情况和加强宏观调控的意见》(通称“16 条”),除了重申严把货币投放闸门、抑制物价上涨等常规政策措施外,还特别强调大力增加储蓄存款、保证储蓄存款支付等政策意图。7 月 2 日,时任国务院副总理的朱镕基临危受命,兼任中国人民银行行长,他在 7 月 5 日召开的全国金融工作会议上提出对银行工作的“约法三章”(吴晓灵,2008),其中特别指出不准搞“储蓄大战”,显示新的金融决策层坚决稳定居民储蓄存款、保证储蓄存款资金投向的强烈政策倾向。面临经济改革以来最为严峻的货币金融形势,除了原有的强力措施如信贷额度控制等之外,决策层能够动用的其他政策手段十分有限,但“朱镕基的决心很大,各省分支行的领导都十分害怕,因为朱镕基告诉他们如果超过信贷额度,他们将丢掉职务”(邹至庄,2002)。不过,政策见效的速度慢于预计,特别是居民的储蓄倾向依然有些摇摆和徘徊,需要进一步的政策操作。7 月 11 日,中国人民银行决定再次提高居民储蓄存款利率,其中定期存款利率平均上调 1.72%,一年期定期存款利率从此前的 9.18%提高至 10.98%,这是 1990 年以来居民储蓄存款平均利率的最高水平。不仅如此,货币当局还同时决定对 1991 年 12 月 1 日以后存入的三年期以上定期储蓄存款重新实行保值。

随着一系列强力宏观政策手段的逐步到位,持续两年有余的信用膨胀最终得到控制,M0 的增长率由 1993 年的 35.3%下降至 1994 年的 24.3%,1995 年更是降至 8.2%,与此相伴随,居民消费物价指数在 1995 年迅速回落到 17.1%,1996 年降至 2.8%。让决策层格外感到欣喜的是,如此强力的货币金融紧缩政策, 却并未过多伤及经济增长的势头。1994 年至 1996 年, 在物价水平骤降 15.8%的情况下,GDP 平均增长速度仍然达到 11.3%的高位。通货膨胀得到有效抑制,而经济增长并未明显减缓,这可是世界范围内经济金融决策层曾经梦寐以求的“软着陆”情形!受此影响,居民储蓄存款自 1994 年下半年开始重新恢复稳定增长,当年居民储蓄存款总额突破 2 万亿元关口,占 GDP 的比重上升至 44.65%,1995 年和 1996 年居民储蓄存款总额分别达到 29662.5 亿元和 38520.8 亿元,占 GDP 的比重分别升至 48.79%和 54.12%。种种迹象表明,一度蠢蠢欲动的“笼中虎”重新变得安然无恙。

1995 年 12 月初,由中共中央、国务院主持召开的中央经济工作会议对当时的宏观经济金融形势做出了乐观估计,认为物价涨幅明显回落,通货膨胀得到有效抑制。1996 年 1 月中旬,全国金融工作会议虽然强调继续坚持适度从紧货币政策,以促使物价水平显著下降,但宏观经济运行总体环境自当年起由紧转松则已成定局。3 月 31 日,中国人民银行发布《关于停止办理新的保值储蓄业务的紧急通知》,标志着自 1988 年以来实施近 8 年之久的保值储蓄政策操作告一段落,而保值储蓄政策的终结,也意味着经济改革以来不时出现的“笼中虎”威胁暂告解除。同年 5 月 2 日,中国人民银行发布《关于降低金融机构存贷款利率的通知》,其中决定将存款利率平均降低 0.98 个百分点。经济改革以来,货币当局根据宏观货币金融形势的变化对居民储蓄存款利率时做调整,人们已司空见惯。不过,发生在 1996 年 5 月的此番存款利率下调则非同寻常,因为以此为折点,中国的宏观经济运行随即进入一个漫长的低利率时期,金融机构存款基准利率在 2002 年 2 月至 2004 年 3 月间一度降至 1.98%的低位。尽管平均利率水平一降再降,可居民储蓄存款依然迅速积累,这多少有些让人迷惑。2009 年,居民储蓄存款总额为 260771.7 亿元,占 GDP 的比重高达 77.76%。更令人不解的是,虽然此后的宏观经济运行时有波动,但如此巨量的居民储蓄存款却在银行体系的账户中一直安然而睡。当时的人们无论如何都料想不及,1993 年的那次居民储蓄存款波动竟然是经济改革以来迄今为止“笼中虎”的最后一次“发作”。

三、“笼中虎”的蜕变

1996 年以来,处于经济改革进程中的中国居民部门表现出异常强烈的储蓄倾向。尽管存款基准利率一降再降,甚至在不少年份低于当年由国家统计机构公布的零售物价指数,但他们似乎已然完全忘却曾经的通货膨胀经历,而义无反顾地将手中的“余钱”尽可能多地转换为银行体系的储蓄存单。20 世纪 90 年代以来,中国开始重建证券市场,一开始的发展虽然步履蹒跚,充满波折,但也不时表现出向好行情。仅从理论上讲,证券市场的发展无疑会增加老百姓的金融选择。不过,即便是在股票市场“牛气冲天”的那些时期,也未能让长期偏爱银行体系储蓄存单的绝大部分老百姓“移情别恋”。据统计,1992 年至 2002 年间,在中国居民部门金融资产结构中,储蓄存款所占比例接近 80%;相比之下,2000 年,存款(含现金)占美英日德居民部门金融资产的平均比重不过 30%,其中美国最低,为 10.6%,日本最高,也不过 54%(李健等,2004;黄达,2009)。1996 年至 2009 年间,中国的居民储蓄存款仍在以年均 44.38%的速度不断增长。特别是,经济改革以来,居民储蓄存款占全部存款的比例始终保持在 50%左右,且其中定期部分的比例长期稳定在 70%之谱(黄达,2009)。

曾经被视作“笼中虎”的居民储蓄存款突然间变得平静和温顺起来,面对逐步深入的经济金融改革格局,它竟然能够安卧于银行体系的账户中,而且一卧就是十几年。在此后的经济改革过程中,向来对于居民储蓄存款十分敏感甚至有些“谈虎色变”的决策层,却表现得如此从容,即便是在物价指数有过起伏的时期,存款利率的调整节奏也是拿捏得进退有据。为什么会如此?储蓄存款如此大幅度的持续增加是老百姓的自愿金融选择,还是外部因素使然?是经济改革进程中的不经意现象,还是决策层的刻意制度设计?长期以来,人们一直对此大惑不解。

其实,在 20 世纪 90 年代中叶,“笼中虎”完成了一次微妙的制度蜕变。自 1978 年经济改革伊始,中国财政部门与银行体系的汲取能力就已开始发生相向变化。到 1996 年前后,政府的财政汲取能力降至谷底,财政收入占 GDP 的比重最低曾经达到 10.3%(参见表 4)。与此同时,银行体系的汲取能力则扶摇直上。历史地看,中国的经济改革几乎是在财政与银行汲取能力的同一个起跑线上起步的,由表 4 可知,1978 年,中国的财政汲取能力与银行汲取能力十分接近,均在 31%上下。可是,随着改革进程的推进,银行汲取能力便一路快速上扬,到 1996 年,当财政汲取能力跌倒谷底时,M2 占 GDP 的比重则恰好突破 100%关口。此后,财政汲取能力缓慢恢复,到 2009 年重新站上 20%的水平,但银行体系的汲取能力则以更快的速度扩展,M2 占 GDP 的比重在 2009 年一度达到令人惊诧的 180.77%。从总体上看,迄今为止的中国经济改革与增长过程从未摆脱“弱财政、强金融”的基本格局(张杰,1998)。当然,与上述格局相映成趣的是,伴随产出的快速增长,中国绝大部分企业特别是国有企业缺乏合理有效的内源融资机制,这就意味着,中国未来相当长一段时期的经济增长将不可避免地步入外源融资支持的特殊路径。

在财政汲取能力迅速衰减的情况下,外源融资支持就只有金融支持,而金融支持的要害则是银行体系。既然经济改革中的增长支持机制已然由财政(以及内源融资)转向金融(特别是银行体系),那么,巨额居民储蓄存款的重要性便一下子凸显出来。可是,眼前的这一大笔储蓄存款还是一只可能随时发作的“笼中虎”,一时难以稳定承担支持长期经济增长的金融责任。因此,现实而紧迫的政策选择是尽快驯服它或者对其进行彻底的制度改造,使其成为可供长期经济改革与增长过程随时驱使的“田间牛”。

一项针对居民储蓄存款“虎转牛”的改革计划被很快设计出来并迅速付诸实施。基于既往的制度变迁与政策操作经验,决策层敏锐地意识到,此项改革计划的要害是尽快确立一个让老百姓觉得敦实可靠从而值得长期信赖的银行体系。那么,到底什么样的银行体系才会让老百姓感到放心

表 4　中国经济改革以来财政与银行汲取能力的变化:1978~2009

年份	财政收入(亿元)	M2(亿元)	财政收入占 GDP(%)	M2 占 GDP(%)
1978	1132.26	1159.1	31.1	31.80
1979	1146.38	1458.1	28.2	35.89
1980	1159.93	1842.9	25.5	40.54
1981	1175.79	2234.5	24.0	45.68
1982	1212.33	2589.8	22.8	48.65
1983	1366.95	3075.0	22.9	51.57
1984	1642.86	4146.3	22.8	57.52
1985	2004.82	5198.9	22.2	57.66
1986	2122.01	6721.0	20.7	65.41
1987	2199.35	8349.7	18.2	69.24
1988	2357.24	10099.6	15.7	67.14
1989	2664.90	11949.6	15.7	70.32
1990	2937.10	15293.4	15.7	81.92
1991	3149.48	19349.9	14.5	88.84
1992	3483.37	25402.2	12.9	94.35
1993	4348.95	34879.8	12.3	98.71
1994	5218.10	46923.5	10.8	97.36
1995	6242.20	60750.5	10.3	99.93
1996	7407.99	76094.9	10.4	106.91
1997	8651.14	90995.3	11.0	115.22
1998	9875.95	104498.5	11.7	123.81
1999	11444.08	119897.9	12.8	133.70
2000	13395.23	134610.3	13.5	135.68
2001	16386.04	158301.9	14.9	144.36
2002	18903.64	185007.0	15.7	153.75
2003	21715.25	221222.8	16.0	162.88
2004	26396.47	254107.0	16.5	158.94
2005	31649.29	298755.7	17.1	163.06
2006	38760.20	345603.6	17.9	163.08
2007	51321.78	403442.2	19.3	156.79
2008	61330.35	475166.6	19.5	158.04
2009	68476.88	606225.0	20.4	180.77

资料来源:《中国统计摘要》(2010);张杰(1998)。

呢?实际上,早在 20 世纪 80 年代中期,国家便开始酝酿并谋求与当时正处于成长过程的银行体系特别是国有银行体系签署一份特殊的“金融合约”,而且打那时起,国家就已打算以其对居民储蓄存款的强有力担保换取银行体系对经济改革与增长过程的长期金融支持(张杰,2008)。随着经济改革以来国家财政汲取能力的不断下滑,特别是伴随于此的居民储蓄存款的几度波动,国家缔结这份金融合约的愿望日益强烈。如所预料,当财政汲取能力在 1995 年降至谷底时,一种全球银行发展史上前所未有的崭新(国有)银行体系已然屹立于日益深化的改革进程之中。正是基于这种特殊的银行体系,决策层给银行储户做出了一个慷慨承诺,那就是以国家声誉为“抵押”确保居民储蓄存款的长期安全。这种承诺无疑给老百姓吃了一颗“定心丸”,作为对国家担保的积极回应,可支

配货币收入处在迅速增长期的中国居民部门便开始放心大胆地将剩余资金几乎悉数存入在这种特殊银行体系开设的储蓄存款账户。

事实表明,国家的确毫无折扣地兑现了自己的承诺。虽然针对银行体系的制度调整从未停顿,但国家却一直保持着对该体系的“隐性担保”。特别是在国有银行的资本结构中,国家实际上长期充当着“双重出资人”的角色,也就是说,它既提供有形资本(国家用“真金白银”注资),同时还通过上述隐性担保提供“无形资本”(张杰,2008)。相比之下,老百姓更看重后者,因为有国家声誉“陪着”,将钱存到银行体系的储蓄存款账户无疑等于送进了铁打铜铸的“保险箱”。在这种情况下,居民部门的储蓄偏好倍受激励便是自然而然的事情。不过,国家通过确保存款账户的安全来稳定居民储蓄,这只是金融合约签署时诸多约定中的一种。银行体系保持稳定,居民部门自然乐观其成,但仅凭于此,仍不足以让银行储户们彻底放心,因为经济改革以来零售物价指数不时波动的历史,依然让绝大多数老百姓心存余悸。除非将通货膨胀控制在较低的水平,否则银行储户依然会不“领”国家担保的“情”而携款出走。好在国家奇迹般地兑现了这一履约难度极大的约定,根据表4,在1997~2009年的13年间,平均通货膨胀率只有1.48%,这意味着老百姓的后顾之忧被完全解除。无疑地,国家对其长期金融承诺的诚实兑现使得“中国居民具有理性而稳定的未来预期”,从而不用担心自己的银行存款价值像前苏联那样被通货膨胀迅速吞掉,可以说,中国“居民愿意增加自己的自愿储蓄是改革者通过渐进式改革得到的相对稳定经济环境的附带利益”(Naughton,2007)。1996年以来中国居民储蓄存款持续快速增长的事实一再表明,针对那只曾经咆哮的“笼中虎”的“虎转牛”改革计划已然大功告成。从此,完成华丽转身的居民储蓄便开始步入服务于经济改革与增长的长期历程。

居民储蓄以其稳健的“田间牛”形象现身于经济增长过程,对于长期面临财政困局并迫切寻求其他投资资金来源的决策层而言,这绝对是梦寐以求的事情。但让人疑惑不解的是,中国居民部门的可支配货币收入尚处于较低水平,据国家统计局公布的数据,即便是到了经济改革启动30余年后的2009年,中国人均GDP不过25188元人民币(国家统计局,2010),也就是说只有3600美元左右,这一数额,甚至低于拉丁美洲和一些非洲国家;按理说,在这样一个人均收入区间,人们会拥有较高的消费倾向,可是,中国的居民部门却反其道而行之,他们选择了更多的储蓄,而不是更多的消费。难怪世界银行的一份研究报告发出这样的惊叹:“中国自1978年以来显著业绩的最突出特征是其储蓄率,它就像增长率一样是中国真正的经济奇迹”,“稳定的高储蓄率是中国人所选择的改革道路取得的重大成功之一”;中国“极高的储蓄率是在很低的收入水平上完成的,使其即使在储蓄率较高的这一批国家和地区中也属例外”(1997)。由此不难想象,如果中国居民部门在消费与储蓄之间做出的是正常的经济选择,那么,即便有上述国家的庄严金融承诺在先,“田间牛”也不会紧随其后。这就意味着,“笼中虎”之所以能够如愿转化为“田间牛”,一定有着更为深刻的制度原因。

从某种意义上说,“虎转牛”计划的顺利实施可谓机缘巧合。尽管我们不排除经济改革以来的高储蓄可能与中国人素来的“省吃俭用”文化抑或由代际关怀(如为孩子提供更多更好的教育以及熨平下一代可能面临的财务风险等)引致的攒钱偏好有关,但是人们所表现出来的储蓄倾向是如此之强烈,而且延续时间是如此之持久,就不得不令人猜想,中国的居民部门一定是在经济改革的某个重要环节遇到了某种显著的不确定性,从而需要在家庭金融安排方面“未雨绸缪”。

就在“软着陆”政策开始全面实施且初见成效的同时,一场更为深刻的经济体制改革行动也在紧锣密鼓地展开。1993年11月14日,中共十四届三中全会通过了《中共中央关于建立社会主义市场经济体制若干问题的决议》,决意推进以国有企业制度创新为核心的经济改革进程。12月29日,第八届全国人大常委会第五次会议通过《中华人民共和国公司法》,标志着决策层已然完成了国有企业改革的法律准备,并在正式制度层面设定或者明确了改革的公司化方向(章迪诚,2006)。

尽管此后的公司制改革道路并不平坦,但此项改革却给处身于这一进程的老百姓一个十分强烈的信号,那就是从今往后的中国经济改革与发展过程要引进更多的竞争与效率机制,原来几乎由国家完全承担的改革成本与风险需要由老百姓分担一些。

1997 年 9 月,中共十五大报告首次触碰国有企业的“失业禁区”,明确提出“下岗分流”和“减员增效”问题;1999 年 9 月,中共十五届四中全会通过《中共中央关于国有企业改革和发展若干重大问题的决定》,意味着由全社会分担风险的改革进程明显加速。一时间,“成千上万的国有企业和城市集体企业关闭,失业工人占了国有企业劳动力的 40%,城市集体企业的工人减少了三分之二”(Naughton,2007)。但与此同时,与风险分担机制紧密相关的住房制度与社会保障制度的建立则明显滞后。在这种情况下,“旧的由国家统包的制度破除得快而新制度建立得慢,所以人们的储蓄倾向有所提高,即期消费有所减少”(吴敬琏,2010)。中国经济改革在走过了一段不算短的人人都可获益的“帕累托改进”过程之后,终于来到了有人获益有人受损的“非帕累托改进”(樊纲,1990)阶段的入口。处在这一重要改革关口的老百姓开始强烈地感受到,由此前行,未来的经济生活将面临更大的不确定性,因此需要在金融安排方面早作准备。在社会保障制度严重滞后于企业改革进程的情况下,原先的国家保障以及“企业内保障”就只有被迫转换为在中国已延绵千年的“家庭内保障”(张杰,2005),而支撑“家庭内保障”的基本金融因素则非居民储蓄莫属。毫无疑问,正是 1993 年以来顺利推进的(宏观)“软着陆”政策操作与 1997 年以来陡然加速的(微观)企业改革进程的不期“联手”,加上国家担保的银行体系,最终造就了居民储蓄存款大幅稳定增长以及“虎转牛”这一改革“奇观”。

饶有意味的是,原来决策层担心老百姓花钱,因为那样会威胁储蓄存款的稳定,而现在一转眼则又担心老百姓不花钱,因为这样会拖累日渐疲软的国内需求。眼巴巴地看着零售物价指数一天天往下落,银行体系账面上的储蓄存款却一个劲儿地往上摞,这本来是求之不得的好事,可如今决策层反倒心急如焚起来。鉴于此,人们建议决策层适时采取“驱虎”政策,比如不少人曾经提议借助进一步发展证券市场“分流”一部分居民储蓄存款,但收效甚微。事实表明,不管证券市场如何“潮起潮落”,绝大多数老百姓仍将银行体系的储蓄存单当作进一步持有金融资产的首选。

借助证券市场发展的分流储蓄行动何以最终无功而返?原因其实很简单,与刻意塑造国家担保型银行体系的意图一样,决策层当初介入证券市场的主要动因也是为了给陷入财政困局的国有部门筹资(陆一,2008)。从理论上讲,在居民可支配货币收入既定的前提下,家庭金融结构中的银行存单与股票在很大程度上存在此消彼长的关系,因此,国家需要掌握银行信贷与股市筹资之间的金融平衡,以便使金融支持之和达到最大化。问题是,中国的证券市场从一开始就深陷各方利益博弈的“漩涡”而极具不稳定性,由此决定国家无法赋予其更大的金融支持“权重”。无论如何,决策层绝对不会允许出现这样的制度变迁结果,即以削弱既有被证明是相当稳定而有效的银行体系的金融支持能力为代价,来换取一种“前途未卜”从而难堪大任的资本市场安排。毫无疑问,仅由此角度看,以股票分流存单,这本身便是一道无解的金融改革方程。既然银行体系在提供金融支持方面具有如此显著的比较优势,那么,决策层对于发展证券市场等金融制度创新十分敏感并谨小慎微便是意料中事。从理论上看,金融制度创新无疑会有利于建立长期有效的金融发展机制,但是,在短期则“可能吸走银行体系的资金”,因此,“决策层小心翼翼地保持着对整个金融体系的管制,并努力保证大量的储蓄流入银行体系”(Naughton,2007)。

不仅如此,经济改革以来,中国的老百姓长期面对着一种“两极金融选择困境”,也就是说,在提供给他们的金融工具“菜单”上,只有两道风险迥异的“菜品”可选,一道是零风险的银行存单,另一道则是高风险的股票。经过证券市场初创时期的激情尝试与紧随其后的行情激荡,人们开始静下心来仔细端详和重新“品味”摆在他们面前的这两道金融“菜品”。银行存单的确收益偏低,甚至有时还会遭遇负实际利率,但它却具有一个得天独厚的优势,那就是国家、银行体系与居民部门曾

就此签署了一份风险担保合约,凭此合约,便可让储蓄存单长期保持其收益的平滑性质,从而彻底解除存单持有者的后顾之忧。依据金融学常识,股票兼具高收益和高风险的特征,正因如此,不少人的财富状况会因此在一夜间“别若天壤”。可是,基于当时特殊的制度背景,不少初涉证券市场的投资者并未留意这种特征,特别是在中央和地方政府几度伸手干预之后,人们更是一度产生了政府兜底从而股票只赚不赔的错觉。后来的制度变迁过程表明,政府无意也无力兜揽本应由投资者自己承担的市场风险。因此,与银行存单相比,股票就有一个先天的比较劣势,那就是在国家与股票持有者之间不存在风险“兜底”的金融制度约定。两相比较,对于平均收入水平尚低且拥有风险厌恶偏好的中国绝大多数老百姓而言,他们将更多的金融财富配置于银行储蓄存单而不是股票无疑是一种理性选择。

四、“笼中虎”的制度困局

在中国经济改革过程中,政府储蓄与居民储蓄的相向变化以及决策层对于居民储蓄存款稳定性的担忧,产生了一个意外的“间接”制度后果,那就是“大大增强了充当居民储蓄向工业部门流动之中介渠道的银行系统的作用”(Naughton,2007)。“当改革开始不久,面对财政能力迅速下降的局面,国家就已经在寻求能够满足其资金需求的特殊金融制度安排。这种制度安排既能有效动员日渐增长的居民储蓄,又能为国家的投资偏好提供及时的资金支持”(张杰,2008)。作为此番金融制度探寻的一种合乎逻辑的结果,20 世纪 80 年代中期,“整装待发” 的国有银行体系便赫然站立于经济改革新的起点之上。

毋庸置疑,改革以来中国经济平均 10%左右的高增长结果在很大程度上取决于这样一个十分特殊的金融格局,即国家担保之下慷慨提供信贷支持的国有银行体系的存在,使得居民储蓄存款与高速经济增长之间前所未有地建立了稳定的逻辑联系。若进一步细究,这种逻辑联系之所以能够建立,则是因为,伴随改革进程的推进,可支配货币收入获得迅速增长的居民部门做出了更多“持久性”持有银行存单而不是其他金融证券的金融选择。这种金融选择使得居民储蓄存款这只曾经几度发作的“笼中虎”在 20 世纪 90 年代中期实现了向“田间牛”的戏剧性蜕变。当居民储蓄存款终于可以长期安卧于银行体系账户的那一刻,一种注定让世界为之瞠目的“金融支持型”经济增长的漫长历程便正式起步。从此,“银行体系成了将居民储蓄转化为企业投资的重要渠道”(Naughton,2007)。可以说,正是“笼中虎”造就了一种与如此艰难而深刻的经济改革过程长期相伴却能充分保持市场信心的伟大银行体系,同时也通过支撑经济改革过程的高速经济增长而最终成就了这一银行体系特别是国有银行体系的惊天伟业。

可是,国家也因此付出了巨大的经济社会成本和制度变迁代价。我们已知,为了稳住伴随经济改革过程迅速成长的居民储蓄存款,国家将自己的声誉作为“人质”抵押给了国有银行体系。应当看到,居民储蓄存款之所以如“田间牛”这般温顺,那完全是因为有国家声誉与“虎”做伴。一种当时并不起眼的金融制度调整竟然需要国家声誉亲自“出面”,可见居民储蓄存款之“虎转牛”的条件和“要价”是何等苛刻与高昂!当然,国家之所以慷慨允诺如此苛刻之条件,则是因为其所追求的经济改革与增长目标从此有了长期可靠的金融支持机制。尽管如此,居民储蓄存款作为“笼中虎”的本性并未发生实质性改变,仅从理论上讲,一旦国家声誉宣告退出,即便老百姓的日常生活不会遭遇明显的宏观经济金融冲击,只要他们产生些许“心理波动”便极有可能使居民储蓄存款“原形毕露”。如果实际情形确系如此,那就意味着国家声誉已被“笼中虎”差不多彻底“套牢”,其退出成本因此变得异常巨大。随着经济金融改革进程的不断推进以及各种利益追求围绕国有银行体系的进一步纠结,蕴藏于这种制度格局深层的金融风险将难以估量。

更当堪忧的是,“笼中虎”还进一步牵扯出中国金融制度演进的“市场化悖论”(张杰,2007),从

而成为中国金融改革渐次陷入制度困局的始作俑者。在由国家、银行体系以及存单持有者“携手”营造的特殊金融博弈格局中,有关利益各方都会做出各自的理性选择。对于国家,既然支付了高昂的声誉代价,那就一定会寻求与这种代价相匹配的高额回报。那么,如何才能使其回报达到可能的最大呢?答案显而易见,那就是对银行体系的居民储蓄存款实施严格的金融控制,以谋求最大限度地掌控金融资源的配置权,从而替代日渐脆弱的国家财政汲取机制。当时的决策层一定明白,“一种按照财政规则运行的银行体系一定会比按照金融规则运行的银行体系具有更强的信贷供给能力”, 而事实表明,“该阶段得到迅速恢复重建的国有银行体系恰是国家量身定做和精心打造的财政‘替代品’”(张杰,2008)。就这样,国有银行的“投资放款约有三分之一分配给由国家计划委员会预先选定的项目,其他的放款也在相当大的程度上受到政府的非正式影响,尤其是在各省”(世界银行,1997)。平心而论,在迄今为止的长期经济改革过程中,虽然国家通过上述“金融合约”兜揽了大量的金融风险,但也借助银行体系的信贷机制获取了不菲的金融回报。

对于银行体系,其理性选择自然是最大限度地谋求无风险收益,而获取这种收益的最佳途径便是尽可能快地扩张信贷资产规模,因为只有信贷资产规模扩大了,银行账面上可供分配的会计利润才能增加。既有的金融制度设计恰好给银行体系获取无风险收益提供了极大的制度便利,由于信贷风险几乎被国家所提供的“无形资本”完全稀释,因此,“即使被要求贷款给亏损的国有企业,国有银行也不会担心,因为这些贷款被认为是‘安全’的,国家会保全它们”(Heffernan,2005)。不过,国有银行体系从一开始就敏锐地察觉到,无风险收益的获取并非没有条件,国家之所以为其提供风险担保,归根结底是因为自己账面上积存了巨额的居民储蓄存款和以此为基础主要面向国有经济的信贷投放。无论是居民储蓄存款还是信贷投放,国家对此都高度敏感,因为前者是“笼中虎”,事关老百姓的切身利益和经济改革中的人心向背,后者则是“助推器”,牵扯着改革中的经济增长前程。如所预料,国有银行体系一次又一次十分机巧地利用着这种所谓的“投鼠忌器”效应来牵引国家或者决策层针对银行制度的改革政策。当国家意识到,起初旨在笼络“笼中虎”的无形资本投入,最终会给已然走向市场化改革道路的银行体系营造出一个如此巨大的机会主义制度空间时,“蓦然回首”,却发现自身已经深陷金融市场化改革的制度困局而难以自拔。

相比之下,居民部门则更像是这场金融博弈的一个“看客”。从表面看,自 20 世纪 90 年代后期以来,他们便以异乎寻常的平和心态长期静观国家与银行体系之间的利益纠葛。尽管居民部门持有储蓄存单的实际微观收益与其所做出的宏观金融贡献并不匹配,但他们似乎对储蓄存款的安全性更为关注。正是这种安全偏好的长期存在,才为国家廉价获取和配置如此巨量的金融资源创造了千载难逢的机会,同时也为国家过度利用银行体系提供了可能与激励。仅从这种意义上看,国家与银行体系之间的金融博弈之所以陷入制度困局,居民部门对其储蓄资源的持久廉价出让也“功不可没”。当然,中国的老百姓并非不关注收益,在他们轻易廉价出让金融资源支配权的背后,其实掩藏的是其面对金融权利的无知与漠然。因此,前述国家、银行体系与居民部门三方签署的“金融合约”在很大程度上隐藏着金融权利的极不对称情形。既然是一份在居民部门并未(也不可能)完全充分表达金融权利意愿的情况下由国家与银行体系单方面签署的合约,其履约过程的不确定性甚或动态金融风险便可想而知。极端地看,在往后的经济改革过程中,居民部门哪怕一丁点儿金融权利意愿的独立表达都极有可能将这种看似牢不可破的“金融联盟”推向濒临解体的危险境地。众所周知,这种“金融联盟”一旦解体,其后果将是灾难性的。

重要的是,对金融权利的漠然往往与金融行为的非理性相伴而行,这种金融非理性既可能是长期的金融沉默,也可能是突然的金融爆发。问题在于,随着经济改革的推进和个人可支配货币收入的增加,居民部门的金融权利意识也在不断觉醒。可以预想,如果不及时改变既有的“金融合约”的权利内涵以及以此为基础的金融博弈格局,当国家与银行体系对居民储蓄存款的廉价使用达到

某种极限,仍然没有(或者无意)寻找相应的(市场化)替代金融安排时,照此逻辑继续前行的经济改革与增长过程将功败垂成。这决非危言耸听。居民部门毕竟是“笼中虎”的真正所有者,他们拥有以何种方式以及准备何时驱使“笼中虎”的最后决定权。从理论上讲,针对其储蓄存款账户,他们可以不征询现有“金融合约”任何签约一方的意见而单独做出任何金融决定。1996 年以来,居民储蓄存款表现得如“田间牛”般温顺,那其实只是一种暂时的“金融沉默”,要避免其在今后的改革过程中走向另一个“金融爆发”的极端,就需要顺应居民部门金融权利意识的觉醒以及金融理性的成长而调整既有的金融合约结构甚或重新签约。简言之,金融合约调整的过程或许十分复杂和艰难,但其中的要害则相当简单明了,那就是理解和尊重长期掩藏于“笼中虎”背后并被经济改革过程每每忽视的老百姓的金融权利。只有如此,中国的金融改革方能寻找到走出制度困局的可行路径。说到底,不管当下国有银行体系的金融汲取能力以及国家的金融控制能力何等强劲,中国金融改革的成败终将取决于广大老百姓的金融态度与金融选择。

五、结论性评论

若着眼于中国经济改革的长期过程,“笼中虎”只不过是一个曾经引发过短暂宏观经济恐慌的金融现象。在理论史上,虽然早在 20 世纪 90 年代初期就已有人关注过,但随后并未引起学术界的过多讨论与深入思考。本文对这种既往的特殊金融现象进行了细致而全面地历史与理论考察,结果发现,这种长期被中国经济学家漠视但又被人不时提及的金融现象其实包含着理解中国金融改革逻辑的诸多关键因素与基本线索。

在经济改革之前的中央计划经济体制中,国家曾经长期承担着经济资源配置的“双重角色”,也就是说,它既是主要的储蓄者,也是主要的投资者。不过,随着经济改革进程的启动,这种情形已经发生重大改变。由于政府部门的储蓄份额出现显著下降,国家便在改革进程启动不久就迅速“退出”了主要储蓄者的角色;可是,与此同时,国家并没有同步“让出”主要投资者的位置。结果,国家的储蓄角色与投资角色出现了严重的不对称情形(张杰,2003)。一时间,肩负经济增长以及制度调整责任且自改革以来一直踌躇满志的国家陷入了前所未有的金融困境。决策层很快意识到,眼下的当务之急是尽快寻找或者设计一种能够重新集中居民储蓄资源的金融制度安排,若否,从今往后的经济改革与经济增长将无从谈起。

仅从理论上讲,在当时,缓解金融困境的路径仍有他选,那就是让逐步担当主要储蓄者角色的居民部门以及正在获得各类自主权的企业部门成为资源配置主体,进而承担推动经济增长的主要责任。问题是,要让新的经济主体担纲如此重大的改革使命,除了自身金融能力的培育与锤炼,还需要做不少前期的制度准备,特别是金融市场机制的构建必须先行。可新旧经济体制尚处于转换过程,这些必要的制度准备在短期内难以成就。眼看着新的投资主体的成长尚待时日,可经济改革过程对金融资源的配置要求又“嗷嗷待哺”。在这种情况下,短期内缓解金融困境的可能路径就只剩一条,那就是尽快建立一种全新的金融制度安排,以便重新集中已然分散了的居民储蓄。

在改革初期,储蓄角色的“淡出”一度使得国家充满“金融紧张感”,正是这种“紧张感”促使国家决意“量身定做”一种前所未有的特殊金融制度安排,这种金融制度安排既能广泛而迅速地动员居民储蓄,又能坚决而有力地提供信贷支持。结果,作为国家面对国民储蓄结构发生戏剧性变化而被迫做出的一种本能制度反应,一种令人惊叹的国有银行体系“横空出世”。仅从动员居民储蓄的角度观察,国有银行体系的建立等于人为构筑了一座金融“堤坝”,当分散于千家万户的涓涓储蓄细流陆续汇入之后,原本波澜不惊的资金流倏忽间凝结为足以支撑长期经济增长的巨大金融能量。可与此同时,当居民储蓄存款的“水位”抬高到一定水平,这种银行体系本身所承受的金融压力

也骤然上升。饶有意味的是,当初建立国有银行体系,其目的是为了缓解由储蓄分散造成的金融紧张,殊不知,这种银行体系在超负荷运行多年之后又使国家重新陷入了金融紧张,只不过,这次的金融紧张不是因为储蓄过于分散,而是因为储蓄过度集中。

不难理解,“笼中虎”现象绝不是一种偶然的制度变迁“意外”,它其实是基于当时中国特殊的制度背景,国家为了缓释和挽救因储蓄分散导致的“金融紧张”和金融困局而进行金融制度设计合乎逻辑的金融后果。透过它,我们可以清晰地窥见中国国有银行体系乃至整个金融体系从产生到支持经济改革再到陷入改革两难的全过程。不仅如此,它还为人们进一步探究中国金融改革的特殊逻辑提供了一个新的可能角度。尤当关注的是,“笼中虎”现象再一次印证了制度变迁理论所强调的初始禀赋与路径依赖的重要性。作为一种应急的制度反应,政府主导型金融体系特别是国有银行体系的建立一开始可能是一项暂解国家筹资困境的权宜之策;即便当时已经有人意识到市场机制的培育会对中国长远的金融发展有利,但对急着等钱用的国家而言,却是“远水救不了近渴”的纸上谈兵。因此,决策层当时的改革政策选择纯属理性,因而无可厚非。可是,当随后的金融制度演进需要市场因素的成长时,人们突然发现,前面的金融演进路径早已被“锁定”。不管人们曾经做出多么艰辛的市场改革努力,市场因素还是难以重建其正常的成长逻辑。特别是,决策层并非没有金融市场化的意愿,但其竭力设计与推行的数次市场化改革行动大都无功而返。长期以来,不少人对此曾大惑不解,其实,这一切在很大程度上与经济改革初期决策层对居民储蓄的最初政策反应紧密相关:居民部门的储蓄偏好与金融行为方式一旦确立,便会内生出一种“自增强”的机制,这种机制会通过严重依赖居民储蓄存款的银行体系进一步“传染”或者扩散,最终逐步“挤出”人们正常的市场偏好与市场选择,并由此压缩金融市场化的空间。

参考文献:

樊纲(1990):《论改革过程》,载盛洪主编《中国的过渡经济学》,上海三联书店、上海人民出版社。

樊纲、张曙光等(1990):《公有制宏观经济理论大纲》,上海三联书店。

国家统计局(2010):《中国统计摘要(2010)》,中国统计出版社。

黄达(1984):《财政信贷综合平衡导论》,中国人民大学出版社。

黄达(1993a):《宏观经济观念辨析》,载《黄达文集》(下),中国人民大学出版社。

黄达(1993b):《宏观调控与货币供给》,《中国社会科学》,第 5 期。

黄达(2009):《金融学(第二版)》,中国人民大学出版社。

李健等(2004):《中国金融发展中的结构问题》,中国人民大学出版社。

陆一(2008):《闲不住的手——中国股市体制基因演化史》,中信出版社。

世界银行(1997):《2020 年的中国:新世纪的发展挑战》,中译本,中国财政经济出版社。

吴敬琏(2010):《当代中国经济改革教程》,上海远东出版社。

吴晓灵主编(2008):《中国金融改革开放大事记》,中国金融出版社。

易纲(1996):《中国的货币、银行和金融市场:1984~1993》,上海三联书店、上海人民出版社。

张杰(1998):《中国金融制度的结构与变迁》,山西经济出版社。

张杰(2005):《农户、国家与中国农贷制度:一个长期视角》,《金融研究》,第 2 期。

张杰(2007):《中国金融改革的“市场化悖论”——基于海南案例的分析》,《金融研究》,第 8 期。

张杰(2008):《市场化与金融控制的两难困局:解读新一轮国有银行改革的绩效》,《管理世界》,第 11 期。

章迪诚(2006):《中国国有企业改革编年史》,中国工人出版社。

邹至庄(2002):《中国经济转型》,中译本,中国人民大学出版社。

Shelagh, H.(2005):*The Modern Banking*, John Wiley & Sons,Inc.

Naughton, B. (2007): *The Chinese Economy: Transitions and Growth*, MIT Press.

(责任编辑:周莉萍)