

我国经济波动与金融稳定

刘锡良¹ 李镇华²

(西南财经大学中国金融研究中心 610074)

内容摘要: 经济稳定和金融稳定密切相关, 剧烈的经济波动严重影响金融稳定, 金融稳定也直接反作用于经济发展。本文立足经济波动理论, 研究我国经济波动对金融稳定可能造成的影响。文中对我国的经济波动进行了解释, 探讨了经济波动促使影响金融稳定的风险积累, 并结合未来几年宏观调控等国内因素、WTO 等国际性因素, 分析出政府主导型的投资过热将可能严重影响到金融稳定。

关键词: 经济波动 经济稳定 金融危机 金融稳定

我国本轮经济周期从 2002 年启动以来, 连续三年增长速度都处于上升状态: 2002 年 GDP 增长率为 8.3%, 2003 年为 9.3%, 2004 年为 9.5%, 2005 年上半年同比增长 9.5%, 比去年同期低 0.2 个百分点。经济的高速增长带动金融总量的快速增长: 截至 2005 年 3 月, 我国的金融资产总量达到 27.73 万亿元, 其中银行信贷资产达到 23 万亿元, 比重高达 82.94%。以政府投资为主的本轮经济增长使金融总量发生巨大变化, 但是经济结构的变化却不容乐观, 新产生的大量金融风险可能影响我国未来几年的金融稳定。可是本轮经济波动积累的哪些经济风险、金融风险可能影响我国的金融稳定? 哪些因素可能成为我国金融不稳定的导火索? 本文将努力去寻求答案。

一、研究文献回顾

金融稳定概念在最近十年提出来以前, 关于金融稳定的研究主要体现在导致金融不稳定的原因——金融危机的研究上。古典经济学论及金融危机问题, 是对经济周期、经济危机理论研究的派生, 并不独立于经济危机问题。约翰·穆勒¹分析商业危机, 认为原因在于信用的急剧扩大和收缩, 商业危机之前必然出现信用扩张。1862 年法国经济学家朱格拉根据法国、英国、美国的统计数据提出了著名的“朱格拉周期”, 认为存在长度为 9~10 年的经济周期, 每一周期包括繁荣、危机、清算三个阶段。马克思²认为货币信用危机多半是伴随经济危机出现, 大量的商品积压不能销售, 信用发生动摇。危机的根源在于资本主义制度, 即生产的社会性与资本主义私人占有制之间的矛盾, 当这矛盾极为尖锐时, 就会爆发生产相对过剩引起的经济危机。他区分了源于生产领域的货币危机和源于金融领域信用扩张导致的信用危机, 指出货币信用危机, 除了由于特殊原因(战争、政变等)所引起的情况外, 只是由资本主义基础矛盾所造成的全面的生产过剩的经济危机的表现形式。马歇尔³着重研究金融市场与工商业波动的关系, 认为导致危机的真正原因不是少数企业的破产, 而是许多信贷没有坚实的基础, 一国的信用波动会传染到另一国, 引起另一国的信用波动。1929 年~1933 年资本主义世界的大危机, 引发了经济学界金融危机理论探讨的第一次热潮, 包括具有代表性的“债务——通货紧缩”理论及金融体系不稳定假说。凯恩斯⁴认为, 经济周期变动的主要原因是资本边际效率的循环变动。欧文·费雪⁵对大萧条和银行危机所进行的理论解释具有代表性, 认为金融危机是周期性的, 是会造成过度负债状态, 引起债务——通货紧缩过程的一些金融事

¹约翰·穆勒, 《政治经济学原理》, 商务印书馆, 1991

²马克思, 《资本论》, 人民出版社, 1975

³马歇尔, 《经济学原理》, 商务印书馆, 1964

⁴凯恩斯, 《就业、利息和货币通论》, 商务印书馆, 1999

⁵欧文·费雪, 《大萧条的债务——通货紧缩理论》, 《计量经济学》, 1933

件，以银行借贷作为资金来源的过度投资使企业过度负债，引发金融危机，危机使银行出现大量不良资产。费雪注意到了过度负债与通货紧缩的相互作用一方面加剧了金融危机，另一方面使整个经济陷入萧条。货币主义者弗里德曼和施瓦兹⁶（1963）、卡甘(Cagan,1965)认为金融危机就是产生或加剧货币紧缩效应的银行业恐慌。弗里德曼和施瓦兹对造成美国货币不稳定的银行业恐慌，尤其是1929~1933年的银行业恐慌有相当多的论述，他们认为银行业恐慌的重要性在于通过货币供给影响经济活动。20世纪60年代逐步兴起的信息经济学、博弈论和制度经济学，为研究金融危机的微观机理奠定了理论基础。明斯基的分析基于资本主义繁荣与萧条长波理论，解释这一循环往复的长波时，提出了两种可能的原因：一个是所谓代际遗忘解释，另一种解释被称为竞争压力解释，即贷款人是出于竞争的压力而做出许多不审慎的贷款决策，因为如果不这样做他们将失去顾客和市场。金融中介机构的产生本身是对信息不对称的一种回应，是有助于解决逆向选择和道德风险的一种机制。这种机制存在内生性缺陷，储户的信心、金融机构资产选择中的内在问题使得金融风险不断产生和积累，最终可能引发金融危机。20世纪80年代以后，随着金融全球化的深入和世界范围内的货币危机的频繁出现，使得有关金融危机及金融安全的话题再次成为理论研究的热点，逐步演进成三代货币危机模型。从Krugman、flood和Garber为代表的第一代投机攻击模型到20世纪90年代中期以解释欧洲货币体系自我实现危机的第二代“逃跑规则”都是针对货币危机。Krugman不成熟的第三代模型，把货币危机看作经济危机的一部分，但货币危机与金融危机混淆。Gregor Irwin和David Vines合理吸收Krugman、Dooley和Sachs的研究成果，归纳总结出较具有代表性的第三代危机模型。该模型主要是研究资本市场危机和货币市场危机造成价格大幅度波动，短期外债安排不合理，存在需要大量归还而又不能归还的短期外债，金融机构资产负债状况恶化而带来流动性困难，在没有融资渠道的情况下形成金融机构危机。1998年俄罗斯金融危机爆发后，国与国之间的合作、国内金融机构之间的合作变得越来越重要，Marshall. David A.（2001）引入“柠檬市场”思想，分析了逆向选择和道德风险导致金融市场的危机，提出政府通过降低实际利率对避免金融危机具有重要作用⁷。

国内的文献，我们按照两条线，其一是经济波动的研究历程，其二是金融稳定近年的研究演绎。关于我国经济波动的理论研究文献较多，其中胡鞍钢在上世纪90年代对我国经济波动进行了系统性研究，在《中国经济波动报告》中讨论了两个基本问题：一是为什么中国经济发展总是大起大落？二是如何防止和避免中国经济发展大起大落？总结得出：中国经济波动发展的规律性特点是经济增长率的上升——下降——再上升——再下降的周期波动，伴随而来的是经济政策的扩张——紧缩（调整）——再扩张——再紧缩（再调整）的反复变动过程；经济发展的大起大落既是中国经济发展的最显著特点之一，也是中国社会矛盾冲突的根源之一⁸。王鹏飞研究了中国宏观经济波动与名义货币供给波动的密切关系，债务和真实利率的动态作用会放大最初货币所带来的冲击，在企业债务与货币供应以及由此带来的通货膨胀存在一个不断加强的反馈机制，其中由真实利率和企业债务变化而导致企业绩效的变化是该过程的传导因素⁹。

最近两年来金融稳定影响因素的研究成果数不胜数，如胡国和宋建江从房地产角度探索房地产对金融稳定的影响，认为房地产价格波动可以通过影响货币政策传导机制以及经济主体的消费投资行为将其效应传递至金融系统。由于房地产金融风险存在的客观性以及间接融资为主体的融资结构承受能力较弱，区域金融稳定将受到冲击¹⁰。吴念鲁和郗会梅深入阐述

⁶弗里德曼和施瓦兹，《美国货币史，1867~1960》，1963

⁷刘锡良等，《中国经济转轨时期金融安全问题研究》，中国金融出版社，2004

⁸胡鞍钢，《中国经济波动报告》，中国国情与发展丛书，辽宁人民出版社，1994年12月第1版

⁹王鹏飞，《货币、债务与中国宏观经济波动，从企业绩效与债务角度理解1997年以来的通货紧缩》，课堂论文

¹⁰胡国 宋建江，房地产价格波动与区域金融稳定，《上海金融》2005年第6期

了金融稳定性的涵义及金融不稳定的危害，进而阐明了金融稳定对于实现金融功能，提高金融效率的作用，并在此基础上论证了我国货币金融政策的制定必须兼顾金融稳定¹¹。北京大学张维迎博士在“中国社会保障制度国际研讨会”上提出影响中国未来金融稳定的三大因素是保险业、养老金和基金¹²。周小川提出差的金融机构必须受到惩罚和处置，控制它们的扩张，甚至要把它们淘汰出局。只有这样才能有良好的财经纪律，处理好保持金融稳定与防范道德风险之间的关系。通过市场约束的力量与监管机构的监管以及其他宏观经济政策结合起来，才能保持金融稳定、防范道德风险¹³。我们也在开放条件下，从金融安全的角度去分析思考中国金融不稳定的微观、中观和宏观的影响因素，在全球化背景中研究资本外逃、资本与金融项目开放顺序与金融安全的关系，然后从金融安全网和区域金融安全的对策角度回答了怎样维护金融稳定¹⁴。

本文的研究，将充分借鉴前面学者已经提供的研究平台，从经济波动和金融稳定的一般理论，去分析本轮经济波动风险的积累和引发金融不稳定的导火索。

二、经济周期和经济波动

所谓经济周期，指随着时间的发展，指示宏观经济运行的经济变量经常会表现出上下波动的循环往复，反映实体经济重复地经历扩张与紧缩等阶段。一个经济周期可分为四个阶段：繁荣、衰退、萧条、复苏。其中繁荣与萧条是两个主要阶段；衰退与复苏是两个过渡阶段。经济周期四个阶段各自的特点：繁荣阶段，国民收入与经济活动增长发展高于正常水平，表现为指示宏观经济增长的指标大大高于长期平均水平，而实际生产部门生产能力迅速增加，投资增加，信用扩张，价格水平上升，就业增加，公众对未来乐观。萧条阶段，国民收入与经济活动低于正常水平的一个阶段，生产急剧减少，投资减少，信用紧缩，价格水平下降，失业严重，公众对未来悲观。衰退是从繁荣到萧条的过渡时期，这时经济增长速度开始从顶峰下降，但仍未低于正常水平。复苏是从萧条到繁荣的过渡时期，这时经济开始从谷底回升，但仍未达到正常水平。

经济波动是经济周期通过经济指标表现出来的变化幅度和频率，其背后隐藏的实质都是经济发展过程中的周期性的变化。如我国从上世纪 90 年代以来，经济发展增长速度经历了比较大的波动，见下表：

表一 我国近年来名义 GDP 和实际增长率

年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
名义 GDP(亿元)	18547.9	21617.8	26638.1	34634.4	46759.4	58478.1	67884.6	74462.6
实际增长(%)	3.8	9.2	14.2	13.5	12.6	10.5	9.6	8.8
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
名义 GDP(亿元)	78345.2	82067.5	89468.1	97314.8	105172.3	117251.9	136515.0	
实际增长(%)	7.8	7.1	8.0	7.5	8.3	9.3	9.5	

数据来源:国家统计局网站<http://www.stats.gov.cn>，其中名义GDP以当年的价格为准

我们把上表制作成曲线图（图一），图中可以看出：进入 90 年代以后，我国经济最低增

¹¹吴念鲁 郅会梅，对我国金融稳定性的再认识，《金融研究》，2005 年第 4 期

¹²张维迎，中国未来金融稳定的三大潜在威胁，《中国市场经济报》，1998.7.10

¹³周小川，保持金融稳定防范道德风险，第五次亚洲论坛上的讲话

¹⁴刘锡良等，《中国经济转轨时期金融安全稳定研究》，中国金融出版社，2004

长率都达到 7.1%，如果考虑到我国目前正处于转轨时期，经济制度的变化导致原有被束缚生产能力的释放，使我国的经济增长速度相对发达国家而言，一直在高位运行，而且经济增长率的变化幅度较小，经济周期不是十分明显。如果通过调节坐标，把 GDP 的增长率变化幅度放大，可以观察到我国经济增长经过 1989 年以来的低谷后，于 1991 年开始复苏，1992 到 1995 年连续四年在高位发展，每年增长率都超过 10%，处于繁荣期。但是从 1996 年开始进入调整期，一直持续到 2001 年，经济增长率处于 8% 上下小幅波动，但从 2002 年开始明显又进入新一轮的经济增长，2004 年达到近年来的新高。

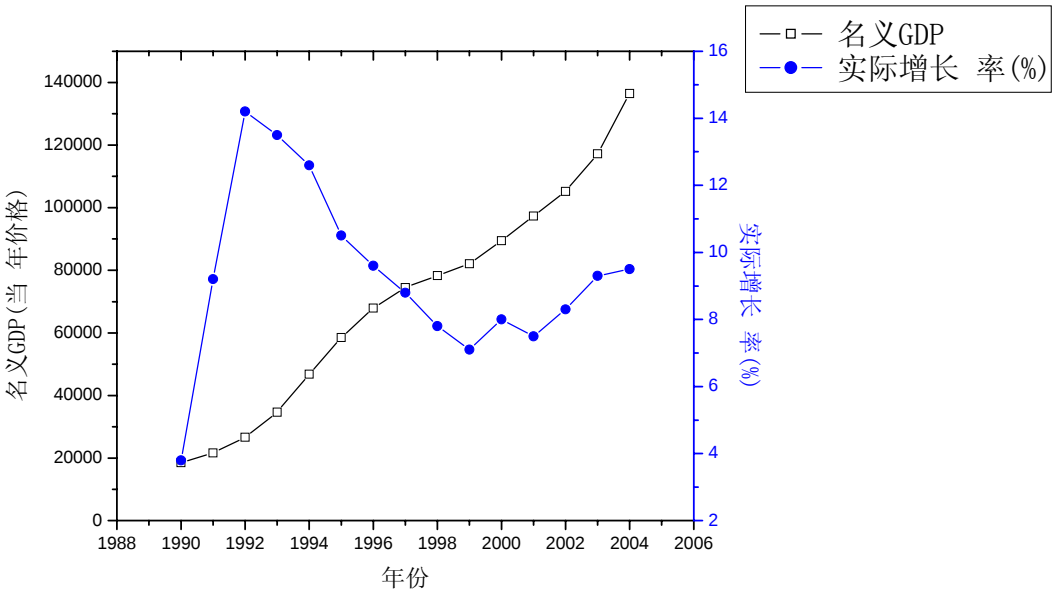
1993 到 1995 年，中国经济在高速发展的同时，伴生了较为严重的通货膨胀，其直接原因在于固定资产投资过猛。1993 年开始多年的固定资产投资增长率都在 30% 以上，各地纷纷批地建园建区，上项目，大搞楼堂馆所建设，带动民间投资跟进，并“倒逼”银行增加贷款，是一种典型的政府主导型的投资过热。投资过热引发原材料、能源价格上涨，形成成本推进型的通货膨胀。那次投资高潮在当时引发了通货膨胀，在几年内形成了新增生产能力，社会总供给迅速扩大。

始于 1997 年的东南亚金融危机，严重冲击我国的出口市场，虽然我国政府采取扩大基础设施、能源建设等多种拉动内需的宏观经济政策，也不能扭转社会总需求增长缓慢的势头。于是在总供给增长速度大于总需求增长速度的情况下，从 1998 年出现“过剩经济”，导致了长达数年的通货紧缩（见表二）。与每一轮经济繁荣相伴随的是固定资产投资的激增和银行贷款余额大幅度上涨，不良贷款比率下降；与每一次经济发展缓慢相伴随的是产能的相对过剩和银行贷款增长速度的下降，银行不良贷款绝对额和相对比率的上升，社会经济领域出现一定程度的通货紧缩。

表二 消费者价格指数（环比）

年度	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
居民消费价格指数（CPI）	102.8	99.2	98.6	100.4	100.7	99.2	101.2

数据来源:国家统计局网站<http://www.stats.gov.cn>



图一 近年来名义 GDP 与实际增长率关系图

数据来源:国家统计局网站<http://www.stats.gov.cn>

三、我国本轮经济扩张的解释

（一）经济的扩张概况

为对抗 1998 年到 2001 年的通货紧缩，我国政府从 1998 年前后实施以政府投资为主的扩张性财政政策，配以稳健的货币政策，通过拉动内需、扩大总需求，刺激经济发展。当然稳健的货币政策实质是货币供给量的高幅度增长。然而流通领域根本感觉不到货币的增加，出现“货币失踪”之谜。主要的原因是我国商业银行在 98 年开始实行资产负债比例管理，中央银行对商业银行的监管加强，商业银行本身经营管理制度的变革，而且由于通货紧缩，大量的企业经营遇到的困难增加，符合商业银行贷款标准的企业数目不能满足商业银行需要运用的资金增长，越是紧缩，越是惜贷，越是惜贷，越是紧缩，因而失踪的货币大多数都呆在商业银行，导致“惜贷”现象。贷款增长率从 1997 年开始逐年下降，由 22.5% 下降到 2000 年的 6.0%，远远低于实际 GDP 增长率，与 97 年以前贷款一直保持 20% 以上的增长率形成明显对照。

从 2002 年下半年开始到 2004 年上半年，中央到地方政府官员大换届，胡鞍钢所说的“经济的政治周期”表现出来，各级地方政府为了政绩，纷纷批地建园建区、上项目。政府的投资带动社会投资的急剧膨胀，银行的贷款大幅度上升。投资需求的推动拉动社会总需求的增长，从 2002 年下半年开始我国经济出现较大幅度的增长，GDP 增长率逐年攀升（见图一）。就增长率而言，我国的经济发展势头是令人满意的。

经济增长质量来看，我国用占世界年消耗 30% 的钢铁、31% 的煤炭、40% 的水泥、25% 的氧化铝才生产出占世界生产总值 4% 的财富；而且许多重要资源，如石油、铁矿、有色金属和木材等，现在已经面临短缺，相当程度上依靠进口维持；生态环境破坏相当严重，基本生存环境的恶化严重制约国人的生存和发展。

经济结构而言，基础设施和能源建设项目大量上马，扩大了社会需求，导致钢材、水泥、橡胶、电解铝等原材料和能源价格大幅度上涨，加上农产品受减产因素影响，价格也上涨，引发最近几年成本推进型通货膨胀。同时由于改革的深化，大量下岗工人加入到失业大军中，强烈的未来收入风险意识横扫华夏大地，大多数消费者不会也不可能扩大消费来迎合这种投资的增加。从而一般消费品的价格并没有上扬，消费者物价指数基本保持稳定状态。原材料和能源价格的大幅度上涨与消费产品价格徘徊形成明显对照。

行业而言，本轮经济扩张的主导推动力是房地产行业。2003 年是我国房地产业投资增长速度和投资总额均创房地产行业新高，全国房地产开发共完成投资 10106.12 亿元，同比增长 29.7%。

面临成本推进型通货膨胀，政府于 2004 年中期开始采取适度从紧的宏观政策，控制投资的过度增长。但由这次投资扩张形成的生产能力过剩问题今年已经初步显现，钢材、水泥等建筑材料价格大幅回落，又出现一定程度产能过剩和通货紧缩。这似乎就是上世纪 90 年代以来的中国经济周期状态：通货紧缩——政府主导型投资——成本推进型通货膨胀——产能过剩、需求不足——通货紧缩。

（二）银行资金对经济扩张的推动

表三和图二可以看出：我国从 1998 年开始为了促进经济的增长，实行从适度从紧货币政策向稳健货币政策的转变，货币供给量增长速度远远超过实体经济发展、物价稳定的需求，但是贷款增长率却没有保持较高速度的增长，反而呈现下降趋势，甚至在 2000 年还小于实际 GDP 的增长率。从 2001 年开始，我国贷款增长率又超过实际 GDP 的增长率，逐年大幅度增加，到 2003 年又高达 20% 以上，增长速度波动幅度变大；实际 GDP 的增长落后于各

项贷款，贷款的大幅度增长发生在实体经济大幅度增长之前。经济增长背后隐藏的是大量贷款资金的投入与支撑。

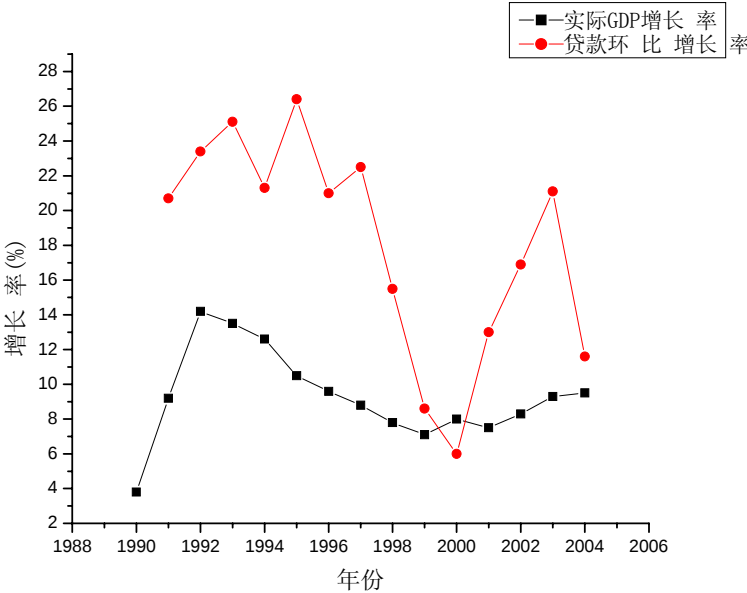
从贷款结构看，新增贷款主要流向城市基础设施建设、园区建设、旧城改造、房地产业、水电煤气供应业等。2003 年前三季度，各类房地产贷款（包括住房开发贷款和个人住房贷款）增加 4264 亿元，占全部中长期贷款增加额的 37%。截止到 2004 年，房地产贷款占我国银行业整个中长期贷款的 33%，而中长期贷款又占银行贷款的 40%。经济增长的质量不可避免的将决定贷款质量，贷款是我国的主要金融资产，那么贷款质量又决定我国金融资产整体质量，也就决定我国金融整体稳定性，即经济增长质量将决定金融稳定性。

以银行业为主的社会资金供给渠道，在我国相对而言是一种成本较低、获得难度较低的融资方式，可以说每一次经济高涨的出现都是商业银行资金做出重大贡献的结果。虽然通过

表三 1990~2004 年实际 GDP 增长率与各项贷款总额

年份	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
GDP 实际增长率	3.8	9.2	14.2	13.5	12.6	10.5	9.6	8.8
各项贷款(亿元)	17680.7	21337.8	26322.9	32943.1	39976	50544.1	61156.6	74914.1
贷款环比增长率		20.7	23.4	25.1	21.3	26.4	21.0	22.5
年份	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	
GDP 实际增长率	7.8	7.1	8.0	7.5	8.3	9.3	9.5	
各项贷款(亿元)	86524.1	93734.3	99371.1	112314.7	131293.9	158996.2	177364	
贷款环比增长率	15.5	8.6	6.0	13.0	16.9	21.1	11.6	

*增长率用百分比表示% 数据来源:国家统计局网站<http://www.stats.gov.cn>



图二 1991-2004 年实际 GDP 增长率与各项贷款增长率

近几年从中央到地方政府的艰苦努力，银行业本身的经营状况发生了巨大改善，特别是不良贷款实现了双降。从中国银监会获悉，2005 年 2 季度贷款 5 级分类统计数据显示，境内全部商业银行（包括国有商业银行、股份制商业银行、城市商业银行、农村商业银行和外资银行）贷款质量继续好转，不良贷款余额和比率继续呈现“双降”：到 6 月末，全部商业银行不良贷款余额为 12759.4 亿元，比年初减少 5550.7 亿元，不良贷款率为 8.71%，比年初下降

4.14个百分点。但是由于商业银行从现代经营管理制度的建设到进入良性运行轨道是需要时间的，加上我国银行业经营的外部经济环境需要进一步改善、信用制度需要建设、我国银行业过去存在较大的管理缺陷，因而商业银行还存在较大的操作风险。如果大量的社会资金通过存在经营管理问题的银行渠道，流向政府主导的基础建设，不良资产理所当然的就会在银行后来的经营管理中暴露出来。

（三）地方政府为政绩投资过热

我国尚处在社会主义市场经济的初级阶段，政府承担了非常多的经济职能。在政治体制还未达到理想水平时，以GDP增长率为核心的经济指标是衡量地方政府官员是否与中央保持一致的重要依据，当中央政府实行扩张的财政政策、扩大投资拉动内需的时候，地方政府争先恐后的配合财政政策，扩大地方投资、增加建设项目。而且由于民主、法制建设滞后的原因，地方政府官员常常可以通过本地经济的发展获得寻租机会。同时地方政府通过旧城改造和热衷于房地产获得的利润，成为财政的主要收入，个别地方甚至占到1/3，地方政府的致富又为政绩工程提供了资金。这样的背景下，地方政府官员大搞重复建设和“形象工程”也是一种符合官员理性的选择。

这一次从2002年下半年持续到2004年上半年的政府换届导致经济的政治周期，全社会固定资产投资几乎失控：2001年37213.49亿元，比上年增长13.0%，2002年43499.9亿元，增长率达16.9%，2003年增长率超过20%的危险线，比2002年增长27.7%，2004年增长25.8%，今年一季度为22.8%，全年也可能保持在20%以上。这三年的投资率（固定资产投资占当年GDP的比重）都保持在40%以上。根据国际惯例和我国改革开放来的经验，投资增长率超过20%（1984~1988年，1991~1994年，2002年后），投资率超过40%（1993~1995年，2002年后），就会造成经济的局部或整体过热。地方政府在整个中央政府宏观经济调控过程中，往往逆中央政府的调控目标，对经济的波动起推波助澜的作用，如2003年前7个月中央政府的固定资产投资较上年同期减少8.9%，但地方政府投资却增长了41.6%，特别在汽车和钢铁领域，地方政府投资冲动有禁不止。

（四）商业银行大量的存差需要寻找出路

1997年第一季度末，我国商业银行体系的存差额为6376.2亿元，但到2004年12月底，商业银行体系的存差额达到了63161.58亿元。金融机构存贷差占月末存款余额的比重已由1998年1月份的7.42%大幅度提高到2002年9月份的23.73%。2005年3月末，金融机构人民币各项存款余额为25.6万亿元，同比增长15.9%；各项贷款余额为18.5万亿元，同比增长13.0%，存贷款的差额达到7.1万亿元。而且存款增速继续高于贷款增速，使存贷差继续扩大。在头寸宽松的情况下，为了刺激经济的发展，央行降低超额储备利率，促使金融机构为超额储备寻找出路。商业银行为了增加资金的回报率，改变资产构成，需要减少存放在央行低回报的资产，但是我国银行资金的主要出路或主要转化形式就是替代为信贷资产。于是一方面是银行存差的压力扩大，一方面是银行加强贷款的投放力度，发放大量贷款，投向政府规划的重大项目等。

（五）房地产价格飞涨

在中国，房地产被公认为是造就富人最多的暴利行业。过去的几年，房地产价格每年以超过10%的速度上涨，使房地产商都赚了大钱。虽然房地产商的利润在整个房地产价格中只占到并不起眼的15%到30%，但由于普遍使用极高的财务杠杆，房地产商的利润经常可以达到惊人的暴利水平。一位投行专家估计，房地产商的自有资本回报率可以达到500%。如此暴利的行业，当然就吸引大量社会资金涌入房地产行业，推动房地产热一波超过一波。

四、经济波动与金融稳定

Richard Randal 提出的金融周期理论认为，金融风险与经济的周期性波动具有密切的关系，在经济高速增长时期，许多金融机构将其信贷活动集中在一些快速发展的领域，导致金融风险积聚与增加，在经济扩张时这些风险被掩盖。随着经济增长减缓甚至衰退，金融风险迅速暴露出来，造成金融体系剧烈波动。对于体制转轨国家，宏观经济政策造成金融体系不稳定性的内在机理与市场经济国家有所不同，具有一定的体制性特征。体制转轨国家政府倾向于经济增长和提高就业水平，而将控制通货膨胀和实现货币稳定放在次要的位置。在以经济增长为目标的经济体系中，政府偏好于实行扩张性的财政政策与货币政策。政府对中央银行和商业银行强加以准财政的职能，对国有银行要求其以低于市场利率发放信贷，对贷款投向也严加约束，这削弱了金融机构的机能，造成了金融体系不稳定。

我国的经济波动，对金融领域积存的影响金融稳定的风险因素，具有双向的作用：一方面是在经济和金融总量的快速扩张中，稀释并掩盖了已经存在的诸多风险与不稳定因素。过去几年我们能够避免发生金融危机，很大程度上归功于渐进式改革和开放带来的经济高速增长。另一方面，经济波动促使影响金融稳定的风险积累，在一定情况下可能会诱发金融风险爆发为金融危机，影响金融稳定。

（一）经济扩张对金融不稳定影响因素的积累

我国最近几年经济高速增长，蕴涵了大量的金融不稳定因素：以原材料和能源为主的上游产品的价格持续上涨，增加了下游生产厂家的生产成本。可是由于经济转轨导致的未来不确定性，使以消费者物价指数为指标的最终产品需求不旺盛，消费产品的价格上涨几乎为零。生产成本增加，产品销售价格粘性，共同作用使下游生产企业经济效益下降，经营出现困难，这些生产最终产品的企业的银行债务质量出现变化的概率增大。

以投机套利为目标国际热钱总量超过 1000 亿美元投机房地产，既看好房地产有增值潜力，也博弈人民币升值、美元贬值相关。国际热钱大量进入使房地产资产泡沫火上加油，如果泡沫破灭，可能形成国内银行业通过个人按揭贷款和直接投资房地产行业的银行资金的损失；降低货币政策的独立性，引起利率政策和汇率政策的冲突。特别是国际热钱的大量流入，外汇储备规模过度增长，如何经营和管理庞大的 7000 多亿美元外汇储备也是困难问题。目前我国主要将国家外汇储备投资于海外高信用等级政府债券、机构债券、公司债券和国际金融组织债券等金融资产上，随着美元的贬值，我国人民辛苦劳作储备的财富无形中在急剧减少。从其带来的风险看，热钱投机者带来的最大风险，就是有可能发生的短期大规模撤资，这是我国金融稳定面临的重大威胁之一。

转型期的国企改革重组过程中，金融机构的贷款经常被豁免或停息挂账。金融机构承担大量支持国有企业改革的任务，一方面直接形成了不良资产，另一方面，政策性业务与商业性业务难以准确界定，金融机构的经营责任很难明确，由此产生道德风险并导致不良资产的进一步增加。各级政府给国企改革提供强大金融支持，客观上放缓了金融改革步伐。政府特别是中央政府主动或被动为多数金融机构提供实质上的信用担保，近年股市上政府伸出数只“救市之手”。金融成功转型所必须的财政约束、货币约束就很难迅速形成。我国以国有为主的金融业承担了相当部分国企改革成本，这些成本成为金融稳定隐患。

（二）房地产价格波动对区域金融稳定的影响

房地产业先天具备的高风险性以及和金融的天然联系决定了房地产金融风险必然存在。房地产商通过运用“财务杠杆原理”，在金融市场大量融资，主要是获得商业银行贷款。房地产开发的三个阶段，包括取得土地的前期阶段、施工阶段和销售阶段，每一阶段都离不开银行资金的支持，具体来说包括房地产开发贷款、流动资金贷款、施工企业贷款、住房抵押

贷款等。目前房地产开发资金 60%左右来自银行贷款。房地产企业对银行的依存度过高，一旦房地产经济发生波动，房地产企业的经营风险将转变为银行的资产风险。也就是说，目前我国房地产风险主要是由银行系统来承担的。

房地产企业与银行业金融机构的密切联系，使金融系统风险的客观存在；间接融资为主导的区域融资结构对房地产价格波动的承受能力较弱，一旦房地产价格发生较大波动，将无可避免地对区域金融稳定产生影响¹⁵。上世纪 90 年代初期，海南岛出现过这样的现象：近千亿资金涌向海南，几乎所有的土地都被炒过，房价像热气球一样节节攀升，一夜之间诞生了数百位千万富豪乃至亿万富豪，但是少数人的暴富最终是以金融机构的巨额坏账为代价，金融机构在海南房地产炒作中损失 600 多亿元。

（三）政府积极参与经济活动使政府积累了大量债务

政府投资对扩大内需、促进经济发展做出了重要贡献。就资金来源而言，中央政府投资来源主要是政府财政收入，包括税收、发行国债和对外负债，而地方政府没有发行地方政府债券的权利，因而资金来源就主要是地方财政资金和通过其它方式的负债，如欠建筑商工钱、材料供给商购买资金，可能会用地方财政未来收入担保。为了刺激经济发展，中央和地方政府都负上了沉重的债务，可能还有或有债务。如果将转移到国有资产管理公司帐上的 1.4 万亿银行不良资产与目前仍计在银行系统帐上的 1.3 万亿不良资产合并计算，仅银行系统的真实不良资产就达 2.7 万亿元左右，再加上目前约 2 万亿左右的国债余额，国有企业的负债考虑（其总数约为 2 万亿元），以及全国县以下乡镇政府的负债（估计约为 5000 亿元）¹⁶，政府总的负债规模大约在 7.2 万亿元左右，占 2004 年我国国内生产总值 136515 亿元的 52.7%。如果再算上截至 2005 年 3 月末的外债余额为 2334.09 亿美元（不含香港特区、澳门特区和台湾地区对外负债），通过官方汇率换算，政府的债务已经占我国 2004 年国内生产总值 66.6%，大大超过了 60% 的国际警戒线。通过我们的调查，部分地方政府事实上的隐性债务早突破地方财政的“围墙”，其数额之巨大只能用难以想象来形容，据了解四川某乡镇一年财政收入 70 万左右，但是负债却达到 800 万，因而地方政府负债总金额可能高达 1 万亿以上，它可能直接影响到国家信用的存在与履行。

五、可能诱发金融不稳定的因素

（一）政府烫平经济周期的宏观调控使部分已开工且大量投资的项目停顿

中央政府是经济波动的发动机，又是经济增长的稳定器，地方政府盲目行为超过中央政府的控制，中央政府就会实施重大经济调整，改变中央政府的经济建设方针。中央与地方政府目标可能形成尖锐矛盾，前者坚持经济调整，而后者继续坚持经济扩张，最后中央可能又被迫采取“一刀切”或者行政手段强行在全国实行经济调整：大力压缩固定资产投资规模，控制货币发行和信贷规模，削减财政支出，控制社会集团购买力，增加农业投入，促进农业增长。一旦削减投资规模，经济增长率和工业总产值增长率随之下降，并低于生产能力水平；大量企业停工停产，开始进入经济低谷期；企业之间的债务危机开始爆发，迅速形成“债务链”¹⁷。

近年来名义利率基本不变的情况下，通货膨胀使实际利率为负，大量的生产性企业经营成本下降，通过各种方式获取银行等金融机构的资金，大量投资于高风险项目。在信贷配给的情况下，部分企业在银行没有能有效识别高风险的情况下成为贷款对象，加上最近几年地方政府换届形成的“经济的政治周期”，使银行贷款的风险上升。随着宏观调控政策的实施，

¹⁵ 赵路兴 周江，关于当前房地产市场的几个问题，《城乡建设》，2005 年第 1 期

¹⁶ 仲大军，《中国经济是否一枝独秀？——中国经济的畸形发展及隐藏的问题》，2005 年 4 月网络文摘

¹⁷ 胡鞍钢，《中国经济波动报告》，中国国情与发展丛书，辽宁人民出版社，1994 年 12 月 第 1 版

一些前期已投资的固定资产项目下马，银行的巨额贷款就会形成新的不良资产。2004 年全国 4150 个项目“下马”，4813 个开发区被核减，当年底国务院出台 32 号紧急文件，即《国务院批转发展改革委关于坚决制止电站项目无序建设意见的紧急通知》，指出 2004 年全国违规上马的电站项目投资总额高达 6000 亿元，并要求各地坚决制止电站项目无序建设。正是在这个背景下，2005 年 1 月 18 日，国家环保总局在京宣布停建 30 个违规建设项目，其中有 26 座是电站项目。中央政府采取烫平经济周期的宏观调控政策，结果往往是已经开工而且投入大量资金的项目下马，房地产和金融资产泡沫破灭，大量新增不良贷款出现，使各种银行资产质量恶化，银行体系的不稳定性增加。

（二）能源供给紧张、经济紧缩期可能到来

首先是今年国际原材料价格继续上涨，国际原油价格在 2005 年 8 月初已经突破每桶 66 美元，远远超过能源企业通过提高对消费者收费来吸收更高成本的能力。受国际、国内原油价格上涨的影响，我国水、电、燃料类价格继续上扬，制造业和运输业等能源密集行业的企业遭受巨大打击。我国经济能否走出高耗能、低产出的粗放经营发展道路，找到一条更加持久、更加强劲的经济增长和社会发展之路，将严重影响到我国经济的发展。

其次是今年货币供应量增长率下降：截至 2005 年 4 月末，狭义货币供给量 M_1 的同比增速为 10%，广义货币 M_2 的同比增速为 14.1%，处于近年来的较低水平。今年前 5 个月 CPI 和 GDP 减缩指数增速下降，银行对企业贷款增幅减少，货币供应增幅继续下降，通货膨胀继续下降，真实利率再度上升，企业利润总额增速下降，企业债务恶化，最初的货币供应冲击被放大。商务部日前发布的《600 种主要消费品和 300 种主要生产资料商品供求状况调查报告》称，今年前 5 个月国家 39 个工业行业的产成品库存同比增长了 19%，产品供过于求的矛盾整体呈现加剧的趋势。特别是钢铁、电解铝等产品供过于求的矛盾比较严重，出现了价格下跌、库存和应收账款大幅增加的现象。在商务部监测的 84 种纺织品服装中，86.9% 的商品供过于求，73 种家用电器中 87.7% 的商品供过于求，19 种五金电料商品全部供过于求。这些宏观经济指标表明 2002 年以来的本轮经济增长的转折点可能已经出现。

（三）资本约束使商业银行未来资产的扩大受限，社会资金的供给趋紧

我国银行对传统规模扩张发展模式的依赖，使近年来银行资产急速扩展，而自有资本扩大却缓慢。按照加入 WTO 的要求，2006 年底各银行资本充足率要达到 8%，然而目前在全国 131 家银行中，达标银行仅 22 家。而且我国商业银行损失准备计提严重不足，国内银行的实际资本充足率被明显高估。资本充足率的刚性约束，将促使商业银行尤其是股份制商业银行进一步加强管理，提高赢利能力，通过资本的扩张来满足资产扩张的要求。如果股份制商业银行的赢利模式没有较大的改观，资本来源不能有效扩大，其资产规模发展速度将受到资本的严重限制。对于国有商业银行中的中国农业银行和中国工商银行，也面临同样的问题。

银行资产扩张的放慢将使最近几年整个社会资金供给减少，形成一定程度上的通货紧缩。以资本约束规模扩张和以效益增长为前提的发展理念，将促使银行也放慢资产扩张的速度，强化风险管理，严防信用风险、市场风险和操作风险；加大资产结构调整力度，适度控制贷款资产的增加，降低加权风险资产总量；加大对不良资产清收考核力度，加强对抵债资产的管理与处置，严格呆账准备的提取。对整个经济体来说，建设资金的紧缺将使目前的经济扩张受到严重限制，使大量的在建项目在未来几年面临资金短缺的问题，可能形成停工待料或项目下马的情况，那么已经投入巨额前期贷款的商业银行就可能新增大量不良贷款。如果积累的风险因素不能有效释放，那么可能影响到金融稳定。

（四）汇率制度未来改革的不确定性

保持人民币汇率基本稳定，不仅有利于中国经济和金融持续稳定发展，而且有利于周边国家和地区的经济和金融稳定发展，从根本上说，也有利于世界经济和金融的稳定发展。2005年7月21日，中国人民银行宣布：我国开始实行以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度；人民币对美元升值2%，即1美元对8.11元人民币。周小川8月10日上午在中国人民银行上海总部挂牌仪式上，向外界作出说明：篮子货币的选取以及权重确定是考虑中国国际收支经常项目的主要交易国家、地区及其货币，目前，美国、欧元区、日本、韩国等是中国最主要的贸易伙伴，相应地，美元、欧元、日元、韩元等也自然会成为主要的篮子货币。

但是盯住一篮子货币的有管理浮动汇率制面临的问题：受一国货币、财政等宏观经济政策因素的影响，促使“影子汇率”与实际名义汇率不一致，投机者理性预期有管理的浮动汇率将失守，特别是在我国存在大量外汇储备和贸易顺差的情况下，对人民币再次升值预期的存在，仍然通过国外资金的大量流入，抛售外币而持有人民币，使国家外汇储备继续大幅度上扬，使政府持有外汇资金的风险继续增加，那么人民币进一步升值的可能性是存在的。

政府通过维护盯住一篮子货币的有管理的浮动汇率制度的成本收益分析：政府稳定汇率的收益是整个市场对政府有信心及政府因此建立的信誉，金融体系的国际影响力稳定提高，其它国家对该国的金融实力预期良好，愿意接受该国金融企业的信用，即该国的金融是安全的。稳定汇率的成本可能是为稳定汇率而实行与国内经济周期相一致的宏观经济政策，从而加大经济波动，造成国内企业生存环境恶化而预期悲观，减少投资和其他经济交易而形成国内经济萧条，政府可能为了对外均衡而放弃对内均衡。因而如果政府通过衡量，人民币继续升值的收益大于维持稳定汇率的收益，那么不排除人民币还可能升值，当然这样行动的结果就让大量流入国内的国际热钱收获过丰，不符合我们的国家利益。

（五）突发性事件引发金融不稳定

从三十年代世界经济危机导致金融动荡，到1997年亚洲金融危机引发东南亚经济发展几十年积累财富的烟消云散，无处不显示出经济和金融的孪生关系，任何引发经济金融不稳定的因素都可能扩张产生严重后果。在我国转轨时期，与市场经济适应的社会大量制度还不完善，社会阶层的不断分化，特别是下岗失业人员和个体户的增加，社会不安定情绪的影响，一些小道消息往往瞬间被放大和异化。由社会突发事件引发的外生性金融风险，容易造成挤兑，严重影响到金融稳定，易演化为社会动荡。

国际政治环境日趋复杂，不稳定因素增加。我国与日本在东海上的油田、岛屿之争，与东南亚国家在南海诸岛主权和海洋资源的争端，到中亚与美国、俄罗斯、欧盟等大国在地缘政治和能源的争斗，到处都隐藏引发战争的导火索，一旦战争爆发，国内外金融稳定必定破坏，经济严重动荡。大国的军事结盟往往是世界将爆发武装冲突的前兆。因此世界各国战略伙伴关系的建立不排除未来我国周边爆发战争的可能。

六、可以得出的结论和政策建议

通过前面的分析，我们可以得出结论和政策建议：①金融风险与经济周期性波动具有密切的关系，在我国本轮经济高速增长时期，许多金融机构将其信贷活动集中在一些快速发展的领域，导致金融风险积聚与增加。在经济扩张时期，这些风险被高速发展的经济所掩盖，随着经济增长的减缓甚至紧缩，金融风险可能会暴露出来，造成金融体系的剧烈波动，影响金融稳定。②经济的周期性波动与宏观经济政策之间具有密切的关系，背离经济发展规律的经济政策将增加金融体系的不稳定性。对于我国这样的体制转轨国家，需要通过稳定宏观经济政策来稳定经济，从而实现金融稳定。③尽可能早日实现汇率的自由浮动，当然政府的调

控不是减弱，而是通过改变调控方法和手段进行加强。④面临的能源问题，我们需要更多的通过国家之间的利益交换，结成战略同盟来尽可能获得其它国家的战略能源。⑤要特别重视突发性金融风险，各级政府和金融部门要汲取已爆发的几次金融风波教训，尽早采取措施，建立相应的防范措施和计划，以确保经济健康运行。⑥建立危机紧急预警、处理机制，一旦危机爆发，有相应的应急处理方案可以操作和实施。

On the Economic Fluctuation and Financial Stability in China

.Liu Xiliang¹ Li Zhenhua²

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics,
ChengDu,610074)

Abstract: There is a great relationship between economic stabilization (ES) and financial stabilization (FS), and tremendous ES and FS can take effects to each other greatly. Based on the theory of Economic fluctuation (EF), we focus on the effects taken by EF to FS in our country. Firstly, the EF in this turn is explained, then the EF stimulating the risk accumulation that effects FS is approached. Linked with national factors as macro policy and international factors as WTO, the result is that the superheat of investment dominated by our government may affect FS seriously.

Key words: Economic fluctuation (EF);Economic Stabilization (ES); Financial Crisis(FC); Financial Stabilization (FS)

收稿日期: 2005 年 8-16

作者简介: 刘锡良，男，教授，博士生导师，西南财经大学中国金融研究中心主任；
李镇华，男，西南财经大学中国金融研究中心博士生)

(责任编辑：程均丽)