

中国内地金融体系的效率与稳定

——第六届中国内地经济研讨会纪要

Efficiency and Stability of the Financial System in Mainland China

A Summary of the Sixth HKIMR Conference on the Mainland Economy

2008年10月16日至17日，由香港金融管理局金融研究中心和厦门大学王亚南经济研究院联合主办的第六届“中国内地经济研讨会”在香港金融管理局顺利举行。此次研讨会主题为“中国内地金融体系的效率与稳定”，涵盖中国的经济增长与宏观金融问题、中国的金融市场体系与机制、中国的货币政策、中国与国际金融市场及其风险传导等重要议题。来自清华大学、北京大学、复旦大学、上海交通大学、中国社会科学院、香港岭南大学、国际货币基金组织、国际清算银行、中国人民银行、上海证券交易所、上海金融服务办公室、香港证券及期货事务监察委员会、香港金融管理局和厦门大学等单位约30位专家参加了此次研讨会。正值美国金融危机席卷全球，与会代表怀着极大的兴趣，深入并热烈地交流探讨了相关的经济金融议题。

一、中国的经济增长与宏观金融问题

金融发展与经济增长是密切相关的，二者互相制约，相互促进。在当前全球金融危机的背景下研究中国金融体系的效率与稳定，必然和中国实体经济的运行及其阶段性的特征相结合。

1 · 经济增长与宏观金融

中国社会科学院的李扬教授认为，中国经济将保持长期增长。数据表明，改革开放以来，中国经济经历了年均9.7%（调整后数据）的高增长。在我国以往历次经济周期中，上升阶段一般只有短短的一、二年，调整阶段费时颇长；而从1999年开始的第10轮经济周期的上升阶段持续了8年，目前进入了调整时期。经济能否保持长期增长的关键问题是投资能否有效地得到国内储蓄的支持。中国经济整体正处于上升通道，因为高储蓄、高投资、高顺差、高增长还会持续数年。从供给因素方面看，“人口红利”依然存在，我国的高储蓄率会持续下来。此次发生在美国的“金融危机”，说明低储蓄不仅是酝酿金融危机的温床，也会使得救助手段捉襟见肘。从需求因素方面看，工业化正进行到中后期（重化工）、城镇化正在中期、市场化仍在进行之中、全球化的影响正在扩大（对出口的影响）从而使得我国的高投资仍然会持续下去。

同时，李扬教授也指出，2008年下半年开始，经济下行趋势已经明显，鉴于国民经济运行的新变化，宏观调控政策已经从“双防”转变为“一保一控”。中国经济增长难以依赖外需和国内消费，依靠投资拉动仍然是近期主要手段。这是因为消费受制于国民收入增长及国民收入分配，多年的经济实践显示，内需的变动相当缓慢。当前全球经济下滑，外需必然萎缩，净出口更难以依靠。但是，我国现在已经处于工业化中后期，显然不能重复过去30年的投资于生产性资本的投资格局。因此，选择新的投资领域至关重要，如投资于基础设施以及“消费性”建设项目，比如水利。

最后，投资启动需要财政政策和货币政策相配合。上个月以来人民银行两次降低法定准备金率和利率，以及此前贷款规模的放松，充分显示了货币信贷政策松动的迹象。但是，面对经济下滑趋

势，金融机构已有惜贷倾向。参考国内外的经济实践，重启经济增长，难以单独依靠货币部门和货币信贷手段，依赖财政政策和政府投资的引领至关重要。在中国最近几轮经济周期波动中（如亚洲金融危机和非典之后），这种倾向表现得十分明显。

2 · 储蓄资本化与宏观经济增长

来自中国人民银行西安分行的孙天琦利用企业资产负债表信息，从微观层面研究居民储蓄资本化对企业与银行资产结构的影响及其对宏观经济增长的启示。他发现，在我国居民储蓄资本化的趋势下，2004年到2007年6月期间，上市公司资本融资渠道畅通，但是整体负债率上升。这说明在追求规模扩张的行为模式下，上市是企业获得资本、增加负债进而扩张资产规模的有效渠道。与此同时，商业银行的上市使部分居民储蓄存款从商业银行资产负债表的负债科目转出而转入所有者权益，因此从资产负债表上看，其负债减少，资本金增加，从而使商业银行有动力、也有压力投放更多的贷款。因此，居民储蓄存款资本化后，M1增长率上升，货币的流动性成分增多，流动性增强。储蓄资本化过程加快后，M1、M2增长率变化表现出“剪刀差”逆转的现象。

根据以上实证结果，孙天琦提出了一些政策建议。第一，需要进一步充实经济体系中的资本金。第二，需要研究经济周期高点、通胀压力较大情况下大量工商企业和金融企业很快上市后其资本金增加所潜在的扩张效应及其宏观后果。第三，我国证券监管当局也可以发挥一定的窗口指导功能，以适当方式调控上市节奏、优化上市公司产业结构。第四，增加IPO并且更多地对居民发行。第五，在融资结构向新均衡转变过程中必须坚守“稳健过渡、防范风险”的原则。最后，企业需要提高资本管理水平，在贷款和债券之间、在债务融资和权益融资之间权衡以得到一个最佳的融资结构。

讨论嘉宾建议作者进一步探讨企业上市的产业结构（如房地产业或服务业）对信贷规模和信贷效益的影响；对大陆特有的“规模以上企业”进行研究，观测其信贷流量及其结构变化，为货币政策与金融稳定政策提供支持；跟踪上市融资进行扩张的企业（行业），注意其在经济周期下行时的风险。

二、中国金融市场体系与机制

与本次研讨会的主题相应，我们邀请到了一些在国内金融研究领域和政策部门的知名专家学者，从不同视角分析了目前中国金融体系中银行业、证券市场、国债市场和民间金融领域的一些机制性问题。

清华大学的杨之曙等研究人员立足于中国实际，研究了中国银行业的贷款效率问题。以往的研究表明，在发达国家，上市公司宣布银行贷款时，股市会做出正面反应。那是因为银行拥有较多的信息优势，对企业的经营和财务状况有更深入的了解，因此，与发行企业债券相比，获取银行贷款是经营状况良好的一个重要信号。但是，这些研究的假设前提是，银行都是追求利润最大化的独立组织。杨之曙等认为，这个假设并不适合2004年之前的中国银行业。他们的实证研究发现，2004年以前，由于国有银行与国有企业的特殊关系，使得银行贷款的质量不高，市场往往表现出负面反应。很多贷款流向业绩不佳的企业，同时，这些企业的管理费用也很高。当投资者发现银行贷款作为“内部债”的信号功能失效后，只能选择其它信号作为银行价值判断的依据。此外，文章还根据关联交易程度、政府持股比例、贷款发放机构（总行或分行）和企业长期表现等标准对研究样本进行分组，研究不同银行的贷款表现。

讨论嘉宾及与会代表认为，这篇文章对中国银行业的业绩评估和决策分析有很强的参考价值，对于转轨经济中银行体系的研究也有借鉴意义。不过，这一研究本身并没有发现非常显著的负面信号效应的影响因素；设定了一些较强的理论假设，如银行可以准确识别贷款质量，银行没有贷款议价能力，股价是价值的真实判断，等等。建议把企业分成上市企业与非上市企业，大企业和小企业分别研究，考察其它非国有银行的贷款质量，并对 2004 年中国银行改革关键年份后的银行贷款效率进行对比，以提高这一研究的学术与政策价值。

来自上海证券交易所的王风华和上海金融服务办公室的方星海就机构投资者与中国证券市场的稳定与效率问题进行了深入探讨。根据证券市场的数据，他们认为个人投资者的投机性远高于机构投资者，主要表现为很高的资金周转率和投资基金行为的短期化。尽管在牛市过程中投资基金的平均水平并无明显优势，这种截然不同的投资风格导致投资基金总体盈利能力强于个人。但总体看来，目前个人投资者仍然是市场的主体；机构投资者有助于市场相对估值的理性与证券市场的效率；对证券市场的稳定作用体现在市场低迷与低谷阶段；不同类型的机构投资者的差异是稳定市场的重要因素；基金专业化水平仍需提高；在历史性暴跌下，机构投资者尚未受到毁灭性打击的深层次原因是控制了借贷资金。从政策层面上讲，他们认为应该大力发展多样化的机构投资者，其中包括大力发展私募基金；提高社保基金与保险资金的参与力度；发展 QFII；引入卖空机制和股指期货；优化基金审批、评价、运行的具体规定，等等。在发展对冲基金和私募股权的问题上，目前还存在着一些障碍，如工商登记，税收安排等，但是上海已经开始着手解决这些问题，并取得了阶段性成果。

与会专家讨论了中国证券市场股权分置改革的实施与效果，分析了我国机构投资者实力弱小的历史原因，指出了充分发展私募股权以稳定证券市场的重要性。

厦门大学的陈国进等就我国股市泡沫的形成机制进行了实证研究。他们认为异质信念和卖空限制的理论假设更加符合中国资本市场的现实，因为中国资本市场是由广大散户主导的，由于他们的有限注意和先验异质性，导致了他们对市场行情判断上的巨大差异。同时，以往的研究表明，通胀幻觉也可能是股市泡沫形成的重要原因。因此，他们从再售期权和通胀幻觉两个角度，分别从投资者对股票未来现金流分布的信念差异和对贴现率估计的偏差两个方面，研究了我国股市泡沫的形成机制。研究发现，相对于通胀幻觉，我国股价泡沫主要通过再售期权机制形成。这与我国股市中存在严重的异质信念和卖空限制的特征相吻合。相应地，作者认为应该培养机构投资者以稳定证券市场，引导树立价值投资理念，削弱散户对股市泡沫形成的推动力量；同时，应该加快推进融资融券和股指期货等金融产品的引入，构建卖空机制。

讨论嘉宾对文章中选取的代理变量和模型设定分别提出了一些问题和建议。还有专家学者建议对样本数据进行分组研究，看看在股权分置改革中，增发新股、大小非解禁等重大事件是否会显著影响泡沫的形成。

中国社会科学院的安国俊以制度分析为框架探讨了中国国债市场的流动性问题。近年来频繁爆发的金融危机引起了学术界和政策制定者对流动性问题的高度关注，尤其是国债市场的流动性问题，因为国债是中央银行执行货币政策的主要工具和财政稳定性的标准，国债的定价有助于市场参与者对未来经济走势尤其是通货膨胀率进行预测，发展债券市场对金融稳定有着重要意义。在做市商制度下，可以通过紧度（或广度）、深度和弹性三个层次来度量市场流动性。以西方发达国家的国债市场体系为参照，我国国债市场的问题与制约因素主要表现在：国债期限结构单一、定价水平不高、债券市场分割、投机氛围较浓、机构投资者实力不足、一级市场透明度低、一级市场缺乏真正的做市商、缺乏避险工具等。与之相应，为提高国债市场的流动性，完善国债的基准利率功能、

建立全国统一的国债市场、培养机构投资者、完善国债的做市商制度以及注重国债管理与货币政策的协调配合等是切实可行的政策建议。

与会学者建议从其它多个角度完善对“流动性”的计量，分析把握“流动性”的动态变化过程。此外，建议作者分析我国国债目前所处的发展阶段，并提出具体的政策实施的阶段性建议，以此提高政策建议的可操作性与易实施性。最后，在对国债流动性因素的研究中，应该考虑宏观财政政策和货币政策的影响与相互作用。比如，随着我国人口老龄化进程，社会保障体系的逐步完善，国债的管理方式、发行期限应该会发生相应的显著变化。

北京大学的张翔则通过查阅大量的历史文献、参与观察和民间走访等形式，从新制度经济学的角度详细分析了中国的民间金融发展状况。他运用“信息汇聚机制”与“信息隐瞒机制”解释民间金融中“合会”、“会套会”及倒会等现象，进而分析政府行为在民间金融发展过程中的信号传导作用。文章以改革开放后温州和台州地区民间金融市场的发展历史为上述解释提供了经验证据。

讨论嘉宾肯定了在我国金融市场不断开放的背景下，开展民间金融研究的重要意义，认为中国人民银行对存款性金融机构实施审慎监管的主要原因在于：存款作为金融机构的无抵押负债，具有非常高的财务杠杆率；当事人双方存在严重的信息不对称；救助存款性金融机构，必然动用大量的社会资源；容易在金融部门引发链式反应，进而导致金融危机。另外，民间金融自身的一些特点（比如自由资本有限，业务的小区域范围，高杠杆率易破产，等等）在一定程度上决定了他们的脆弱性，因此，发展过程中容易出现波折，难以发展壮大。

三、中国的货币政策

央行的货币政策及其传递效应对于金融市场乃至整体经济的稳定和有效运行起着至关重要的作用。

厦门大学的赵扬等探讨了中国人民银行的货币政策是否存在一个稳定经济周期的反周期的规则。他们在研究中假设中国央行的通胀目标会随着经济形势的变化而做出调整；使用工业增加值及其增速作为产出及其增速的代理变量；同时，在 VAR 模型框架内，允许通胀缺口和产出缺口对市场利率的反应，在控制内生性的同时刻画中央银行的货币政策规则。实证结果表明，中央银行的货币政策对通胀缺口确实是显著敏感的，而对产出的反应系数并不显著。采用 MI 增速为货币政策变量的稳健性检验也再次支持了文章的基本结论。因此，文章认为我国中央银行奉行的是稳定性货币政策规则。最后，作者还提出了未来进一步的研究方向，比如考虑货币政策的非对称性（如高通胀时期，央行的调整意愿更明显；当通胀率高于或低于预期通胀率的条件下，央行的调整意愿并不一致等），也可以考虑使用 FAVAR 模型估计货币政策对宏观经济的影响，等等。

讨论嘉宾对文中使用的变量、模型设定及检验方法进行了讨论。建议在描述中国货币政策规则时，考虑汇率波动和资金流动对货币政策（特别是利率）的影响；考虑中国实施的盯住汇率制度对货币政策的影响，以及人民币升值和中美政策性利率差对长期实际利率的影响。

复旦大学的干杏娣等通过 VAR 模型，检验了我国货币政策传导的区域性差异，认为我国确实存在货币政策非对称性效应。总体来看，东部区域受货币政策影响的程度较高，中部区域次之，而西部区域受货币政策影响的程度较低。他们从以下三个方面深入分析这种地区差异性的原因：各区域产业结构因素的差异；各区域居民消费因素的差异；各区域金融机构、货币市场、资本市场等金融

因素的差异。在分析中，作者同时注意到各地外商直接投资和各地进出口贸易等对外开放因素的差异。实证研究表明，区域产业结构的差异是造成货币政策区域效应的最主要因素——绝大多数省份的第二产业、工业和建筑业的产出对货币政策的反应比较敏感。通过脉冲响应分析，作者发现不同的消费模式也会导致货币政策效应的区域差异性。另外，采用 Logistic 模型，实证检验发现股票、基金和债券交易比例、城镇居民人均总收入和农村居民人均总收入等区域金融发展水平因素也会显著影响到货币政策的效果。在政策建议方面，认为应该适度增加货币政策的区域差异化和区域灵活性；与此同时，应该促进中西部地区的经济与金融发展，缩小与东部沿海区域的差距，由此降低货币政策传导的区域效应差异。

与会学者建议仔细分析不同货币政策工具在各个地区的效果差异性，同时认为差异性的政策效果并不意味着中央银行应该因地区而采用不同的货币政策。

四、中国与国际金融市场及其风险传导

在经济金融的全球化 and 金融一体化的过程中和当前金融危机的背景下，中国应如何管理和逐步开放资本项目，如何认识金融动荡的传导机制及其对中国经济的影响，以及内地银行业在开放环境下的风险管理能力，都成为我国金融领域亟待深入研究的重要问题。

香港金融管理局的何东从香港人民币业务的角度对中国资本项目的开放模式作了初步探讨。香港居民习惯于持有外汇存款，香港发展人民币业务的理由无异于发展美元和欧元的银行业务，香港作为国际金融中心运用外币提供国际金融中介服务是很自然的选择。香港人民币业务是人民币非居民可兑换的早期和有限度的形式，可被视为初期的“欧洲”或“亚洲”人民币市场。这种可兑换性是地区性的，亦是分行业的。它对于大陆和香港的金融体系与实践都具有重要意义。内地当局在主动地抓住机会推进资本项目开放的同时，也会审慎地衡量快速开放所带来的潜在风险。大陆资本项目开放的进程在很大程度上取决于国内金融体制改革的成效；资本项目开放的步伐不一定是线性推进的。因此，人民币的资本项目可兑换性是一个从紧到松的“谱”，而不是黑白分明的两极。中国人民银行可以通过监察银行账户的资金往来，设立存款准备金制度，以及在紧急情况下禁止账户的资金往来或者冻结余额等方法实现对资本项下金融风险的控制。

与会学者特别就金融危机对汇率稳定性的影响及新兴经济体在此背景下的资本项目开放实践进行了讨论。

国际货币基金组织的孙涛等以美国的次贷危机为背景，研究了随之发生的一系列金融经济事件对中国和香港股市的日收益率和条件波动率的影响情况。以 GARCH 模型为基本框架，采用事件分析方法，实证结果表明，中国和香港的股市在这次危机中并不能“幸免于难”。虽然中国和香港股市的日收益率没有受到明显的影响，但是，次贷危机明显冲击了收益率的波动性（条件方差）。同时，与香港的亚洲金融中心的地位相吻合，香港遭受的冲击比内地更大。此外，他们详细分析了金融危机传染的渠道：银行等金融机构的直接损失和风险暴露；投资者对经济前景的担忧；国际间资本流动的不确定性增加；以及中国和香港的净出口减少，等等。在控制美国股市的“溢出效应”的前提下，中国与香港两地的股市也存在着较强的相关性。在此基础上，他们提出了如下的政策建议：中国政府应当特别谨慎对待资本账户自由化的改革进程；发生金融危机时，国际间的政策协调就显得特别重要；要特别注意发生在金融部门的危机对实体经济可能产生的冲击。

与会专家还补充了其它可能的危机传导途径，商榷了事件选取、模型设定及计量检验等问题，

并建议以本文的研究方法考察以往的金融危机，检验这次“金融海啸”是否对中国和香港的股市产生了更为显著的影响。

香港金融管理局的黄德存等研究了中国的汇率制度改革以来中国内地银行的外汇风险。他们采用 14 家两地上市的内地银行的日收益率数据，使用资本市场法测算银行面临的直接和间接的外汇风险。结果表明，第一，银行规模与外汇风险高度正相关，这可能是由于规模较大的银行拥有更多的海外分支、持有更多的外汇头寸等。第二，香港银行的外汇风险的平均敏感系数更小。第三，国内银行的外汇风险的敏感系数也存在很大的差异。最后，规模较大的银行，外汇风险的敏感系数一般为负，说明人民币升值可能减少股票价值，应当警惕人民币升值对银行股价和收益率的影响。

与会专家建议对样本银行的结构性、制度性等方面的差异进行描述，增强读者的直观认识；采用面板数据；同时采用内地上市、在香港设置分支机构的银行的相关数据；使用人民币对欧元、人民币对日元或人民币对一篮子货币等其它汇率来进行稳健性检验；从外汇的资产结构方面探讨外汇风险的敏感度等等。