

当前金融改革开放中 的若干问题研究

DANGQIAN JINRONG GAIGE KAIFANG ZHONG
DE RUOGAN WENTI YANJIU

上海市金融学会 编



学林出版社

当前金融改革开放中 的若干问题研究

DANGQIAN JINRONG GAIGE KAIFANG ZHONG
DE RUOGAN WENTI YANJIU

上海市金融学会 编

图书在版编目(CIP)数据

当前金融改革开放中的若干问题研究 / 上海市金融学会编. — 上海: 学林出版社, 2008. 12

ISBN 978 - 7 - 80730 - 734 - 1

I. 当… II. 上… III. 金融—中国—文集 IV. F832 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2008)第 185195 号



当前金融改革开放中的若干问题研究

编 者——上海市金融学会

责任编辑——马健荣

封面设计——郑 晖

出 版——上海世纪出版股份有限公司
学林出版社(上海钦州南路 81 号 3 楼)
电话: 64515005 传真: 64515005

发 行——新华书店上海发行所
学林图书发行部(钦州南路 81 号 1 楼)
电话: 64515012 传真: 64844088

照 排——南京展望文化发展有限公司

刷 印——上海展强印刷有限公司

开 本——787×1092 1/16

印 张——20.75

字 数——37

版 次——2008 年 12 月第 1 版
2008 年 12 月第 1 次印刷

印 数——2 300

书 号——ISBN 978 - 7 - 80730 - 734 - 1/F · 87

定 价——38.00 元

(如发生印刷、装订质量问题,读者可向工厂调换。)

序 言

上海市金融学会作为从事金融学科研究的群众性学术团体,近年来通过组织当地金融行业和社会金融研究力量,举办各种形式的金融理论研讨会、报告会,开展各项学术交流活动和课题研究,普及了金融知识,提高金融理论和业务水平,有力促进上海金融业健康发展。

2007年以来,国际国内形势变化巨大。针对经济金融运行中出现的新情况和新问题,上海市金融学会进一步加强研究,确立多项重点研究课题,主要内容涉及金融宏观调控、上海国际金融中心建设、商业银行创新与风险管理、融资与改革、保险业的发展与创新等热点前沿问题,此书即是这些研究成果,以及部分会员单位课题研究的汇编。

无论是从实务性角度还是前瞻性角度,此书收录的研究课题都具有一定的价值。比如《流动性过剩对我国价格体系的影响》针对当前流动性过剩的情况,探讨了流动性过剩对我国一般物价水平、股票价格、房地产价格的影响,为我们抑制通货膨胀提供了路径选择;《内外经济平衡框架下的中国国际收支的战略性调节——基于国际收支发展阶段的视角》针对当前我国国际收支持续“双顺差”、外汇储备增长过快的实际,深入剖析我国国际收支内外失衡的原因,提出国际收支战略性调节的政策建议。其他如《区域金融合作理论与中国的实践》、《借鉴国际经验,大力发展直接融资,培育多层次资本市场研究》、《综合经营环境下商业银行金融产品创新研究》、《我国商业

银行信贷经营管理的组织体制研究》等则紧密结合金融工作实际,分别对我国金融要素市场健康发展、金融区域协调发展、金融业拓展创新和完善金融机构内控机制和治理结构等课题提出有针对性的建议,为宏观决策提供了重要的参考资料。这也就是本书编撰的意义所在。

当前,国际金融动荡加剧,全球经济增长明显放缓,国际经济环境中不确定不稳定因素明显增多。随着我国经济金融开放度的提高,国内外经济联系越发紧密,国内经济也更容易受到国外市场波动的影响。虽然从总体上看,我国经济发展的基本面没有改变,正朝着宏观调控的预期方向发展,但经济运行中仍存在一些体制性、结构性矛盾,要求我们本着求真务实的精神,扎实地开展工作,加强调查研究,探索解决的途径。因此,上海市金融学会将以科学发展观为指导,继续利用上海作为我国金融改革开放前沿、贴近金融市场一线的优势,发挥自身特点,开拓研究视角、创新研究方法、提高研究层次,切实把上海的金融理论研究推向一个新的水平,形成更多高质量的研究成果,为促进上海乃至全国的金融改革开放作出新贡献。

上海市金融学会会长 胡平西

2008年11月

目 录

一 完善金融宏观调控

流动性过剩对我国价格体系的影响	盛松成 顾铭德等(3)
正确处理好金融开放与金融安全的辩证关系	周肇光(33)
内外经济平衡框架下的中国国际收支的战略性调节	
——基于国际收支发展阶段的视角	陈信华(41)
流动性过剩的影响根源及化解路径选择	上海市农村金融学会课题组(62)

二 推进上海国际金融中心建设

上海金融中心建设的全方位思考	朱松华 王 岗(73)
发挥资本市场的核心带动作用 促进上海国际金融中心建设	张 宁(81)
外资银行进入与上海金融中心建设定量研究	徐 铮(87)
区域金融合作理论与中国的实践	白当伟 李安定 肖立伟 邹丽华(100)

三 商业银行创新与风险管理

浅析中资银行金融创新策略 董唯俭(127)

综合经营环境下商业银行金融产品创新研究 成善栋(139)

巴塞尔新资本协议与我国商业银行全面风险管理问题研究 上海银行课题组(150)

我国商业银行信贷经营管理的组织体制研究 吴福生 金 麟 彭 琦(171)

美国银行卡产业监管研究 黄晓艳(195)

四 融资与改革

借鉴国际经验 大力发展直接融资 培育多层次资本市场研究 李安定 肖立伟 替剑飞(207)

商业银行发展中小企业融资业务的对策研究 施顺华 倪遥遥 袁 克(229)

设立浦东基础设施投资基金的构想 王向阳 沈尚德等(237)

房地产金融
——基于房地产融资票据化的视角 胡海鸥 张 耿(265)

当前金融货币政策对房地产业融资的影响 熊学斌(287)

五 保险业的发展与创新

关于商业医疗健康保险的若干问题 孙国栋(301)

加强保险产品创新 构建比较竞争优势 霍联宏(309)

我国保险业综合经营路径研究 陈剖建 蒲海成 刘 鹏(317)

完善金融宏观调控

流动性过剩对我国 价格体系的影响

盛松成 顾铭德 刘 斌 陶昌盛
童士清 邵 欢 雷宗怀 傅 勇

一、全面深入地理解“流动性”和“流动性过剩”

(一) 什么是“流动性”

1. 流动性概念是对传统货币概念的进一步拓宽

流动性,从本义上讲,是指投资者以低的交易成本将一种资产迅速转变成现金的能力。在货币经济理论中,流动性常被用于划分不同类别的货币性资产,现在通用的 M0、M1、M2、M3 等就是按照货币性资产的流动性高低来划分的。

更重要的是,流动性概念的提出和运用拓宽了传统货币概念的范围,能够更好地反映金融与经济之间的复杂关系。流动性概念是随着金融创新日益深化、金融体系不断发展而发展起来的概念。在 1959 年英国财政部领导完成的“拉德克利夫报告”^①中就指出,传统的货币概念已没有太大意义,而经济中的“流动性”或“总的流动性状况”最重要^②。该报告认为,在存在大量非银行金融机构的情况下,对经济真正有影响的不是狭义的货币供给,而是包括这一货币供给在内的整个社会的流动性。“拉德克利夫报告”强调流动性对经济的重要性,正是 20 世纪 50 年代后西方国家出现的金融机构、金融工具和信用渠道多样化的趋势在货币理论研究中的反映。

自 20 世纪 70 年代以来,在金融创新的推动下,货币统计范围不断被修改,关于货币的定义也变得更为复杂;同时,传统投资工具和新型衍生工具的迅猛发展也大大扩充了整个社会的金融资产总量,对经济发展产生了深远影响;加

① 1957 年,英国财政部成立了以拉德克利夫(Radcliffe)勋爵为首的“货币体系运行研究委员会”以调查英国的货币信用体系情况。该委员会于 1959 年提交了一份长达 350 多万字的报告,即“拉德克利夫报告”。该报告对西方货币理论和货币政策产生了重要影响。

② 在该报告中,流动性是一个极其广泛的货币定义,它不仅包括传统意义上的通货和银行存款,而且包括非银行金融机构的短期负债。

之随着金融市场的深入发展,各类金融资产间的替代性日益增强,这些都使得传统货币数量论所理解的货币与经济的关系变得更加不稳定。而流动性概念的提出和运用则能更好地反映金融对经济广泛而复杂的影响,加深人们对于二者之间关系的认识。

2. 流动性有狭义和广义之分

流动性具有层次性,有狭义和广义之分。狭义角度理解的流动性包括基础货币、商业银行超额准备金等;广义角度的流动性包括 M2、M3,更为广义的流动性则涵盖了一切具有流动性的金融资产。我们认为,从金融与经济联系的角度,更应该关注广义的流动性而不是狭义的流动性,这主要基于以下原因:

第一,从对价格体系的影响来看,广义流动性涵盖了各类支付手段总和,能更好地反映流动性对价格体系的影响;

第二,从问题解决的难度来看,由于广义流动性包含的流动性资产种类更丰富、影响因素更多,因而更能表明解决流动性过剩问题的困难程度,这也符合实际情况;

第三,从反映问题的广度来看,广义流动性能够引导人们的关注点从银行体系扩展到整个经济领域,从单纯的央行货币操作扩展到宏观经济体系的内外均衡,从而找准流动性过剩产生的深层次根源。

从全球范围来看,一些国家的央行也都非常注重广义流动性,如欧洲中央银行就将国家层面的流动性定义为流通中的货币和半货币资产^①。此外,当前社会各界所议论的流动性,也主要指的是广义货币供应。

(二) 关于“流动性过剩”

由于对流动性的理解不同,理论界对流动性过剩存在不同的判定标准。我们认为,流动性过剩是指流动性总量相对于维持经济金融合理均衡发展及价格稳定的正常需要量而言过多。

尽管可以从理论上界定流动性过剩的概念,但要在实际中精确测量流动性过剩的数量和临界点存在相当难度,国内外迄今也没有一个权威标准^②。一般是根据流动性变动的衡量指标(如货币总量、基础货币、商业银行超额准备金、外汇储备等),结合宏观经济状况具体判定。

^① 又如,日本央行在 2000 年 6 月修订的广义流动性指标中,包括了 M2、存托凭证、银行债券、金融机构商业票据、政府债券等 10 个组成部分。韩国央行在 2006 年 6 月修订的广义流动性指标中,在 M3 的基础上,加入了国库券、地方债券、公司债券和商业票据等内容。

^② 欧洲中央银行的经济学家曾经提出过流动性过剩的衡量标准,即流动性是否过剩主要看实际货币存量与均衡或理想货币存量的差距。但考虑到我国的制度特征和发展阶段与成熟市场经济相比存在很大差异,因而究竟多少货币存量是均衡的或理想的尚需进一步深入研究。

二、流动性过剩对我国一般物价水平的影响

流动性状况与居民和企业的支付能力密切相关,因而可能对物价变动产生重要影响。但由于流动性对物价的作用还受到市场化程度、社会供求关系、金融市场发展、心理预期等因素制约,因此物价的最终走向要结合各种因素具体判断。

(一) 流动性状况对一般物价水平变动具有重要影响,但二者之间的关系不是机械对应的

如果我们将流动性理解为货币总量,根据货币数量论,流动性增多(货币扩张)会推动物价上涨。特别是在社会供给能力不足、供给弹性较低的情况下,有效需求扩张无法刺激有效供给在短期内快速增加,因而流动性扩张很容易导致物价上涨。在我国改革开放初期,社会生产能力比较落后,“短缺经济”特征明显,流动性扩张一般都会转化为物价快速上涨。例如在 1984—1986 年的经济过热期间,货币供应快速增长,1984 年现金(M0)发行同比增长 49.5%,1985 年一季度末 M0、M1、M2 分别比上年同期增长 59%、39%和 44%,从 1985 年第二季度开始,物价开始迅速上涨,全年零售物价涨幅达到 8.8%,比 1984 年提高 6 个百分点。1987—1989 年的情况与此类似,货币供应的迅速扩张与物价快速上涨之间也存在密切联系,1988 年 M0 增长 46.7%,CPI 则达到了 18.8%的峰值。

需要指出的是,尽管流动性与一般物价水平之间存在密切联系,但这种关系并不是机械对应的。由于一般物价水平的变动还受到诸多其他因素影响,在某些情况下,流动性的扩张可能不会导致一般物价水平的快速上涨。这些情况主要包括:

1. 总供给能力和效率的提高。总供给能力的提高、对市场需求反应速度的加快,能在一定程度上吸纳总需求扩张带来的物价上涨压力,减缓价格波动。促进总供给能力和效率提高的主要因素包括:

(1) 生产要素数量的增加和质量的改善(例如新矿产资源的开发利用、农村剩余劳动力的转移、劳动力素质的提高等)。

(2) 技术进步。

(3) 制度革新(如产权改革)和组织优化等。

2. 资产市场对流动性的分流。金融自由化程度的提高、金融市场的发展、财富效应的增强都会吸引大量流动性进入金融市场,从而改变流动性在不同经济领域中的分布结构,减缓过多的流动性对实体经济的冲击,避免一般物价水平过快上涨。

从世界上一些国家和地区的发展情况看,充裕的流动性往往更容易进入金融市场,推动资产价格快速上涨。在日本泡沫经济时期,大量资金涌入股市、楼市等资产市场,导致股价、房价快速上涨,而一般物价水平则保持基本稳定。从1985年到1989年底,日经指数从12,000点左右快速上升到39,000点,指数上涨了两倍多,而同期消费者价格却未出现明显上涨(见图1)。在1997年亚洲金融危机爆发前,尽管大量资金流入东南亚地区,但并未使这些国家产生严重的通货膨胀(图2显示了泰国、马来西亚、印尼三国1991—1997年间消费价格的变动情况),流动性过剩更多的是推动了资产价格的快速上涨。以泰国为例,1990—1995年,泰国消费价格年均增长5%,而股票价格指数年均增长了9.1%。台湾地区80年代泡沫经济的情况与此类似,台湾股价1986年后快速上涨,1986—1988年间环比增长率分别达到26.7%、126%、143.7%,但同期消费物价水平却只有0.7%、0.5%、1.3%。

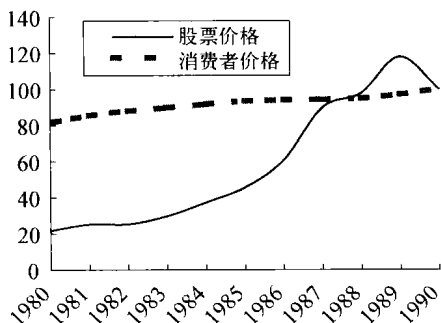


图1 20世纪80年代日本国内股票价格和消费者价格变动情况
(以1990=100)

资料来源:《国际金融统计》,IMF

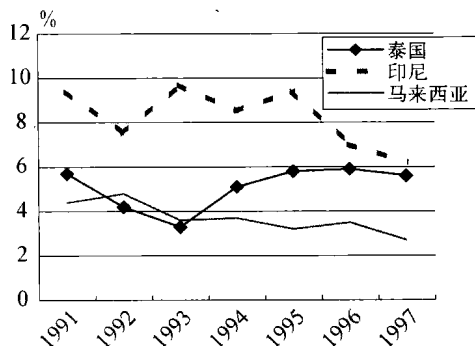


图2 金融危机前泰国、印尼、马来西亚消费物价指数变动情况

资料来源:世界经济展望数据库,IMF

3. 全球化趋势加深。经济全球化有利于扩大和深化国际分工,提高资源全球配置效率,增强全球供给能力,从而降低物价水平。20世纪80年代以来,随着越来越多的发展中国家特别是中、俄、印、巴为代表的“金砖四国”快速融入世界经济体系,全球产业格局和商业环境发生了深刻变革,劳动力供应大大增加,全球商品供给能力显著增强。此外,金融市场和资本流动的全球化也为国内流动性提供了更多的出口,减轻了国内物价的上涨压力。

4. 经济衰退和预期悲观。这种情况较为特殊,在经济衰退时期,企业和居民支付能力下降,对未来预期悲观,尽管货币当局为刺激经济采取了扩张性的货币政策,但社会投资和消费需求萎缩,政府推动的流动性扩张无法转化为现

实的总需求扩张,一般物价水平保持稳定状态甚至会下降。最典型的例子就是日本在泡沫经济破灭后面临的情况。虽然日本政府采取了大力度的扩张性财政货币政策,甚至实施长期的“零利率”政策,却仍然难以改变严重的通货紧缩趋势(如图4所示)。

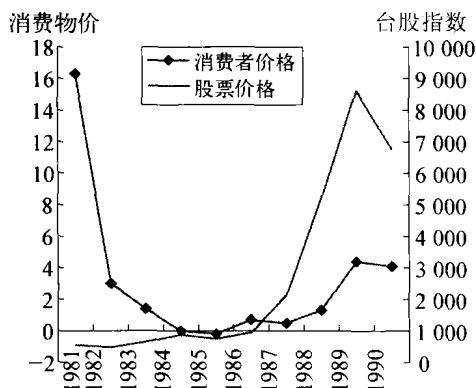


图3 20世纪80年代台湾股票价格和消费者价格变动情况

资料来源:台湾证券交易所,IMF

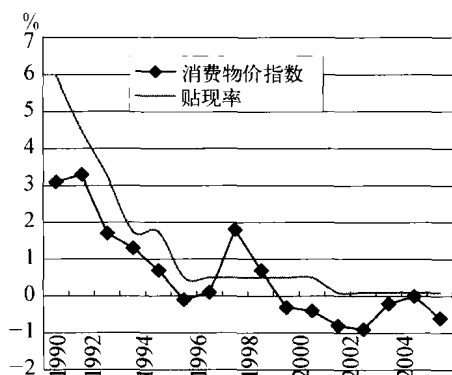


图4 1990年以来日本物价水平和贴现率变动情况

资料来源:世界经济展望数据库,IMF

概括而言,流动性扩张虽然会对物价上涨造成潜在压力,但由于物价变动受各种因素影响,因此流动性与物价变动之间不存在严格对应的关系,物价水平的最终走向需综合多种因素具体分析。

(二) 关于我国流动性与物价之间关系的具体考察

图5显示了1985—2007年我国居民消费价格的变动情况。自上世纪80年代中期以来,我国经历了1985—1989年和1993—1995年两个通胀时期,其中1985—1989年各年CPI同比涨幅分别达到9.3%、6.5%、7.3%、18.8%、18%,1993—1995年各年CPI同比涨幅分别为14.7%、24.1%、17.1%。在经历了1998—2002年的通货紧缩之后,我国价格水平稳中回升,其中2004年CPI同比上涨3.9%,2007年受猪肉等农副产品涨价影响,CPI同比上涨4.8%,处于近年来同期较高水平。但相对于上世纪80、90年代两次通货膨胀而言,90年代中期之后我国的物价水平已属相对较低的水平。

图6进一步显示了1985年以来我国居民消费价格和货币供应的增长情况^①。总体来讲,二者变动具有以下特点:

^① 由于数据可获得性的限制,图中M0的数据开始于1984年,M1和M2的数据开始于1990年。

第一,货币供应增长与消费物价变动之间存在着关联性。从图 6 中,能够较为直观地看出二者之间存在某种程度的联系。为深入分析它们之间的关系,下面我们运用计量经济学的方法,分别考察 M1、M2 与消费物价 CPI 之间的关系。

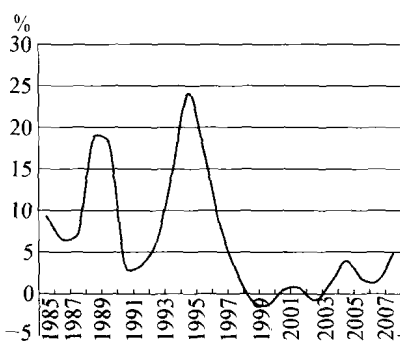


图 5 居民消费价格指数(1985—2007 年)

资料来源:中国经济统计数据库。

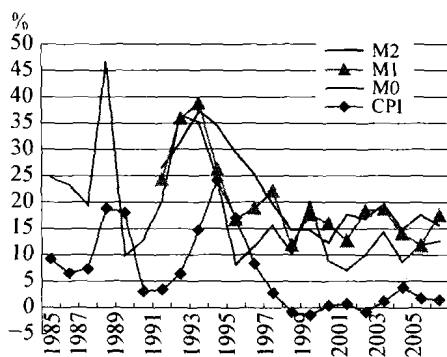


图 6 消费物价和货币供应的增长情况

资料来源:中国经济统计数据库。

我们以 RM 代表 M1 增长率,以 CPI_SA 表示经过季节调整的消费物价(消费物价指数经过 X-12 季节调整),数据范围从 1990 年 1 月至 2007 年 6 月。RM 和 CPI_SA 经分析满足进行长期协整检验条件,计量结果如下:

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	101.460 6	5.362 330	18.920 98	0.000 0
M1GROWTH(-3)	0.054 202	0.018 538	2.923 851	0.003 9
M1GROWTH(-2)	0.057 041	0.018 964	3.007 824	0.003 0
M1GROWTH(-1)	0.044 878	0.018 703	2.399 513	0.017 3
AR(1)	0.985 373	0.012 176	80.926 88	0.000 0
MA(1)	0.257 148	0.069 843	3.681 799	0.000 3
MA(2)	0.209 591	0.070 263	2.982 934	0.003 2
R-squared	0.988 767	Mean dependent var		105.025 1
Adjusted R-squared	0.988 433	S. D. dependent var		7.048 674
S. E. of regression	0.758 075	Akaike info criterion		2.316 849

续 表

Sum squared resid	116.084 8	Schwarz criterion	2.428 794
Log likelihood	-235.110 8	F-statistic	2 963.445
Durbin-Watson stat	1.927 736	Prob(F-statistic)	0.000 000

即消费物价指数与 M1 增长率的长期关系式如下:

$$\text{CPI_SA} = 101.46 + 0.045\text{RM1}(-1) + 0.057\text{RM1}(-2) + 0.054\text{RM1}(-3) + 0.985\text{AR}(1) + 0.257\text{MA}(1) + 0.21\text{MA}(2)$$

方程的总体显著性 $R^2 = 0.99$, $F = 2\,963.4$, $DW = 1.93$, 经检验方程的残差为零阶单整序列, 表明 M1 的增长对物价变动有影响, 且领先于消费物价三个月以上。

同样, 如果选取 M2 增长率与消费物价指数进行研究, 可以得出如下关系式:

$$\text{CPI_SA} = 99.17 + 0.1\text{RM2}(-3) + 0.93\text{AR}(1)$$

(94.9) (2.14) (42.51)

方程的总体显著性 $R^2 = 0.95$, $F = 1\,182.54$, $DW = 1.87$, 可见广义货币的增长对物价也有影响, 并且领先三个月以上, 但是其对物价的影响不如 M1 增长对物价的影响显著。

此外, 货币供应与消费物价之间相关性在 20 世纪 90 年代中期之前表现得尤为明显。如图 6 所示, M0 与 CPI 的走势在 80 年代至 90 年代中期之间呈现十分明显的关联性。1990 年代中期以后, 随着货币供应增速的高位回落^①, 消费物价在 1994 年达到顶峰之后也快速下降, 进入平稳增长区间。1990 年代中期以后, 货币供应与价格之间的关联程度似乎有所减弱^②, 这可能与社会总体供求形势变化等诸多因素有关。

第二, 货币供应和消费价格的波动幅度在 1990 年代中期之后趋于收窄。在 90 年代中期以前, M0 增速在 1988 年曾经高达 46.7%, 而 1989 年迅速回落

① 如图所示, M0、M1、M2 的增速均呈现高位回落态势。

② 选取 1985 年 1 月至 1994 年 12 月之间的月度货币供应量增长率和价格指数进行计量研究(考虑到数据的完整性, 货币供应选 M0, 价格选零售物价指数), 结论显示, 在此期间货币供应量的增长与物价之间存在着较为明显的关系, 且货币供应量的增长领先于物价上涨 3 个月以上。而同样选取 1995 年 1 月至 2007 年 6 月间货币供应增长率(分别选取 M0、M1)与零售物价之间的关系发现, 结果不如前者显著。

到 9.8%，二者相差 36.9 个百分点；1995 年以后，M0 增长最高只达到 1999 年的 20.1%，最低为 2001 年的 7.1%，二者的差距只有 13 个百分点。M1 和 M2 的情况与此类似。在价格方面，消费物价在经历了 80 年代和 90 年代初期的大幅波动后，波幅也明显收窄，特别是在亚洲金融危机之后，物价波幅最多在 5% 左右。

第三，价格波动小于货币增长波动。特别是 1997 年以来，我国消费物价进入“低位稳定区间”，其波幅明显小于各层次货币供应量的波动，显示出较强的稳定性。关于上世纪 90 年代中后期以来我国通胀水平基本稳定的原因，主要有以下几方面：

1. 经过近三十年的改革开放，我国社会生产力水平不断提高，总供给对总需求变动的反应能力明显增强。1990 年代中期以来，我国整体供求环境发生了较大变化，从原先供不应求的“卖方市场”逐步过渡到供大于求的“买方市场”。根据商务部 2006 年 6 月底的调查，2006 年下半年 600 种主要消费品中，供求基本平衡的商品 172 种，占 28.7%；供过于求的商品 428 种，占 71.3%，没有供不应求的商品。

2. 从生产要素角度看，改革破除了要素自由流动的各种障碍，有力地促进了总供给能力的提高。改革开放以来，我国各类要素市场逐步建立，要素跨地区流动的障碍不断减少。以劳动力为例，随着对劳动力地区性转移限制的逐步取消，出现了大规模农村劳动力的跨地区转移，有力地支持了工业化和城市化发展。

3. 对外开放扩大了国内资金、技术等生产要素来源，拓宽了国内需求的满足渠道。1983—2007 年，我国实际使用外商投资金额从 6 亿美元扩大到 748 亿美元，成为全球吸引外国直接投资最多的国家之一。大量的国外资金、技术和管理经验进入国内，有力地促进了国内的经济增长和技术进步。而且，随着国内外商品和服务双向交流的扩大，国内的需求缺口可以通过进口来进行调剂，有利于国内物价水平保持稳定。此外，日益激烈的全球竞争环境也迫使企业通过内部挖潜来降低生产成本，促进了生产效率的提高。

4. 投资拉动的经济增长模式导致一些行业形成产能过剩。长期以来，我国经济增长主要依靠投资和出口拉动。投资高速增长导致不少行业产能急剧扩张，部分行业甚至出现产能过剩。以钢铁为例，2006 年国产钢材的国内市场自给率，普通线材达 107.3%，螺纹钢筋达 104.6%，热轧宽带钢达 106.9%，已超过国内市场需求。除钢铁外，煤炭、焦化、氧化铝、水泥、铁合金、纺织等行业也存在着不同程度的产能过剩。主要行业的产能扩张增强了社会总供给能力，减缓了总需求扩张带来的物价上涨压力。