

# 北京金融 评论

BEIJING JINRONG PINGLUN

《北京金融评论》编辑部 编

2009年第2辑

 中国金融出版社

783-53

7  
1

# 北京金融 评论

BEIJING JINRONG PINGLUN

《北京金融评论》编辑部 编

2009年第2辑

 中国金融出版社

责任编辑：张翠华

责任校对：潘 洁

责任印制：尹小平

### 图书在版编目 (CIP) 数据

北京金融评论 (Beijing Jinrong Pinglun) . 2009. 年第 2 辑/《北京金融评论》编辑部编. —北京：中国金融出版社，2009. 6

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5127 - 4

I. 北… II. 北… III. 金融—文集 IV. F83 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 092318 号

出版  
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 185 毫米 × 260 毫米

印张 17.75

字数 324 千

版次 2009 年 6 月第 1 版

印次 2009 年 6 月第 1 次印刷

印数 1 - 5090

定价 35.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5127 - 4/F. 4687

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

# 编委会名单

## Editorial List

主 编：杨国中

副 主 编：姜再勇

执行主编：严宝玉

顾 问：楼文龙 刘春旭 丁小燕 王珍军 郭浩达  
董建岳 王 军 严晓燕 孙德顺 金维虹  
王德地 徐海峰 陈小强 王 良 刘 柳  
赵小凡 邱火发 符盛丰 陈进忠 王晓龙  
张庆修 蒋云明 杨 宾 李宝利 李洪林  
刘 铮 廖 刚 王敬东 李济臣 章 平  
张佑君 杨梅英 刘永信 叶春明

编 委：曾 颖 刘俊杰 崔振海 宋福增 庄中伟  
林 勇 王光明 罗亚辉 高 军 康守松  
熊守文 刘福顺 白宝力 周亚鹏 方光雄  
光文兰 谭翊武 李宏文 徐明勋 王连顺  
陈鸿知 柯明通 刘玉香 杨国防 万金雷  
田建军 韩 燕 吴 强 李 欣 李士华  
蒋 虹 王玉杰 张国胜 盛朝晖

# 前言

## Preface

岁月其徂，一年又逝。

2009年，我国经济发展面临最困难的局面，诚如温家宝总理所言：“在经济困难面前，信心比黄金和货币更重要。”而历久弥坚的信心源自中华民族薪火相传的创造性，源自宏观调控科学灵活的应对力，源自经济发展依然良好的基本面。

复杂多变的经济金融形势为金融理论研究工作提供了一个千载难逢的机遇。我国经济社会改革的历程表明，越是改革发展的关键时期，越是新思潮不断孕育、新理论不断涌现、新政策不断出台之时。机遇稍纵即逝，我们只有把握机遇，躬身参与，在波澜壮阔的改革中求索，在丰富鲜活的实践中历练，才能构筑经济社会发展的新平台，描绘国富民强的新愿景。

2009年，金融研究需要适应新形势，开创新局面。要转变观念，创新机制，拓宽领域，提高深度，增强理论研究的原创性和针对性；要以理论为依托，以问题为导向，深入调查，科学预测，提高分析研究的前瞻性和科学性；要以发现新问题的敏锐视角和自下而上、自上而下的互动反馈机制保证政策制定和执行的有效性。

《北京金融评论》依托北京市金融学会，聚集了一批优秀的研究人员和实际工作者，具备了理论分析、调查研究优势，具备了能够分析统计数据和对金融机构运行状况更为敏感的优势，担负着繁荣学术、探索学理、传播知识、服务决策的崇高使命。2009年，我们将深入贯彻落实科学发展观及国家有关“扩内需、保增长，调结构、上水平，抓改革、增活力，重民生、促和谐”的政策目标，紧紧围绕经济运行中出现的新情

况、新问题，在增强分析研究的前瞻性和敏感性上下功夫，在理论高度、政策水平、实践深度上上水平，在更好地发挥金融支持经济社会发展方面赢得主动。

历史不会简单重复。只要我们善于思考，就能发现；只要我们敢于实践，就能创新。“问渠哪得清如许，为有源头活水来。”瞬息万变的经济金融形势，为我们提供了大显身手的舞台。让我们站在新起点，勇创新佳绩，再上新台阶！

杨明中

# 目 录

## Contents

### 分 析 研 究

|                                   |                  |
|-----------------------------------|------------------|
| 对当前国际金融危机若干问题的思考 .....            | 姜再勇 (3)          |
| 我国服务贸易发展的金融支持问题研究 .....           | 中国金融培训中心课题组 (10) |
| 奥尔森集体行动理论探讨 .....                 | 钟正生 高 伟 (28)     |
| 金融发展与居民财产性收入的实证研究 .....           | 邹 炜 邹晓云 (35)     |
| 改革开放后中国信贷市场的二元变迁路径分析 ...          | 刘 伦 唐若蓝 (45)     |
| 2008 年北京市房地产市场和房地产信贷形势分析 .....    | 李海辉 (59)         |
| 2008 年北京地区货币市场运行情况分析 .....        | 朱 睿 (66)         |
| 2005 - 2008 年北京地区房地产业税收情况分析 ..... | 陈永波 (76)         |
| 北京地区银行理财产品市场状况调查 .....            | 李天懋 (85)         |
| 北京金融集聚研究 .....                    | 吴 军 张旭路 (94)     |
| 中外汽车金融公司库存融资业务风险控制模式比较分析 .....    | 沈 娜 (102)        |
| 关于构建北京市失信联合惩戒机制的思路及建议 .....       | 赵 强 武 逸 (108)    |

### 银 行 管 理

|                                |           |
|--------------------------------|-----------|
| 大型中央企业战略转型与中资商业银行综合经营初探 .....  | 张吉祥 (119) |
| 经济资本管理在公司授信业务中的应用 .....        | 叶 晨 (131) |
| 我国商业银行信用风险管理对策研究 .....         | 郭清马 (144) |
| 银行参与基础设施 BOT 项目融资的风险防范分析 ..... | 傅 惊 (152) |

|                              |               |
|------------------------------|---------------|
| 对我国商业银行中私人银行业务发展的研究 .....    | 张大龙 (160)     |
| 小额跨行通存通兑业务收费分析 .....         | 韩 军 孙文东 (168) |
| 北京地区中外资银行利率定价机制建设比较分析 .....  | 张宝航 (175)     |
| 浅析 ATM 安全管理中存在的问题及整改设想 ..... | 石春斌 (180)     |
| 《中华人民共和国民事诉讼法》修订对银行业务的影响 ... | 王晓棚 (187)     |
| 由一案例对绩效考核作多角度的探讨 .....       | 袁丽英 (192)     |

## 学 习 借 鉴

|                           |           |
|---------------------------|-----------|
| 外资并购的监管体系比较及中国的政策选择 ..... | 张晓芳 (203) |
| 对美国次贷危机的思考 .....          | 邓吉宁 (221) |
| 美国证券评级机构监管机制的问题探讨 .....   | 杜明艳 (230) |

## 农 村 金 融

|                               |                       |
|-------------------------------|-----------------------|
| 从信贷供给主体看我国当前农村金融体系建设<br>..... | 李世新 张耀谋 李 力 郑才林 (239) |
| 京郊农民资金互助组织规范运行的研究 .....       | 韩媛媛 (246)             |

## 保 险 研 究

|                          |               |
|--------------------------|---------------|
| 我国农业保险发展的现状与对策研究 .....   | 张 诚 (255)     |
| 基于计量分析的中国寿险需求定量化探究 ..... | 陈博之 李疏暗 (261) |
| 基于车险“见费出单”的思考 .....      | 刘玉焕 袁卫东 (267) |
| 后记 .....                 | (275)         |

# 分析研究



# 对当前国际金融危机若干问题的思考

姜再勇

由美国次贷危机引发的金融海啸席卷全球，世界各国无一幸免。这次国际金融危机，不仅严重地影响到世界金融业和实体经济，而且未来世界经济、金融秩序也可能随之发生一些改变。与此同时，这次国际金融危机也为我们观察和反思经济运行、经济预警和经济基础理论三个层面的问题提供了一次难得的机会和独特视角。下面，笔者仅对经济运行层面的四个问题，提出一些见解。

## 一、危机爆发的必然性与国际经济结构失衡的关系

近期有很多学者对危机爆发的原因进行了分析，归纳以后主要有宏观方面和微观方面的原因。宏观方面，以美联储为首的世界主要中央银行在较长时间内实施极为宽松的货币政策，导致全球流动性的泛滥和过低的利率环境，为信贷扩张和金融过度创新提供了肥沃土壤；与此同时，以主权分割为特征的监管格局无法应对全球性的市场失灵和系统性风险，最终导致全球性金融危机的发生。微观方面，金融杠杆的过度应用、金融从业人员过于注重短期激励以及投资者对信用评级机构的依赖使得次贷泡沫不断膨胀，最终泡沫破灭引发了金融市场的信心危机。

在笔者看来，此次国际金融危机爆发有其内在的必然性，国际经济结构的长期失衡使得危机爆发成为市场自身纠正失衡的必然过程。

### （一）国际经济结构失衡突出表现为中国和美国经济结构的巨大差异

在全球经济运行一体化的过程中，国际经济结构失衡进一步加剧，突出表现为中国和美国经济结构的巨大差异。一是美国的高消费与中国的高储蓄形成鲜明的对比。消费一直是拉动美国经济增长的主要动力，在经济总量中占近70%的份额，借钱消费成为潮流。而中国的储蓄率居高不下，国民总储蓄率维持在40%左右，经济增长主要依靠投资和出口拉动，而来自美国的需求成为中国经济增长的重要动力之

一。二是美国长期的贸易逆差和中国长期的贸易顺差形成鲜明的对比。2006年美国经常项目赤字占GDP的比重达到了第二次世界大战后的最高点6.4%，而2006年中国经常项目顺差高达2500亿美元。

## **(二) 国际经济结构失衡促进了全球范围内美元体内循环的形成**

1971年黄金—美元本位制解体后，世界贸易的不断增长需要美元作为主要国际结算货币，使得全球经济容忍美国政府可以经常保持一定幅度内的经常项目赤字以及利用美元升值或贬值的政策来解决其国内的经济矛盾。在此过程中，美国连续不断地向世界提供过多的美元，而经常项目盈余国家在满足了一般性的外汇储备需求后，还存在大量剩余，购买包括美国国债在内的各种金融产品成为剩余外汇储备投资的最佳选择，并拉低了美国中长期国债的收益率。由此形成了全球范围内的美元体内循环：即美元通过美国经常项目赤字流出美国，又通过购买包括金融产品回流美国。

## **(三) 美元的体内循环和全球化红利为美联储长期奉行宽松的货币政策提供了广阔的操作空间**

大量美元回流美国，市场流动性泛滥，而在全球化红利下，发展中国家的廉价商品又拉低了美国的CPI，这为美联储在较长时间内奉行宽松货币政策刺激经济增长提供了广阔的操作空间。2000年美国结束长达10年的经济增长周期，2001年经济增长放缓，失业率上升，消费和投资持续低迷。为刺激经济增长，自2001年5月起，美联储连续13次降息，到2003年6月，将联邦基金利率从6%下调到1%，为48年来历史最低。

## **(四) 持续宽松的货币政策加速了美国消费泡沫的形成**

美国高消费经济的形成，固然有其历史文化传统的因素，但全球化红利和美元体内循环下持续宽松的货币政策加速了美国消费泡沫的形成，即消费与居民实际支付能力严重背离。一是长期低利率政策刺激消费信贷迅速膨胀。二是金融机构放宽审慎放贷原则，大量涉足次级抵押贷款市场并进行复杂的金融衍生产品创新，埋下了危机的种子。三是不断上升的资产价格成为美国民众新一轮消费热潮的重要支撑，加速了消费泡沫的形成。

## **(五) 美国消费泡沫破灭后危机爆发是市场对国际经济结构失衡的纠正**

2003年美国的经济快速复苏，就业率大幅上升，为减小可能出现的通货膨胀压

力,自2004年6月起,美联储连续17次提高美元利率,刺破美国消费泡沫。美国房地产市场走低,消费信贷违约率大幅提高,消费者信心下滑,最终导致次贷危机全面爆发,危机的产生成为市场自身对国际经济结构失衡的纠正,其爆发有其深层次的必然性。

#### **(六) 危机爆发从侧面反映出中国的经济发展模式急需转变**

各国经济在国际经济结构中相互依存,这次国际金融危机的爆发表明美国式的经济增长方式难以为继,也显示出中国长期依靠出口和投资带动的经济增长模式走到尽头。因此,加快经济发展方式转变成为中国当务之急,具体来说,就是要加大经济和产业结构调整力度,大力扩大内需,寻求国际收支基本平衡。

## **二、市场有效运行与道德风险的冲突**

这次国际金融危机也暴露出金融市场有效运行与道德风险的冲突。经典经济学理论认为,负外部效应阻碍市场机制有效运行,但这次危机表明,道德风险同样也会制约市场机制有效地发挥作用。

#### **(一) 危机暴露出的两大道德风险**

一是金融行业的激励结构助长了金融从业人员的短期行为。金融行业的激励结构注重于短期盈利,雇员工资和奖金一般按当期利润提成或直接挂钩,这从根本上会激励雇员追求自身的短期利益,而潜在地损害客户利益和公司的长期利益。二是金融市场中介机构的道德风险加快了危机的传导过程。在这次国际金融危机中,金融市场中介机构受利益驱动,不切实际开发并投资于异常复杂的金融产品以追求高收益率和短期利润,使得危机通过金融市场在全球范围内迅速传导,其消极影响遍及全球。

#### **(二) 道德风险传播的三个环节——以 CDS 为例**

CDS 作为一种复杂的金融衍生产品,道德风险沿着住房抵押贷款证券化(Mortgage-backed Securitization, MBS)—债务抵押债券(Collateralized Debt Obligation, CDO)—信用违约掉期(Credit Default Swap, CDS)路径,通过抵押贷款机构、信用评级机构、对冲基金等机构在全世界传播。

环节 I——住房抵押贷款机构的道德风险。由于美国存在较发达的资产证券化市场,贷款风险可以方便地通过证券化转移出去,使得住房抵押贷款机构在转移信用风险的同时,又获得较高的收益,刺激了这些机构的贷款冲动。由于贷款机构掌

握信贷资产的内部信息，其道德风险既可产生于盲目发放贷款，又可产生于放松信贷管理。

环节Ⅱ——信用评级机构的道德风险。在住房抵押贷款证券化和再证券化过程中，信用评级机构扮演了重要角色。受利益驱动，信用评级机构可能倾向于低估MBS和CDO基础资产的信用风险程度，或者由于忽视金融衍生产品的复杂性而产生道德风险。

环节Ⅲ——风险投资者的道德风险。对冲基金、私募基金等风险投资者是CDO的主要投资者，同时也是CDS的主要出售者。由于对冲基金、私募基金的资产负债构成不透明，其运作机制作为内部信息也只有自己能够掌握，助长了道德风险的产生。

### （三）对我国金融监管的启示

一是建立对评级公司的监管制度并减少对评级的依赖。虽然评级公司一般会将评级模型公布于众，但在缺乏详细的基础贷款数据、有关压力测试的补充信息以及模型的基础假设的情况下，投资者不可能对评级模型进行验证，所以对绝大多数投资者而言，评级模型是一个“黑盒子”。所以，外部评级对投资者而言存在严重的信息不对称问题，因此，为了保护投资者和消费者的利益，应该逐步建立对评级公司的监管制度。

二是完善和加强金融机构的风险管理和控制。尽管绝大多数金融机构已经建立了风险管理框架和程序，但在具体的设计和实施方面仍然存在差距。作为一个行业而言，需要在以下几个方面进一步采取具体措施来完善和落实风险管理和风险控制：（1）完善风险管理治理结构，发挥风险管理的战略作用。公司的风险偏好要与其整体业务战略和资本计划相连接。在竞争性的市场环境中业务计划通常由收益目标驱动，风险管理应该在业务计划制订之初介入，以确定与公司风险偏好相适应的业务目标并评估可能的下行风险。（2）改进风险管理的技术和做法，风险的识别以及复杂新产品的风险管理等需要进一步完善。（3）培育有效的风险文化，除了特定的风险管理技术和程序外，一个关键点是要培育渗透于公司各个层面的健全的风险文化。

三是建立注重公司长期价值增长的激励机制。薪酬激励制度的合理与否，是决定公司行为和员工行为的关键因素之一。次贷危机的爆发从一个侧面表明，由于长期激励机制缺位，经营者和员工行为表现出短期化倾向。要克服金融机构的短期行为，制定长期激励的制度安排是治本之策，也是金融机构实现长期稳健发展的保证。

## 三、货币政策与资产价格的关系

有学者认为，持续宽松的货币政策促成了美国资产市场的繁荣，而货币政策的

转变刺破了资产价格泡沫，金融危机随之爆发。因此，这次国际金融危机留给人们的一个深层次的问题是货币政策如何处理与资产价格的关系，其核心问题在于：货币政策是否对资产价格上涨保持反映？是否采取前瞻性的货币政策来避免资产价格的快速上涨？尽管可能仍有经济学家反对将资产价格纳入货币政策框架内，但这次危机发生后，货币政策的决策者已经不可能再无视资产价格的涨跌起落。

### **（一） 货币政策扩张将促成资产泡沫形成**

关于资产价格泡沫和货币政策之间的关联，早在20世纪20年代，奥地利经济学家就认为资产泡沫在低通胀的环境下更易产生。最近几年，美国、日本以及其他一些国家资产价格的大幅波动以及由此引发的宏观经济波动开始让人们重新审视货币政策与资产价格之间的联系。这次国际金融危机的产生根源之一，就在于以美联储为首的世界主要中央银行近10年中实行极为宽松的货币政策，导致全球流动性泛滥和过低的利率环境，为资产价格快速上涨提供了肥沃的土壤。

### **（二） 货币政策传导机制与资产价格上涨**

货币政策通过流动性机制对股票价格产生影响的研究有较长的历史，早期凯恩斯学派经济学家将一系列资产引入凯恩斯的流动性机制里。在这些模型里，中央银行通过货币政策操作，增加市场流动性，引起资产（组成私人部门的资产组合，如股权、房产）价格上涨，降低资产回报，从而产生高流动、低回报资产向低流动、高收益资产的转换。扩张性货币政策首先将在短期政府债券价格上涨上得到体现，而后是中期债券，接着是资产价格，如股票价格、房地产价格、黄金等，最后是全部资产的价格。因此，这种观点认为资产价格的不断上涨是远期通货膨胀的预兆。

### **（三） 如何看待资产价格与通货膨胀的关系**

中央银行在盯住物价指数的时候，是否也包括资产价格？有西方学者认为，理论上正确衡量通货膨胀的方法是研究在满足特定水平效用下的物价变化，该效用应包含将来消费的现值。正确衡量通货膨胀的程度应包含比现在通常使用的消费者物价指数更宽泛的一系列物价水平。因此，为了控制将来物价走向，中央银行货币政策应将资产价格走势纳入考虑范围。而当前的消费者物价指数遗漏资产价格，特别是房地产价格，就产生了低估20世纪90年代通货膨胀程度的可能。

### **（四） 货币政策是否应对资产价格上涨保持反映**

有学者认为，货币政策当局在货币政策框架内对资产价格波动保持反映可带来

很多好处。这些研究基于两种假设：一是资产价格运行通过对企业经理人和金融活动施加影响从而扭曲实体经济活动；二是非正常繁荣可导致资产价格泡沫，扩大产出，增加通货膨胀的风险。因此，奥地利经济学家和国际清算银行经济学家认为，如果货币政策有效抑制银行信用在推动资产价格上涨时的作用，将消除资产价格泡沫的产生。这种观点认为，如果不通过货币政策抑制资产价格过快上涨，将最终对实体经济造成冲击，经济出现下滑局面。

#### **（五）是否采取前瞻性货币政策以避免资产价格快速上涨**

有学者认为，前瞻性货币政策在避免资产价格快速上涨中的作用，如同对资产价格泡沫破灭对总产出损失所带来巨大成本的保险。这是因为，投资者变得越来越非理性，市场狂热带来的风险则与日俱增，但依靠投资者乐观情绪改变来防范风险，需要更高成本的货币政策操作。因此，在这种情况下，货币政策当局必须衡量危机的可能性以及在多大程度上减少这种可能性。

### **四、如何看待流动性**

这次金融危机爆发以后，全球金融市场流动性极度紧张。具体表现为：一是大量避险资金涌入美国国债市场，各期限国债收益率持续下行。二是货币市场利率大幅攀升，交易量持续萎缩。三是信贷紧缩加剧，企业流动性吃紧。观察危机前后的金融市场流动性变化，危机前的流动性泛滥在危机爆发后好像突然就消失得“无影无踪”。无疑，这次危机为我们思考流动性问题提供了非常独特的视角。

#### **（一）什么是流动性**

根据新帕尔格雷夫词典，在微观层面，流动性通常是指一项资产转换成另一项资产的能力。现金是流动性最高的资产，其次是银行存款、债券、股票等其他金融资产。在宏观层面，流动性定义有三个层次：一是商业银行的超额准备金；二是广义货币（M2）；三是整个社会的金融资产。目前被普遍使用的流动性概念指的是宏观层面的前两个层次。

但从这次国际金融危机的后果来看，以上宏观层面三个层次的定义均不能合理阐释国际金融危机爆发后市场流动性极度紧张的原因。这是因为，商业银行必须保持必要的超额储备维持日常经营，货币供应不会凭空消失，金融资产名义价值上的差异更不会造成流动性的紧张。由此可见，流动性的本质仍回归于其微观层面的定义。事实上，所谓流动性紧张就是资金在市场上不同交易主体之间的流动变得困难，

或者说资金流动的摩擦成本在危机发生之后突然变大，而其根源就在于金融市场突然遭遇信心危机。

## （二）流动性的存量和流量之分

最通俗的定义，货币即流动性。货币有静止和运动的两个层面，即对应于流动性有存量和流量之分。所谓流动性的存量，简而言之，就是货币的时点存量，比如时点货币供应量。而流动性的流量，就是货币在一定时期内参与交易的量。传统货币理论认为货币供应量与通货膨胀存在因果关系，因此，强调对流动性存量进行监测。但这次危机表明，流动性的流量才是决定通货膨胀（或通货紧缩）压力的主要因素。

## （三）反映流动性流量的指标及影响因素

目前，货币市场成为监测流动性流量的主要场所，反映流动性流量的基本指标是货币市场交易量变动、货币市场利率变动以及资金价格等。决定流动性流量变动的主要因素之一是市场预期和信心。危机爆发后，各大经济体货币当局不断向经济系统注入流动性存量，以此增加经济体系的流动性流量，缓解市场的流动性紧张局面，但效果如何仍有待于金融市场参与者的市场预期调整和信心恢复程度。

值得注意的是，一旦市场信心增强，流动性流量加大，实体经济出现复苏局面，持续积累的流动性存量一旦向实体经济注入，那么，潜在的通货膨胀压力就将演变成现实，对此各国政府应保持高度警惕。

（作者单位：中国人民银行营业管理部）