

Journal of Corporate Finance
公司金融研究

济南大学公司金融研究中心

2012卷第1辑 总第1期

当前金融改革所面临的几个重大理论问题

宏观审慎监管下的系统性资本要求研究
——基于系统重要性金融机构的视角

小微企业融资的机理性缺陷及其治理路径研究
——基于信贷配给的理论视角

国内外中小企业融资渠道的比较及启示

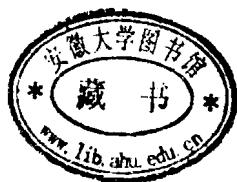
投资者情绪、IPO筹资与股票市场表现的关系研究

新股发行风险因素信息披露的质量研究
——基于商业银行招股说明书的内容分析

公司金融研究

(2012 卷第 1 辑 总第 1 期)

济南大学公司金融研究中心



 中国金融出版社

责任编辑：肖丽敏

责任校对：孙蕊

责任印制：陈晓川

图书在版编目（CIP）数据

公司金融研究（Gongsi Jinrong Yanjiu）. 第1辑/济南大学公司金融研究中心. —北京：中国金融出版社，2012.9

（2012 卷第1辑 总第1期）

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6519 - 6

I. ①公… II. ①济… III. ①公司—金融—文集 IV. ①F276.6 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 171473 号

出版 **中国金融出版社**
发行

社址 北京市丰台区益泽路2号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 北京松源印刷有限公司

装订 平阳装订

尺寸 185 毫米×260 毫米

印张 9.25

字数 162 千

版次 2012 年9月第1版

印次 2012 年9月第1次印刷

定价 30.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6519 - 6/F. 6079

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

编 委 会

主 编：路士勋

执行主编：孙国茂

学术委员会主席：夏 斌

学术委员会委员(以汉语拼音为序)：

贺 强：中央财经大学

郭田勇：中央财经大学

胡金焱：山东大学

胡汝银：上海证券交易所

韦 森：复旦大学

王培志：山东财经大学

夏 斌：国务院研究中心

易宪容：中国社会科学院

张卫国：山东省社会科学院

左小蕾：中国银河证券股份有限公司

编 委 会 主 任：范跃进

编 委 会 委 员(以汉语拼音为序)：

范跃进 葛金田 韩 宏 贾 岩

李光红 路士勋 卢欣笙 孙国茂

岳云龙

封面题字：王天义

易宪容

当前金融改革所面临的几个重大理论问题

1

张 宝

宏观审慎监管下的系统性资本要求研究
——基于系统重要性金融机构的视角

26

祁敬宇

刍议民间金融与“影子银行”的风险及其监管

37

顾海峰

小微企业融资的机理性缺陷及其治理路径研究
——基于信贷配给的理论视角

47

槐也泽浩 孙红梅 蒋 娜

国内外中小企业融资渠道的比较及启示

60

于君华 黄 英

中小企业融资困境及出路分析
——以山东省为例

68

黄方亮 杜 建 王 骁 孙从吾

新股发行风险因素信息披露的质量研究
——基于商业银行招股说明书的内容分析

● 77

卢欣笙 张冬冬 屈 玲

沪深上市公司管理层持股和公司价值关系研究

● 92

孙国茂 张韶岩 姜顺其

投资者情绪、IPO 筹资与股票市场表现的关系研究

● 102

胡金焱 亓 彬

农户信贷需求影响因素实证分析
——以济南市 213 份调查问卷为例

● 116

夏 宁 田 丽

高管薪酬激励与盈余管理关系的实证研究

● 130

当前金融改革所面临的几个重大理论问题

易宪容^①

【摘要】 中国当前的金融改革面临几个关键问题：一是对金融市场的认识问题。中央政府更加关注的是中长期国内金融市场的稳定，防范系统性风险及区域性风险，而地方政府的重点是如何突破现有的传统的金融市场体系，以便通过金融市场的资本运作如何来拉动当地经济快速增长。二是金融市场的成熟度问题。中国金融市场是计划经济的最后一个堡垒，政府希望对金融资源的控制来保证其经济目标实现或让金融资源更多地流向政府所指向政策目标及行业，但是金融市场改革落后使其成为形成金融抑制，制约了实体经济发展。三是金融改革的利益分配问题。金融改革利益如何分配，是保持既有的利益格局，还是打破现有金融利益格局后重新调整？任何制度改革都是利益关系重新调整，都会使一些人或集团获益，而另一些人或集团受损，所以金融市场制度改革使谁受益、谁受损？这是制度设计的关键问题。金融改革的目的是按照一般性原则让金融业回归与服务于实体经济，这也是全球金融市场改革及中国金融改革现实基点。

【关键词】 金融体系 金融改革 制度设计

Abstract: Chinese current financial reform faces several key issues: the first is the understanding of the financial markets. The central government is more concerned about the medium-term and long-term stability of the domestic financial market to prevent systemic risk and regional risk, while the focus of the local government is how to break the existing traditional financial market system to pull the rapid growth of the local economy through the capital operation of financial markets; the second is the maturity of financial market. Chinese financial market is the last bastion of the planned economy, and the government respect the financial resources controlling to achieve her economic objectives or make

^① [作者简介] 易宪容，男，中国社会科学院金融经济研究所研究员。

more resources flow to objectives and industry of the government policy point to, but the retarded financial market reform lead to financial repression to restrict the development of the real economy; the third is the distribution of financial reform benefits. How should allocate the interests of the financial reform, to maintain the existing pattern of interests or to break that then readjust it? Any reform is interest readjust which benefit some person or group, but damage the others, so “who benefits and who loses” the key issue of system design in financial market system reform? The goal of financial reform is to make the financial sector return and service the real economy according to the general principles, which is the realistic basis point of the reform of the global financial market reform and domestic financial reform.

Keywords: Financial System Financial Reform System Design

一、当前中国金融改革的深层次问题

可以说,从2008年9月美国金融危机爆发至今已经持续近4年了,但是全球经济不仅没有很快从这场金融危机中复苏,全球金融危机的风险反而越来越大,其风险的蔓延也越来越广泛。因为,国际金融危机的深层次问题不仅没有消除,反而随着世界各国不同救市政策的出台,潜在的金融风险越来越大。更为重要的是,在当前网络技术快速成长、金融全球化程度越来越高的条件下,不但各国现行救市政策的风险正在向中国国内累积,而且其风险跨国溢出效应也越来越强。

不过,这些都只是我们所看到的表象,当前国际金融危机深层次的问题是什么?是不是如2008年金融危机爆发之后讨论所关注的过度金融创新、金融监管的不完全性、银行家的贪婪、投资者的过度投机、美联储错误的宽松货币政策、从众心理等?是不是如有人所认为的是20世纪70年代以来市场原教旨主义盛行。因为,在市场原教旨主义的影响下,市场不再仅仅是创造财富的主要机制,而会成为少数人牟取暴利的工具。市场行为的利润最大化或“逐利”则成了当事人追求的终极目标。在这种情况下,企业行为败坏、做假账与欺骗、忽略企业核心业务、不计后果追求高风险的收益等行为一定会泛滥。金融危机也由此引发。

当然,美国芝加哥大学教授拉詹对这次金融危机产生根源的讨论独辟蹊径。他认为,如同地壳板块相互挤压冲撞在地面所形成的断裂一样,金融危机是来自四面八方的巨大压力慢慢积聚最后挤压断裂的结果。有国内政治压力通过过度宽松的信贷政策来消除日益严重的个人收入不平衡及企业之间的差异性;有来自不同的经济增长模式所引发的国家间贸易失衡;也有来自不同类型的金融体系走到一起为不平

衡的贸易融资而出现政府干预形式不一样等。2008 年的美国金融危机就是这些不同因素合力的结果。

其实,对于这些 2008 年美国金融危机根源的讨论,它所指出的因素,没有哪一种不是金融危机的根源之一,但是这些讨论只能从金融危机所产生的原因外在角度来思考,而没有从金融行为本身内在性来思考。现在我们要问的是,什么是金融?金融仅是一种跨时空的资源配置方式吗?那么通过金融为何能够缓解个人、企业及整个社会进行经济活动的资金约束,同时又会面临完全的脆弱性?这就是什么是金融本性所要讨论的问题。

一般来说,金融是一种跨时间与空间资源配置的方式,而金融这种跨时空的个人行为都是通过合约来完成的。合约是什么?合约的实质就是信用,信用则是一种承诺。因此,金融也是对信用的风险定价,也是对这些承诺的定价。而承诺是个人、企业及政府的对自己行为的一种要求,是一种心理状态的东西,它不是实质性物品或服务。承诺是一种成本极低甚至不要成本的行为者的心理要求,同时它又是缓解个人、企业及社会在经济生活中资金约束的工具,即高利润的工具。这时,无论是整个社会还是企业及个人,在市场“逐利”精神推动下,如果没有对这种“逐利”行为设定边界,过度使用现有的金融体系也就成为必然。而过度使用现有金融体系的方式有很多,某种金融工具或某个金融市场都只是其中的一种方式。不过,宽松信贷政策是收益最大、见效最快、受益最广的过度使用现有金融体系最好的方式。

可以说,从 20 世纪 80 年代开始,不少国家的政府都是通过过度的信贷扩张来激励与刺激经济及保持经济增长,来缓解居民之间的收入分配不平等。在过度信贷增长的条件下,企业可以用其通货膨胀后的资产作抵押,借取更多的资金扩大企业规模,或通过在高价位卖出股票筹集更多的资本。拥有或没有拥有资产的家庭可通过低廉的信贷来增加其财富及扩张其消费。地方政府可以通过融资工具来增加财政收入,解决经营城市的资金等问题。在这种情况下,一股金融消费热潮也就风起云涌,政府则通过这种过高的消费热潮拉动经济增长;政府也让大量资产在金融体系内快速循环来推高各种资产的价格,让投资者及各种机构的资产及财富在此过程中快速增长,其个人财富及企业利润快速飙升,同时行为主体也债台高筑。20 世纪 80 年代,美国金融市场占美国整个公司利润的 10%,到 2007 年上升到 41%,足见在市场原教旨主义的引领下,当时的金融市场是如何脱离实体经济而飙升的。

2008 年美国金融危机爆发,打破了廉价的信贷资金过度扩张在金融体系内的循环,“去杠杆化”使过度的信用扩张有所收缩,各国政府为了救市所采取的量化宽松的货币政策看上去缓解了这次金融危机,但实际上又以另外一种方式进行过度的

信用扩张。严重的债务问题由个人及企业转移到了政府，欧洲主权债务危机由此而生。金融危机之后，各国政府通过过度信用扩张来刺激经济保证经济增长的思维与方式并没有多少改变。整个国际金融市场的金融机构牟取暴利的动机并没有改变。只不过，这种过度使用现有金融体系的方式会有所转变。

国际金融市场的情况是这样，中国也是如此。我们应该看到，近十多年来，特别是1998年亚洲金融危机以来，中国在推进金融机构改革特别是大型国有商业银行改革、推进股市股权分置改革及汇率制度改革方面取得了一定程度的进展，但是在面对国际金融危机的冲击时，中国金融体系的脆弱性也在逐渐表现出来。特别是2011年国内金融市场的一系列异动，如温州民间金融市场火暴、政府融资平台累积的风险增加、房地产价格下跌可能面对的信贷风险、“影子银行”的盛行等，都成了国外市场做空中国金融市场及中国经济的题材。

国际货币基金组织（IMF）在2011年11月14日公布的对中国金融部门进行的首次正式评估报告中指出，中国的金融体系总体稳健，但金融体系的脆弱性在逐渐增加。该报告指出，中国金融部门近期面临几大风险：快速的信贷扩张导致贷款质量恶化；“影子银行”和表外活动导致银行脱媒现象加剧；房价下跌；全球经济形势不明朗。从表面上看，中国的多数银行似乎有能力抵御“单独出现的冲击”，比如资产质量大幅恶化（包括房地产市场的调整）、收益率曲线的移动及汇率的变化，但如果几个风险同时发生，银行体系可能受到“严重影响”。也就是说，面对中国金融体系的脆弱性，国内金融体系面对的系统性风险随时都可能爆发。如何加快中国金融体系改革是防范这种风险的关键所在。

所以，在2012年3月“两会”之后，不仅温州综合金融改革试点开始，而且深圳前海、珠海横琴、天津、上海、重庆、鄂尔多斯等地的金融改革试点风起云涌。汇率、利率、人民币国际化、证券、保险等不同的改革措施也纷纷出台。中国新一轮的金融改革大潮看上去已经开始。但是，中国金融如何改革，改革的重心与难点在哪里，这些都是应该认真思索的重大理论问题。从当前金融改革的态势来看，应该有以下几个层次的问题需要理清。

一是从对金融市场的认知角度来看，中央与地方有很大不同。中央政府更加关注的是中长期国内金融市场的稳定，防范系统性的风险及区域性风险，而地方政府的重点是如何突破现有的传统的金融市场体系，以便通过金融市场的资本运作来拉动当地经济快速增长。

二是从国内金融市场成熟度来看，一方面，国内金融市场是计划经济的最后一个堡垒，中央政府总是希望对金融资源的控制来保证其经济目标实现或让金融资源更多地流向政府所指向的政策目标及行业；另一方面，国内金融市场改革落后不仅

成了国内金融市场发展的严重障碍，而且严重的金融抑制不利于实体经济发展，特别是中小企业及民营经济的发展。

三是从金融改革的利益分配角度来看，这场金融改革利益如何来分配，是保持既有的利益格局，比如只进行增量改革，还是打破现有金融利益格局后重新调整。可以说，任何制度改革都是利益关系的重新调整，都会让一些人或集团获益，而让另外一些人或集团受损。那么金融市场制度改革谁受益、谁受损？这就成了金融改革制度设计的关键。就目前的情况来看，为何地方性增量改革会风起云涌，而现有的金融体系的完善机制改革十分困难？其根本的问题就是，前一类的金融改革不触及现有金融体系内部的利益关系调整，只是地方政府希望通过这种改革来分得金融体系中的一杯羹，只希望通过信用扩张过度来实现政府官员的短期业绩目标。对于后者，其改革的困难与阻力就在于调整分配既有利益关系过程中，很难冲破现有的既得利益关系。因为，在现有的改革框架下，不仅在于既得利益者往往是政策制定的主导者，而且他们也容易把其利益制度化与合法化，从而使得越改革离市场逻辑与市场法则越来越远。

在这样的背景下，如何突破既得利益集团的阻碍，保证中国金融业进一步改革开放，加大金融改革力度，增强中国金融体系的体质则是当前中国金融改革面临的重大问题。应该看到，当前中国金融体系与快速发展的实体经济的不相适应性、中国僵化的金融体制与经济大国地位的不匹配性，以及中国金融市场的汇率和利率市场化、资本账户开放等方面改革进展缓慢，都是当前中国金融改革的重点与难点。如果中国金融改革不能够在这些方面有重大进展，它不仅会成为中国实体经济增长的重大障碍，也将增加中国金融体系的风险。

所以，当前中国金融改革就得从理论上讨论清楚，就得把金融市场建立在服务于实体经济的基点上。当前中国金融改革就在于如何使金融市场的信用扩张真正服务于实体经济，而不是让过度的信用扩张在金融体系循环；如何把金融市场信用扩张界定在合理的边界内，以消除金融市场的严重风险与危机。这才是当前中国金融改革深层次的问题，也是当前中国金融改革的理论基础。

二、让金融回归常位

可以说，2012年初的第四届全国金融工作会议，最有新意及最核心的内容就是对实体经济与虚拟经济关系的清晰思路，提出了要坚决抑制社会资本脱实向虚、以钱炒钱，防止虚拟经济过度自我循环和膨胀，防止出现产业空心化现象；金融市场就得为实体经济提供优质服务；金融创新不是为创新而创新，只是为实体经济发展

服务。可以说,这些都是与以往不同的新提法。这些提法与以往金融改革的思路有很大不同。本文认为,如何让金融为实体经济服务,或如何让金融回归常位,这将成为中国金融业或全球金融业未来发展的方向与基本原则。

那么,这次全国金融工作会议为何会强调金融业要回归到服务实体经济上来?这个思路对中国金融业未来发展会有什么样的影响?为何这次会议之前市场所关注的一些重大金融改革暂时没有推出而把重点放在理顺实体经济与虚拟经济的关系上?可以说,这次全国金融工作会议提出这样的金融改革思路,可能与对2008年以来美国金融危机的反思有关。可以说,当前全世界所有的经济问题,与20世纪30年代经济危机有根本性的不同,以前的危机主要是由实体经济所引发的,而最近的危机基本上是与金融问题有关。可以说,当今世界上不少经济问题无不是与金融风险有关,无不是与信用过度扩张有关,只不过,不同的市场、不同的国家及地区,这种信用过度扩张的方式不同罢了。而信用的过度扩张就是信用的扩张严重超过实体经济对它的需求,或信用扩张严重背离实体经济的需求,从而形成了一个完全在实体经济运行之外独立运行的金融市场或社会资本在实体经济之外循环。在这种情况下,就容易导致各国货币超发、银行信贷滥用、各种金融杠杆无限扩张与放大等,而这些行为一旦走向极端就是不同方式的金融危机爆发。

比如,2008年美国金融危机主要是由银行信贷过度扩张吹大房地产泡沫,并通过金融衍生工具的杠杆化又把这种过度扩张的信贷无限放大,让信用过度扩张到极致;欧洲主权债务危机则是国家债务信用过度扩张的结果。2003年以来,过度信用扩张也成了中国经济增长的基本工具。1998—2002年,银行信贷增长的速度年均1万亿元左右,而当前信贷增长速度则达到年均近8万亿元左右,后者是前者的8倍,但实际上2010年GDP增长不到2002年的4倍。每年信贷增长远远大于实体经济需求。比如,近些年来,每年新增名义GDP 5万亿元左右,新增实际GDP为4万亿元,但近3年的信贷增长年均超过8万亿元。尽管这几年的国内银行信贷过度扩张并没有引发中国的金融危机,但这种信用的无限扩张所带来的问题与风险也是无以复加了。比如,房地产泡沫吹大、商业银行的信贷风险及地方融资平台的风险的增加、民间信贷市场的“炒钱”、中国“影子银行”泛滥等都是一个个可能引发国内金融危机的导火线。

可以说,要拆除这些引发中国金融危机的炸弹,就得从界定金融服务与实际经济关系入手,就得确定信用扩张的合理边界,让金融市场的扩张适应实体经济发展或为实体经济服务。因为,金融发展与繁荣一方面能够化解实体经济所面临的资金不足的困境,促进实体经济发展与繁荣。同时,如果信用扩张过度,让大量的资金在金融体系内膨胀与循环,又容易推高资产价格,形成金融泡沫及风险,让产业空

洞化。因此，如何理顺实体经济与金融市场的关系，如何界定金融市场的边界，应该是这次会议之后，国内金融体系改革的主要方向与原则。

因为，一般来说，金融就是通过信用对资源跨时空的配置，就是对信用风险的定价。而信用是什么？信用就是不同的当事人的承诺。而当事人的承诺仅是个人本身的意愿，如果这种承诺不能够界定在一定的限度内，如果这种承诺不能够通过有效法律制度来保证，或对这些行为进行有效的激励与约束，那么任何一个当事人过度使用这种承诺就成为必然。在这种情况下，当事人能够把使用这种承诺的收益归自己，成本则让整个社会或他人来承担。金融市场当事人从事高风险的投资也就成为必然。如果把信用扩张限定在合理的边界内，当事人信用扩张的成本与收益分配就能够归结在自己身上，当事人就得谨慎从事。可以说，这是当前全球金融市场面临的最为重要的金融理论问题，也应该是未来中国金融制度改革的基点与重点。因此，当前中国金融改革转向最本原的问题上来思考，其意义不可低估。2011年10月15日，有82个国家共951个城市响应参与“占领城市”运动，也应该是现代金融业这种重大转折的一个先机。

同时，我们也应该看到，不仅企业及个人的信用无限扩张或过度使用金融体系成为这些主体行为常态，而且这也是现代政府用来调整社会分配等关系的手段。因为，过度使用现有的金融体系不仅方式与工具多元，使用十分便利，而且金融产品的特性使然，即金融投资收益当时性及显性化，而成本及风险具有未来性及潜在性或隐蔽性。这不仅为政府过度使用现有金融体系提供了便利，也降低了来自社会各方的阻力。表面上看，这种政府过度信用扩张的方式可以通过政府政策来拉平不同企业之间、不同群体之间、不同阶层之间的财富与收入关系，但事实上它可能成为成本最高的再分配方式。这不仅危及了接受者的利益，也牺牲了纳税人的利益。比如，美国次贷危机就是通过过度扩张的信用政策滥用信贷给低收入居民购买住房并造成证券化市场过度繁荣，就是以美国金融体系最后崩塌及美国经济多年衰退为代价的；而中国对银行利率过度管制同样是一种严重的财富转移机制，它是通过政府对利率管制让存款人的利益转移给贷款人的机制。

信用扩张过度就会使得融资杠杆过度提高。杠杆率越高，信用过度扩张的程度就越高。美国次贷危机爆发后之所以会导致整个美国金融体系崩塌，就在于其基础资产到最后衍生产品过高的杠杆率（最高倍数达620倍），因此去杠杆化或让金融为实体经济服务就成了化解当时金融危机的基本前提。尽管当前中国的情况与美国市场有很大差别，但是去杠杆化同样是理顺金融经济与实体经济关系、挤出金融市场泡沫的最为重要的一环。

当然，我们也应该看到，金融业对经济发展的重要性基本成了社会的一个共识，

因为金融发展或信用扩张给实体经济带来的繁荣是令人瞩目的。它一方面能够化解实体经济所面临资金不足的困境,促进实体经济发展与繁荣,同时,金融业也是政府通过政策来拉平不同企业之间、不同群体之间、不同阶层之间的财富与收入分配关系最为便利的手段。这就是现代政府都有意愿把信用过度扩张运用得淋漓尽致的根源所在。另一方面,如果金融扩张过度或过度使用信用,让泛滥的信用在金融体系内膨胀与循环而不服务于实体经济,这必然会推高资产价格,形成金融泡沫及风险,让整个社会与经济都处于极高的风险之中。因此,如何理顺实体经济与金融市场的关系,如何界定金融市场的边界,是金融业的本质及国内金融市场未来改革的主要方向。

既然金融的本质是服务于实体经济,那么我们就应该看到金融服务能够做什么及不能够做什么。比如,当前中国的金融服务能够做的方面有,通过金融服务来支持国家经济战略的转移,引导国内产业结构的调整,重点支持弱势的产业、企业及不同的群体等。再如,通过不同的金融工具与市场来鼓励节能减排、环境保护和自主创新相关的产业及行为等,加大对公共基础设施的建设融资支持,并通过合理的信用政策来拉平不同产业之间、不同企业之间、不同群体之间、不同阶层之间的财富与收入分配关系等。又如,对农业的金融支持、化解中小企业融资难的问题、对建设保障性住房的金融支持等。这些都成为2012年国内货币政策关注的主要方面。

此外,要严格控制过高的杠杆率、利用过高的杠杆率来推高资产价格,严禁用“钱炒钱”等。中国金融市场的“去杠杆化”将是未来金融改革的重要方面。也就是说,金融服务不仅仅是创新一个金融产品和工具或建立一个金融市场就可以,而且要看这些产品、工具及市场等是不是保证金融服务纳入为实体经济服务的轨道。如果仅是谋取金融收益,而不能够对实体经济产生实质性的有益影响,那么这种金融服务并非是需要的,即金融服务不能为金融创新而金融创新,而是要基于服务于实体经济。这也表明,中国未来金融改革对现行国际市场十分流行的衍生产品、工具及市场的推出会采取十分谨慎的态度,证券市场的发展将更注重服务于实体经济的产品、工具与市场。

可见,让金融回归常位或本原,或许是国际金融业未来发展的一个新转折,也是中国金融业改革的一个新起点。这个新起点就是强调金融为实体经济服务,强调如何界定信用扩张的边界。因此,“去杠杆化”不仅是欧美国家当前金融改革的重点,也是当前中国金融改革的主要议题。

三、守住防范系统性风险及区域性风险的底线

从这几年的情况来看,美国金融危机引发的世界经济衰退将长期化,防范风险

将是金融业永恒的主题。因此，中国的金融政策、金融监管、金融市场秩序、金融市场行为及金融发展都得守住防范系统性、区域性金融风险这条底线。要充分发挥金融市场配置资源的基础性作用；要避免金融机构及金融市场片面求大和跨区域盲目扩张；对于各类金融风险的处置，要坚持“谁的孩子谁抱”的原则；对于金融监管，则要寓管理于服务之中等。

这些不仅是中国金融市场发展的原则，是把握现代金融市场精神的要义与常识，是现代金融发展的市场法则，也是把金融服务于实体经济的原则具体化。因为，我们可以看到，既然当前国内外所有的经济问题基本上是金融问题，那么，政府如何加强对金融问题的重视都不为过。而对金融问题的重视不仅在短期内要守住防范系统风险的底线，更要看到防范金融风险的长期化及永恒性。比如，当前欧美国家金融危机，并非在短期内出台什么救市政策就可化解的问题，而可能在错综复杂的政治与经济各种交织矛盾中长期无法化解。因此，在这样的背景下，中国能够做的只是把自己的事情做好，增强自己的体质以便增加抗击外部风险的能力。

那么，防范风险为何是金融市场永恒的话题？一般来说，金融的要义就是给信用风险定价。只不过不同的金融市场、金融工具、金融组织、金融产品等给信用风险定价的方式不同罢了。不过，由于信用又是企业、政府及个人的一种承诺，由于任何法律制度都不是百分之百完善的，因此，要保证这些承诺完全履行并非易事。在这种情况下，无论是政府，还是企业及个人，信用的无限扩张或过度使用金融体系就成为这些主体的行为常态。只要信贷过度扩张，金融风险就无所不在，防范风险也就是永恒话题，这是金融学的常识。不过，在多数时候，政府部门或是忽视或是明知故犯。因此，当前中国金融改革就得把信用扩张设定在合理的边界内，而不是信用过度扩张来制造风险。信用过度扩张必然会导致系统性风险发生。

一般来说，系统性风险是一个被广泛使用但又不容易界定与量化的专业术语。这种风险往往在事前难以预测，但是当该事件发生之后，一定会导致整个金融体系一系列的危机，或金融风险转化为金融危机。所以，系统性风险往往被看做金融体系不稳定或脆弱性发展到极端时的情况。系统性风险也是防范风险最为重要的方面。

目前，我们对中国金融风险的关注往往会放在对个别金融事件的理解上，比如政府融资平台的风险、房地产价格急剧下跌的银行风险、信托融资违约事件导致普遍的赎回、民间高利贷的火暴、政府难以抵制呼吁政策放松而使金融风险进一步放大等。这些个体事件导致金融危机爆发的概率是存在的，但不是最主要的原因。绝大多数金融危机爆发往往与系统性风险出现有关，而系统性风险的重要根源与宏观环境的定价基准变化有关。因为，在现代金融体系中，各金融市场、金融组织、金融行为主体之间并非简单的线性关系，而是通过各种错综复杂的关系联结在一起。

不同金融机构之间可能具有相同的商业盈利模式、相同的会计处理方法及紧密的债权债务关系,这就决定了当市场流动性枯竭时信用违约等风险能够通过共同风险因素、债权债务关系在金融体系内传染。从表面上看,某次金融危机爆发往往是个别性事件引诱的结果,但实际上是可以决定现有商业模式、资产价值、债务债权关系等金融定价的一般性基准定价发生根本性逆转的结果。这就是系统性风险会突然发生,无论是学术界还是业界都无法预测到系统性风险发生的关键所在。

在中国,金融定价的一般性基准定价是什么?它是如何运行的?对此了解的人不多。这是中国金融体系的脆弱性所在,也是中国金融体系可能发生系统性风险的节点。不过,在笔者看来,当前国内金融定价的一般性基准定价很大程度上与中国经济的“房地产化”有关。房地产业不仅决定了前几年国内 GDP 的增长,而且是国内绝大多数商品的定价基础。当国内房地产通过过度扩张的信贷使其价格快速飙升,同时带动国内整个经济不同商品价格快速上涨及金融产品价格全面上移。因此,当国内房地产市场泡沫突然破灭而导致价格急剧下跌时,并非仅是影响到商业银行增加不良贷款的问题或不良贷款率上升的问题,而可能导致整个金融市场一般性基准定价发生重大逆转。因此,早些时候监管部门要求银行对住房价格下跌进行压力测试仅是一种表面措施,它根本无法把这种基准定价发生重大逆转给金融体系带来的风险计算在内。也就是说,这也是当前中国金融体系系统性风险的节点。因此,要避免这种系统性风险发生,就得坚持当前房地产宏观调控不放松,挤出当前房地产泡沫,去除中国经济“房地产化”及赚钱效应,让国内住房价格回归合理水平。

不过,从最近发生的情况来看,当 2011 年 10 月以来国内一些一二线城市房地产市场出现价格调整时,曾有人呼吁中央政府要尽早放开当前房地产宏观政策,希望国内房地产政策出现逆转。如果按照上述防范风险的原则,当前国内房地产宏观调控政策逆转的可能性不会太大。因为,就当前中国经济形势来看,尽管中国经济成长会受到外部经济衰落的冲击,尽管房价下跌会影响房地产相关产业的发展,但这种冲击应该不会太大,即使有影响也是早几年过度投机炒作所要付出的代价,而影响未来中国经济增长的最大问题是国内房地产巨大泡沫的破灭。如果当前国内房地产泡沫不挤出,中国经济一定会永无宁日。因为,国内房地产市场巨大泡沫完全是国内信贷无限过度扩张的结果。如果让这个巨大的房地产泡沫自然破灭,中国也将爆发严重的金融危机及经济危机。通过宏观调控政策挤出房地产泡沫,尽管会付出一定的代价,但是一定比让国内房地产泡沫自然破灭的代价小得多(如 20 世纪 90 年代的日本与 2008 年以来的美国)。笔者认为,这就是最近中央政府对国内房地产泡沫挤出的宏观调控政策的坚定性的根本所在。可以说,按照这种金融政策思路,

在一两年内，国内房地产宏观调控政策只会强化而不会逆转。坚决地防范金融市场的系统性风险是金融市场持续发展的底线。

为了防范金融市场的风险，不仅要反对信用无限扩张或过度扩张，信用扩张只能在合理的边界内（不过这个边界在哪里，理论界还得作更多研究），而且对各类金融风险的处置还得坚持“谁的孩子谁抱”的原则。早些时候，为了化解民间信贷市场所出现的“炒钱潮”，政府出台一系列的对中小企业扶助的优惠政策。当时笔者曾撰文指出，政府对中小企业扶助没有什么不可，但是对于那些通过炒钱而炒作房地产、炒作矿产资源等高利贷行为不可姑息，否则会造成巨大的金融风险。不过，从上述原则中可以看到，政府不仅有决心严厉地打击各种高利贷的炒钱行为，而且对任何制造金融风险的行为要追究责任，即严厉禁止国内居民“以钱炒钱”。

还有，当前国内金融市场发展有一个误区，无论是政府，还是企业或个人，无不希望过度使用现有的金融体系，或是一夜暴富，或体现其GDP业绩。因为，在这些行为主体看来，谁过度使用这种金融体系谁就能够占便宜，但其行为风险则要让整个社会来承担。不过，从上述改革的原则来看，任何行为主体使用金融体系的收益与成本是对称的，谁制造了风险谁就得承担责任，这就是“谁的孩子谁抱”的基本原则。

要守住防范系统性风险的底线，与成熟市场相比，还有以下几个值得关注的问题。一是国内金融资产所有权的问题。随着国内金融市场越来越繁荣，国有金融资产总量越来越大。如果这样的金融资产不能够具体落实用什么机构来持有，国有资产最终所有权的虚拟性或最终所有权缺位会十分严重。这不仅容易导致金融资产运作无效率，而且容易导致国有金融产权益被他人所侵害。在这种情况下，潜在金融风险会越积越大。因此，金融资产最终所有权的具体化是十分重要的问题。二是“谁来监管监管者”的问题。本来，此问题在发达的市场体制下也存在，但是它能够有一个比较合理的制度安排来化解。对中国来说，不仅金融市场是计划经济最后的堡垒，市场相当不成熟，而且由于中国金融市场是由计划转轨而来，行政对市场的主导作用随处可见。而行政对市场的主导作用不仅表现为监管者的权力过大，而且表现为监管者的权力没有有效的制度来约束或对监管者进行监管。正是由于监管者没有被监管，绝对权力、绝对腐败已经成了中国金融市场许多风险的源头。三是面对系统性风险如何保证分业监管体制下实现统一监管。我们应该看到，随着金融全球化深入发展，出现金融业的分业经营向合业经营发展的趋势。在这种趋势下，传统的监管理念、监管工具及方式已经不适应了，并逐渐地为统一监管及协调监管所取代。可见，守住防范系统性和区域性风险的底线将是中国金融业改革的重点与难点，对中国政府来说，它将面临着巨大的挑战。