

开放进程中的 中国虚拟经济

——第四届中国虚拟经济研讨会论文集



主 编 成思危 副主编 刘骏民

南开大学 出版社

开放进程中的 中国虚拟经济

——兼论中国虚拟经济研究会的成立



主 编 陈 彦 斌 副 主 编 陈 彦 斌

中国社会科学出版社

F120.2-53/2

2007

开放进程中的中国 虚拟经济

——第四届中国虚拟经济研讨会论文集

主 编 成思危

副主编 刘骏民

南开大学出版社

天 津

图书在版编目(CIP)数据

开放进程中的中国虚拟经济：第四届中国虚拟经济研讨会论文集 / 成思危主编. —天津：南开大学出版社，2007.12

ISBN 978-7-310-02811-5

I. 开… II. 成… III. 经济学—研究—中国—文集
IV. F120.2-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2007)第 178745 号

版权所有 侵权必究

南开大学出版社出版发行

出版人：肖占鹏

地址：天津市南开区卫津路 94 号 邮政编码：300071

营销部电话：(022)23508339 23500755

营销部传真：(022)23508542 邮购部电话：(022)23502200

*

天津泰宇印务有限公司印刷

全国各地新华书店经销

*

2007 年 12 月第 1 版 2007 年 12 月第 1 次印刷

787×960 毫米 16 开本 30.625 印张 2 插页 531 千字

定价：62.00 元

如遇图书印装质量问题，请与本社营销部联系调换，电话：(022)23507125

在中国金融衍生品大会上的致辞(代序)

成思危

(2006年10月24日上午于北京钓鱼台国宾馆芳菲苑)

女士们、先生们、朋友们,早上好!

我很高兴今天来参加本次会议论坛。去年9月在上海国际金融衍生品论坛上,我曾经说过希望和大家一起共同努力,推动我国金融衍生品的发展。我很高兴地看到,时隔一年,我国的金融衍生品市场已经呼之欲出了。中国金融期货交易所已经在上海成立,预计年底前后可以开展交易。此次会议是由银行业、证券业、期货业、保险业四家协会联合举办,银监会、证监会、保监会和中国人民银行的领导联袂出席,这说明大家对金融衍生品的重视。我非常关心中国金融的改革与发展,现拟从一个学者的角度,谈谈对我国金融衍生品发展的一些看法,主要谈四个问题。

一、稳步培育市场

金融衍生品是由金融资产衍生出来的金融产品。我昨天整理了一下国际清算银行的数据,近年来世界金融衍生品发展很快,到2005年年底在外流通的名义金额总量(Notional Amount Outstanding)达到了343万亿美元。从交易方式看,以场外交易(OTC)为主,占83%;场内交易占17%,主要是期权和期货。从类别看,以利率类为主,在场外交易中占75.5%,在场内交易中占90%,远远高于汇率类和权益类衍生品;在利率合约的币种中,美元、欧元各占1/3,其他币种约占1/3。从品种上看,以互换(Swap)为主,约占利率类的80%。

我国发展金融衍生品要根据经济发展的需求、监管的能力,以及其他条件成熟的程度,按照“只有管得住,才能放得开”的原则,稳步培育市场,逐步推出产品,成熟一个推出一个。

从当前看来,我认为推出股指期货的条件相对来说最成熟。我国的股市至今已有十多年的发展历史,沪深 300 指数业已建立,股指期货可以作为首选的品种。股指期货对于投资者套期保值、转移风险都有一定的好处,特别是在我国股市还没有做空机制的情况下。当然股指期货还有一些需要研究的问题,例如股指定价等。我上月去香港演讲时,特意到香港交易所了解恒生指数的情况。恒生指数自 1986 年推出以来,已经成为香港交易所的主力产品,合约乘数为每点 50 港元;为了适应中小投资者的需求,2000 年又推出了小型恒生指数,合约乘数为每点 10 港元。股指期货的推出也有利于促进我国股市做空机制的建立。有的学者认为从理论上说应当先有做空机制再推出股指期货,但在国际上确实有些国家和地区是在没有做空机制的情况下推出股指期货的。

有些学者认为推出国债期货的条件已经成熟,但是由于“3.27”国债事件大家记忆犹新,所以有些人还比较担心它的风险。目前国债市场的规模确实比 1995 年时大得多,但由于我国长期以来对国债实行总量管理,造成国债的期限结构不尽合理,长期国债多而短期国债少。今年全国人大常委会决定对国债实行余额管理,这将有利于改善我国国债的期限结构,但要达到合理的收益分布还需要一段时间。再加上我国目前国债交易市场分成交易所市场和银行间市场,市场参与者也被人为地分成两部分,所以在国债期货推出前可能还要做一些工作。至于与利率和汇率相关的金融衍生品,要随着利率和汇率的市场化逐步推出。例如由于我国的利率市场化程度还较低,推出利率互换现在看来有一定困难;我国的汇率目前还是参考一篮子货币、有管理的浮动汇率,推出汇率期货可能还存在一些问题。

二、防止过度投机

金融衍生品是一柄双刃剑,在发挥其套期保值作用的同时,也要加强监管,防止过度投机。在市场中有两类参与者,一类是风险转移者,一类是风险投机者,二者之间应当保持动态的平衡。没有投机,市场就不可能存在,但如果市场中存在过度投机,就会造成严重的问题。从历史上看,在期货方面的交易,出现过例如“3.27”国债、株冶锌、中航油、中粮棉、中储铜等风险很大的事件。要解决风险问

题,一方面监管部门要加大监管力度,维护公众投资者的合法权益,保障市场交易的公开、公平和公正。监管要从信息披露入手,善于调动市场的力量来配合,进行分析、公告和处置。同时要认识到,监管部门也不是万能的,制度经济学有一句名言——“交易先于制度”,不可能在市场产品交易之前就制定一个十全十美的制度,而要随着市场和发展不断地去完善监管的制度和手段。我认为没有一个十全十美的制度,也没有一个一成不变的制度,任何制度都是在权衡利弊中确立的,一定要注意其正负两方面的效应;而现在看来不错的一个制度到将来就可能是产生问题的根源。所以我希望监管部门一定要注意与时俱进。而且要注意在风云变幻的市场中不断提高监管的能力。监管在一定程度上也是在和被监管者之间的博弈中成长的,许多金融创新就是在这种博弈中产生的。

另一方面,工商企业及中小投资者应当学会努力用金融衍生物来转移风险。根据我所看到的一篇研究报告,在国际上接受调查的 7185 个企业中,有 60% 参与了金融衍生品交易。在交易时要达到套期保值的最低要求,而不要大肆投机。

企业在参与金融衍生物交易时要充分认识到各种风险及自身承受风险的能力,加强内部控制,及时收手,不要越陷越深。据报道,有“股神”美誉的巴菲特由于去年在进行金融衍生品交易时没有及时收手止损,最终亏损 4.04 亿美元。我们很多企业往往对金融衍生品的风险了解不够,听信一些推销人员的片面宣传,又过高估计了自己防范风险的能力,这是非常危险的。有一本书书名为“在诚信背后”,就是讲这类问题的,我建议大家找来读一下。

三、加强金融研究

要认真消化吸收国外的金融研究成果,掌握理论及工具,例如期权定价、时间序列分析、分形市场分析、风险分析与管理、行为金融学等等,并将它们与我国市场的实际相结合,为我国金融衍生物的发展提供理论指导。我们要掌握中国金融市场的特点和规律,也要掌握国外金融业发展的经验和教训。在这方面希望我国金融界和学术界的朋友们联手来,建立符合中国实际的金融理论体系。

四、培养专业人才

要大力培养德才兼备、既懂理论又有实际操作经验的金融衍生品专业人才,要选拔一批年龄较轻、基础较好、有金融专业学位并有一定实践经验的人员集中

培训或到境外进修。我国没有自己的专业人才,没有充分掌握理论和实际的话,是不可能做好金融衍生品业的。

最后我希望在我国金融衍生品即将迎来它的起步与发展的时候,在这次论坛上大家各抒己见,为我国金融衍生品的发展献计献策,促进我国金融衍生品市场健康发展。

目 录

在中国金融衍生品大会上的致辞(代序)

成思危..... (1)

第一部分 虚拟经济基础理论部分

深化金融改革 改善金融监管 推动金融和经济协调发展

成思危..... (3)

夯实基础性制度 健全资本市场功能 推进虚拟经济与实体经济的协调发展

范富春..... (10)

重视虚拟经济发展,迎接资本市场开放的新挑战

——在第四届中国虚拟经济研讨会上的讲话

周道炯..... (14)

美元崩溃与国际货币体系的危机

刘骏民 张云..... (19)

虚拟经济与实体经济分离条件下的货币政策研究

——虚拟资产价格指数与货币政策工具的选择

刘骏民 王国忠 王小平..... (32)

The Financialization of the American Economy

Greta R. Krippner (49)

虚拟经济与风险管理

——兼论新巴塞尔协议作为区域金融整合的基础

沈大白..... (97)

解析当代经济“倒金字塔”之谜

——对 20 世纪 80 年代以来虚拟资产日益膨胀现象的思考

刘晓欣..... (108)

虚拟经济的波动特性与演化路径

——基于复杂性科学的研究

王爱俭 温博慧····· (119)

对外开放中的金融稳定与金融安全研究

胡援成····· (141)

从虚拟经济的角度来重构房地产经济理论

——房地产虚拟资产特性与宏观经济稳定

王 千····· (156)

虚拟经济研究综述

——对经济虚拟化现实的观察和理论研究的总结

李宝伟····· (173)

第二部分 行为与资产价格

不完全市场和股票溢价之谜

李俊青 杨玲玲····· (187)

中国股市理性泡沫的实证检验

贺学会 陈东理····· (209)

虚拟资产价格波动机理研究

杨玲玲 李俊青····· (220)

个体决策行为的实验研究及其对金融监管的启示

张耀伟····· (232)

第三部分 宏观发展与实践

证券、房地产和大宗商品期货交易的协调监控

——虚拟经济风险管理探究

段文清 苏细强····· (245)

强国之路

——人民币国际化

徐新华····· (259)

中国的利率结构与利率市场化

卢庆杰····· (280)

国际短期资本流动风险与防范

——基于虚拟经济的研究

霍英杰 张晓俊····· (297)

第四部分 监管与宏观政策

论虚拟经济下的宏观调控

钱 津····· (315)

虚拟资本市场发展对货币政策效果冲击的理论分析

徐璋勇····· (326)

浅谈我国房地产税费改革亟需关注的几个问题

刘宇辉····· (336)

谈金融机构之协调监管

柯琼凤····· (347)

第五部分 区域与市场问题研究

股权分置改革的制度效应

吴晓求····· (365)

我国开发股指期货风险规避策略研究

黄凤文 吴育华····· (371)

天津滨海新区的风险投资发展浅析

王乃合····· (380)

中国期货市场的研究

卢照坤····· (387)

中国期货市场的发展之路

张群发····· (394)

第六部分 现实与实践问题

Property Prices, Interest Rates and Bank Lending in China

Qi Liang Hua Cao ····· (403)

公司治理与上市柜公司经营管理

——由信息披露评鉴角度探讨

邱靖博····· (430)

保险公司投资利率衍生品的风险管理探讨

罗庆忠..... (442)

应用神经网络对股票价格与财务数据相关性的实证研究

王雪平..... (457)

虚拟经济视角下的投资者保护

张恩众..... (465)

当前虚拟经济发展对我国经济生活的影响

林志忠..... (475)

第一部分 虚拟经济基础理论部分

深化金融改革 改善金融监管 推动金融和经济协调发展

成思危

(全国人大常委会,北京市 100805)

[内容摘要] 本文认为,我国的金融改革前景是乐观的,当前要采取有力措施,解决存在的问题。第一,要正确理解金融和经济之间的关系,注意金融对经济影响和依存的双重作用,进一步促进二者协调发展。第二,要积极推动金融体系的市场化改革,包括利率改革、汇率改革、扩大市场主体的参与、发展更多的金融产品等。第三,要进一步改善监管。首先要维护人民群众的利益,把国家利益和人民群众的利益结合起来;其次,要从信息披露入手,注意保障监管的效率,在市场发展过程中不断改善监管,并要积极慎重地推动金融业的混业经营和监管。

[关键词] 金融改革 市场化 监管 混业经营

中国金融改革在近几年来不断地稳步向前推进。我是一个审慎的乐观主义者,对中国金融改革的前景比较乐观,同时也认为更应该看到问题和不足,并采取有力措施去解决和处理。

一、金融和经济应当更好地协调发展

我国的经济发展取得了很大成绩,在二十多年的改革开放中,保持了相当高的增长速度,这一点是举世公认的。中国的 GDP 虽然只占世界的 4%,但中国的经济增长对世界经济增长的贡献率却高达 20%,因此现在中国成了热门话题,全世界都很关注中国的经济状况。

目前我国经济面临着三个隐忧:第一个隐忧是投资增长过快。我国经济多年来保持着约9%的年均增长速度,2006年预定目标是8%,但上半年就已经达到了10.9%。我认为目前经济还不应该算过热,但投资确实是过热了,表现为投资增长过快、新上项目太多。2006年上半年我国的投资增长速度是GDP增长速度的3倍以上,新上项目9万多个。第二个隐忧是银行信贷较松。2006年全年的信贷目标是2.5万亿元,仅上半年就已经贷出了约2.3万亿元,基本上达到了全年的信贷目标,这就造成流动性过剩的问题。第三个隐忧是外贸顺差迅速增大。2004年我国的外贸顺差是320亿美元,2005年为1019亿美元,2006年上半年顺差还在不断增大。由于顺差增大等原因,外汇储备也迅速增加,近三年每年以2000亿美元的速度递增。2004年突破了6000亿美元,2005年突破了8000亿美元,2006年将会突破10000亿美元,如此迅速的增长对我国的货币政策和人民币汇率带来很大的压力。对人民币升值的预期越来越高涨,会给汇率调整带来更大的困难。当然这些经济问题不完全是金融方面的问题,但我们确实需要注意金融和经济的协调配合。

当前我国的储蓄率很高,这在一定程度上影响着我国的金融和经济。储蓄率高的原因在于:一是中国人或者说亚洲人有储蓄偏好,喜欢把今天的钱留到明天花,不像美国人和欧洲人那样喜欢把明天的钱拿到今天来花;二是我国的社会保障体系不够完善,人们需要把储蓄作为一种自我保障的手段;三是人们对于投资特别是直接投资的风险往往比较担心,存银行收益性虽然低一些,但是安全性比较高,银行是国有的,国家不会让它垮台,总能保障支付利息,所以降息对人们的消费影响不大。另外,目前就我国整体来说,消费水平不高,人们还比较节俭,在消费上比较注意节约。

储蓄率高就在一定程度上带来了上面所说的那些问题,因为储蓄率高,在银行里存了大量的钱,银行要想办法贷出去,就趋向于放松信贷。由于银行贷款比较容易,成本比较低,人们就热衷于用贷款去投资,投资就容易过热。由于国内消费力不足,投资生产的大量产品就要出口销售。我认为,储蓄率过高的问题,是造成我国经济这三个问题的一个因素。金融和经济如何能够更好地相互配合、协调发展,是一个很值得我们研究的问题。

在国际上,我国适应经济全球化的大发展趋势,加入了WTO。但从经济全球化的发展看来,一方面是经济全球化,另一方面是地区一体化。经济全球化和地区一体化是相辅相成的,地区一体化确实有它发展的基础,但地区一体化并不排斥其他国家的加入。地区一体化避免不了要提到货币一体化问题,现在有一些

学者在研究亚元。地区的货币一体化,确实有利于经济的发展,它减少了货币兑换时买入卖出之间繁琐的手续和差价,有利于商品、资本等各种要素的流动;但地区货币一体化有一个重要因素,就是各参与国的发达程度要比较接近,如果相差较大,就可能会带来一些问题。欧元诞生以后,由于欧元区各国的发达程度不同,受益的程度也就不同,从而也产生了一些问题。

从长远看,亚洲货币将会走一体化的道路,但是我作为一个审慎的乐观主义者,认为需要相当长的时间。欧元从提出到实现用了10年,亚元很可能需要更长一段时间。我希望金融界研究问题不要脱离经济,金融是经济的核心,但是金融对经济既有积极的作用,也有消极的影响。同时,经济还是决定金融的重要基础,如果经济情况变化了,金融肯定会受影响;当然金融对经济也有反作用。在推进我国金融改革的时候,我们应当特别注意正确理解经济和金融之间的关系,进一步促进其协调发展。

二、要进一步推进中国金融的市场化改革

中国金融业的市场化改革,主要包括四个方面。

1. 利率的市场化。利率是资金的成本,必须根据供求关系发生变化,但多年来我国对利率实行比较固定的办法,这不符合市场经济的要求。在利率的市场化改革上,一个非常重要的问题是如何确定基准利率。对于基准利率,有一些学者主张使用同业拆借利率,我不太赞成这个观点。隔夜拆借利率确实能很快地反映市场对货币的供求关系,我国银行之间的拆借也发展得比较快,但是隔夜拆借比重并不大,而国债回购(Repo)的比重还是比较大的。我在1999年时曾提出过建议,要采取发行短期滚动国债的办法,如三个月短期国债,由银行竞标承购,再通过回购市场形成基准利率。

但是这个建议推动起来问题也很多。首先,我国多年来对国债实行总量管理,就是一年只允许发一定数量的国债,如果发三个月的短期国债,就等于允许发行的国债量少了。例如一年允许发1000亿元国债,如果发三个月的短期国债,那每三个月就只允许发250亿元。所以首先要把国债从总量管理改成余额管理。这个问题我呼吁了多年,2006年全国人大常委会已经通过决议,对国债实行余额管理,这将有利于更科学地管理国债、应对金融风险。我希望下一步能够建立短期国债市场,并且通过短期国债市场的市场化运作,为我国的利率市场化提供一个参考的基准。