

新世纪金融热点

——前沿问题的多方位探索

萧端/主编

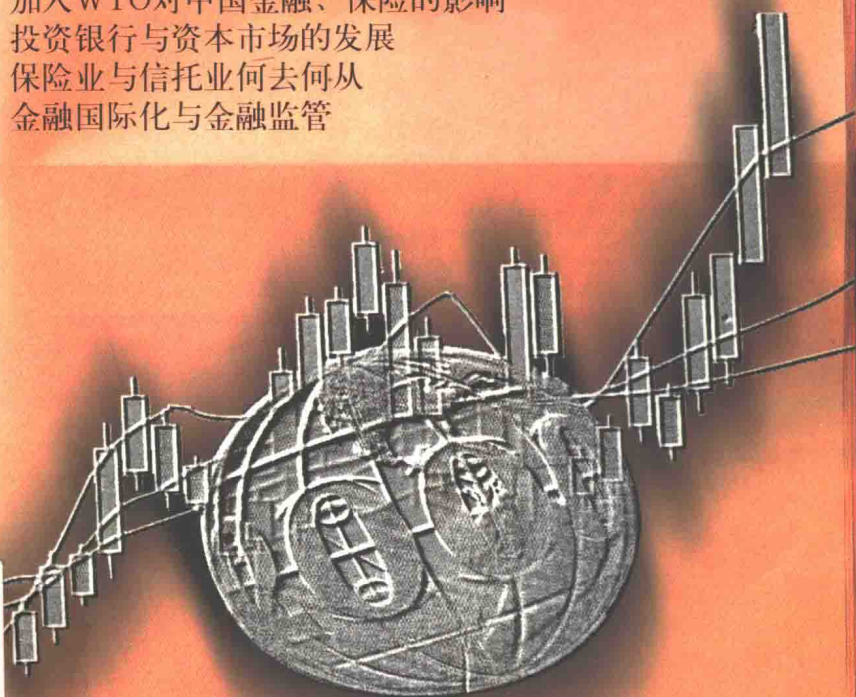
金融发展与经济增长

加入WTO对中国金融、保险的影响

投资银行与资本市场的发展

保险业与信托业何去何从

金融国际化与金融监管



二十一世纪将是金融经济时代

中国审计出版社

新世纪金融热点

——前沿问题的多方位探索

主 编：萧 端

副主编：汪良忠 黄 强

中国审计出版社

图书在版编目(CIP)数据

新世纪金融热点/萧端主编. — 北京:中国审计出版社,
2000.1

ISBN 7-80064-553-3

I. 新… II. 萧… III. 金融学—研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 74289 号

新世纪金融热点

萧端 主编

出 版	中国审计出版社出版		
社 址	北京市海淀区白石桥甲 4 号	邮政编码	100086
发行经销	新华书店总店北京发行所发行	各地新华书店经销	
印 刷	北京市密云县印刷厂		
开 本	850×1168 1/32	版 次	2000 年 1 月北京第 1 版
印 张	10.5	印 次	2000 年 1 月第 1 次印刷
字 数	256 千字	定 价	18.00 元

版权所有 侵权必究

序

几年来,我为不少经济学论著撰写序言。为本书作序,是我最高兴的事。一是本书出版于世纪之交,是一部跨世纪的著作,具有重大意义。二是本书研究的是 21 世纪我国和国际经济面临的最重要的问题,既有理论价值,又有现实意义。三是本书主编萧端是我的女儿,全书作者都是年轻专家。看到年轻一代已站到学术研究前沿著书立说,作为老一辈学者,我感到无比兴奋。本书选题新颖、内容丰富、论述深刻、资料翔实,有不少创新见解,有较高学术水平。

本书作为跨世纪的著作,具有明显的时代特征。当前,充满着危机与繁荣、痛苦与欢乐的旧世纪即将过去,新世纪就要到来。虽然在新世纪中,我们将面对许多新的挑战,对难以预测的人为或自然的变故,不能掉以轻心,但新世纪也给我们带来新的希望、新的机遇,为年轻一代提供更加广阔的活动舞台和发展空间。我们对新世纪充满信心。

在新世纪的经济发展中,我们要明确以下基本思路:第一,和平与发展是时代的主题,缓和是国际形势的总趋向。我们要充分利用这种有利形势,积极参与国际经济合作与国际经济竞争,利用国外资源和世界市场,为我国经济建设服务。第二,发展是硬道理,是解决当前面临的所有困难的关键。我国经济建设和体制改革困难很多,经济增长后劲不足、产业结构不合理、下岗失业数量庞大、国有企业改革困难、有效需求相对不足、金融安全缺乏保障、政府管理效率低下、腐败现象有所蔓延等等。存在这些问题的深层次的原因是经济落后,解决这些问题的关键是加快经济发展。第三,加大改革力度,建立完整的市场

经济体系。我国正在从计划经济体系转向市场经济体系。这个转变过程,必须在新世纪之初完成。只有这样,我们才能融入国际经济的发展大道,才能充分发挥市场经济在资源配置中的作用,解决旧体制造成的弊端和矛盾,提高我国经济发展水平和国际竞争能力。第四,坚持科教兴国,加快科技成果转化成为生产力的过程。科学技术是第一生产力。当前世界各国正在大力发展高新技术产业,发展知识经济。虽然我国经济发展总体水平比发达国家落后很多,但在高新技术领域差距并不大,我国科技队伍十分庞大,科技力量十分雄厚,科技成果相当可观。当前的问题要在转化上做文章,要把科技人才优势转化为成果优势;把实验室优势转化为生产优势;把产品优势转化为产业优势;把产业优势转化为市场优势;把市场优势转化为效益优势。第五,加快西部开发,增强发展后劲。我国西部地域辽阔、资源丰富,但经济落后。为充分利用自然资源,增强经济发展后劲,为了提高西部地区的发展水平,缩小不同地区经济差距,为了实现共同富裕的目标,发挥社会主义制度的优越性,必须加大西部开发的力度。这些都是我们在新世纪面临的新任务,也是需要研究的新课题。

本书研究新世纪的金融热点,意义重大。金融是现代经济的核心,也是 21 世纪我国和全球经济的热点。当前研究金融问题,特别需要关注以下几点:第一,正确处理虚拟经济与实体经济的关系。虚拟经济是以实体经济为基础,以信用、证券等形式表现的经济。近几十年来,虚拟经济得到很大发展,出现很多衍生工具,对实体经济起了重大推动作用。我国虚拟经济规模较小,还有很大发展空间,即要充分发挥虚拟经济对实体经济的积极作用,又要防止虚拟经济过度膨胀,对实体经济产生负面影响。第二,正确处理货币市场与资本市场的关系。货币市场与资本市场关系密切,不可分割。证券与银行、信托、保险分业管理、分业经营是暂时的;从长远看,混业经营是必然趋势。第三,正确认识资本市场的现状和发展前景。我国资本市场起步较晚,发展很快,在国民经济中发挥

了积极作用,功不可没,但也存在不少问题。当前资本市场正在从政府推动型转向市场需求型,从单纯筹资转向筹资与改制相结合,从散户投资为主转向散户与机构投资并重,从无序竞争转向有序竞争。资本市场正在逐渐成熟,发展潜力很大,对国民经济影响增强。第四,正确认识金融安全与金融发展的关系。东南亚金融危机给我们的重要教训是,防范金融风险、保障金融安全十分重要。但我们必须清醒认识,金融发展是保障金融安全的根本措施,不发展是最大的不安全。我们必须积极地而不是消极地吸取东南亚金融危机的教训,把金融发展放在首要位置。第五,正确认识金融对外开放的利弊。改革开放以来,我国逐步进行金融对外开放,加入WTO之后,金融对外开放的步伐加大,这是必然趋势。但在对外开放上,应循序渐进,分步到位,不可操之过急。只有这样,才能趋利避害,发挥积极作用。

本书的作者都是年轻专家,他们是改革开放中成长起来的一代学者。他们的特点和优点是,既掌握较扎实的马克思主义理论,又具有较深厚的西方经济学基础;既了解中国从计划经济到市场经济的转变过程,又了解西方发达国家实际经济状况和发展趋势;既具有较坚实的经济金融理论知识,又通过多种形式了解信贷、证券、信托、外汇、保险、基金、国债等金融活动;尤其是,新一代学者已经摆脱了困扰着老一辈学者在长期思想禁锢下形成的人云亦云、言不由衷、不敢大胆创新的思维方式,敢于独立思考、大胆探索、勇于创新,这是非常可贵的。我十分赞赏和支持年轻学者的探索和创新精神。希望他们在今后的研究中再接再厉,为祖国的学术繁荣和经济发展作出更大贡献。

萧灼基

1999年12月20日于

北京大学畅春园

目 录

金融发展与经济增长

货币政策对扩大内需的效应分析	(3)
借鉴海外政府扶持政策建立中小企业信用 担保中心	(20)
中国实行 BOT 融资方式的实证分析	(34)

投资银行与资本市场的发展

当前我国抵押贷款证券化的可行性分析	(45)
中流砥柱:中国投资基金的世纪使命	(54)
论资产管理	(70)
资产证券化—化解商业银行不良资 产的新药	(88)
风险投资:世纪之交的金融新宠	(100)
创建风险投资公司的探讨	(116)
关于股票指数期货风险的思考	(129)
经理股票期权利弊共存	(134)
上市公司的股权激励计划	(140)
上市公司实施竞争战略过程中的 并购方向	(152)

保险业与信托业的发展问题

保险创新与我国保险业的发展	(163)
中国信托投资公司的业务定位和机构重组 ——广国投倒闭的启示及对策分析	(176)

加入 WTO 对中国金融业的影响

加入 WTO 对中国银行业的影响	(197)
WTO: 中国保险业面临的机遇和挑战	(210)
论我国加入 WTO 后的金融营销策略	(225)

金融国际化与金融监管

全球金融业并购浪潮分析	(237)
再论人民币贬值问题	(251)
VaR 方法与我国的金融风险及风险 防范	(267)
跨世纪的澳门汇率制度探析	(280)
国际金融、贸易及公司业务中电子 数据交换的应用与发展前景	(291)
日本货币金融的发展历程及其对 中国的启示	(298)
欧元发展前景及其对国际货币制度的影响	(315)
后 记	(328)

**金融发展
与
经济增长**

货币政策对扩大 内需的效应分析

1998年以来,我国实行了旨在扩大内需的稳健的货币政策。该政策的实施在一定程度上促进了需求的增长,但是离预期效果还相差甚远。究其原因何在?该怎样加强货币政策的效应?这就是本文试图进行分析和探讨的问题。

一、旨在扩大内需的货币政策及其成效

经过改革开放后的二十年发展,我国经济进入了一个新的阶段。1997年下半年以来,我国社会总供求关系发生了历史性的转折,经济运行中出现了总量相对过剩,有效需求不足,通货紧缩的迹象和趋势。针对经济运行状况,1998年以来,我国推行了积极的财政政策和稳健的货币政策。

(一)货币政策措施

近年来,我国在货币政策方面所采取的主要措施有:

1. 自1996年起先后七次调低利率;
2. 1998年1月1日起,取消对国有独资商业银行长期实行的贷款规模限额控制;
3. 1998年3月和1999年11月,大幅度降低存款准备金比率;
4. 1998年以来,陆续出台了一系列旨在促进消费信贷的政

策,如发布《个人住宅贷款管理办法》、把消费信贷业务放宽到所有商业银行、将消费信贷种类放宽到所有耐用消费品,并延长了贷款期限,降低了贷款利率;

5. 先后颁布一系列支持农业、投资、消费、进出口信贷指导意见;

6. 积极配合财政政策,调整国家银行全年贷款指导性计划,银行相应发放配套贷款。

(二)货币政策成效

上述政策措施的目的是为了刺激消费需求和投资需求的扩大,促进经济的增长。其成效如何呢?现来看看最近的数据:

1. 经济增长率持续下降。GDP 增长速度由 1997 年的 8.8% 下滑至 1999 年前三季度的 7.4%。

2. 价格水平继续负增长。1999 年 9 月,社会商品零售价格水平下降 2.8%,这是自 1997 年 10 月以来连续 23 个月下降;居民消费物价指数下降 0.8%,这是从 1998 年 3 月以来连续 18 个月负增长;作为经济景气先行指标的生产资料购进价格指数已经连续 30 多个月负增长,九月微微回升,但这并不意味着已止跌。从趋势看,物价负增长的势头已逐步减缓,但负增长的局面还会持续一段时间。

3. 全面买方市场的出现已使 90% 以上的产品处于供过于求或供求平衡状态,需求相对不足。1999 年 1-9 月累计,社会商品零售总额增长 6.3%,累计增幅与上年基本持平。1999 年 9 月末,全国居民储蓄存款余额已达 59364.3 亿元。与去年同月相比,1999 年 9 月,当月固定资产投资增幅负增长 2.8%,基建和更改投资分别负增长 41% 和 5.9%。前 9 个月累计固定资产投资完成 11764 亿元,增幅比去年同期下降 11.9%,企业技术改造投资增势逐月回落,前 9 个月负增长 1.7%。房地产投资较活跃,但力度有限。

上述指标清楚地表明,政策措施收到了一定的成效,但没有收到预期效果。为什么会出现这种局面?现来探究其原因。

二、货币政策难以解决当前经济运行中的主要矛盾

对当前经济状况产生原因的正确分析是货币政策对扩大内需的有效性分析之前提。我认为,当前这种经济状况的出现是经济结构失衡这个主要矛盾所致。而我国经济结构的失衡又主要由投资结构不当造成。

(一)从投资方向和规模来看

1992年前后经济过热,各行业过高的利润率吸引了高利率的信贷资金和拆借资金的介入。但是,在投资方向上,没有注意以效益好、盈利多、资金回收快的项目为重点;在投资构成上,没有注意以生产性投资为重点;在投资规模上,没有注意以中小型改建、扩建工程、建设期相对较短的项目为重点;在投资性质上,没有注意以采用先进技术、对企业进行更新改造为重点。由此建立了一大批大而全、小而全的企业,各行业厂商众多,产品结构雷同,缺乏规模经济,难以降低成本,产品竞争力弱。这种低效的重复建设带来的后患日渐显现出来,且很久不能消除:一方面,大量的重复建设带来的“多余”产品相对需求来说,表现为供给过剩。这卖不出去或很少卖出去的产品就积压在企业库存里,即使是效益较好的企业亦是如此。有学者(刘薇、王来星,1999)根据某市效益较好的50户国有大中型企业的财务报表,对97年度和98年度存货指标(存货比年初增加的百分比)做了比较,从98年度6月份开始,存货大幅攀升,最高点达20.08%,与商业银行98年度下半年突然加大信贷投放力度完全吻合。这说明新增贷款的很大一部分已以存货的形态沉淀下来,不再参与或很难参与生产的周转,没有或很少实现利润,使新的投资难以为继。有的企业甚至还拿贷款上缴了税金。另一方面,因企业库存增加,利润下降,职工收入减少,消

费需求受到抑制,导致消费需求不足。

这里尤其要强调的是,促进企业产业升级的投资严重不足。现阶段,我国宏观经济运行正处于一个重大的转折时期,经济结构正由低水平重复的传统产业向适应市场需求的新兴产业转变。但这种转变还远远没有完成。产业升级滞后的原因主要是促进升级、技术改造和创新的投入不够。目前,我国企业技术开发投入占全社会投入的比重不足30%,企业销售收入中用于技术开发的比重还不足1%,60%的国有大中型企业没有建立技术开发机构。设备投资明显不足,1999年9月,第一产业投资增长53.2%,第二产业中工业投资为负增长4.9%,第三产业投资增长13.7%。如果这方面的投资增加不够,没有科技新产品,今后随着消费结构的变化,新的需求不足又会出现。解决这一矛盾还得靠企业,尤其是在国民经济中占据重要地位的国有企业,因为投资归根到底是企业行为,企业的投资欲望,自主创新机制的建立是关键。

(二)从投资主体看

投资需求增势趋缓主要由各投资主体的投资增量不同而引起。1999年1-9月,以基础设施建设为主要投资对象的政府投资(占整个投资来源的6.1%)增长44.8%,而民间投资没有被带旺。其他投资主体缺乏投资热情。据有关部门对457户企业调查,只有35%的企业有投资意向,65%的企业没有明显的投资打算,有的是因找不准投资方向,有的则是资金无着落,因为投融资体制改革后,投资资金来源中要求企业自筹比例最低须30%,这对于资产负债比例过高、资金困难的企业来说,增加投资的难度变大。至于居民,在股市风险太大、市值下跌,下岗职工增加,住房、医疗、教育、养老将更多地由个人承担的预期下,连消费欲望都受到制约,更不用说有多少收入资本化的欲望了。如果民间投资不能得到较快增加,不仅需求出现起色的希望不大,而且还会出现新的结构失衡。

可见,对于上述经济结构问题,仅靠降息、增贷的货币政策是比较难以解决的。货币供给量、投资等,在我国更多地表现为内生变量。我国采取的各种货币政策措施实际上带有扩张性(尽管管理层强调微调,坚持稳健的货币政策不变),在一定程度上,提高了需求,但并未刺激有效需求的大幅回升,这只能说明两点:其一,即使是扩张的货币政策也难以解决缘于经济结构这种内生因素导致的有效需求不足;其二,货币政策的传导出了问题,减弱了货币政策的扩张刺激效应。

三、货币政策的传导缺乏有效的微观基础

在当代,货币影响经济活动有多条途径。这些传导途径一般分为三类:第一类是通过投资支出起作用,第二类是通过消费支出起作用,第三类是通过国际贸易起作用。据此,我们沿着我国货币政策的传导途径(由于本文主要谈论的是内需问题,因而对第三类途径存而不论),分析它们是否将旨在扩大内需的货币政策意图顺利传导至经济活动,使之发生变化。

(一)四大国有商业银行的放款约束,减弱了中央银行增加基础货币的能力

长期以来,由于四大国有商业银行在整个金融体系和信用制度的主导地位,基础货币的投放渠道主要是对商业银行的再贷款,中央银行的货币政策主要依赖它们传导。这四大行的资产负债业务直接关系到全国货币供给总量和信用总量的变动。在中央银行实行扩张和紧缩的货币政策时,如果它们能很好地配合,自然能收到预期的效果。尤其是在短缺经济、金融市场不发达,商业银行未强调商业化时更是如此。若要紧缩,只要商业银行收回贷款,不再新增贷款,形成的货币供给量减少,企业失去了投资资金来源,需求自然就得到抑制。若扩张,商业银行不担心贷款能否收回,只要有需要就放贷,而且在存在倒逼机制时,款贷出去了,再找中央银

行补缺口就行。社会上的需求很容易就得以扩大。

但今非昔比,我国不仅告别了短缺时代,金融市场得到了很大的发展,而且,四大国有商业银行自身正在进行商业化改革,自身风险意识大大增强,在全国企业普遍出现经营效益下滑、信用意识较薄弱的情况下,不敢贸然出手放贷,出现了一定程度的“惜贷”和信用配给现象,在存款向其转移的同时贷款增势却逐月减缓。如何正确看待这种现象,我们认为这不能说完全是一种坏事。产生这种现象有其内在的缘由,主要是两方面:第一,资本短缺限制了银行资产的扩张,从而限制了贷款。四大国有商业银行的资本一直较短缺。在向国际接轨,必须要满足《巴塞尔协议》对资本要求的压力下,我国发行了 2700 亿的特别国债,补充了四大行的资本金。但是,面对大量的贷款损失侵蚀资本,银行业发生危机(这在以前是不存在的,但海南发展银行的倒闭和其他金融机构的破产给银行业敲响了警钟),风险的增加对资本的要求提高了,必须具备更多的资本才能应付,这时,银行发现自身资本还是短缺的。第二,信息不对称的存在,导致了逆向选择和道德风险,银行不愿贷款。从近些年企业的改革实践看,大部分的改革都收到了一定的成效,但也不可否认这样一个事实:企业在改革过程中,一方面急寻银行贷款,另一方面,又借兼并、合并等之机,想方设法逃废银行债务,银行极难监督贷款的流向,逆向选择使得贷款成为不良贷款风险的可能性增大,道德风险降低了贷款归还的可能性。即便市场上有风险较低的贷款机会,银行也宁可作出不贷款的决定。再加上我国企业的负债率又极高,大量负债而产生的企业资产负债状况的恶化,加剧了逆向选择和道德风险问题,故银行更不愿贷款。与其贷出去有收不回的风险,还不如将资金存在中央银行,虽低收益但来得稳当。商业银行的贷款约束,自然削弱了中央银行扩张基础货币的能力。

(二)名义利率对企业投资的效应不明显

在我国,由于制度因素的影响,国有单位的利率弹性弱,非国有单位的利率弹性强(汪晓亚,1999)。我国的民间投资以企业,尤其是国有企业为主。企业的资金来源主要依赖于银行,对银行利率的变动,企业的反应应该较强烈,但事实却并非如此。近几年连续7次降息,受益者是向银行借款最多的国有企业,但并未见银行贷款的大幅增加。作为利率弹性强的非国有单位也不容乐观。从非国有投资增长情况分析,1998年集体经济投资和城乡居民个人投资增长仅分别为-3.5%和6.1%。此外,从生产资料购进价格指数分析,投资大幅增长往往反映为生产资料购进价格指数上涨。该指数已连续30多个月负增长,直到最近才微升。这些只能说明利率不是影响企业投资支出的主要因素。

根据凯恩斯学派的分析,货币政策主要通过利率影响投资从而会影响经济活动。这种影响的大小主要取决于两个因素:一是投资的利率弹性,二是资本边际效率的高低。而对于第一个因素于投资支出的影响,货币主义学派有不同的看法,他们认为名义利率对投资支出的影响并不大,真实利率与投资支出却有着十分密切的关系,因为它更能反映借款的真实成本。因此,在我国,尽管目前名义利率较低,但物价是负增长,故真实利率并不低。再分析资本边际效率。我国企业产权不明晰,惩罚不分明,经营效益不好,整个社会经济不景气,资金利润率逐年下降。在这种情况下,不断下降的各义利率对企业投资并无多大的吸引力。资金利润率在投资支出的决定中显得更重要。尤其是在我国利率没有完全市场化的情况下,利率的反映不是很灵敏,更减弱了投资的利率弹性。

(三)放弃了另一条传导途径——中小企业

在西方国家,中小企业在国民经济中占有相当重要的地位,中小企业的技术水平和能力是维护国家工业竞争力的重要保障,中小企业及其投资是货币政策的重要传导途径。货币政策对中小企业的影响要大于对大企业的影响,因为中小企业更依赖于银行贷