

论丛

金融与投资

2006
总第3卷
年卷

中南财经政法大学中国投资研究中心
中南财经政法大学湖北金融研究中心
主编 朱新蓉 何建华

3

中国财政经济出版社

JINRONGYUTOUZILUNCONG

金融与投资论丛

2006年卷
总第③卷

中南财经政法大学湖北金融研究中心
中南财经政法大学中国投资研究中心

此书由新华人寿保险股份有限公司资助出版

中国财政经济出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融与投资论丛. 2006 年卷. 总第 3 卷/朱新蓉, 何建华主编. —北京: 中国财政经济出版社, 2006. 5

ISBN 7-5005-9047-4

I. 金... II. ①朱... ②何... III. ①金融—文集②投资—文集 IV. F83-53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2006)第 034091 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100036

发行处电话: (010)88190406 财经书店电话: (010)64033436

湖北南财文化发展有限公司 电话: (027)88324370 88320800

华中科技大学印刷厂印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 36 印张 606 千字

2006 年 5 月第 1 版 2006 年 5 月武汉第 1 次印刷

定价: 58.00 元

ISBN 7-5005-9047-4/F·7871

(图书出现印装问题, 南财文化负责调换)

① **编委会** (按姓氏拼音排序)

陈柏东	韩旺红	何建华	李格非	李 明
李念斋	刘冬姣	刘惠好	刘树森	聂名华
宁素莹	宋清华	唐文进	陶雄华	谢进城
熊福生	杨有志	袁 辉	张 东	张金林
张中华	周 骏	朱新蓉		

① **主 编** 朱新蓉 何建华

① **本卷执行主编** 聂名华

JINRONGYUTOUZILUNCONG

金融与投资论丛

PREFACE

在国民经济和社会发展第十一个五年规划的开局之年,我们将精心策划、最新编辑的《金融与投资论丛》2006年卷奉献给大家。

随着我国金融与投资体制改革的深化和对外开放进一步扩大,在理论和实践上都提出了许多值得深入研究的新课题。例如,金融监管与货币政策的接轨,资本市场股权分置的改革,人民币汇率的形成机制,保险业发展的体系构建,外资并购的法律规制,房地产投融资模式的选择,等等。本卷论丛对我国金融与投资领域出现的这些重点、热点和难点问题进行了较为深入的探讨,提出了一些具有创新性、前瞻性的学术观点和对策建议。如果本论丛能为金融与投资理论研究和实际工作者提供有益的参考和启迪,或起到抛砖引玉的作用,我们将会感到由衷的欣慰。

本卷论丛共收录了49篇论文。一部分论文曾在“第三届全国中青年投资理论研讨会”和“2005中国金融与投资论坛”上进行过交流;一部分论文是湖北省高等院校人文社科重点研究基地——湖北金融研究中心的项目结题成果。在公开出版前,本论丛编委会成员分别对提交的论文进行了讨论和修改,由作者最后定稿。根据入选论文涉及的范围,本卷设置了“货币政策与金融发展”、“资本市场”、“商业银行改革与创新”、“国际金融”、“保险论坛”、“投资研究”、“城市建设与房地产”、“湖北金融研究”、“人才培养与高校建设”共9个栏目。

《金融与投资论丛》已连续出版三卷,其社会影响逐步扩大。这既得益于全体作者的勤奋思考和勇于探索,也得益于各位读者的关爱和支持。在以“和谐发展”为指导思想的“十一五”规划开始的时候,我们将进一步更新创作理念,加强重点栏目的建设,适当扩大作者的范围,继续关注我国金融与投资领域里迫切需要解决的重大问题,并展开更加深入系统的研究,全方位、多层次、多角度地反

卷首语

JINRONGYU TOUZILUNCONG

映我们学术研究的丰硕成果,推动本论丛的质量再上一个新台阶。与此同时,我们真诚地希望大家给予论丛比以往更多的关心和支持,为全面提升论丛的质量进言献策。我们相信,《金融与投资论丛》在各位作者、读者以及各界朋友的共同努力下,一定会越办越好,在推动金融与投资理论研究和实际工作方面必将发挥更大的作用。

朱新蓉

2006年5月

JINRONGYUTOUZILUNCONG

金融与投资论丛

CONTENTS

货币政策与金融发展

银行监管与货币政策接轨问题研究

肖春海 / 2

中国货币政策中介目标演进历程及展望

唐彬 / 19

金融中介与经济增长：中国跨省数据的实证分析

冀志斌 陈杰 / 34

资本市场

投资者应用导向的证券投资基金综合评价方法研究

张戡 / 50

股权分置改革的回顾与思考

戴念念 / 57

QFII 在中国的发展及其投资策略分析

李建华 / 72

证券投资基金业绩属性的实证研究

段文军 / 86

中国可转换债券触发性条款缺陷及创新研究

危慧惠 / 95

美式期权定价方法的最新进展

李梦玄 / 105

商业银行改革与创新

中国商业银行操作风险管理问题探讨

刘春志 / 114

小额农贷的发展对策研究

吴轲 / 125

论网络金融风险及其成因

徐竹青 / 136

关系型借贷：中小企业外源融资新的制度构建

康立 / 144

零售银行捆绑定价策略研究

张雪兰 / 157

国有商业银行代理人行为特殊性研究

邓宁 / 171

国际金融

人民币汇率微观形成机制研究

曹勇 / 182

目 录

JINRONGYU TOUZILUNCONG

国际保理业务在中国的应用和发展
人民币均衡汇率决定的理论分析
均衡汇率模型与汇率失调的影响

胡星城 /195
徐 晟 /206
周先平 /215

保 险 论 坛

中国保险业发展的多维透视
中国医疗保障制度：反思与重构
保险公司市场退出机制思考
注册会计师职业责任保险初探
论寿险公司利率风险管理

刘冬姣 /230
袁 辉 /251
姚壬元 /265
沈治中 解 婧 /277
余 洋 /291

投 资 研 究

外资并购上市公司与中国法律规制
政府投资监管问题研究
投资制度、投资结构与经济增长
论中国 FDI 经济效应的转变
促进外商对华直接投资的经济环境因素探析
跨国并购潮中的新联想整合问题
层次分析法在风险投资项目风险评价中的应用

聂名华 /304
韩旺红 /320
卢建新 /333
杨 巧 /348
王清平 /355
顾露露 /365
张家峰 /378

城市建设与房地产

房地产投资信托：运行模式及中国的选择
借鉴国外经验，激励私人资本投资城市基础设施

张 东 代 伟 /390
杨开明 /405

JINRONGYUTOUZILUNCONG

金融与投资论丛

CONTENTS

夏热冬冷地区城市住区外部环境的绿化策略
政府投资项目“代建制”相关问题探讨
建筑施工企业工程项目成本管理的思路
建筑市场信息不对称表现、影响及对策探讨
论中国房地产融资模式的多元化创新
论中国土地使用与居住公平

张卫宁 /417
杨庆 /435
熊江陵 /447
郭跃跃 /457
冯兵 /464
周斌 /473

湖北金融研究

中部崛起战略的金融支持
湖北城市商业银行发展调查报告
关于湖北省民间借贷的特点
湖北上市公司融资效率的实证分析
湖北上市公司质量评价
利用场外交易市场提高湖北民间投融资效率初探
公司资本结构影响因素的实证分析

朱新蓉 /484
刘惠好 叶文中 /490
黄孝武 /502
章晟 /509
岳正坤 /521
过文俊 /528
金静红 /535

人才培养与高校建设

项目管理专业本科层次学历教育模式研究
金融实验教学资源建设与教学体系构建
以人为本的高校图书馆服务与管理

杨有志 /542
周沛明 /555
周菊荣 /563

货币政策与金融发展

HUOBI ZHENGCE YU JINRONG FAZHAN

银行监管与货币政策接轨问题研究

中国货币政策中介目标演进历程及展望

金融中介与经济增长：中国跨省数据的实证分析



银行监管与货币政策接轨问题研究

■ 肖春海*

摘 要:基于理性预期的一般均衡模型分析表明,货币政策与银行监管行为之间存在高度的密切性,如果要获得最优的政策效果,则需要二者之间关系协调。这也就意味着两种政策主体之间的政策行为必须要协调。我国已经建立专职的货币政策与银行监管职能机构体系,建立以中央银行货币政策为先导的协调机制,是我国银行监管与货币政策接轨的必然要求。

关键词:银行监管;货币政策;协调机制

2003年,中国的金融管理体制发生了重大变化:中央银行以银行监管为主体的金融监管职能实行整体剥离,以此为基础,新成立银行监督管理委员会作为专职的存款货币类机构的监管者。自此,形成货币政策与金融监管职责分离的运行模式。至今,该模式已经运行逾2年。银行监管与货币政策之间的职能关系虽然已经理清,但是,客观上两者之间的关系尚存在诸多问题,两种行为的相互作用机制尚待进一步研究。为此,需要探讨在两种职能分离于不同机构主体的条件下,如何实现最优的政策制定与实施。

这个问题并不局限于中国国内,自20世纪90年代以来,国际上关于货币政策职能与银行监管职能之间关系的争论,无论是从理论研究方面,还是从政策实践方面,都存在着巨大争议。而各国的政策职能组织体制也各自呈现出不同特点,存在着显著差异。尤其是近10年来,国际上逐渐出现了以职能分离为内核的中央银行与金融监管制度改革,更使争论白热化。为此,本文的研究从理论模型出发,对货币政策与银行监管之间关系的最优选择问题进行分析。

* 肖春海,中南财经政法大学新华金融保险学院副教授,经济学博士。



一、货币政策与银行监管关系最优抉择的模型解说

根据现代金融理论与银行理论,银行不仅能够中介间接融资,即存贷款融资途径,而且能够通过提供金融服务来影响总产出。金融功能学说表明,银行和金融市场一样,充当着金融功能承担者的角色。在最高效率地发挥稳定的金融功能的前提下,银行的地位和市场一样,通过提供服务与产品的创新,来实现和金融市场之间的功能衔接。这就表明,同样能够提供金融服务的银行,也可以实现对产出的影响。这也是分析的出发点。

本文借用 John J. Seater 的分析模型来说明货币政策与银行监管之间的关系。本分析建立在对数线性及理性预期的 IS-LM 模型基础之上。^①模型包括两个重要的分析方面:一是总产出,二是一个官方的正式银行监管系统,该监管系统内生于具有标准货币扩张乘数机制的货币体系之中。

(一) 产出函数

1. 总产出的需求公式:

$$Y_t^D = d_0 - d_1 R_t + \delta_t \quad (1)$$

Y 为产出量的对数, R 为真实利率, δ 为随机干扰项, 即随机变量, d 为常数项。

2. 总产出的供给公式:

$$\hat{Y}_t^S = \bar{s}_0 \left(\frac{\hat{P}_t}{\hat{P}_t^e} \right)^{s_1} \hat{F}_t^{s_2} \tilde{\theta}_t \quad (2)$$

式中, Y 为产出量, P 为价格水平, P^e 为预期价格水平, F 为银行所提供
服务数量, θ 为随机变量, S 为常量。对该式取对数得:

$$Y_t^S = s_0 + s_1 (P_t - P_t^e) + s_2 F_t + \theta_t \quad (3)$$

式中各变量为 (2) 式中变量的对数值。

对于金融服务变量 F , 现代金融理论认为, 银行和其他金融中介已经不仅仅提供存贷款融资中介服务。比如提供金融体系内的流动性保障 (Bryant, 1980; Diamond and Dybvig, 1983)^②, 克服逆向选择的信息共享 (Leland and Pyle,

① John J. Seater. Optimal Bank Regulation and Monetary Policy. Wharton College Working Paper, <http://www.fed.gov>.

② Di Noia, Carmine, and Giorgio Di Giorgio. Should Banking Supervision and Monetary Policy Tasks be Given to Different Agencies? International Finance, 1999, 2.



1977),对借款人的监督(Diamond, 1984; Holmstron and Tirole, 1977)^①,促进风险转换(Allen and Santomero, 1977),以及降低参与成本(Allen and Santomero, 1977)。在这里,为方便分析,变量F仅包含监督(Monitoring)因素,这也是银行从事的最为基本的服务类型。监督行为能够阻止借款人的机会主义,这种机会主义行为的出现,往往是因为如果以贷款方式来支持项目建设的话,作为投资方的企业只能享受其中的一部分收益(扣除贷款利息之后)。因此,可能激励企业将资源投向其他方面,这就降低了贷款所支撑的项目的盈利能力。这就是对经济运行效率的削弱(Fama, 1985)。由此可知,银行业对借款人的监督影响生产效率,进而影响总产出水平(Holmstron and Tirole, 1977)。这一点不同于传统理论中认为主要是通过货币扩张创造内生货币来影响总体经济的观点。

(二)货币市场函数

在这里,设定 M_1 为名义货币量,为活期存款与银行体系以外社会公众手中持有的现金之和。由于考虑到银行的非货币服务是分析的基础,而且和内生货币行为密切相关,因而,建立真实货币需求函数如下:

$$M_1^p = a_0 + a_1 Y_1^p - a_2 R_t + \alpha_t \quad (4)$$

式中, M 是 M_1 的对数, a 为正的常数, α 为随机因子。

真实货币供给取决于真实高能货币和货币乘数:

$$M_1^s = m_t + H_t - P_t \quad (5)$$

式中, m 为货币乘数的对数值。 H 为名义高能货币的对数,由中央银行货币政策函数所决定:

$$H_t = h_0 + h_1 R_t + \eta_t \quad (6)$$

η 为随机项, h 为由中央银行决定的常数项,即货币政策参数。货币乘数函数为:

$$m_t = m_0 - m_1 B_t + m_2 R_t + \mu_t \quad (7)$$

在这里, B 是一个非常重要的变量,指限制银行借贷能力的监管变量, μ 是随机因素项, m 为正常数项。利率 R 通过对银行持有超额储备(准备金)的机会成本的影响来影响货币乘数。

变量 B 能够代表多种对银行的监管限制。两项最为直接的限制因素就是对存款准备金率和银行资本充足率的要求。式(7)清楚地表明了基础货币对银行

^① Holmstron, Bengt, and Jean Tirole. Financial Intermediation, Loanable Funds, and the Real Sector. Quarterly Journal of Economics, 1997-08, 112, P. 663—691.



借贷扩张行为的影响。如果 B 为银行资本充足率要求变量,监管者要求银行达到一个最低的资本充足比率,当银行的资本比率低于标准时,就必须采取收缩行为。因而,资本充足率与货币乘数之间存在着负相关关系。同样,如果变量 B 为准备金率要求,也可以得到同样的分析结论。

可以假定 B 决定于银行监管当局。根据公式 (8):

$$B_t = b_0 + b_1 R_t + \beta_t \quad (8)$$

b 为由监管当局决定的常数,即为监管参数, β 为随机项。这个函数的特点在于,根据一定的信息反馈机制,监管的标准要求可以根据经济运行情况而改变,从而变量 B 具有弹性。在通常的理论分析中所设定的标准的非弹性监管标准,在这里只是一种特例,即只有相关系数 b_1 和随机干扰因素 β 为零时才是如此。而这种非弹性的监管变量 B 所导致的结果并非最优。

(三) 金融服务函数

金融服务变量 F 和银行信贷密切关联。一般来说,银行仅为它们的贷款客户提供金融服务。因此,金融服务变量 F 也就是真实信贷量的函数:

$$F_t = f_0 + f_1 L_t + \phi_t \quad (9)$$

L 是真实信贷量的对数, ϕ 是随机项, f 为正常数。所有的贷款等于相对应的内生货币,即货币供应量的一部分。可以得到函数:

$$L_t = \log(\hat{m}_t - 1) + H_t - P_t \quad (10)$$

该函数非线性,对数项和其他项之间存在差异。考虑到一定量的货币乘数变动率对贷款的影响,高于同等的货币供应量变动率的影响,可以近似认为 $(\hat{m} - 1)$ 的对数值与 L 之间存在线性关系,因此将 (10) 式变换为:

$$L_t = km_t + H_t - P_t \quad (11)$$

这里,系数 k 大于 1。

在这个模型中,为了分析的方便,假定所有的随机项都具有最简单的时间序列结构,因此属于白噪声。同时,由于理性预期的假设,所以预期价格 P^e 是价格变量 P 的一般数学期望:

$$P_t^e = E(P_t | I_t) \quad (12)$$

式中, I_t 是时间 t 时的信息变量。

(四) 模型的处理

1. 确定产出水平

根据各式中常数项,即政策变量(由中央银行的货币政策与监管当局的监管政策所决定)在决定各市场(实际产出、货币市场与金融服务)中的作用,



设定:

$$\begin{aligned} X_0 &= a_0 + a_1 d_0 - m_0 - h_0 + m_1 b_0 \\ X_1 &= m_2 - m_1 b_1 + h_1 + a_1 d_1 + a_2 \\ X_2 &= s_2 f_1 [k(m_2 - m_1 b_1) + h_1] \\ X_3 &= s_0 + s_2 f_0 + s_2 f_1 k(m_0 - m_1 b_0) + s_2 f_1 h_0 \end{aligned} \quad (13)$$

那么,产出供给Y的期望值为:

$$\begin{aligned} EY_t^s &= \frac{X_1 X_3 + X_2 X_0}{X_1} + \frac{X_2 - s_2 f_1 X_1}{X_1} P_t^e \\ &= \frac{-d_1 X_3 - s_2 f_1 X_0 - d_0 X_2 + s_2 f_1 X_1}{s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1} \end{aligned} \quad (14)$$

根据对模型中公式的处理,得到产出供给式:

$$\begin{aligned} Y_t^s &= EY_t^s + [(2X_1 X_2 - d_1) X_2 (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1)] \\ &\quad + d_1 (X_2 - s_2 f_1 X_1 + s_1 X_1) [X_1 (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1)]^{-1} \alpha_t \\ &\quad + [(2X_1 X_2 - d_1) (m_1 X_2 - s_2 f_1 k m_1 X_1) (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1) \\ &\quad + d_1 m_1 (X_2 - s_2 f_1 X_1 + s_1 X_1) [X_1 (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1)]^{-1} \beta_t \\ &\quad + [(2X_1 X_2 - d_1) (a_1 X_2 - X_1) (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1) \\ &\quad + d_1 a_1 (X_2 - s_2 f_1 X_1 + s_1 X_1) [X_1 (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1)]^{-1} \delta_t \\ &\quad + [(2X_1 X_2 - d_1) (s_2 f_1 X_1 - X_2) (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1) \\ &\quad + d_1 (X_2 - s_2 f_1 X_1 + s_1 X_1) [X_1 (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1)]^{-1} \eta_t \\ &\quad + [(2X_1 X_2 - d_1) (s_2 f_1 k X_1 - X_2) (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1) \\ &\quad + d_1 (X_2 - s_2 f_1 X_1 + s_1 X_1) [X_1 (s_1 X_1 + s_2 f_1 X_1 - X_2 - d_1)]^{-1} \mu_t \\ &\quad + (2s_1 X_2 - d_1) s_2 \phi_t \\ &\quad + (2s_1 X_2 - d_1) \theta_t \end{aligned} \quad (15)$$

式中右边的第一项就是产出的预期值,即自然率,其余均为被相关系数扩大了干扰因素项,以及实际产出与预期产出之间的暂时性离差。

2. 金融因素(金融服务变量F)影响产出的作用机理的图解

下面利用图形来解释以金融服务变量F为核心的产出均衡,在受到外部冲击因素影响时的变动情况。这里分别选取了意外的货币需求和总需求不足两种冲击因素为代表进行分析。

图1中,IS、LM分别代表真实经济和货币体系的局部均衡曲线。而SS则为产出供给曲线。与理性预期模型所不同的是,SS曲线是倾斜,而非垂直,这表明利率对金融服务量F的影响,而F影响实际产出。LM与SS曲线的截距由 b_0 和 h_0 决定,斜率则分别为 b_1 和 h_1 。当 b_1 与 h_1 均较小时,曲线形状如图1所示。LM



与 SS 曲线的斜率对政策变量的依赖,构成了这些政策变量最优抉择的基础。

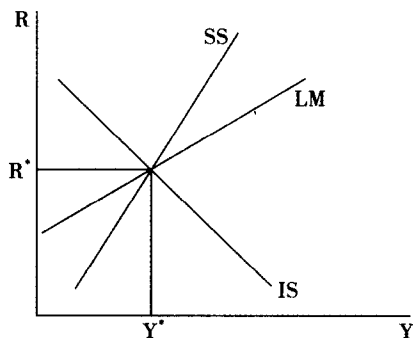


图 1 IS-LM-SS 图

产出量 Y 的公式为:

$$\begin{aligned}
 Y_t = & (s_2 f_1 k m_2 - s_2 f_1 k m_1 b_1 + s_2 f_1 h_1) R_t + s_1 (P_t - P_t^e) - s_2 f_1 P_t \\
 & + (s_0 + s_2 f_0 + s_2 f_1 k m_0 - s_2 f_1 m_1 b_0 + s_2 f_1 h_0) - s_2 f_1 m_1 \beta_t \\
 & + s_2 f_1 \eta_t + s_2 f_1 k \mu_t + s_2 \phi_t \\
 = & [X_2 + s_2 f_1 (k-1) m_1 b_1] R_t + s_1 (P_t - P_t^e) - s_2 f_1 P_t \\
 & + [X_3 + s_2 f_1 (k-1) m_1 b_0] - s_2 f_1 m_1 \beta_t + s_2 f_1 k \mu_t + s_2 \phi_t
 \end{aligned} \quad (16)$$

图 2 表明了当意外的货币需求出现[即式 (4) 中的 a 为负]时,经济体系的调整反映。 a 仅作用于 LM,使曲线发生平移到 $LM(a)$ 的位置。相应地,由于是预期外的冲击因素,预期价格与实际价格变量之间存在时滞,这种差异变动使得产出平衡点移到 E_3 ,达到新的平衡状态。上升了的价格降低了 F ,进而减少产出水平。

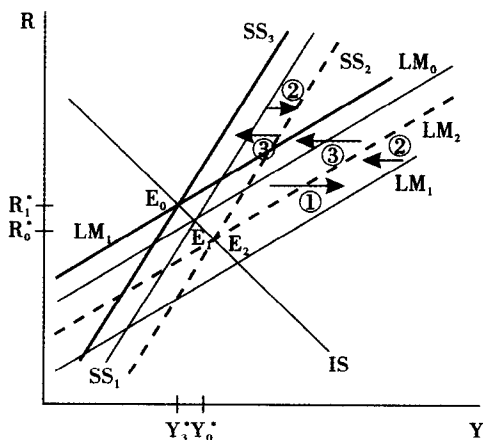


图 2 对货币需求的负面冲击效应



图3反映了总需求降低,也就是 δ 为负时,产出的变化情况。 IS_0 移动到 IS_1 ,相应的均衡点也由 E_0 移动到 E_3 。

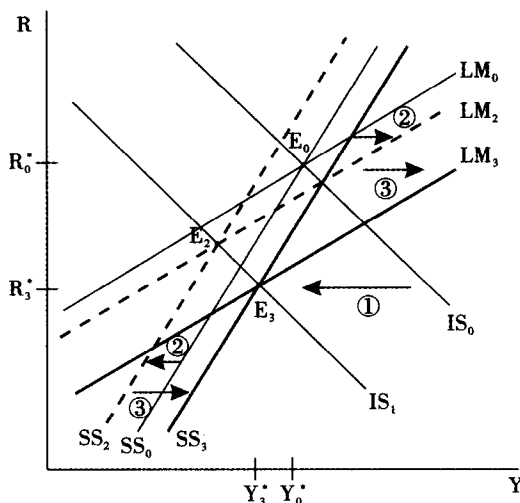


图3 对产出的负面冲击效应

这两个例证分析的关键中间环节,都在于LM曲线中的金融服务因素 F ,由此可知重要结论:金融机构的行为无论是在短期内,还是在长期内,都将影响实体经济的产出水平。其他类型的冲击作用,甚至能更为清晰地表明金融机构的重要作用。尤其是货币乘数冲击因子 μ 和金融服务冲击因子 φ 进入了曲线 SS ,那么即使是最为纯粹的金融冲击因素,也会直接影响实际产出水平。这 and 传统理论模型中金融因素的地位大相径庭。

由于常数项 b_0, b_1 和 h_0, h_1 属于外生变量,分别决定 SS 和 LM 曲线,因而对这四个政策变量的控制,能够被货币政策与监管当局用来抵消或减弱外部影响因素对经济运行的冲击。它们也就构成了最优政策分析的关键变量。

3. 最优货币政策与最优银行监管政策抉择

假设政策决策者有两个决策目标:一是使真实产出的期望水平(自然率)最大化;二是使即期产出围绕期望产出波动的偏差最小化。要强调的是,在本模型中,金融监管影响产出值 EY ,这和理性预期理论模型不同。这使得监管政策具有了和货币政策同样的理论分析地位,也就意味着监管政策如同货币政策一样,需要决定其最优水平。

最优政策分析集中于四个政策变量 b_0, b_1 和 h_0, h_1 。而四个变量的优化选择将取决于模型中的两组变量:一是所有干扰因子的方差和协方差;二是各需求与供给函数的斜率和截距。方差和协方差决定了 IS, LM 和 SS 曲线移动所导致