

博士



基于资产价格的 金融安全研究

*Jiyu Zichan Jiage de
Jinrong Anquan Yanjiu*

刘忠生 著



西南财经大学出版社

SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

文庫

博士



基于资产价格的 金融安全研究

*Jiyu Zichan Jiage de
Jinrong Anquan Yanjiu*

刘忠生 ■ 著

文庫



西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

图书在版编目(CIP)数据

基于资产价格的金融安全研究/刘忠生著. —成都:西南财经大学出版社,2011. 8

ISBN 978 - 7 - 5504 - 0344 - 4

I. ①基… II. ①刘… III. ①金融—风险管理—研究—中国
IV. ①F832. 1

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2011)第 139833 号

基于资产价格的金融安全研究

刘忠生 著

责任编辑:于海生

封面设计:大 涛

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街55号)
网 址	http://www.bookcj.com
电子邮件	bookcj@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	148mm × 210mm
印 张	8.75
字 数	215 千字
版 次	2011 年 8 月第 1 版
印 次	2011 年 8 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978 - 7 - 5504 - 0344 - 4
定 价	29.80 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

摘 要

现代金融体系是经济发展的产物，并已经成为社会经济系统的核心和动脉，它的稳定与安全对社会经济发展具有至关重要的作用，历次金融危机使人们看到金融灾难对国家经济的破坏性影响，而金融安全也因此成为人们日益关注的问题。资本市场不仅为企业提供了一个直接的、有效率的融资平台，而且也为投资者提供了更多的投资选择，其本身也是金融体系重要的组成部分。以资本市场出现为标志，金融交易日益表现出不同于实体经济的特点，同时仍然保持对实体经济的巨大影响，资产价格是资本市场运行状况最直接的反映，但其却不断表现出泡沫膨胀和破裂的过程。本文所关心的就是资产价格的这种剧烈波动对金融安全的影响。

论文首先对金融安全的内涵进行了界定，并阐述了影响金融安全的相关因素，包括银行体系本身的脆弱性、金融市场的脆弱性、金融自由化以及金融创新等对金融安全的影响等方面。其次分析了资产价格泡沫形成的微观基础及中国资本市场特征。

异质正反馈交易模型的演绎结果表明, 理性投机交易者的投机活动是资产价格泡沫产生的起点, 正反馈交易者可以区分为分析正反馈交易者和消极正反馈交易者, 他们的存在则对泡沫的不断膨胀起到了推波助澜的作用。正反馈交易者整体分析能力的提高并不能保证其能够从投机交易中获利, 资产价格的非理性膨胀必然导致泡沫的破裂。要避免这种状况, 一方面要使资本市场更加透明和公正, 确保资本市场的有效性, 另一方面也要对泡沫趋势进行及时的预测与应对。基于上市公司和投资者角度的实证分析表明中国的资本市场仍然存在过多的投机性, 这既有上市公司行为不规范的原因, 也有投资者缺乏价值投资理念的原因。再次, 通过对中国银行体系运行状况的实证分析发现, 中国银行体系的经营效率在市场化过程中获得了不断的提高, 这表明了其未来应有的发展方向, 但市场化可能使银行体系面临包括资产价格波动在内的更多的金融冲击, 引发金融危机, 进一步的分析也表明资产价格的膨胀可能引起银行信贷资金的过度扩张, 则资产价格泡沫的破裂不可避免的引起银行信贷资金的损失, 进而触发金融危机。因此, 资产价格引起金融安全问题的传导机制为: 资产价格膨胀——信贷扩张——资产价格泡沫破裂——金融安全。最后, 金融开放条件下, 资产价格与金融安全有了更复杂的关系, 不仅会受到国内因素的影响, 还会受到国际因素的影响; 通过建立基于资产价格、银行信贷、短期国际资本流动及利率的 VAR 模型, 实证分析了在中国目前条件下, 这些因素的相互关系及影响, 以分析各个因素变化可能带来的金融安全问题, 结果显示银行信贷资金和短期国际资本流动并不是导致当前中国资产价格泡沫膨胀和破裂的主要因素。最近中国资产价格泡沫的破裂并没有在中国引起严重的金融安全问题, 部分原因在于中国资本市场的相对封闭及国家对于银行体系的较强控制力, 但这两个因素也反映了中国

金融体系的缺陷，对金融体系的效率提高可能带来负面影响，未来汲取国外的经验教训，在更为市场化的条件下应对资产价格泡沫是中国所面对的严峻课题。

关键词：金融安全；资本市场；资产价格泡沫；银行信贷；金融开放

Abstract

Financial system was founded as development of economy, and has been one of the most important parts of economic system in human society. Stabilization and safety of financial system is very important to improvement of the whole social economy. From all previous financial crisis people had felt its damage to economy of a country. Therefore, at present people pay more attention to financial safety. Capital market provides not only a direct and efficient financing place for enterprises but also more investment channels for investor, and in the meantime the capital market is also important parts of financial system. As occurrence of the capital market, financial deal increasingly put up different characteristic in comparison with real economy. And then it still has very significant influence on real economy. Assets price is the most direct signal of the capital market operating. But assets price in the capital always suffers from the process that assets price bubbles increasingly swell and then are broken. The paper will

researches what big fluctuation of assets price creates influence on financial safety of a country.

Firstly, the paper defines financial safety, and analyzes related factors which may influence on financial safety. The factors include frangibility of banking itself and financial market, financial innovation and financial liberalization and so on. The second, the paper analyzes microcosmic basis of asset prices bubbles and characteristic of the capital market of China. According to the heterogeneous positive feedback trading model of the paper, speculative trading of the rational speculative trader is the basis of occurrence of assets price bubbles in the capital market. The positive feedback trader adds fuel to the fire to swell of the bubbles. Improvement of analyzing capacity of the whole positive feedback trader doesn't ensure them to make a profit from the speculative deal. Finally, burst of the bubbles will be inevitable as irrational swell of asset prices. Enhancing transparency and impartiality of the capital market and coping with bubble tendency of asset prices are the effective measurement which controls the speculation and the asset prices bubbles. Empirical analysis shows from views of listed companies and investors in the capital market that there are overfull speculative action in the capital market of China. The third, empirical analysis on operating status of banking system in China finds that operating efficiency of banking of China is improving increasingly as banking system becoming more market - oriented. It indicates developing tendency of banking in the future. But market - oriented banking system will face more finance shocks. The shocks may bring financial crisis. Farther analysis also shows that swell of asset prices may make bank credit scale expand excessively. So, it is inevitable for burst of asset prices bubbles to lead to loss of bank cred-

it. Financial crisis will break out under the condition. Thus, the diffusing channel from asset prices bubbles to financial safety is from swell of assets price to expand of bank credit scale, to burst of asset prices bubbles and to financial safe. The finally, under the condition of finance opening to outside, there is more complicated relation between asset prices and financial safety. The relation will be influenced by not only domestic factors but also international factors. The paper set up a VAR model including asset prices, bank credit, short-term international capital flow and interest rate to analyze relative infection between them under the present condition and influence of the factors on financial safety. The result shows that bank credit funds and short-term international capital flow aren't main factors to lead to swell and burst of assets prices of China at present. Lately, burst of asset prices in China doesn't influence seriously on financial safety of China. Part reasons are because of relative closing of the capital market in China and strong government control on bank system. But in fact the both factors also disclose bugs of finance system of China. They may bring some negative effect on efficiency improvement of bank system of China. In the future, under more market-oriented condition and on the basis of international experience in the past how to cope with assets price bubbles will be a severe task.

Key words: financial safety; capital market; assets price bubble; bank credit; finance opening

目 录

第一章 绪论 1

- 1.1 问题的提出 2
- 1.2 选题背景和意义 3
 - 1.2.1 选题背景 3
 - 1.2.2 选题目的和意义 8
- 1.3 国内外文献综述 9
 - 1.3.1 国外研究综述 9
 - 1.3.2 国内有关金融安全的研究综述 18
- 1.4 结构安排、研究方法、技术路线及创新点 22
 - 1.4.1 结构安排 22
 - 1.4.2 研究方法 23
 - 1.4.3 技术路线 24
 - 1.4.4 本书的创新点 25

第二章 金融体系安全性问题产生的根源 27

- 2.1 经济安全 28
 - 2.1.1 安全与国家安全 28
 - 2.1.2 经济安全 31
- 2.2 金融安全内涵 33
 - 2.2.1 金融安全与金融风险 33
 - 2.2.2 金融危机与金融安全 34
 - 2.2.3 金融安全的动态均衡性 35
- 2.3 金融安全问题产生的根源——金融体系固有脆弱性 36
 - 2.3.1 银行业的脆弱性 37
 - 2.3.2 资产价格波动与金融脆弱性 42
 - 2.3.3 金融市场的脆弱性 43
 - 2.3.4 金融创新与金融脆弱性 45
 - 2.3.5 金融自由化与金融脆弱性 49
- 2.4 金融安全的典型事例 50
 - 2.4.1 墨西哥金融危机 51
 - 2.4.2 东南亚金融危机 53
 - 2.4.3 俄罗斯金融危机 55
 - 2.4.4 美国次贷危机 56
- 2.5 本章小结 58

第三章 资产价格与资产价格泡沫 61

- 3.1 经典资产价格决定理论 62
 - 3.1.1 股票内在价值 62
 - 3.1.2 有效资本市场假说 65
 - 3.1.3 套利定价理论 66

- 3.2 理性泡沫理论 67
- 3.3 行为金融与资产价格非理性泡沫 69
 - 3.3.1 行为金融 69
 - 3.3.2 资本市场中投资者结构 78
 - 3.3.3 噪音交易者模型及正反馈交易模型 79
- 3.4 异质正反馈交易模型 80
 - 3.4.1 正反馈交易行为形成的基础 81
 - 3.4.2 异质正反馈交易模型的构筑 83
 - 3.4.3 结论 91
- 3.5 非理性资产价格泡沫与金融安全 92
- 3.6 本章小结 93

第四章 中国资本市场特征、资产价格与金融安全：基于实证分析 95

- 4.1 中国资本市场发展概况 96
 - 4.1.1 资本市场的概念 96
 - 4.1.2 中国股票市场成长历程 98
- 4.2 上市公司的行为特点：基于股权再融资角度 107
 - 4.2.1 现有研究及本书研究思路 108
 - 4.2.2 分位回归分析方法 111
 - 4.2.3 指标、模型与数据 112
 - 4.2.4 实证分析 116
 - 4.2.5 结论 125
- 4.3 投资者行为分析：基于投资者相互影响模型分析 126
 - 4.3.1 投资者相互影响的基本因素 128

- 4.3.2 股票交易者相互影响模型 129
- 4.3.3 基于相互影响模型中国股票市场实证分析 133
- 4.4 中国资本市场的基本特征、资产价格与金融安全 136
- 4.5 本章小结 138

第五章 中国的银行经营、资产价格与金融安全 139

- 5.1 中国银行业的发展与现状 141
 - 5.1.1 单一的计划银行体制 141
 - 5.1.2 中央银行体制的初步建立 142
 - 5.1.3 专业银行向商业银行的过渡阶段 143
 - 5.1.4 商业银行体制的初步建立阶段 145
 - 5.1.5 开放型现代商业银行体系的建立 147
- 5.2 中国商业银行经营效率发展路径及实证分析 148
 - 5.2.1 商业银行效率研究主要方法及现有的一些研究 149
 - 5.2.2 C^2R 模型 151
 - 5.2.3 中国商业银行的效率变化 153
- 5.3 银行信用扩张、资产价格膨胀与金融安全 158
 - 5.3.1 银行业竞争与金融效率及稳定的一般研究 159
 - 5.3.2 信用扩张、资产价格膨胀与金融安全 162
- 5.4 银行信用——资产价格——金融安全传导机制：国际经验 166
 - 5.4.1 美国大萧条（1929—1933）^[124] 166
 - 5.4.2 日本 20 世纪 80 年代末金融危机 168
- 5.5 中国资产价格与银行信贷 169
- 5.6 本章小结 171

第六章 中国金融的对外开放、资产价格与金融安全

173

- 6.1 中国金融的对外开放：发展与现状 174
 - 6.1.1 银行业的对外开放 174
 - 6.1.2 中国保险行业的对外开放 176
 - 6.1.3 中国资本市场的对外开放 176
- 6.2 金融对外开放的内部效应 178
 - 6.2.1 金融对外开放的正面效应 179
 - 6.2.2 金融对外开放的负面效应 182
- 6.3 金融对外开放与金融危机的国际传染 185
 - 6.3.1 基本面原因所导致的传染 185
 - 6.3.2 非经济基本面原因的传染 188
- 6.4 国际资本流动、资产价格与金融安全 190
- 6.5 金融开放条件下中国资产价格与金融安全的实证分析 192
 - 6.5.1 相关问题的研究 192
 - 6.5.2 研究模型的建立 196
 - 6.5.3 实证分析 197
- 6.6 本章小结 204

第七章 资产价格的波动、政策应对与金融安全 207

- 7.1 资产价格的波动与货币政策 208
 - 7.1.1 货币政策目标及其变化 208
 - 7.1.2 资产价格与货币政策传导机制 210
 - 7.1.3 资产价格与货币政策传导的进一步解释 212

- 7.1.4 关于货币政策应对资产价格泡沫的争议 214
- 7.1.5 实践中的困惑：美国、日本危机中的货币政策 218
- 7.1.6 中国的资产价格波动与货币政策应对 220
- 7.2 应对资产价格泡沫的其他政策措施 231
 - 7.2.1 加强资本市场建设 232
 - 7.2.2 采用适当的财政和税收政策，避免资产价格泡沫扩大
242
 - 7.2.3 道义的不断警示 242
- 7.3 本章小结 243

第八章 结论与展望 245

- 8.1 研究结论 246
- 8.2 对未来的展望 249

参考文献 251

致谢 265



第一章 绪论

1.1 问题的提出

资本市场的产生与发展源于企业资本日益社会化的要求。现代工业建立初期，工厂手工业居于主要地位，这个时期的企业主要是规模较小的手工作坊，对于它们的所有者来说，资本需求量并不是很大，主要依赖企业自身积累以及所有者的私人财富，而企业也表现为单一所有者拥有。随着经济及工业进一步发展，企业资本的需求量也越来越大，这时候仅仅依赖企业自我积累及单一所有者的私人财富已不能满足企业规模发展对资本的巨大需求，要解决这个矛盾就要求企业能够充分利用社会财富资本。对社会资本的利用，一个途径是通过对外借款，另一个途径就是突破单一所有者的局限，引入更多其他投资者，这促进了银行机构、资本市场及其他金融中介的产生和发展，并推动了企业及其资本日益社会化^[1]。

资本市场的出现为企业所有权凭证（股票）的转移提供了有效率的交易平台，同时推动了企业股权日益分散化。这种状况使得在现代市场经济中，主要股东获得对企业的有效监督与控制权，不再要求必须掌握绝对多数的资本控制权，而更多地表现为对企业资本的相对控制。反过来，这又加大了企业股票在资本市场的流通。那么在资本市场交易中股票的交易价格是如何决定的？主要受到哪些因素影响？这些问题也是金融领域较受研究人员关注的研究课题。由于单位股票实质上代表了上市公司特定数量的资本或资产，因此在这方面的研究多数纳入到资产价格框架之下。当然，现今的资产价格的内涵已不局限于股票，房地产价格和汇率（外汇价格）作为最重要的社会资