

毛知兵

著

体制 · 政策 · 市场 · 风险

中国金融论

HONGGUOJINRONG
UN

广东人民出版社

广东优秀社会科学著作出版基金资助项目

中国金融论

——体制·政策·市场·风险

毛知兵 著

广东人民出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中国金融论：体制、政策、市场、风险/毛知兵著. -广州：广东人民出版社，1999. 12

ISBN 7-218-03239-7

I. 中…

II. 毛…

III. ①金融体制-中国②金融政策-中国③金融市场-中国

IV. F832

作 者	毛知兵 著
出版发行	广东人民出版社
经 销	广东新华发行集团股份有限公司
印 刷	肇庆新华印刷有限公司
开 本	850×1168 毫米 32 开本
印 张	9.75 印张 插页1
字 数	220 千字
版 次	1999 年12 月第1 版第1 次印刷
书 号	ISBN7-218-03239-7/F·458
定 价	15.00 元

如发现印装质量问题，影响阅读，请与承印厂联系调换。

序

黄德鸿*

中国金融是一个错综复杂、意义重大的研究课题。作者从四个既有内在必然联系，又有明显不同界定的侧面，即金融体制、金融政策、金融市场和金融风险，进行了比较深入细致的研究分析，取得了可喜的成果，值得祝贺。

本书以有效防范和化解金融风险为主线，始终围绕这根主线，开展了系统的论述，探讨中国金融的存在问题、改革措施和解决途径。

众所周知，为了防范和化解金融风险，一个重要而有效的办法，就是挖掘和消除金融风险产生的根源——金融风险的因素。而金融体制、政策和市场中存在的问题，正是金融风险因素的具体表现，是金融风险的主要来源。作者在本书前三章采用典型的实证研究与规范研究相结合的分析方法，找出金融体制、金融政策和金融市场中存在的问题，然后针对这些问题，提出了相应的改革措施。又在这基础上进一步运用金融风险的一般理论，吸取国际金融风暴中的经验教训，剖析了中国金融风险生成的机理，进而提出防范风险和化解金融危机的改革措施。全书思路清晰，重点突出，层次分明，资料翔实，论证有理有据，构成一个有机的整体。本书是一本具有科学性、可行性和可读性的专著。

* 黄德鸿教授是暨南大学管理学院博士生导师、我国著名的经济学家。

作者在国内外学者对中国金融问题研究的基础上，通过深入研究，具体分析，提出了一些有创新意义的观点，例如，中国金融体制改革的框架、基础货币的发行模式、中国金融市场的基本框架，以及发展中国家爆发金融危机的一般逻辑，等等。这对中国金融理论研究、金融体制改革，防范和化解金融风险，以及探索世纪之交中国金融发展的正确方向，都有一定的参考价值。

总之，金融问题异常复杂，变化万端，它涉及方方面面和里里外外，尤其是在经济全球化和金融国际化已成为当代不可逆转的发展趋势下，金融市场动荡不定，金融业务不断创新，竞争日益激烈，风险层出不穷。为了迎接严峻的挑战，加强中国金融问题的研究是刻不容缓。冀作者在这一研究成果的基础上，继续努力，深入探索，为我国金融理论研究做出新的贡献。

1999年8月于暨南大学

摘 要

本书共计约 22 万字，分 5 个部分（前言和 4 章）。前言部分主要论述了本书研究的主线、意义和背景，指出：有效防范和化解金融风险为本书研究的主线，目前中国经济体制特征是本书研究的背景。第一章在介绍自第二次世界大战以来的金融理论和分析发达国家的金融体制模式、发展中国家金融改革存在的问题之后，着重论述了中国金融体制的本质特征、面临的困境及困境形成的原因，在此基础上提出了中国金融体制改革的一些思路，并勾画出了中国金融体制改革的基本框架。第二章较严密地论证了目前中国的货币政策，并指出：为实现稳定币值的货币政策最终目标，货币政策工具应选择“三大工具”和利率，货币政策的操作目标应选择资产负债比例管理、基础货币和同业拆借利率，货币政策的中介目标应选择货币供应量 M_1 和 M_2 的增长率以及 M_1 和 M_2 之间的结构水平，同时还要进行货币政策传导机制市场化取向的改革，以及建立货币政策与财政政策的协调机制。第三章在重点研究中国资本市场的基础上还全面地概述了货币市场、金融衍生市场、房地产金融市场、外汇市场，深入地揭示了各金融市场目前进一步发展所存在的问题，并尝试性地探讨了其解决措施，最后构建了中国金融市场的基本框架。第四章在对金融风险进行一般性的概述之后，具体地分析了我国金融风险的生成机理，在参照墨西哥和亚洲诸国所发生的金融危机的基础上，总结

了发展中国家爆发金融危机的一般逻辑，之后，提出了在我国正确防范金融风险、化解金融危机的改革措施，最后，建立了我国金融衍生工具的风险管理体系。

总之，本书是以马克思主义经济学、发展经济学、现代国际经济学为指导，运用规范研究和实证研究相结合的研究方法，结合国内外同行相关研究成果及最新统计数据，来对中国金融体制、政策、市场和风险进行研究的。

关键词：中国 金融体制 货币政策 金融市场 金融风险

ABSTRACT

There are about two hundred and twenty thousand words in the Ph.D. degree dissertation made up of five parts (i.e. one preface and four chapters) . In the preface, I have expounded the main clue (i.e. the effective defence and remove of financial risks)、significance and background (i.e. the present feature of chinese economic system) of the dissertation. In the first chapter, after having introduced financial theories whose period is from the second world war to now, and analysed the financial system's model of the developed countries and the existing problems of the developing countries' financial reformation, I have emphasized to discuss the natural characters、the facing difficult positions and their causes of China's financial system. Based on the above conclusions, I have put forward a train of thoughts about chinese reformation of financial system, and then structured its basic frame. In the second chapter, I have demonstrated the present monetary policy of China more tightly, and pointed out that for the realization of the end aim of stable money value of monetary policy, "Three Big Tools" and interest rate should be chosen as the tools of monetary policy, asset - liability ratio management、base money and call rate among correspondent banks should be chosen as the operation aims of monetary policy, the increase rate of M_1 and M_2 and the structure level between M_1 and M_2 should be chosen as the middle aims of monetary policy,

moreover the conduction mechanism of monetary policy should be reformed according to market principles, and the coordination mechanism between chinese monetary and financial policy should be established. In the third chapter, I have emphasized to study chinese capital markets, besides I have discussed money markets、financial derivative markets、financial markets of housing estate and foreign exchange markets of China overall. Sequently, after having revealed deeply the existing problems of all financial markets, I have advanced the relevant measures of reformation. Finally, I have structured the basic frame of chinese financial markets. In the fourth chapter, after having discussed financial risks generally, I have analysed concretely the formation mechanisms of chinese financial risks. Based on the crises which had been burst out in lots of countries in Asia and Mexico in South America, I concluded the general logic, according to which the developing countries break out the financial crises. and then I have posed the reformation measures, through which we may defend correctly our financial risks and solve effectively our financial crises. Last, I have established the risk management system for our financial derivative instruments.

By and large, under the guidance of Marxist economics、development economics and modern international economics, by means of the combination between standard and positive research, based on the relevant research results of the same occupations all over the world and the newest statistical data, I have studied the system、policy、market and risk of chinese finance.

Key Words: China Financial System Monetary Policy
Financial Market Financial Risk

前 言

随着经济的发展和市场的深化^①（徐明棋，1996），建立在信用基础上、以信用为其本质特征的金融已远远超出了资金融通之简称的界定，在现代经济领域中，一切与货币信用有关的业务活动都应被划归为金融的范畴，而当该种货币信用活动伴随着商品生产、交换的扩大和发展超越国界时，便称之为国际金融。国际金融通常指与国际之间的货币流通和银行信用有关的一切业务活动。

金融源于经济，正如全球经济一体化是当今世界经济发展的历史潮流一样，金融的国际化、自由化也是各国金融业发展的必然趋势。

金融业起源于实物经济，但有其自身相对独立的运行轨迹，当它适应于实物经济而良性运行时，它将作为现实经济生活的心脏、血液滋润着现代经济并促使其蓬勃发展；当它超经济运行时，即当虚拟金融财富的过度增长剥削和限制了实物资产的增长时，必将随着经济泡沫的破灭而引发金融危机和经济危机。

自 80 年代至今，世界上先后发生了六次较大的金融危机：

^① 市场的深化指市场规模的扩大、结构的延伸及功能的加强。有关市场深化的进一步论述，可参见徐明棋的《市场深化中的金融重构》，上海财经大学出版社 1996 年版。

80年代初在拉美国家发生的债务危机；80年代至90年代初美国储贷银行业的危机；90年代的日本金融危机；1994年的墨西哥金融危机；以泰铢贬值为起点的1997年的东南亚金融危机；1999年元月开始的巴西金融危机。纵观这六次金融危机的结果，不难发现每次金融危机都对各自的金融体系乃至世界金融体系产生了毁灭性的打击，都对各自的国民经济乃至世界经济产生了严重的不利影响。

尽管这六次金融危机爆发的具体原因各不相同，但有一个共同之处，即都是由于没有及时、有效地防范和化解金融风险的原因所致。因此，为了经济的持续发展，有效防范和化解金融风险就不可避免地成为了各国政府官员、经济界的工作者和学者们共同面临并亟待解决的难题。为此，笔者将以“有效防范和化解金融风险”这一主线，尝试性地探讨中国金融的有关问题，以期找到：存在于中国金融体制、政策、市场中的问题（事实上，金融中存在的问题即风险因素是产生金融风险的直接原因；实体经济中存在的问题则是产生金融风险的间接原因）及其改革措施；在中国有效防范和化解金融风险的途径，从而为中国金融业的健康发展开辟道路。

金融风险有宏观层面的风险和微观层面的风险之别。宏观层面的风险指金融系统风险，例如，由金融体制、政策、市场中存在的问题（即风险因素）而形成的整个金融体制、政策、市场的风险属于系统风险的范畴，而微观层面的风险则主要指金融机构和参与金融活动的非金融单位或个人各自在金融市场上所面临的经营风险（非系统风险）。本书侧重于宏观层面金融风险的论述，当然也不乏对微观层面金融风险的探讨，事实上，两者不能完全分开，在一定条件下可以相互转换。

宏观层面的金融风险属于公共物品的范畴，因为它显然具备

公共物品应具备的两个基本特征：消费的非排他性和利益的非独占性。公共物品和经济外部性的存在使得市场失灵是政府存在的经济学理由，因为市场无法通过价格机制或价值规律创造出具有经济外部性的公共物品，而实践证明，公共物品又是社会经济发展所不能或缺的，对公共物品的生产就历史地落在了政府的身上（因为除市场和政府可以对经济进行调节外，再没有第三者可以担此重任），所以宏观层面的金融风险的防范和化解的重任理应由政府来承担。为政府作出防范和化解金融风险之决策提供依据正是笔者的初衷。

微观层面的金融风险则较多地具有私人物品的性质，因此，对它的防范和化解主要应交给市场（政府只是制定金融市场的“游戏”规则来规范微观经济主体的行为），因为市场有两个基本职能：把资源配置到效益最高的部门；把风险配置或转移到最愿意承担或最有能力承担风险的地方。

当然，市场调节和政府调节不能绝对分开，在多数情况下，两者是结合起来使用的，只是根据具体情况的不同有所侧重而已，这不仅是由于私人物品和公共物品难以绝对分开（正因如此，就有了半公共物品之说），即使在纯私人物品市场里，政府的干预只要与市场机制发挥作用的方向相吻合，这无疑将有利于私人物品市场的深化。事实上，在金融市场中，政府对宏观经济环境的正确预测（这可以看成是一种政府调节行为），无疑有助于微观层面金融风险的防范和化解（例如，交易者可以依据宏观经济形势的变化来调节自己的选择，从而达到减少风险的目的）。

众所周知，进入 80 年代，博弈论迅速成为主流经济学的重要组成部分，而不仅仅被看成一种方法论了。博弈论的理论贡献主要在于它在继承经济学强调个人理性（即在给定的约束条件下

追求效用最大化)的基础上,把人与人之间行为的直接相互影响和作用引入了经济决策中。过去,经济学研究个人行为时,总是假设其他人的行为都被总结在一个非人格化的参数——价格里面,所以个人是在给定价格参数下决策,人们行为之间的相互作用是通过价格来间接完成的。但是现在不是这样了,经济学开始注意到对人与人之间的直接关系进行研究^① (张维迎,1995)。为此,作为经济学发展晴雨表的诺贝尔经济学奖1994年授给了三位博弈论专家:纳什(Nash)、泽尔腾(Selten)、海萨尼(Harsanyi)。这足以说明为什么现在博弈论和与之密不可分的信息经济学^②具有如此强大的生命力,为什么近年来吸引了越来越多的经济学学者把注意力转向对博弈论和信息经济学的研究上。

正当人们沉浸在博弈论和信息经济学领域里而倍感意犹未尽之时,1997年10月14日上午,瑞典皇家科学院宣布:1997年度诺贝尔经济学奖授予美国哈佛大学罗伯特·C·默顿教授和斯坦福大学麦伦·S·斯科尔斯教授,以表彰他们和已故(1995)教授费希尔·布莱克在70年代初共同发明的一种用于股票期权估算和其他金融衍生品^③交易的基础性公式——布莱克—斯科尔斯公式。

在现代金融市场上,市场将金融风险配置给那些愿意并且能够承担风险的交易者。交易者之所以承担他所愿意承担的风险,

① 参见《经济学与中国经济改革》,上海人民出版社1995年版,第250页。

② 从博弈论与信息经济学之间的关系这层意义上讲,信息经济学是博弈论应用的一部分,或者说,信息经济学是非对称信息博弈论。

③ 衍生品无论冠以何种名称,归结起来就是两种金融工具,即远期合同和期权选择。

是因为他认为承担该风险是值得的（与他将会获得的收入相比）。显然，风险承担者对风险大小的估计就变得至关重要，因此估计正确与否直接关系到他在交易中是否获利。不难理解，在衍生品金融市场上，交易者迫切需要一种科学计算其风险大小的方法。正是顺应了这种需求，布莱克—斯科尔斯公式于1973年5月面世了。该公式面世之前，衍生品交易非常有限，衍生品金融市场发展缓慢；该公式面世之后，衍生品交易得到了迅猛的发展，衍生品金融市场也获得了飞速的发展。值得注意的是，布莱克—斯科尔斯公式并不是万能的救世主，它并不能解决衍生品交易过程中的一切风险问题，事实上，因涉足衍生品交易市场，而招致银行、政府基金组织等金融机构破产的案例时有发生。1997年诺贝尔奖金授予发明期权估算公式的两位教授，笔者认为，恐怕主要出于如下两点考虑：第一，该公式促进了预示着现代金融创新工具发展方向的衍生品交易市场的加速发展，进而加速了金融深化和金融自由化的进程；第二，可能也是更重要的一点：坚定人们的信心和进一步明确金融发展的方向。

因国际金融体系不断爆发局部的金融危机，特别是1997年7月2日开始的东南亚金融危机，其波及的范围之广，造成的损失之大，传递的速度之快堪称世界之最，大有发展成全球金融危机之趋势，这足可以使人们不得不对国际金融体系赖以建立的现代金融理论，尤其是金融创新和金融自由化理论进行反思。诺贝尔奖金在1997年的分配无疑使人们坚定了信心：不要因金融危机的爆发，而怀疑以至否定现代金融理论（现代金融理论存在缺陷是毋庸置疑的，但是，它是可以完善的，当然如何进一步完善是一个值得研究的问题），进而放缓向国际金融一体化迈进的步伐。

既然国际金融一体化是不可逆转的发展趋势，那么摆在我们

面前的惟一正确选择应该是正视而不回避金融风险、及时有效地防范和化解金融风险及由此引起的金融危机。这是世纪之交的中国金融业发展的必要条件。

改革开放的中国，金融体制正处于由计划体制向市场体制过渡的转轨时期，因此具有明显的双重性，即一方面它带有计划经济中脱胎而来的痕迹，另一方面金融改革也使其具有现代金融体系的某些特征。所以中国金融风险既有可能来自现代金融理论的内在缺陷（共性），也有可能来自体制改革中逐渐沉积的历史遗留因素（个性）。这决定了在中国防范和化解金融风险的特殊性和艰巨性。又因为现代金融体系是建立在信用杠杆基础之上的，如果在中国金融风险防范不力，且变为现实而转化为金融危机，则它必然会通过信用杠杆传导机制加速瓦解其金融体系，从而导致整个改革开放的成果毁于一旦，并殃及周边国家乃至整个世界。所以，探讨中国金融风险问题以及与之相关的体制、政策、市场等问题，既是世纪之交中国金融业发展的需要，同时它又具有极其重要的现实意义和世界意义。

除防范和化解金融风险这一必要条件外，世纪之交的中国金融业发展的另一必要条件是——正确认识目前中国经济体制的特征，因为金融业的发展离不开其所处的经济体制背景。下面将简要地分析一下中国经济体制的特征，这也是研究中国金融问题的一个前提条件（或背景）。

党的十四大明确提出中国经济体制改革的目标是建立社会主义市场经济体制。为了把传统的中央计划经济转变为现代的社会主义市场经济，中国选择了较温和的渐进主义的“软着陆”改革方式。换句话说，中国实现体制转轨的过程是渐进式的，并非一步到位、一刀切的“休克疗法”。因此，从改革的实施到改革的完成有一个过渡的时期，即转轨时期，我们现在正处在转轨时期

的第二阶段即“二元混合经济”体制阶段^①（樊纲，1997），也称二重体制阶段。在转轨时期，中国的经济运行机制实质上是一种双重运行机制（即计划调节与市场调节并举的双重调节机制）。可见，中国双重运行机制的存在，是由中国经济体制改革的渐进性决定的。而中国改革采取渐进的方式是具有客观必然性的，为了消除在落后的中央计划体制下形成的各种经济扭曲行为、促进国民经济的持续、快速、健康的发展而进行的经济体制改革，由于缺乏可供借鉴的历史经验，同时，也由于认识到市场的培育和发展是一个渐进的过程，所以，中国经济体制改革选择了逐步推进的方式。中国所具有的独特的历史文化基础和稳定的政治结构也在一定程度上决定了改革的渐进性。无疑，中国的改革模式是正确的，取得了成功，理由至少有二：其一，中国改革的成功在与原苏联及东欧运用一步到位的“休克疗法”所进行的急剧变革而带来的恶劣后果进行横向比较中，可以很明显地显示出来；其二，几乎按照所有经济指标来衡量，中国的改革都是成功的。从1979年到1992年的14年间，中国的国民生产总值（GNP）年均增长率为9%，同期人均国民收入平均年增长率为5.5%；

^① 樊纲博士认为，中国现在经济体制的特点是：它已不再是原来纯粹的计划经济体制，也还远不是完整的市场经济体制，而是处在从计划经济向市场经济转轨过渡的过程中；而在这转轨过程中，也已不再是80年代时的那一阶段（即以分权的国有经济为主体的经济，而私有经济、私营经济等非国有经济是国有经济的有益的、必要的补充。笔者注）。而是有了进一步的发展，进入了90年代的新阶段（即非国有经济已经大大发展并成为经济增长的主要源泉的“二元混合经济”阶段，在这个阶段，非国有经济已经成为整个社会主义市场经济的重要组成部分，而不只是一种补充。笔者注。参见樊纲主编的《体制改革与宏观稳定——中国体制转轨新时期的宏观经济问题研究》，浙江人民出版社1997年版，第2页。

1993年至1997年,我国经济年均增长率为10.9%,比同期世界经济年均增长率高7.2个百分点,比发达国家高8.7个百分点,比发展中国家高4.4个百分点,增长速度居世界首位,也比同期经济增长率较高的马来西亚、新加坡、韩国和印度尼西亚高出2.2~3.7个百分点,1997年我国国内生产总值(GDP)仍居世界第七位。如果再考虑到中国拥有世界上22%的人口,那么这个成就就是非凡的。^①

当然,也应注意到,虽然双重运行机制是为适应改革的渐进性而形成的,在中国现阶段具有客观必然性,但是,在双重运行机制中,由于受路径依赖(即今天的选择受过去选择的影响)规律的支配,计划的调节功能不但不会自动减弱,反而在某些特定的时候、某些特定的阶段还会出现增强的势头。这势必引起计划机制与市场机制的矛盾,而计划机制与市场机制的矛盾不可避免地会对经济发展产生不利的影响,市场机制优化配置资源的积极作用就不能充分地发挥。这在客观上阻碍了市场经济的进程。我国经济学学者郭克莎对1979年至1990年我国资源总配置效应作出详细分析后认为:“从阶段变动看,前一阶段(1979-1984年)的配置效应明显提高,对综合要素生产率和总产出增长的作用分别达到15.2%和6.7%,说明资源总体再配置较为有效,三次产业的增长关系趋于协调;后一阶段(1985-1990年)的配置效应降低为负数,这种负效应表明资源总配置明显不合理,即资源流向生产率较低的部门,或资源再配置加重了经济的不均衡,或两者兼而有之。”影响资源配置效应的因素是多方面的,如果从经济体制方面进行分析的话,前阶段的资源配置效应提高

^①《中国统计年鉴》1993 & 1997; 易纲(1996);《广州日报》1998年3月4日,第三版。