

金融脆弱性:理论及 基于中国的经验分析(1991-2000)*

伍志文

摘要:金融脆弱性的概念产生于20世纪80年代初期,随着金融危机的不断爆发,对金融脆弱性的理论研究和量化分析也越来越多。金融制度学认为金融脆弱性就是金融制度的脆弱性,归根结底金融制度自身的特点和缺陷是其脆弱性之源,是内因和外因共同综合作用的结果。通过对1991-2000年中国金融脆弱性程度的量化分析结果发现:近10年来中国金融脆弱性水平大体上呈现先升后降的趋势,10年中有6年处于脆弱性程度令人关注的状态,金融脆弱性状况不容乐观。积极进行金融制度创新,实施金融分化战略,转变金融活动管理方式是当前中国减轻既有金融脆弱性,防止金融脆弱性的进一步加剧的关键所在。

关键词:金融脆弱性 金融制度创新 金融分化 对策

一、金融脆弱性提出的背景、含义及成因

金融脆弱性的概念产生于20世纪80年代初期,随着金融自由化、国际化进程的不断深入,金融危机不断爆发并呈现出与以往不同的特征:金融动荡只发生在相对封闭的金融领域内,金融风波发生前宏观经济状况良好,金融动荡与实际经济的联系甚微。传统的经济理论从外部宏观经济角度来解释金融危机发生的原因越来越缺乏说服力,这迫使人们放弃传统的思维方式,从内因的角度即从金融制度自身来解释新形势下金融危机发生的根源。正是在这一背景下金融脆弱性概念应运而生。20年来金融脆弱性的概念日趋流行,对金融脆弱性问题的研究也日益深入,但尚处于一个比较初期的阶段,对金融脆弱性的含义、分类存在着不同的看法。大体有以下几种:1.P·戴维斯认为,金融脆弱性是用来描述金融市场上出现这样一种冲击:它们可以导致信贷市场或资产市场上价格和流量发生无法预测的变化,使金融公司面临倒闭的危险,这种危险反过来又不断扩大蔓延以致支解支付机制及金融体系提供资本的能力。这是从现象上来定义金融脆弱性,只是描述了金融脆弱性问题的表象并没有反映问题的实质。米·阿格利塔则从金融活动主体行为的角度说明金融脆弱性,把金融脆弱性看作微观经济行为与由这种行为所决定的宏观经济状况之间的一种特殊关系。这同样没有反映问题的本质所在。1982年Hyman P. Minsky在《金融体系内在脆弱性假说》一书中最先对金融脆弱性问题作了比较系统的解释,形成了“金融脆弱性假说”。Minsky认为金融内在脆弱性是金融业的本性,是由金融业高负债经营的行业特点所决定的。这一概念在早期得到了广泛的认同,就是通常所说的狭义上的金融脆弱性,以区别于现在人们所说的广义上

的金融脆弱性。广义的金融脆弱性是指一种趋于高风险的金融状态,泛指一切融资领域中的风险积聚,具体又基本可分为传统信贷市场上的脆弱性和金融市场上的脆弱性。这些定义各有其缺陷,没有全面地、准确地反映金融脆弱性问题的实质,使人对金融脆弱性的认识处于一种模糊状态。笔者从金融制度学的角度进行研究,关于金融脆弱性问题就可以得出更多的洞见了。金融制度学认为:金融制度是有关金融交易、组织安排、监督管理及其创新的一系列在社会上通行的习惯、道德、法律法规等构成的规则集合,由金融组织、金融市场和金融监管三个子系统组成。金融脆弱性即金融制度或金融体系的脆弱性,是指由于外因和内因的作用使三个子系统功能耦合,互相适应的金融体系稳健性状态受到破坏,金融制度结构出现非均衡导致风险积聚,金融体系丧失部分或全部功能的金融状态,主要通过金融组织、金融市场和金融监管三个子系统体现出来。金融发展史表明,金融制度结构即使没有受到外部冲击,适应态也只能保持一段时间,各子系统之间的不适应迟早会出现。金融危机实质上是金融制度丧失或部分丧失其基本功能。从金融制度安排角度来分析金融脆弱性之根源,探索金融风险化解之道,不失为一种新的视角,有助于更好地解释金融危机爆发的原因和理解金融制度的变迁。金融脆弱性由于研究对象范围不同又可分为:国际金融体系脆弱性和国内金融体系脆弱性。国际金融体系脆弱性已经得到了广泛的关注,本文以我国金融体系脆弱性作为研究对象。

关于金融脆弱性的原因,存在着不同的解释。归纳起来主要有以下几种:一是从经济金融活动主体角度进行分析,如H. Minshy从企业角度研究信贷市场的脆弱性,提出了“金融脆弱性假说”,认为信贷市场上的脆弱性主要来自于借款

* 本文作者感谢巫和懋教授和南开大学柳欣教授所给予的热心指点,当然文责作者自负。

人的高负债经营。J.A.Kregal 从银行角度研究信贷市场的脆弱性,提出了“安全边界说”,指出银行不恰当的评估方法是信贷市场脆弱的主要原因。二是信息经济学从信息不对称角度进行研究,将信息不对称概括为金融脆弱性之源。三是从宏观经济等角度分析金融脆弱性。许多经济学家认为宏观经济不稳定是导致金融资产价格尤其是股市价格过度波动的主要原因之一,而金融资产价格的过度波动历来是金融市场脆弱性的重要根源。下面笔者拟从金融制度学的角度来分析金融脆弱性的成因。金融脆弱性即金融制度的脆弱性,归根结底金融制度自身的特点和缺陷是其脆弱性之源,是内因和外因共同综合作用的结果。具体说来:

1. 金融制度主体缺陷,这是造成金融脆弱性的根本所在。在金融活动中,金融活动主体的有限理性,结果是金融行为异化突出表现为金融机构的过度借贷冲动和过度竞争,金融市场上的过度投机和盲目恐慌,金融监管行为的扭曲和不规范,金融当局货币政策的失误和过量的货币供应,金融活动中大量存在的内部人控制问题导致逆向选择和道德风险问题滋生,从而使金融制度功能异化,金融脆弱性不可避免。金融脆弱性是不同的经济金融活动主体非理性行为的结果。

2. 金融制度客体缺陷,这是导致金融脆弱性的重要隐患。金融制度作为金融合约的安排形式,金融制度客体缺陷主要表现为金融合同的复杂性和不完全性。金融产品尤其是衍生金融工具本身是一项复杂的合同,具有很大的不确定性、复杂性和不完全性,使得金融产品的定价十分复杂和困难;另一方面突出表现在金融产品的高度虚拟性,金融资产价格波动频率高,反应灵敏,“超调现象”明显。金融产品有自己独特的决定方式,影响金融资产价格波动的因素众多,主要有以下几个因素:一是未来收入;二是市场供求关系;三是货币流通状况的变化;四是利率变化;五是投机预期;六是宏观经济变化。金融资产市场竞争程度高,参与者众多,金融资产价格更容易波动,从而使金融交易具有更大的不确定性,增加了金融风险发生和扩散的可能性,进而影响整个金融体系的稳定。

3. 金融制度相对稳定的特点和结构缺陷是脆弱性的总根源。金融制度是由许多复杂的子系统构成的有机体。由于各子系统发展的不平衡,往往导致系统内部失去均衡,内部调节失灵。金融机构和金融市场创新的不断进行,使原来的金融监管制度滞后甚至失灵,出现“管不住的无奈”,从而使三个子系统功能耦合和互相适应的稳定状态遭到破坏,使金融制度结构越来越难以适应新的变化了的金融形势,金融脆弱性相伴而生。这是因为金融制度是相对稳定的而金融创新是不断进行的;另一方面,金融活动又是在金融制度结构框架中进行的。金融制度总是对一定金融活动的控制或管理,金融制度好比是一个木桶,金融活动则好比是水。当新的金融活动不断发展、原有的制度之桶不能容纳它并对之进行有效的控制的时候,盲区就出现了,盲区的不断扩大使原来的金融制度变得越来越脆弱,因此可以说金融创新是滋生金融脆弱性的催化剂。总而言之,旧有的制度安排不适应

新的经济金融环境是金融脆弱性的根源。

4. 金融活动的外部性加剧了金融脆弱性。所谓外部性是指经济活动主体对其他主体和整个社会的影响,又称溢出效应。在金融活动中,一旦某个金融主体陷于困境或违约,引起恐慌往往导致其他主体受到冲击,进而影响整个金融体系的稳定。如股票市场上的投机成风和信贷市场上传染性银行挤兑等。金融活动外部性的负面影响十分明显,进一步加剧了整个金融体系的脆弱性。

5. 来自外部宏观经济因素的冲击。经济决定金融,良好的宏观经济环境为金融制度的稳健运行创造了坚实的平台。反过来宏观经济不稳定将对金融制度的稳健性构成巨大的威胁。对金融体系造成冲击的宏观经济因素主要包括:经济增长率的波动,通货膨胀水平的变化,国际收支状况的变化,财政收支状况的变动,经济结构变化等。宏观经济恶化将通过影响人们的行为选择和信心等进而影响整个金融体系稳定。

二、中国金融脆弱性综合判断(1991-2000)

凡是影响金融脆弱性的因素都会通过一些经济金融变量反映出来,因此金融脆弱性可以根据一系列的经济金融指标来度量。上文的定性分析为我们选择有关指标进行量化分析提供了理论依据。关于指标的选取各国有所不同,但大同小异。国际货币基金组织(IMF)和世界银行1999年5月联合启动了一个“金融部门评估计划”(FSAP),主要用来判别金融体系的脆弱性,其中包括宏观审慎指标如经济增长、通货膨胀、利率等;综合微观审慎指标如资本充足性、盈利性指标、资产质量指标等。这是一种理论与实践相结合的宏观金融稳定性评估方法。欧洲中央银行(ECB)也专门成立了金融脆弱性工作小组,展开了对金融脆弱性的初步研究,将指标分为三类:一是关于银行系统健全的指标;二是影响银行系统的宏观经济因素;三是危机传染因素。美国的宏观金融稳定监测指标体系分为两大类:一是宏观经济指标;二是综合微观金融指标。众多的经济金融学家也就具体指标的选择问题进行了深入的探讨,以 Graciela Kaminsky, Saul Licondo 和 Carmen M. Reinhart (1996), Demirgüç-Kunt 与 Detragiache (1997) 等的研究最具代表性。他们认为下列指标可以反映金融体系正趋于脆弱,这些指标有:不良资产比率过高,资本充足率过低,信贷增长率过快,利率过高,股指波幅过大,货币发行量增长过快等等。本文借鉴西方国家在选取指标过程中的共同的经验和专家学者的研究成果,结合我国现实国情,考虑到数据的可获得性,选择了18个指标,分成4个子系统来度量我国金融脆弱性程度。相关问题的处理主要参考了国际通用标准和一些专家学者的研究成果,是理论与经验相结合的产物。当然指标设计的科学性还有待于实践来检验,在今后的工作中不断完善。

我国金融脆弱性指标体系设计基本框架如下:

金融体系脆弱性具体包括:(1)金融市场子系统脆弱性(权重20%);(2)银行子系统脆弱性(权重40%);(3)金融监控子系统脆弱性(权重20%);(4)宏观经济环境子系统脆弱性

性(权重 20%)。几点说明:一是关于衡量脆弱性程度的界限值的确定,主要参考了国际通用标准和一些专家学者的研究成果,同时有个别指标是根据历史数据先计算出平均值,然后依据偏离度来确定其安全性。二是数据处理,为了便于比较分析将具体的指标数值映射为相应的分数值。例如 1999 年的经济增长率为 8.1%,所处的脆弱性程度为安全,将 8.1 置于该区间上限为 6.5 和下限为 9.5 之间, $(8.1-6.5)/3=53.3\%$, 然后按照相同的比例映射到对应的脆弱性区间 0~20, 则指标的分数值为 10.7 分,其他的类似计算。三是脆弱性程度综合分数的计算,各个子系统以简单算术平均计算,以银行子系统综合分数计算为例,其公式如下: $B_1 = (B_{11} + B_{12} + B_{13})/3$; 整个金融体系脆弱性程度的综合分数计算以加权平均计算,其公式为 $Z = (A_1 + 2B_1 + C_1 + D_1)/5$, 考虑到我国银行系统在整个金融体系中的特殊重要性,将银行子系统的脆弱性权重确定为 2,其他三个各为 1。四是脆弱性程度划分。指标映射分数值在 0~20 之间为安全,20~50 之间为正常,50~80 之间为关注,80~100 之间为危险。

表 1 金融市场子系统若干脆弱性指标及临界值

| | | | | |
|-------------------------------|------|-------|-------|--------|
| A ₁₁ 市盈率 (%) | <40 | 40~60 | 60~80 | >80 |
| A ₁₂ 股市总价值/GDP (%) | <30 | 30~60 | 60~90 | >90 |
| A ₁₃ 上证综合指数波幅 (%) | <40 | 40~60 | 60~80 | >80 |
| A ₁₄ 债务依存度 (%) | <10 | 10~20 | 20~30 | >30 |
| A ₁₅ 财政赤字/GDP (%) | <1 | 1~3 | 3~9 | >9 |
| 指标映射分数值区间 (%) | 0~20 | 20~50 | 50~80 | 80~100 |
| 脆弱性程度 | 安全 | 正常 | 关注 | 危险 |

表 2 银行子系统若干脆弱性指标及临界值 (%)

| | | | | |
|----------------------------|------|---------|-------|--------|
| B ₁₁ 国有银行不良贷款比率 | <12 | 12~17 | 17~22 | >22 |
| B ₁₂ 国有银行资本充足比率 | >12 | 8~12 | 4~8 | <4 |
| B ₁₃ 国有银行资产收益比率 | >0.4 | 0.2~0.4 | 0~0.2 | <0 |
| B ₁₄ 企业资产负债比率 | <45 | 45~65 | 65~85 | >85 |
| 指标映射分数值区间 | 0~20 | 20~50 | 50~80 | 80~100 |
| 脆弱性大小 | 安全 | 正常 | 关注 | 危险 |

表 3 金融监控子系统若干脆弱性指标及临界值

| | | | | |
|--|------|---------------|-----------------|--------------|
| C ₁₁ M ₂ 增长率 (%) | 5~15 | 15~20 | 20~25 或 0~5 | >25 或 <0 |
| C ₁₂ M ₂ /M ₁ (倍) | 1~2 | 2~2.5 | 2.5~3 | >3 |
| C ₁₃ 一年期实际存款利率 (%) | 0~4 | 4~7 或 0~-4 | 7~10 或 -8~-4 | >10 或 <-8 |
| C ₁₄ 金融机构贷款增长率 (%) | 5~15 | 15~20 | 20~25 或 0~5 | >25 或 <0 |
| C ₁₅ 外汇储备/进口用汇(月) | >6 | 4~6 | 3~4 | <3 |
| C ₁₆ 经常项目差额/GDP (%) | 0~3 | 3~4.5 | 4.5~5 | >5 或 <0 |
| 指标映射分数值区间 | 0~20 | 20~50 | 50~80 | 80~100 |
| 脆弱性程度 | 安全 | 正常 | 关注 | 危险 |

表 4 宏观经济环境子系统若干脆弱性指标及临界值 (%)

| | | | | |
|----------------------------|---------|-------------------|--------------------|-----------------|
| D ₁₁ GDP增长率 | 6.5~9.5 | 5~6.5 或 9.5~11 | 3.5~5 或 11~12.5 | <3.5 或 >12.5 |
| D ₁₂ 固定资产投资增长率 | 13~19 | 10~13 或 19~22 | 7~10 或 22~25 | <7 或 >25 |
| D ₁₃ 通货膨胀水平 CPI | <4 | 4~7 | 7~10 或 0~-2 | >10 或 <-2 |
| 指标映射分数值区间 | 0~20 | 20~50 | 50~80 | 80~100 |
| 脆弱性程度 | 安全 | 正常 | 关注 | 危险 |

笔者认真收集整理 1991-2000 年关于 4 个子系统的 18 项指标的原始数据,计算出相应的分数值,然后再计算出各子系统金融脆弱性的综合指数,其量化处理的结果如下:

表 5 金融市场子系统综合指数 (%)

| | | | | | | | | | | |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
| A ₁₁ 市盈率 | 17.3 | 17.3 | 19.0 | 5.2 | 4.7 | 19.3 | 23.6 | 16.1 | 19.1 | 45.5 |
| A ₁₂ 股市总价值/GDP | 2.62 | 2.62 | 6.8 | 5.26 | 3.96 | 9.67 | 15.6 | 16.3 | 21.8 | 43.8 |
| A ₁₃ 上证综指波幅 | | 77.9 | 37.9 | 63.5 | 25.1 | 48.9 | 23.6 | 13.4 | 24.5 | 17.9 |
| A ₁₄ 债务依存度 | 19.6 | 45.2 | 31.4 | 57.5 | 64.4 | 69.8 | 75.8 | 95 | 90 | 85 |
| A ₁₅ 财政赤字/GDP | 21.5 | 100 | 77.4 | 23 | 100 | 74 | 75.2 | 1.8 | 37.1 | 78.7 |
| A ₁ 综合指数 | 15.3 | 48.6 | 34.5 | 30.9 | 39.6 | 44.3 | 42.8 | 28.5 | 38.5 | 54.2 |

表 6 银行子系统若干脆弱性指标综合指数 (%)

| | | | | | | | | | | |
|--------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
| B ₁₁ 国银不良贷款比率 | 68 | 68 | 68 | 95 | 95 | 95 | 95 | 98 | 99 | 93 |
| B ₁₂ 国银资本充足比率 | 53.3 | 51.1 | 51.1 | 53.5 | 60.1 | 69.7 | 71 | 66.5 | 68.7 | 66.9 |
| B ₁₃ 国银资产收益比率 | 7.4 | 10 | 20 | 36.5 | 36.5 | 48.5 | 65.3 | 62 | 56 | 62 |
| B ₁₄ 企业资产负债比率 | 43.3 | 44.8 | 60.1 | 52.6 | 54.4 | 49.6 | 48.4 | 48.1 | 43.3 | 44.3 |
| B ₁ 综合指数 | 43 | 43.5 | 49.8 | 59.9 | 61.5 | 65.7 | 69.9 | 68.7 | 66.8 | 66.6 |

表 7 金融监控子系统综合指标数值 (%)

| | | | | | | | | | | |
|--|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
| C ₁₁ M ₂ 增长率 | 82 | 87 | 92.7 | 90 | 84.9 | 81 | 47.6 | 19.6 | 19.4 | 4.6 |
| C ₁₂ M ₂ /M ₁ | 34.4 | 30.2 | 28.4 | 36.8 | 51.8 | 60.2 | 56.6 | 60.8 | 57.2 | 55.4 |
| C ₁₃ 一年期实际存款利率 | 21.6 | 5.8 | 47.9 | 100 | 65.9 | 26.2 | 14.4 | 35.7 | 18.3 | 9.3 |
| C ₁₄ 金融机构贷款增长率 | 15.4 | 70.4 | 100 | 57.8 | 100 | 55.4 | 65 | 23 | 2 | 6.6 |
| C ₁₅ 外汇储备/进口用汇(月) | 215 | 807 | 833 | 41 | 179 | 132 | 102 | 9.7 | 107 | 8 |
| C ₁₆ 经常项目差额/GDP | 19.3 | 8.8 | 85 | 9.4 | 1.5 | 5.9 | 42.2 | 25.6 | 10.5 | 12.7 |
| C ₁ 综合指数 | 32.4 | 47.2 | 72.9 | 40.8 | 53.7 | 40.3 | 41.3 | 25.5 | 19.7 | 17.8 |

表 8 宏观经济环境子系统综合指标数值 (%)

| | | | | | | | | | | |
|---------------------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
| D ₁₁ GDP增长率 | 26 | 96 | 90 | 85 | 65 | 38 | 18 | 8 | 1 | 10 |
| D ₁₂ 固定资产投资增长率 | 85 | 95 | 100 | 90 | 25 | 9 | 68 | 4.5 | 88 | 73 |
| D ₁₃ CPI 变动率 | 17 | 44 | 84 | 94 | 87 | 63 | 14 | 62 | 71 | 2 |
| D ₁ 综合指数 | 42.7 | 78.3 | 91.3 | 89.7 | 59 | 36.7 | 33.3 | 24.8 | 53.3 | 28.3 |

表 9 金融脆弱性综合指标数值 (%)

| | | | | | | | | | | |
|---|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
| A ₁ | 15.3 | 48.6 | 34.5 | 30.9 | 39.6 | 44.3 | 42.8 | 28.5 | 38.5 | 54.2 |
| B ₁ | 43 | 43.5 | 49.8 | 59.9 | 61.5 | 65.7 | 69.9 | 68.7 | 66.8 | 66.6 |
| C ₁ | 32.4 | 47.2 | 72.9 | 40.8 | 53.7 | 40.3 | 41.3 | 25.5 | 19.7 | 17.8 |
| D ₁ | 42.7 | 78.3 | 91.3 | 89.7 | 59 | 36.7 | 33.3 | 24.8 | 53.3 | 28.3 |
| Z = (A ₁ + 2B ₁ + C ₁ + D ₁)/5 | 35.3 | 52.2 | 59.7 | 56.2 | 55.1 | 50.5 | 51.4 | 44.3 | 24.9 | 46.7 |

表 10 金融脆弱性子系统各自影响因子 (%)

| | | | | | | | | | | |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 1991 | 1992 | 1993 | 1994 | 1995 | 1996 | 1997 | 1998 | 1999 | 2000 |
| A ₁ | 8.8 | 18.6 | 11.6 | 11 | 14.4 | 17.5 | 16.7 | 13.2 | 15.7 | 23.2 |
| B ₁ | 48.8 | 33.4 | 33.4 | 43 | 44.6 | 52 | 54.3 | 63.6 | 54.5 | 57 |
| C ₁ | 18.2 | 18 | 24.4 | 15 | 19.5 | 16 | 16 | 11.8 | 8 | 7.6 |
| D ₁ | 24.2 | 30 | 30.6 | 31 | 21.5 | 14.5 | 13 | 11.4 | 21.8 | 12.2 |

从量化处理的结果可以发现:近 10 年来我国整体金融脆弱性水平大体上呈现先升后降的趋势,10 年中有 6 年处于脆弱性程度令人关注的状态,1993 年为最高,其脆弱性综合指数为 59.7 分,10 年脆弱性综合指数平均水平约为 49.9 分,我国整体金融脆弱性问题令人关注,尤其是银行系统脆弱性程度偏高,10 年平均水平高达 59.94 分,比整体金融脆弱性水平高出 10 多个百分点,成为影响我国整体金融脆弱性的主要诱因。就各子系统对整体脆弱性的影响来看,1995 年以前 4 个子系统脆弱性按由高到低排列为:银行子系统,宏观经济环境子系统,金融监控系统,金融市场子系统;而从 1996 年起情况发生了明显的变化,金融市场子系统由第 4 位上升到第 2 位,2000 年金融市场子系统对整体金融脆弱性的影响因子高达 23.2%,比 1991 年的 8.8% 上升了 1.64 倍,金

融市场尤其是股市脆弱性应引起我们的高度警惕(见表9、10和图1)。

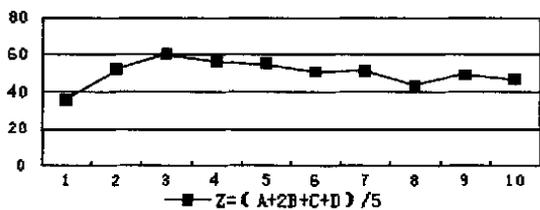


图1 中国金融脆弱性总体趋势图

从各子系统分析,银行子系统脆弱性程度最高,10年间有7年处于脆弱性程度令人关注状态,10年脆弱性水平平均为59.94分,高出正常水平9.94个百分点。1997年为最高达到69.9分,比1991年上升了约63%,1999年后有所下降,但降幅不大。2000年为66.6分,比1997年下降了3.3个百分点。银行系统对整体金融脆弱性的影响因子自1995年以来高于50%,1998年高达63.6%,2000年为57%,下降了6.6个百分点。这与近年来银行改革如“债转股”等降低不良资产的政策措施有关,改革虽取得了一定成效但并没有从根本上降低银行系统脆弱性水平,其脆弱性程度令人担忧。搞好银行系统改革降低银行系统既有的脆弱性,事关整个金融体系的稳健和安全,应引起我们的特别重视(见表9、10和图2)。

金融市场子系统脆弱性水平10年间变化起伏相当大,1991年脆弱性水平为15.3分,而到2000年则为54.2分,上升了254%,为10年间的最高水平。1999年以前一直都处于脆弱性正常状态,近年来呈上升趋势,2000年脆弱性水平处于令人关注状态。金融市场子系统对整体金融脆弱性的影响因子相对于其他子系统而言越来越突出,影响因子从1991年的8.8%上升到2000年的23.2%,在4大子系统中仅次于银行系统位居第2并呈上升趋势。今后我们应更多关注金融市场尤其是股市的脆弱性,及时化解股市风险,防止股市脆弱性累积,以致最终影响整个金融体系的稳定(见表9、10和图3)。

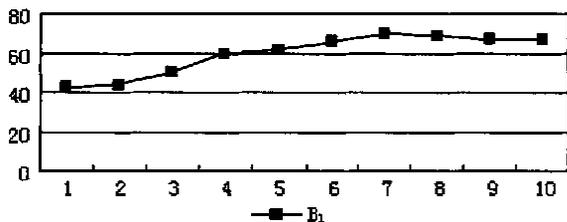


图2 中国银行系统脆弱性变化情况

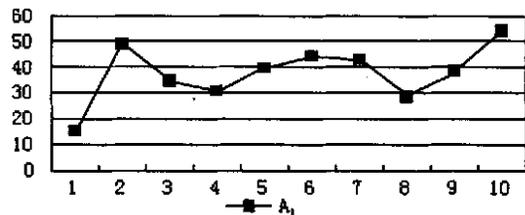


图3 中国金融市场脆弱性变化情况

就金融监控系统而言,系统脆弱性水平比较正常,10

年中有2年处于偏高状态,其脆弱性综合指标1993年和1995年分别为72.9和53.7分,其余8年都处于正常水平小于50分。1997年以前金融监控子系统综合指数分数值大都在40个百分点以上,1998年以来有了明显的下降,1997年为41.3分而到1998年则下降为25.5分,降幅达到38%,2000年为最低仅为17.8分。就金融监控系统对整个金融系统脆弱性水平的影响因子来看,1995年以前在4个子系统中位居于金融市场子系统之前,而从1996年起发生了显著的变化,位列金融市场子系统之后,金融监控系统不论是从综合指数的绝对值来看还是从影响因子来看,对整个金融体系脆弱性的影响程度下降。这说明金融当局的宏观调控能力和监管水平经过近年来的改革有了明显的提高,金融政策变量对整个金融体系脆弱性的不当影响下降。近年来中央实行积极稳健的财政货币政策对保持宏观金融环境的稳定,降低金融监控系统既有脆弱性水平和维持宏观金融环境稳定效果显著(见表9、10和图4)。

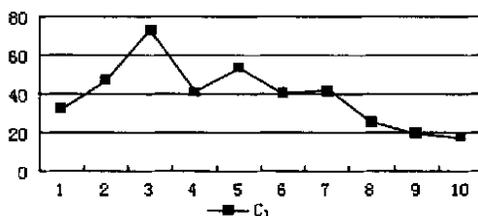


图4 金融监控系统脆弱性变化情况

就宏观经济环境子系统而言,1995年以前处于相当高的水平,5年中有4年高于50分,尤其是1993和1994年竟分别高达91.3分和89.3分,脆弱性水平高得惊人。经过采取“软着陆”等一系列经济政策,对宏观经济进行综合治理整顿,从1996年起宏观经济环境子系统脆弱性水平大大降低,2000年脆弱性程度为28.3分,宏观经济稳健性大大改善,宏观经济子系统脆弱性程度较低处于正常状态。就宏观经济对整个金融脆弱性程度的影响因子来看,1995年以前宏观经济子系统对整体金融脆弱性的影响较大,在4个子系统中仅次于银行子系统位居第2位,1992年、1993年和1994年其影响因子都在30%以上,1994年为最高达到31%,从1996年开始其影响因子数值下降,除1999年外都在15%以下,1998年为最低仅为11.4%,对整个金融脆弱性水平的影响程度大大降低,在4个子系统中的位次位于银行和金融市场子系统之后。这说明近年来我国宏观经济环境较好,系统脆弱性水平较低,宏观经济环境处于20世纪90年代以来的最佳时期(见表9、10和图5)。

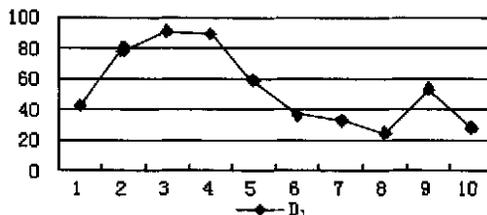


图5 中国宏观经济环境脆弱性变化情况

三、几点建议

金融脆弱性累积到一定程度如果不及时将其化解掉,最终将演变为金融危机。为了消除整个金融系统既有脆弱性,防止其累积到过高的水平,从而将金融脆弱性维持在一个较低的正常状态,保证整个金融体系的稳健运行是事关一国金融发展和金融安全的重要课题,有待于展开进一步的深入研究。结合上文分析的结果和我国金融体系现状,笔者就化解和防范我国金融脆弱性问题提出以下几点建议:

1. 高度重视对金融脆弱性的研究工作,有效识别我国金融脆弱性水平,这是防范和化解金融脆弱性的前提。鉴于金融脆弱性问题的重要性,一些国家和国际机构纷纷成立了专门的金融脆弱性工作小组,如世界银行和IMF、欧洲中央银行等,对金融脆弱性展开了深入研究。目前美国对银行系统脆弱性的识别和防范处于领先水平,如著名的CAMEL指标体系和“及时纠正措施”。“及时纠正措施”是以计算银行自有资本比率来识别银行脆弱性程度的行之有效的办法。美国按银行自有资本将银行分成五类,对于自有资本低于0%的银行,在90天内自动进入破产处理程序。日本为避免今后再次出现巨额不良债权累积问题,于1998年4月引进了“及时纠正措施”(参见表11)。我们应学习和借鉴西方国家先进的经验,成立专门的金融脆弱性研究小组加强对金融脆弱性的研究,认真分析其根源,建立科学有效的指标体系和方法来度量、分析我国金融脆弱性状况,及时根据变化的情况和最新研究成果改进对金融脆弱性的识别方法和技术。高度重视对金融脆弱性的研究工作是防范和化解金融脆弱性的前提。

表 11 “及时纠正措施”内容概况表

| 级别 | 银行自有资本比率 | 纠正措施 |
|----|----------|-----------------------------|
| 1 | 2% ~ 4% | 提出改善经营计划 |
| 2 | 0 ~ 2% | 制定增资计划,压缩总资产,禁止开办新业务,缩小现有业务 |
| 3 | <0% | 停止部分或全部业务 |

2. 积极进行金融制度创新,这是防范和化解金融脆弱性的关键。随着金融活动和金融创新的深入进行,原有的金融制度越来越不适应新的经济金融形势,结果是导致金融效率低下和金融风险累积,金融体系的脆弱性程度日益加深。这时金融制度面临着三种可能的选择:一种是对原有金融制度进行修补放大,保持原结构框架只是对制度内部进行局部调整,这就是所谓的渐进式改革;另一种是对原来的制度进行彻底改革,用新制度结构取代旧制度或者在旧制度旁边生成新结构,金融制度演变成新形态,这是彻底的根本性变革;第三种情况是当不主动对原有制度进行大手术式的改革时,旧制度所蕴藏的金融风险越来越大,金融体系变得十分脆弱,最终将通过金融危机的方式进行强迫性的破坏性的调整和变革,这是我们所不希望看到的但却是现实地发生着,这应引起我们的重视。从长远来看我们应积极主动地用新金融制度取代旧制度,从原来的修修补补的小圈子中跳出来,从根本上改革旧有的金融体制,消除金融脆弱性的体制根源,

这是防范和化解金融脆弱性的关键。当前,为解决国有银行巨额不良资产,消除银行系统既有的脆弱性,中国成立了四大资产管理公司,集中处理国有银行剥离的不良资产和实施“债转股”,这些措施虽取得了一定的成效但都只是治标之策,长期来看必须进行金融组织制度创新这才是治本之策。20多年来以“管理为中心”的银行制度改革效果甚微,在产权制度改革方面一直没有取得突破性进展,今后我们应以产权制度改革为核心进行银行制度创新,实现国有银行的企业化和公司化。20世纪80年代以来国有银行的公司化在许多国家已经成为一种潮流,并取得了很好的效果。我国应以股份制改造等多种形式推进银行制度改革,搞好银行内部治理结构。同时应重视金融市场制度创新,大力开发多种衍生金融工具,创造众多的避险工具和技术,使风险分散化。

3. 实施金融分化战略,这是当前化解和防范金融脆弱性的明智选择。金融体系的脆弱性与金融体系结构上的问题有很大的关系。如果一个金融体系过于单一,金融机构和金融市场的种类和数量有限,金融产品欠丰富,那么这样的金融体系就会具有较大的脆弱性。金融分化简单说来就是指金融制度多样化,由传统的只重数量和速度的外延粗放型金融增长方式向重质量和效率的内涵金融增长方式转变,从而达到金融结构优化、金融功能细化和金融风险分散化等诸多目标的一种金融发展战略,这是经济增长方式转变在金融领域的具体体现和应用。金融体系好比一棵树,金融分化程度高,则枝繁叶茂,即使其中一枝出了问题也无伤整棵大树。如1980年代美国就经历了一次大的银行倒闭风潮,但整个金融体系仍保持稳定,这与美国金融分化程度高密切相关。目前我国金融制度结构存在诸多矛盾,金融结构不合理十分突出。从金融资产的结构来看,金融资产结构畸形。我国金融资产97.9%以债权形式存在,股权形式只占2.1%;而美国1998年股权占金融总资产的46.7%。从金融组织来看,国有银行居于垄断地位,中小金融机构数量偏少;就金融市场而言,货币市场发展滞后,资本市场简直成了股市的代名词,票据市场和企业债券市场规模严重偏小。为解决目前金融制度结构不合理问题,必须实施金融分化战略。一是要重视培育中小非国有金融机构,使金融活动主体多样化,通过引入竞争增强金融机构抗风险能力,从而提高金融体系的自生能力。二是大力发展多层次多元化的金融市场,在规范发展股市的同时,重视发展票据市场和企业债券市场。三是要处理好直接融资和间接融资的关系,稳步提高直接融资比重,将过份集中于银行系统的脆弱性分散化。实施金融分化对我国金融结构转型、金融发展方式的转变、分散金融风险、提高金融体系的稳健性具有特殊的意义。

4. 转变金融活动管理方式,加强金融监管,通过金融监管制度创新提高监管水平。这是防范和化解金融脆弱性的重要保障。Dimitri Vitas认为:金融监管有三个目标——稳定性、效率性和多样性。其中金融体系的安全性和稳健性是金融监管的核心。健全的金融监管制度是现代金融业赖以生存发展的保障,也是防范金融风险和金融监管的依据。目前我国金融监管制度存在一些问题如监管行为(下转第128页)

面,竞争会增强。这决定了现行行为的信号价值比较大。由于打破垄断、引入竞争毕竟需要一定的过渡时期,因此,对网络运营管理之间的竞争行为只能分情况逐渐放松其管制程度。当然,网络型产业管制政策也需要适应分割后成本变化的新情况,并进行相应调整。另外,为避免不期望的重复投资,进行纵向分割时,对中间投入品价格仍需要管制。

四、结论

根据广义的、市场环境下的管制内涵,粗略地构造了网络型产业的改革战略框架:管制改革时期与市场管制时期。不同时期,目标和任务不同。当前,我国网络型产业的改革,仍处于管制改革时期,因此,应当按一定次序采用“三面一线”的全方位、立体式改革模式。

论文简要分析了网络型产业物理和管理两个层面不同的经济特性,并指出网络型产业引入竞争的两种不同形式:网与网之间的竞争及网络运营管理之间的竞争。网与网之间的竞争具有显著的重复投资特性,而后者却不具有这一特性。

通过分割引入市场竞争,可能是网与网之间的竞争,也可能是网络运营管理之间的竞争。自然垄断理论主要针对

网与网之间的竞争;按照自然垄断理论,若只允许一个企业垄断经营,显然排除了网络运营管理之间的竞争。自然垄断理论不能完全解释分割现象。

文章论证了关于分割的两个命题和引理,指出通过分割引入竞争的可行性取决于相应的成本特性条件。非网络型业务可以分割,而基础网络型业务的分割在经济上是不可行的。企业作为一个整体,横向分割在经济上也是可行的。但分业务类型分割要优于横向整体分割。通过对中间投入品价格进行适度的管制,纵向分割不会丧失范围经济效益。可分割条件与成本劣加性条件,共同决定了市场竞争的强弱格局。

关于分割后竞争行为的管制问题,我们认为:网与网之间的竞争应进行适度管制,管制的程度取决于管制改革时期目标实现的程度。网络运营管理之间的竞争行为应逐渐放松其管制,当然,管制政策需要适应分割后成本变化的新情况,并进行相应调整。为避免不期望的重复投资,对纵向分割后的中间投入品价格也仍需要管制。

(作者单位:重庆大学工商管理学院 重庆 400044)
(责任编辑: N)

(上接第 100 页)扭曲、监管主体独立性差、监管中的行政干预明显等等。因此我们应积极通过“有破有立”的方式改革现有的监管制度,进一步加强对金融活动的监管,转变对金融活动的调控方式,破除传统的划框框、定条条、设禁区的以计划行政手段为特征的金融管制,实现监管手段和方式由直接干预向间接调控、由人治向法制的转变,加快金融立法将金融活动纳入法制的轨道;同时应该顺应世界监管潮流,由机构监管向功能监管、由被动的滞后监管向积极主动的超前监管转变。通过监管制度创新构筑金融体系安全网,有效防范金融风险累积而加剧金融脆弱性。

注释:

参见姜磊等著:《金融体系的脆弱性与国际金融体制的创新》,载《财政研究》,2001(11)。

关于表 6 中影响因子的计算。为比较和考察各个子系统对整个金融体系脆弱性的影响程度,笔者利用简单加权法计算了 4 个子系统的各自影响因子,其中银行子系统的权重为 2 即 40%,其他 3 个子系统权重都为 1 即 20%。以 1991 年为例说明如下:1991 年 A_1 子系统的影响因子 = 1991 年 A_1 子系统的综合指数数值 / (5 × 综合指数的平均值),即 1991 年 A_1 子系统的影响因子 = $15.3 / (5 \times 35.3) \times 100\% = 8.8\%$;1991 年 B_1 子系统的影响因子 = (1991 年 B_1 子系统的综合指数数值 × 权重 2) / (5 × 综合指数的平均值),即 1991 年 B_1 子系统的影响因子 = $(43 \times 2) / (5 \times 35.3) \times 100\% = 48.8\%$ 。其余子系统类似计算。

CAMEL 指标体系即骆驼评级指标体系,由 Capital, Assets, Management, Earnings, Liquidity (资本, 资产, 管理能力, 收益, 流动性) 等五个指标的大写字母组成。

参考文献:

1. 范恒森:《金融制度学探索》,北京,中国金融出版社,2000。
2. 李纪建:《金融发展的分化特征与中国金融体制改革》,载《经济科学》,2000(5)。
3. 黄金老:《金融自由化与金融脆弱性》,北京,中国城市出版社,2001。
4. 石俊志:《金融危机生成机理与防范》,北京,中国金融出版社,

2001。

5. 钱文挥,宋海林:《我国金融风险预警系统设计及监测分析》,载《经济社会体制比较》,2002(1)。

6. 刘仁伍:《金融结构健全性和金融发展可持续性的实证评估方法》,载《金融研究》,2002(1)。

7. 黄金老:《论金融脆弱性》,载《金融研究》,2001(3)。

8. Kaminsky and Reinhart, 1996. The Twin Crises: The Causes of Bank - ing and Balance-of-Payments Problems International Finance Discussion Paper No. 544, Board of Governors of The Federal Reserve System. (March).

9. Demirguc-Kunt and Detragiache, 1998. The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries, Staff Papers, Vol. 45. No. 1 IMF.

10. Kregel J. A., Margins of Safety and Weight of The Argument in Generating Financial Fragility Journal of Economics Issues, Vol. XXXI, No. 2 June, 1997.

11. Minsky, Hyman, The Financial Fragility Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy, in Financial Crises, ed. Charles. Kindleberger and Jean-Pierre Laffargue, Cambridge: Cambridge University Press.

12. Demirguc-Kunt, 1998. A Side of Detragiache, Enrica. Financial Liberalization and Financial Fragility.

13. Carter Michael, 1989. "Financial Innovation and Financial Fragility", Journal of Economic Issues Vol. XXIII, NO. 3, Sep.

14. Chick, V., 1997. "Some reflections on Financial Fragility in Banking and Finance". Journal of Economics Issues, Vol. XXXI, NO. 2, June 1997.

15. Staff Team Led By Owen Evans, Alfredo M. Leone, Mahinder Gill and Paul Hilbers, 2000, "Macroprudential Indicators of Financial System Soundness", IMF Occasional Paper 192, April 2000.

16. Paul Hilbers, Russell Krueger, and Marina Moretti, 2000. New Tools For Assessing Financial System Soundness, Finance and Development, Sep 2000. Vol. 37, No. 3.

17. Bemink, H. A., 1995. Coping With Financial Fragility and Systemic Risk. Boston: Kluwer Academic Publishers, 1995.

(作者单位:南开大学金融系 天津 300457)
(责任编辑: Q)