

制度变迁与金融资产增长

贾春新

现代经济中存在着大量的金融资产。特别在最近几十年间,金融资产总量急剧膨胀。目前,金融资产存量已远超过国民收入流量,金融资产交易数量也远远超过了商品交易数量。金融资产代表着对真实部门的资产进行分配的权利,在这个意义上,我们认为金融资产是一种金融要求权。与企业理论中的剩余索取权不同,金融要求权从总量上讲一般只需要施权能力的保证,并不必然形成实际的施权行为。亚洲金融危机表明,金融要求权会对真实经济形成巨大的冲击,而这种作用却被极大地忽略了,其主要原因是理论界极度缺乏对这一领域的研究。作为对金融要求权问题的系统研究的一部分,本文要回答的问题是:经济中为什么会有这么多的金融资产存量(流量),它们是如何被供给出来的?

一、已有的研究

关于金融资产总量的决定问题,一些学者曾进行过重要的研究。

戈德史密斯(Goldsmith,1969)在其耗时6年写成的名著《金融结构与发展》中,建立了关于金融结构及其演化的较为复杂的模型。戈氏认为,金融结构的第一个基本方面,就是金融相关比率(FIR),它等于金融资产总量与国民财富之比。虽然戈氏对FIR及其决定因素进行了系统的研究,但他从未单独研究FIR的分子项,即金融资产总量问题。戈氏一再申明金融资产的绝对量并不重要,重要的在于比例关系。当然,FIR毕竟包容了影响金融资产总量的一切内容,因而,专注于FIR,并不意味着必然会影响到对金融资产总量变化的认知。戈氏列出了FIR的七个正相关影响因素,即货币化比率、非金融相关比率、资本形成比率、外部融资比率、金融机构新发行比率、金融资产价格变动和乘数,以及一个负相关影响因素:资本—产出比率。戈氏认为,FIR的增长并不是无限持续的过程,金融相关比率达到1~1.5时,比率将停止增长。强调相关比率而不是绝对值,说明戈氏过份看重金融与财富(产出)的相互促进的关系。但是,戈氏30年前的观点明显地不能解释目前经济界最热门的话题:泡沫经济。特别是20世纪70年代以来,仅衍生金融产品的膨胀就远令国民财富与产值的增长望尘莫及。这表明,戈氏所归纳的八个因子公式,一定忽略了某些重要内容的存在。而且,正如格利和萧(Gurley & Shaw,1960)等人所指出的,戈德史密斯做出的是以经验为根据的细致分析,在理论方面有明显的欠缺。

格利和萧(Gurley & Shaw,1960)在《金融理论中的货币》一书中,从金融资产出发,试图提出一个货币非中性的理论。这种理论深化了我们对金融资产与货币关系问题的认识,但并未提出一个关于金融资产总量增长的模型。虽然他

们多次论述金融成长,但主要强调的还是债务与收入的比率与货币非中性的关系。他们注意到了混合资产—负债状况及赤字轮转(盈余单位与赤字单位的转化)对金融资产增长的影响,以及金融机构创造新的债务问题。但债务的增长仍被认为主要由收入、租金率、资本—产出比率、利率等实际因素决定。关于制度的分析只集中于分配手段能改变构成、提高效率,中介手段能改变直接金融与间接金融的比例等方面,并没有涉及金融资产膨胀问题。证券的差别化被认为是避免风险的结果,并不强调增长数量。格利和萧甚至坦言,“在这本书中对初级证券差别化的重视远没有达到这一问题应受重视的程度。”

萧和麦金农(Shaw,1973; Mckinnon,1973)所创立的金融压制与金融深化理论,强调货币化对经济发展的重要性。他们的分析着重于 M_2/GDP ,对货币与财富和投资的关系进行了重新梳理。但 M_2/GDP 仍是一种比值。更重要的是, M_2 只是金融资产中的一部分,而且其所占比例愈益降低。可以说,他们的研究侧重于鼓吹金融深化,因而相对忽略了金融资产的自增长机制。

由弗里德曼等人提出的形形色色然而大同小异的货币供给理论,早已作为共同知识而载入普通货币银行学教科书之中。这种理论论述了银行系统的存款派生原理,也可以表述为基础货币与货币供给量的关系式,即 $M = m B$ (M :货币供给量, m :货币乘数, B :基础货币)。这意味着,金融资产总量中的一个部分——货币量——的创造过程,已有完整的理论描述,而关于金融资产总量的供给理论则仍是不完善的。

现代金融理论中最引人注目的内容,是关于金融资产价格与交易等微观层面的研究。这方面的理论可说已非常完善,如夏普等人创立的资本资产定价模型(CAPM)、默顿、斯科尔斯等人的期权定价公式、托宾等人的资产选择理论等。但微观理论的发达愈反映衬出宏观金融资产理论的苍白。

最后但更重要的是拉鲁什(Lyndon La - Ruche)及其弟子们对金融体系所做的研究。这一悲观学派预言,由于全世界真实经济与符号经济(戈氏称为基础部门与金融上层建筑)严重背离,世界金融体系即将走向崩溃。他们认为,全世界实物经济的发展已经停滞,而金融资产与金融交易却在急剧膨胀。拉鲁什等人的研究,极大地深化了我们对金融要求权的理解。这是因为,传统理论集中于讨论货币部门与真实部门的关系,如以复杂模型形式化的所谓“货币中性”理论。在新发展起来的金融与经济发展关系的研究中,学者们几乎呈现出一边倒的倾向,纷纷为金融发展大唱赞歌,如萧和麦金农等人。只有拉鲁什等人才敏感地意识到:危机正悄悄地

降低。

二、模型的构建

现代经济中巨大的金融资产存量,已经远远脱离了真实经济基础,因而也很难由真实经济变量进行解释。考察金融资产的供给理论,首先需要明确的一点是:金融资产不是稀缺产品。与实物资产不同,金融资产的创造在技术上是没有限制的,这一点在货币供给理论中已表现出来。但在更广义的金融资产范围则被极大地忽视了。如果说,货币供给是由于存款准备率、现金漏损、定期存款与活期存款的比率等原因而受到限制的话,那么,金融资产总量膨胀则似乎没有这种明显的理论关系。作者认为,金融资产供给量的增长,主要是由于金融制度的演进。对于现有的资产存量,制度因素远较产值的增长、资本形成等因素更有解释力。

为循着这一思路,建立金融资产总量增长模型,我们首先从最简化的经济社会展开分析。

1. 假定不存在货币与金融制度,即经济运行的特点为存在分工,但只存在易货贸易。不存在货币,也不存在金融行为。微观单位的扩大再生产必须采取自我积累的方式。由于没有货币,这种自我积累有别于麦金农(Mckinnon, 1973)所分析的内源融资(self-finance)。因为麦金农的分析,刻意强调了内源融资中货币积累的重要性。此时,经济社会中的金融资产总和为0,一切资产均为实物资产(本文不考虑无形资产、人力资本等)。

2. 放松前面的假定,引入货币制度。最初的货币当然是实物货币。货币的出现,改变了交易的方式。货币制度的出现,导因于交易成本的节约。但我们关注的问题则是,经济中现在出现了一种实物资产,它不仅有自己的实物资产功能,而且具有其他资产所不具备的能力,即资产所有者凭其顺利换取其他资产的能力。

3. 引入实物信用制度。在实物信用关系出现后,资产所有者被区分为债权人与债务人。一方面,资产的使用权由债权人让渡给债务人,另一方面,资产所有者作为一个整体,既拥有全部的实物资产,又拥有了概念上的资产债权,即要求获得实物资产的权力。

4. 引入实物货币金融制度的存在。货币与信用的联盟创造了原初的金融制度。出现实物货币金融后,借贷行为以货币为金融工具。由于货币本身仍是实物资产,尽管在实物货币上已附有观念债权与观念债务,体现了金融要求权的本质,我们不便使用金融资产的概念。

5. 引入不兑现的纸币,取代实物货币,并凸显出国家财政力量的存在。纸币的出现,使经济中首次出现了一种现实的资产(有别于实物金融关系中的观念债权与观念债务),它本身不是实物资产,但却是由国家财政发行的纸制凭证,并对实物资产具有强力的要求权,即凭之获得实物资产的权力。同时,对于微观单位而言,在对纸币拥有充份信心的条件下,这种资产与实物资产在作为财富净值的代表方面是无差异的。于是,微观单位的资产存量被分为两部分,即实物资产与纸币。此时,经济中所有的非实物资产总量即流通中的纸币总量。由于财政发行的纸币体现的是国家强力,而不是支付利息的商业行为,所以我们仍不便把这种非实物资产称为金融资产。如以 N_r 代表非实物资产,以 M 代表纸币总量,则有下列等式存在:

$$N_r = M$$

6. 在模型中引入银行部门的存在。出现银行制度后,严格意义上的金融资产得以出现。如果假定:(1)流通中的货币都是银行部门创造的现金和活期存款货币,财政不再发行货币。(2)银行只有活期存款,货币负债与贷款资产。此时,制度的原因将使金融资产总量增加1倍。这是因为,基于信用关系由银行创造出来的货币,与基于国家强力发行的纸币不同。财政发行的纸币不是一种必须清偿的债务,而银行创造的货币则是一种债务。在银行创造的货币取代财政发行的纸币后,一方面,货币代表着非银行部门对银行部门的债权,另一方面,由此又衍生出了对应于此类债权的银行对非银行部门的债权,即贷款。举例来说,假定原来流通中有1亿元货币,均为财政发行的纸币,则金融资产总量为1亿元。如果由于制度的变迁,纸币为银行发行的不兑现银行券与存款货币取代,虽然流通中货币量仍应为1亿元,由于货币必须由银行贷款创造出来,故流通中相应需有1亿元的贷款资产,金融资产总量将为2亿元。可见,由于金融中介必然同时具有债权债务关系,导致金融资产的总量翻了一番。如以 F 代表金融资产,仍以 M 代表货币供给量,则金融资产总量为:

$$F = 2M$$

7. 银行出现后,不可能满足于只拥有一种资产——贷款和两种负债——现金货币与活期存款。如果银行开始实行资产负债多元化,则会创造出新的间接金融资产。假定银行开始面向公众发行新的债务工具,如定期存款。这样,经济中将出现不属于货币(具有支付中介职能的货币)的银行负债工具,它不具有直接用于购买商品的权力。但却具有对当期产出进行同额分配的能力。如果货币流通速度不变,那么,新的金融资产的产生,就是在货币市场与商品市场等均不受影响的情况下,纯然由于金融制度的变化而形成的。诚然,正如格利和萧(Gurley & Shaw, 1960)所认为的,金融的演进必然会对货币市场、商品市场有所影响,但是,定期存款的增长,绝不可能具有像活期存款增长同样的结果。在负债业务多样化后,也要考虑到银行的资产会具有其他形式,如自用不动产等。如果以 e_1 表示银行向公众发行的其他负债工具(如定期存款、储蓄存款、金融债券等)占货币量(M_1)的比率,以 e_2 表示贷款占货币量的比率,则金融资产总量为:

$$F = M(1 + e_1 + e_2)$$

8. 在模型中引入直接金融的存在,即企业可以面向非企业部门的社会公众发行股票、债券等金融资产筹资。假定企业不可以持有非货币的金融资产,所筹资金全部用于投资。与引入银行部门一样,金融资产总量又将因金融制度的变迁而明显增长。储蓄者与投资者的分离,使得在储蓄资本向投资者转化的过程中,创造出了新的金融要求权。股票与债券发行的规模与储蓄和投资的分离程度有重要关系,后者又与生产的集中程度、财富的分配、投资吸引力、储蓄倾向以及通过法律手段将商业活动与家庭活动分离的程度有关(Goldsmith, 1969)。现在,金融资产总量因为增加了新的资产品种而增长了。与引入银行部门不同的是,一笔银行负债的增加,必然对应银行资产方金融资产的增加,而一笔证券的增加,只表明企业负债的增加和非社会公众金融资产的增加,并不必然引起企业金融资产的增加,根本原因还在于企业不是金融中介,其筹资的目的是实业投资。因此,企业发行

直接金融凭证后,金融资产的增加额简单等同于金融凭证增加额。如以 s 代表新发行证券总数,则有:

$$F = M(1 + \epsilon + \epsilon) + S$$

9. 在一个财政、间接金融、直接金融三者同时存在的经济社会里,三种关系必然会相互交叉,从而创造出以金融资产表示的新的债权债务关系。因此,我们的金融制度将进一步深化:(1) 财政部门可以持有金融资产,如存款、现金等。财政在收支过程中,往往会持有金融关系中的债务凭证。(2) 财政虽不再发行纸币,但却拥有新的债务筹资方式。出于先支后收、收不抵支等原因,财政往往通过借款、发行债券等方式筹集资金,从而使金融资产总量增加。(3) 直接金融关系与间接金融关系也必然会相互交叉。比如,银行被允许持有债券甚至股票,企业在通过发行直接金融凭证获得资金后,不仅可以进行实业投资,也可以持有非货币间接金融资产或财政债券。这种交叉关系中,首先,财政将是一个金融资产的净增加部门,它既形成金融资产债权,也形成金融资产债务。由财政部门形成的金融资产总量增长程度,将取决于财政对金融资产的依赖程度,特别是财政赤字的数额及弥补方式等。其次,在直接金融关系与间接金融关系的交叉中,银行介入直接金融部门,将因制度的原因使金融资产总量再度增加。这是因为,在证券总额不变的条件下,由于制度的变迁,一部分证券从由非银行公众持有改为由银行持有,金融资产的总量将因为银行的债权债务关系而增加。如果其他因素不变,金融资产的增长量将等于银行所持有的证券数量。具体讲,制度变迁前,证券由非银行公众持有,不引起对银行部门的债权。而如果非银行公众不持有证券,而是将资金存入银行,再由银行购买证券的话,那么,在非银行部门原有资产不变、整个社会的实际融资额也不变的情况下,银行部门增加了一次负债,即银行发行的金融资产增长了。举例说,如果非银行部门持有 1 亿元股票,即拥有 1 亿元金融资产。现在,非银行公众不再持有股票,而是将等量资金存入银行,持有 1 亿元银行存款,然后,银行以这 1 亿元购买企业债券,则在储蓄—投资转化的规模不变的情况下(同是企业获得 1 亿元资金),金融资产总量已变为 1 亿元存款+1 亿元债券=2 亿元。与银行介入直接融资一样,如果企业也持有存款等间接金融凭证,则会引起对金融资产的追加需求,诱发银行创造出更多的金融资产。当然,直接金融关系与间接金融关系的交叉所导致的金融资产总量增长的规模,还取决于这种交叉的程度,即银行介入证券市场的程度与企业资产组合中银行资产的比重。如果以 δ 代表财政持有的由银行发行的金融资产占货币量的比率,以 δ 表示财政发行的政府公债占企业证券总额的比率,以 φ 表示银行持有的企业证券数占货币量的比率,以 φ 表示企业持有的银行发行的非货币金融资产占货币量的比率,则金融资产总量增加为:

$$F = M(1 + \epsilon + \epsilon + \delta + \varphi + \varphi) + S(1 + \delta)$$

10. 在前面的分析中,我们一直把银行作为一个统称,而没有区分中央银行与商业银行。现在引入中央银行体制,中央银行制度的出现,并不必然引起外界对银行体系的金融资产需求量的变化,但却会引起银行体系内部创造出更多的金融资产。一方面,中央银行要面向商业银行发行贷款资产,另一方面,贷款所创造的基础货币中的在中央银行存款部分将成为商业银行持有的金融资产。这些金融资产因为制度的原

因被创造出来,但只代表银行部门内部的债权债务,对真实部门没有明显的影响。基础货币中的另一部分——现金,可作为在中央银行与商业银行分设过程中被“分”给了中央银行,对整个银行部门而言并无变化。熟悉中国金融制度变迁的人,回忆一下 1984 年中央银行与工商银行的分立过程,就能很容易理解这一过程对金融资产总量膨胀的明显影响。如果以 θ 表示中央银行发行的现金以外的金融资产总额占货币量的比率,则金融资产总量为:

$$F = (1 + \epsilon + \epsilon + \delta + \varphi + \varphi + \theta) + S(1 + \delta)$$

11. 我们进一步分解间接金融机构。经过金融制度的深化,银行不再是惟一的间接金融机构,而且其重要性会不断下降,而非银行金融机构的地位将凸显出来。假定银行分设出信托、基金、保险等各种机构,新的机构的资金来源于对原有银行资金来源的瓜分。此时,由于经济发展等因素被视为外生变量,在金融机构业务总量不变的条件下,金融部门对非金融部门发行的金融资产债权保持不变。但是,制度原因将使对金融部门的债权,即金融机构发行的金融资产债务发生膨胀。举例来说,假定非金融部门拥有 2 亿元存款和 1 亿元股票。现在,银行中分设出投资基金这一新的金融机构,其资金来源于银行,即:非金融部门将 1 亿元存款由银行取出,转而购买基金凭证(单位),基金再以所筹资金用于购买股票 1 亿元,抛售股票的非金融部门再把所得资金存入银行。此时,整个社会的真实经济部门并未受到影响,金融部门中银行的债权债务也未发生变化(负债的结构及流动性可能会有所变化)。非金融部门的存款债权未发生变化,但股票减少 1 亿元。投资基金一方面增加 1 亿元股票,另一方面,它已经创造出了 1 亿元的基金凭证。从金融资产总量看,这 1 亿元基金凭证就由于制度原因而被新创造了出来,使总量增加 1 亿元。此外,新的金融机构的设立,还会开拓出新的金融业务,并因新的业务而创造出新的金融资产。

如果以 θ 表示非银行金融机构所发行的金融资产对货币量的比例,则金融资产总量为:

$$F = M(1 + \epsilon + \epsilon + \delta + \varphi + \varphi + \theta + \theta) + S(1 + \delta)$$

12. 金融机构的分设,使间接金融机构成为许许多多自主经营的金融机构的统称。不同的金融机构之间必然会互相持有金融资产,形成追加的债权债务关系。假定银行购买 1 亿元的投资基金凭证(贷款也是一样),基金以之购买 1 亿的人寿保险单,保险公司再将这笔资金存入银行,则在整个经济的收入与支出均未发生变化,各单位的资产负债表保持平衡的条件下,整个社会的金融资产数额已增长了 3 亿元。当然,同种金融机构内部互相持有金融资产,其结果是一样的。比如银行之间的同业存款等。如以 θ 表示金融机构所持有的其他金融机构发行的金融资产总数占货币量的比率,则金融资产总量为:

$$F = M(1 + \epsilon + \epsilon + \delta + \varphi + \varphi + \theta + \theta + \theta) + S(1 + \delta)$$

13. 在前面的分析中,我们假定企业证券是面向非企业部门发行的。现在,我们放松这一假定,允许企业之间可以相互持有股票债券。这样,在其他部门金融资产总量不变的条件下,企业部门的金融资产因相互的负债增加而增加了。假定 A 企业发行 1 亿元股票,由 C 企业购买,A 企业以所得资金购买 B 企业股票 1 亿元,B 企业再以之购买 C 企业债券 1 亿元。则在各部门资产负债表平衡增长的条件下,企业部门

内部发行的金融资产增加3亿元。如以 σ 表示企业内部发行的金融资产对证券额的比率,则:

$$F=2M(1+\delta+Q_1+Q_2+\theta_1+\theta_2+\theta_3)+S(1+\delta+\sigma)+D$$

14.20 世纪70年代以来,世界金融市场上金融创新的浪潮风起云涌,出现各种各样的金融衍生产品。现在,将金融衍生产品的出现引入模型。如果把前面分析的货币、存款、基金凭证、股票、债券等视为一类金融资产的话,则衍生产品(期货、期权)等可以视为二类金融资产。对于衍生产品的分析是金融理论界的热门话题。无论如何,衍生产品与基础性金融资产一样,也是一种金融要求权,其持有者具有获得社会财富的权力。由此,在衍生产品出现后,金融资产总量又获得了增加。由于衍生产品的急剧膨胀,这部分金融资产虽然是后起之秀,但其数额已远远超过基础性金融资产。倘以D代表衍生金融产品,则金融资产总量为:

$$F=M(1+\epsilon_1+\epsilon_2+\delta+Q_1+Q_2+\theta_1+\theta_2+\theta_3)+S(1+\delta+\sigma)+D$$

15. 到目前为止,我们一直循着一般的经济社会的金融制度变迁的脉络展开分析,而没有结合中国这样的转型国家的实践。由计划经济向市场经济的过渡,其中重要的一项内容是产权制度的变迁。金融要求权也是对资本存量的要求权。在产权制度变迁的过程中,由产权虚置到产权明晰,会创造出来新的金融要求权——股权。在计划体制下,政府以经济权力直接支配实物资产。而一旦政府或其他产权主体不再直接支配实物资产,而是通过股权去支配实物资产,则实物资产使拥有自己的虚拟形态——金融资产。在中国,国有企业股份制改造的过程,同时也是创造金融资产的过程。尽管在产权制度变迁过程中新创造出来的这种金融要求权,大部分以不流通的国家股和法人股的形式存在,但公股的不流通只是暂时的现象,而且是违背市场原则的。因此,不能以不流通而否认这些股权的金融要求权本质。另外,产权制度变迁中还有一个令人瞩目的现象,即国有资产的流失问题。这可以看作是另一种形式的产权界定,尽管这种界定违背了“三公”原则。国有资产流失也是金融资产总量增长的原因。因为在明晰的产权制度下,实物资产并不对应金融要求权。而一旦这些资产流入个人手中,则一般都会创造出相应的金融资产。例如,假定经济中有1亿元国有资产,无股权制度安排。一旦其中5000亿流失在个人手中,则个人往往不会持有厂房、机器、存货,而是要将其转化为存款、股票、债券等。如果其中80%转化为金融资产,则经济中便会新增金融资产4000亿元。虽然个人不能创造金融资产,但由于金融资产创造成本极低,作为需求者,他们很容易获得追加的金融资产供给。如果视S为社会公众股与公众持有的企业债券额之和,以 ρ 表示公股对D的比率,则金融资产总量为:

$$F=M(1+\epsilon_1+\epsilon_2+\delta+Q_1+Q_2+\theta_1+\theta_2+\theta_3)+S(1+\delta+\sigma+\rho)+D$$

现在,我们已经建立了一个简单的金融资产总量增长模型,这一模型在统计的可能性方面有所疏漏。 Q_1 (银行持有的企业证券数占货币量的比率)、 Q_2 (企业持有的银行发行的非货币金融资产占货币量的比率)与 ϵ_1 [银行向公众发行的其他负债工具占货币量(M_1)的比率]只是因为理论抽象的原因才得以并列,尽管我们完全可以通过考察 Q_1 、 Q_2 的取值来理解金融资产增长的部分原因,但它们与 ϵ_1 很难在银行概览

中区别开来。因而,我们也可以将 ϵ_1 与 Q_1 、 Q_2 的值合并,以 ϵ_1 代表银行对公众发行的除货币(M_1)以外的一切金融负债占货币量的比率。将公式改写为:

$$F=M(1+\epsilon_1+\epsilon_2+\delta+\theta_1+\theta_2+\theta_3)+S(1+\delta+\sigma+\rho)+D$$

其中: M =现金+活期存款, ϵ_1 =银行对公众发行的除货币(M_1)以外的一切金融负债占货币量的比率, ϵ_2 =贷款占货币量的比率, δ =政府持有的由银行发行的金融资产占货币量的比率, θ_1 =中央银行发行的现金以外的金融资产总额占货币量的比率, θ_2 =非银行金融机构对非银行部门所发行的金融资产占货币量的比例, θ_3 =金融机构所持有的其他金融机构发行的金融资产总数占货币量的比率, S =公众所持企业债券与社会公众股总和, δ =政府公债与S的比率, σ =企业内部发行的金融资产对证券额的比率, ρ =公股占S的比率, D =衍生金融产品。

三、模型的进一步解释

戈德史密斯(Goldsmith, 1969)在研究中明显地将制度原因忽视了。他曾经考虑到金融机构内部发行的金融工具问题,并引入了一个分层比率的概念来描述。这可以看作其研究中的制度内容。但是,他认为这一点并不那么重要。究其原因,戈氏仅仅考虑到了这一方面的制度原因。而且,他仅仅研究了金融机构内部现实的发行,即实际相互持有的金融资产问题,而没有考虑到制度变迁中金融资产的增长机理。当然,制度原因的这种作用,一般的制度经济学家可能也会感到吃惊。

关于金融资产总量增长的上述模型,在数学上是非常简单的。特别需要强调的是,它仅仅是一个定性模型,主要用于描述和解说。但是,它揭示了金融资产供给的为人们所忽略的真正原因。依据这一模型,我们可以对金融资产的增长有更深入全面的理解。制度变迁的这种模型不仅适用于中国,而且适用于各个不同的经济社会。金融制度的演进与金融资产膨胀的轨迹之所以在不同国家大致相仿,可能与发达国家金融制度的示范效应有关。

应用这一模型,还有几项内容需要明确:

1. 价格问题。在前面的分析中,我们一直没有涉及价格因素。当然,金融资产总量不可能离开其价格水平而孤立存在。金融资产作为一种权力,是以其市值而不是面值来度量的。由于金融资产本身是虚拟资本,我们不可能像对待其他经济变量一样,区分其名义值与实际值。金融资产只能以名义量存在。金融资产的微观价格决定,可以由资本资产定价模型等理论很好地解释。但是,作为整体,金融资产的价格更主要地取决于信心与投机等因素。由于这类因素的影响,金融资产总量不仅波动不定,而且极易暴涨暴跌,对真实经济产生巨大影响。当然,涉及到价格问题,金融资产的统计会遇到一些技术上的麻烦,但我们的模型仍将以市值表示金融资产的存量。

2. 存量与流量问题。戈德史密斯将金融资产总量区分为存量与流量,即将一段时间内新发行的金融资产视为流量值。在任一时期,金融资产总量中与期初相等的部分应该由金融资产的存量累积因素来解释,差额的部分即新增金融资产才应由当期的制度变迁等因素来解释。

存量与流量的区分对实证研究具有重要意义。关于制度

变迁与金融资产总量增长的实证研究可以采用两种方法。一种是存量研究方法。将所有变量均视为存量值,分析在金融资产存量增长中各制度原因最终所占有的地位。另一种是流量方法。可以将各变量均加以下标 t ,研究特定期间内制度等原因对新发行的金融工具总量增长的影响。两种方法都可以引出历史的研究方法,即探讨金融资产总量增长的历程,以及不同制度原因在历史中影响力的变迁等。当然,由于本模型只是定性模型,其实证研究能力是有限的。这需要建立更复杂的模型。

3. 本文的分析一直强调金融资产的增长。这是因为,在近年来的金融制度演进过程中,金融资产总量变化的总趋势是膨胀。当然,这并不排斥金融资产总量的减少。金融资产的减少可能与许多因素有关,但严重的下降往往与金融危机有关。这一点正是目前人们所关心的问题。另外,制度变迁在促成某些金融资产增长时,确有可能导致其他金融资产的下降。比如定期存款的增加可能会引致活期存款的下降,但相对于前者的增长而言,这种下降的幅度肯定会小得多,因为二者的流动性明显不同。

4. 金融制度的变迁涉及到许多方面的内容,本文不可能面面俱到。比如,资产证券化,银行中间业务与或有负债等,都对金融资产的总量增长具有重要意义。要想对金融资产增长有更精确的把握,也必须建立更复杂的模型。

四、中国的制度变迁与金融资产增长

表 1 是中国的制度变迁与金融资产的实证描述。该表所取的金融资产数字为存量值。从表中可以看出,中国金融资产膨胀的主要原因仍来自银行贷款。1997 年, e_t 的值为 2.03。但是 e_t 的变化较小。早在 1978 年, e_t 既已达到 1.67。比较而言,银行对公众发行的货币 M_1 以外的负债则增长迅猛。 e_1 从 1978 年的 0.19 猛增至 1997 年的 1.61。中央银行发行的现金以外的金融资产,可说是从无到有。 θ 在 1985 年为 0.82,到 1997 年已达 1.55。 θ_1 只有 1993 年后的数字。而且, θ 无疑是被缩小了,因为它仅统计了存款货币银行对非银行金融机构的债权债务,未包括银行内的同业存款。以中国农业银行为例,其 1996 年存放同业款项为 611.39 亿元,折放同业为 577.07 亿元,两项合计占总资产 146999.47 亿元的近十分之一。而同时中国银行存款同业款项为 5432.86 亿元,约占总资产 21070.40 亿元的 1/4。

S、 δ 、 α 、 ρ 的分析比较困难,因为并无企业债券和股票系统的分部门资料。因此,我们只得列出全部股票和债券的数量。中国的股权金融资产,虽然远远不能与银行资产并驾齐驱,但其增长速度则远为迅猛,从 1986 年的 10 亿元,增至 1997 年的 17529.24 亿元。比较而言,债权金融资产的增长则要缓慢一些。我们还可以放弃存量分析方法,而改用流量分析方法,分析个别年份的情况。根据 1996 年资金流量表,住户部门持有企业债券 70.15 亿元,股票 305.68 亿元,故 S 为 375.83 亿元。政府债券发行 1564.30 亿元,政府公债对 S 的比率 δ 为 4.16。企业内部发行的债券 4.48 亿元,故 σ 为 0.01。这表明,我国金融资产增长中,政府公债的贡献较大,而企业内部发行的债券的贡献则微乎其微。这与我国企业债券发行偏少的状况直接有关。 ρ 的确定又复杂一些,但是,全部上市公司的可流通股份与不可流通股份的总数可以查到。1997 年度,深沪两地上市公司总股份为 1942.62 亿股,其中可流

通股份为 671.43 亿股,包括 A 股、B 股和 H 股在内,不可流通股份为 1271.19 亿股,主要是国家股和法人股。不可流通股份为可流通股份的 1.89 倍。这可以近似看作存量 ρ 的取值。

表 1 中国的制度变迁与金融资产增长

	M (亿元)	M ₂ - M ₁ (亿元)	e_1	贷款(亿元)	e_t	
1978	1 135.9	210.6	0.19	1 895.1	1.67	
1979	1 325.8	281.0	0.21	2 087.1	1.57	
1980	1 623.9	399.5	0.25	2 495.9	1.54	
1981	1 900	523.7	0.28	2 956.6	1.56	
1982	2 133.6	675.4	0.32	3 301.8	1.55	
1983	2 425.9	892.5	0.37	3 753.6	1.55	
1984	3 161.3	1 214.7	0.38	4 801.55	1.52	
1985	3 340.9	1 858.0	0.56	6 271.9	1.88	
1986	4 232.4	2 038.5	0.48	8 116.5	1.92	
1987	4 948.6	3 382.3	0.68	9 766.3	1.97	
1988	5 985.9	4 113.9	0.69	11 425.0	1.91	
1989	6 382.2	5 567.4	0.87	1 3469.5	2.11	
1990	7 609.8	7 683.9	1.01	16 541.3	2.17	
1991	86 33.3	10 716.6	1.24	19 810.3	2.29	
1992	11 731.5	13 670.7	1.17	24 083.1	2.05	
1993	16 280.4	18 599.4	1.14	29 575.96	1.82	
1994	20 540.7	26 382.8	1.28	38 640.0	1.88	
1995	23 987.1	36 763.4	1.53	48 086.0	2.00	
1996	28 514.8	47 580.1	1.67	58 231.6	2.04	
1997	34 826.3	56 169.0	1.61	70 691.0	2.03	
	θM (亿元)	θ	θM (亿元)	θ	θM (亿元)	θ
1978						
1979						
1980						
1981						
1982						
1983						
1984						
1985	2 748.59	0.82				
1986	3 464.64	0.82				
1987	6 222.7	1.26				
1988	7 120.4	1.19				
1989	9 144.2	1.43				
1990	11 807.6	1.55				
1991	14 834.8	1.72				
1992	16 001.2	1.36				
1993	20 909.7	1.28	4 066.1	0.25	554.3	0.03
1994	28 813.6	1.40	4 499.1	0.22	998.9	0.05
1995	35 581.1	1.48	5 399.5	0.23	1 213.1	0.05
1996	47 425.8	1.66	7 822.1	0.27	1 355.1	0.05
1997	54 059.8	1.55	8 227.2	0.24	3 741.0	0.11
	债券(亿元)	股票(亿元)	金融资产存量(亿元)			
1978			3 241.60			
1979			3 693.90			
1980			4 519.30			
1981	4866		5 428.96			
1982	9249		6 203.29			
1983	13401		7 206.01			
1984	17060		9 348.15			
1985	23721		14 456.60			
1986	40184		18 253.88			
1987	56288	1000	24 892.78			
1988	87368	2500	29 543.88			
1989	1 128.77	662	35 698.69			
1990	1 319.34	428	44 966.22			
1991	1 754.34	500	55 754.34			
1992	2 558.99	1 048.13	69 093.62			
1993	2 759.20	3 531.01	96 276.07			
1994	3 355.00	3 690.62	126 920.72			
1995	4 300.70	3 474.00	158 804.90			
1996	6 114.05	9 842.37	206 885.92			
1997	9 176.05	17 529.24	254 419.59			

资料来源:《中国金融年鉴》《中国统计年鉴》《中国证券期货统计年鉴》《中国人民银行统计季报》有关各期。

(下转第 85 页)

另外,虽然本文的工作是由“市场有效性”假设得来的,但是本文的结果却并不能够对中国市场的有效性做出支持或者反对的论断。由于“通常收益率”如何计算的问题尚未完全解决,因此试图从该角度来对市场有效性做出评价是不可靠的。其实,既然市场有效性的直接表现是股价随机游走,那么对其最有力的实证检验就应该是 Fama (1960) 在《The Behavior of Stock - Market Prices》中那样对股价收益率的时间序列进行自身相关性的检验,而无须考虑任何风险因素。这些研究方法与本文研究方法的差别体现了统计学者与金融学者在理论工具上的差别。

总之,对于中国股市的投资者来说,本文研究得到的市盈率倒数(E/P)和帐面/市值价值比(BV/MV)这两个风险因素应该成为 β 有力的补充。他们不仅摄取了许多其他风险指标未能量化的风险信息,而且在这方面的解释能力可能要胜过 β 值。也许在今后按风险特征来划分中国股市投资者及各项基金时,我们就会把 E/P 和 BV/MV 应用于此。

参考文献:

1. Ball, Ray, 1977. A Note on Errors in Variables and Estimates of Systematic Risk. Australian Journal of Management 2: 79~ 84.
2. Banz, Rolf W., 1981. The Relationship Between Return and Market Value of Common Stocks. Journal of Financial Economics 9: 3~ 18.
3. Bhandari, Lakshmi Chand, 1988. Debt/Equity Ratio and

Expected Common Stock Returns: Empirical Evidence. Journal of Finance 43:507 ~ 528.

4. Chan, Louis K., Yasushi Hamao, and Josef Lakonishok, 1991. Fundamentals and Stock Returns in Japan. Journal of Finance 46:1739 ~ 1789.

5. Fama, Eugene F., 1965. The Behavior of Stock - Market Prices. Journal of Business :34 ~ 105.

6. Fama, Eugene F., and Kenneth R. French, 1992. The Cross - Section of Expected Returns. Journal of Finance 47:427 ~ 465.

7. Fama, Eugene F., and James MacBeth, 1973. Risk, Return, and Equilibrium: Empirical Tests. Journal of Political Economy 81:606 ~ 636.

8. Keim, Donald B., 1983. Size- Related Anomalies and Stock Return Seasonality: Further Empirical Evidence. Journal of Financial Economics 18:61 ~ 90.

9. Kothari, S., Jay Shanken, and Richard G. Sloan, 1995. Another Look at the Cross - Section of Expected Stock Returns. Journal of Finance VOL 1:185 ~ 224.

10. Reinganum, Marc R., 1981. A New Empirical Perspective on the CAPM. Journal of Finance and Quantitative Analysis 16:439 ~ 462.

11. Stattman, Dennis, 1980. Book Values and Stock Returns. The Chicago MBA: A Journal of Selected Papers 4:25 ~ 45.

12. 施东辉:《上海股票市场风险性实证研究》,载《经济研究》,1996(10),44 ~ 48页。

13. 任燮康,黄杰:《深圳股市风险- 收益研究》,载《预测》,1998(1),41 ~ 44页。

(作者单位:清华大学经济管理学院 北京 100084)
(责任编辑:金萍)

(上接第 65 页)

说明: M 取值为 M_1 ,其中 1978—1985 年的数字按 M_2 ——储蓄存款计算,未分离出企业定期存款。 M 的单位(以及其他金融资产的单位)为亿元。

银行对公众发行的除货币(M_1)以外的一切金融负债,按 $M_2 - M_1$ 计算,未包括金融债券。

贷款为对非金融部门贷款数字。1984 年以前按国家银行贷款十农村信用社贷款计算,1985—1993 年来自货币概览,1994 年后数字来自存款货币银行资产负债表。

中央银行发行的现金以外的金融资产总额由(准备金+中央政府存款)×(2- 通货)简化计算而得。

非银行金融机构对非银行部门所发行的金融资产未含保险公司、证券公司等,只包括金融信托投资公司、金融租赁公司。1996 年后含国家开发银行、中国进出口银行。统计口径为国内信贷十对非金融部门负债。1993 以前缺乏汇总的统计数字。

金融机构所持有的其他金融机构发行的金融资产总数,统计口径为存款货币银行对非银行金融机构的债权债务,1993 年以前缺乏汇总的统计数字。

债券数值均按发行价格计算,1981—1984 年数字来自《中国金融年鉴(1990)》,1985 年后数字来自《中国证券期货统计年鉴(1998)》。两者重合年份的数字稍有出入,本文采用后者。1997 年数字系根据 1997 年资金流量表计算。

股票 1992 年后为总市值,1992 年前因按面值计算,且不能转让,故统计数字为面值,且未含国有股与法人股。

再来看 D。中国的期货成交额从无到有,增长迅速。1993 年,全国期货成交额为 5521.99 亿元,1997 年则达到 61170.66 亿元,增长超过 10 倍。中国目前尚无期权交易。鉴于将衍生产品工具汇总入金融资产技术上比较复杂,本文的金融资产总量统计未包括 D。

对于表中的各年度各系数取值,我们都可以看作是制度原因对于当年金融资产增长的贡献。比如,1997 年 ϵ_1 为

1.61,我们可以理解为,假如不存在此种金融制度,即银行不得发行非货币(M_1)的金融工具,则 ϵ_1 应为 0。因而,这一制度原因在当年的贡献即是使金融资产获得了 1.61 倍 M_1 的增长。

总之,中国的经验表明,我们关于金融制度变迁是金融资产供给增长的根本原因观点是正确的。

参考文献:

1. Robert Barro, J., 1990. Macroeconomics, John Wiley & Sons, Inc Third Edition.

2. R. W. Goldsmith, 1969. Financial Structure and Development, Yale University Press, 1969.

3. J. G. Gurley, & E. S. Shaw, 1960. Money in a Theory of Finance. The Brookings Institution, Washington D. C.

4. Ronald McKinnon, 1973. Money and Capital in Economic Development. Washington D. C., Brookings Institute.

5. Ronald McKinnon, 1993. The Order of Financial Liberalization, Baltimore, Johns Hopkins.

6. E. S. Shaw, 1973. Financial Deepening in Economic Development, Oxford University Press.

7. 黄教学,陈松林:《从国民经济运行看社会资金走势》,载《财经经济》,1997(11)。

8. 特尼鲍姆,乔纳森:《世界金融体系走向崩溃的历史进程》,载《国际金融研究》,1998(7)。

9. 谢平:《中国金融资产结构分析》,载《经济研究》,1992(11)。

10. 周业安:《金融抑制对中国企业融资能力影响的实证研究》,载《经济研究》,1999(2)。

(作者单位:北京大学光华管理学院 北京 100871)
(责任编辑:金萍)