

# 保护存款者与投资者：责任与风险<sup>1</sup>

作者 Patrick Honohan，世界银行高级经济学家；

译者陈超，中央汇金投资有限责任公司研究部研究员，中国人民银行研究生部博士生

## 内容摘要

为试图抑制金融波动而过度保护存款者与投资者将导致过多的财政成本，并损害中国金融体系的效率。

本文的主要内容：1、设计存款者与投资者保护计划的必要性分析。2、完善危机应对的制度安排，包括相关部门的协调合作程序。3、建立更为有效的机构风险与系统性风险模型。要求监管部门之间的信息共享，并向市场参与者披露信息。

过去几年，对金融不稳定的担心已经拖延了旨在支持经济持续深入发展、确保金融体系提供有效金融服务的金融改革。最近，中国已经决定建立正式的存款保险制度和投资者保护基金计划，同时，建立维持证券市场股价稳定的“平准基金”计划也在讨论之中。

中国对保持金融稳定非常关注。但是对金融不稳定的担忧可能导致次优的政策选择。这样做面临的危险是，我们可以理解，为尽可能缩小系统性金融危机风险，中国可能采取过分保守的策略来保护存款者与投资者。

中国并不是不可避免灾难性的金融危机。但可能性是存在的，中国政府也应当做好充分的准备。银行储蓄率过高与贷款质量不确定性相结合<sup>2</sup>，房地产价格攀升以及股权分置问题都可能成为引发金融危机苗头。出现较大危机的可能性更可能会因错误的宏观经济政策，或是宏观政策趋势不明朗而增加。

避免这样的金融危机自然是政府的政策目标，但是这种努力不应当产生高昂的负面效应。

当政府意识到银行或是其他金融机构等金融中介倒闭可能触发金融危机，它倾向于挽救金融机构或其债权人，其干预频率远远高于应当做的程度。过分保护存款者或投资者并不是化解风险的最好方法。

国际经验表明，普遍救助的政策成本极其高昂。这种政策不仅带来巨大的财政成本，而且会扭曲经济中的风险承担主体的激励机制，带来长期负面的道德风险。

世界上很少有国家有官方的“托市基金”。即使有，也只是在异乎寻常的压力下视其情况偶尔为之。大多数时候，这一政策并不十分成功，操作中的潜在的腐败行为也众所周知。

中国应当采取一种更为严格、差别化补偿的救助政策：

在存款者与投资者保护方面，在引入正式的存款保险制度前<sup>3</sup>，中国还没有达到理想的制度建设水平。无论是对投资者保护还是对存款者保护而言，计划中的投资者保护计划覆盖率似乎

---

<sup>1</sup>本文是作者 2005 年 4 月的内部工作论文，尚未公开发表。

<sup>2</sup>特别需要指出的是，一种尽管可能性不大但可以想象的金融危机涉及到银行存款损失和货币贬值。当然，当前，币值压力是完全相反的。仅当市场气氛出现大幅逆转时才可能发生货币贬值的问题。但是“休克现象”反映了预期的逆转，特别是在部分金融自由化的国家经常可以观察到这一现象，中国也同样可以看到这一现象。如果出现这一类事件，将具有巨大的潜在破坏作用，尤其是考虑到中国银行体系庞大的规模。如果发生预期逆转，将会导致通货膨胀、货币贬值、市场信心下降、收入分配恶化以及随之而来的社会动荡。

<sup>3</sup>尽管有限的投资者保护制度降低了风险。这一保护制度包括了正式立法要求客户资金必须交由机构投资者管理，例如证券经纪公司。

过高，尽管这一覆盖率减轻了政府的负担。存款保险制度还应当确保最大限度地约束银行管理层（最终对控股股东）的行为。

就股价波动而言，政府不应当是抑制其波动，而应当是意识股价背后揭示的政策缺陷与市场脆弱性，是去寻求这些问题后面的根源。

降低金融危机的风险不是过分保护存款者与投资者，而是要加强危机防范的审慎措施。这就需要更好的常规措施来降低单个金融机构倒闭的脆弱性，例如审慎监管、信息透明度等。特别需要指出的是，需要监管机构对机构风险作更好的模拟分析和支持实施审慎监管的最佳政治环境。即使在这种环境下，金融中介机构是由政府或准政府部门所有或是与政府部门选派人员所有。

然而，一些时候，救助被看作是遏制危机苗头的正确措施。为了确定什么时候的确需要救助，什么时候可以容忍金融机构倒闭，政府部门应当提高危机对策准备。这就需要更多的信息，包括对行业内部机构关联结构的更深入了解，特别是支付体系与短期银行间同业拆借状况。没有一种教条的危机管理措施可以十分有效地遏制系统性危机苗头，情景模拟和压力测试是一种有用的“实战游戏”，有助于政策制定者对各种发现危机和预测危机的决策达成共识。

监管部门应当进行详尽的模拟分析来评估允许机构倒闭的替代策略的影响。这种模拟分析也许表明替代策略可能是低风险的。这种模拟分析也有助于监管部门决定什么机构可以被认为“太大而不能倒闭”。这种模拟分析需要比目前监管部门可得到的信息还要详尽的数据。

这一实践也会反映交流合作的性质与程度。这些交流合作是中国人民银行（特别是考虑到人民银行的最后贷款人角色）与监管部门之间防范危机和处置突发事件所必需的。

信息缺陷同样会深化市场信心的脆弱性：有关风险的认识和如何应对风险的策略等信息应当公开披露，使更广泛的市场参与者更深入地认识风险，减少其对不确定冲击的恐慌反应。信息公开、富有活力的市场提供的信号也有助于监管部门监测尚未暴露的问题及防范市场主体的非理性行为。

至于金融政策的其他方面，面临的挑战是发展危机管理和危机预防政策，重新正确划分国家和市场的行为边界以确保市场激励机制。仅限于极特殊情况或针对小额存款者，国家也许希望采取救助措施。

最后，高层决策者应当知道监管部门存在的道德风险：监管部门位于倒闭机构的债权人职责的第一线，它倾向于以纳税人承担的最终成本来弥补金融机构的损失。

## 1、系统脆弱性的根源

中国当局并没有被持续的经济增长冲昏头脑，而是清醒的意识到金融崩溃风险的存在。他们懂得居安思危。高速的经济增长，哪怕是看起来有着牢固基础，仍然容易在瞬间崩溃。人们容易被繁荣的景象所迷惑，察觉不到盛世中蕴涵着危机，危机要比他们想象中要大的多。

降低金融危机的风险有助于消除那些不利于采取长期有效政策的恐惧。这些政策包括深化国有企业的私有化，实行利率自由浮动，以及一些金融自由化的其他方面。这种恐惧也不利于建立更具弹性的汇率体系。

以下几个方面是中国金融市场中潜在的有着体制脆弱性的根源。另外，不能忽略，出现系统性信心危机的可能也是不能排除的。虽然我们并不认为这一定会发生，但是我们一定要知道这是可能发生的。这句话并不是建立在任何正规的模型分析之上。尽管外部评论家仍然非常乐观，但是他们经常在没有预测真正的金融危机和言过其实之间摇摆。虽然要准确地预测一次金融危机是根本不可能的，但是我们可以知道哪些地方是潜在的重灾区，当外部冲击力量大到一定时候就会引发内部累积的信心危机。银行储蓄，股票市场和房地产是中国金融市场中的三个高危区域。

## (1) 银行存款

最严重的危机冲击潜伏在银行存款市场。中国的存款占 GDP 的比重超过除少数离岸金融中心外的所有国家。但仅这一点就足够需要我们将持续关注银行业的脆弱性。

发生大规模的存款挤兑是与银行体系的信心缺失，及政府为潜在的银行损失“买单”的意愿和能力相联系的。这种潜在的银行损失包括家庭、企业和地方政府从银行廉价获得贷款，用于投资，但因决策不当逐渐积累形成新的损失。存款挤兑不仅反映了对存款安全性的担心，还和通货膨胀与汇率贬值有关。无论外汇市场波动是诱因还是后果，都很少有国家在发生严重金融危机之时而外汇市场毫无影响的。

上述问题在目前市场上表现并不明显。尽管存款剧增反映了中国居民的高储蓄倾向，但对币值的过分自信和升值投机预期在中国近年来银行存款剧增方面具有重要作用。但完全可能因一些突发的坏消息触发市场参与者的重新评价，进而信心发生逆转。中国金融体系内在的诸多客观脆弱性将使这种逆转变变得可信，甚至“自我实现”。

可以预见到，一旦存款者出现普遍的恐慌，他们会想办法规避外汇资本管制而持有外汇。幸运的是，中国具有丰富的外汇储备资源，既有助于稳定市场也可用于平衡一定规模的外汇出逃。但是，中国的外汇储备水平相对于银行体系规模并不大，在危机中可能还不够用<sup>4</sup>。

如果市场确信币值将突然大幅贬值，通过提高利率来阻止存款挤兑可能是徒劳的。在这种局面下，参考亚洲金融危机中货币贬值幅度，人民币贬值 20%-50%是不足为奇的。当然，贬值有助于在一定程度上减少与现有银行体系问题相关的财政成本负担。贬值对经济影响的“锁定”效应——通过缺少对冲机制的美元借款人的资本损失的途径——取决于这一途径的广泛程度。很清楚的是，采集更好的信息是必要的。

## (2) 证券市场和房地产市场

另外两种可能的系统性危机传导机制是证券市场崩溃与房地产市场崩溃。每个市场都具有与存款市场类似的特征，即具有脆弱性的区域。这两个市场的脆弱性程度还要比存款市场更高，这一特征体现在，这两个市场的价格依赖于市场参与者的信心与预期。

当然，近几年来流通股价格暴跌，而且将来还可能会跌势不止。证券市场脆弱性特征还表现在投资者对许多上市公司隐藏的真实信息知之甚少。信息不透明使得股权的真实价值不确定，与之伴随的是投资者对上市公司治理结构的怀疑。悬而未决的国家股和法人股问题同样是流通股投资者面临的主要风险。一旦出台不利消息，再触发新的利空消息，投资者只有不断看跌市场。

要详尽地评估证券市场崩溃的更广泛的经济影响，需要比目前可得的更多深入的信息：谁是股东；他们的负债是否规模巨大等等。然而，就潜在危机的规模而言，证券市场的影响远远小于存款市场。证券市场流通股市值 2004 年末不到 GDP 的 10%，仅相当于银行存款总额的十二分之一。但直接受股价下跌影响的阶层包括具有话语权的、商业界的和具有政治影响力的利益团体，他们显然有力量游说政府给予补偿<sup>5</sup>。

在房地产市场方面，许多人指出，正如其他国家已有的经验教训所昭示的，一些城市房地产价格的飙升已经显现出下跌的风险。但我们总是容易看出价格下跌的前兆，却不容易确定价格下跌的时机与幅度——价格下跌可能过分偏离长期水平，即“超调”<sup>6</sup>。即使这些城市房地

<sup>4</sup>需要指出，超过 20% 的阿根廷银行存款在 1994 年至 1995 年间 3 个月内外逃。如果中国出现这样规模的银行存款外逃，将会很快耗尽外汇储备。

<sup>5</sup>另外，这部分利益团体财富的下降将会对其通过所在企业为国家经济增长作贡献的意愿和能力产生负面影响。

<sup>6</sup>一些城市开始采用房屋价格占收入比重等传统的指标，并和国际平均水平进行比较。由于这些城市持续高速增长的经济和房屋产权性质的多元化，这些指标还很难作为参照系。

产市场价格出现严重的下跌调整，判断价格下跌对实体经济的影响程度依然不易。当然，那些通过借贷进行房地产投资的人群，在还款能力因房地产价格下跌而下降的情况下只有寻求赔偿或是保护了；他们的债权人同样会承受巨大的压力。贷款购房的居民受到的影响则不大，他们一般是计划通过其他收入来还清贷款，他们的福利也不会因其房地产价格下跌而立即受到直接的影响。和证券市场一样，要深入了解房地产市场的潜在风险，需要知道更多的信息，例如房地产市场的融资杠杆比率，房地产业主购房是自用还是投资等等<sup>7</sup>。

## 2、危机预防

避免金融危机的第一个先决条件可能是确保可信赖的中期宏观政策、财政政策与货币政策。尽管这一条件很重要，但还不是我们要探讨的主题。

第二个先决条件是建立审慎的预警体系，包括信息系统与监管体制，来协助单个机构安全审慎地经营。这一体系也包括对政府监管机构角色的正确定位，即确保金融机构资本充足、贷款分类和计提准备科学适当等等。作为应对危机策略的一部分，信息可以在模拟外部冲击影响的机构之间共享。这样的模拟有助于政策制定者区分系统性风险和可遏制冲击，同时有助于促进必要的交流和信息共享制度。目前，这一点可能还做得不够。

在危机预防方面，世界银行和其他研究机构的研究表明，建立在充分信息基础上的市场参与者的市场纪律约束具有重要的补充作用。尽管最近取得一些进步，例如，计划发布金融稳定报告，中国政府似乎低估了给市场参与者提供真实信息的价值。缺少这些信息将加大市场信心的脆弱性。许多信息有助于政府部门对市场风险的认识和应对风险的措施，这些信息也应当公开发布以帮助市场参与者增强风险意识，减少对意外冲击的恐慌反应倾向；反之，信息充分、激励有效的市场产生的信息，又可以帮助审慎监管者监测潜伏风险和消除金融中介机构的非理性行为。这点还不是本文的主题，这里就不深入探讨了。

## 3、为什么国家要出面救助金融机构？

当金融危机风险加大时，例如由单个金融机构倒闭引起，风险遏制政策有助于确保危机扩散恶化威胁更大范围的支付结算，进而恶化金融机构的市场信心，引起信贷流中断。

但避免风险扩散并不意味着政府救助。要区别两类金融机构：一类是“太大而不能倒”的金融机构，另一类是损失可由债权人承担的金融机构。后一类金融机构的倒闭清算是可以承担而不会引发系统性危机的。值得注意的是，一再的救助政策本身会动摇对政府防范币值贬值的财政能力的信心，进而触发系统性不稳定。

政府部门经常会面临，是决定救助银行和其他金融机构的债权人还是救助金融机构本身<sup>8</sup>。救助的动因主要有以下几点：

(1) 有观点认为，救助是为了保护贫困弱势群体，避免其遭受无法承受的损失，丧失基本生存条件

实际上，这种观点适用性很小。大量的金融资产实际上是直接或者间接地为富人群体持有，普遍的救助政策是一种成本极其高昂的保护贫困弱势存款人的措施，因为，用于贫困弱势群体的救助成本仅占总成本的极小比例。事实上，总会存在保护贫困弱势群体而成本更低的政策措施。

(2) 救助目标应当是鼓励市场参与

<sup>7</sup>官方数据表明，仅仅是一部分银行贷款投放到家庭住房按揭贷款和建筑业贷款。但外界评论认为真实数据应当更高一些。

<sup>8</sup>当银行倒闭时，债权人不是唯一的损失承担者。银行和其他金融机构可能具有专属“商业知识”，例如对贷款客户的信誉度信息等等。当倒闭银行的资产被其他市场参与者收购或者是银行随后被注资，这些“商业知识”经常可以大部分完好无损的保留下来。

如果个体参与者看到其他市场参与者因金融机构倒闭丧失其存款，那么他们可能也会降低投资意愿，进而缩减可贷资金供给，影响证券市场的流动性和深度。俄罗斯证券市场的“低资本化”和银行体系的“浅化”程度证明了金融发展是基于市场的信心程度。

即使整体市场深化程度较高，救助政策也有利于鼓励其他市场投资者信心，例如在集中度过高的市场上，新进入的有力竞争者将有助于市场发展。这点和中国银行业的实际情况比较接近。与国有商业银行相比，新进入市场者很难建立起市场信誉度。出于这一目标，采取公开的事前承诺就比事后“相机抉择”的救助更好。实际上，承诺有助于新进入者在市场中站稳脚跟。然而，正如后面会提到的，国际经验表明，这样的承诺对整个市场的发展影响甚微。

(3) 救助政策的第三个原因更重要，但更难准确的说清楚，即担心危机扩散导致金融体系更大范围的金融机构倒闭，继而对经济造成负面影响。

这一顾虑是中国高层领导头脑中主要担心的事情。然而，国际上经常夸大危机扩散的影响，中国也有可能过分渲染危机扩散。

#### 4、救助争论

目前有三个关于政府为何应该慎重考虑救助金融机构的重要原因，其中两个已有提及。第一个原因是这样的救助通常具有“累退效应”。正如已提及的，那些被救助的权益人通常比一般的纳税人更富有，比公共支出的受益人更富有。由于救助的债务负担最终由额外税收收入或减少公共服务弥补，救助的净效应就表现为收入分配的恶化。

第二个不提供救助的原因是财政成本。有时，经济学家提出由于财政救助本身不会耗尽经济资源，本质上仍然属于转移支付，没有净成本。但这一观点忽略了在对额外税负（削减支出）的经济效率的负面影响，而额外税负都会以各种方式间接或直接地被征收用于弥补救助成本<sup>9</sup>。

如果损失增长超过一定程度，财政成本就会不仅成为无效率的来源，而且可能无力负担——政府不能（或在没有无法接受的经济或政治干扰的条件下不能）创造充足的税收收入来偿还债务，在这种情况下政府违约或通货膨胀会不可避免地随即触发，正如诸多历史教训所示，阿根廷和印度尼西亚的案例亦是如此<sup>10</sup>。

避免救助的最重要的原因很难量化。这点源于现代经济中应当允许一定的投资失败。如果私人投资者不需要承担投资失败的后果，怎能期望他们获得良好的风险回报和交易收益？如果不考虑盲目乐观的后果，私人投资者在投资战略上会表现出不计后果和投机倾向。某种程度上说，如果救助政策不是保护信息有限的投资者而是使了解信息的人受益更多，将会产生严重的道德风险，同时扭曲经济中的投资激励机制。不是消息不灵通本身导致的投资决策失误，而是不关注损失的可能性导致投资失误。政府的担保措施使投资者不关心是否将资金存入没有资格或是不熟悉的银行，因而使这些银行和其他金融机构的经理们轻易地得到资金。由于经济增长是建立在真实与虚拟资本的基础之上的，因此，有效投资决策的激励机制长期扭曲，势必具有很强的破坏性，它不仅会引起更大的银行损失和相应的经济萧条，而且减缓了长期经济增长。

当市场经济变得更加复杂，经济增长更大程度上依赖于金融业具有的评估风险和获得风险

---

<sup>9</sup>这一额外成本被称为“公共资金的边际社会成本”。这一成本在政策讨论中经常忽略，但实际上评价政策效果时非常重要，尤其是总财政成本比净转移成本高时。对这一成本规模的估计千差万别，30%的额外成本也不是不合理的。如果如此，为了救助3%的负债的存款者而救助所有的存款者意味着花费政策直接收益的10倍成本。（计算如下：假设应赔付小额债权人3万亿元人民币，为了达到该目标，需要赔付100万亿元人民币给所有的存款者。相应的应有100万亿元人民币的税收征收，共需要额外成本负担30万亿元人民币）。

<sup>10</sup>辨别注入多少资金救助存款者会引发通货膨胀不是一件事先容易确定的事情。如果只是一家尚有支付能力的银行出现暂时流动性问题，而且如果注入的资金正好足够满足存款者挤兑的资金（也就是，从运用公开市场操作或其他货币政策工具获得的流动资金与存款者撤回的资金差额），那么将不会有通货膨胀的影响。但中央银行的资金用于资不抵债的银行时，毫无疑问具有通货膨胀效应。当然，危机期间银行和客户波动的流动性需求使得货币当局很难做出正确的定量判断，进而加大了通货膨胀和过度紧缩导致经济萧条的双重风险。

回报的激励机制。这就是政府必须要慎重考虑救助的原因。

## 5、区别可控的机构倒闭与“太大而不能倒”的情形

救助干预的负面作用是很明显的，但同样明确的是一些干预措施是必要可行的。如果一家机构暂时缺乏流动性，但长期看是潜在的有效率的市场中介，那么救助该机构就是可行的。另外，如果一家机构实际上已经资不抵债，也缺乏市场效率，但该机构在支付体系中通过复杂的短期债务关系形成的网络和其他机构联系在一起，这种联系无论是显性的或是隐性的，该机构的倒闭势必通过支付体系引发大范围的负面效应，那么救助该机构也是可行的。

如何决定干预时机及干预手段呢？在缺乏金融机构间相互关系、以及与重要机构的联系和倒闭银行或金融机构的债权人的准确信息下，要做出判断是很难的（在第二部分中提到的模拟有助于提供必要信息）。

然而，几乎不言自明的是，在中国最近证券公司的倒闭案例中，金融机构间的相互关系并不是救助考虑的主要问题。这些证券公司并不会引发系统性金融风险或社会风险，完全可以予以关闭。

对救助政策的结构偏好是，监管机构天然地对来自市场出局者的抱怨敏感。社会不稳定的威胁在他们头脑中考虑得更多一些。尽管有效的干预程序意味着高层决策者应当更多地依赖于他们得到的专业技术性建议，但监管者对救助政策的内在偏好也是需要考虑的因素。

美国监管部门确定 20 家本国银行属于“太大而不能倒”的金融机构<sup>11</sup>。一些评论认为这一数目过大，反映出监管部门有过度救助的倾向。他们提出，即使这 20 家中一些稍小规模金融机构倒闭，系统也同样不会崩溃。实际上，一些银行包括在上述名单不是因为它们的资产规模而是因为它们是至关重要的专业化服务的主要市场参与者，例如证券交易的结算服务。

形成明显对比的是，90 年代，英国当局允许巴林银行和BCCI银行倒闭。前者尽管历史悠久、声名显赫，但已不再是系统的重要部分。后者是历史上最大的一起银行倒闭案例，当其在 1991 年 3 月倒闭之时，总负债达到 140 亿美元。尽管整个清算工作在偿还债权人资金上很成功（部分要归功于其中的一个主要股东的慷慨行为），但清算并没有完全偿还债权人资金<sup>12</sup>。尽管如此，这家银行并没有被当作是“太大而不能倒”。

欧洲中央银行没有明确表达什么规模的银行属于“太大而不能倒”。一家在芬兰或是希腊显得较大而重要的银行在整个欧元区可能微不足道。另一方面，1987 年至 1990 年期间挪威、丹麦和瑞典相继发生的银行倒闭事件中，政府都承诺对所有存款者承担偿付义务<sup>13</sup>。

股价波动则完全不同。各个产业都可能经历大幅度的价格波动，实际上，很难依靠价格稳定或者政府购买来应对其波动。在证券二级市场上尤为明显，例如，德国“新市场”（为促进高科技企业发行股票而设立的二级市场）综合价格指数在截止 2002 年宣布关闭前的两年半时间内下跌了 96%，同期的纳斯达克指数下跌了 80%。

## 6、投资者保护与存款保险或者证券市场股价支持安排的作用定位

我们的分析已经给出支持或者是反对有关诸如存款保险一类的事前担保的若干争论。支持者认为事前担保有助于树立市场信心，吸引投资者和节约单个投资者监督金融机构的成本。一些人认为，设计合理、管理良好的存款保险计划有助于减少银行倒闭的概率。显然，由于存款保险的赔付覆盖上限较低，存款保险计划是不可能防范破坏性的银行倒闭，原因在于小额存款

<sup>11</sup>在美国，有关讨论“太大而不能倒”的案例正好适用于随后发生的 1984 年救助伊利诺斯大陆银行的案例，这家银行当时是美国第七大银行。

<sup>12</sup>在BCCI倒闭 14 年以后，清算工作仍然在继续，许多存款者仍然期待获得额外的补偿。

<sup>13</sup>一些学者提出的一个创造性的建议是，政府部门应当承诺只救助第二家倒闭的银行，而不是第一家，这将使所有银行采取审慎措施，防范风险扩散。当然，这只是一个理论建议，迄今没有实际案例验证其是否有效。

仅仅占社会总存款的极小比重。支持者还认为新设立的存款保险机构如果通过征收保费维持运营，并承担积极的监管职能和或更为有效的倒闭清算职能，可能更能发挥其优势。

粗看上述观点似乎合理，正如正式存款保险计划的支持者经常指出的，在正式的存款保险计划中确定赔付覆盖上限理论有助于锁定国家承担的风险。在没有正式存款保险制度的国家，例如中国，也是倾向于救助某类存款者（尽管不总是这样）。然而，从广泛的经验来看，存在的这样的上限，事实上并不意味着最终赔付将保持在上限内。在近年来的救助金融机构实践中，美国倒闭金融机构 99.7%的存款是由存款保险计划所覆盖的。

有关存款保险计划有很多的国际实证研究经验，这就使我们可以评价支持者所说的存保计划的优点是否真正实现。事实上，在政府部门信誉度较低的国家，金融机构倒闭的概率、救助的成本和金融深化的程度可能都很糟糕。在这些国家，建立存款保险一类的制度不是树立市场信心和审慎观念，而可能是弱化市场纪律。总之，在政府部门的救助金融机构的能力和意愿不确定的情况下，仓促引入正式的存款保险计划会弱化市场纪律，进而强化道德风险和逆向选择行为。

这一经验应当给热衷于在中国设立存款保险计划的人泼一盆冷水，尤其是考虑到当前研究人员所使用的中国在金融机构质量与发展方面的指标得分还很低。将这些计划应用于那些资本金不足的银行也是问题重重的<sup>14</sup>。

研究结果还表明存款保险的整体效果可能受到自身设计特点的影响，包括治理结构、资金来源（是否是事先筹集）、成员资格是否是强制的、风险测试的敏感性以及覆盖率。

然而，中国迄今为止的政策仍然是全额保护个人和家庭的存款。最近发布的《个人债权收购的有关意见》中明确提出，在金融机构倒闭时，10 万元以内，个人存款全额收购；10 万元以上部分，打九折收购<sup>15</sup>。10 万元的标准是中国年人均收入的 12 倍（大约是城市年人均收入的 7 倍）。尽管企业存款并不享受这一政策，但应当说这一政策已经具有很高的赔付覆盖率水平，特别是考虑到与收入比例关系。事实上，仅仅尼加那瓜和其他两个有离岸金融业的小岛国才有更高占收入比例的赔付覆盖率<sup>16</sup>。典型的欧盟存款保险计划赔付仅覆盖 2 万欧元的 90%<sup>17</sup>——比欧盟年人均收入还要低。另外，有“慷慨大方”之名的美国存款保险计划也仅仅覆盖 10 万美元，相当于年人均收入的 2.8 倍<sup>18</sup>。

我们在对存款保险计划和股市“平准基金”计划的作用表示怀疑的同时，也可以看到这些政策和倡导有限赔付消费者计划并没有矛盾。客户交易保证金保护计划亦是如此。这就是说，保护消费者（不是中介机构）与机构滥用职权相对立，但与投资者保护是相关的<sup>19</sup>。而且，和银行业存款保险计划相比较，有限的覆盖范围和较小的政治压力可能限制这些计划的不利方面。

但是对于证券业（银行业亦是如此），在许多证券公司净资产为负的情况下，建立投资者保护计划是很难筹措到资金的。在中国，由于连续三年的亏损，目前证券机构的净资产可能为负

---

<sup>14</sup>近期世界银行提供的其他文件中说明了有关中国国有商业银行改革和注资问题。

<sup>15</sup>个人储蓄存款和客户证券交易结算资金没有设定赔付上限。2004 年 11 月中国颁布了《个人债权和客户证券结算资金收购意见》。收购资金是由中国人民银行予以提供，最终缺口将从计划设立的存款保险计划中列支。最近几个月，已经开始具体筹备设立存款保险基金、投资者保护基金和投保人保护基金计划。中国保险业监督管理委员会于 2005 年 1 月颁布了有关投保人保护基金计划的管理办法。办法中设定下限为 5 万元人民币，而且高于下限部分的企业债权给予 80%的赔付覆盖率。基金将从各保险产品的利润中征收。有关存款保险、证券投资者保护基金的法规有望在 2005 年颁布。

<sup>16</sup>六个国家最近公开表示无上限的赔付覆盖率。这些国家最近都发生过金融危机：多米尼加共和国、尼瓜多尔、印尼、科威特、马来西亚、泰国和土耳其。

<sup>17</sup>一些欧盟国家制定了更加宽松的赔付制度，例如意大利最高赔付上限达到人均 10.33 万欧元。

<sup>18</sup>平均而言，中国存款者的确具有更高的存款收入比，但是决定赔付上限的更合理标准应当是收入。

<sup>19</sup>一个类比是旅游保证计划：经营安排得越紧凑，总风险越小。例如，与银行存款比较，这一计划与经济中风险承担能力的关系就越是微弱。

了。

历史上很少有政府出面短期“托市”的成功案例。传言中国政府准备设立“平准基金”抬升股票价格，这一消息很令人担忧。这一政策的细节还没有公开披露，予以评论尚不成熟。

尽管这一政策细节尚不清楚，但需要强调的是，人为的直接“托市”具有上述的负面效应，一般来说也很难实现抬升股价的目标。尽管香港货币当局在与少数妄图扰乱香港证券市场 and 外汇市场的投机者的对抗中采取了干预股市政策，获得了成功<sup>20</sup>。而在其他地区，20世纪90年代日本、韩国和中国台湾省都有政府“托市”的案例，但后续分析表明，这些政策在扭转股市趋势上收效甚微<sup>21</sup>。相反，这些国家监管当局在集中力量直接干预股市的时候，忽略了一些领域的持续改革，例如作为树立投资者信心基础的会计准则建设，事实上，这些改革虽然间接发挥作用但对抬升股价更为有效。

（责任编辑：程均丽）

---

<sup>20</sup>香港货币当局出资 1180 亿元港币用于购买 33 家大盘股的 7% 的股票。

<sup>21</sup>有各种解释说明为什么亚洲地区的政府救助于直接托市。其原因包括股市高度波动性、资本数量和将股市波动政治化的个人投资者的存在等等。