

对香港作为中国金融开放缓冲区的探讨^①

林江 林斌彦^②

(中山大学岭南学院, 广东 广州, 510275)

摘要： 金融体系是一个国家经济部门的核心，而随着中国金融业的开放，金融体系的安全已经成为大家关注的焦点。从成立四大资产管理公司到股权分制改革，无不体现出领导层对中国金融体系安全性的担忧。面对国内外严峻的金融环境，我们需要确保中国不会重蹈东南亚金融危机的覆辙。

香港，作为中国的一个特别行政区，拥有完善的金融和法律体系，其金融业在全球范围内具有相当高的竞争力。因此，能否利用香港的这种优势为中国的金融业开放保驾护航成为我们一个值得关注的问题。

本文试图通过利用弹性理论模型来分析中国的金融现状，并利用 logit 模型进行实证检验，分析影响中国金融稳定的关键因素，从而讨论香港作为中国金融业开放缓冲区的可行性，论文提出了利用香港作为我国金融开放缓冲区的政策建议。

关键词： 缓冲区；金融开放；logit 模型

一、引言

2004年底，中航油^③（新加坡）事件的曝光，给了我们一个极大的震撼，金融业的开放，不再仅仅是多了几家外资银行这么简单，更多的是充满着惨痛教训的巨额亏损。中国金融业的开放是我们既定的目标，不会因为一两次事件的发生而放弃，但是，这些血与泪的教训却是值得我们深思的，我们面对的是错综复杂的国际金融竞技场，在这里面，主角是各国的金融机构，他们拥有者完善的网络，优质的服务，严密的风险防范体系；而且，在这个竞技场中，交易规则都是由这些发达国家的金融机构制定，在这样一个相对不利的环境中，如何才能使我们的金融机构趋利避害，将可能发生的危机减小到最低限度，这是一个很值得我们思

^① 本文是教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“影响港元稳定的因素及对策研究”的阶段性研究成果。

^② 林江，中山大学岭南学院财政税务系主任、教授、博士生导师；林斌彦，中山大学岭南学院金融系 2004 级硕士研究生。

^③ 12 月 1 日，中航油董事会突然披露，由于在投机性石油衍生产品贸易(石油期货)中蒙受了重大损失，截止到 2004 年 11 月 29 日，该公司预期累计的损失已达 5.5 亿美元。这一亏损金额已相当于中航油新加坡上市公司的市值，公司已不得不寻求法院破产保护。

考的问题。

而香港特别行政区，作为中国行政区域内具有真实意义上的国际金融中心，是我们一笔极其宝贵的财富。如何利用好香港这一成熟的金融体系，防范在金融业开放过程中可能遇到的冲击，从而确保中国金融业的开放过程顺利平稳进行，是现阶段一个我们必须思考的问题，这也是本文的意义所在。

虽然有很多学者对中国金融业的开放过程中遇到的问题和香港所能起的一些作用进行了一定的探讨，例如曹伊（2004）提出了将香港打造成人民币的未来；董泽勇（2004）分析了大陆和香港金融合作的情况，发现了金融合作有利于人民币的回流，同时也冲击了内地金融企业；巴曙松（2004）提出了通过开放来推动中国金融业的转型，并分析了中国入世三年来金融业的发展，但对于缓冲区这一概念，在国内外尚未有学者明确提出。

我们认为，随着全球资金流动的速度和总量的加大，我国资本市场的开放力度的加强，不可避免的会经常遇到一些外来的冲击，甚至，有时冲击的力度还相当大，能否应对外来的冲击，确保中国经济的平稳发展，这取决于我们经济体是否有较强的能力来吸收这些冲击所带来的影响，我们将这种能力称之为缓冲能力。

提高一个国家的缓冲能力有很多种途径，本文主要是讨论能否利用香港来提高这种缓冲能力，将一些外来冲击在香港消化掉，从而减轻外来冲击对中国的影响，确保在像东南亚金融危机等风险不会在中国重演，因此，如果香港能做到这一点，则我们可以将其称之为中国金融业开放过程中的缓冲区。

二、 缓冲区的理论模型——弹性理论模型

经济弹性是指经济体对外部环境变化在利率、汇率、经济政策等方面具有快速反应能力，使其在经济增长、就业、通货膨胀等方面具有一定的伸缩性，保持和增加弹性是为了提高经济系统的运行效率和经济利益，同时在取得的效益和保持弹性所支出的成本之间取得平衡。

经济体的弹性具有两方面的含义：一是经济体的经济要素和组织管理能力应当具备随市场变化而迅速更新或重新组合的能力，简称应变能力；二是经济体中的经济要素和组织管理应当具有吸收和减弱市场环境变化和外来冲击干扰经济体正常运行的能力，简称缓冲能力。

对于中国来说，由于庞大的经济总量，再加上经济改革必须与国家的承受能力为准则，不可能在应变能力上有突飞猛进的变化，本文讨论的中国的经济弹性，主要分析的是缓冲能力这一部分。

1、缓冲能力的定义

缓冲能力是表示经济体随市场变化而变化的一种能力，可以将其定义为外界金融环境变化对经济体提出的变化率要求与经济体自身条件所具备的变化率 y' 之比 β ，即：

$$\beta = \frac{y'}{y} \times 100\%$$

由此表达式可知，对于一个经济体来说，处于能应对外界冲击时，必须满足

$$\beta \geq 1,$$

此时有：

$$y' \geq y ,$$

即经济体自身条件所具备的变化率大于或等于外界金融环境变化对经济体提出的变化率要求。从经验上，我们也可以判断出这样的结论。

2、外界金融环境变化对经济体提出的变化率要求 y

从理论上来说，外界金融环境变化对经济体提出的变化率要求是外界金融环境变化的速度 V_m 、变化的幅度 Q_m 和用于冲击一国经济体的货币总量的 P_m 的函数，即：

$$y = f(V_m, Q_m, P_m) ,$$

而且有：

$$\frac{\partial y}{\partial V_m} \geq 0, \frac{\partial y}{\partial Q_m} \geq 0, \frac{\partial y}{\partial P_m} \geq 0$$

也就是说，外部市场变化的速度越快，幅度越大，则对经济体提出的变化率要求就越高；而且，包括通过各种金融工具的杠杆作用而放大的资金量在内，用于对一国金融体系进行冲击的资金总量越大，则对于目标国来说，外界金融环境变化对其提出的变化率要求也就越高。

3、经济体自身条件所具备的变化率 y'

根据IMF^①对于经济体金融脆弱性的研究成果，本文在讨论经济体的自身弹性时也采取了类似的指标，包括微观审慎指标和宏观指标两大类，宏观指标主要有经济增长率（RGDP）、通货膨胀率（RIF）、经常项目赤字和GDP的比率（CADGDP），年信贷额和GDP的比率（LGDP）、M2的增长率（RM2）、本币汇率升降幅度（DEX）、财政赤字对GDP的比率（DFGDP）、股市市盈率（SYL）、资本充足率（CA）、不良贷款比率（NC）、费用收益比率（EXR）、资产收益率（RA）、存款与M2的比率（DM2）、存款与贷款比率（CD），即：

$$y' = \beta_0 + \beta_1 RGDP + \beta_2 RIF + \beta_3 CADGDP + \beta_4 LGDP + \beta_5 RM2 + \beta_6 DEX \\ + \beta_7 DFGDP + \beta_8 SYL + \beta_9 CA + \beta_{10} NC + \beta_{11} EXR + \beta_{12} RA + \beta_{13} DM2 + \beta_{14} CD$$

4、保持金融业稳定的条件

由（1）我们可以知，在一国金融业开放过程中保持稳定，即能够经受住外来冲击的基本条件是 $y' \geq y$ ，即：

$$y = f(V_m, Q_m, P_m) \leq y' = \beta_0 + \beta_1 RGDP + \beta_2 RIF + \beta_3 CADGDP + \beta_4 LGDP \\ + \beta_5 RM2 + \beta_6 DEX + \beta_7 DFGDP + \beta_8 SYL + \beta_9 CA \\ + \beta_{10} NC + \beta_{11} EXR + \beta_{12} RA + \beta_{13} DM2 + \beta_{14} CD$$

三、 实证检验

由于中国银行业在整个金融体系中占有绝对的主导地位，也由于相对于其他金融机构，银行体系在数据的获得性上更加方便些。进而，由于四大国有银行在规模上占国内银行业的

^①国际货币基金组织

绝对主导地位，因此，我们拟采取的分析对象是四大国有银行。进行因此，我们拟通过实证检验分析哪些因素对国有银行体系自身弹性有较明显的影响。

在分析银行系统是否是富有弹性的过程中，我们使用的计量模型是多元的Probit模型。这种模型用于分析在两种可能性之间进行选择的定性数据，提供了一种将解释因素和事件发生概率之间的关系加以量化的科学方法。

1、计量模型的基本原理。在Probit模型中，被解释变量 y_i 的取值总是0或1。在本文的分析中，当银行体系缺乏弹性时， y 被赋值为1；而富有弹性是， y 被赋值为0。事件发生的概率总是处于0和1之间，因此，对概率的设定要体现这一约束条件。假设 x_i 表示解释事件概率的某个特征，Probit模型采用一个以逻辑随机变量的累积分布函数为基础的函数形式来施加概率约束，表述为：

$$\Pr(y_i = 1 / x_i) = \frac{1}{1 + e^{-x_i \beta}}$$

上式中， x_i 表示解释变量向量， β 是要估计的系数向量。事件的概率依赖于观测变量 x_i 与系数 β 给出的权数的一个线性组合，估计的任务就是找到这些系数的最优值。

2、银行体系弹性指标的构成。考虑到我国自身的特点以及数据的可获取性，我们主要依据是个指标对其脆弱性进行判断：消费品价格指数、财政赤字/GDP、年信贷增加额/GDP、以及M₂增长率。我们采用一下方法对这四组数据进行处理，而得到弹性程度：首先，设定各指标1980~2002年平均值的调整指数为50，按照每一项指标某一年的水平与其平均水平的偏离程度将对应的数值转化为调整指数。调整公式为：

$$B_{it} = 50 + \frac{B_{it} - B_i}{\delta_{B_i}} \times 50,$$

上式中， B_{it} 为第*i*个指标第*t*年指数*i*=1, 2, 3, 4; *t*=1980, 1981, ..., 2002。

然后，对属于同一年度的四个指标的调整指数进行简单平均得到总的调整指数。最后，根据总的调整指数对各年度国有银行体系的弹性进行初步判断并对被解释变量赋值。我们假设年度总调整指数在60以上时，银行系统是缺乏弹性的，其解释变量为0，而在60分以下时，银行系统是富有弹性的，解释变量为1。因此，解释变量的赋值结果如右表。

3、实证检验结果

被解释变量赋值结果			
年度	y	年度	y
1980	0	1991	0
1981	0	1992	1
1982	0	1993	1
1983	0	1994	1
1984	1	1995	1
1985	0	1996	0
1986	1	1997	0
1987	0	1998	0
1988	1	1999	0
1989	1	2000	0
1990	0	2001	0
		2002	1

宏观解释变量原始数据%								
	R _{GDP}	CADGDP	RE/M ₂	R _{IF}	RIR	ER	L/GDP	R _{M2}
1985	12.5	4.31	1.49	11.9	-9.02	2.82	77.41	25.39
1986	7.8	2.59	1.06	7	-4.12	3.38	84.04	29.28
1987	9.4	-0.1	1.3	8.8	-5.92	3.62	87	24.23

1988	11.2	1.02	1.24	20.7	-17.82	3.52	81.07	20.96
1989	3.9	1.35	1.75	16.3	-13.42	3.6	84.53	18.32
1990	5	-3.3	3.47	3.1	-0.22	4.75	93.5	27.99
1991	7	-3.61	5.97	3.4	-1.42	5.29	99.31	26.52
1992	12.8	-1.47	4.22	5.6	-3.8	5.46	98.12	31.28
1993	13.4	2.19	3.5	13	-10.52	5.63	107.16	24
1994	11.8	-1.51	9.48	24.1	-20.95	8.38	95.37	34.4
1995	10.2	-0.23	10.08	17.1	-13.95	8.15	89.49	29.5
1996	9.7	-0.89	11.48	8.3	-5.58	8.23	94.74	25.3
1997	8.8	-3.29	12.74	2.8	-0.86	8.26	103.07	17.3
1998	7.8	-3.05	11.48	-0.8	2.38	8.29	108.76	15.3
1999	7.1	-1.58	10.68	-1.4	2.62	8.29	114.23	14.7
2000	8	-1.9	10.18	0.4	0.59	8.27	111.18	12.3
2001	7.3	-1.5	11.1	0.7	0.29	8.27	117.08	14.4
2002	8	-2.86	12.81	-0.8	1.52	8.29	136.53	16.8
2003	9.1	-3.23	15.2	1.2	0.58	8.27	145	19.6
2004	9.5	-4.15	19.9	3.9	-1.92	8.27	137	14.6
《中国统计年鉴》《中国金融年鉴》								

微观解释变量原始数据%							
	EX/R	R _{AR}	R _E	R/A	R/NA	D/M ₂	C/D
1985	13.26			1.17	13.57	148.9	100
1986	15.96	12.61	14.03	1.12	13.49	68.86	165.82
1987	17.2	15.87	18.35	1.2	15.5	68.78	158.64
1988	34.24	-10.99	10.11	0.96	14.25	65.16	146.48
1989	34.74	23.3	5.31	1.01	16.06	65.31	151.98
1990	90.38	-7.69	33.22	0.78	14	66.27	142.5
1991	46.15	17.29	0.93	0.77	15.05	66.27	133.78
1992	65.13	-1.49	2.5	0.65	14.39	65.84	122.52

1993	153.64	-27.74	8.09	0.4	10.46	58.23	122.91
1994	449.86	-46.76	10.12	0.18	5.13	56.76	100.38
1995	383.01	29.48	5.67	0.22	6.51	54.12	94.07
1996	490.09	2.77	-1.38	0.21	6.88	55.56	87.85
1997	1183.41	-47.47	0.41	0.1	3.43	57.45	87.33
1998	1815.65	-35.82	-6.22	0.06	1.07	58.93	88.29
1999	957.22	102.49	-5.86	0.11	2.04	57.82	82.91
2000	782.07	36.34	-10.9	0.13	2.49	58.56	74.62
2001	812.18	5.48	-9.67	0.12	2.3	55.28	73.89
2002	556.1	21.33	-0.53	0.16	3.61	92.38	76.82
2003	1597	-60.5	-0.2	0.05	1.3	68.29	79.87
《中国统计年鉴》《中国金融年鉴》							

Probit模型实证检验结果：

变量	R _{GDP}	EX/R	R _{IF}	ER	D/M ₂	L/GDP
数值	1.1729	-0.0138	2.945	-0.0745	-0.723	0.0761
R	(2.1738)	(-1.4356)	(1.8097)	(-1.72362)	(-1.759)	(1.5397)

从以上数据我们可以看出，相对于其他指标来说，上述变量对于中国银行系统的弹性来说，有着更为明显的影响。

因此，我们可以得出：

中国银行体系的弹性

$$y' = \beta_0 + 1.1729R_{GDP} + 2.945R_{IF} + 0.0745LGDP - 0.0741ER - 0.0138EXR - 0.0723DM_2$$

4、考虑香港因素后，中国银行系统的弹性变化

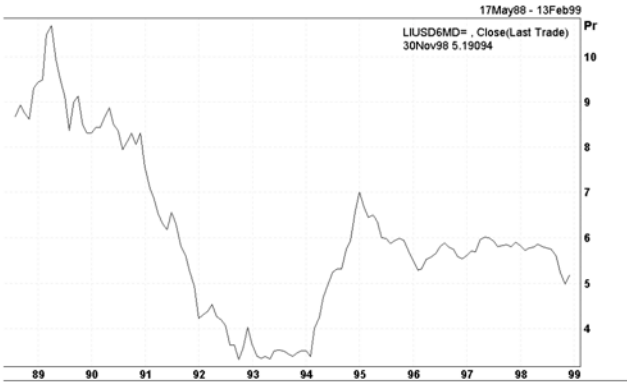
由于香港和内地并非一个统一的经济体，香港仍然是作为一个独立的经济体而存在，因此，宏观经济指标上香港和内地并无必然的联系，更不能将其混为一谈，但是，由于微观上，各个金融机构有着更为密切的联系，他们之间的竞争以及合作更像是在同一经济体内。因此，在本文的分析框架内，我们不考虑香港对中国宏观经济指标的影响，重点放在微观经济指标上。这也是比较符合现实的。即在考虑香港对中国大陆经济体弹性是否有正面作用时，我们只要考虑费用收益比（EXR）和存款余额与M₂的比率（DM₂）两个指标即可。同时，由于涉及到M₂这一宏观经济变量，存款余额与M₂的比率（DM₂）这一指标在香港和内地之间是不具有可比性的。因此，我们可以把焦点放在EXR上。

香港银行体系的费用收益比远远小于中国的银行系统，这也就是说，考虑上香港之后，中国内地的弹性变好了。因此，我们可以得出一个结论，有效利用香港的银行体系，对于提高大陆在抗击外来金融冲击时将有积极的作用。

四、中国所面临的金融现状及其发展目标

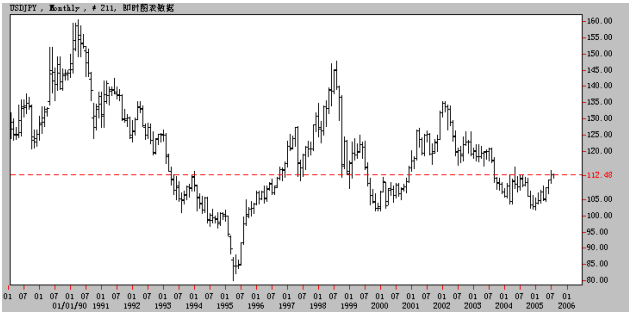
1、中国所处的国际金融环境

国际上来说，相比于上世纪，我国所处的国际金融环境已经有了巨大的变化，其影响的深度与广度都有着明显的变化。我们可以从一系列的数字来看出其中的变化。二战后实施的布雷顿森林体系规定了各个国家与美国的汇率，这也就使得全世界范围内基本上实施的是固定汇率制，随着 70 年代该体系的崩溃，各国纷纷实行浮动汇率制，这就给各国的汇率波动提供了一个前提。同时，由于利率成为各国中央银行应对经济波动的一个主要措施，也就导致了利率的大幅度波动，从图一图二我们可以很明显的看到这一点。同时，随着外汇制度的改革，越来越多的国家采取的是汇率市场化，各国的汇率波动也越来越明显。



图一 6-month 美元LIBOR 走势图（89年-99年）

在过去 15 年中，全球 GDP 的增长速度平均每年 3.12% 左右，贸易的增长速度是 5.86% 左右，国际资本的流动是 13.6% 左右，这也就是说，国际资本流动的增长速度是 GDP 增长的 4 倍以上，从这个数字可以看出，国际资本流动对全球经济的影响要远远大于 GDP 的增长，因此，这也就需要我们更加重视国际资本流动对全球经济的影响。随着时间的推移，资金的流通速度，汇率、利率的波动范围，以及资金总量上将有着明显的扩大，即有：



图二 美元兑日元的汇率走势图（88年-05年）yahoo财经

$$\frac{\partial V_m}{\partial t} > 0, \frac{\partial Q_m}{\partial t} > 0, \frac{\partial P_m}{\partial t} > 0$$

2、中国国内的金融现状

从国内金融机构来说，我们的现状里国际发达国家的金融机构还有很大的差别，从下表中的一些数据我们可以明显看出这一点。我们将国内金融业的现状量化为以下几个指标：金融业的开放程度 a、利率市场化程度 b、汇率的管制程度 c、银行的资本充足率 d、呆账率 e、银行等金融机构的国际化程度 f。

项目	中国	发达国家
金融业的开放程度（以外资银行业务比重）a	15%以下	40%以上

利率市场化 b	利率市场化刚刚起步，基本上还是管制中	利率已经完全市场化
汇率的管制程度 c	有管理的浮动汇率制，但波动范围很小，近于固定汇率，由央行决定	汇率完全由市场决定，央行很少干预市场
银行资本充足率 d	一般为 5%左右，不能满足 Basel 的要求，处于改革过程中	一般都能满足，像香港等更达到 14%以上，
不良贷款率 e	15%左右	4%
国际化程度 f	除了中国银行等有少数国外网点，其他银行基本上没有国外网点	国际化程度高，国外网点占总网点数 30%以上

《香港金管局月刊》等资料整理

随着中国改革开放的扩大，金融业的开放步伐的加快，我们面对的国际金融冲击的可能性越来越大，这在客观上要求中国金融业必须具有较强的缓冲能力。

2、中国金融业改革的目标

改革开放是中国的基本国策，在此过程中，随着产业开放的逐步完善，金融业的改革也将成为中国下一阶段开放的重点区域，这也是中国经济向着更高层次发展的必然趋势。在这个过程中，我们认为中国金融业改革的目标包括以下几个方面：

(1)、人民币的自由兑换

资本账户开放是一个国家经济发展到一定阶段，与世界经济、贸易进一步融合所必须面临的问题，是全方位参与世界竞争的必然要求。特别是在经常项目可兑换情况下，随着对外开放的不断深入，资本流动的管制效率会愈来愈低，资本账户开放已经成为一国经济融入全球化的必然结果。从世界各国的历史来看，资本账户的开放也是一种潮流。随着经济的发展，监管能力的提高，银行业抵御风险能力的加强，资本账户终究是要开放的。

现阶段我们对跨境资本流动仍实行一定的限制，特别是严格控制短期资本的流入和证券类的资本交易。我国目前的资本项目管理手段主要包括交易审批、数量和规模控制等，外汇管理部门根据交易类型的不同，实施不同的管理政策。

实现包括经常项目可兑换与资本项目可兑换在内的人民币完全可兑换是中国外汇管理体制改革的长远目标。中国在1996年实现了人民币经常项下可兑换，资本账户的开放将是今后中国金融改革的重点之一。

(2)、汇率制度的改革

7月21号中国人民银行宣布汇率提高了2%，同时，人民币汇率由原来的盯住美元改为盯住一揽子货币，中国开始了漫长的汇率制度改革之路，从有管理的浮动汇率制度，逐步转变成浮动汇率制。

从理论上来说，根据“三难困境”理论，在货币政策的独立性、汇率稳定、资本自由流动三者之间，我们仅能选择两者，而中国是一个大国，货币政策不可能不顾自己的经济情况而紧跟着美国走，同时，随着中国经济的发展，资本项目的管制成本越来越大，实现资本项目下的自由兑换是大势所趋，因此，货币政策的独立性，资本的自由流动是中国的必然选择，相应的，我们只能放弃固定汇率制了，因此，在中国金融业的改革目标中，浮动汇率制就成了一个重要的内容。

(3)、金融机构的改革

商业银行、证券公司、保险公司等金融机构，是我们金融市场的主体，其资本充足率、内控的严密性、运营的安全性、服务和效益的良好性将决定了其市场的竞争力，而其竞争力的强弱也是我们在面对国际金融巨头的竞争时能否保证整个金融体系安全的关键所在。因此，我们将采取措施加大国有商业银行股份制改造及证券业规范化发展，同时全面推进国有保险公司股份制改革，优化股权结构，积极探索保险资金管理的体制改革。所有的这些努力，都是为了增强我国自身金融机构实力，以应对金融业全面开放后可能面临的金融风险。

(4)、证券市场的开放

资本账户开放和证券市场开放并互为因果关系，从各国历史来看，资本账户完全开放、有管制的开放和不开放三种情况下均可实现证券市场的开放。对于大陆来说，由于资本账户并未实现完全自由兑换，而银行证券公司等金融机构的微观基础有比较薄弱，适度开放将是必然的选择。

基于中国证券市场存在的种种问题，我们认为，证券市场的改革主要包括以下几方面：第一，改革上市公司结构过于单一，鼓励民营甚至外资企业上市。第二，要发展包括外资等多种成分在内的券商和机构投资者。第三，建立多层次证券市场，丰富证券品种，增加各类政府债券、包括可转换债券在内的各类企业债券、资产证券化品种、期货期权等品种。对于私募的品种，可以更加灵活。同时，可以考虑稳步建立做空机制和更灵活的期货期权市场。要发展主板交易所以外的其他交易市场。二板市场有着重要意义，柜台交易也要纳入政策视野。最后，开放透明、合理的资金通道。当然，要加强监管，特别是强调资金通道的对监管当局的透明性，便于监管当局随时监控资金流动和检查是否出现违规行为。

五、设置缓冲区的必要性

中国金融业开放是顺应了世界的潮流，但是面对严峻的内外部环境，要达到以上的目标，却又是一件艰巨的任务。

我们回顾一下各个国家金融开放的历史，可以很明显的发现一点，相比发达国家，很多发展中国家遇到过严重的挫折，众多的正反面例子给我们金融业开放带来了值得思考的问题。为什么相似的过程而结果却有如此大的差别，从这里我们可以得出什么教训？能否利用香港这一独一无二的优势来避免或者减缓我们可能遇到的风险？

1、为什么西方主要发达国家不需要缓冲区

随着布雷顿森林体系的瓦解，各主要发达国家纷纷采取了浮动汇率制，各国的金融业也陆陆续续对国外资本开放，在这过程中，汇率、利率以及其他国家的金融机构的竞争，使得开放国面临着巨大的风险，也曾经出现过很严重的问题，像英镑与欧洲货币单位的脱钩等等，但是整体上来说，这些国家的金融机构在开放过程中显示出很强的应变能力，有效地防范了金融危机的发生。我们利用前面的弹性理论模型来分析这一现象。

各国在本国金融市场的开放过程中，其金融业的开放程度a、利率市场化程度b、汇率的管制程度c、银行等金融机构的国际化程度f都在不断进步中，使得本国的在应对外来冲击时具有越来越高的变化率 y' ，而随着各国对银行的监管的加强，特别是在Base I 和Base II 对银行资本充足率d、呆账率e等的详细规定后，各国金融机构在银行业自身抗冲击能力上有了显著的提高，可以说，在过去半个世纪以来，特别是上世纪70年代以来，有着以下明显的趋势：

$$\frac{\partial a}{\partial t} \geq 0, \frac{\partial b}{\partial t} \geq 0, \frac{\partial c}{\partial t} \leq 0, \frac{\partial d}{\partial t} \geq 0, \frac{\partial e}{\partial t} \leq 0, \frac{\partial f}{\partial t} \geq 0,$$

虽然伴随着国际金融市场的急剧变化,也就是说外部金融环境变化对经济体提出的变化率要求 y 也在提高,但是,我们可以明显地发现,事实上的急剧变化,正是由于这些国家的金融机构在推动,在实施,在运作。由于他们实力的增强,才对市场提出了更高的要求,使得市场向越来越复杂的方向发展,也给金融机构的进步提供了源源不断的动力,促使金融机构在竞争中发展,同时,在发展中加剧了竞争。所以,在金融机构竞争力提高的同时,各国所面临的外部环境也有着以下特征:

$$\frac{\partial V_m}{\partial t} \geq 0, \frac{\partial Q_m}{\partial t} \geq 0, \frac{\partial P_m}{\partial t} \geq 0$$

正是由于上述的原因,使得其在发展过程中,虽然有波澜,但却整体上却平静很多。有着小挫折,但不至于造成大的危机。

同时,我们根据金融机构的进步和竞争加剧之间的关系,可以得出在过去近半个世纪以来,发达国家的自身竞争力指标 a, b, c, d, e, f 和他们所面临的外界环境指标 V_m, Q_m, P_m 之间存在着这样的关系:

$$g(a, b, c, d, e, f) = y' \approx y = f(V_m, Q_m, P_m)$$

由于所有国家面临的外界环境指标 V_m, Q_m, P_m 都是一致的,因此,这也为我们后面分析发展中国家为什么会遇到比发达国家更多地危机提供了一个基准。

2、为什么发展中国家容易发生金融危机

二战后,众多发展中国家的经济发展是如此的引人注目,出现了东南亚,拉美等一系列耀眼的明星国家,但自 90 年代以来,墨西哥、巴西、泰国、俄罗斯、印度尼西亚等国家,先后陷入了严重的经济危机,损失之惨重,影响之巨大,一点也不亚于 29 年西方国家的经济危机。如此惨痛的教训,不得不引起我们的思考。为什么这些发展中国家会发生如此严重的金融危机呢?

泰国是这方面的一个典型例子,金融危机发生的过程,也就是银行体系崩溃的过程。由于通过银行借入了巨额外债,而同时伴随的是国际收支的巨额赤字,自身经济竞争力的下降,导致了银行产生了大量的不良贷款,无力偿还到期的美元借款,从而出现了银行体系的灾难。

应该说,泰国在金融业开放程度上,利率市场化程度,还是做得比较好的,问题出在银行的资本充足率,呆账率,当这两个指标严重恶化时,也就意味着银行体系应对风险的缓冲能力严重不足。而这一切的根源在于泰国的银行系统没有以国际化的标准来衡量自己,导致其在防范风险的能力上大大削弱了。

从上面的分析可以看出,发达的银行业,是一个国家或地区能否抵御外来冲击或者自身风险的关键点所在。因为成熟的银行体系,必然拥有成熟的风险管理体系,他们在贷款的过程中,能很好的控制贷款的风险,对于投向投资收益较低的产业,他们会有比较严格的限制,从而在源头上保证了企业的偿付能力。

事实上,我们从东南亚金融危机所波及的国家中就能找到很好的例子,从台湾到新加坡,再到香港,虽然他们也遭受了冲击,但是,由于拥有完善的银行体系,能以较为小的代价安全度过,并且在不长的时间里得到恢复。

3、中国经济在金融业开放过程中是否也会遇到同样的问题

伴随着中国经济的快速发展，也出现了一系列不可忽视的潜在危机。

首先是房地产泡沫。

在中国的经济发展中，房地产泡沫曾经在海南地区给国人留下了深刻的印象。我们一旦放开了中国的资本市场，国外的庞大的资金将以迅雷不及掩耳的速度进军中国的房地产市场，这从04年国家宏观调控以来的情况我们可以略知一二，虽然对房地产市场等固定投资加强了宏观调控，采取了包括提高利率等经济手段加强对房地产价格的调控，但房产价格仍然一路攀升，这跟国外资金的涌入有着密切的关系，从国外大基金公司的房地产投资基金的大手笔，到普通香港居民的投资，我们可以感受到海外资金对房地产价格的巨大推动力。这也就出现了一边是国家调控房地产价格，一边却仍不顾政策面的压力，价格继续一路狂飙。而这样的价格是没有一个普通老百姓收入提高为基础的，也就是说，整个房地产的狂热是建立在投机者对未来收益的过高预期的基础上的，这种海市蜃楼终将随着预期的转变而消失，伴随而来的将是一个痛苦的资产价格的调整过程。

房地产泡沫的危害是众所皆知的，过高的房产价格，首先一点就是提高了整个国家地区的工商营运成本，由于资本是以追逐利润为首要目标的，过高的成本，必然削弱了其盈利能力，一般情况下，资本将向成本低的地区转移，这从上世纪七、八十年代欧美地区向东南亚地区的产业转移，上世纪九十年代至今的东南亚和欧美地区向中国大陆的产业转移等等例子可以看出成本影响之大。对比中国现在成为国际制造中心的现状，反观美国等国家制造业比例的逐年下降，其根本原因在于我们的廉价劳动力和土地、厂方的营商成本的低廉，而这种种的优势很显然，一旦房地产价格暴涨以后，土地、厂房不再廉价，而由于工人生活成本的提高，劳动力价格也将迅速攀升，这对于以劳动密集型为代表的中国制造业来说，那将是一个空前的灾难，对于正为庞大农村剩余劳动力发愁的政府来说，那意味着问题可能不仅仅是经济问题，更确切来说，应该是一种政治问题。

香港上世纪后期20年时间的房地产泡沫，促使其经济的转型，同时也将其90%以上的制造业迁往内地，虽然有着独特的地理位置，良好的政治法律体系，促使其成功转型为世界金融中心，但是，由于缺乏能容纳大量就业人口的制造业，香港在上世纪末经历了严重的失业潮，至今仍未完全解决，对于一个只有600万人口的香港尚且这样，对于拥有13亿人口的中国大陆来说，那就更不用说了。

中国的资本市场的开放，或者说资本账户的开放，必将减少对资金进出的限制，这也就为正苦苦寻找着进入中国房地产市场的海外资金提供了一个绝好的机会，从上面的分析我们可以看出，一旦资金的流入没能处于甚至整个国家的经济产生严重的影响。不仅如此，房地产泡沫还将严重影响中国的金融业的稳定。

由于房地产开发的70%以上的资金来源于银行的金融机构，在房地产价格处于上升期时，其问题并没有显现出来，一旦泡沫的破灭，伴随而来的将是大量商品房的积压，房产价格的迅速下滑，银行的金融机构贷款将难以回收，由于在中国的资产证券化，批发贷款等金融工具的欠缺，房产的风险全部有银行，特别是四大国有商业银行来承担，这对于在风险管理方面欠缺有效手段的银行业来说，将是一种巨大的灾难。伴随而来的，将很有可能会出现泰国等东南亚国家在金融危机前的状况，银行聚集了大量的经济运行中的风险，这在处于资本管制的国家来说，可能还问题不大，毕竟大家也只有把资金存在银行里，可是，一旦资本账户开放，在对国内银行等金融机构丧失信心的情况下，毕竟有大量的资金流向海外，或者通过兑换成外币而从国内银行流出，相比我国如此低的资本充足率来说，一旦发生挤提，银行

的金融机构的抗风险能力是很令人担忧的，而银行业一旦出现了问题，对于整个国民经济的影响将是巨大而长远的，几十年来的改革开放成果可能就毁于一旦了。

其次是中国的利率和汇率的市场化。

中国的资本账户的开放，必然将伴随着利率和汇率的市场化。这也是从增强我国金融机构抗风险能力的角度出发，但是，汇率市场化的一个可以预想到的结局就是人民币汇率的大幅度提高，会有什么结果呢？我们参照日本在签署了《广场协议》十几年时间中经济的情况来做一个对比。

战后几十年时间，日本处于经济高速发展期，同时，外贸的顺差也是相当可观的，相对于我们现在来说，应该是有着很类似的外贸形势，而签署了《广场协议》以后，日本经济陷入了流动性陷阱，虽然利率已经基本上为零，可是投资，消费还是带动不上来。

对于我们这样一个大国，外贸的增长固然重要，但毕竟那是与世界经济周期相匹配的，在世界经济处于上升期时，各国需求增加将为中国的出口带来相当的推动力，而一旦世界经济处于低谷期，中国的出口将会遇见巨大的阻力，随之而来的就是GDP的显著下降，在以经济增长解决国内每年新增庞大就业人口的问题上，就会遇到严重的挫折，而这正是单纯依靠外贸作为经济增长动力的弊端所在，这在98年亚洲经济危机期间已经是一个很好的例子了。当时的中国正是以扩大内需为带动经济增长的主要手段。

伴随着利率的上升，我们很有可能会遇到像日本那样的流动性陷阱，中国经济的发展，

还有，资本账户开放后，如何引导国外资金流向我们所希望产业方面还有很多值得探讨的问题。

曾经有经济学家说过，98年的亚洲金融危机是因为“亚洲经济碰上了高墙”。在这里，高墙指的是，一国在生产达到一定发展程度之后，需要实现另一次生产方式质的提高，即进行经济结构调整，改革宏观调控机制，提高经济管理水平。

事实上中国不是也处在跳越“高墙”的前沿吗？在改革开放这二十几年时间中，我们通过引导外资的流向制造业等行业，解决了中国的就业问题，但同时，在经济发展中，同样存在或曾经出现投资膨胀、房地产开发过热、低水平重复建设、商品房积压、金融机构贷款回收困难、不良资产上升等问题。虽然近年中国强化资本项目管理，但是仍无法完全堵住变相、通过非正常渠道流入的短期资金。一旦放开管制后，资金的流向将更加难以控制，流向前面提到的房地产，或者证券市场等进出比较容易得场所将是一种必然，而一旦国际上一有风吹草动，国内市场就出现连锁反应。资金的外逃将发生在我们身上，同时，对于我国调整经济结构，变粗放型为节约型的增长将是一种不利的影响。而众所周知，经济结构的优化，才是一个国家抵御金融危机的根本所在，是增强国家竞争力的最重要因素，否则，我们就将重蹈东南亚国家的覆辙。

六、香港作为中国金融走出去的缓冲区的充分性

1、香港在政治、金融业方面的现状

从国际上来看，我们很难发现有像香港和大陆这种如此特殊的关系的经济联合体。

首先，香港和大陆同属一个中央政府，虽然有“一国两制”的存在，但这并不影响香港作为中国的一个特别行政区而不是一个独立政治体的特殊性。这种政治制度一方面保持了香港的独立性，这也是其作为国际金融中心的优势所在，在另一方面，“一国”保证了在监管层的沟通上，要远远较不同国家间来的容易。

其次，香港具有完善的金融体制，金融机构有着完善的风险管理能力，这些将在抵御金融风险时起着决定性的作用，这也是其可以做为蓄水池的重要因素。设想香港的金融机构并不具有很强的风险管理能力和适应不同经济环境的能力，那么，一旦国际上试图对人民币的进行冲击，香港金融机构作为首当其冲者，必将面临着巨大的风险。相对于本地GDP来说，香港每年的资金流量是相当惊人的，而香港的银行等金融机构并不会受这种巨大的资金流的影响，反而能很好的驾驭这种局面，这充分表明了香港金融机构应对风险的能力。

再次，香港发达的资本市场也是香港能作为缓冲区的一个重要条件。在金融市场方面，香港已连续八年(1995年-2002年)获美国传统基金会评为经济最自由的地方，香港成为全世界最大的银行中心之一，香港在2001年以成交额计算是全球第七大外汇市场。以资本市值计，香港的股票市场是世界第十大市场，在亚洲则排名第三。

香港特别行政区(香港特区)政府恪守尽量不干预金融市场运作的原则，并尽力提供一个有利营商的环境。政府实施低税政策，税制简单，使各类商业有更多主动权及创新空间。香港十分重视法治及维持市场的公平竞争，不会阻止外国公司参与本地的金融市场，更不会限制进出本港的资金流量。此外，本港亦无实施外汇管制。

最近，香港特区政府金融管理局推出了双向保证制度，即将原来的弱向保证改为双向保证制度。原来的制度设计上，对于香港港元稳定在7.8HK\$/¥的水平是有很好的市场机制来保证的，但是，当市场预期到港元会升值，或市场认为由于像人民币升值等问题带来的收益大于冲击港元升值带来的损失时，市场机制就会失灵，此时，港元很有可能会偏离既定的汇率水平而出现升值情况，这样，对于港元稳定的影响是非常大的。而最近提出的，双向汇兑保证，确保了在市场机制失灵的情况下，金管局有权利和义务保证港元在强向方向上的偏离水平，从而确保港元的稳定。而港元的稳定，对于香港金融的稳定来说，又是至关重要的。香港金融的稳定，对于增强香港的国际金融中心的地位，特别是增强其在应对外来冲击时的缓冲能力，将起到关键的作用，而这种冲击，不仅仅是对香港本地的冲击，更多的是以大陆为背景的金融冲击，因此，可以说，香港双向汇兑保证的推出，对于增强香港作为大陆的金融缓冲区起到了很好的正面作用。

具体来说，对于缓冲区的作用，香港在金融业方面的优势可以从两方面提供有力的支持：一是为中国金融机构走出去提供一个有效的训练场，香港金融业的竞争完全不亚于其他的金融中心的激烈程度，在香港的竞争，可以避免其他的外资机构和谋，这在最近的新加坡中航油事件中我们就可以明显地看出这一点，外资机构的串通对于在国际商场上竞争的中国企业来说，是多么的危险。而在香港，由于文化，语言上等等的优势，这方面的危险将可以降低到最低点。二是，由于政府间的沟通更为方便，中国的很多企业香港上市将具有更明显的优势。同时，这不仅仅是距离上的优势，更有文化，心里上的优势，而这种种的好处将会转化成投资者的信心，更加有利于减少信息不对称而造成的效率损失。

七、对香港作为缓冲区的政策建议。

(一) 成立香港人民币离岸中心，利用人民币离岸中心的优点，可以有效防范一旦人民币自由兑换后国际上游资对人民币的冲击。并推动人民币走向国际化。同时，对于发行人民币国际债券也有相当大的好处。

(二) 加快QDII、社保基金和保险资金等境外投资的进程，利用香港成熟的金融环境，为培养适合国际竞争的金融人才做好准备。提供一个增值的场所，给外资提供一个机会，因为有互补性，所以缓冲区的可能性，变相在没有自由兑换之前实现自由兑换的功能货币几个职能的延伸，人民币离岸中心就是一种延伸。用港元的自由，来补充人民币的不自由，香港

工具的完善来弥补大陆的欠缺。用香港的上市公司的go凝视治理，替代和互补的力量对比决定了缓冲区的可行性。要将人民币帮了港元多少，这是可行性的前提。

（三）加大对国内银行在港创建分行的进程，由于香港的银行业是相当发达的，能在香港处于不败的地位对于银行的锻炼将是一种很难得的机会，也是国内银行走向国际的一个过渡。

[参考文献]

- [1] Asli, Demirgüç-Kunt and Enrica Detragiache (1998). The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries, *IMF Staff Papers*, Vol.45, No.1
- [2] Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart(1996) The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments Problems, *Board of Governors of the Federal Reserve System International Finance Discussion Papers*, Number 544
- [3] Ag6nor, P., J.S. Bhandari, and R.P. Flood, (1992), Speculative attacks and models of balanceof-payments crises, *IMF Staff Papers* 39, 357-394.
- [4] Calve, G. A., (1995), Varieties of capital-market crises, University of Maryland Center for International Studies Working Paper.
- [5] Calve, G. A., L. Leiderman, and C.M. Reinhart, (1993), Capital inflows and real exchange rate appreciation: the role of external factors, *IMF Staff Papers* 40, 108-51.
- [6] Edwards, S., and P.J. Montiel, (1989), Devaluation crises and the macroeconomic consequences of postponed adjustment in developing countries, *IMF Staff Papers* 36, 875-903.
- [7] Galbis, V., (1993), High real interest rates under financial liberalization: is there a problem?, *IMF Working Paper WP/93/7*.
- [8] Kaminsky, G. L., and C.M. Remhart, (1996), Banking and balance-of-payments crises : models and evidence, (Board of Governors of the Federal Reserve, Washington, D.C.).
- [9] Stoker, J., (1994) Intermediation and the business cycle under a specie standard : the role of the gold standard in English financial crises, 1790-1850, (University of Chicago, Chicago).
- [10] Wang, Z. (1997a). China and Taiwan access to the World Trade Organization: implications for U.S. agriculture and trade. *Agric Econ* 17, 239±264 (December).
- [11] Wang, Z. (1997b). The impact of China and Taiwan joining the World Trade Organization on U.S. and world agricultural trade: a computable general equilibrium analysis. Technical Bulletin. No. 1858, US Department of Agriculture, Economic Research Service.
- [12] Wang, Z., & Kinsey, J. (1994). Consumption and saving behavior under strict and partial rationing. *China Econ Rev Ð Int J* 5(1), 83±100 (Spring).

- [12] Wei, S.-J. (1998). Why does China receive so little foreign direct investment? Working Paper. Kennedy School, Harvard University.
- [13] Wei, S.-J., & Zeckhauser, R. (1998). Two crisis and two Chinas. *Jpn World Econ* 10(3), 359±369 (July).