

中国金融安全与现代金融危机

李国疆

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 本文重点在于对中国经济开放过程中的不确定因素、全球经济不稳定对中国经济的冲击和负面影响进行阐释, 目的在于从世界虚拟经济发展演变的客观背景出发, 期望从中总结出能有效地指导中国经济改革开放过程中虚拟经济实践的原则和政策。最后分析了中国改革开放中如何通过对金融体系的稳定性重构、如何在金融开放过程中更多地参与国际金融事务来保证中国金融安全。

关键词: 虚拟经济 虚拟经济制度与结构 现代金融危机

引言

美国金融危机的发生及持续虽然并没有对中国造成十分严重的影响, 整体经济保持了相对稳定, 但中国确实经受了巨大的考验, 为我国今后如何保证金融安全提供了宝贵的借鉴意义。这种借鉴意义就在于: 随着我国融入经济全球化和金融全球化的进程加快, 由国际经济金融波动所产生的外部冲击将越来越大, 而中国经济金融运行中累积的矛盾及在发展过程中形成的新问题也会在新的国际背景下释放出来。因此, 系统分析影响中国金融稳定发展的因素, 基于全球化背景分析中国金融稳定的对策, 其意义不言而喻。

一、中国金融体系的安全程度

中国改革开放以来经济高速增长令世人瞩目。与此同时, 无论世界上什么地方爆发金融危机, 就会有人预测中国可能成为金融危机的下一张多米诺骨牌。面对这样的疑问, 我们自然要问: 中国的金融安全吗?

(一) 国家金融安全的基本涵义

中国自 2001 年加入世界贸易组织以后, 有关国家经济安全问题的研究受到了理论界极大的关注。由于金融所处的重要地位, 因而在国家经济安全的研究中更是备受关注。然而, 国内学者对国家金融安全的研究, 由于研究历史短, 自然存在诸多争议, 其间争议颇大的问题之一即是国家金融安全的内涵。研究过程中的存在的一种倾向即是影响国家经济稳定发展的国内外因素都纳入国家金融安全的范畴, 这事实上既模糊了研究对象, 也不利于问题的深度挖掘。

王元龙(1998)等学将金融安全理解为是货币资金的融通安全。因此, 按照这样的理解, 实际上意味着只要是与货币流通直接相关的经济活动, 都应当纳入金融安全的范畴, 从而资本流动和国际收支情况等方面均属于金融安全的范畴。从这个意义上讲, 这样对金融安全概念的界定, 涉及的是整个金融体系和金融运行的安全, 强调的重点是一国开放经济条件下的金融安全问题, 突出了与货币流通直接相关的外贸、国际投资以及外债等因素对于一国金融安全的影响。

梁勇(1999)等学者认为金融安全的实质是对“核心金融价值”的维护。他们将“核心金融价值”的具体内容概括为: 维护核心金融价值的信心和实际能力。梁勇具体对“核心金融价值”作了细致的分析并将其区分为三个层次: 第一层次, “核心金融价值”是指金融本身的稳定和金融发展的安全。第二层次, “核心金融价值”是指金融对国家安全的支撑能力。第三层次, “核心金融价值”是指对本国金融主权的控制力, 既包括金融本身的安全, 也包括金融安全对其他领域安全的影响。

从学者们对金融安全的分析来看, 他们实际上对金融安全涵义的理解并无根本区别, 仅是侧重点及范围大小的差异。学者们实质上都认为一国金融体系的持续稳定发展就是金融安全。

根据目前国情, 笔者倾向于将国家金融安全的内涵界定为: 金融体系在面临内外因素冲

击时保持持续稳定运行的能力。这样界定国家金融安全概念的内涵主要想强调两个重点：其一，突出中国作为发展中国家，内外因素冲击都可能引发金融的不稳定；其二，突出中国作为发展中国家，由于经济中本身存在诸多的不平衡，因而金融运行过程的安全是重点。显然，按照这样的内涵界定，国家金融安全是指一国能够保持金融体系正常运行与发展以及维护这种状态的能力。自然，金融安全条件和金融安全能力这二者的内涵及其相互关系，就成为研究的重点。

（二）中国避免金融危机深度冲击的现象解释——中国金融安全度分析

从理论与实践的结合来看，发展中国家爆发金融危机首先是外部冲击，即主要是由货币遭受投机攻击引发的。因此我们可以采用国际通用的衡量一国对外经济状况的指标对美国金融危机期间中国的金融安全程度进行检验。

1、国家金融安全指标检验

（1）经常项目差额占 GDP 的比重。在开放经济条件下，一国经常项目长期处于逆差必然导致该国货币存在长期贬值压力，为投机资本攻击提供前提基础，因此经常项目差额占 GDP 的比重构成衡量一国对外经济状况的重要指标。国际上一般认为只要这一比重不超过 -5%，就不会对一国金融安全构成影响。从总体趋势来看，由于中国经济持续增长且较长时期内保持了强劲的出口势头，因而经常项目持续顺差。在整个 20 世纪 90 年代期间，除极个别年份外，经常项目均为顺差，同期经常项目差额占 GDP 的比重为正的 0.9% 左右。2006——2011 年中国经常项目均为顺差，分别为 2533 亿美元、3718 亿美元、4206 亿美元、2433 亿美元、2378 亿美元、2017 亿美元，同当年国内生产总值之比为正的 1.34%、0.71%、0.60%、0.43% 左右。所以，可以说中国之所以受美国金融危机影响相对较轻，原因之一就是 20 世纪 90 年代以来我国经济一直保持着强劲的出口竞争力。

表 1-1 2006-2011 中国经常项目差额占 GDP 比重

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011
经常项目 差额/GDP	9.33%	10.64%	1.34%	0.71%	0.60%	0.43%

数据来源：中国国家外汇管理局、中国国家统计局

（2）外汇储备可供进口月数。外汇储备构成一国应对外部冲击的现实物质基础，因而外汇储备的数量是衡量一国应对外部冲击的能力表现，但并非外汇储备越多越好。国际上一般认为如果一国外汇储备可供 3 个月以上本国的进口的需要，则不会对金融安全构成影响。由于中国保持了强劲的出口势头及吸引外资能力的增强，外汇储备自 20 世纪 90 年代中后期开始增长迅速，到 2008 年底为 19460.30 亿美元，2009 年底为 23991.52 亿美元、2010 年底为 28473.38 亿美元、2011 年底为 31811.48 亿美元。可以说，中国迅速增加的外汇储备提升了投资者对人民币的信心。

表 1-2 2006-2011 中国外汇储备可供进口月数

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011
外汇储备可 供进口月数	13.97	16.44	17.62	23.20	93.23	69.04

数据来源：中国国家外汇管理局

（3）债务率。债务率即债务国的年末债务余额占当年商品与劳务出口收汇额的比重，一般不超过 100%。2008 年——2010 年中国外债余额分别为 3901.6 亿美元、4286.5 亿美元、5489.4 亿美元。中国的债务率 2008——2011 年分别为 24.67%、32.16%、29.25%、33.31%，¹远低于国际警戒线。

表 1-3 2006-2011 中国债务率表

¹ 资料来源：中国国家外汇管理局（<http://www.sqfe.gov.cn>）。

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011
债务率	31.83%	29.00%	24.67%	32.16%	29.25%	33.31%

数据来源：国家外汇管理局

(4) 偿债率。它是债务国当年应偿还外债本息占当年商品与劳务出口收汇的比重，这一比率表明一国偿债能力的强弱。按国际通行惯例，当一国偿债率高于 20% 时，就必须高度关注因外部冲击引发的货币危机；而 25% 则是一国偿债率的警戒线。2008——2011 年中国的偿债率分别为 1.78%、2.87%、1.63%、1.72%，一直低于国际警戒线。这为中国不发生资本抽逃引发的货币及债务危机提供了保证。

表 1-4 2006-2011 中国偿债率表

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011
偿债率	2.09%	1.98%	1.78%	2.87%	1.63%	1.72%

数据来源：中国国家外汇管理局

(5) 负债率。负债率即债务国未偿还外债总额与当年国民生产总值的比率。按国际警戒线，负债率不应超过 50%。中国在美国金融危机前的 2007 年，负债率为 11.13%，2008 年——2011 年负债率分别为 8.63%、8.59%、9.34%、9.52%²。这些指标都大大低于国际通行的警戒线。由此可见，中国政府在国家债务总量的控制上一直是比较谨慎，中国处于相对安全的状况。

表 1-5 2006-2011 中国负债率表

年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011
负债率	12.48%	11.13%	8.63%	8.59%	9.34%	9.52%

数据来源：中国国家外汇管理局

从以上检验指标可以看出，中国金融安全指标处于安全的范围内。但同时可以发现这些指标的不足和缺陷，因为即使是在发生严重危机的一些国家，大多数指标也维持在安全线内或仅是略超出安全线，不足以支持发生严重的金融危机。因此，有必要引入其它一些指标来加以分析。

由于投机资本主要是由短期资本构成的，短期资本或者是期望从金融资产的价格变动中获利，或者是期望通过套利获得利益，因而流动迅速，对一国货币冲击巨大。投机资本流动的特点，意味着要防止投机冲击引发货币危机，关键在于政府是否具有充足的外汇储备应对外来冲击以及该国的融资能力。因此，只有在进一步分析外债结构、资本流动的情况以及外汇储备增长的基础上才能得出确定的结论。

首先是外债总额中短期外债所占的比重。外债的期限结构既标志着一国发生投机冲击的可能程度，又表明这种冲击对一国经济可能产生的影响。当一国短期外债在外债总量中所占比率较少时，即使发生外部冲击，则一国政府应对危机冲击就有相当大的余地。国际上一般将短期外债占外债总额的比例达 20%-25% 定为警戒线。自 20 世纪 90 年代以来，从中国外债的期限构成来看，由于中国政府在举借外债过程中对期限结构持较为谨慎的态度，短期外债的比重在 20 世纪 80——90 年代一直处于相对较低的水平，短期外债占外债余额的比重由 1986 年的 22.2% 下降到 1998 年的 13.8%。但从 2001 年开始，中国短期外债占外债总余额的比重持续上升，2008 年——2011 年分别达到 58.0%、60.5%、68.4%、72.07%。无论中国短期外债的上升是由何种原因引起的，但从这个指标来看，中国金融的安全程度受到一定的挑战。

短期外债与外汇储备的比重。这一比例的国际警戒线为 70%-100%。2008 年——2011 年中国短期外债与外汇储备的比重分别为 11.63%、10.81%、13.19%、15.75%，远远低

² 资料来源：中国国家外汇管理局 (<http://www.sqfe.gov.cn>)。

于国际警戒线，这反映出中国金融的稳健性和抗冲击的能力较强。

外汇储备增长率与 GDP 增长率的比较。从动态来看，外汇储备增长率相对于 GDP 增长率越快，这一方面反映一国经济增长处于良好状态，另一方面反映出金融安全的保障程度。从外汇储备增长率与 GDP 增长率之比来看，中国在 2007 到 2010 年期间外汇储备增长比 GDP 增长快 2 倍以上³。

外国直接投资加经常项目顺差与 GDP 的比率。这个比率反映一国吸引资本的能力及国际经济竞争力。外国直接投资所占比重越高，一国突发资本抽逃而受到严重冲击的可能性越小。这一指标的国际警戒线为-2.5%，中国的这项指标为+5.7%。说明中国目前不可能突发资本抽逃引发的危机。

资本流入状况。大量外资流入是促使泡沫经济形成的重要原因。由于金融业的开放，大量外资流入了股市和房地产市场，促使泡沫经济的形成。2008——2011 年我国外债净流入分别为 187.4 亿美元、-33.3 亿美元、673.2 亿美元、908.0 亿美元。无论从绝对量还是比率而言，本身都不构成对中国经济的冲击⁴。

运用指标体系分析研究国家金融安全的基本优势在于能够直观地进行数量对比分析，从而得出一个相对确定的结论。但是，由于指标体系得出的结论事实上更多地是一个固定的数值，如果没有其他研究方法对指标予以完善，则指标分析存在的局限性就难以修正。

2、两道“防火墙”作用——渐进适度的金融开放

在分析中国为什么能够避免金融危机的直接冲击时，中国事实上存在的两道“防火墙”：一是人民币在资本项目下是有限度的自由兑换；二是资本市场开放有限，外国投资者直接参与 A 股市场的资本额度有限。这是被经常提到的两个问题。简言之，由于中国的外汇市场和资本市场都还没有完全开放，从而有效地阻止了国际投机资本到国内市场来兴风作浪。资本项目和资本市场的管制之所以能有效地防止投机冲击，其主要机制在于：（1）能有效阻止外资参与泡沫化的制造过程。在中国，目前外资主要以战略投资者持有 A 股上市公司的股权、通过合格境外机构投资者（QFII）制度投资 A 股以及债市的方式参与资本市场，但由于额度限制较严格，加之中国股市的历史较短，市场规模较小，因而制造资产泡沫的能力有限；即使发生资本抽逃，影响也相当有限。（2）外国投机资本难于获得投机攻击所需的人民币资金。外国投机资本对人民币发起投机攻击的前提条件之一是要控制相当数量的人民币资金，通过抛售控制的人民币资金在汇市上发动突然攻击。但按目前中国的有关管理制度，事实上他们获得人民币的途径和数量十分有限。具体途径包括：①拆借，这是取得本币的主要途径。但迄今为止，中国还保持着对经常项目下兑换的严格监管，外国银行只能在少数几个试点区域经营人民币业务，客观上并不存在外国金融机构通过银行间拆借来取得大量人民币资金的条件。②外资企业利润。按当前外汇管理政策，外资企业取得的利润并不能全部汇出，实际上有一部分要以人民币的形式进行再投资。③资本市场。由于外国资本进入证券市场的特点和规模，大量获取人民币资金并无可能。总体而言，由于中国资本市场开放的特点和在资本项目下自由兑换的限制，加之中国现有的外汇储备规模巨大，中国政府在对抗投机资本的冲击时处于有利的地位。

当然，由于中国是一个发展中的大国，经济外向化程度较高，不可能长期保持一种限制较大的开放态势，因而对这种防火墙的作用要有恰当的估计和认识。

二、中国金融危机的诱发因素

（一）现代金融危机诱发——金融开放因素

中国经济自改革开放以来始终保持较为稳定的增长态势，外汇储备持续增长，人民币保持稳定，资本项目仍没有完全实现自由兑换，因此，发生外部冲击造成金融危机的可能性较

³ 资料来源：中国国家外汇管理局（<http://www.sqfe.gov.cn>）。

⁴ 资料来源：中国国家外汇管理局（<http://www.sqfe.gov.cn>）。

小。但这并不是说中国可以高枕无忧，中国金融稳定无任何威胁。

在现代金融危机的产生和传导过程中，一个突出的现象是由于金融开放和全球化的推动，加剧一国金融体系的脆弱和不稳定性。为什么金融全球化和金融开放会造成如此矛盾的现象呢？

具体而言，金融开放及金融全球化主要通过以下机制直接和间接地加剧了一国金融的不稳定性。（1）容易加剧一国金融资产的泡沫化。金融全球化促进了资本流动空间的大幅扩张，为资本逐利创造了有利条件。发展中国家金融开放本身既是金融全球化的一个重要方面，同时又是其提高本国金融市场的竞争力，吸引境外投资促进本国经济发展的重要政策措施。在管制放松的条件下，实行金融自由化政策，容易导致资本流动性过剩，金融资产被过度炒作。（2）金融危机国际传导机制的形成。金融全球化的过程本身就是全球金融风险发生机制紧密连接的过程。因此，资本在国际间自由流动使一国容易形成外部冲击：其一是容易造成宏观经济波动。国际资本的流入导致流动性过剩，引发投资和消费需求膨胀并导致资产价格不断上涨，带动宏观经济过热。如果投资者预期改变，又会形成相反的经济运动过程，造成宏观经济波动。其二，加大汇率风险。从短期来看，国际资本流入流出会引发汇率的波动。从长期来看，资本的持续流入引发本币升值预期，既加大了汇率风险，又降低了出口产品的国际竞争力。其三，加大信贷风险。资本大量流入使银行资金充裕，如果银行资金大规模进入证券和房地产市场，必然吹胀资产泡沫。如果投资者预期改变，有可能引发大规模的资本外逃进而引发信用风险和金融资产泡沫破裂。（3）导致汇率政策和独立货币政策的冲突，加大金融监管的难度。在金融全球化背景下，如果一国为强化风险防范而采取较严格的金融监管措施，对国际资本的吸引力必然下降。相反，如果一国采取较为宽松的金融监管措施，又会使本国隐藏潜在的巨大危机。因此，在金融监管上会形成二难选择。事实上，金融全球化使得任何国家的金融监管当局都很难独自应对由此带来的挑战，加强金融监管的国际合作是消除监管不平衡及由此产生的问题的可行途径。金融全球化造成汇率政策和独立货币政策的冲突，理论逻辑已经证明：货币政策的独立性、资本自由流动、汇率稳定三者间存在矛盾冲突。从我国宏观调控的实践看，近年来，随着我国对外依存度的不断提高，我国经济与世界经济联系日益密切，因此，世界经济的变化、国际金融领域动荡、金融危机的频繁爆发、资本大规模非法流动等来自外部的金融不安全因素剧增，金融危机的传导效应增强，这对中国金融安全构成很大的威胁。特别是近期，全球经济进入一个周期和结构性调整时期，美国经济减速，欧洲经济增长放缓，日本经济的长时间萧条等使全球经济陷入不景气，这给中国宏观调控的选择造成很大的制约。因为在次贷危机爆发之后，中国经济的增长态势使人民币的升值压力增大，与此同时为减缓刺激经济增长可能导致的通货膨胀，货币政策又必须保持稳定或趋于收紧。但在人民币汇率预期升值的情况下实施趋紧的货币政策，将会吸引国际游资的进入并迫使中央银行投放大量货币，货币政策的效果与政策初衷完全相反，货币政策表现出显著的非一致性。

（二）开放经济条件下中国金融体系存在的问题

金融体系自身存在的问题是影响金融安全的又一重要系统因素。如何从金融体系视角分析其对金融安全的影响可能会有较大争议，但从金融结构、金融监管视角展开分析可能是一个恰当的选择。原因在于：系统的稳定性取决于其内在结构；同时，从金融运行的实践看，金融监管对金融体系的效率和稳定起着十分重要的作用。从我国目前的情况看，金融体系主要存在以下问题。

1、金融结构失衡

我国金融结构失衡主要表现在以下几个方面：（1）银行与非银行金融机构发展不均衡。中国现行的金融体系表现出典型的“银行主导型”特征，银行业占有极大比重，而非银行金融业如保险、证券、信托租赁等比重较小。由于中国特殊的制度背景，这种“银行主导型”

的金融体系在相当长一段时间内不会发生根本性改变。截至 2009 年，中国各类银行金融资产占全部金融资产的 71%，非银行金融机构仅占 21%。（2）国有商业银行和非国有银行发展不均衡。经过多年的市场化改革，国有商业银行的垄断地位虽有所突破，其业务占比总体呈下降态势，但截止 2009 年底，在总额为 78.7 万亿元的银行业金融机构资产总额中，以国有商业银行为代表的大型商业银行占比仍然超过 50%。国有商业银行的垄断地位造成中国商业银行长期以来管理水平和手段落后，产品开发能力弱，盈利模式和盈利结构单一，主要收入来自利差，制约了银行竞争能力和盈利能力的提高。（3）金融结构与经济结构不匹配。这种结构失衡的典型表现是城乡之间、区域之间的金融发展不平衡，甚至于还存在着金融服务的空白领域。金融结构对经济结构调整、经济发展模式转型及城镇化进程的引导作用不足。

（4）金融市场结构不均衡。具体表现为货币市场与资本市场、股票市场和债券市场发展不协调。货币市场与资本市场不协调的典型表现是货币市场的滞后，这种不协调的危害在于将加大中国资本市场的风险水平，影响货币政策的有效传导。同时，中国的资本市场领域本身也存在严重的结构性失衡，主要表现为：第一，直接融资与间接融资比例失衡。由于中国是一个以银行业为主导的国家，因而间接融资占重要地位的融资结构一直未有明显改变。2006 年我国直接融资仅占融资总额的 20%左右。由于间接融资占比过高，形成金融风险向银行的集中，银行系统承担了大量风险。第二，资本市场投资主体结构失衡。中国资本市场发展的特点导致投资主体结构以中小投资者为主，近年来以证券投资基金为代表的机构投资者虽有重大发展，但仍未动摇这一基础。资本市场投资主体结构的特征，导致中国资本市场一方面追涨杀跌成为投资者的基本策略，波动较为激烈，另一方面导致资本市场缺乏长期稳定的资金供给。第三，股票市场和债券市场结构失衡。由于中国股票市场的发展是与中国国有企业的改革联系在一起的，因而股票市场得以超前和高速发展，债券市场规模远低于股票市场。这种融资结构对金融风险形成的影响在于：由于债券融资从成本和公司治理角度看因还本付息对企业具有更强的约束，而股权融资无固定还本付息要求使得很多企业的自我约束不强，因而只偏重于股权融资的融资资格会引致企业偏离融资目标，累积金融风险。

需要指出的是，中国“银行主导型”金融体系的形成使金融资源绝大部分都分布在银行系统，信贷市场成为引导实体经济要素流动的主导型平台，加剧了金融资源的垄断，增加了银行体系的风险负荷，不利于有效分散风险，削弱了金融体系的抗风险能力。

2、金融监管有待完善

目前中国的金融监管被称为“一行三会”模式，但实际上除中国人民银行、证监会、银监会和保监会外，实施金融监管职责的机构还有主管国债市场的财政部、主管企业债券市场的发改委、主管外汇市场的国家外汇管理局，它们共同构成了中国多头分业的金融监管体系。这种监管模式存在三方面的缺陷：其一是与我国金融业已经形成的混业经营模式之间存在很大的矛盾与冲突；其二是难于协调处理宏观监管与微观监管两个层次之间的关系；其三是难于协调处理金融监管与金融创新的关系。

在金融全球化发展过程中，中国的金融业开始走向混业经营，银行、证券和保险业之间呈现相互融合的发展趋势，商业银行允许投资设立租赁公司、基金公司等；证券业和保险业也可进行银行股权投资。但在中国目前的多头分业监管模式下，各个监管机构的目标和监管体系并不一致，势必造成重复监管和监管真空并存，导致政策不一或出现监管缺口，在遇到重大问题时难以形成统一、有效的解决方案。

中国的金融监管条块分割，各个监管主体既承担着宏观审慎监管职能，又承担着微观监管职责。作为宏观监管者，其目的在于防范系统性金融风险；作为微观监管者，其目的在于通过防止单个金融机构违规或经营不善而陷入危机。但从现实的监管过程看，多头监管模式不仅容易造成同一监管者不同监管目标间的冲突，而且由于政出多门，容易导致政策不一致。并且对于跨市场传染的风险容易形成监管缺口。

金融创新从一定意义上讲是金融要素的重新组合，其特点是综合性和跨市场。中国条块分割的金融监管，一方面难于形成金融创新所需要的市场基础条件、法律制度、政策支持等的聚合效应；另一方面，由于监管对象及内容的特定性，又容易造成管制过度，阻碍金融创新。

总结而论，中国的金融监管体系的不健全已经是一个不争的事实。因此，在中国的实体经济发展战略目标确定的条件下，金融监管体制改革和完善的基本方向，应是根据实体经济发展对金融体系提出的服务需求，既能满足实体经济发展对金融体系服务功能和效率的要求，又有利于处理宏观审慎监管与微观监管、加强监管与金融创新的关系，然后按照满足这些要求的必要条件进行相应的金融监管改革路径设计。

三、构建金融危机的防波堤

金融全球化发展背景下的中国金融体系面临着两方面的挑战：一方面经济改革发展过程中潜伏和积累的大量问题将逐渐显现；另一方面中国金融市场的进一步开放无疑已成为影响中国金融稳定的重要因素。与此同时，中国也遇到了一些新的挑战，包括大国责任论、不断加剧的贸易摩擦，中国和一些发展中国家双边贸易的极端不平衡、可持续发展的问题等等。形势的发展的确需要我们寻找保证中国金融体系稳定运行的对策。本节将分别从经济发展方式转型、虚拟经济风险控制、金融体系三个方面，探求维护中国金融稳定的应对之策。

（一）转变经济发展方式

中国长期以来形成的“高投入、低成本、外向型”经济发展模式，通常是后发型国家经济发展的战略选择。因为后发国家在一定时期内唯一的竞争优势是廉价劳动力优势。但是，“高投入、低成本、外向型”经济发展战略本身只能是阶段性发展战略选择。事实上，中国现在已经不具备充分的条件继续坚持这一发展战略，继续以“高投入、低成本、外向型”战略来扩展中国产品的地理市场，事实上已没有广阔的市场基础。因此，全球经济一体化意味着中国的经济必须越来越依赖于内需特别是国内消费市场。因此，转变经济发展方式首先意味着一国从生产型社会向消费型社会转型。当然，实现这种转型并不是简单地移植美国的高消费模式，而是要通过制度安排，包括建立工资增长机制和完善社会保障制度、调整收入分配结构，使占居民人口多数的中下阶层能更多地分享发展成果，扩大社会性消费市场。

从经济发展史看，一国经济的现代化进程，从一定意义上讲就是经济逐步从生产型社会向消费型社会转型的过程。因为技术进步和生产力的发展，将促使产品市场的地理扩张遇到极限，因此现代化进程的必然选择是从社会层面来扩张产品市场。可见，建立消费型社会，从而实现一国消费结构的不断升级，进而使一国产业结构而不断升级，是一国现代化之路中必然的路径选择。在这一过程中，一国的消费水平得到提高，生产能力通过消费市场的社会扩张而得以吸收，国民经济的竞争力也因此得到加强。也就是说，转变经济发展方式对中国而言，目标必然是实现“共同富裕”，核心是通过大力推进自主创新，将经济发展转变到主要依靠科技进步、人力资本投入、管理创新增强来推动。

因此，从中国经济发展的现实来看，要加快经济发展方式的转变，关键在于调整与优化需求结构、产业结构和产业的空间布局。

第一，调整优化总需求结构。中国经济发展过程已经显现出的问题之一是经济发展的拉力结构失衡，这集中表现为消费需求对经济增长的贡献率呈持续下降趋势，最终导致拉动经济增长的总需求结构失衡。形成这种状况的直接原因在于开放经济条件下产业分工格局受到外部冲击的影响及收入分配差距的逐步扩大。因此，必须大力调整和优化总需求结构，而调整和优化基本方向，就是将主要依靠投资、出口拉动的经济增长模式转变为依靠投资、消费和出口协调拉动的经济发展模式。

第二，调整优化产业结构。经济发展过程本质上是产业结构的高度化过程，或者说产业结构的高度与经济发展水平具有一致性。总体而言，中国三十多年来经济发展过程中的产业

结构演进趋向与经济发展史表明产业结构演进趋势是相符的。但中国近年的经济发展过程存在的问题是：第二次产业迅速发展与相对滞后的第三次产业和比较落后的农业发展方式相并存，由此造成了中国经济一系列的问题。

导致我国经济发展过程中产业结构不平衡的主要原因在于：垄断保护及市场竞争不充分，创新能力不足，导致传统制造业的改造升级缓慢、新兴产业的发展滞后，不充分的现代服务业难以为第一、二次产业的发展提供生产性服务。因此，调整优化产业结构的核心在于通过调整优化要素结构和技术结构来改造传统产业，培育新兴产业和发展现代服务业和加快转变农业发展方式。通过这种调整及优化，改变经济增长主要依靠第二产业带动的格局，构建起依靠第一、第二、第三产业的协同发展带动经济发展的格局。

但必须注意到的是，发展现代服务业显然包含了发展金融业，但这并不意味着由此要推动虚拟经济的快速发展。世界经济发 展的历程表明，当实体经济中的新产业通过采用新技术生产出新产品来满足市场需求时，由于市场需求和利润空间巨大，虚拟经济的发展无疑是建立在坚实的基础之上。因此，当虚拟经济适应实体经济发展的需要 进行金融创新时，反过来会促进实体经济的进一步发展。如果在原有产业已经饱和的情况下，经济增长乏力，由金融创新推动的虚拟经济增长只会导致资金滞留于金融市场，引致资产价格上涨，形成经济的恶性循环。所以，虚拟经济发展应与产业结构的优化、升级相协调，既满足新型产业的产生与发展所需的金融创新及引致的巨大资金需求，又要避免盲目的金融创新及虚拟经济的发展因缺乏实体经济的支撑而形成的巨大风险，避免大量资金进入股市使虚拟经济演变成泡沫经济，引致经济萧条。

从中国的现实状况来看，适应产业结构调优化发展虚拟经济重点在于以下三方面：一是虚拟经济的发展要立足于高新技术产业，并以这些产业为主导，为新兴产业体系发展提供虚拟化支持；二是虚拟经济发展要有利于引导区域产业调整，通过金融创新为区域产业转换提供新的金融机制；三是通过实施中小企业资本证券化战略，为中小企业发展提供新的融资方式。

第三，调整优化空间布局结构。中国经济发展过程中空间布局结构存在的主要问题是城乡差距和区域经济发展不平衡。这种二元结构使中国城市化滞后，农村经济结构转换受到严重阻碍；造成资源浪费和经济效率低下；农村贫困化并引发社会问题。因此，统筹城乡发展和区域发展是加快转变经济发展方式的重要内容之一。

在中国转变经济发展方式调整产业结构的过程中，美国发生的金融危机事实上给中国产业结构调整提供了重要警示。由于我国城乡二元结构的长期积弊，农业劳动生产率较低；加之工业化没有完成，二次产业比重会比较高，服务业特别是金融等现代服务业发展自然严重滞后。因此，在现阶段顺应产业结构变动趋势进行调整是必要的。但是，这并不意味着我国服务业特别是属于虚拟经济的那部分服务业比重越高越好，相反是金融脱离实体经济需要自我膨胀的状况在现阶段应该避免。只有这样，三次产业间才能够形成良性循环，减少经济运行的振荡。中国目前并不具备形成美国那种虚拟经济畸高的产业结构的条件，如果不顾客观实际而盲目膨胀，则频繁的金融危机难以避免。

（二）构建防范虚拟经济演变为泡沫经济的有效机制

1、研究虚拟经济的运行规律，为其健康发展提供理论指导。虚拟经济是在实体经济发展到一定阶段时出现并发展起来的，现代经济的正常运转依托于虚拟经济。因此，我们应当从历史必然性的视角来看待和研究虚拟经济的运动发展规律，这既需要对发达的市场经济国家如何发展虚拟经济促进实体经济增长的经验进行系统的总结和借鉴，又要对其发展虚拟经济过度导致泡沫经济破灭的教训以及新兴市场国家容易出现的虚拟经济失控问题进行深入的分析。只有这样，才可能获得规律性的认识，提供有益借鉴。

美国次贷危机的重要启示之一就是：中国应立足于虚拟经济与实体经济的平衡，不能单

纯重视虚拟经济规模的扩张，而应以实体经济发展的需求为限。特别是在经济全球化和全球金融自由化进程加快的内外压力下，中国虚拟经济的发展更有必要处理好实体经济与虚拟经济的关系，以两者的平衡作为基本原则，不能为了追求短期内的资本市场繁荣而放任证券化资产的过度扩张，制造虚拟经济的泡沫。

金融归根到底是为实体经济服务、以实体经济为支撑的，虚拟经济的自我膨胀和自我强化机制在缺乏有效监管的情况下，就会引发金融泡沫的过度膨胀。从另一个角度看，尽管虚拟经济是实体经济发展的必然产物，但虚拟经济的存在并不表明经济一定会泡沫化，我们所要控制的是过度的虚拟。长期以来中国的经济发展坚持了以实体经济为基础的基本方向，并保持了持续快速增长，而在金融抑制和金融管制下的金融体系却呈现出发展不均衡、结构不合理的局面。因此，中国当前金融体系和实体经济体系所面临的问题并不是虚拟经济的过度发展，而是金融体系相对于实体经济的发展滞后导致实体经济主体经常面临外部融资渠道不畅的困境。因此，中国虚拟经济的发展要重视证券化市场的广度和深度建设，充分利用证券化创新为实体经济创造新的融资渠道和风险管理手段，发挥证券化融资对金融稳定和实体经济发展的促进作用，同时，不能单纯以规模扩张作为评价证券化发展程度的标准，而应在防止证券化资产规模过度膨胀的前提下，利用证券化市场的发展和完善来实现我国金融结构的优化，推动金融市场各子市场的协调发展，改善中国当前以间接融资为主的融资结构，从而分散和转移过分集中于银行体系的金融风险。

2、提高上市公司质量，为虚拟经济发展构建微观基础。上市公司的质量是证券市场的坚实基础，同时也是虚拟经济发展的基础。因此，要使虚拟经济的发展建立在坚实的基础上，微观基础的构建须在这几个重要的方面有创新：（1）进一步规范企业上市机制，为从整体上提高上市公司的质量提供保证。重要的是从产权制度改革入手，通过规范企业上市加快建立规范的法人治理结构。（2）培育具有国际竞争力的大公司。因为市场经济条件下一国的经济实力和竞争力很大程度上取决于其企业的国际竞争力，而构建企业竞争力时公司治理水平及规模又起着重要作用。（3）疏通劣势企业退出市场的机制，通过产权运作对业绩较差的公司进行资产重组，发挥资本市场对企业发展的筛选作用。

3、建立有效的虚拟经济活动管理机制

作为金融领域最具影响的创新机制，资产证券化在拓展融资渠道、改善金融结构和分散金融风险等方面表现出显著优势，已经成为当今各国金融体系的重要发展趋势。但由于中国金融创新的明显滞后，资产证券化仍处于探索和起步阶段，整体规模相对较小，证券化资产的范围也仅限于信贷资产，为鼓励和促进资产证券化的进一步发展还需要一系列政策措施的扶持。推进中国证券化的具体可行措施包括：（1）通过加强法律环境建设，更大限度地保障证券化市场参与者尤其是投资者的合法权益，对证券化涉及的诸多资产转移出售、破产机构的资产接管和处理等具体法律问题做出明确规定，适时制定并在实践中逐步完善《资产证券化法》以及其他相关法律法规，为资产证券化运作创造有法可依的良好环境，从而促进证券化的大规模开展。（2）重视与证券化配套的市场环境建设，包括：建立推动金融机构信贷资产证券化的担保与保险的专门机构，为发放信贷资产的金融机构提供担保和保险，促进抵押贷款合同的标准化，从而扩大可证券化资产的规模，为信贷资产证券化创造条件；建立完善的证券化中介服务体系和社会征信体系，为广大投资者提供及时、准确、完整的相关信息，提高资产支持证券市场的透明度，进而在一定程度上有效解决资产证券化进程中的信息不对称问题；加强债券市场建设，大力发展国债市场，并适当放宽企业债券的发行限制，为资产支持证券的发行和流通提供良好的平台，确保证券化进程中资产的流动性，并形成合理的定价机制。

在促进证券化发展的同时，不能忽视对证券化创新的监管问题，坚持鼓励创新和加强监管并重的原则，严格控制证券化可能产生的潜在金融风险，以确保金融体系的稳定。首先，

中国信贷资产证券化试点监管的重中之重是对信贷资产质量的监管,防止证券化对信贷资产监督审核动机的弱化,通过建立有效的激励机制促使银行对贷款进行积极的监督审核,从而保证信贷资产质量,从源头上控制资产证券化的风险;其次,建立和完善现有金融监管机构的协调合作机制,在证监会、银监会和保监会等监管机构间形成有效的信息共享,通过对各监管部门之间的整合和协调,妥善实施对证券化业务所涉及的证券、担保、信托等金融领域和工商企业等非金融领域的监管;再次,加强相关证券化产品的信息披露制度,降低市场参与者的信息不对称,同时适当控制证券化产品的衍生程度,对于信用链条长、设计复杂的证券化衍生品采取限制措施;最后,对中国证券化的金融监管需要在实践中不断调整,不仅要考虑国际金融监管框架的变化,而且要根据中国证券化的发展阶段对监管手段进行完善,使之形成更有效、更全面的监管体系,从而促进证券化参与主体的行为在相互博弈过程中向有利于金融稳定的方向发展,而不是相反。当然,对监管者来说,既要通过防范和消除证券化可能带来的金融风险,维护金融稳定,同时又要注意在监管中保护创新主体的积极性,服务于证券化创新,而不是简单地遏制证券化进程。尤其在当前证券化呈现出不利于金融稳定的态势下,监管部门应持慎重积极的态度,采取合理有效的措施加以解决,处理好推进证券化创新和加强金融监管之间的关系。

中国金融衍生产品的交易由于金融创新能力有限,且资本项目尚未完全开放,因此其交易在全部金融交易所占比重较小。但中国金融开放程度的加深及金融业的发展,必将使金融衍生品交易成为重要的金融交易品种,对金融衍生产品的供给及交易的监管亟待加强。

首先,完善金融衍生产品交易监管的相关法规。2009年8月中国《银行间市场金融衍生产品交易管理办法》的发布,标志着中国金融衍生产品交易制度的形成,但离形成一套较为系统完善的金融衍生产品监管法律法规尚有相当的距离。从理论与实践的结合来看,这样一套较为系统完善的金融衍生产品监管法律法规应该包括对金融衍生产品的生产及创新、金融衍生产品的交易及创新、金融衍生产品市场管理及金融机构进行监管的规范。在所有监管的法律法规中,完善交易报告制度、信息透明度、信息披露都是必须予以明确的基本内容。只有建立起完善的法律制度,才能为避免因金融衍生产品交易的过度膨胀而引发金融危机打下基础。

其次,加强对信用评级机构的监管。在信息不对称的金融市场上,信用评级机构起着风向标的作用,而且通过市场羊群效应其影响力会进一步放大,因而对信用评级机构的监管是金融监管的重要内容之一。我国金融评级机构总体还处于起步阶段,对金融市场的影响并不显著,但金融开放及金融业的发展将会使我国的金融评级机构作用日益显现,对其加强监管是一个十分必要的现实选择。

4、强化证券化工具运用与货币政策的协调。随着资产证券化规模和范围的扩张,资产证券化对宏观政策尤其是货币政策的影响会越来越明显,可能给货币政策实施带来挑战 and 变化。因此在推进资产证券化发展的同时,中国有必要密切关注证券化工具的运用与货币政策的协调,以提高货币政策的有效性和实施效率。(1) 货币政策的制定应考虑资产证券化对货币政策效果的影响。其一是由于资产证券化的运用改变了货币政策传统的传导渠道,弱化了商业银行作为货币政策传导主体的重要性,而加强了货币政策传导的市场性,推进证券化有利于中国货币政策传导机制的完善,但可能引起最终的货币政策效果不确定性的提高;其二是证券化使利率在实现货币均衡过程中的作用被加强了;其三是资产证券化通过提高货币流通速度和货币资金的使用效率,改善了货币政策效果。因此在中国实施资产证券化的进程中,需要充分考虑证券化于货币政策传导效率的影响,从而适当调节货币政策的力度,以保证其实施效果。(2) 资产证券化产品中信用等级较高的资产支持证券有可能成为中国货币政策进行公开市场操作的工具。目前,中国公开市场业务对象比较单一,集中在国债市场的操作上,而资产支持证券中质量较好的部分信用风险小,预期收益比较稳定,是适合中央银

行进行公开市场操作的对象。事实上,美国的住房抵押贷款支持证券就属于这类工具,是外国中央银行进行储备操作的对象。随着中国证券化的不断扩张,如果能够为公开市场买卖提供风险收益适中的交易对象,将会有效提高中国货币政策操作的市场化程度和货币政策实施效率,并反过来进一步推动证券化市场的发展。

(三) 完善金融监管体制,建立更有效的金融监管模式

中国金融监管模式变革的目标应是:从目前以分业监管和微观审慎金融监管为特征的模式,转向以统一集中式监管和在微观审慎监管基础上引入宏观审慎监管为特征的模式。

在金融全球化深入发展的今天,统一集中式监管是总的发展趋势和方向。中国的金融业的混业经营状态已是不争的事实,分业监管模式难以适应混业经营的矛盾已经显露,因而选择统一集中监管模式具有合理性。因为,原有的分业监管模式本质上是一种微观审慎金融监管制度,其监管的重点是单个金融机构的稳健性。它赖以建立的理论基础是:当所有单个的金融机构都具有稳健性时,则整个金融体系必然也是稳健的。但这一基本前提却是错误的,因为这实际上是对“合成谬误”、“羊群效应”本身视而不见。所以,构建微观审慎监管与宏观审慎监管有机结合的金融监管体系,成为目前各国金融监管制度改革的基本选择。

由于宏观审慎监管理念本身还是一个新事物,事实上也就不可能有成熟的模式可供借鉴。从我国的实际来看,构建微观审慎监管与宏观审慎监管有机结合的金融监管体系重点应包括下列几个层次的内容:(1)金融监管目标的设定应包括两个重要的方面:其一是防范因金融风险的扩散及传染引发系统性风险,其二是控制金融体系对经济波动的放大效应。(2)在监管工具的选择方面,既要选取能充分反映本国经济金融状况的不同层次的宏观审慎指标;又有必要根据金融市场发展等因素对工具体系进行补充;构建起微观审慎监管指标与宏观审慎指标之间的有机联系,既为金融机构补充资本金及风险防范提供精确的指导,又为宏观调控提供基本的依据。(3)证券与保险行业也存在顺周期性特征,因此有必要探索有效的逆周期监管框架来加强监管。(4)协调好金融监管与货币政策目标间的矛盾。为防范金融体系经营中的顺周期性形成对经济波动的放大效应,金融监管应当通过有效的逆周期监管框架来加强监管,但这往往与货币政策目标相冲突。因此,如何协调二者的关系以保证目标的实现,确实是各国金融监管与货币当局面临的选择。(5)经济一体化造成了金融体系的外部性。由于资本流动规模越来越大、某些跨国金融机构的规模甚至超过主权国家,因而以单一国家所进行的金融监管事实上收效有限。因此,建立金融监管的国际交流与协作制度,加强各国金融监管机构之间的交流与协作,参与国际金融规则的制定,实现对跨国金融机构的有效监管,这是防范金融风险在各国蔓延的有效手段,也是应对全球性金融危机挑战的基础。

参考文献

- [1] 成思危. 虚拟经济的基本理论及研究方法[J]. 管理评论, 2009, (1).
- [2] 曾康霖. 虚拟经济: 经济活动新领域[M]. 中国金融出版社, 2003.
- [3] 曾康霖, 王长庚. 信用论[M]. 中国金融出版社, 1993, 9.
- [4] 刘锡良. 国际货币竞争理论研究评述[J]. 经济学动态, 2008, (5).
- [5] 邓乐平. 法与金融的最新研究进展述评[J]. 经济学动态, 2007, (1).
- [6] 陈野华. 西方货币金融学说的新进展[M]. 西南财经大学出版社, 2001, 1.
- [7] 晓林, 秀生. 广义虚拟经济论文集 I[M]. 航空工业出版社, 2008, (8).
- [8] 姚国庆. 经济虚拟化下的金融危机[M]. 南开大学出版社, 2005, 12.
- [9] Paul R, Masson: Contagion: Monsoonal Effects, Spillovers, and Jumps Between Multiple Equilibria, IMF Working Paper, 1998.
- [10] Manmohan S. Kumar, Paul Masson, Marcus Miller: Global Financial Crisis: Institutions and Incentives. IMF Working Paper, 2000.

- [11] Paul R. Krugman: Target Zones And Exchange Rate Dynamics. NBER Working Papers, 1988.
- [12] Marcus Miller and Lei Zhang: Creditor Panic, Asset Bubbles and Sharks: Three Views Of The Asian Crisis. ESRC Working Papers.
- [13] Demirg-Kunt, Asli and Detragiache: The Determinants of Banking Crises in Developing and Developed Countries. IMF Staff Papers, Vol.45No.1.1998.
- [14] Demirg-Kunt, Asli and Detragiache: Financial Liberalization and Financial Fragility, 1998.

China's Financial Security and Modern Financial Crisis

Li GuoJiang

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and
Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: this paper mainly explores uncertainties existing in China's economic reform and opening-up and their impact, both positive and negative, on China's economy. The paper aims to provide sound policy implications that can effectively guide China's economic practice under the background of deepening of fictitious economy. The paper lastly analyzes how China can more actively participate in global financial affairs through restructuring its financial stability and opening up its financial market, eternally, to protect its financial security.

Key words: fictitious economy, fictitious economy system and structure, modern financial crisis

收稿日期: 2013-3-20

作者简介: 李国疆, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 金融理论与实践