

# 金融约束政策、资产池与内外均衡冲突的对策

叶展 厦门大学金融系

**摘要:** 本文就现阶段我国经济内外部失衡的状况提出解决思路, 指出我国股市的现状及把股市构建成高质量的资产池对解决内外部失衡状况的作用, 并探讨如何通过金融约束政策的退出和对投资者利益的保护来增强股市吸引力和构建高质量资产池, 从而较有效缓解内外均衡的冲突。

**关键词:** 内外部失衡; 资产池; 金融约束政策; 投资者保护

**中图分类号:** F822 **文献标识码:** A **文章编号:** 1001-828X (2011) 06-0199-02

现阶段, 我国的宏观经济正面临内外部失衡的状况, 宏观经济调控出现了实现内部均衡目标和外部均衡目标的政策冲突。目前我国经济内部失衡的主要问题是通货膨胀率较高, 外部失衡的主要问题是持续性顺差等原因导致人民币不断升值。最近公布的数据显示, 今年6月份居民消费价格指数(CPI)同比上涨6.4%, 创三年来新高。为了控制通货膨胀, 央行今年多次加息和上调存款准备金率。另一方面, 2005年人民币汇率改革以来, 人民币对美元汇率持续上升且其存在较普遍的升值预期, 今年4月29日, 人民币对美元的中间价为6.4990元, 首次突破6.5关口并刷新汇率改革以来的新高。

面对内外部失衡的状况, 我国试图通过紧缩货币政策、加强资本管制等手段缓解。然而, 根据克鲁格曼就开放经济下的政策选择问题所提出的三元悖论, 本国货币政策的独立性、汇率的稳定性、资本的完全流动性三个目标不能同时实现。我国实行有管理的浮动汇率制, 如果为了防止国际资本过多流入而导致人民币升值步伐加快, 必须采取降息手段, 这会进一步扩大国内的流动性, 提升物价水平, 造成更大的通胀压力; 如果采取升息手段, 会吸引国际资本流入国内, 增大人民币升值的压力和冲击实体经济。因此, 我国的宏观经济政策在实现内外部均衡目标时产生矛盾和冲突。

美联储2010年11月以来推行的第二次量化宽松政策(QE2)进一步导致世界范围内的“热钱”泛滥, 更加剧了我国实现内外均衡的冲突。虽然美联储在今年6月末结束了第二轮量化宽松政策, 但其仍在购买美国国债, 使其资产负债表规模保持不变。伯南克7月13日还表示, 如果美国经济持续增长乏力, 美联储可能采取新的货币刺激政策, 即暗示有必要时将推出QE3。

泛滥的热钱破坏力巨大, 大量热钱的涌入将进一步增加我国通货膨胀的风险和引发资产价格泡沫。对如何管理好“热钱”, 周小川指出要将短期的投机性资金放在一个“池子”里, 而不让热钱泛滥到整个中国的实体经济去, 待热钱需要撤退时把它从“池子里”放走, 最大限度减少资本异常流动对中国经济的冲击。“池子”政策及其解决内外均衡冲突的效果引起国内学者和有关人士广泛的猜测和评论。笔者认为我国的股票市场可成为较理想的资产池, 本文探讨如何通过金融约束政策的退出和对投资者利益的保护构筑一个具有吸引力的高质量资产池, 从而减少内外均衡的冲突。

## 一、资产池的选择及其作用

### 1. 资产池的选择

市场猜测“池子”的构建主要有两种可能的措施: 一是引导热钱进入资本市场; 二是央行用货币政策等手段吸收对冲。央行副行长马德伦指出, “池子”指一系列政策组合措施, 既包括对流入资本的外汇管理, 也包括存款准备金等一系列政策措施。笔者认为, 资产池的作用不仅应该能有效吸收进入我国的国际“热钱”, 还应该能引导国

内剩余的货币供应量进入该资产池。

调整存款准备金、加强外汇管制等手段固然是资产池的组成部分, 但更大、更有效的资产池应该是我国的股票市场。目前我国的楼市正处于严厉的调控中, 农产品市场因与国计民生密切相关不能成为“热钱”的资产池, 债券市场规模不足, 期货市场因风险巨大参与者数量有限, 所以股票市场成为构筑资产池较理想的选择。

### 2. 内外均衡冲突的对策

经过20年左右的发展, 我国股票市场规模迅速壮大, 其容量足以承受较大规模“热钱”和国内剩余的货币供给。但由于目前金融约束政策的存在和缺乏对投资者利益的保护, 我国股票市场还不具备足够吸引力, 投资者的利益经常被忽视且受到严重侵害, 投资者越来越成为证券市场中最易受伤害的弱势群体。

一旦股市成为高质量的资产池且具备足够的吸引力, 我国一方面在解决国内通货膨胀的内部失衡问题上, 可通过适时适度加息和提高存款准备金等紧缩政策减轻通货膨胀; 另一方面, 在持续性顺差等原因导致人民币不断升值的外部失衡问题上, 可通过外汇管制等手段控制人民币升值幅度, 同时引导国际“热钱”和国内剩余的货币供给进入我国股票市场, 抵消因加息导致国际资本流入的影响, 最大限度减少“热钱”泛滥对我国实体经济的冲击, 从而较有效解决内外部均衡的冲突。因此, 把我国股票市场构建成一个高质量的资产池尤为重要。

## 二、经济转轨过程中我国金融约束政策的发展

金融约束政策指政府通过一系列的金融政策为金融与生产部门创造租金机会, 即取得超过竞争性市场所能产生的收益的机会, 这种租金能够更好地为经济发展服务。我国从计划经济到市场经济的转变过程被认为是渐进式转轨, 在这过程中, 为了保持经济的正常发展和为国有企业提供持续融资, 政府先后推出国有银行的货币性金融约束政策和证券市场的证券性金融约束政策, 推动中国金融的改革和发展。

### 1. 国有银行的货币性金融约束政策

若不存在利率管制, 市场上资金供给曲线和资金需求曲线的交点即为均衡利率, 此时存贷款利率相等; 若政府控制金融部门的存款利率上限, 使存款利率低于竞争性均衡利率的水平, 银行对企业的贷款利率高于居民的存款利率, 差额部分属于银行的经济租金。金融部门则在租金激励下通过提高存款的安全性和中介的效率来增加储蓄动员, 并为国有企业发展提供金融支持。我国经济转轨的早期阶段主要实施货币性金融约束政策。

### 2. 证券市场的证券性金融约束政策

证券性金融约束政策即政府通过“审批制”的市场准入管制让国有企业优先入市、股权分割制度安排等方式对国有企业融资提供支持和保障。政府通过市场准入管制能保证国有企业顺利进入证券市场融资, 且通过国有股权分割防止对国有企业控制权的旁落。随着我国经

收稿日期: 2011-06-01

济的逐渐转轨,货币性金融约束政策的作用减弱,证券性金融约束政策是货币性金融约束政策的衔接与过渡,实现我国经济转轨过程中对国有企业的发展提供持续金融支持。二者都是以租金形式对我国经济的渐进转轨提供金融支持。

### 三、我国股票市场制度安排及现状

现代股票市场不仅是融资市场,更应该成为投资市场。具备成熟市场经济的国家,其股票市场不单是筹集资金的市场,还是体现资源优化配置的场所和投资者获取回报的投资市场。然而,我国股票市场的制度设计却偏向于一种融资制度安排,发展股票市场的目的更侧重于为国有企业提供持续性融资。我国为了实施证券性金融约束政策,通过国有企业优先入市、证券溢价发行、股权分割等方式实现股票市场作为融资市场的制度设计。这种制度安排没有把优化资源配置和投资者获得合理回报作为股市的最重要功能,从长远角度看,这将成为我国股票市场长期健康发展的严重阻碍。

我国的证券性金融约束政策和股票市场融资制度安排在弥补国有企业资金供求缺口和保证体制改革顺利进行的同时,也给股票市场带来不少严重的缺陷。例如,“审批制”导致上市公司伪造公文等违法违规现象屡禁不止,上市公司仅注重融资而内部治理结构混乱,公司质量普遍欠佳而二级市场投机盛行等。这些行为和现象严重破坏我国股票市场的秩序和投资者的利益,令投资者深感失望,阻碍我国股票市场成为有吸引力的投资市场。

近几年我国股市表现令人失望。三年来,尽管国内经济增长强劲,但我国A股市场表现几乎全球最差。沪深两市的股票市值在下跌行情中不断蒸发,全球金融评论家更是用“中国熊”来形容今年上半年的A股市场。我国股票市场具备成为理想资产池的潜力,但目前的表现和制度安排使股市很难成功吸收国际“热钱”和吸引国内投资者的青睐,股市仍与高质量资产池的标准存在很大差距。为此,为了构建我国股市成为高质量的资产池,从而为我国经济内外部失衡的状况提供对策,当务之急是从金融约束政策的退出和保护投资者利益等方面努力,使股市从融资市场向投资市场转变,让投资者获得合理回报,引导股市规范、健康发展。

### 四、构建高质量资产池的途径

#### 1. 加快退出金融约束政策,有效促进股市向投资型市场发展

我国股票市场的发展属于粗放型扩张,是政府为保证国有企业融资需求而推动股票市场在短期内迅速壮大规模的结果,不注重股市质量的提高。虽然我国股票市场经过20年来的发展,越来越多的民营企业而不单是国有企业得以成功在沪深两市上市,但股市主要作为上市公司融资市场的制度安排并没有变,导致股票市场运行效率和资源配置效率低下。随着我国经济发展态势发生巨大变化,金融约束政策所产生的成本已超过其收益。

我国经济状况从短缺经济向买方市场的转变已动摇现阶段金融约束政策的基础,且至今未完全解决的股权分割结构使市场的供求状况严重失衡,导致二级市场的流通股价被高估,诱发市场上出现各种不规范行为。政府既是市场的监管者和市场准入的审批者,又以上市公司最大股东的身份成为市场的参与者,多重身份使其出台的各项政策不够合理,不利于我国股票市场的健康发展。

因此,为构建我国股票市场成为高质量资产池,管理部门应及时安排金融约束政策的退出,改变我国企业过度依靠从股票市场获取融

资的“路径依赖”的现状。政府需要克服既得利益阶层的压力,整顿股票市场低效混乱的局面,完善市场准入机制,杜绝经营效益低下的企业入市,从国有企业优先入市融资的制度设计转向优质企业竞争入市。同时,尽快处理股权分割结构问题,解决因“大小限”制度不够合理而过度抬高新股发行价格及破坏二级市场供求状况等问题。只有有效促进我国股票市场从融资型市场向投资型市场发展,发挥股票市场优化资源配置和让投资者获得合理回报的功能,切实保障投资者的利益,方能吸引更多投资者将资金投入股市,真正发挥其理想资产池的功能。

#### 2. 切实加强投资者利益的保护,使投资者获得合理回报

我国股票市场的法制建设滞后于市场发展,与投资者利益保护相关的法律和规章制度不健全。上市公司有较大部分是通过国有企业改制形成,因此大多数上市公司的大股东是国有股东,国有产权缺乏强制约束和监督,投资者特别是中小股东的利益缺乏应有保障。上市公司利用信息不对称减少投资者对其决策和行为的约束,其只关心“圈钱”而不注重对投资者的回报,股市操纵、内幕交易、财务造假等丑闻频频发生,投资者的利益受到严重侵害。因此,要构建对投资者有吸引力的股市,应改变现状,切实加强投资者利益的保护。

加强投资者利益保护主要应做到以下几方面:第一,健全和完善保护投资者利益的法律制度,建立科学合理的证券执法机制,提高法治效率,增强相关法律法规的便捷性和可操作性。同时,应建立有效的投资者诉讼机制和完善民事赔偿机制。第二,建立有效的内部权力制衡机制和健全公司治理结构,正确发挥董事会在公司经营管理中的决策功能,充分体现独立董事决策的独立性,并强化监事会的监督职能及提高其监督质量。同时,应完善股权结构,引进多元投资者,分散大股东股权,减少大股东对其他股东的侵权想象。第三,加强监管,建立健全监管制度和信息披露制度,提高上市公司的透明度。第四,创造良好的社会信用环境,改变我国股市信用环境不良和上市公司信用危机频现的现状,从而达到降低隐性交易成本,保护投资者利益的目的。

### 参考文献:

- [1]廖旗平.热钱流入下选择“池子”应对策略探讨[J].西南金融,2011(02).
- [2]巫彬.“池子”如何防住“热钱”[J].商周刊,2010(26).
- [3]华桂宏,成春林.金融约束政策批判[J].江海学刊,2004(06).
- [4]易莞娇.中国转轨经济增长中的金融约束政策分析[J].企业家天地(理论版),2010(06).
- [5]艾洪德,武志.《金融支持政策框架下的证券市场研究》[M].中国财政经济出版社,2009.
- [6]罗纳德·麦金农.《经济市场化的次序——向市场经济过渡时期的金融控制(第二版)》[M].上海人民出版社,1999.
- [7]魏安莉.构建完善的中小投资者利益保护体系[J].工业技术经济,2005(02).
- [8]张涛.论我国证券市场中小投资者利益保护问题[J].时代经贸(下旬刊),2008(10).
- [9]李乐乐,章文芳,刘明.中小投资者利益保护现状分析[J].财会通讯,2010(02).
- [10]李杰,贾美云.中小投资者利益保护对策分析[J].科技和产业,2010(10).