



您的位置：首页 - 最新观点

易宪容：扭曲的金融资产价格(2004年3月8日)

文章作者：

发端于20世纪50年代的现代金融学，其核心就是假定金融市场当事人都是理性经济人，金融资产都能够在一般均衡框架下确定其价格，而金融市场的运作机制就在这一基础上形成。因此，金融学就是研究风险定价的，而金融改革的核心就是形成合理的资产定价机制。

因此，无论是银行，还是证券市场及保险公司，其业务的实质就是为风险定价，并通过风险定价来承担风险及分散风险。如银行业就是纯粹的风险买卖。它用低的价格把风险买入，然后又以高的价格把风险卖出。也就是说，不论银行产品的具体形式如何，银行核心功能就是进行风险定价与交易，其盈利模式就是买进风险与卖出风险之间的价格差。

既然金融业的核心是风险的定价、风险的分担与分散，那末这种买卖风险机制如何形成？如果没有有效风险定价机制，金融市场何以可能存在？在中国，为什么金融资产的价格容易造成在期限与货币上错配、误配？为什么金融资产的错误定价会泛滥并导致金融资源流向无效的地方？现实的经济状况表明，历年来国内的经济增长率不断上升，而长期利率则不断下降。为什么民众11万多亿资产会以低于整个社会平均投资回报率的状态长期存入银行而不动？为什么股市的高盈利率居高不下？为什么房地产的投资回报率可以高达百分之几十而房价仍然在上涨？为什么国内劳动力严重过剩但资本密集型产业仍然迅速发展？等等，这些都说明国内金融市场的资产定价机制严重失灵，资本价格被严重低估，从而使得金融市场资产价格严重扭曲。

在国内金融市场，整个金融资产的定价完全是在政府的管制下。比如银行业，在严格利率管制的条件下，国内银行既没有自主权来确定其自身产品的价格（存款利息管制），也没有权力对购买的产品按市场情况确定其竞标价格（贷款利息管制），银行只能按政府规定的价格来出售风险产品。这与目前市场体制下的其他产业根本不同，如汽车业在买进原材料时，可以随意地竞标，如果出价不够，卖方不会卖给它。可在国内的银行业，风险定价完全由政府来定夺，各银行既不能向企业说以某个价格向它买风险，也不能自主地向存款者或投资者确定风险的卖价。

就吸收存款来说，银行也只能按照政府规定的价格卖出风险，即便各银行的资信等级各不相同，同时银行也完全没有能力通过谈判或协商去得到更好的交易条件，存款者也没有能力通过谈判更廉价地去购买风险。结果是购买风险的人不用区别银行之间的好坏，因为所有银行的风险都一样。再加上国内银行基本上为国家间接担保，这样所有银行就没有风险。这也正是国内储蓄不断创新高与国有银行效率低的重要原因。

既然国内银行从业人员不用也不实际做风险定价，那么要改善银行贷款组合质量就是十分令人质疑的。而贷款组合是银行购买的风险组合，由于每个借款人都是惟一的，因此每一笔风险都是独特的，好的风险定价只能是根据市场具体的情况独自进行价格测算。如果贷款组合的每笔贷款的风险是由别人来定价，那么其价格会出现错误也是不可避免的。

在这种情况下，信贷资产必然会导致严重的低估。这几年，政府通过利息管制，把存贷款利差迅速拉大，促使国内银行轻易地由行业性亏损转变为行业性效益迅速改善。而信贷资产的低估则会导致银行不良贷款的增加和就业的不足。已经有研究数据表明，由于大量的低价资本流入资本密集型产业，从而遏制了劳动密集型产业的发展。

信贷市场的情况是这样，证券市场的情况也大体如此。在国内股市，为什么会有成百上千的企业正在排着长队准备上市？为什么有些拟上市公司及相关的中介机构会冒着巨大的风险作假造假都要上市？为什么企业上市后能轻易地圈钱并千方百计掏空上市公司？最根本点就在于证券市场的资本价格被严重低估。

因此，国内金融改革的核心问题正是如何来形成合理的资产定价机制，它是中国金融改革的一个关节点，是中国金融改革的纲领性思路，同时也是中国经济走向持续繁荣、实现高增长与高就业的关节点，而要形成合理的资产定价机制，仅是金融市场方式的技术性调整与改革是不够的，改变政府对金融市场的控制方式和改善市场的环境与市场的运作效率，形成有效的市场竞争机制，尊重市场的内在法则才是至关重要的。

文章出处：《经济观察报》

[\[推荐朋友\]](#) [\[关闭窗口\]](#) [\[回到顶部\]](#)

转载务经授权并请刊出本网站名

中国博士论坛

中国社会科学院  
保险与经济研究中心

IFB外商投资中心

IFB基金研究  
与评价中心



地址：北京市东城区建国门内大街5号 邮编：100732 电话：010-65136039 传真：010-65138307

版权所有：中国社会科学院金融研究所