

我国房地产宏观金融风险研究^{*}

全国工商联不动产商会房地产金融课题组

内容提要:本文通过对房地产业中资金循环的三个环节以及影响房地产金融风险的宏观经济因素和制度因素的分析,研究了存在于我国房地产业中的宏观金融风险。通过与国际经验的比较,发现存在于我国房地产业中的宏观金融风险主要集中在开发企业环节,但是仍处于比较合理的范围内;宏观经济的繁荣带动了房地产业的本轮上升;制度因素对房地产宏观金融风险影响较大。从供给和需求两个层面的分析发现,存在着对房地产业金融风险的误读,对此需要进行客观评价。最后提出了从制度建设方面防范房地产宏观金融风险的建议。

关键词:房地产宏观金融风险 消费者 开发企业 金融机构 宏观经济因素
制度因素

作者简介:陈洪波,中国社会科学院金融研究所博士后,100732;

王震,中国社会科学院研究生院经济系博士生,100102。

中图分类号:F293.31 **文献标识码:**A **文章编号:**1002-8102(2006)05-0011-06

房地产业中的金融风险可以从微观角度和宏观角度进行分析。宏观风险是指从宏观角度衡量的存在于购房者整体、开发企业整体和金融机构整体中的由于未来不确定性所产生的总量风险。本研究从分析房地产业的资金循环过程和结构入手,同时分析影响房地产金融风险的宏观经济因素和制度层面的因素,讨论存在于我国房地产业中的宏观金融风险及其防范。

一、我国的房地产金融风险:三个环节的考量

房地产业中的金融风险主要来源于三个环节:购房者环节、房地产开发企业环节和为房地产业提供贷款的金融机构环节。在这三个环节中,购房者是最终支付来源,开发企业是房地产业资金循环的中心环节,金融机构环节是整个房地产业金融风险的最后承担者。

(一)购房者环节引致的房地产金融风险

1. 房价收入比

房价收入比是衡量购房者环节当期风险的重要指标。按照联合国人居署的定义,房价收入比是住房的自由市场价格的中位数(或平均数)和家庭年收入的中位数(或平均数)之间的比值。它是衡量居民收入能否支付当前住宅价格的指标。由于房地产业的属地化特征和各国经济发展水平的差异,各国的房价收入比差异很大;即使一个国家或城市的房价收入比,在时间维度上也有较大的差异。联合国2001年世界发展指标给出了按家庭收入进行分组的96个国家的房价收入比。在家庭收入处于1000~1999美元的组别内,房价收入比的最大值是28,最小值是3.4,中位数为6.9,平均数为9.7^①。

我国城镇居民2003和2004年的家庭人均可支配收入为8472.2元和9421.61元;这个数字按当年价格换算为美元则分别为1023.2美元和1137.9美元^②。因此,我国大致处于1000~1999美元的组别。我国分省区按中位数计算的2003和2004年房价收入比分别为3.25和3.41,均远低于同等人均GDP

* 课题组成员:陈洪波、王震、刘琳、徐波、杨秀清;本文执笔人:陈洪波、王震。

① 数据来源:World Development Indicators 2001, pp. 166-169, Table 3.11: Urban Environment.

② 按一美元兑8.28人民币元的汇率计算。若按新汇率,一美元兑8.11人民币元则为1044.7美元和1161.7美元。我们分析的房地产市场主要是城镇市场,因此,我们只使用城镇居民收入数据。数据来源于中经网数据中心。

下的国际水平 6.9。但需要警惕的是,2004 年已有部分省市超过国际水平 6.9,如北京(7.598)、上海(7.301);有些城市房价收入比增长过快,如上海、浙江等地^①。

2. 个人信贷余额与 GDP 的比率

我们使用个人信贷余额与 GDP 的比率衡量居民住房债务大小,并以此判断宏观金融风险的高低。从我国个人住房信贷的总量指标上分析,自 1998 年以来,个人住房信贷发展迅猛,在 1999 和 2000 年,年增长率高达 218.6%和 148.72%;虽然此后有所回落,在 2003 年和 2004 年也分别达到了 42.46%和 35.15%。我国个人住房信贷总额占 GDP 的比例虽然增长很快,但到 2004 年也只有 11.72%;与我们选取的美国、德国、法国、英国四国相比,比例很低,远低于这四国中最低年份的 16%(法国,1984 年)^②。

通过对房价收入比、个人住宅债务在 GDP 中的占比的国际比较,购房者环节引致的房地产风险仍然处于合理的范围。

(二)房地产开发企业环节引致的房地产金融风险

判断房地产开发企业环节引致的房地产金融风险我们使用三个指标:衡量财务杠杆指标的自有资金比率、衡量总体偿债指标的资产负债率和衡量短期偿债能力的流动比率等。

表 1 房地产企业资金来源比例 单位:%

截止日期	2004.5	2004.12	2005.5
国家预算内资金	0.052	0.048	0.052
国内贷款	16.49	12.88	14.31
债券	0.00027	0.00077	0.00076
自筹资金	22.48	21.23	24.17
利用外资	0.92	0.93	1.04
定金及预付款	27.69	30.00	27.56
其他资金	32.36	34.91	32.87

数据来源:国家统计局

表 2 中国上市房地产企业十强资产负债率、流动比率(2004)

	万科 A	陆家嘴	招商地产	金地集团	金融街	中华企业	北京城建	苏州高新	亚泰集团	中国国贸	平均值
资产负债率	59.42	31.84	57.98	53.47	64.74	72.55	68.74	64.49	61.73	43.59	57.86
流动比率	2.46	2.68	1.18	1.98	2.07	1.29	1.17	1.81	0.78	0.28	1.57

数据来源:根据各公司财务指标和年报测算

2. 资产负债率和流动比率

房地产开发企业的偿债能力是指企业用其资产偿还债务的能力,是衡量企业抵御金融风险的重要指标。资产负债率反映总资产中有多少是通过负债筹集的,是衡量企业负债水平及风险程度的重要判断标准。从房地产开发企业的资产负债率分析,我国全部房地产企业的资产负债率从 1997 年到 2003 年一直维持在 75%左右,2000 年为 75.6%,2001 年为 75%,2002 年为 74.9%,2003 年为 75.8%。从我国上市房地产企业的资产负债率分析,中国房地产上市公司 10 强在 2002、2003、2004 年的资产负债率平均值一直在 55%~58%之间。

衡量开发企业短期偿债能力的指标主要是流动比率。流动比率是流动资产除以流动负债的比值,反映企业的短期偿债能力。流动资产越多,短期债务越少,则偿债能力越强,金融风险就越小。一

^① 在测算中,收入采用的是家庭可支配收入,房价为自有住房的市场价值(总价),收入和房价均采用中位数。资料来源:国家统计局。

^② 数据整理自:House Prices, Land Prices, The Housing Market and House Purchase Debt in Britain and Other Countries, A. Holmans, Department of the Environment;中国的数据来源于国家统计局。

般认为流动比率应在 2:1 以上。我们选取 2005 年中国房地产上市公司 10 强^① 在 2002、2003、2004 年的流动比率和速动比率进行分析。从我国十大房地产上市公司的流动比率分析,2004、2003、2002 年的平均值在 1.5~1.9 之间,虽然略小于经验值 2,但是,考虑到房地产业的存货主要是房产和地产等不动产,不会在短期内贬损,还是能够接受的。

从国际经验看,由于各国房地产金融结构不同,房地产开发企业的资产负债率有很大的差异。香港和欧洲的企业资产负债率较低,而日本和美国的企业资产负债率较高,但除了美国之外,各国上市公司资产负债率较为稳定。我们选取的美国三家上市房地产公司 2002、2003 和 2004 三年的平均资产负债率分别为 61.53%、57.62%和 43.83%;日本三家上市房地产公司 2002、2003 和 2004 三年的平均资产负债率分别为 81.39%、80.74%和 80.11%;香港三家上市房地产公司 2002、2003 和 2004 三年的平均资产负债率分别为 20.28%、17.82%和 17.41%;欧洲三家上市房地产公司 2002、2003 和 2004 三年的平均资产负债率分别为 40.76%、42.34%和 41.62%^②。我国 10 大上市房地产公司的资产负债率平均值低于日本的数据,但高于美国和欧洲,特别是香港的数据。

我国房地产企业整体资产负债率较高,但上市公司的资产负债率和流动比率适中,从国际比较来看仍处于中游。这说明能够获得上市融资渠道的企业能有效地改善财务结构,降低金融风险。

就整体房地产企业而言,存在着一定的金融风险,但这种风险更多的是因为缺乏改善企业融资渠道的制度导致的。房地产企业是金融风险传递的中心环节,因此,必须加快制度建设,以降低风险积累,积极分散风险。

(三)金融机构环节存在的房地产金融风险

金融机构是所有房地产金融风险的最终承担者。金融机构环节的风险的大小主要表现在向房地产业中投放的贷款数量和质量。数量指标我们用房地产贷款余额占全部贷款余额的比例、商业银行房地产贷款比率来衡量;而质量指标则使用不良贷款比率来考察。

表 3 金融机构的房地产信贷比较

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004
A	2.84	3.96	6.04	8.1	9.7	11.6	13.42
B	11.85	15.47	21.5	23.12	26.18	29.08	29.86

注:A:房地产贷款余额占全部贷款余额的比例(%);B:房地产贷款余额占中长期贷款余额的比例(%);数据来源:中国人民银行;个人住房信贷数据和房地产开发信贷数据来源于:易宪容(2005)。

从时间序列数据分析,我国房地产信贷的增长非常迅速。到 2004 年,房地产信贷余额占全部贷款余额的比例为 13.42%,房地产信贷余额占金融机构中长期贷款的比例达到了 29.86%,将近 30%。从其他国家的经验看,多数发达国家的房地产信贷占金融机构信贷的比例在 30%~50%之间;1992 年,在我们考察的 10 个国家和地区中,最大值为 54%,最小值为 30%。从一个国家的时间序列数据看,在一些国家这个比例的变化较大,例如加拿大,从 30%上升为 51%;但大多数国家和地区的变化不大,例如法国、德国、挪威、香港,都维持在某一水平附近^③。

从房地产贷款余额占全部信贷余额的比例分析,我国的这个比例相比于发达国家和地区较低,在 1998 年只有 2.84%,到 2004 年底也只有 13.42%,远远低于 30%~50%的国际经验值。

2. 商业银行的房地产贷款比较

在美国,房地产信贷仍是商业银行主要的业务领域。从商业银行贷款结构看,商业银行房地产贷款比率日益增大,1960 年仅仅是 24%,1980 年代是 29%,1990 年代是 40%,2000 年是 42%,近年来迅速攀升,到 2004 年已达到 52%。90 年代以来,房地产信贷已超过工商业贷款成为商业银行的第一大信贷^④。

相比较而言,在我国从单个银行对房地产业的贷款情况分析,三家上市银行(招商银行、浦东发展银行、民生银行)2004 年的房地产开发贷款占全部贷款余额的比例并不是很高,最高的浦发和民生银

① 选取这十家公司的根据是中国房地产 TOP10 研究组(2005)。

② 根据各公司财务指标数据测算。

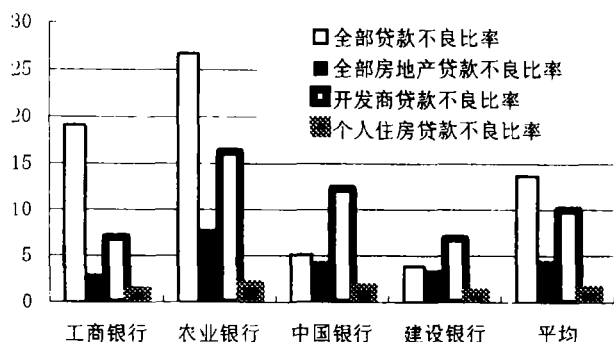
③ 数据来源于 IMF(2000,p.83);香港的数据来源于:常永胜(2001,第 71 页)。

④ 数据来源:Board of Governors of the Federal Reserve System, USA。

行只有 11% 左右;即使将房地产开发信贷与个人信贷加总,占全部信贷余额的比例也只维持在 20% 左右。四大有商业银行对房地产业的全部贷款占银行全部贷款的比例比三家股份制上市银行的比例还要低。2004 年,四家国有商业银行对房地产业贷款的平均比例为 18.7%,其中建设银行最高,达到了 25.7%,这与建设银行的主营业务有关。从七家银行的总平均分析,全部房地产业贷款占银行全部贷款的比例为 19.62%,个人住房贷款为 11.95%,而开发企业贷款所占份额最低,仅为 7.67%^①。从七家银行的总平均看,全部房地产业贷款占银行全部贷款的比例为 19.62%,个人住房贷款为 11.75%,而开发企业贷款所占份额最低,仅为 7.67%。与美国商业银行该比率相比,相差较远。

3. 房地产信贷的资产质量比较

四家国有商业银行对房地产业的贷款有如下特征。首先,全部贷款的平均不良率较低,从 2004 年底到 2005 年第一季度末一直维持在 4.5%~4.6% 之间;远远低于四大银行全部贷款的不良比率 13.69%;房地产贷款的质量要好于其他行业贷款的平均水平(图 1)。其次,银行房地产风险取决于商业银行的营运水平,而非房地产业的系统性风险。各个银行房地产的贷款质量分布差异明显,并与各个银行整体贷款的质量水平正相关。往往某银行全部贷款的不良比率高,它的房地产贷款的不良比率也高,这说明商业银行的房贷风险取决于自身的营运能力而非房地产业的金融风险。

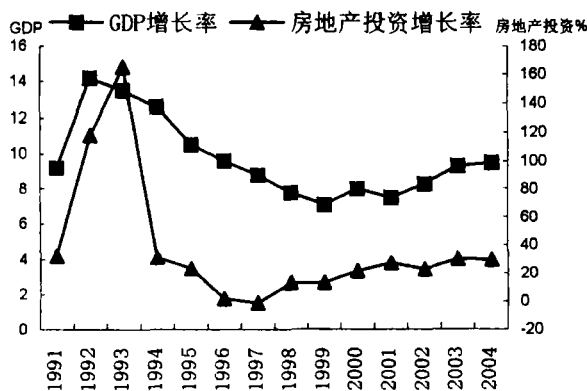


注:各银行房地产贷款不良比率数据为 2005 年第一季度,数据来源于:中国人民银行房地产金融分析小组(2005);各银行全部贷款的不良比率为 2004 年末数据,来源于各银行 2004 年年报。

图 1 四家国有商业银行房地产贷款不良比率(%)

从数量分析,我国商业银行和整体金融机构对房地产业的贷款,占商业银行和全部金融机构贷款的比例与国际经验相比非常低;从贷款质量分析,房地产贷款不良贷款率低,质量远高于平均水平。因此,在金融机构环节存在的金融风险比较小。

二、房地产金融风险的宏观经济因素与制度因素



数据来源:中经网。

图 2 我国房地产周期与宏观经济周期的关系

(一) 宏观经济因素

1. 经济周期因素

房地产业与宏观经济的波动密切相关。在不同国家或地区、甚至在不同时段内,房地产周期与宏观经济周期的关系表现得较为复杂。从 15 个工业国家产出缺口与实际房地产价格的变化趋势比较来看,一些国家的房地产周期领先于宏观经济周期,如美国、英国、加拿大、日本、澳大利亚等;而另一些国家的房地产周期落后于宏观经济周期,如法国、丹麦和西班牙;还有些国家在一段时期领先,而在另一段时期则成为滞后指标(IMF, 2000, p. 75)。但不管是领先还是滞后,房地产业周期与宏观经济周期在运行轨迹上密切相关。

从我国宏观经济周期和房地产业发展周期的数据分析,在上一轮房地产业周期中,1993 年的宏观紧缩导致了房地产业 1994 年后投资增长率大幅回落,直到 1998 年后才逐步复苏,2001 年发生小幅波

① 资料来源:中国人民银行房地产金融分析小组(2005);招行为 2004 年中报数据,浦发、民生为 2004 年年报数据。

动后继续保持快速增长。房地产投资率随着宏观经济的繁荣在 2002 年开始加速。1998 年住房制度改革后,房地产投资在制度变迁的影响下迅速增长,配合了宏观经济的复苏,并较好地完成了扩大内需的经济政策,而在 2001 年宏观经济已经进入了自主增长的良性循环,开始加速增长,而房地产投资增长率在 2001 年开始下降,直到 2002 年才有所恢复。从时间序列看,房地产投资的加速增长明显滞后宏观经济 1 年,所以本轮的宏观经济的繁荣带动了房地产业的繁荣。

2. 汇率因素

在当前我国的宏观经济变量中,与房地产金融风险关系较为密切的是汇率的变动。汇率的变化主要影响房地产业中的外商投资。对于房地产金融风险而言,在人民币升值预期的条件下,外国资本为追求汇率将来的升值收益,会进入国内;如果这种资本流动中短期的热钱比率过高,会对房地产金融风险产生影响。从我国房地产开发企业的资金来源结构进行分析,外资所占的比重不是很大,而且处于下降后回稳的态势。到 2004 年外资比重为 1.33%,到 2005 年 5 月,利用外资额只占全部资金来源的 1.04%,而外商直接投资占房地产业利用外资额的比例高达 49.85%;这个比例在 2004 年 5 月和 2004 年 12 月份分别为 57.78% 和 62.49%。中国人民银行 2005 年 7 月使人民币对美元升值约 2%,升值幅度低于市场的预期,国外的资金流入国内以期获得投机收益的可能性较大;但由于数额较小,即使在人民币升值预期下,仍不会造成房地产金融风险水平的急剧上升。但在沿海一些发达城市的房地产业,外资的影响可能比较大。据人民银行上海分行统计,2004 年 1—11 月,境外资金流入上海房地产市场的总量超过 222 亿元,较 2003 年增长 13.5%,其中用于房地产开发的约 150 亿元,占全年房地产开发总额的 12.8%;用于购房的外资约 70 亿元。境外资金购房集中于别墅、公寓等高价位商品房(中国人民银行房地产金融分析小组,2005)。从东部大城市的情况看,这种趋势值得注意,要密切注意国际资本的流向,防止房地产金融风险的积累和增大。

(二) 制度因素

目前我国与房地产金融有关的法律法规仍存在部分缺失现象,不适应房地产金融快速发展的需要;特别是房地产金融风险的防范方面,对房地产金融市场的监管和调控机制还不完善,职能不明确。目前,我国除《商业银行法》中有关银行设立和资金运用的规定外,还没有专门的房地产金融监管框架,亦未建立起房地产金融监测预警系统,房地产金融的有关规范也有待于进一步制定。

其次是抵押制度不完善。抵押制度对债权具有保全功能,它通过赋予抵押权人对债务人抵押财产拥有优先求偿权,保证债权的收回。2004 年 11 月,最高人民法院颁布了《关于人民法院民事执行中查封、扣押、冻结财产的规定》,第六条规定“对被执行人及其所扶养家庭生活所必需的居住房屋,人民法院可以查封,但不得拍卖、变卖或者抵债。”这一司法解释是为了保护公民的最低居住条件。但是,由于司法解释中对“生活必需住房”界定的模糊,增加了贷款人在还款过程中恶意拖欠的可能,银行贷款风险由此加大。高院的新司法解释“事实上剥夺和取消了债权人变卖债务人的财产的权利”(汪利娜,2005)。这种不恰当的父爱主义曾导致韩国企业的债务软约束,进而导致金融危机,而我们在加强企业债务硬约束的同时,也要防止步入居民债务软约束的误区。

三、房地产金融风险:客观评价,制度防范

(一) 供需层面的两个误读影响着对房地产金融风险的客观评价

从整体上考察,我国的房地产金融风险并不高,但社会上却对此有着较大的误解,而这种误解也影响着房地产金融政策。中国房地产业的迅速发展一直受益于房地产金融的积极支持,但 2003 年后,这种支持力度却有所减弱。

1. 供给层面:对统计口径的忽略导致对房地产投资高速增长和开发贷款增长的误读

对房地产投资高速增长的误读导致对支持房地产投资的开发信贷高速增长的误读。现在社会上普遍将固定资产统计中“房地产(业)开发投资”增长速度误认为是全社会房地产投资增长速度;并认为这个“超常规”增长速度造成了全社会投资过热,从而发出“房地产增长过热”的批评声。这是一个很大的误读(程选,2005)。事实上,大量房地产投资“淹没”在各行各业的基本建设投资、更新改造投

资、城镇集体投资以及城乡个人投资统计中,容易为人忘记或忽略。而这种忘记或忽略影响着人们对房地产业发展的判断。1998—2003年,我国城镇住宅投资年均增长速度为13.1%(低于全社会固定资产投资增长速度);而其中的“房地产开发”住宅投资年均增长速度为26.6%,房地产企业开发信贷年均增长达到25%,对房地产投资起着积极的支持作用。2004年房地产开发住宅投资占城镇住宅投资的比重继续上升,达到80.3%;2005年1—10月,房地产开发住宅投资占城镇住宅投资的比重为81.93%。1998—2004年我国城镇住宅投资年增长速度为16.9%,其中房地产开发住宅投资年均增长速度为27.2%。2004年城镇住宅投资增速为27.7%,房地产开发住宅投资增长了30.4%^①。

2003年之前,房地产投资的“超常规”增长源自其对传统住宅建设方式的替代,即以市场化、产业化的生产方式,替代业主自建的方式,而房地产开发信贷的高速增长也正是对这种市场化产业化方式的积极支持。但相对于2003年负增长8.6%,2004年非市场化住宅投资明显加速,增长了17.6%,从这个意义来看,房地产建设的市场化进程出现了反复。

2. 需求层面:对住房制度变迁和居民收入预期的忽略导致对房地产个人信贷高速增长误读

自1998年以来,我国个人住房信贷发展迅猛,在1999年和2000年,年增长率高达218.6%和148.72%;虽然此后有所回落,在2003年和2004年也分别达到了42.46%和35.15%。但从住房信贷快速增长的经济背景分析,这种增长有经济上和制度上的因素。首先,从制度层面看,我国从1998年开始取消原先的单位福利房,实行住房商品化。居民通过个人按揭贷款进行住房的商品化购置。因此这种住房贷款的快速增长是原有住房潜在需求在银行信贷支持下的短期剧烈释放;其次,从经济层面分析,我国经济的高速增长不仅提高了当期的开支,更重要的是提高了居民未来收入增长的预期,这种预期造成了居民住房信贷的快速增长。

应该客观评价房地产金融风险,保持持续稳定的金融支持力度,这既是促进产业繁荣,也是防范金融风险的保障措施。

(二)加强制度建设,防范金融风险

在对房地产金融风险客观评价的同时,也必须通过制度建设积极防范风险。

首先,政府应加强政策的稳定性,树立审慎监管的理念,将更多的决策权力归还给市场主体,防止因为政策变动引发的房地产业金融风险的加大。其次,拓宽房地产业的融资渠道,建立多渠道的支持体系,培育多元化的融资工具。第三,加快商业银行改革,建成符合市场经济体制的现代商业银行体系。第四,加快二级市场的建设,借鉴美国经验建立以住房抵押为支撑的住宅金融市场。第五,加强住宅融资保险和担保体系建设。第六,建立健全房地产金融风险监管的法律框架。低收入者的住房问题应该由政府的福利保障体系解决,明确市场与政府的界限,而不能要求商业银行过分迁就低收入者而形成消费者的预算软约束。

主要参考文献:

1. 常永胜:《中国房地产金融体系研究》,经济科学出版社2001年版。
2. 程选:《“房地产投资过热”是一个误会》,《中国投资》2005年第2期。
3. 汪利娜:《法律制度不应淡化社会信誉和交易责任》,《中国房地产金融》2005年第5期。
4. 易宪容:《房地产对国内金融业的依赖与影响》,《现代商业银行》2005年第4期。
5. 中国房地产TOP10研究组:《2005中国房地产上市公司10强研究报告》,2005年5月。
6. 中国人民银行房地产金融分析小组:《2004年中国房地产金融报告》,2005年8月。
7. IMF:《世界经济展望——资产价格与经济周期》,杨芳等译,中国金融出版社2000年。

责任编辑:张群群

^① 数据来源:国家统计局,REICO数据库。

Abstracts of Some Papers in English

Forming and Evolvement of Real Estate Bubble: An Explanation of Hypothesis Financial Supportive Excess

ZHOU Jingkui

(Nankai Institute of Economics, Nankai University, 300071)

Based on part equilibrium of real estate, the paper researches financial supportive excess and evolvement of real estate bubble and puts forward hypothesis of financial supportive excess. We consider if real estate development enterprises and consumers of real estate all can take loan from bank and when there is herd behavior in the real estate market, price of real estate will be higher than fundamental price. Furthermore, the price will rise continuously with financial supportive excess increasing and we define the rising price as the bubble. At this time, if consumers of real estate begin to breach of faith, real estate bubble will overturn quickly and lead to financial crisis. The paper finally studies the critical value of financial supportive excess and degree of financial support in China.

Key Words: Hypothesis of Financial Supportive Excess, Real Estate Bubble, Part Equilibrium

Study on the Macro Financial Risks in Chinese Real Estate Industry

Project Team(Institute of Finance, CASS, 100732)

This paper attempts to study the macro financial risks in Chinese real estate industry by analyzing the three nodes in the circulation of real estate capital as well as some macroeconomic factors and some institutional factors. Comparing with the experience of international development of real estate industry, the paper concludes that the macro financial risks in Chinese real estate industry mainly focus on the nodes of enterprises. However, the scale of risks is also under control. The paper also finds that the recovery of macro economy has driven the recovery of real estate industry in this time of economic circle. Moreover, it is found in this paper that the institutional factors have influenced the macro financial risks heavily. It is necessary to estimate the situation of the macro financial risks in Chinese real estate industry objectively, since there are some misunderstandings about it. In the end, the paper suggests some options for the prevention of financial risks in real estate industry from the aspect of institutional construction.

Key Words: Macro Financial Risks, Consumers, Enterprises, Financial Institutions, Macroeconomic Factors, Institutional Factors

The Course, Challenge and Development Strategy of Integrating Asian Bond Market

ZHAO Xijun, LIU Binghui & LI Yue

(School of Finance, Renmin University of China, 100872)

This article first presents the course for integrating Asian bond market, then, taking into account the current situation of bond markets in Asian areas, it analyzes the various barriers and challenges facing the cooperation within Asian bond markets. Based on that analysis the author attempts to come up with practical suggestions on the development strategy, mainly including: an overall strategy stressing step-by-step progress and steady development, the coordination between exchange rate systems and macro economic policies, the development of individual economies' bond markets, the perfection of investment structure, and the foundation of relevant systems and organizations.

Key Words: Integrated Bond Market, Asian Bond Fund, Financial Supervision

Legal Environment, Auditor Independence and Investor Protection

WANG Yanyan (Faculty of Accountancy, Xiamen University, 361005)

YU Lisheng (School of Accountancy, Shanghai University Finance & Economics, 200439)

Protection of outside investors is an essential function of auditing, which depends on the enforcement of law. This paper presents a model of relationship among law, auditors and corporate insiders given the self-interested auditors could be in collusion with corporate insiders. Our results suggest that the role of law in protection of outsiders is the most important and that independent auditing comes the second. When legal environment is relatively weak, auditing can act as a substitute in offering some protection for investors.

Key Words: Law, Auditor Independence, Investor Protection