


金融

创新

徐进前 著



中国法制出版社

金融创新

徐进前 编著

中国法制出版社

(京)新登字 059 号

责任编辑:彭恩刚

封面设计:龚景秋

金融创新

JINRONG CHUANGXIN

编著/徐进前

经销/新华书店

印刷/河北涿州新华印刷厂

开本/787×1092毫米 32 印张/9.75 字数/213千

版次/1994年8月北京第1版 1994年8月北京第1次印刷

印数/0,001—4,000

中国法制出版社出版

书号 ISBN7-80083-170-1/F·03

(北京西城太平桥大街4号 邮政编码:100810) 定价:8.00元

前 言

《金融创新》是我从事这个课题研究的心得和体会。70年代以来,全球性的金融创新震撼了整个世界,至90年代正方兴未艾。金融创新浪潮高峰时期,正值我在南开大学攻读硕士学位,我怀着浓厚的兴趣投入到了这个课题的研究。后来,参加工作后,因为时间太紧张,我只得将它暂时搁置起来。近年来,我国改革的步伐不断加快,特别是金融深化和改革更需要我们更好地总结和吸收国外金融创新的经验。在这种背景下我又重新开始了这个课题的研究。今天,终于脱稿成书,不胜欣慰。

在研究金融创新时,我发现单纯从金融市场的一些金融创新行为来研究显然是不够的,从历史逻辑的角度来研究金融创新才可能将其研究清楚,这也是为什么我从广义金融创新的角度来组织这本书的思路的原因。

在写作《金融创新》这本书的过程中,我得到美国科罗拉多州立大学 Kent Zumwalf 教授和德国明斯特大学 Manfred Borchert 教授的帮助,在此特表示感谢。同时还对法制出版社的彭恩刚同志表示感谢,要不是他的催促和努力,这本书也许还不能面世。

这本书研究的虽然是金融创新,但它几乎涉及了金融所有领域,加之作者水平有限,因此难免有错误和疏漏,敬请读者批评指正。

徐进前

1993年10月

导 言

20世纪70年代中期以来,由于对金融市场放松管制,促使金融创新迅速发展,整体金融产业结构发生变化,并使得金融环境在发达国家得到了极大的改善。

全球一体化的金融中心创造出24小时连续运转的金融市场,新的金融工具从这个市场不断产生出来。作为国际经济发展过程中起着血液循环作用的金融市场,其蓬勃发展的基础是金融创新。从这点意义上讲,金融创新是最容易被人们理解和接受的。事实上,在金融健康发展的发达国家,金融中介,甚至整体的金融体系是通过金融市场完成储蓄向投资的转化过程的。在现实经济生活中,消费者是通过金融中介实现各种经济活动,转移财富和进行积累,实现经济均衡过程中的货币信用化的。然而在这些经济活动中,不同的金融中介具有不同的功能,有些是在最终财富拥有者和最终借款人之间充当清算中介;有些是在经济发展过程中担负着将盈余资金向资金匮乏地区转移的市场调剂的作用;有些则专门提供直接金融媒介服务;而有些则是货币政策目标传导的中介,凡此种种都离不开金融创新。

一、金融创新的含义

金融创新是各种金融要素的新的组合,是为了追求最大利润而发生的金融改革。实际上金融创新有广义和狭义两种内涵。狭义的金融创新是指70年代以来西方发达国家在放松金融管制以后,即放宽设立银行条件、取消或放松利率管制、取消或放

松对银行资产负债管理,允许银行和非银行金融机构实行业务交叉等,由此而引发的一系列金融业务的创新。毫无疑问,这种创新导致了国际金融市场向深度和广度的发展,也导致了高收益的流动资产的产生。同时放松金融管制还增加了金融中介机构之间的竞争,使其负债对利率的敏感度大大提高,负债管理理论也就此诞生。然而利率风险并不由此而降低,因为在变化莫测的市场面前,利率无休止的变化必然影响到银行的经营,而且银行的资产负债数额越大,其错配的概率越大,风险自然也就越大。针对这种状况,金融机构的对策是:1. 采取新的金融工具回避可能产生的风险。2. 变化或调换利率以对付变化无常的利率带来的资产损失。3. 缩短资产管理的期限,减少风险概率。由此,出现了期权,期货,利率掉期,互换等一系列的新的金融工具和手段。这些就是普遍理解的金融创新的含义了。

除了以上狭义的金融创新外,金融创新还是一个历史的范畴,自从现代银行业出现以来,无论是银行传统的三大业务、银行的支付和清算体系、银行的资产负债管理、还是金融机构、金融市场,乃至整个金融体系,国际货币制度都经历了一轮又一轮的金融创新。整个金融业的发展史就是一部不断创新的历史,金融创新一直伴随着金融业的发展。这种金融创新是生产力发展后,反过来对生产关系组成部分金融结构进行调整而产生的,因此,它具有以下鲜明的特点:1. 它是在传统业务的基础上,适应现代经济发展需要对金融业务的一种革命。从这点意义上讲它当然包括了狭义的金融创新行为。2. 它是适应现代经济理论发展对金融领域的新要求而产生的。这里主要包括两个阶段,第一阶段是20世纪30年代的西方国家经济大危机以后,凯恩斯国家干预经济的理论成为主流派,宏观需求管理的实践对金融业

务革新产生了深远影响。第二阶段是二次大战结束后，西方经济在布雷顿森林体系框架下稳定运作和 70 年代高通货膨胀率的年代后，凯恩斯经济思想作为主流派受到一定程度的挑战，出现了多元化的经济思想，包括货币主义、预期学派等经济思想，这种多元化经济思想对金融领域各项业务发展产生了重大影响。

3. 它是适应金融国际化，市场化、自由化的要求而产生的。在整个金融创新过程中，国际经济环境的变化始终影响金融创新的进程。其主要表现是浮动汇率制度下的汇率和利率的反复无常变动，以及世界性的债务危机促进了国际银行体系的变化和发展，使其采取更加灵活的利率制定方式，提高了资本流动的自由度，扩大了国际金融市场的容纳量，增强了不同类型金融资产的流动性。世界经济一体化发展促进了金融国际化、市场化和自由化。这种发展趋势的内在要求说明了金融创新本身就是经济高度市场化内生变量的组成部分，而不是游离出经济市场化之外的外生变量。更进一步的理论阐述是未来的市场发展本身就是一种内部的创新，而这种创新是在具有竞争性和自动放松金融管制的新的金融体系中成长起来的。从这点意义上讲金融创新是一个不断创新的金融体系的成长过程。

以上三个方面金融创新的显著特征和历史唯物论的逻辑思路就是形成本书整体结构思路的源泉。因此，这本书不仅涉及狭义的金融创新行为，而且还从广义的角度来阐述金融创新。

二、金融创新与金融深化的关系

无论是狭义的金融创新，还是广义的金融创新都与金融深化有着密切的联系。

首先，金融创新是金融深化的结果。金融深化是国民经济商

品货币化程度不断提高,金融体系发生深刻变化,金融机构多样化,金融工具不断翻新,金融市场发展的过程。这些都最终表现在金融相关比率(FIR)的比重不断提高,即全部金融资产价值与同期国民生产总值(GNP)的比重不断提高。促使金融相关比率提高的因素主要有经济货币比率、资本形成率、企业外部融资率、金融机构新发行工具比率等。经济货币化是市场经济发育成熟的基本标志,是国民经济由财政体制运作为主转为金融体制运作为主的必然结果。资本形成率是金融资产积累,由货币转化为资本的过程。企业外部融资率和金融机构金融工具创新比率都是与金融市场密不可分的。总之,这些因素促使了金融深化,从而也产生了金融创新不断发展的结果。

其次,金融创新促进了金融深化。从金融创新狭义和广义的角度来看,它是一种融资技术的创新,是一种金融制度的创新,是市场发育更加成熟的标志。这三个方面都最终对社会储蓄转化为投资起着极大的作用。金融创新在储蓄转化为投资中起着什么样作用呢?从理论上讲,金融创新是以金融资产运作更有效率为前提条件的,换言之,它是金融资产为获得更高利润的金融自由化过程。因此无论从技术角度,还是从市场角度来看,金融创新最终对储蓄转化为投资起着关键性作用。而储蓄转化为投资的效率高低却是金融相关比率(FIR)的正相关函数。因此,结论必然是金融创新的过程本身就是促进金融深化的过程。

在人类发展历史上,商品货币关系的发展带动了市场经济的不断发展,伴随着市场经济的不断发育,货币信用化程度不断提高,与此同时金融创新发生了。因此,市场经济发展的每一步,实际上都离不开金融创新,金融创新的轨迹就是货币信用经济的发展史。

目 录

前言	(1)
导言	(1)
第一章 金融创新的背景与导因	(1)
第一节 金融创新的背景	(1)
第二节 金融创新的直接导因	(12)
第三节 金融创新理论评价	(23)
第二章 银行三大业务创新	(31)
第一节 银行负债业务创新	(31)
第二节 银行资产业务创新	(38)
第三节 银行中间业务创新	(43)
第三章 支付和清算系统的创新	(50)
第一节 支付和清算系统的改良	(50)
第二节 支付和清算系统的创新及其前景	(54)
第四章 资产负债管理的创新	(63)
第一节 资产负债管理的原理和方法	(63)
第二节 资产负债管理的创新	(67)
第三节 资产负债管理理论创新轨迹	(70)
第五章 金融机构创新	(94)
第一节 非银行金融机构创新	(95)
第二节 跨国银行的发展	(110)
第六章 金融市场创新(一)	(126)
第一节 金融期货市场	(126)

第二节	金融期权市场	(152)
第七章	金融市场创新(二)	(189)
第一节	互换市场的产生和发展	(189)
第二节	外汇市场创新	(203)
第八章	金融工具和融资方式创新	(211)
第一节	传统金融工具的创新	(211)
第二节	“证券化”趋势下的新金融工具	(221)
第九章	金融体系的创新	(229)
第一节	金融体系的产生与完善	(229)
第二节	金融组织结构的创新	(240)
第十章	国际货币体系的创新	(261)
第一节	国际货币制度的演变和发展	(261)
第二节	国际货币体系的创新	(265)
第三节	国际货币体系发展前景	(291)

第一章 金融创新的背景与导因

第二次世界大战后,世界经济形势和格局发生了巨大的变化,经济的高速增长,生产力的发展引起了生产关系的变化。自现代金融体系形成之后,金融创新一直就与经济发展相伴随,并作为生产关系的变革与生产力的发展紧密地联系在一起。因此,每一个历史时期的金融创新都有着特定的经济发展背景。这些经济背景作为金融创新的基本条件而存在,实际上间接地决定了金融创新的形式和内容。

第一节 金融创新的背景

金融创新是个历史范畴。从当代经济发展史看,构成金融创新的背景主要有三个方面。战后国际资本流动及欧洲货币市场的建立和发展;70年代世界“石油危机”以及由此产生的“石油美元”的回流;80年代国际债务危机的爆发和影响。

一、欧洲货币市场和资本市场的建立和发展

第二次世界大战后,世界经济发生了深刻变化,经济的国际化获得了巨大发展。战后科学技术的发展促进了生产力发展,使生产的社会化提高到国际化阶段。由于已有的市场无法适应生产国际化的要求,使生产和消费的矛盾愈来愈尖锐,其结果推动了市场国际化的迅速形成。生产国际化和市场国际化的形成要求资本国际化。也就是说,随着垄断资本获得的利润增加,资本

积累扩大,资本过剩日益加剧,资本的对外输出不断扩展,日益增大的国外投资和国际资本流动规模呼唤着一个发达的高效率的国际金融融资体系出现。正是在这种背景下,欧洲货币市场和欧洲资本市场相继诞生了。这两大金融市场的诞生不仅对欧洲各国的经济制度,而且对金融强国——美国和英国的银行体系产生了直接的影响。

(一)欧洲货币市场和资本市场形成过程

欧洲货币市场上的金融机构吸收美元短期存款,并对美国以外的国家和地区放款,因此欧洲货币市场的主体是欧洲美元市场(Eurodollar Market)。欧洲货币市场的建立可追溯到1957年的英镑危机。当时受苏伊士运河事件危机和英国通货膨胀的影响,英镑遭到贬值的强大压力,英格兰银行在宣布提高利率的同时,实施资本管制,禁止伦敦商业银行开展英镑存放款业务。伦敦商业银行为为了牟利,则开始系统地吸收和贷放美元存款。这样美元存放款业务逐渐取代了英镑存放款业务。本来随着英镑地位的衰落和美元地位的上升,国际金融业务自然会大量由伦敦移至纽约的,但由于美国政府为了限制资本外流,采取了一系列的措施,阻碍了这种转移。这些措施是:1. 对购买外国证券的美国居民课征利息平衡税(Interest Equalization Tax);2. 实行对外贷款的限制(The Voluntary Foreign Credit Restraint Program)。此外,美国联邦储备银行还颁布了Q字条例(Regulation Q)和M字条例(Regulation M),前者对国内银行的定期存款利率规定最高限额,后者限定美国银行对外国银行的负债包括其分支行在总行帐面上的存款须缴存累进存款准备金。上述种种措施使美国银行在国内的业务受阻,只得向国外寻求发展,形成了美国资金大量外流,从而降低了纽约作为国际金融中

心的作用。同时,由于一些国家的政府机构、商业银行和跨国公司也纷纷转向欧洲货币市场,以满足其对资金的需求,也使得欧洲美元市场的业务激增。在以后频频发生的美元危机中,又逐渐产生了其它欧洲货币,如欧洲英镑、欧洲法国法郎、欧洲西德马克、欧洲瑞士法郎等,欧洲美元市场相应地扩展为欧洲货币市场。

随着欧洲货币市场的形成,欧洲资本市场也孕育而生。60年代,西欧和日本的经济逐渐恢复,西方主要资本主义国家的经济实力对比发生变化,动摇了美国在经济上的霸主地位。西欧和日本的经济发展引起新的投资高潮,原有的官方资本流动(即以政府和国际组织为主体的援助及双边贷款协定)以及美国公司的对外直接投资已不能满足西欧和日本等国经济发展的需要。大量的资本需求者试图从美国境内的外国债券市场获得中长期资金。但是,由于美国政府对资本流动的限制,使资本需求受阻,许多资本需求者被迫转向欧洲市场寻求中长期资金。加之美国政府又采取强制手段迫使美国跨国公司不得不在国外筹措海外发展基金,更使本来属于美国国内资本市场的业务也转移到了欧洲资本市场。难怪有人说,美国对资本流动的限制并未能挽救以美元为中心的布雷顿森林体系,却意外地孕育了一个新型市场——欧洲资本市场。

(二) 欧洲货币市场和资本市场的特征

欧洲货币市场和资本市场的建立标志着国际金融市场发展到了一个崭新的阶段。欧洲货币市场和资本市场作为新型的国际金融市场与传统的国际金融市场有着本质的区别,并决定其基本特征:

1. 对市场刺激具有高度的灵敏性。欧洲货币市场和资本市

场不受任何国家中央银行单独管理,也不受任何国家金融法规的管制,更不接受和从属任何国家金融体系的行政干预和市场活动。资金流进流出完全自由,利率由市场供求决定,这样就使得欧洲货币市场和资本市场对整个市场机制的刺激高度灵敏。

2. 对世界经济的发展具有完全的适应性。欧洲货币市场和资本市场范围广泛,它不仅联结着世界各主要金融中心,而且还囊括了几乎全世界所有的境外国际金融市场的业务,一天 24 小时不停地运转处理各种各样的金融交易,它不仅为各种经济活动提供便利,而且也大大降低了交易成本,使金融市场的运作完全适应世界经济发展的需要。

3. 对各种金融业务具有很强的灵活性。欧洲货币市场和资本市场上的借贷关系,即被投资者与投资者的关系,是外国借款人和外国贷款人之间的关系。换句话说,该市场接受非居民的外币存款,并为非居民提供外币贷款。虽然其经营业务的币种以美元为主,但人们也可任意将欧洲美元转换为其它需要的货币,如马克、日元、英镑、瑞士法郎、加拿大元、荷兰盾等,这就决定了该市场具有相当的灵活性,以满足世界各国经济发展对金融业务的要求。

与传统的国际金融市场具有本质区别的欧洲货币市场和资本市场的建立开创了当代金融创新之先河,尔后一系列的金融创新,如金融工具、金融市场、金融机构以及金融管理等莫不与此相关。

二、全球性“石油危机”及其“石油美元”的回流

70 年代石油大幅度提价后,石油的供给与需求严重失衡,使得全世界范围内出现了严重的“石油危机”,在“石油危机”中,

石油输出国对外收支的巨额顺差,成为一种世界性的流动性极高的资金力量,即“石油美元”。“石油美元”的形成及其回流冲击着国际货币体系和国际金融市场,引起了70年代世界经济格局的大变化。

(一)全球性“石油危机”的产生

从全球看,位于亚洲、非洲、拉丁美洲的许多发展中国家拥有丰富的石油资源,其储蓄量约占已探明的世界石油储蓄总量的80%左右。由于发达国家通过种种不平等协定,控制大片石油租借地,垄断了原油的生产和销售,使得石油生产国无权过问石油产量和价格。廉价原油成为西方工业国经济繁荣的重要支柱,西方垄断财团利用低价原油攫取高额利润。据统计,数十年来西方国家从石油中共获得2000亿美元的利润。为了维护自身的利益,产油国于1960年10月成立了石油输出国组织(Organization of Petroleum Exporting Countries, OPEC或称欧佩克)。1971年2月签订的德黑兰协定,将每桶石油标价提高35美分,石油税从占公司利润的5%提高到55%,而且还规定石油价格随着通货膨胀的加剧而重新调整。随着1971年12月和1973年2月的美元两次贬值,欧佩克全面修改德黑兰协定,于1972年1月和1973年6月签订了两个日内瓦协议,规定用提高油价的20%来补偿因美元贬值而受到的损失。1973年第四次中东战争期间,在实行禁运减产同时,欧佩克将每桶石油标价由3.01美元提高到5.11美元,后又提到11.65美元。这次提价比德黑兰协定时的提价幅度大得多,石油价格上涨了三倍多。石油提价产生了极大的冲击波,它震动了世界,影响了经济生活的各个方面。

(二)“石油美元”回流

1973—1974年石油提价以及后来又分阶段提高石油价格以后,出现了新的经济集团的划分,即产油国和非产油国,产油国因石油提价而增加了石油收入,形成国际收支经常项目的巨额盈余;相反,西方工业国家和非产油国的发展中国家因为支付昂贵的石油费用而出现了国际收支逆差(如下表):

表 1.1 1973—1980年世界各类国家国际收支
经常项目情况(单位:亿美元)

	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980
石油输出 国组织	66	678	350	400	317	50	684	1150
工业国家	181	-132	-162	-21	-51	308	-106	-515
非产油国 发展中国家	-10	-369	-458	-321	-280	-362	-549	-680

资料来源:国际货币基金组织《世界经济展望》1980年5月。

从1973年爆发第一次“石油危机”起,西方各国就陷入了结构性国际收支不平衡的困境。由于油价剧涨,西方工业国与非产油国的发展中国家国际收支逆差严重,他们不得不纷纷进入欧洲货币市场和资本市场寻找国际资金。另一方面,欧佩克的国际收支顺差极度膨胀,为了寻找有利可图的投资场所,这笔巨额石油资金滚滚流入了西欧、美国,形成了石油美元的回流(Recycling of the Petrodollars),即石油美元从石油输出国返回石油进口国。石油美元回流是以在西方工业国的银行存款和直接投资形式实现的。1974年至1978年间欧佩克的盈余资金在世界

各地的分布是：投放在美国（包括银行存款和直接投资）为 453.9 亿美元，约占其盈余总额的 23.6%；投放在欧洲资金市场为 547.5 亿美元，占盈余总额的 29.6%；投放在其它发达国家为 395 亿美元，约占盈余总额的 21.3%；借给国际货币基金组织和世界银行 102.5 亿美元，占盈余总额的 5.5%。^① 以上数字表明大量的石油美元主要流向了欧美和欧洲货币市场。

在第一次石油大幅度提价后，石油输出国的石油盈余就猛增了十多倍，这些国家对待盈余资金的走向持谨慎态度。“石油危机”的影响也使得世界经济结构发生了很大的变化。其一，各国内部产生行业结构变化，一大批新型的产业开始崛起；其二，各工业国之间经济实力的差距缩小，一些新兴工业国开始崛起。石油输出国的“石油美元”回流和世界经济结构变化引起了国际收支失衡，其结果，一方面，加强了石油输出国对欧洲货币市场的依赖，因为这些国家需要寻找合适的融资方式和新金融工具，以使其石油美元资金不至于受利率和汇率剧烈变动的影 响。另一方面，世界经济结构变化过程中出现的国际收支顺差国为了更好地疏导其剩余资金，满足逆差国的资金需求，也只有利用欧洲货币市场和资本市场的融资机制，以加速其资本的流动。这些都促使欧洲货币市场和资本市场的业务不断发展。同时，欧洲货币市场和资本市场也不得不根据国际资本运动的规律及时采取一系列的 措施，调整业务结构和业务的操作程序，这样因“石油危机”引起的欧洲货币市场和资本市场的发展本身就孕育了新一轮金融创新。

① OECD《金融统计月刊》1980年8月。