



金融全球化论丛

国际金融市场间的金融传导

◎ 刘克/著



经济科学出版社

国际金融市场间的金融传导

刘 克 著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融市场间的金融传导/刘克著. —北京: 经济科学出版社, 2002.10

(金融全球化论丛)

ISBN 7-5058-3186-0

I. 国… II. 刘… III. 国际金融-金融市场-研究
IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2002) 第 071815 号

本套丛书由教育部回国留学人员科研专项经费资助出版

金融全球化论丛

主 编 刘 克

副主编 高松涛 张琦

总 序

现代社会经济方面的特征之一是经济活动和金融活动密不可分，国内与国际金融市场日益融合。随着国际贸易、金融、服务和文化交流的不断发展，国与国之间的经济已经难以割舍地联系在一起了。当今的世界是一个相互依存的世界。资本在国际间的流动性进一步加大，由短期流动资本连结起来的各国相互依存已经达到密不可分的程度，各国在利率、汇率和股指同升共降方面的互动性大大增强，金融领域成为各国相互依存极为密切的领域。国内金融市场的封闭性已逐渐为开放性所代替，各国金融机构已逐步实现自由进出。国际金融市场间金融传导与经济、社会发展一样，是在众多因素作用下（主要是各国政治、经济、军事等因素，这些因素相互连结、相互影响，互动性增强），由内在力量和外在力量共同作用的结果。

在亚洲金融危机、拉美金融危机或全球性经济衰退后，如何在经济和金融全球化不断推进的背景下维护国家经济安全，已成为摆在我们面前的一个全新课题。国家经济安全在一国经济的开放和发展战略的选择中也具有越来越重要的地位。

这套丛书的研究在理论上具有开拓性。它从国家经济安全的角度对一国如何推进经济和金融的改革、发展与开放提出了一系列重

大的理论与实践问题，并对此作了开拓性的分析和探索。这些问题涉及：国家经济安全问题的产生与一国经济发展战略选择的关系，发展中国家新兴市场是否更容易形成泡沫，也更容易破灭，外资的流入如何通过影响产业和市场的结构对国家经济安全形式威胁，如何在全球和国家两个层面构建合理的货币与汇率制度、有效的监管和调控体制来防范系统性金融风险，实现宏观经济与金融的稳定，金融国际化存在哪些利益与风险，中国应选择怎样的金融国际化道路。在这个新世纪及中国加入了 WTO 的重要时刻，中国的金融业既面临着从传统的计划经济体制转向社会主义市场经济体制的改革任务，又面临着由新一轮金融技术革命和金融全球化所带来的技术进步和对外开放的双重压力。我们深信，只要中国坚持稳健、有序、全面的金融改革，并把金融改革与金融发展很好地结合起来，中国的金融业就将逐渐走向成熟。本套丛书对这些问题的提出及其所作的探索对今后这一领域的研究具有重要的促进作用。

这套丛书的决策参考价值是显而易见的。作者们对金融全球化下的安全战略提出了自己的看法：在高速增长中要注意防止经济泡沫，尤其是来自外资流入导致的经济泡沫：要注意经济增长方式，不能把增长速度放在依赖外资的流入上；要注意经济结构本身的健康，防止结构性问题导致对外经济关系的困难；要高度注重本国金融系统的发展与成熟，在本国金融系统比较成熟的基础上实行金融的对外开放；加强对金融业的监管，限制国外投机者的炒作；注重金融开放的战略，特别要注重对外资流入引导和控制；要高度重视汇率制度和汇率水平的合理性。这些基本观点无疑都是正确的。

对于这套丛书我认为有以下几个主要特点：

一是选题具有很强的时代特征，适应了现实需要。当前，金融全球化是一个客观的大趋势，它对各国，特别是发展中国家，提出了一系列新的课题。这套丛书能够抓住这个前沿而敏感的问题，充分总结了亚洲金融危机的教训以及拉美等其他新兴市场的经验和教训，在理论上对于我国建立经济安全体系、机制和战略是有重要帮助的。

二是在充分利用国内外最新研究成果的基础上，系统而深入地提出了作者们自己的理论框架，全面论述了在金融全球化和我国坚持开放的条件下，有可能危及国家经济安全的途径以及所应采取的防范战略。

三是这套丛书的以下论点具有创造性：（1）现行的国际货币制度本质上是一种旨在稳定和促进国际贸易投资关系的货币制度，而不是一种适应金融全球化高度发展的货币与金融制度，因此现行的货币体系急需改革。（2）经济全球化对一个国家来说，其核心意义在于其整个经济的运行已经被融于世界经济之中，各国的宏观调控越来越多地需要考虑来自国际经济的外部影响。（3）利用外资不仅存在“结构安全”，而且还存在“产业安全”。（4）在对外开放的问题上，中国经历了多个发展阶段，从国家经济安全高度提出的关于对外开放的“安全论”是对外开放理论发展的一个新的阶段。（5）在金融全球化成为一种必然趋势，金融国际化利益与风险并存的背景下，发展中国家不可能走金融封闭的道路，而只能在开放的战略上进行选择。

本套丛书《国际金融市场间的金融传导》、《国际金融体系重构研究》、《中国利用外资的新战略》、《金融全球化——发展中国家的利益与风险》和《金融全球化——批判性反思》，从多个角度研究了经济、金融全球化与发展中国家经济安全这一重大问题，具体研究国际金融市场作用机制、相互影响，发展中国家开放的战略选择。这些实际问题是带有相当大的普遍性的，而不是某国某地所独有的。对于带有普遍性问题的研究，无疑具有理论意义，或者就是理论研究的深化甚至开拓，这是不言自明的。

总之，这是一套理论性和现实性都很强，并具有可读性的系列佳作。

陶 湘

2002年8月

目 录

第一章 绪 论	(1)
第一节 经济、金融一体化——发展中的国际金融 市场.....	(3)
第二节 国际金融市场互动的条件分析.....	(7)
第三节 文献概述	(24)
第四节 研究的主要问题和观点	(33)
第五节 研究方法和内容安排	(36)
第二章 国际金融传导的市场与结构	(40)
第一节 金融市场——金融传导的基础	(40)
第二节 金融发展与金融结构	(43)
第三节 金融创新下的国际金融市场	(49)
第四节 国际金融市场的结构与运行	(61)
第五节 本章小结	(73)
第三章 国际金融市场金融传导的途径与机制	(76)
第一节 传导的途径与机制的理论分析	(77)
第二节 利率途径及其机制	(82)

2 国际金融市场间的金融传导

第三节	金融资产价格途径	(93)
第四节	金融传导中的汇率机制	(95)
第五节	金融传导的信贷配给机制	(107)
第六节	资本管制途径及税率机制	(111)
第七节	开放条件下的货币政策国际传导机制	(115)
第八节	本章小结	(125)
第四章	国际金融市场金融传导的协调机制	(130)
第一节	引言	(130)
第二节	国际经济政策协调的基本理论	(132)
第三节	国际金融协调的主旨及实践	(138)
第四节	国际金融协调的发展与重建	(160)
第五节	本章小结	(169)
第五章	宏观调控及金融传导的实证分析	(173)
第一节	宏观经济政策的变化	(173)
第二节	国内金融和国际金融相互影响的实证分析	(183)
第三节	外汇市场与证券市场价格的联动	(202)
第六章	开放经济下的中国金融市场	(219)
第一节	中国金融领域的传导机制	(220)
第二节	利率、汇率机制与货币市场操作	(228)
第三节	开放条件下内外经济目标的相互关系	(239)
第四节	人民币的自由兑换与资本管制	(250)
第五节	我国金融体系的深化	(259)
参考文献		(275)

第一章

绪 论

当代国际金融领域，人们看到的是：国际资本资源全球化配置的不断成熟，国际金融市场的不断更新，银行业国际化的不断发展，利率与汇率机制在国际经济关系中重要性的不断增大，全球性国际金融合作与协调机制的不断加深，各国金融开放与全球自由化的不断推进，致使金融全球化所带来的国际金融市场的联动及互动效应更加明显。

国际金融市场间经济政策的传导是否有效取决于金融领域中的传导机制，而传导机制又基于金融制度和金融结构。从理论上说，传导机制作为使名义变量变动效应影响到实际变量变化的一个中间过程，按照凯恩斯主义，特别是以托宾为代表的新古典综合派的观点，首先要引导货币与其他资产之间的变换，即资产组合的变化。当然，从资产组合的角度来分析并不是惟一的途径。在凯恩斯原始的著作中，货币变化导致利率变化，进而影响投资和产出决策则来得更简明和直接一些。国际金融市场的传导过程可以借用汇率决定的资产平衡分析模型的思路来表述：全球金融资源在对各国投资的风险进行调整以后，资金可以在全球范围内流向有效收益最高的地方。结果，作为国际金融一体化的标志，出于资本套利而使同种金融产品在不同国家和不同地区的有效收益完全相同。从目前的情况

看，外汇市场和证券市场在这方面的表现最为明显。

各国货币政策通过国际金融市场间的金融传导又可概括为：互为表里，你中有我，我中有你，金融市场在发展的速度与结构上有一个最适度水平的问题，它应与必要的基础与条件相适应，有什么样的世界经济，就有什么样的世界经济制度。市场的盲目发展与缺乏某些重要条件下的发展，往往不能从国际金融市场间的金融传导中得到应有的益处，反而会出现某些弊端，引发过度的金融风险。有关金融过程与货币过程的相互作用以及它们对宏观经济形势和政府宏观经济政策决策的影响在现实中得到了充分体现和印证。在全球金融市场的发展中，金融市场间的金融传导始终是关键问题，因为它是决定金融市场的发展速度、水平和发展阶段的主要因素之一。无论是逻辑推理还是历史考察都证明，金融传导不是一时一地的偶然现象，而是推动金融一体化的内在动力源，并贯穿于金融市场发展始终的一种动力因素。旧的金融框架不能适应经济社会发展的新要求时，便会产生新的矛盾冲突，阻碍或制约经济的发展，只有冲破束缚，满足经济社会发展的新需求（如固定汇率制变为浮动汇率制，欧元的诞生等），金融业才能获得一次大发展的机会和空间，同时金融传导也在一个更大的空间里发挥作用。历史上每次金融发展的高潮都是因此产生。近年来，在国际证券市场上，投资机构化、金融工具衍生化、场外交易化以及国际市场一体化的趋势得到了迅速发展。

随着国际贸易、金融、服务和文化交流的不断发展，国与国之间的经济已经难以割舍地联系在一起了。经济的依存和文化的融合促进了世界经济整体福利的高速增长。当今的世界是一个相互依存的世界。一个发展中国家由货币的大幅度贬值而引发的亚洲金融危机，不仅对美、欧等发达国家金融市场产生了巨大影响，而且还影响到整个世界的经济增长及金融市场稳定，这在世界经济的发展史上还是第一次。因此，有必要认真思考、研究国际金融市场中的内在联系，探讨这种传导机制是如何作用的。

第一节 经济、金融一体化——发展中的 国际金融市场

一、金融发展的国际进程动因

金融发展是由发展中国家较低水平的发展向发达国家较高水平的发展延伸,以及向跨国界的层面扩展,从而汇成一种国际性或全球性的进程,它是在诸多因素的作用下促成的。

首先,从需求角度分析,基本物质生活水平的低层次需求已基本得到满足,社会的财富积累已经达到较高水平,因而储蓄资产在收入及财富中占有越来越大的比例。如何使这些资产得到充分的保值与增值,就成为愈益重要的社会经济目标,而金融市场就是提供资产保值与增值的基本工具与方法。金融市场规模不断膨胀、资产流动性不断提高、品种工具不断增加、业务方式不断创新、金融价格不断趋于灵敏化、有效化,这构成金融发展各环节的基础动因。金融市场的发展反映了人类社会在进入后工业社会时,对于金融活动具有很强的需求能量,金融活动已开始成为社会经济的基本活动之一。这也是人类社会走向后工业化社会时,为何会出现与高科技相并列的金融经济形态,即以它作为后工业化社会的具体内容与基本特征的基础性原因之所在。

其次,由 70 年代开始的经济产业结构大调整,高科技产业的迅速崛起,以及 80 年代开始兴起的企业组织的重构浪潮,也形成了对于金融发展的巨大需求。在市场经济体制中,新兴产业要获得起步与发展,就需要容量较大、交易灵活与方式创新的金融市场给予资金融通与各类金融服务,以完成资本在社会上的重组,达到社会资源的再配置。

同时,高科技产业是一种较其他产业风险更高的新兴产业,它的发展更依赖于愿意承受风险投资的金融市场的有效运转。^①

80年代,尤其是90年代以来,随着生产的国际化及竞争加剧,大规模的公司兼并与收购如火如荼。1999年,全球宣布的公司兼并与收购的金额达到了3.44万亿美元,比1998年的合并金额上升了36%。^③2000年,全球的跨国并购规模创纪录地达到3.5万亿美元,但2001年全年下降到2万亿美元左右,平均单笔交易规模也大为降低,超过百亿美元的跨国并购案件已是屈指可数。2002年以来,全球跨国并购出现向亚洲地区转移的势头,但全球并购总规模大幅下降。近年来,全球企业的并购活动以波澜壮阔之势发展。以兼并与收购为主要特征的当代企业重构潮流,依赖于金融市场为其提供信息、手段与所需资金,而且企业重构的目标设计、对象选定与具体操作方案,亦需要金融机构提供一系列的咨询服务。

第三,70年代以来的经济国际化发展对跨国性金融市场的发展产生了巨大需求。跨国企业迅猛发展,在投资、生产经营与贸易方面大大拓展了其全球一体化运作;欧洲、北美、东南亚及亚太等地区在区域经济一体化方面进展甚快;有更多的发展中国家从封闭或较封闭经济融入到开放的国际经济社会中来。这三方面力量均大大增加了世界经济发展对于国际性金融市场运行的需要,这一需要不仅表现在扩大国际性金融市场的规模与品种上,也表现在官方对于国际金融价格控制的放松上。此外,主要国际货币的汇率浮动、黄金官价的消失、国际利率更为灵敏等,均反映了经济国际化对于国际性金融发展的需要。

第四,当代世界经济在构筑现代市场经济体制方面的进一步发展,提高了对金融发展的需要。从七八十年代起,许多发展中国家减少了官僚与家族成分在经济体制中的构成,而进一步迈向市场化体制;前苏联及东欧国家在80年代后期全面进入了向市场体制的转型;欧洲一些发达国家自80年代起纷纷推出了国有大企业的私有化政策;美国对于福利体系等的改革也是朝着市场化的方向推进;我国自70年代末开始的改革更是将建立现代化的社会主义市

市场经济作为体制改革的基本目标。这种现代市场化体制与模式的全球性发展产生了对于金融市场扩展规模、提高经营效率、增强金融创新的极大需求。原先由行政与计划下达、由财政资产予以拨款或支出的企业资金现在都需要金融市场的运作予以满足；而股份公司的建立与改制，也需要通过大容量的金融市场来发行与交易股票。各种社会福利体制的改革亦促进了各类保险公司与基金等市场的发展。

第五，七八十年代以来反通胀的宏观经济政策包括财政与货币政策的实施，产生了对于金融市场发展的需要。西方国家凯恩斯主义反危机的膨胀性高赤字与低利率政策导致了通货膨胀因素的积累，这一积累在外来冲击因素的推动下导致了持久的高通胀。许多发展中国家在旺盛的消费与投资需求作用以及政府较严重的财政与腐败问题下，更是产生了恶性的通货膨胀。故从 80 年代后期起，反通胀逐渐成为世界各国主要的宏观经济目标。而反通胀亦产生了对于金融发展的主观与客观需要。以发行各种期限国债的方式取代赤字货币化是克服通胀的初级手段。这导致了国债市场的成型与发达。

还应看到，金融市场发展对于抑制传统通胀还具有一种客观的内在效能。当资金被大量引入金融市场时，社会上对于消费的需求就相对下降了，因而对于抑制传统消费品的通胀具有一定作用。这使得社会经济中主观或客观地蕴含着对于金融市场发展的反通胀需要。

上述几方面社会需求的汇合，显然形成了当代社会对于全球金融发展的巨大动力，推动着金融发展的国际进程。在金融发展的呼应方面，则主要有来自金融机构与政府两大层面的动因，它们分别反映在金融创新与金融改革上。

金融机构具有强烈的发展金融市场的动力，这主要体现于当代金融创新潮流。金融机构受利益驱使，向社会提供了多种金融业务与金融工具，供应了各种社会所需的金融服务，并积极进行各种金

融创新,来满足或主动引导社会对于金融业务的需要,同时,大力提高金融市场的运转效率、专业水平与国际化操作能力,从而也提高了金融价格形成的灵敏性与有效性。金融机构在金融创新与拓展金融市场的过程中获得了丰厚的报酬,因为这是顺应了前述社会对于金融活动的巨大需求,而丰厚的报酬反过来又成为刺激金融活动扩张的重要动力,形成了良性循环状况。

二、从“依存模式”到“融合模式”:研究视野的扩展

1968年,理查德·库柏(Richard Cooper)在他的《相互依存经济学》中提出,相互依存是战后国际关系的发展趋势,一国的经济增长将会导致其他国家或国际关系敏感性的增强,他进一步指出:“相互依存的经济关系看起来就像婚姻关系”。1977年,罗伯特·基欧汉和约瑟夫·奈合作的《权力与相互依存:转变中的世界政治》提出了“复合性相互依存”的概念。他们认为:各国在许多领域拥有共同利益,传统的“高级政治”(国家安全)与“低级政治”(经济问题)已很难区分孰高孰低,经济与政治之间的相互依存、相互影响日益加深。从国际关系行为体方面来看,国家不再是惟一的国际关系行为体,其地位和影响力的下降与非国家因素的上升形成鲜明对比。跨国公司、国际非政府组织等也已成为国际关系行为体,且影响力日益上升。在国际关系中国际协调机制的作用日益重要。

80年代以前,世界经济的相互依存更多地表现为贸易国际化和生产活动国际化,跨国公司在全球范围内组织生产,从而带动直接投资的增加,对母国和接受国产生政治影响。而亚洲金融危机的爆发则表明80年代以来,各国顺应经济全球化、金融自由化的趋势,使得国际间接投资数量大大增加。^③资本在国际间的流动性进一步加大,由短期流动资本连结起来的各国相互依存已经达到密不可分的程度,各国在利率、汇率和股指同升共降方面的互动性大大增强,金融领域成为各国相互依存极为密切的领域。但相互依存

理论囿于理论对现实的滞后性，在研究国际间接投资方面迄今未取得较大的进展。此外，相互依存理论在解释国际关系时比较注重政治关系和经济关系，而相对忽略经济关系中金融关系的突出地位。

“渗透模式”，存在于第二次世界大战后至 20 世纪 80 年代。“渗透模式”的基本特征是世界经济由东方经济和西方经济、社会主义经济体系和资本主义经济体系所构成，两大经济制度和经济体系之间存在着相互对立基础上的相互渗透和相互拓展。

目前，世界经济发展模式已进入第四阶段，即“融合模式”。“融合模式”的基本特征是东方经济和西方经济的界限被彻底打破，各国经济的对外开放度和相融性进一步提高，无国界经济加速发展，全球经济市场化、一体化进程进一步加快；世界经济发展表现为全球经济共同利益凸现，各国经济日益融合，互为存在和发展条件基础上的国家利益间的矛盾冲突下降。当然，“融合模式”还处于初始阶段，许多方面的特征表现尚不够清晰，传统发展模式中的板块痕迹还很明显，全球经济融合程度还不够高。但是，可以肯定的是，“融合模式”是世界经济发展的高级阶段，尽管这一阶段会十分漫长，其间的变化会相当复杂。关于相互依存、国际经济协调等的论述我们将在第四章中展开讨论。

第二节 国际金融市场互动的条件分析

国际政治格局的急剧变迁，使得越来越多的国家都开始把注意力集中到经济发展和综合国力的提升上，全球经济的融合程度进一步提高。而以信息技术为核心的新一轮科学技术革命使世界市场的各个组成部分的时间和空间距离都大大缩短，为全球性的贸易、投资和金融业务的开展提供了最为便捷的手段，从而使经济全球化发展到了一个崭新的阶段和前所未有的高度。90 年代以来的经济全球化已经成为以国际政治多极化和国际经济多元化为基础，以科技

革命和信息技术发展为先导，涵盖生产、贸易、金融和投资领域，囊括世界经济和与世界经济相联系的全部方面和全部过程的庞大体系。

90年代以来，美国利用它在国际政治经济上的优势地位主导了世界经济，极力推行经济自由主义，全球经济和区域经济发展中的贸易、投资和金融政策自由化，这些也在客观上促进了世界经济在全球范围内更大程度上的融合，加速了经济全球化进程。经济全球化将使各国经济在相互交织、相互依赖中逐步建立起以规则为本的运行机制，并在这一运行机制的基础上相互影响、相互制约，逐步走向真正的融合。

以美国为轴心的北美自由经济区，以共同市场为核心的欧洲自由经济区和以日本为轴心的亚太自由经济区构成了90年代乃至21世纪世界经济的基本格局和态势，也有人称之为“金三角”。如果把整个世界经济看做一个大系统，那么这三个子系统，即这种“金三角”之间以及“金三角”之外的运作、矛盾和协调，将直接或间接地影响到世界经济的兴衰。这三个子系统处于一种密切影响、不可分割的联系之中，它们的经济关系是相互依赖又相互影响的，那么这种相互作用的产生必须具备哪些条件呢？

一、全球经济一体化

世界经济不是孤立的，而是一个统一的、相互依赖的体系，随着生产力水平的迅速提高，信息传播方式的创新，跨国公司遍及世界各地，各国的经济活动对国外的事态发展变得更为敏感。早在20世纪30年代，各国的经济联系就已经相当紧密了，局部的经济萧条迅速蔓延，直至波及到整个世界。战后这种紧密程度越发加强，世界经济日益趋于一体化。

世界经济一体化是当代世界经济各种要素流动、融合并构筑国家的全球体系的过程。它的最基本动因是世界市场的财富流动、积聚和重新分配，由此造成在世界范围内的利益组合关系。世界经济