

中国经济体制改革参考译丛

Series of Translated Works for China's Economic Reform

Global Finance and Risk

丛书编选人:高鸿业

全球金融风险监管

〔英〕约翰·伊特韦尔

著

〔美〕艾斯·泰勒

BUSINESS / ECONOMICS

成家军 郑薇 译



经济科学出版社

REGULATION

E TAYLOR

to economic develop

threatening as to effect

as the great and unpre

of financial capital be

Here two accomplished sch

deal with the problem so cr

with informed thought and v

the evident solution. I stro

— JOHN KENNETH

中国经济体制改革参考译丛
丛书编选人：高鸿业

全球金融风险监管

[英]约翰·伊特韦尔 著
[美]艾斯·泰勒

成家军 郑 薇 译

经济科学出版社

责任编辑：刘怡斐
责任校对：杨晓莹
版式设计：周国强
技术编辑：潘泽新

全球金融风险监管

[英] 约翰·伊特韦尔 著
[美] 艾斯·泰勒

成家军 郑 薇 译

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销
社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036
总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

北京天宇星印刷厂印刷

河北三河市韩各庄装订厂装订

850×1168 32 开 8 印张 200000 字

2001 年 7 月第一版 2001 年 7 月第一次印刷

印数：0001—4000 册

ISBN 7-5058-2590-9/F·1982 定价：16.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

中国经济体制改革参考译丛

(丛书编选人：高鸿业)

已出版图书：

《如何开放经济》

《公共物品、公共企业和公共选择》

《反腐败——国家廉政建设的模式》

《国际经济组织与第三世界》

《全球金融风险监管》

即将出版图书：

《可持续发展》

《养老金计划》

在我们这个时代，经济领域的任何发展，就其后果的震撼力和不为人所了解而言，没有什么能与在国际间巨大而不可预测的金融资本流动相媲美。本书两位一流的资深学者针对此问题做出了极有创见性的研究和思考，其流畅的文笔、广博的思想以及探寻真理的精神都令我由衷的赞赏。我乐意向大家推荐此书。

——约翰·肯尼斯·加尔布雷思

中译本序言

正当经济全球化深入发展时，1997年7月，由泰铢贬值引发的东南亚金融危机，造成东南亚国家资本大量外流，货币汇率大幅度贬值，外汇储备濒临枯竭，证券暴跌，有的股票的跌幅甚至超过了1929年的大危机。银行、保险和企业大批破产倒闭，失业严重，经济陷入困境，不少国家的经济出现负增长。危机很快波及到整个亚洲（中国除外）、俄罗斯、拉丁美洲甚至全世界。

东南亚金融危机已经过去三年多的时间，在人们不断总结这场危机爆发的原因、影响及其经验教训的时候，不得不认真反思自1973年布雷顿森林体系瓦解后，也就是固定汇率体系瓦解后，在浮动汇率体系下，国际金融制度能否适应经济全球化和金融自由化不可逆转的潮流。也就是说，近20年来，如此多的国际范围危机的爆发是否与国际金融体系有关。由约翰·伊特韦尔和艾斯·泰勒所著的《全球金融风险监管》一书，就是针对这一问题作了深入细致的分析和研究。作者以制度比较学的方法并通过实证分析，阐述了全球金融风险的背景、性质和原由，从微观和宏观的角度提出了监管的重要性，并透彻分析论证了缓解、防范金融风险、金融危机的策略和方案。

国际货币体系的核心是汇率制度，当今浮动汇率已经成为国际货币体系中各国主要使用的汇率，但许多西方经济学家认为，现行浮动汇率制度无法应付国际资本的巨额流动，浮动汇率制不能解决国际资本流动带来的一系列问题。1997年金融危机前，

流入发展中国家的净私人资本达到 2200 亿美元，这个数字大约是官方援助资金的 4 倍，大大超过前几年。在国际资本市场上，估计每天有上万亿美元在外汇、证券、黄金市场上进行投机活动。这些巨额资金的频繁流动，特别是对发展中国家开放本国金融市场带来了不利影响。因为汇率经常波动，而且幅度大，造成本外币资金的频繁兑换和流动，这是导致发展中国家金融危机的根源。因此，改革国际货币体系，必须从汇率制度入手。

本书作者深入浅出地分析阐述了布雷顿森林体系瓦解以来国际货币体系演变的历程，着重分析了浮动汇率的特征，特别指出，固定汇率时期，可以说国家承担了外汇风险，但浮动汇率时期的外汇风险由私人部门来承担了，与之相伴而来的是资本市场的自由化。我们知道资本市场自由化是金融自由化的主要内容之一。作者指出，无论是发达国家还是发展中国家，自由化是发展趋势。但是自由化需要付出成本和代价。有获利就必然有风险。

在市场日益自由化的情况下，资本必向高回报的地区和行业流动。国际资本流动的全球化，必然促使全球金融业的竞争。其结果是，一方面推动风险报酬趋向平均水平；另一方面，通过全球金融资产价格的不断调整来保持市场均衡的稳定。为此，作者强调，金融稳定对任何可持续增长都是至关重要的，但是，只有加强监管，建立一个强有力的金融体系，制定一个公开、公正、透明的全球运行机制，尽量克服信息的不对称，才能降低和缓解、防范金融风险和危机的冲击。

作者提出，国际货币基金组织（IMF）在对付亚洲危机的行动中受到了世界各国特别是亚洲国家的批评。IMF 的领导也在不同场合承认了援助危机中犯下了错误。但是，正如韩国总理所言，“没有 IMF，我们将不得不再发明一个 IMF”，这表明国际社会现在还离不开、还少不了像 IMF 这样的国际金融组织。但是 IMF 必须进行改革，它必须促进世界经济金融稳定增长，维护经济金融秩序的稳定。IMF 应与已建立的国际经济机构如世

界银行（WB）、国际清算银行（BIS）、世界贸易组织（WTO）等一起合作，强化和维护宏观经济和金融稳定的责任，以确保全球公共产品的正常生产和运行。IMF 必须是一个开放的机构，能够吸收经验并接受对话，不断适应日益变化的环境。

本书作者认为，IMF 等国际金融组织的改革面临很大的困难。比如，IMF 附加一定条件的融资安排并非真正的融资安排，实际上不能够起到最后贷款人的作用。IMF 新任总裁科勒先生从亚洲金融危机中总结出了三点教训：（1）IMF 应在危机的早期阶段就确认一国经济的对外账户和金融部门的脆弱性；（2）一国应为资本账户的自由化做好准备，重新考虑其汇率体制可持续性的重要性；（3）必须关注制度建设、结构化改革等社会方面以及一国的政治和文化传统。

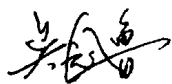
如何从危机中吸取教训，如何改善国际货币体系，如何建立公开、公平、透明的游戏规则，如何建立国际经济金融新秩序？作者的回答是：“正如在一国境内实施金融监管一样，在全球范围内建立世界金融管理局（WFA）是一个合乎逻辑的选择”。

本书的两位作者是当今活跃在国际金融学术界的著名人物，素来以观点新颖、独树一帜而闻名。他们的研究方法和独到、创新的观点日益受到各国金融当局的重视。作者对全球金融风险的分析、加强监管和防范风险的诸多论点是可取的。英国首相布莱尔在讲话中多次引用他们的研究成果。这就进一步表明，加强国际金融监管已经成为了各国政府十分关注、具有现实意义的话题。

本书的中文译者之一成家军是我的博士生，他先后翻译了几本重要的金融理论书籍，对金融领域的许多问题有较为透彻的理解，这使他在翻译本书时能得心应手。译稿读来，感觉译文相当流畅，准确达意。在全球金融风险、金融危机不断发生、严重影响经济稳定运行的今天，摆在读者面前的这本书为我们提供了新的思考和视角。我们应当为两位译者所付出的辛勤劳动而感到高

兴。我赞成并支持此书在我国的出版，并愿与读者共享此书。

中国国际金融学会副会长



2001年3月24日于北京

前 言

1997年的亚洲金融危机使人们重新评价国际金融制度的功与过。学术界、国际金融机构（国际货币基金组织、世界银行和国际清算银行）以及各种政治集会（由主要工业国家组成的七国集团）都在讨论该问题。这场争论被称之为“国际金融建筑的改革”。在1997年之前，人们广泛认为金融自由化是有益的，但现在这个观点已经被大多数严肃的评论家所抛弃。然而，无论是对于金融自由化造成的影响，还是该对此做些什么，人们都没有达成共识。

我们对金融自由化结果的分析是建立在一个研究项目之上的，该项目由福特基金会赞助，始于1997年中期。为了进行这个项目，我们召集了许多同事，以评估金融自由化对全世界范围内实体经济的影响。我们将这些同事的观点汇编在题为“国际资本市场和经济政策的未来”的报告中，并于1998年8月份提交给福特基金会。该报告考察了自由化的效果，分析了多年来特别是最近三十年来金融危机的不断发生对发达国家和发展中国家所造成的危害。我们认为，尽管国际范围的自由化带来了一些好处，但这些好处也被相当高的成本所抵消了。如果从发展一国金融市场中得出的教训——自由的市场只有在有效监管的前提下才是有效率的——为人们所吸取，这些成本才有可能被局限在某种程度内。金融监管的任务就是管理由于自由化而带来的风险。没有监管，由此而来的风险和成本就可能变得无法控制。我们建议

成立世界金融管理局（WFA），就像某国金融当局监管本国市场一样，WFA 监管世界金融市场。建立 WFA 有一个天然条件，即以位于巴塞尔的国际清算银行已经实施的全球金融监督和管理的基础为基础建立 WFA。

许多优秀的群体与我们有相似的想法。例如，在美国，1999 年 2 月份的《总统经济报告》中认为：“金融自由化和金融创新已经使得国家之间的边界无关紧要。如果在一国范围内进行监管是必要的，那么现在（至少）在国际市场上也是同等重要的。”1998 年 9 月末在英国，本书作者之一（约翰·伊特韦尔）接到了《金融时报》一位记者打来的电话，要求他对英国首相托尼·布莱尔在前天发表的一个演讲进行评论。该演讲涉及到国际金融改革的各个方面。该记者说：“我们知道是你写的这篇演讲稿”。伊特韦尔声称，他从没有做过这样的事情。他的话被记者打断了：“首相的新闻官员告诉我们，就是你写的那篇演讲稿。”事实上，伊特韦尔没有为布莱尔的演讲写过稿子。但是，他曾经寄给布莱尔办公室一份我们提交给福特基金会的报告，布莱尔首相的部分演讲稿是以这份报告的建议为基础写成的。

尽管我们的分析和讨论与来自白宫和唐宁街的观点有许多相似之处，但是，我们关于建立世界金融管理局（WFA）的建议还是被许多人（包括少数同情我们分析的人士）否决了，理由是“乌托邦式的空想”和“缺少政治上的可行性”。

然而，对我们而言，这些批评看起来都是站不住脚的。

首先，即使作为特定机构的 WFA 并没有建立，确认 WFA 的职能（即必须有某人来完成的任务）仍然是很重要的。从这个方面来讲，WFA 是一个样板。为了提高国际金融的效率，我们以此为基础，发展了一套关于金融市场和政策的分析方法。在本书中，我们着重指出，金融市场并非是自动地自我监管的，并在如下的四个领域提出自己的观点：

·过去 40 年随着金融自由化在世界范围内盛行，已经出现了

一国金融监管失效的情况。结果，实际利率居高不下且波动很大，金融资产的价格波动加剧，一国经济状况的恶化以及市场的不稳定性在全世界范围内扩散。

·即使在规模较大且集中统一的工业化国家的金融市场上，这种自由化也很可能带来不稳定。本书列举了一些过去发生的例子，并指出其对美国经济造成的潜在风险。

·在汇率的决定机制中完全缺少“基础经济”因素；汇率的变化完全受市场上投机者的“习惯”驱动。汇率的大幅波动降低了那些缺乏监管的金融市场的效率。

·发展中国家和经济转型国家最近发生了货币危机，这些危机很明显与迅速的资本市场自由化有关，而且还与在国际范围内和在一国范围内，对如何处理金融资本流动逆转缺乏适当的监管办法有密切的关系。

在上述四个领域，明智的国际监管对于提高市场效率并且减少大面积的市场崩溃是至关重要的。WFA的一个重要职能就是加强监管、实施有效监管的核心政策。

其次，如果说在过去几年中国际金融方面的政策变化留给我们一些经验教训的话，那就是，在某天是乌托邦式空想的东西，在第二天也许就会成为智慧的典范。在金融界，创新的速度非常快，包括机构创新和制度创新。1998年8月17日，在俄罗斯拒付外国投资者利息的违约事件发生后的9个月里，金融界发生了一件震惊世界的事件，七国集团决定成立“金融稳定论坛”（FSF），这是一个新生的国际监管机构。FSF能否承担起WFA的职能，只有时间最有发言权。在1999年早期巴西金融危机缓和后，金融市场处于相对平静期，国际金融的制度性改革放缓了。日益加深的金融风暴将再次加快这一改革的进程。对于“WFA是什么”和“其是否具有政治上的可行性”并没有绝对的标准。问题的关键在于权力和利益的平衡，而什么都不做则是危险的。面对另一场更为严重的危机，WFA可能在政治上变得可

行了；如果真如此，事先想好它在实际运作中是如何发挥作用的就变得很重要了。

容易引起误解的福特基金会报告的另一个方面，是我们坚持认为，金融监管不仅仅是通过运用法规和程序减少隐含在公众交易行为中的风险，从而提高微观经济运行效率的问题。承担市场风险是金融企业应该做的事情。但是它们不承担在经济环境发生逆转情况下，由于它们的损失而给整体经济带来的全部影响——这与金融失败的结果是相似的。一家房子的爆炸能够引起一场火灾，随着大家救火信心的丧失，就会毁灭整条街上的房子。

在新的国际经济中，监管已经涉及到各国的“金融街”。无可避免的是，它为宏观经济的“飞机”制造了一个保护性的“房顶”。在决定货币政策的传导机制方面，监管起了关键作用。谨慎的监管不仅仅是管理风险，它也对流动性和信贷之间的关系作了规定。没有谨慎的监管，就很有可能不谨慎从事，即可能出现在既定的流动性基础上为了寻求更多的利润，从而承担较大的金融风险。这种情况在金融当局放松了对信贷控制的时期，以及投机性的金融泡沫被放大随之破裂时，最为明显。这最终导致了日本 20 世纪 80 年代末期的“泡沫经济”和英国的房价大幅攀升，以及 90 年代早期的瑞典银行危机，当然也包括美国的储蓄和贷款业的危机。监管不到位，民主政府就会失去对金融的所有控制；货币和金融政策的执行就没有了动力。这就是为什么将金融监管、谨慎的风险管理和宏观经济政策三者放在一起考虑的原因。正是这三者的结合才使监管更加民主化，并大大加强了监管的可信度，惟有如此，才能保证市场的有效运作。这是 WFA 职能的另一个重要方面。

确保已经全球化的金融市场的效率是我们今天面临的挑战。全球化意味着金融市场的运作已经超出了一国司法权管辖的范围。但其并没有超出各民族国家共同的司法权管辖范围。在过去的 25 年中，为了对付共同面临的全球性难题，各国金融监管当

局不断尝试着建立合作关系。随着全球金融市场一体化程度的加深，面临的任务也增多，金融当局的合作已经进入到互相协调的阶段。“金融稳定论坛”（FSF）的建立，已经使这种合作进入到建立政治控制结构的新阶段。本书描述了这一进程，解释了今日金融市场上发挥作用的经济力量，并提出了一个合作框架，相关的国际政策得以在这个框架内实施并发挥其应有的作用。

约翰·伊特韦尔

艾斯·泰勒

1999年6月17日

图字：01—2000—4005

Global Finance at Risk

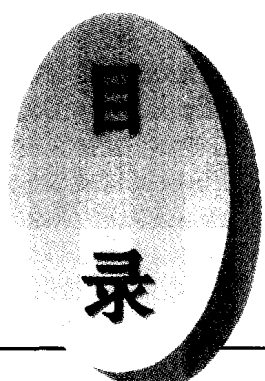
The Case for International Regulation

©2000 by John Eatwell and Lance Taylor

The edition is published by arrangement with the New
Press, New York.

©2000 中文简体字版专有出版权属经济科学出版社

版权所有 不得翻印



目 录

第 1 章 风险的私人化	(1)
1.1 将风险私人化	(2)
1.2 世界金融管理局	(5)
1.3 国内的金融监管	(7)
1.4 货币和金融	(8)
1.5 金融市场的运作	(10)
1.6 系统性风险	(14)
1.7 国际监管	(17)
1.8 世界金融管理局的作用	(21)
第 2 章 资本市场自由化与全球经济 ..	(25)
2.1 金本位	(26)
2.2 资本市场自由化的 25 年	(31)
2.3 对自由化的市场的监管	(34)
2.4 波动性与传染效应	(37)
2.5 道德风险	(39)
2.6 自由化的正面影响	(42)
2.7 自由化的成本	(44)
第 3 章 汇率与资本管制	(46)
3.1 汇率的决定	(47)

3.2	国际收支平衡表	(49)
3.3	汇率体制	(51)
3.4	资产价格、预期及汇率	(53)
3.5	商品套利与购买力平价	(57)
3.6	商品市场	(58)
3.7	贸易项目	(59)
3.8	资产组合均衡	(61)
3.9	总体平衡	(64)
3.10	双逆差	(68)
3.11	三难问题	(69)
3.12	选美竞赛	(70)
3.13	技术因素	(72)
3.14	资本管制	(73)
3.15	美国与资本管制	(74)
3.16	世界各国的资本管制	(76)
3.17	小结	(80)
第4章	发达国家与新金融秩序	(82)
4.1	危机	(83)
4.2	衍生金融工具	(85)
4.3	经济趋势	(90)