

金融创新

TANSUOYUFAZHAN
探索与发展

JIN RONG CHUANG XIN

刘能凯 著



贵州人民出版社

金融创新：探索与发展

刘能凯 著

贵州人民出版社

图书在版编目(CIP)数据

金融创新:探索与发展/刘能凯著. —贵阳:贵州人民出版社, 2006. 8

ISBN 7-221-07490-9

I. 金... II. 刘... III. 金融体制—经济体制改革—研究—中国 IV. F832.1

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 095799 号

金融创新:探索与发展

刘能凯 著

出 版	贵州人民出版社(贵阳市中华北路 289 号)
责任编辑	程亦赤
封面设计	熊 锋
经 销	新华书店
印 刷	贵阳经纬印刷厂
规 格	850 × 1168mm
开 本	32
印 张	11.875
字 数	280(千字)
版 别	2006 年 9 月第 1 版
版 次	2006 年 9 月第 1 次印刷
印 数	1-1000 册

书 号 ISBN 7-221-07490-9/F·523 定 价 28.00 元

目 录

1 金融创新的环境与制度变迁分析	1
1.1 金融创新的国际经济环境分析	1
1.2 一般制度变迁分析	14
1.3 金融制度创新分析	24
1.4 对我国金融制度创新的思考	45
2 金融创新的效应和影响	51
2.1 金融创新的正面和负面效应	51
2.2 金融创新对金融机构的影响	55
2.3 金融创新对金融市场的影响	58
2.4 金融创新对金融制度的影响	61
2.5 金融创新对金融监管的影响	63
2.6 金融创新对货币供求的影响	68
2.7 金融创新对货币政策的影响	72
3 金融创新与金融工程	82
3.1 金融工程概述	82
3.2 现代金融工程的发展动因	90
3.3 金融工程与金融效率	100
3.4 金融工程的微观效应	107
3.5 金融工程的宏观效应	115
4 金融创新与金融工程工具	125
4.1 概念性金融工程工具	125

4.2	权益型金融工具创新	134
4.3	债务型金融工具创新	137
4.4	金融衍生工具创新	142
4.5	混合型金融工具创新	164
5	金融创新与风险投资	166
5.1	风险投资概述	166
5.2	有限合伙制风险投资基金	175
5.3	风险投资的退出机制	199
6	金融创新与资产证券化	208
6.1	资产证券化概述	208
6.2	资产证券化的意义	223
6.3	证券化资产的特征与证券类型	231
6.4	特殊目的载体和破产隔离	240
6.5	证券的信用增级	248
6.6	资产证券化运作流程	258
7	金融创新与投资银行	267
7.1	投资银行概述	267
7.2	投资银行与企业并购	286
7.3	投资银行与企业融资	300
7.4	投资银行与项目融资	315
8	金融创新与商业银行	325
8.1	商业银行创新概述	325
8.2	商业银行创新的内容	334
8.3	商业银行创新的动因	343
8.4	商业银行创新的作用和影响	353
	参考文献	373

1 金融创新的环境与制度变迁分析

金融创新作为国际金融领域中的最新和最重要内容之一,从20世纪70年代至今迅速发展。金融创新包括金融产品的创新、交易技术和交易方法的创新、金融制度的创新,这些都给微观经济个体和宏观经济政策带来了深远影响。要全面了解金融创新,就必须了解金融创新的国际经济环境,了解制度变迁理论和金融制度创新理论。

1.1 金融创新的国际经济环境分析

1.1-1 布雷顿森林制度的崩溃

第二次世界大战即将结束之时,以美国为首的反法西斯同盟国的经济学家们就已经在考虑怎样构筑战后国际经济秩序的问题。考虑到第二次世界大战以前各国为了转嫁经济危机,在对外倾销商品的同时,纷纷实行高关税壁垒,彼此进行竞争性货币贬值,使国际贸易难以发展,造成国与国之间经济、政治关系的紧张,并最终成为引发战争的原因。因此,当时的经济学家们认为,战后建立的新的国际经济秩序应该能克服战前国际经济秩序的弊病,也就是应该能维持国际货币体系的稳定,降低关税

和非关税壁垒,推行贸易自由化,以促进各国的充分就业和维持经济的稳定增长。体现这种思想的行动是战后建立了三大国际经济组织,即国际货币基金组织、世界银行和关贸总协定。它们构成了战后国际经济秩序的基本框架。这种战后国际经济秩序对于战后经济增长起了一定的促进作用。

1944年7月,美、英等国家的代表,在美国新罕布什尔州的布雷顿森林召开了“联合和联盟国家国际货币金融会议”。会上通过了《国际货币基金组织协定》,该协定又被称为《布雷顿森林协定》。根据这个协定建立起来的国际货币体系被称为布雷顿森林体系。其主要内容是建立一个国际货币基金组织,其成员国的货币金平价应以黄金和美元来表示。美元直接与黄金挂钩,各国确认1934年美国规定的35美元等于一盎司黄金的官价。美国政府承担按此官价随时向各国政府或中央银行兑换黄金的义务。其它国家的货币按其含金量确定与美元的比价,或者不规定含金量而只规定与美元的比价,从而间接与黄金挂钩。这就形成所谓的美元与黄金挂钩,其它各国货币与美元挂钩的以美元为中心的国际货币体系。

国际货币基金组织还规定,各国货币对美元的汇率只能在平价上下各1%的幅度内波动。如果超过这个限度,各国中央银行有义务在外汇市场进行干预活动,使汇率维持在规定的限度以内。如果一国的外汇收支不平衡,出现外汇收支逆差,就可以在一定条件下从国际货币基金组织那里取得贷款,以恢复本国的国际收支的平衡和汇率的稳定。只有当一国的国际收支发生“根本性不平衡”时,才允许其货币贬值或升值。这种以美元为中心的国际货币体系在一段时期内是相当成功的,它使世界货币的汇率保持了稳定,为世界经济和贸易的发展提供了很好的经济环境。

不过,这种国际货币体系是建立在美国在世界经济中具有绝对优势的基础之上的。一旦这个条件不存在,这种体系就维持不住了。从 50 年代开始,德国、日本等国的经济实力不断增强,美国在世界经济中所占的比重不断下降。美国的国际收支开始出现逆差,美元不断外流,到 1960 年底,美国对外短期债务已超过其黄金储备,这种情况使人们对美元的信心大减,于是拥有大量美元的国家不断向美国兑换黄金,引发了一次次的美元危机。尽管美国政府为了挽救美元采取了许多措施,无奈美国的国际收支情况不见好转,于是在 1971 年 8 月 15 日,美国尼克松政府被迫宣布实行“新经济政策”,即停止向各国政府或中央银行按官价兑换黄金,并对进口商品征收 10% 的临时附加税,以改善其国际收支状况。美国的这些措施受到西方各国的异议,于是美国与欧洲国家和日本进行谈判,于 1971 年 12 月 18 日达成《史密森协定》,规定美元对黄金比价贬值 7.89%,即由原来的 35 美元等于 1 盎司黄金提高为 38 美元等于 1 盎司黄金,其它发达国家的货币对美元升值 2.76% 至 7.66% 不等,也就是说,这相当于美元对其它发达国家的货币贬值 12%。《史密森协定》还规定,各国货币市场汇率的波动幅度从其黄金平价上下各 1% 扩大到平价上下各 2.25%。

《史密森协定》并没有能挽回局面,到 1973 年 2 月,美元再次贬值,从 38 美元等于 1 盎司黄金上升为 42.22 美元等于 1 盎司黄金。但实际上,美元的这种黄金平价并不意味着各国中央银行真的还能用美元到美国去兑换黄金,因此,这种美元的含金量其实已经没有什么意义了。从 1971 年 8 月 15 日起,美元实际上已和黄金脱钩了。西方国家的货币汇率也不再盯住美元,开始实行浮动汇率制。以美元为中心的固定汇率制度,即布雷顿森林制度在 70 年代初终于崩溃了。

浮动汇率制给各国经济带来了一系列新问题。首先,汇率的不稳定使国际贸易的风险大大增加了。由于汇率的波动,使得外贸商品的价格因汇率的波动而变动,人们在签订国际贸易合同时原本是有利可图的生意,会由于汇率的波动而使这种预期的利润消失,因而人们在国际贸易上会犹豫不决,特别不愿意订立长期的贸易合约。其次,在浮动汇率制度下,本国货币的贬值会使本国出口商品用外币表示的价格下降,使进口商品用本币表示的价格上升,因此,各国很容易试图通过使本国货币贬值来改善本国的国际收支,而这又容易引起各国的竞争性货币贬值。再次,浮动汇率结合各国的利率政策,使国际投资和资本流动的风险大大增加,同时也会提供金融投机的机会,助长投机活动。

总之,失去了固定汇率制度的世界各国,突然发现世界经济环境变得那么动荡不定。变化莫测的各国货币汇率,使国际贸易和国际投资活动的风险急剧增加,通过什么途径和办法防范汇率急剧变动所带来的风险,是各国经济学家和企业界人士所关注的迫切课题。

1.1-2 石油危机和国际债务危机

本世纪70年代初给世界经济以重要影响的各种事件莫过于爆发于1973年的石油危机了。世界的石油资源分布极不平衡,绝大部分石油资源分布在极少数国家中,已探明石油储量大部分集中在波斯湾沿岸地区,世界石油市场的供给者主要是阿拉伯国家。但是长期以来,西方的石油公司垄断了发展中国家的石油勘探、生产、原油提炼以及运输和销售,它们用低廉的代价从发展中国家开采了大量的石油,通过操纵石油及其产品的

价格获得巨额利润。随着民族独立意识的增强,发展中国家的产油国开始加快石油生产国有化进程,希望摆脱西方石油公司的垄断和控制,自己掌握本国的石油资源和生产,增加石油收入,发展民族经济。1960年,一些发展中国家的石油输出国成立了“石油输出国组织(OPEC)”,走上了团结斗争的道路。

1971年和1973年,美元两次贬值,使石油输出国遭受了重大损失,因为传统上石油贸易都是以美元计价。美元贬值就意味着石油输出国出口一定量石油只能得到较少的收入,使这些石油输出国的贸易收支处于不利地位。1973年10月的第三次中东战争,成为引发石油危机的导火索。阿拉伯石油输出国对美国 and 西方国家支持以色列十分不满,他们宣布对美国 and 西方一些国家实行石油禁运,同时又通过 OPEC 宣布原油大幅度提价,使原油价格在两个多月的时间里从每桶 3 美元提高到将近 12 美元,即石油价格差不多翻了两番。短时间内石油价格的猛涨,使石油输出国的贸易收支出现巨额顺差。在 1974 年这一顺差就达到 683 亿美元。

从 1979 年开始,石油输出国组织又开始了第二轮石油提价。到 1981 年时,每桶石油的价格已达 34 美元。以后一度还升至每桶将近 40 美元。石油是现代社会最重要的资源之一,人们喻之为工业的血液。没有石油,天上的飞机、地上的汽车、内燃机车、海上的内燃机轮船都不能动弹,不少西方国家还用石油发电,因此没有石油的日子是很难想象的。石油的涨价固然会促使人们去勘探新的石油资源,使得以前开采成本较高的油田有了开采的价值,并促使人们寻找替代能源。但这是一个长期的过程,短期内石油价格的上涨不会使西方社会的石油消费量下降多少。因此石油的提价使石油输出国的石油收入猛增,它们的国际收支经常项目出现巨额顺差。

石油输出国的这种顺差被称为石油美元。它们短时期内得到这么多美元之后,把一部分用于扩大进口,极大地扩展了国内的建设规模。一时间,这些中东产油国到处都是建筑工地,新的工厂项目和城市建筑像雨后春笋般地冒了出来,大量的订单飞向西方工业国家,同时吸引了大批来自发展中国家的建筑工人和其他劳务输出人员。于是,由于石油价格暴涨而出现经常项目逆差的一些西方发达国家和发展中国家,又由于这些产油国提供的贸易机会而可以部分弥补其逆差。表 1-1 显示了不同类别国家在两次石油价格暴涨之后的国际收支经常项目的情况。

表 1-1 不同类别国家在石油危机期间的经常项目情况

单位:亿美元

年份	1973	1974	1975	1976	1977	1978	1979	1980	1981	1982	1983
工业化国家	203	-110	197	312	-260	337	-58	-406	-10	-40	-100
非产油发展中国家	-113	-371	-465	-324	-288	-411	-610	-889	-1030	-900	-700
石油输出国	67	683	354	403	302	22	686	1143	650	10	30

资料来源:国际货币基金组织《不定期文集》第 18 号第 61 页。

石油输出国的另一部分石油美元则被投放到国际资本市场和货币市场。据统计,从 1974 年到 1981 年期间,流入西方国际金融市场的石油美元累计有 4 020 亿美元。其中大部分投放到美国、英国、西德、日本等国的证券市场,余下的主要投入欧洲货币市场。大量石油美元使国际金融市场上可供借贷的资金量猛增,国际信贷规模扩展到前所未有的程度。1973 年国际银行新贷款净额为 330 亿美元,到 1980 年,这个数字就增长到 1 650

亿美元。由于石油美元多以短期金融资产形式进入国际金融市场,其流动性大,加上浮动汇率下各国货币汇率变化不定,为了避免汇率变化可能带来的损失,也为了获得这种变化可能带来的利益,即石油美元的投资者为了避免风险或投机,他们就不断地变换他们所拥有的金融资产形式,使其从一个国家流到另一个国家。于是,国际金融市场上的交易空前活跃,大量的石油美元在国际间迅速地流动,这就使国际金融市场变得更加不稳定。

石油美元使得国际金融市场的规模空前扩大,浮动汇率制度又使短期金融资产在国际间快速地流动,这促使人们不断地开发适应这种形势的新的金融工具。

与石油危机相伴而行的是国际债务危机,只不过国际债务危机的爆发在时间上要稍微滞后一些。战后,由于科技革命,发达国家纷纷发展高科技产品,进行产业结构的调整,加上战后国际经济秩序中贸易自由化成为主要趋势,这就给发展中国家的经济发展提供了非常难得的机会。许多发展中国家和地区利用发达国家调整产业结构的机会,接受了发达国家向外转移的劳动密集型产业的生产,积极利用外资发展外向型经济,其中不乏成功的例子,比如亚洲“四小龙”就是。但是,一个国家的经济发展要取得成功,需要各方面条件的配合,只要影响经济发展的内外部条件中有几个出了问题,就有可能使其经济发展战略受挫。20世纪80年代初发生在发展中国家的债务危机就是这方面的例子。

石油涨价使石油输出国在短时间内获得了大量的石油美元,这些石油美元中的相当一部分成了西方发达国家大银行吸收的存款。据世界银行统计,1973年时,欧洲货币市场资金总额为3 000亿美元,到1983年时,这一数字已增至20 000亿美元。于是这些西方大银行为了寻找资金出路,获取最大限度的

利润,纷纷加大了对发展中国家提供的贷款量。这方面,美国的大银行对拉丁美洲一些国家如巴西、墨西哥、委内瑞拉、阿根廷等做得特别明显,这些大银行所提供的巨额贷款,常常超出贷款接受国的偿还能力。比如,人们一般认为,银行贷款和协议金额与其资本比例以 25% 为警戒线,但是有关资料表明,美国十几家大银行对拉丁美洲各国提供的贷款金额与初级资本之比均超过了这一警戒线。如 1986 年 12 月 31 日,美国花旗银行提供给拉丁美洲的贷款金额为 104 亿美元,与其初级资本的比例为 77%,大通曼哈顿银行提供给拉丁美洲的贷款金额为 64 亿美元,与其初级资本的比例为 96%,最高的是美国汉诺威制造商信托公司,向拉丁美洲提供了 75 亿美元的贷款,与其初级资本的比例为 139%。这种情况为拉丁美洲国家爆发债务危机埋下了祸根。只要条件成熟,债务危机就爆发出来了。

在石油价格暴涨时,非产油的发展中国家由于进口原油费用急剧增加而产生了国际收支经常项目的巨额逆差。据有人统计,1974 年至 1982 年期间,非产油的发展中国家经常项目逆差累计为 5 870 亿美元。为了弥补这个差额,这些发展中国家不得不大量举债。除了通过官方渠道以及国际机构取得一些长期贷款,获得外国的赠予资金或直接投资之外,这些发展中国家经常项目的逆差的将近一半是通过向国际金融市场和银行借款来弥补的。在 1973 年至 1980 年期间,非产油国的债务增加和其出口收入的增加相适应,也就是说这些债务国的还本付息的数额与他们出口收入的数额保持在可以接受的水平上。不过进入 80 年代后,情况有了很大的变化。由于西方货币市场利率大幅度上升,使发展中国家所欠债务的利息负担大大加重。1978 年期间,6 个月的欧洲美元利率平均为 8.3%,至 1981 年就已升至 17.2%,而发展中国家的债务的相当一部分是采用可变利率,因

此利息负担就随着利率的上升而加重。1977年,所有非产油的发展中国家每年支付的利息为127亿美元,至1982年,这个数字达到630亿美元。加上第二次石油价格暴涨使西方世界经济严重衰退,各国贸易保护主义日趋抬头,发展中国家出口贸易增长缓慢,甚至出现出口贸易额下降的情况,这对需要大量还本付息的发展中国家来说无疑是雪上加霜。于是债务危机就爆发了。

一方面,石油价格暴涨,产生了大量的石油美元,使国际金融市场得到迅速发展,国际资本的流动规模达到前所未有的程度,另一方面,国际债务危机又使西方各大银行考虑如何加强银行的经营管理问题。为了保证银行资本的盈利性、安全性和流动性,西方大银行必须根据面临的新的国际经济环境,调整其资产负债结构,加强资产和负债的管理。他们开始不断开发新的金融工具和业务,以便在这种新形势下求得生存和进一步的发展。

1.1-3 西方国家的金融自由化

浮动汇率制度、石油冲击和国际债务危机,都使西方发达国家感到不能再按照原来对金融业的管理办法来行事了。一定的金融管理制度、政策和方法是一定的经济环境的产物,现在既然国际经济环境有了这么大的变化,各国金融界已经面临着这么多新条件、新问题,政府自然应该及时地调整和修改其金融管理制度、政策和办法。从70年代末到80年代初,西方发达国家纷纷开始放松对金融机构和金融业务的种种限制。这种被人称为金融自由化的过程包括许多内容,大体说来可以归结为以下三个方面。

(一)利率自由化

西方发达国家从 1980 年起开始逐步取消存贷款机构的最高利率限制。这方面具有代表性的是美国国会在 1980 年通过的“对存款机构放松管制和货币控制法”,该法又被称为“1980 年新银行法”。根据该项法律,美国各地所有存款机构从 1980 年起均可开办可转让支付单账户,并且银行的储蓄和定期存款的利率上限将分 6 年逐步取消。从 1980 年起,美国的储蓄机构可办理商业和消费信贷、信用卡及信托业务。该项法律还决定成立一个“存款机构放松管制委员会”,专门负责研究和监督放松金融管制方面的问题。

到 1982 年,美国国会又通过了“加斯特 - 杰梅存款机构法”。该项法律在放松金融管制方面又作了一系列具体的规定,其主要内容是:(1)受联邦监督的存款机构在 1984 年 1 月 1 日以前将逐步取消存款利率最高限额的差异;(2)提高国民银行放款最高限额,取消此类银行从外部借款的最高限额,同时允许其担任不动产放款的经纪人;(3)受联邦管理的储蓄机构可以为商业和农业客户开立活期存款账户;(4)允许联邦储蓄及放款协会办理非住宅抵押放款、消费信贷及购买地方政府债券;(5)允许联邦信贷协会提供期限在 30 年以上的一级抵押放款和期限达 15 年的二级抵押放款,取消对这些放款所规定的利率最高限额。允许其提供旅行支票,发行抵押证券,以及购买地方政府证券。从 1986 年起,美国废除了联邦储备法案 Q 条款所规定的储蓄和定期存款利率的上限,从那以后,美国各种类型的存款利率都将由市场供求关系来决定。

(二)证券市场国际化

所谓证券市场国际化是指一国的居民或法人可以到另一国的证券市场上申请发行和上市证券,并在一国的证券市场上买

卖另一国的证券。换句话说,证券市场国际化意味着每个人或企业都可以到外国去发行、上市证券,并到外国去买卖各种证券。这实际上允许资本在国际间更自由地流动。从1980年起,西方主要发达国家先后进一步放松了外汇管制,甚至取消外汇管制,允许外国资本自由进出本国的资本市场,也允许本国居民购买外国债券,各国免征外国投资者持有本国债券所获利息的预扣税。这些措施使西方发达国家的债券市场和国际债券市场都获得了极大的发展,各国发行的国际债券和外国债券量大增。

比如,德国从1980年3月开始逐步放松对外国居民购买德国债券的限制,从1981年8月起免征外国投资者持有德国债券所获利息的25%的预扣税。于是德国债券市场交易随之活跃起来,德国马克债券的国内发行量从1983年的689亿马克,增加到1990年的4269亿马克,为1983年的6倍以上。日本东京证券市场在80年代的国际化发展可以说是具有代表性的。1986年9月底,在东京证券交易所上市的外国公司股票为33种,到1987年就达到50种了。东京证券市场外国股票的交易额从1981年的16亿美元增加到1985年的100亿美元。到1989年底,东京股票市场的市场总值为3万亿美元,就其成交量而言,它在世界上仅次于美国纽约证券交易所。日本政府还鼓励日本投资者对海外进行证券投资。比如在1986年4月,日本政府允许日本保险公司和信托银行养老基金海外投资占其资产总额的比重从10%增加到25%,同年8月又将此比重提高到30%。据报道,在1983年至1986年间,美国政府债券发行额的1/3是被日本投资者购去的。

在证券市场国际化的趋势下,西方发达国家发行的国际债券和外国债券达到很大的规模。表1-2显示,在20世纪80年代末期,西方发达国家(经合组织国家)每年发行的国际债券和

外国债券数额达 2000 多亿美元。

表 1-2 西方发达国家国际债券和外国债券的发行
(按借款国家分类,单位:10 亿美元)

	1988 年	1989 年	1990 年
经合组织国家	213.4	240.0	208.4
其中:澳大利亚	8.4	7.2	3.5
加拿大	13.1	13.2	12.9
法 国	16.5	13.7	17.4
德 国	12.3	10.0	9.6
意大利	7.9	9.3	13.2
日 本	51.3	97.5	55.4
英 国	26.5	20.3	20.0
美 国	17.3	15.8	21.8

资料来源:《金融市场趋势》1991 年 10 月第 60 页。

(三)金融业务自由化

从 70 年代以来,西方国家对各种金融机构的业务范围的限制逐步放松,允许各种金融机构的业务交叉,在金融市场上开展自由竞争。1929-1933 年的资本主义经济大危机,西方各国差不多都是首先通过金融危机反映出来的。当时大批金融机构倒闭,使社会遭受极大的震荡和打击。自那以后,西方各国十分注重维持金融体系的稳定,先后制定了一系列银行法,对不同种类的金融机构的业务范围作了严格的限制,不准不同种类的金融机构业务交叉。对金融机构中最重要的一类——商业银行的业务活动限制尤其严格。比如,自 60 年代后半期以来,西方不少国家对储蓄机构规定的存款利率最高限额一直高于商业银行,这使大量的资金流向储蓄机构,使商业银行处于不利地位。当然,另一方面,商业银行向社会提供的支票划账业务是其它金融机构所没有的,这又使商业银行处于某种有利地位。