

国际货币基金组织
International Monetary Fund

资本账户自由化和金融部门稳定

Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability

由石井详悟和卡尔·哈伯迈尔牵头的工作人员小组 著
赵耀 译



中国金融出版社
国际货币基金组织

国际货币基金组织
International Monetary Fund

资本账户自由化和金融部门稳定

Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability

由石井详悟 (Shogo Ishii) 和卡尔·哈伯迈尔 (Karl Habermeier) 著
牵头的工作人员小组

成员: 若热·伊凡·卡纳莱斯·克瑞兰考 (Jorge Iván Canales-Kriljenko)
伯纳德·洛朗斯 (Bernard Laurens)
约翰·雷蒙 (John Leimone)
胡迪特·瓦达斯 (Judit Vadasz)

赵 耀 译

中国金融出版社
国际货币基金组织
2002 年

《资本账户自由化和金融部门稳定》
英文版权© 2004
国际货币基金组织

(Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability)
Copyright © 2004
International Monetary Fund

《资本账户自由化和金融部门稳定》
Copyright© 2004
International Monetary Fund

中文简体字版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印。

This translation is published with the consent of the International Monetary Fund; the International Monetary Fund does not accept any responsibility for the accuracy of the translation. In case of any discrepancies, the original language shall govern.

本刊物经国际货币基金组织同意后出版；国际货币基金组织对翻译的准确性不承担责任。如有任何不符之处，以最初语言版本为准。

责任编辑：仲 垣
责任校对：刘 明
责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

资本账户自由化和金融部门稳定/石井详悟 (Shogo Ishii) 卡尔·哈伯迈尔 (Karl Habermeier) 等著；赵耀译。—北京：中国金融出版社，2006.3

(国际货币基金组织不定期刊物第211号)

书名原文：Capital Account Liberalization and Financial Sector Stability

ISBN 7-5049-3630-8

I. 资… II. ①石… ②赵… III. 国际金融—资本—研究 IV. F831.5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2005) 第 006049 号

出版 **中国金融出版社**
发行
社址 北京市广安门外小红庙南里3号
市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)
网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010) 63286832, 63365686 (传真)
读者服务部 (010) 66070833, 82672183
邮编 100055
经销 新华书店
印刷 北京佳信达印刷有限公司
尺寸 215毫米×280毫米
印张 6.5
字数 178千
版次 2006年4月第1版
印次 2006年4月第1次印刷
定价 24.00元
如出现印装错误本社负责调换

前 言

资本账户自由化是一个复杂的过程，其成功依赖于合理的分步实施并且与宏观经济政策及其他政策的适当协调。其中，与旨在强化国内金融体系的结构政策的适当协调尤为重要。鉴于实行资本账户自由化的国家采用的方式与初始条件不尽相同，一些国家完成了资本账户自由化并成功地保持了本国金融部门的稳定，而另外一些国家则经历了金融危机。本文将对资本账户自由化与影响金融部门稳定的相关政策间的关系进行分析。借鉴其他国家经验，我们提出了一个资本账户自由化的可操作性框架。该框架对于资本账户自由化的分步实施，对于协调资本账户自由化与维护金融部门稳定诸政策间的关系作了阐释。为此，本文对有利于建立稳固的国内金融结构的政策尤为关注。然而，本文对其他与资本管制的运用和放松有关的问题（包括资本管制在宏观经济政策中的作用）仅仅是有所涉及而没有进行研究。这些课题在其他地方已做过深入的分析。特别指出的是，本文对资本管制的类型与功能没有进行成本—收益分析，比如抑制短期资本流入的措施、长期全面的管制以及危机期间资本管制的维持或重新启动等。

2000年7月，为了进一步研究金融部门发展与资本账户自由化分步实施问题，应国际货币与金融委员会请求召开了基金组织执行董事会专题研讨会*。本文中的资料最初就是为了本次研讨会准备的。最近的一次研讨会是基金组织为了帮助那些希望有序地实施资本账户自由化的国家而召开的。本文在我的指导下由石井详悟(Shogo Ishii)和卡尔·哈伯迈尔(Karl Habermeier)率领的一个团队完成，成员包括若热·伊凡·卡纳莱斯·克瑞兰考(Jorge Iván Canales-Kriljenko)，伯纳德·洛朗斯(Bernard Laurens)，约翰·雷蒙(John Leimone)和胡迪特·瓦达斯(Judit Vadasz)。Matthew Fleming对本文提供了卓越的研究支持，另外，Nadia Malikyar和Joanna Meza-Cuadra也为本文的最终完成提供了出色的秘书支持。对外关系部的Jeremy Clift编辑了文稿并协调出版事宜。

基金组织执行董事、货币和汇兑事务部同事以及基金组织其他部门的评论也为本文的完成提供了很大帮助。文中的观点来自于基金工作人员的集思广益，并不一定反映各国当局或基金组织执行董事们的观点。

Stefan Ingves
货币和汇兑事务部主任

* 2001年4月29日和2000年9月24日国际货币基金组织国际货币和金融委员会执行董事公告。

目 录

前言	vi
----	----

第一部分 分步实施框架

第一章 综述	3
第二章 有待分析的问题	5
金融部门不稳定来源	5
金融部门不稳定与资本账户自由化的关联	6
传染和规模与开放度的影响	13
第三章 与其他政策配合分步实施资本账户自由化	14
分步实施：洞察国别经验	14
分步实施的一般原则	16
第四章 分步实施的参考方法	20
方法应用——例证	23

第二部分 审慎的监管框架与资本账户自由化

第五章 金融部门稳定的大体框架	33
金融市场和金融机构的发展	34
审慎监管：基本问题	35
金融机构改进风险管理	36
资本管制和审慎政策	37
会计、审计和信息披露	39
金融安全网与解决策略	39
第六章 对跨境交易的审慎监管	42
对银行的审慎监管	42

离岸金融中心的审慎方面	48
非银行金融机构	48
监管实践	50
第三部分 资本账户自由化与金融部门稳定的相关国家经验	
第七章 避免金融危机发生的国家	55
奥地利：融入地区与全球市场	55
匈牙利：走出 1998 年俄罗斯金融危机的阴影	58
南非：受到 1997 - 1998 年金融危机的影响	63
英国：1992 年的汇率制度危机	65
第八章 经历了金融危机的国家	70
韩国：1997 年的双重危机	70
墨西哥：1994 - 1995 年危机	75
瑞典：20 世纪 90 年代早期的双重危机	80
土耳其：1994 年和 2000 年的金融危机	84
巴拉圭：1995 - 1998 年金融部门危机	89
参考文献	93
专栏	
1. 外资所有权和市场纪律：以匈牙利为例	7
2. 金融部门、资本流动和宏观经济的关联性：韩国和瑞典	9
3. 结构性因素的比较：南非、匈牙利与土耳其相比	10
4. 跨境交易风险	11
5. 政府在金融部门中的作用：墨西哥、韩国和奥地利	12
6. 国别经验	18
7. 建议的分步实施方法	21
8. 审慎原则与金融市场的稳定：英国	35
9. 基于统计的风险管理技术	38
10. 资本管制和审慎政策	40
11. 运用收益期阶梯法管理流动性风险：韩国案例	44
12. 金融稳定论坛就减小缘于高杠杆机构风险的建议	49
13. 奥地利：资本账户自由化，1986 - 1991 年	55
14. 匈牙利：在俄罗斯金融危机之前实施的经常账户和 资本账户自由化	62
15. 南非：外汇和资本账户的自由化，1995 - 1998 年	65
16. 韩国：20 世纪 90 年代放松利率管制	72
17. 韩国：资本账户自由化，1985 - 1996 年	73

18. 韩国：危机前夕的主要资本账户管制（1997 年中期）	74
19. 墨西哥：资本账户自由化，1989 - 1994 年	77
20. 墨西哥：1994 年仍保留的主要资本管制措施	77
21. 瑞典：资本账户自由化，1980 - 1992 年	82
22. 土耳其：资本账户自由化，1988 - 1991 年	85
23. 巴拉圭：资本账户自由化，1989 - 1994 年	90
24. 巴拉圭：国内金融自由化，1990 - 1994 年	90

表

1. 对特定资本流动实施自由化和风险管理政策	15
2. 资本管制和相关措施概览——例证	25
3. 对经济条件和脆弱性进行评估——例证	25
4. 与其他政策协调分步实施资本账户自由化	27
5. 若干新兴市场经济国家公司的债务权益比率	66

图

1. 典型的分步实施方案	22
2. 奥地利：资本流动，1980 - 1999 年	57
3. 奥地利：短期利率，1980 - 1999 年	57
4. 匈牙利：实际国内生产总值和消费品价格，1990 - 1998 年	59
5. 匈牙利：经常账户余额，可兑换货币外汇储备和可兑换货币总外债，1991 - 1998 年	60
6. 匈牙利：非居民持有政府证券余额存量，1997 - 1999 年	61
7. 匈牙利：名义汇率，1997 - 1999 年	61
8. 南非：净私人资本流动，1981 - 2000 年	63
9. 南非：股票交易指数、名义汇率和银行间利率，1997 - 1999 年	66
10. 英国：利率，1989 - 1994 年	67
11. 英国：汇率，1985 - 1994 年	67
12. 英国：净私人资本流动，1985 - 1993 年	68
13. 韩国：主要实际部门经济指标，1985 - 1997 年	72
14. 韩国：经常账户余额和净资本流动，1985 - 1997 年	72
15. 墨西哥：名义汇率和实际有效汇率，1987 - 1995 年	76
16. 墨西哥：私人净资本流动，1980 - 1995 年	78
17. 墨西哥：流向私人部门的银行贷款，1980 - 1995 年	79
18. 墨西哥：短期债务占国际储备的比率，1991 - 1995 年	80
19. 瑞典：净私人资本流动，1981 - 1991 年	83
20. 瑞典：私人部门的银行债权，1981 - 1991 年	83
21. 瑞典：股票价格指数，1981 - 1991 年	84
22. 土耳其：消费物价，1980 - 2000 年	86
23. 土耳其：有效汇率和贸易逆差，1984 - 2000 年	87

24. 土耳其：私人资本流动，1980 - 2000 年	87
25. 巴拉圭：货币总量增长，1988 - 1999 年	92
26. 巴拉圭：净国际储备和名义汇率，1989 - 1998 年	92

本文采用了下列符号：

... 表示无可用的数据；

— 表示数字为零或不足最后一位数的一半，或该项目不存在；


- 用于年或月之间（例如，2000 - 2001 年或 1 - 6 月），表示涵盖的年度月份，包括起始和终止的年度或月份；

/ 用于两个年度之间（例如，2000/2001 年）表示财政（财务）年度。


“10 亿”指一千万。

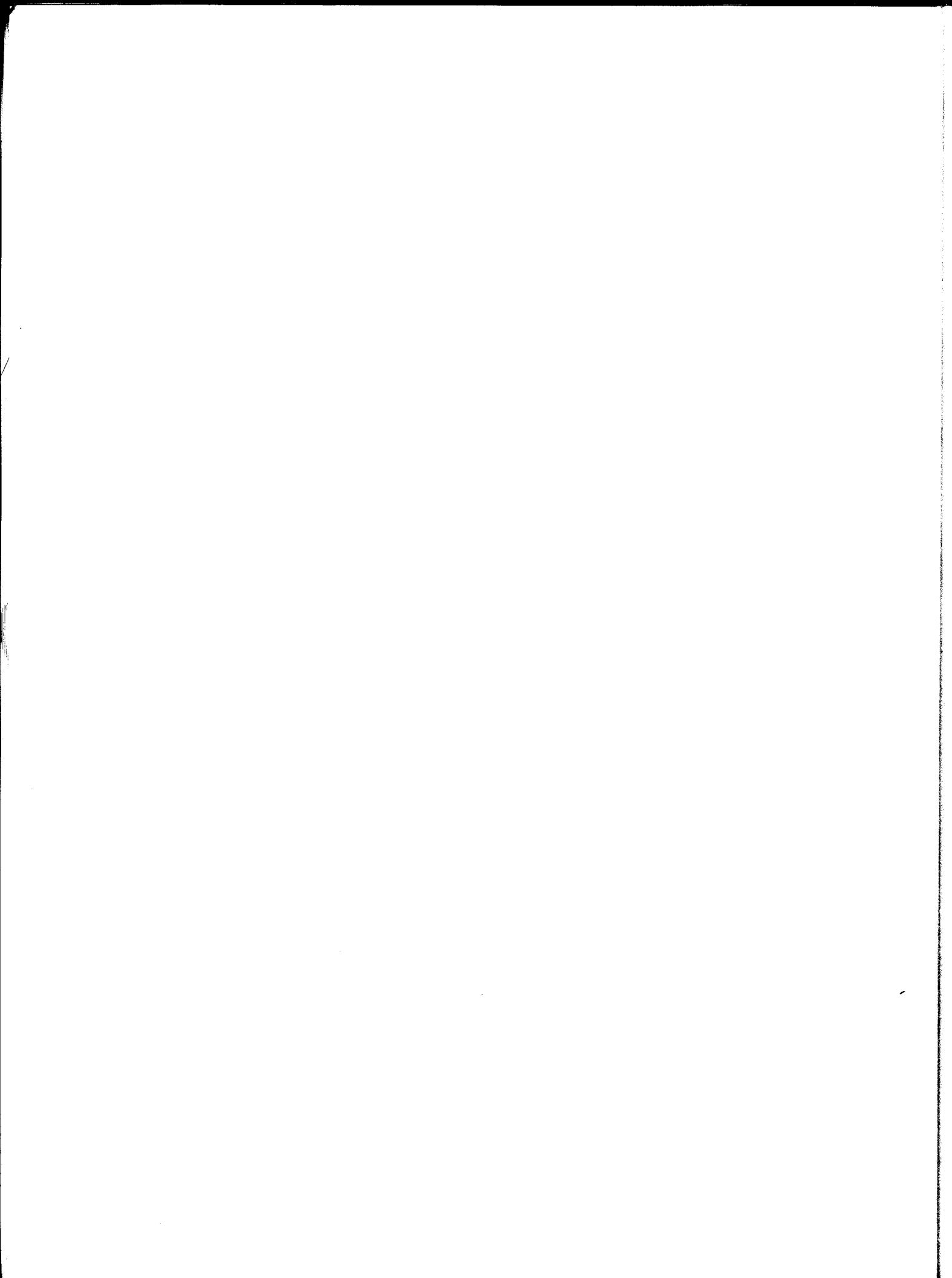
由于四舍五入，分栏数字相加的和与合计数字之间可能有微小差异。

在本报告中，“国家”一词并非总是指按照国际法和国际惯例所理解的国家，还包括一些非国家的领土实体，它们单独和独立编制和报送统计数据。



第一部分
分步实施框架





第一章 综述

实 施资本账户自由化的一个基本问题是如何在安全应对国际资本流动带来的风险的同时从资本市场准入中获取收益。近一段时期以来，金融危机频繁爆发以及资本账户自由化在此过程中可能扮演的角色越来越受到世人的关注。诱发一国发生金融危机的因素很多。随着金融全球化程度不断加深以及资本账户更加开放，一国的金融稳定很可能会受到他国金融状况的影响。然而，经验表明，在资本账户更为开放的金融环境下，一国避免金融危机有赖于该国金融机构、非金融机构以及政府当局整体应付金融风险的能力。同时，面对日益复杂多变的资本流动带来的风险，在法律上、机构上做好充分、审慎的安排就很有必要。

通常而言，与金融稳定以及与资本流动相关联的因素不胜枚举，然而，就像在第二章论述的，有三个导致金融部门不稳定的基本渠道我们应给予重视：宏观经济与金融部门关联作用产生不稳定状况；金融部门的结构失衡；金融部门一定程度上的政府介入。导致金融脆弱的三个因素有可能通过各种方式相互作用从而进一步增加了金融风险。所以，金融部门的稳定既需要宏观经济的稳定、维持结构平衡的政策也需要与稳固高效国内金融部门相一致的条件。有关结构平衡的政策我们将在第五章论述，包括金融市场、金融机构的发展，审慎监管，风险管理，会计、审计中良好的职业规则、信息披露以及金融安全网。有一些政策与上面讨论的联系非常紧密，但本文未作论述，它们包括：处理偿债危机的相关政策、公司治理、债权人权利、金融和非金融机构的系统性重组、公共债务和外汇储备管理、公共

政策的透明度以及完善统计资料。

本文第三部分讨论的国别经验提出了有利于分步实施并与其他政策配合协调资本账户自由化进程的一般性原则，尤其是有利于强化国内金融体系的结构调整政策。这些原则在第三章得到了详细的阐释，强调了优先进行金融部门改革以支持宏观经济稳定的同时保持宏观经济稳定以及选择适当汇率制度的重要性。考虑到金融和非金融实体的初始条件以及应付国际资本流动风险的能力，上述原则认为以下工作没有太大必要：资本账户自由化与不同金融部门政策的协调；目前资本管制的有效性；对某些耗时的改革采取紧急措施；保证改革的可持续性和自由化进程的透明度。上述原则指出，从大多数经验看，先放开长期资本流动（尤其是外国直接投资）再放开短期资本流动是更为可行的。至少，任何部分早期的短期资本流动自由化都需要有充分的审慎监管措施作保证。

即使这样，那些想通过某种简单方法设计出一套可操作性规则，从而可以对分步实施并与其他政策配合协调资本账户自由化进程进行指导的愿望仍然是可望而不可即的。这同时也反映出了一个现实情况，即资本账户自由化和金融部门发展之间存在着互相加强的关系。因此，对某种资金流动取消管制便会影响到其他资金交易，进而影响到金融部门乃至整个经济体，尤为重要的是，部分的自由化措施还可能削弱现存的资本管制效率。推进资本账户自由化的措施和其他政策不能孤立地进行考虑，因为它们之间的关系相当复杂并存在大量的不确定性。因此，只有在对个案的分析结束之后，资本账户自由化的分步实施

程序才能实现。

资本账户自由化分步实施的可操作性方案需要基于对单个国家经济、金融环境的仔细评估并需要进行判断与伸缩处理。如果一国宏观经济和金融部门的状况足够好，那么资本管制便可很快取消并不会产生风险。虽然渐进式放开资本账户的方式本身并不会保证资本账户自由化的有序性，但大部分国家还是采用了渐进放开资本账户的模式。再有，在面对变化的宏观经济状况或者脆弱性信号出现时，政府应及时调整其自由化的分步实施计划，在某种情况下，还应采用某种紧急措施延缓资本账户自由化进程，直到相关条件

出现更好表现。因此，即使是那些已在许多国家被证明成功的资本账户自由化方式，其他国家在应用时也应慎之又慎。

基于基本原理，本文提出了资本账户自由化分步实施的方法论，该方法论通过一个例子来说明，包括了对资本管制的评估、宏观经济和金融部门的脆弱性以及伴随着金融部门改革和其他政策进行的资本账户自由化方案设计。该方法论旨在促成希望有序实施资本账户自由化的国家，在基金组织提供的政策建议、监督以及技术支持下，实现金融部门发展与稳定的国内国外两方面更好的融合。

第二章 有待分析的问题

服 从于论文需要，本文涉及的“稳定的金融体系”是指这样一个体系：在该体系内，市场参与主体对金融机构在没有干扰和外部救助的情况下能够继续履行合同规定的义务、发挥中介职能以及提供财富管理服务充满信心。在一个稳定的金融体系当中，参与各方能够充满信心地在主要市场上进行交易，市场中的价格能如实反映市场中的供求关系，并且在基本面没有发生变化的情况下市场价格不会在短期间内发生较大波动。稳定的支付体系、结算体系以及在主要市场中充足的流动性共同构成了一个稳定的金融体系不可或缺的部分。¹

界定金融体系的稳定性时，“关键金融机构”和“关键市场”的组成成分相当重要。通常情况下，银行被看作“关键金融机构”，因为银行体系的不稳定比金融部门中的其他问题更易引发金融体系中的系统性传染机制（通过更大的挤兑风波和支付体系的操作）。存在于关键非银行金融机构的问题同样具有引发极大溢出效应的潜力。“主要市场”包括货币市场、外汇市场、政府债券市场、公司债券市场、股权市场以及衍生交易市场。²

如果从零风险角度考察，没有任何一个金融体系是完全稳定的。所有的金融机构都暴露于金融工具市场价值的波动（市场风险）中，并有可能面临违约风险（信用风险）。个人投资的风险

1 见 Crockett (1997 年), Sundararajan 等人。

2 从本质上讲，金融机构充满了不确定性和风险。的确是这样，金融机构的一项主要功能就是风险管理。Schumpeter 就针对一个相关的问题发表了这样的看法，他认为，无风险的市场经济在提法上是自相矛盾的，因为市场必然会遇到某种试验的行为，从而成功或失败都是在所难免的。

可以通过组合投资多样化以及相关的风险管理技术减小。但是，总会存在无法减小的或者说系统性风险，这种风险反映了经济周期和长期经济增长中的变幻莫测，减小系统性风险的尝试只能是徒劳无功。

机构性安排，包括政府管理，对于经济体中金融风险承担的类型与程度都有深层次的影响，进而影响了系统性风险。机构性安排尤其要对导致市场失灵的潜在原因给予重视。市场失灵有可能诱发投资者承担过大风险或者绝对规避风险，这两种行为都不会给市场带来效率。

金融部门不稳定来源

有三个基本因素会导致金融部门不稳定。³ 第一，金融部门与宏观经济的相互关联会在二者内部引发内生的不稳定。商业周期理论认为，经济高涨时期的过度乐观或“非理性繁荣”导致了过度的放贷和对杠杆的过量使用，并通过包括保证金交易和衍生品在内的其他方式，进一步加剧了价格和产出的不可持续性。最终，当这种高涨行将就木时，金融体系便陷入了危机，这次危机可以说在很大程度上是金融体系的一次作茧自缚。无论在经济的上升期还是后来的衰退期，羊群效应对于引发金融体系的不稳定都罪责难逃。当经济处于快速的下降通道时，市场流动性消失殆尽，引发了资产价格的下降和经济活动的减少。这些宏观经济—金融危机经常超出国界，在国际收支和汇率的震荡中有所反映，同时，这种危机

3 见 Honohan (1997 年)。

还会受到一国资本账户自由化程度的影响。

第二，在金融体系的不稳定或者失灵的许多案例中，结构性弱化是关键原因。当一国的政策制度有所改变时（比如放松金融监管或资本账户自由化），这种结构性弱化的危害性更大。结构性弱化的表现形式很多，主要包括：

- 货币、外汇和证券市场不健全，单调匮乏的货币政策工具阻碍了价格发现以及适当的风险管理。
- 公共债务和外汇储备管理的弱化。
- 法律制度上的欠缺，体现在如下方面：产权与合约的执行；破产程序；审慎监管；有关对会计、信息披露以及透明度监管的规章制度。这些法律制度的欠缺助长了过度的风险行为，阻碍了现有问题的解决，抑制了健康的信用文化的发展。
- 银行的经理或者所有者缺乏必要的经营技巧或管理上的深思熟虑，有时还从事某些欺诈行为。
- 公共管理上的弱化。包括统计部门不能提供充分的统计数据，或者监管部门受制于政治上的压力。
- 不适当的存款保险和最后贷款人政策导致了银行和其他金融机构铤而走险。⁴

第三，政府对金融部门某种形式的介入并不利于金融部门提高效率或保持长期稳定。政府主导的银行所执行的信贷政策并不能完全着眼于商业动机。银行贷款有可能追逐高风险，贷款利率也有可能被压到很低。这些政策承担了某种隐性的财政补贴责任（或准财政），影响了银行的盈利以及利润的资本化。类似地，有关存款利率的规定经常把存款利率压得很低，使存款人承担了某种隐性税收。抑制资本外流的管制政策阻止存款人从海外获取更高的利息收益。这些管制政策引发的问题可以在银行账户上得以隐匿，并且在某些情况下可以隐藏很长时间。如果一国财政实力不足而从中央银行大量融资，通货膨胀压力将

4 然而，此类政策的完全缺失也意味着银行挤兑以及其他类型金融体系动荡的可能性的增加。

会增大，进而，存款保证的可信度将受到质疑，银行体系将大规模收缩，导致了脱媒以及其他复杂问题的发生，最终严重扰乱了实际经济交易。在政府主导银行体系的国家中，市场化的货币政策工具发展缓慢，抑制了深层次、流动性金融市场的发展。

导致金融体系不稳定的这三个原因会通过某些渠道相互作用，并且经常彼此加强，加大了金融部门问题的风险。比如，审慎监管的弱化会加速宏观经济涨落的周期，并且不适当的政府部门介入会导致审慎监管效率的降低。

金融部门不稳定与资本账户自由化的关联

对金融部门稳定性讨论的一个关注点就是资本流动和国际金融一体化对金融部门稳定的影响。那些被认为导致了金融部门不稳定的因素现已成为改善国际金融体系结构努力的主题。广泛、细致地对金融部门稳定性进行评估成为这些努力中的关键组成部分。要探索识别个别国家金融体系中有利于金融稳定或对金融稳定构成损害的方方面面，以避免金融危机的发生，尤其是那些能溢出国界对全球经济造成全面冲击的金融危机。资本账户自由化对国际金融体系的稳定来说是把双刃剑，存在正、负两方面效应。⁵

资本账户自由化收益

资本账户自由化能够改善经济增长，提高资源配置效率，对国内金融体系产生积极的影响。一国的资本账户自由化进程如果能遵循合理的实施步骤，并且在宏观经济状况⁶良好的情况下进

5 资本账户自由化与资本流动并非同义语。比如，当市场的发展侵蚀了监管措施的有效性的时候，即便没有实现资本账户的自由化，资本流动亦会增加。另外，虽然这两个短语均指私人资本流动，但资本流动有时也被用来形容那些与主权国和公共部门单位的跨境金融交易。

6 进一步的讨论和参考资料请参见 Eichengreen and Mussa (1998年) 以及 Ariyoshi 等人 (2000年)。

行，该国就会从资本账户自由化过程中获取收益。

- **改善储蓄资金的全球配置。**资本的流动性使稀缺的储蓄资金在全球范围内配置到收益率最高的投资当中。
- **技术转移。**更为先进的技术会伴随着外国直接投资向发展中国家或新兴市场经济国家转移。
- **金融体系效率与承受力。**无论在国内还是国际，资本自由流动都会通过加强竞争和扩充金融市场深度来提高金融体系的效率，并促进金融市场的发展。（见专栏1）金融服务的供给中存在着大量的规模经济情形，单一国家可以通过从别国进口金融服务来提高效率。这样，资本的自由流动使劳动在全球范围内进行更高效率的分工成为可能。

- **流动性与熨平商业周期。**资本的可流动性可以通过减轻市场的流动性萎缩（尤其在市场不振时）来增强稳定性。
- **风险分散与抵制冲击。**资本账户自由化允许投资更加多样化，特定国家的国别风险从而得以减少。
- **更为广阔的市场定位。**当投资者的活动不再囿于单一国家时，他们跨越国界调动资金的能力有利于对宏观经济进行更为科学的管理，刺激集团公司或金融机构的风险管理更为合理化，乃至引发更为广泛的金融改革⁷。
- **国内投资额与增长率的提高。**资本账户自由化后，国外储蓄资金会获得更大的市场准入，国外储蓄资金大量内流，如果这些流入资金能够得到更为合理的管理，那么就会产生更多的投资和更高的经济增长率⁸。

专栏 1. 外资所有权和市场纪律：以匈牙利为例

来自先进金融市场国家的外国金融机构能够提供风险管理的专业知识，并由其母国的监管当局对其进行合并报表监管，这对于防范跨境交易风险以及整个金融体系的风险都大有裨益。

早在转型时期，匈牙利就允许外国金融机构对其金融部门进行投资。这一战略加剧了竞

争，导致了专有技术的早期转让并降低了中介机构的边际利润。到1999年年中，外资股权就超过了注册资本的70%。允许外国战略投资者，尤其是外国金融机构参与私有化进程，提高了匈牙利银行体系的抵御能力，减少了1998年俄罗斯金融危机的波及效应。详细资料见第七章。

- **降低资源浪费与腐败。**资本账户自由化可以减少花费在行政管理以及逃避资本管制上的资源，并且可以减少腐败的机会。

资本账户自由化引致的风险

资本账户自由化也会承担风险。资本账户自由化不仅像国内金融自由化一样会对金融部门的稳定性造成影响，而且还会给资本流动带来附加的风险。另外，如果自由化的实施步骤不合理以及与其他补充政策、改革措施不协调，资本账户自由化也会引发风险。

资本流动与危机

近年来，国内金融自由化与金融市场的国际一体化趋势有所加强，这一点可以从近年来金融危机爆发的频率与严重性以及跨国界传染的特征中窥见一斑。最近的一份调查回顾了35个经济体金融自由化的经验以及与经济危机的关联情况。该项调查显示，在24个发生了金融危机的

7 有关外资参与国内银行体系的详细讨论可以参见基金组织的《国际资本市场——发展、前景以及关键政策问题》（2000年9月）的第六章。

8 详细资料参见基金组织（2001f）。

经济体中，有13个在危机发生前的5年内完成了资本账户的自由化进程⁹。该项调查也显示：对14次严重的金融危机进行考察，在其中9次金融危机中，私人的净资本流入在危机前的2年到4年内或者在危机过程中大幅上升，超过了国内生产总值3%的关口。另外，这些资金流入在危机期间又发生逆转，比危机前2年的平均水平下降了35个百分点还要多。另一份实证研究涵盖了自20世纪70年代初20个国家的金融自由化历程，该实证研究提供了有关外部危机、金融危机以及金融部门一体化之间关系的相关结果¹⁰。虽然在20世纪70年代发生了26次货币危机，但这一时期的银行危机却只有3次，这可以反映出当时趋紧的金融市场管理制度。然而，虽然所考察国家的货币危机发生频率在20世纪80年代和90年代仅是稍有上升（每年由2.6次上升到3.1次），但银行危机发生的频率却呈现出四倍的增长速度。另外，研究证实，金融部门的不稳定与先前进行的金融部门自由化存在着某种联系（26次金融危机中有18次在危机之前实施了金融体系自由化，包括危机前5年内进行的资本账户自由化）。

上述观点表明，资本账户的自由化可能引致了金融危机的发生。资本账户自由化通过两个主要的并且经常相互关联的渠道影响一国金融部门的稳定性：危害宏观经济稳定；在宏观经济层面营造环境以及刺激因素，使金融机构承担过量风险。再有，对经济和金融体系最初的冲击会通过系统性关联以及传染机制很容易地波及到其他国家。

然而，资本账户自由化与危机之间的关联性并不是很强，二者的关联速度也不快。首先，在资本账户开放的国家，金融危机与资本账户自由化之间不存在明显的关联渠道（比如，20世纪80年代美国的储蓄贷款危机）。其次，外部危机比银行业危机更为普遍（即使在20世纪80年代和90年代也为后者的2倍到3倍），表明金融体系往往能够应付伴随着汇率大幅贬值的严重的宏

观经济失调¹¹。

影响金融体系抵御宏观经济失调的因素包括审慎的监管措施、金融机构的内部治理、市场约束效率以及金融市场发展的状况。这些问题相当复杂，目前正式的数量研究还很难给出满意的答案。在第三部分进行的国别案例研究对给某些个例造成重大影响的因素进行了剖析。当经济及资本账户开放时，内生的宏观经济不稳定、结构性弱化以及政府所有权或管制带来的问题就会呈现出另一种特征。这些附属特征将在下面简要论述。

宏观经济失调

大量的资金流入会扩大内需，增大经常账户赤字并经常导致国内银行体系的信用扩张。当流入资金的盈利性动机得不到满足时就会发生逆转，私人和政府部门的储蓄就会被冲销掉¹²。当经济处于下降通道底部时，资本大幅流动会严重削弱非金融机构、银行以及其他金融机构的金融头寸。专栏2列示了宏观经济因素在韩国和瑞典案例中的表现情况。

尽管投资者的心理变化在很大程度上受到不适当政策和外部冲击的影响，然而这种心理变化有时也反映了不完全的信息、对经济状况不准确的评估以及羊群效应¹³。对提高政策透明度的相关政策进行持续的贯彻实施，进行机构安排以及提供数据支持都会提升现有的信息质量，从而可以改善国内、国外金融市场的融资功能。市场氛围的大幅波动以及关键市场价格的变化构成了金融体系风险的主要来源。尤其是，一些小型新兴市场不具备稳定的投资基础，相对于规模巨大的流动资金而言其金融部门相对弱小，市场的大幅

11 值得强调的是，相对于引起管理变更而言，外部危机对宏观经济状况的影响更大，比如资本账户自由化。这种危机通常会伴随着实际汇率的过度升值，这种升值是由于国内过度扩张的宏观经济政策引起的，并且以外部借款或官方外汇储备减少为融资来源。见 Goldfajn 和 Valdés (1999 年)。

12 例如，泰国 1997 年的私人资本的净流入为国内生产总值的 5%，1997 年私人资本的净流出为国内生产总值的 8%，1998 年的净流出为国内生产总值的 17%。

13 例如，见 NBER《宏观经济年报》1996 年的自我实现货币危机论文集。

9 Williamson 和 Mahar (1998 年)。

10 见 Kaminsky 和 Reinhart (1999 年)。

波动对其影响更大。大型金融机构的市场操作对于小型市场的冲击已经引起了包括金融稳定论坛在内的普遍的国际关注¹⁴。

导致宏观经济风险的一个相关因素是资产价格的错误定价以及波动，这种情况会增加资本账户的自由化。资产价格的波动可能通过非预期的汇率贬值对银行和非银行机构的资产负债表造成冲击，这种冲击损害了银行及其客户的清偿能力，这转而又增加了不确定性并且引发了资本流动的逆转。在这

种情况下，银行体系和非银行借款人的弱化抑制了政府当局使用利率维持汇率水平的良好意愿，甚至在更广泛范围内导致政策收缩。这会进一步恶化资产价格的错误定价，增加了投机性供给的可能性，进而引发一次危机。有证据显示，近年来，资产价格的错误定价以及波动在发展中国家和发达工业国家都有所增加，而银行部门弱化和国际收支问题之间的关联性在上世纪 90 年代亚洲金融危机中呈现出一种更紧密的关系¹⁵。

专栏 2. 金融部门、资本流动和宏观经济的关联性：韩国和瑞典

在韩国，金融部门缺乏效率和较差的信用文化对企业的衰退起到了推波助澜的作用。实证研究表明，1997 年金融危机前期，韩国的经济增长很大程度上来源于要素的累积而非生产力的提高，资本的大量积累很快使资金收益递减。这表明信用没有分配到收益率最高的部门。韩国财团的高杠杆比率和低收益率使其在 1997 年金融危机初期表现得不堪一击。银行体系的健康转而又依赖于这些财团的生存前景。资本流动使资金流向了后来出现问题的部门，监管措施则使资本偏向于更短期收益的产品。

瑞典在上世纪 90 年代早期经历的双重危机（银行危机和外部危机）反映了自 1986 年

以来的大规模资本流入，这种资本内流加大了对私人部门的信用扩张，私人部门获得的大部分资金又流向了房地产行业，因此，内部管理问题有所暴露。自 1986 年 8 月到 1990 年 7 月，私人部门获得信用的真实增长率以每年 10% 的速度递增，使私人部门的信用余额由占国内生产总值的 40% 上升到 50%。金融监管放松后的大量信用扩张催生了大量的资产价格泡沫，房地产价格在 20 世纪 80 年代上涨了 10 倍，这一点与银行股价格的上涨模式相类似。1989 - 1990 年，几个原因导致了对房地产需求减弱，漫长的经济萧条从此开始。导致资产泡沫破裂并使银行贷款质量严重恶化的因素来自外部危机，参见第八章。

结构性因素

资本账户自由化后，影响银行体系稳定的结构性因素的重要性有所增加，因为资本账户放开后从事跨境资本交易的金融机构将面临一定的风险，这些风险在完全内部的金融市场中则不会出现。这些风险对银行和非银行机构都会产生影响，并且当开展跨境交易的决定由于市场失灵或政府政策等因素而发生扭曲时，这些风险将会被放大。资本账户自由化会诱使银行过快扩张风险

交易，而这种行为往往超越了它们驾驭风险的能力。这些活动不仅包括高风险的借贷活动、昂贵且高波动性的融资，而且还包括衍生工具及其他复杂的金融交易，监管者很难对此类活动进行严格的控制与监视（专栏 3）。

跨境金融交易的附加风险主要源于不同币种和跨越国境的交易¹⁶，在很多方面，这些因素已超越了传统的与金融交易相关的风险类别，包括信用风险、市场风险和流动性风险（专栏 4）。具体包括：

14 金融稳定论坛（2000a）。

15 见 Lane 等人（1999 年）。

16 这种问题也在高度美元化的经济中出现。