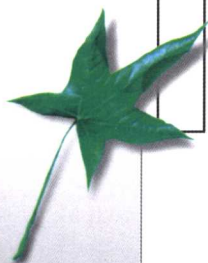


ZHONGQINGNIAN JINGJIXUEJIA WENKU

中青年

经济学家文库



金融自由化 与金融开放

沈悦著

JINRONG ZIYOUHUA
YU JINRONG KAIFANG



经济科学出版社

中青年经济学家文库

金融自由化与 金融开放

沈悦著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

金融自由化与金融开放 / 沈悦著. —北京: 经济科学出版社, 2004.11

(中青年经济学家文库)

ISBN 7-5058-4338-9

I. 金… II. 沈… III. 金融-经济自由化-研究-中国 IV. F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 067798 号

责任编辑: 刘爱华

责任校对: 王肖楠

版式设计: 代小卫

技术编辑: 邱 天

金融自由化与金融开放

沈 悦 著

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

北京密兴印刷厂印装

850×1168 32 开 7.75 印张 200000 字

2004 年 11 月第一版 2004 年 11 月第一次印刷

印数: 0001—3000 册

ISBN 7-5058-4338-9/F·3610 定价: 13.80 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)



作者简介

沈悦，女，1961年5月8日生，汉族，1979年毕业于陕西财经学院金融学专业，获经济学学士学位，1986年6月毕业于陕西财经学院金融学专业，获经济学硕士学位。毕业后留校任教。2000年考入西安交通大学攻读博士学位，2003年获博士学位。2001年通过PETS-5考试，赴美国康奈尔大学做高级访问学者。现为西安交通大学经济与金融学院教授、博士、硕士生导师。

主要研究领域：

项目评估、金融市场理论、期货与期权、投资银行管理、资产证券化、收购与兼并、微观金融学、行为金融学等。

代表性科研成果：

1997年以来，先后在《经济学家》、《改革》、《投资研究》等杂志公开发表科研论文20余篇，主持省部级科研课题4项，出版教材、专著8本，获中国人民银行总行优秀论文三等奖1次，中国金融学会陕西省分会优秀论文一等奖1次，二等奖等若干。被评为优秀教师2次，获优秀教学成果三等奖1次，1997年12月获陕西财经学院“跨世纪人才”称号。2003年获陕西省哲学社会科学优秀研究成果三等奖。

中青年经济学家文库

(已出版书目)

《东亚奇迹与“强政府”》
《市场论》
《跨国银行论》
《效率与供给经济学》
《论企业家行为激励与约束机制》
《现代资产组合理论与资本市场均衡模型》
《投资基金论》
《共生理论》
《要素市场发育与政府效率》
《中国出口增长奇迹》
《市场经济与财务管理》
《财政本质与财政调控》
《市场秩序论》
《中国人力资本形成及现状》
《产权置换、企业购并的理论及运行》
《转变经济增长方式与宏观金融调节》
《中国现代垄断经济研究》
《股票市场效率论》
《透视政府经济职能》
《经济发展中的税收政策》
《税收调控研究》
《市场社会主义》
《缩小地区差距的财政政策研究》
《中国财政扶贫研究》
《可持续发展的微观解理》
《现代社会的福利制度》
《中国经济发展中财政政策与货币政策》
《企业重组与金融创新研究》
《中国经济发展中的就业问题及其对策研究》
《可持续发展预警系统理论及实践》
《国有企业过剩就业分析》
《行为金融理论与投资策略选择》
《经济效率因素分析》
《金融风险控制与国有经济安排研究》
《股价波动的理论与实证分析》
《企业网络经营管理》
《契约的演进与制度变迁》
《配置效率 X - 效率与国有企业改革》
《矿产资源管理理论与方法》
《区域开发与资本市场》
《中小企业信用担保体系国际比较》
《农村税费改革与地方财政体制建设》
《区域经济发展的微观机理》
《中国工业化与城镇化互动发展研究》
《资本、体制与中国农业发展》
《汇率制度的选择——兼论对人民币汇率制度的启示》
《现代金融危机生成机理与国际传导机制研究》
《体制转轨中的中国国有金融研究》
《东道国国际资本流入结构的成因与管理》
《中国工业技术引进之路》
《产业集聚论》
《网络治理：理论与模式研究》
《中国的经理革命——企业家的政治经济学分析》
《竞争、产权与绩效——中国银行业产业组织问题研究》
《跨国银行系统性风险监管论》
《中国铁路产业规制：理论与政策》
《网络经济效应及测度研究》
《市场经济中的个人信用问题研究》
《商业银行人力资源供求及其均衡研究》
《劳动价值论的核心逻辑》
《金融发展二阶段论》
《政府分配关系论集》
《金融脆弱性理论——银行不良贷款生成的监管博弈与最优动态数量模型》
《我国房地产业：结构、行为与绩效》

序

沈悦教授在几个月前告知我，她的博士学位论文经修改后已交出版社准备付梓，嘱我在书前凑些文字。说实在的，我还从未答应过给什么书写序，也的确不善此道。我看过不少书的序言，不乏锦上添花之笔。但有些书的正文写得很好，前面却缀上几大段无关痛痒的所谓“序言”，反而减色。因此，每当搦管铺纸，却都踌躇不前。眼看春去夏来，这并不算长的几段文字，竟成为我挥之不去的一种牵系。

说来凑巧，正在我一筹莫展之际，一位学者的不期而至，拂动了我的些许思绪。他就是金融自由化理论的先驱者之一、美国斯坦福大学的罗纳德·麦金农教授。他是应中国人民大学之邀来京出席第四届“中国人文社会科学论坛”的，他在论坛上发表的演讲自然十分精彩。对我印象最深之处则是他有关中国的货币金融改革与开放应依中国具体国情而动的观点。实际上，近年来，麦金农教授在不同场合多次表达过这种观点。使我颇有感触的是，曾经不遗余力倡导金融自由化理念的学者，到底是基于何种原因，在近些年为一些发展中国家包括中国似乎与其早期金融自由化理论不尽合拍的金融改革开放节奏鼓与呼？而且，这种呼声并不孤立。已被国人所熟知的1999年诺贝尔奖得主罗伯特·蒙代尔教授近来为中国稳定人民币的政策奔走呐喊于国际讲坛；2001年诺贝尔奖得主约瑟夫·斯蒂格利茨教授对经济全球化负面影响

的批评以及对东亚和中国经济发展中政府作用的肯定；最近国际上更有人提出与“欧美模式”相对应的“中国模式”概念等，都与麦金农教授的观点遥相呼应。这种情形到底缘何而起？背后又隐藏着哪些谜团？学术界有着各种各样的猜测。我觉得这种观点的提出与呼应是建立在这些学者对中国经济金融改革开放具体进程的深入了解与切身体察的基础之上的。据我所知，近些年来，麦金农教授和蒙代尔教授等先后十几次来中国考察访问，对中国的经济金融状况察之甚细，知之至深，才会阐发此等精到之观点。显然，这些观点的价值远非那些“纸上谈兵”式的高谈阔论所能比。

沈悦教授属中国改革开放以来培养出来的最早几批金融学学士和硕士，可以说是伴随着中国金融改革和开放的进程走过来的，对中国金融运行的“国情”十分了解。几年前，她又负笈大洋彼岸，近距离观察和感受西方成熟市场经济国家的金融状况。正是有了如此的过程，才会酝酿出这篇博士学位论文的整体思路，以及对中国金融开放与金融自由化进程冷静而严肃的思考。尽管目前市面上公开出版的专门讨论中国金融开放与金融自由化问题的学术成果已不算少，但沈悦教授的这本博士学位论文当属其中最值得一读的成果之一。我十分乐意将这本书推荐给既挑剔而又可敬的广大读者，并与作者一起热切期盼着你们的有益评论和善意的批评。

张 杰

2004年6月10日于中国人民大学宜园

目 录

第 1 章 导论	(1)
1.1 基本概念及其相互关系	(1)
1.2 研究背景与研究方法	(7)
1.3 对既有理论的简要回顾与评论	(9)
1.4 结构安排与基本结论	(11)
第 2 章 金融自由化理论的起源与发展	(15)
2.1 金融自由化理论的发端： M-S 模型及其扩展	(15)
2.2 新结构主义理论	(22)
2.3 金融约束论	(27)
2.4 其他理论	(33)
2.5 结论与启示	(36)
第 3 章 金融自由化的核心内容	(46)
3.1 金融自由化改革方式	(47)
3.2 金融自由化的条件	(52)
3.3 金融自由化的顺序	(55)
3.4 金融自由化的经济效应	(61)
3.5 几点启示	(77)

第4章 金融自由化实践的国际比较	(83)
4.1 发展中国家的金融自由化实践	(83)
4.2 发达国家的金融自由化改革	(101)
4.3 主要结论	(112)
第5章 金融自由化与金融脆弱性	(118)
5.1 20世纪后半期主要金融危机回顾	(118)
5.2 金融危机与金融脆弱性	(122)
5.3 金融脆弱性与金融自由化	(127)
5.4 中国在亚洲金融危机中幸免于难的逻辑	(132)
第6章 中国金融自由化程度判断	(136)
6.1 金融自由化的最优模型	(136)
6.2 中国金融市场化实证分析	(139)
6.3 推进金融自由化的几个原则	(150)
第7章 金融市场开放的特殊次序与逻辑	(156)
7.1 WTO框架下全球视角的中国金融发展	(157)
7.2 中国金融改革的内在逻辑	(161)
7.3 修正原有金融改革路径	(173)
第8章 一些关键问题的进一步讨论	
8.1 国有商业银行改革	(183)
8.2 去除不良资产“心病”	(188)
8.3 避免利率市场化过程中的“超调”现象	(193)
8.4 合理推进资本账户开放	(200)
8.5 保持货币政策的独立性和有效性	(206)
8.6 民营金融制度安排的重要性	(212)

目 录

附 录.....	(222)
参考文献.....	(230)
后 记.....	(238)

第 1 章

导 论

1.1 基本概念及其相互关系

1.1.1 金融抑制、金融自由化与金融深化

今天，提起美国著名经济学家麦金农（McKinnon）和肖（Shaw），人们便自然而然地联想到他们提出的“金融深化论”，原因是 20 世纪 70 年代他们通过对发展中国家的金融市场进行了系统研究后，认为发展中国家普遍存在着严重的“金融抑制”现象（国内也有人称“金融压制”）。为此，他们主张发展中国家应当进行金融自由化改革，以解除金融抑制，实现金融深化。金融深化论问世后，立即引起了一场关于金融抑制、金融自由化与金融深化问题的热烈讨论。在西方经济学文献中，麦金农和肖已经被无可辩驳地称为金融深化论的奠基人。那么，金融抑制、金融自由化与金融深化的概念分别是什么？它们之间是一种什么关系？

麦金农和肖通过对发展中国家进行了深入研究后发现，在发

展中国的金融市场上存在着一系列严重的不合理现象，比如，实行信贷管制；规定最高利率限制；实行低汇率政策；限制资本自由流动；对金融业设置进入壁垒等。他们认为正是由于这些现象的存在，才导致发展中国的经济、金融发展出现严重扭曲。由此，麦金农和肖将发展中国家金融市场上存在的上述幼稚、脆弱以及扭曲等不合理现象称之为“金融抑制”。

针对发展中国家金融市场上存在的这种金融抑制现象，他们提出应当通过金融自由化改革，解除金融抑制，推动经济增长。因此，与金融抑制一样，金融自由化在经济学界也是一个使用频率较高的名词。在现代西方经济学文献中，金融自由化不但使用广泛，而且其外延和内涵都十分明确，具体指发展中国家应当通过放开利率、汇率最高限制，解除信贷管制，消除金融业进入壁垒限制，允许金融业民营化发展，银行业实现自律管理以及放开资本账户管制等，实现成功的金融增长，即金融深化。

金融深化则是指通过进行金融自由化改革所要达到的目标，具体指一个国家通过金融自由化改革所实现的金融素质的提高、金融作用的增强。如果一个国家能够通过金融自由化实现这两个目标，则就可以说是实现了金融深化。反之，则就是虽然推行了金融自由化改革，但并没有实现金融深化。

自从金融深化论被引入中国后，国内学者对金融抑制、金融自由化和金融深化等概念进行了学习。学术界对于金融抑制的概念已经形成基本共识，认为金融抑制是金融深化的对立面，因为长期以来中国的金融业确实存在着如麦金农和肖所描述的金融抑制现象。但是，由于金融深化概念的普及程度要比金融自由化广泛得多，因此，有人或者是将二者视作一个概念了，或者是对金融深化耳熟能详，而对金融自由化却比较陌生。其实，从前面的定义可以看出，两者虽有很大联系，但其概念是各不相同的。从金融自由化和金融深化的关系看，我们可以说，金融自由化是金

融深化的必要条件，金融深化是金融自由化的可能结果。正如麦金农在分析发展中国家金融状况时指出，“……金融深化的措施便是政府完全放弃管制，使其完全自由化”（麦金农，1973）。可见，要实现金融深化，首先必须要顺利推进金融自由化改革，因为不实行金融自由化改革，就不可能消除金融市场上存在的各种金融抑制现象，当然就不可能实现金融深化了。因此，金融自由化是金融深化的必要条件，但并不能由此反推说金融深化就是金融自由化的必然结果。因为推进金融自由化给经济发展带来的结果是不确定的，如果某国能够通过推进金融自由化实现金融资源优化配置、经济持续发展，则我们就可以说金融自由化对经济的作用是正向的，实现了金融深化；反之，金融自由化对经济的作用就是负向的，通过金融自由化改革并没有实现金融深化。

1.1.2 金融全球化、金融开放与金融市场化

对于改革开放 20 年后的中国来讲，金融全球化的概念早已不陌生了。那么，金融自由化与金融全球化、金融开放及金融市场化等概念之间又是一些什么关系呢？

金融全球化是与经济全球化紧密联系在一起的一个概念。经济全球化的理论和实践是随着 20 世纪 70 年代后世界经济发展到必须超越国界，在全球范围内确保资源自由流动和优化配置来提高效率的阶段而产生和发展的。在这个历史时期，任何国家要想远离全球化都是不现实的。正如英国《金融时报》国际版主编彼德·马丁所言：“我认为……摆脱全球化是可能的，但是，要付出的代价不仅仅是经济上的，政治上也要付出代价……”于是，在全球化趋势面前，世界各国无不加快了加入经济全球化的速度。

就金融的全球化来看，经济学家认为是一个相当复杂而且不

断发展变化的经济现象，因此，迄今为止还没有形成一个标准的定义。许多学者在论及金融全球化时，大都将它定义为世界各国和地区放松金融管制、开放金融服务和资本项目，使金融资源在各国和地区的金融市场之间自由流动，最终形成全球统一的金融市场和货币体系。因此，金融全球化主要体现为金融服务和国际资本流动两个方面。

不管学者们对金融全球化的定义是否完全一致，随着信息技术日渐发达，金融市场日益扩大，竞争程度不断升级，国与国之间的地理界限正在被逐渐打破，相互之间的联系和依赖正进一步加强，整个世界的金融资源开始在统一的市场规则下进行全球范围内的优化配置，金融全球化已成为现代经济发展的一种必然趋势。

那么，金融自由化和金融全球化是什么关系？

从金融自由化和全球化出现的时间看，如前所述，金融自由化的概念出现于 20 世纪 70 年代初。随着金融自由化实践的向前推进，资本流动逐渐在全球范围内实现自由化，从而出现了金融全球化趋势。进入 20 世纪 80 年代，这一趋势促使了产业投资可以在全球范围内进行，从而加大了产业资本的全球流动速度。随着发达国家和发展中国家在资金、劳动力等生产因素上的互补性日益明显，发达国家可以在全球范围内投资办厂，发展跨国公司，金融的全球化趋势更加明显。因此，从金融自由化和全球化产生的时间看，金融自由化是全球化的前奏，金融全球化是自由化的进一步延伸和必然结果。换句话说，如果没有资本账户的开放，资本的跨国自由流动，金融全球化是不可能实现的。

金融自由化与金融开放关系如何？正像前面所说，如果一个国家解除了金融管制，即实现了国内利率完全市场化、银行业进出完全自由、资本项目完全自由流动等，就可以说其已经基本实现了金融自由化。但是，截至目前为止，世界上还没有一个国家

已经实现了完全意义上的金融自由化，即使像美国等发达国家，经过金融自由化改革后，反而加大了对资本账户管制的力度。就发展中国家来讲，由于金融抑制的时间过长、程度太深，要想在短期内实现金融自由化几乎不可能。因此，对这些国家来讲，需要经过一个较长的时间解除金融抑制才能为最终实现金融自由化，即要真正实现金融自由化，首先必须逐渐开放本国的金融市场。由此可见，金融开放的含义是就存在金融抑制现象的国家来讲，其所进行的开放本国金融市场、推进金融自由化进程的行为。

最后，金融市场化是近年来我国金融理论界使用频繁的一个名词，那么，它和金融开放、金融自由化之间有无关系？如果有，又是一种什么关系？我们的理解是，金融市场化是指一个国家的金融市场由抑制走向自由化过程的一种状态。由于发展中国家的金融抑制普遍是在计划经济体制下形成的，因此，对这些国家来讲，由金融抑制走向自由化的过程既是开放金融市场的过程，同时也是金融资源的配置由计划走向市场的过程。因此，开放金融市场的过程同时也是实现金融市场化的过程。在这个过程中，资金商品化、利率市场化、融资证券化、监管自动化的步伐已经迈开，金融资源的分配已经突破由计划分配的格局，逐渐转为由市场决定。但由于从封闭走向开放、从抑制过渡到自由化是一个长时间的过程，比如利率由计划向真正的市场化过渡不可能在短期完成；社会资金积累方式由储蓄向投资的转化需要具备一系列主、客观条件等。金融市场化的过程会持续很长时间。因此，我们可以说，金融市场开放的过程就是金融市场化的实现过程，金融市场化实现的过程也是金融自由化推进的过程。由计划走向市场，解除金融抑制、实现金融自由化是必然的，但过程却是渐进的。

1.1.3 金融危机、金融脆弱性与金融自由化

金融危机是一个人们再熟悉不过的概念了，它是指因金融市场出现异常情况而导致的金融体系崩溃。根据《新帕尔格雷夫经济学大辞典》的定义，金融危机是指全部或大部分金融指标，如短期利率、资产（证券、房地产及土地等）价格、商业破产数和金融机构的倒闭数等的急剧、短暂、超周期的恶化。目前，国内外关于金融危机研究的成果已有很多，特别是亚洲金融危机过后，以亚洲金融危机为题材的研究成果不断出现。

金融危机是一个与金融自由化有密切联系的名词，出现于 20 世纪 80 年代初期。当时的历史背景是在金融自由化理论激发下，以南锥体国家（指南美洲的巴西、智利和乌拉圭）为“试验田”，发展中国家初步尝试金融自由化改革，但却发生了因债务危机导致的金融危机，最终导致改革不得不以失败而告终。之后，世界上相继发生过一系列金融危机，特别是 1997 年的亚洲金融危机。

频繁发生的金融危机迫使人们思考这样一个问题：为什么金融业相对封闭的发展中国家一旦实行金融自由化一般都要伴随一个副产品——金融危机？在传统理论很难对此做出满意的解释后，人们不得不从发生金融危机的国家寻找原因。正是在这种历史背景下，金融体系脆弱性的概念逐渐被引申出来了。

最初，关于金融脆弱性的研究是分析银行体系的脆弱性，因为不管是在发达国家还是在发展中国家的金融体系中，银行体系一直处于最关键的地位，金融脆弱性最容易从银行体系进行考察。随着讨论的进行，人们发现金融脆弱性并不一定仅仅表现为银行体系的问题，而是一个国家整个金融体系的问题。因此，随着讨论的进一步深入，金融脆弱性的内涵被逐渐扩大。近 20 年

来,对金融脆弱性的研究经历了由零星到系统的过程。亚洲金融危机过后,金融脆弱性的概念更是日益流行,并逐渐形成了关于金融脆弱性的狭义和广义概念。狭义的金融脆弱性仅是指银行体系的不稳定性,而广义的金融脆弱性则是指一个国家整个金融体系的不稳定性。

由此可以推论认为,金融自由化、金融脆弱性和金融危机的关系应当是,金融自由化的推进导致了金融业脆弱性加大,当金融脆弱性达到一定程度后,便有可能爆发金融危机。因此,金融自由化是引发金融危机的罪魁祸首。

1.2 研究背景与研究方法

1.2.1 研究背景

在人类社会刚刚迈入 21 世纪的第一年,中国经过长时间的艰苦谈判后终于以一个发展中国家的身份加入了世界贸易组织(The World Trade Organization,简称 WTO)。这一历史性的胜利似乎一瞬间把我们推进了经济全球化的时代,从此,研究中国的经济问题就不得不从全球视角进行。从加入 WTO 的总体情况分析,中国既存在机遇,又面临挑战。但对于中国的金融业来讲,加入全球化却是挑战大于机遇,原因是虽然我们直面的是金融全球化,但事实上,金融全球化的前提条件是自由化,如果没有金融自由化的成功推进,就很难在全球化中争取主动。因此,要在加入全球化后立于不败之地,首先必须成功推进金融自由化。对于已经作为 WTO 成员国的中国来讲,不管是主动或是被动,当我们融入金融全球化后,实际上已经等于我们首先要面临