

向文华/著

金融自由化与 金融风险 相关性研究



JINRONG ZIYOUHUA YU
JINRONG FENGXIAN
XIANGGUAXING YANJIU



中央编译出版社
Central Compilation & Translation Press

金融自由化与 金融风险 相关性研究

向文华/著

J JINRONG ZIYOUHUA YU
JINRONG FENGXIAN
XIANGGUAXING YANJIU



中央编译出版社
Central Compilation & Translation Press

图书在版编目(CIP)数据

金融自由化与金融风险相关性研究/向文华著. —北京:中央编译出版社, 2005. 5

ISBN 7 - 80211 - 107 - 2

I. 金…

II. 向…

III. ①金融—经济自由化—研究

②发展中国家—金融—风险分析—研究

IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2004)第 037772 号

金融自由化与金融风险相关性研究

出版发行: 中央编译出版社

地 址: 北京西城区西直门内冠英园西区 22 号(100035)

电 话: 66560272(编辑部) 66560273 66560299(发行部)

h t t p://www.cctpbook.com

E m a i l: edit@cctpbook.com

经 销: 全国新华书店

印 刷: 北京金瀑印刷有限责任公司

开 本: 850 × 1168 毫米 1/32

字 数: 287 千字

印 张: 12.375

版 次: 2005 年 5 月第 1 版第 1 次印刷

定 价: 24.00 元

序 言

20 世纪 70 年代中期,麦金农和肖提出的金融深化理论揭开了发展中国家金融改革的序幕。以利率自由化、金融业务与机构准入自由化和资本账户自由化为主要内容的金融自由化改革,成为发展中国家乃至发达国家金融改革的方向。众多实证研究表明,金融自由化对经济发展有积极的促进作用。但是,金融自由化同时也给金融领域改革步伐比较大的转型市场经济国家的经济发展带来不确定性。在金融自由化进程中不时出现的银行危机和货币危机不断冲击这些国家经济发展的可持续性。实行金融自由化改革的国家,极易遭受银行危机和货币危机,或两者同时出现的孪生危机的冲击。那么,实行金融自由化的国家一定会发生金融危机吗?或者说,金融自由化与金融风险、金融危机的相关性如何?其内在因果关系是什么?实行金融自由化的国家特别是发展中国家如何在金融自由化进程中防范金融风险 and 金融危机?本书正是以“金融自由化与金融风险相关性研究”为题来探讨以上问题。

本书在学术界已有成果的基础上,重点探讨金融自由化与发展中国家金融风险的相关性及其因果关系,探讨金融自由化进程中金融风险危机转化的可能性;在借鉴和参考国际经济学界已有计量经济模型的基础上考察金融自由化与金融危机的相关性。本书进一步考察了金融自由化进程中的信息不对称审慎

监管体制,金融自由化的次序与适应性资本管制,金融自由化进程中不良资产生成的一般性与特殊性;对中国金融自由化进程现状进行了评价,并探讨了中国金融自由化进程中面临的主要风险与防范措施。

本书中的金融自由化概念是指 20 世纪 70 年代中期以来,以放松金融管制为主要特征的金融深化与改革,既包括发达国家的放松金融管制运动,也包括发展中国家的金融深化与金融体制转型,其核心是发挥市场在配置金融资源中的基础性作用,减少政府干预。金融自由化运动在 20 世纪下半期遍及世界各个国家和地区,以发展中国家的金融自由化为主要研究对象。即使这样,由于发展中国家概念的外延仍然很宽,本书进一步把研究对象侧重于新兴工业化国家,尤其是在东亚和拉美地区金融自由化运动起步较早和步伐较快的国家。

按照一般到具体的逻辑思路,本书由四个部分构成。

第一章和第二章构成第一部分,为分析金融自由化和金融风险的相关性提供理论前提和背景。第一章重点梳理了金融自由化的理论演变与政策主张。笔者认为,金融自由化理论继承和发展了 20 世纪 60 年代格利、肖和戈德史密斯的金融发展理论,以及形成于 20 世纪 70 年代中期的金融深化理论。麦金农和肖的金融深化理论批判了新古典学派货币理论对发展中国家的不适应性,认为在发展中国家货币与实质资本存在互补性;发展中国家只有实行如解除利率管制,鼓励多元银行竞争,加快财政和外贸改革的金融自由化等政策才能促进经济的发展。

第一章还重点介绍了 20 世纪 70 年代后半期和 80 年代以卡普尔、加尔比斯、马西森和弗莱为代表的“麦金农—肖学派”。本书对他们形成的宏观经济模型进行了介绍和评价。同时介绍了新凯恩斯主义学派、新结构主义学派和新制度主义学派对金

融深化理论的批评以及麦金农本人对金融深化理论的修正。这也表明金融深化理论存在诸多缺陷,其观点有待进一步检验。

在第一章作者对金融自由化政策作了简要评价,指出从已有的金融自由化实践来看,金融自由化改革对经济和金融发展有以下积极效应:(1)金融自由化解除发展中国家的利率管制,使利率能真实地反映资金供求关系,从根本上解除金融压抑状态下的负的实际利率,而正的实际利率有利于提高发展中国家的储蓄率,从而增加银行的可贷资金;(2)金融业务自由化有利于提高金融机构的竞争力,促使金融机构不断地拓展新业务,进而提升金融业在总体经济中的地位;(3)金融自由化促进金融中介机构的发展,减少金融中介机构的垄断利润,把储蓄更多地转化为投资。但是金融自由化政策在给发展中国家的经济和金融带来积极效应的同时,也给发展中国家的金融带来不确定性。这种不确定性正是金融自由化有可能带来的金融风险。

第二章对风险、金融风险和金融危机的定义、分类及其生成机制进行一般性地考察;对信用风险、流动性风险、利率风险和汇率风险在金融自由化进程中的主要表现作了初步探讨。笔者得出的结论是:金融自由化作为发展中国家的一项重大金融活动,既是一次金融体制的重大转型,也是一次重大的金融政策转变,其产生金融风险是不可避免的;金融自由化所产生的风险与其他金融活动产生的风险一样具有同质性,即客观性、可控性和扩散性;金融自由化所产生的风险除符合金融风险生成机制的一般性外,还有其特殊的背景和作用机理。此外在第二章对金融危机的分类和生成机制的一般性作了探讨,并对国际经济学界的三代金融危机模型作了初步的介绍和概括。

总之,第一部分通过对金融自由化理论演变和政策主张的探讨,以及对风险、金融风险 and 金融危机的一般性考察,为后面

分析金融自由化与金融风险的相关性提供了背景和分析框架。

第三章、第四章和第五章为第二部分,重点分析金融自由化与发展中国家金融风险、金融危机的相关性。

第三章首先把金融自由化概括为四个主要方面,即利率自由化、金融业务自由化、金融机构准入自由化和资本账户自由化,并分别考察其各自可能带来的金融风险。笔者认为利率自由化后,取消利率上限,允许利率上浮,减少信贷配给和准租金,受压抑的名义利率会升高,那些过去严重依赖信贷配给而失去准租金的借款者会面临破产的风险。利率变化的不确定性使金融市场的参与者无法准确预测利率的变化,利率风险加大;利率自由化后,政府取消信贷控制,金融机构信贷自主权扩大,各金融机构为了抢占利率自由化后的市场份额,不可避免地出现了信贷膨胀,信用风险相应增加;如果金融监管制度不完善,本国的法律秩序比较差,公职人员的道德水准低,利率自由化会加重银行的脆弱性,严重的情况下会爆发金融危机。通过对 26 个危机事件的分析,笔者认为,在进行利率自由化的国家,发生金融危机的概率比较大。

金融业务自由化打破银行业和证券业的分业限制,首先加重银行业的流动性风险和不良资产比例。金融业务自由化后打掉银行业和证券业风险隔离的“防火墙”,银行业可以自由进入证券业。在发展中国家,由于资本市场容量有限,拥有大量存款的银行业进入股票市场,将推动股票价格脱离其真实价值不断上涨,产生泡沫。金融业务自由化,银行会把资金大量贷款给房地产业,推动房地产市场泡沫的形成。此外,金融业务自由化后,政府放松外汇交易和股权的所有限制,金融衍生工具得到更大发展,但也带来更多的金融风险。金融衍生工具带来的风险体现为:一是非系统风险,即由于投资者、经营者资信条件、经营

管理状况及其内在因素的变化,而导致价格和财务上的不确定性风险;二是系统风险,即由各种外在因素的变化,导致价格和财务上的不确定性风险。

机构准入自由化后,首先导致外资银行大举进入本国金融市场,给国内金融市场带来新的冲击:(1)外资银行进入发展中国家的金融市场,实行“摘樱桃”的经营策略,对中小企业借贷,对东道国的出口、就业、收入分配产业不利影响。(2)外资银行的进入,加剧了国内金融市场的竞争,形成金融业过度竞争的局面,东道国银行的风险加大;(3)外资银行迫使当地银行彼此合并,以应对外资银行的竞争,形成“太大而不会倒”的大银行,增加了银行体系过于集中的风险;(4)外资银行的进入增加了发展中国家经济和金融受外部冲击的可能性,强化了经济和金融波动的传染性。其次,机构准入自由化降低了银行特许权价值,增加了银行的脆弱性。放松银行的准入门槛,银行特许权价值将被侵蚀,从而增加了银行冒风险的动机。银行特许权价值愈低,金融市场不稳定的系数愈高,加大了金融机构的脆弱性。

资本账户自由化带来的风险主要体现在:(1)资本账户自由化带来的大量风险资本流入和资本的突然性逆转,影响宏观经济的稳定。(2)资本账户自由化带来的过度借款和道德风险,危及银行体系的稳定。由于国际金融市场上的信息不对称,存款保险制度和发展中国家的政府担保,导致国际债权人和国内银行经理人员的逆向选择和道德风险,出现超贷和超借综合症,从而影响发展中国家的宏观经济,金融市场的不稳定突增;(3)资本账户开放为国际投机资本特别是国外套利基金冲击本国金融市场打开了方便之门。总之,通过对金融自由化四个主要方向有可能带来的风险分析,得出金融自由化与发展中国家金融风险正相关的结论。

由于金融危机是金融风险的集中体现和极端形式,使金融风险从潜在损失领域走向现实的损失,为此,第四章进一步分析了金融自由化进程中的金融风险向金融危机转化的可能性。第四章首先分析了金融风险向金融危机转化的一般性条件,指出金融风险的累积是金融风险向金融危机转化的前提,国内突发事件的发生促使累积的金融风险向金融危机转化,美国货币汇率政策是金融风险向金融危机转化的触发器。其次,金融自由化使一国金融机构经历从单个金融机构的违约风险发展到整个社会到期不能偿还风险,再进一步发展为汇率风险,最终演变成金融危机。发展中国家金融自由化的风险向金融危机转化遵循金融风险向金融危机转化的一般规律。当金融自由化带来新的风险累积到风险的临界值时,在受到国内突发事件、国际金融市场波动和投机资本攻击的情况下,累积的金融自由化风险便会向金融危机演变。第四章最后具体考察了1973—1998年间世界53个国家实行金融自由化和发生银行危机的时间,用具体数据和事实来论证金融自由化与金融危机的相关性。

第五章首先在前两章分析的基础上,对金融自由化与金融危机的相关性进行实证研究。本书把金融自由化和金融危机设定为虚拟变量,取值0和1,通过多元逻辑斯蒂模型的回归分析,估计银行危机的发生概率。回归分析结果表明,代表金融自由化的变量在所有的方程中都有很高的显著性水平,金融自由化与金融危机的相关性极其显著,此外,第五章还选取了20世纪80年代的南锥体三国金融危机、20世纪80年代的拉美债务危机、1994年墨西哥金融危机和1997年泰国金融危机4个具体案例,分析金融自由化变量在以上金融危机中的作用,进一步通过实例论证金融自由化与金融危机的相关性。

第六章、第七章和第八章构成本书的第三部分,具体分析了

金融自由化进程中的信息不对称,资本管制和不良资产的问题,并探讨了金融自由化进程中的风险防范措施。第六章重点考察了金融自由化进程中的信息不对称所导致的逆向选择和道德风险。本书认为,在推行金融自由化的同时,加强在新形势下的审慎监管是减少信息不对称,防范金融风险的必要措施;在金融自由化进程中,应改变传统的监管观念,以审慎监管为主,即在充分尊重金融机构自主权的基础上,对金融机构实行规范化的品质管理,以最大限度地解决信息不对称,消除金融自由化带来的新风险。此外,本书还具体讨论了审慎监管、风险防范与危机防范的主要措施。本章最后得出的结论是,在金融自由化进程中,对金融机构的审慎监管是自由化的前提,而自由化的推行又会反过来进一步提高金融监管水平。

第七章重点探讨成功进行金融自由化的基础条件,金融部门自由化与实体经济部门自由化的次序,金融自由化各项目之间的次序及其条件。探讨了在资本账户完全开放的条件下,发展中国家如何避免投机资本冲击,加强新形势下的国际资本流动管理。本书认为资本账户自由化进程中的资本管制不同于未开放资本账户的资本管制。未开放资本账户的发展中国家和实施资本管制的主要目的是金融压制政策,为政府预算和优先发展提供低成本融资。开放资本账户后的资本管制主要是适应国际国内金融形势的变化,减缓国际资本流动及突然性逆转对本国金融体系的冲击,防止本国金融危机的发生和防范他国金融危机的传染。为此,本书提出了开放资本账户后的资本管制为适应性资本管制的新概念。

金融机构不良资产的累积和不良资本比例的不断攀升,是金融自由化进程中的主要金融风险。为此,第八章重点探讨金融自由化进程中不良资生产成的一般性与特殊性,并对金融自

由化进程中防范和化解不良资产的必要性和主要措施进行了探讨和评价。由于商业周期的不可避免、金融市场上的信息不对称而引发的逆向选择和道德风险,以及转型国家中商业银行履行更多的财政职能等是金融自由化进程中不良资产生成的一般性。金融自由化进程中,由于利率自由化、金融业务自由化、机构准入自由化和资本账户自由化带来的不良资产是金融自由化进程中不良资产生成的特殊性。

本书指出利率自由化后会使得受到压制的利率升高,相应增加银行和企业资本运营成本,效益差的企业会出现经营困难乃至破产,增加银行不良资产;利率自由化后,利率变动不仅会使利率风险转化为信用风险,也有可能增加银行不良资产;利率的不断升高,有可能增加银行的风险激励效应,增加银行的冒险行为,相应会推动资产价格上涨,形成资产泡沫,一旦泡沫破灭,银行不良资产必然大幅度地升高。金融业务自由化后,打破银行业和投资银行业的分业限制,商业银行把大量资金投放到证券业和房地产等高风险行业,从而出现资产泡沫,引发大量的不良资产。机构准入自由化后,降低了本国银行的特许权价值,银行业的道德风险激增,相应地会增加银行业的不良资产。资本账户自由化后,带来大量国际私人资本的流入,会引发国内信贷膨胀,从而有可能增加银行的不良资产。

我们探讨发展中国家的金融自由化与金融风险的相关性,是为了服务于我国金融改革开放实践,因此,第九章构成本书的第四部分,探讨中国金融自由化进程中的风险与风险防范。这也正是本书写作的一个主要目的。首先对当前我国金融自由化进程与现状进行了考察。从利率自由化而言,我国的利率除了存款利率目前仍受央行直接管制外,其他金融市场利率基本上已经放开。我国的利率市场化已经达到相当高的自由化程度。

从金融业务与机构准入自由化而言,我国仍然实行金融业的分业管制,金融业务自由化程度较低;机构准入自由化体现出不平衡性:我国对外资银行的准入放松,但是对我国民间资本进入银行业仍然采取审慎的政策。我国的资本账户自由化进程也取得相当成绩。我国资本账户管制处于“名紧实松”的状态,资本账户的大部分项目实际上已有相当程度的开放。

与其他发展中国家的金融自由化进程的风险相比较而言,当前中国金融体制转型带来的制度风险大于金融自由化进程中的市场风险。随着中国市场化取向的经济体制改革的推进和金融自由化进程的深化,制度性风险会逐渐让位于金融自由化的风险。本书对当前我国利率自由化、机构准入自由化、金融业务自由化、资本账户自由化有可能带来的风险,尤其是民间资本进入我国银行业和金融控股公司的风险重点。以及对当前我国金融自由化进程中面临的制度风险及消解措施进行了探讨。最后对当前我国金融自由化进程中的风险防范提出了自己的建议。

总之,金融自由化与金融风险相关性研究是一个难度比较大的课题,本书运用新古典经济学的分析框架,并尝试运用信息经济学和制度经济学的方法考察金融自由化与金融风险的相关性及其因果关系。运用以上方法,本书主要对以下问题进行自己的探索和研究,力求作出自己的理论贡献:第一,着重对金融自由化与发展中国家金融风险的相关性进行了定性、定量分析;并在此基础上,对于金融自由化进程中的金融风险向金融危机转化的条件、原因和后果作了开创性研究。

第二,探讨了金融自由化进程中的信息不对称及减少信息不对称的主要措施;把金融自由化与金融管制的协调性、相关性纳入统一考察,指出适当的管制是自由化的前提,而自由化又反过来提高监管水平。

第三,突破了国内学者研究金融自由化更多局限于发展中国家的状况,同时考察了韩国和日本的金融自由化实践,从研究方法上是一种创新,揭示了金融自由化的一般规律。

第四,区分了资本账户开放前后资本流动管理的本质区别,提出资本账户开放后的资本流动管理为“适应性资本管制”的概念。

当然,由于本书研究的课题难度较大,涉及面较广,所以,本书仍存在着研究对象没有涵盖全部发展中国家,数据收集有待进一步扩展,计量分析不充分等不足。如果本书能够对国内学者继续研究金融自由化与金融风险相关性提供有价值的数据和研究视角,能够为金融监管人员在监管实践中提供值得注意的问题与现象,写作此书的目的便达到了。

目 录

序 言	1
-----	---

导 论	1
-----	---

第一章 金融自由化的理论演变与政策主张	26
---------------------	----

第一节 金融自由化的理论演变	26
----------------	----

第二节 金融自由化理论的政策主张与评价	50
---------------------	----

第二章 风险、金融风险与金融危机	64
------------------	----

第一节 风险与金融风险的一般性考察	64
-------------------	----

第二节 金融危机的概念与生成机制的一般性	79
----------------------	----

第三章 金融自由化与发展中国家金融风险的相关性	90
-------------------------	----

第一节 利率自由化的金融风险	90
----------------	----

第二节 金融业务与机构准入自由化的风险	105
---------------------	-----

第三节 资本账户自由化的风险	127
----------------	-----

第四章 金融自由化的风险向金融危机转化的可能性	144
-------------------------	-----

第一节 金融风险向金融危机转化的一般性分析	145
-----------------------	-----

第二节 金融自由化风险向金融危机转化的可能性分析	156
--------------------------	-----

第三节 金融自由化进程中的金融危机	169
-------------------	-----

第五章 金融自由化与金融危机的相关性考察	184
第一节 金融自由化与金融危机相关性的实证研究	184
第二节 金融自由化与金融危机相关性的案例考察	210
第六章 金融自由化进程中的信息不对称与风险防范	228
第一节 金融自由化进程中的信息不对称	229
第二节 金融自由化进程中的审慎监管	235
第七章 金融自由化的次序与适应性资本管制	250
第一节 金融自由化的次序与降低风险	252
第二节 资本账户自由化进程中的适应性资本管制	265
第八章 金融自由化进程中的不良资产的防范与化解	279
第一节 金融自由化进程中的不良资产的形成	280
第二节 金融自由化进程中的不良资产的防范与分解	303
第九章 中国金融自由化进程中的风险与风险防范	317
第一节 中国金融自由化的进程与评价	317
第二节 中国金融自由化进程中的风险	332
第三节 中国金融自由化进程中的风险防范	351
参考文献	361
后 记	381

导 论

一、问题的提出

20 世纪 70 年代中期,麦金农和肖提出的金融深化理论,揭示了金融压制对发展中国家经济发展的抑制,并为此提出了放松利率管制,促进银行业竞争,发挥市场在配置金融资源上的基础性作用的主张。从此,以利率自由化、金融业务与机构准入自由化和资本账户自由化为主要内容的金融自由化改革,成为发展中国家金融改革的方向。与此同时,在发达国家,凯恩斯主义经济政策的窘境,使主张放松管制的新自由主义政策也成为发达国家金融改革的主流。因此,以放松金融管制为主要特征的金融自由化成为世界金融改革的主流。20 世纪 80 年代,以强调财政和货币纪律,主张金融和贸易的自由化以及国有部门的私有化著称的“华盛顿共识”,成为国际货币基金组织和世界银行专家积极向发展中国家推销的政策主张。兰依(Lanyi)、萨拉卡格鲁(Saracoglu)、阿兰·盖尔伯(Alan Gelb)、古普塔(Gupta)和罗伯特·伦辛克(Robert Lensink)等一批经济学家对金融自由化与发展中国家经济增长的关系进行了实证研究,证明了放开利率管制使实际利率为正值金融自由化,对该国的经济发展有促进作用。但是,金融自由化在给发展中国家经济发展带来正的积极效应的同时,也给发展中国家特别是金融领域改革

步伐比较大的转型市场经济国家带来了不确定性。不时出现的货币危机和银行危机,威胁着这些国家经济的可持续增长。凯明斯基(Kaminsky)和莱因哈特(Reinhart)通过研究发现,实行金融自由化改革的国家,极易遭受银行危机和国际收支危机,或两者同时出现的孪生危机,金融自由化是解释金融危机发生的一个重要自变量。^①阿斯利·德米尔居奇-昆特(Asli Demirgüç-Kunt)和恩里卡·德特拉贾凯(Enrica Detragiache)在提交给世界银行的《金融自由化与金融脆弱性》这一著名报告中,通过对53个国家1980—1995年间发生的金融危机的研究,发现金融自由化与金融危机的发生呈正相关,在实行金融自由化改革后,银行业的脆弱性大大增加。^②20世纪80年代的拉美债务危机使拉丁美洲整整失去了十年的发展时机,1994年的墨西哥金融危机使墨西哥经济遭受重创。1997年席卷东南亚的金融危机则使东南亚诸国经济的高速增长戛然而止。因此,金融自由化在给发展中国家经济发展带来正效应的同时,有可能同时也带来不容小视的金融风险。那么,金融自由化与金融风险有没有相关性?其内在原因是什么呢?

进一步看,金融业本身就是高风险行业,其高负债性和信息不对称性的存在,使金融业的发展始终与风险相伴随。但从历史教训看,金融自由化不仅给发展中国家带来金融风险,而且,还会使这些风险进一步累积并有可能向金融危机演变。如果

① Graciela L. Kaminsky and Carmen M. Reinhart (1999), "The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments problems," *American Economic Review*, 89(3), pp. 473 - 500.

② Asli Demirgüç-Kunt, Enrica Detragiache: "Financial Liberalization and Financial Fragility," *The World Bank, Working Paper*, No. 1917.