

金融自由化 与金融稳定

JINRONG
ZIYOUHUA

YU JINRONG WENDING

主 编 张礼卿
副主编 李建军

人 民 出 版 社



金融自由化 与金融稳定

JINRONG
ZIYOUHUA
YU JINRONG WENDING

主 编 张礼卿
副主编 李建军

人 民 出 版 社

策划编辑:郑海燕

责任编辑:郑海燕

装帧设计:肖 辉

图书在版编目(CIP)数据

金融自由化与金融稳定/主编 张礼卿 副主编 李建军

-北京:人民出版社,2005.6

ISBN 7-01-005080-5

I. 金… II. 主… III. 金融-经济自由化-研究 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2005)第 084410 号

金融自由化与金融稳定

JINRONG ZIYOUHUA YU JINRONG WENDING

主编 张礼卿 副主编 李建军

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街166号)

北京市双桥印刷厂印刷 新华书店经销

2005年6月第1版 2005年6月北京第1次印刷

开本:880毫米×1230毫米 1/32 印张:13.375

字数:326千字 印数:0,001-4,000册

ISBN 7-01-005080-5 定价:29.00元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街166号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539



张礼卿 简介

中国人民大学经济学博士。现任中央财经大学金融学院教授、博士生导师、副院长、院学术委员会主任，并兼任中央财经大学国际金融研究中心主任。社会学术兼职有：中国世界经济学会常务理事、中国国际金融学会常务理事、《国际金融研究》杂志编委、《世界经济》杂志匿名审稿人、《宏观中国》特约评论员等。曾在世界银行学院（1995年）、荷兰蒂尔堡大学（1996年）、美国国际经济研究所和哥伦比亚大学环球学院（2004—2005年）做高级访问学者，并多次在欧洲和东南亚国家（地区）进行短期学术访问。研究领域包括：国际资本流动、开放经济条件下的宏观经济政策、货币自由兑换、金融发展、经济全球化等。曾主持国家自然科学基金项目、国家社科基金、财政部科研规划项目和教育部人文社科项目等研究课题，曾多次获得“中国金融学会优秀论文奖”、“北京市哲学与人文社会科学优秀成果奖”等全国性学术成果奖励，入选2004年度教育部“新世纪优秀人才支持计划”。在《经济研究》、《世界经济》、《金融研究》、《国际金融研究》等学术刊物发表论文60余篇，出版（含主编与合著）学术著作10余部。

13



李建军简介

李建军，1970年10月生，中央财经大学金融学院副教授，经济学博士，应用经济学（金融学）博士后。主要从事金融学的教学与研究，在《财贸经济》、《投资研究》、《统计研究》、《金融论坛》等刊物公开发表论文70多篇，其中被《新华文摘》（2001年8月）、中国人民大学书报资料全文数据库转载论文多篇。2002年以来，作为负责人主持国家自然科学基金项目一项（2003年），国家社科基金项目一项（2005年），参与完成国家自然科学基金项目（2002年）和教育部人文社科规划项目（2002年）各一项，参与教育部重大攻关课题一项（2005年）；独立出版专著《国有商业银行绩效评价——理论、方法与实证》（2004年），合作出版专著《中国地下金融规模与宏观经济影响研究》（2005年）、《国有商业银行改革：宏观视角分析》（2004年）等3部。获得省级优秀学术成果奖2次、优秀教学成果奖1次，校级优秀教学奖2次，优秀教师奖1次。

策划编辑：郑海燕
zhenghaiyan@263.net

封面设计：肖辉

前 言

自 20 世纪 80 年代初期以来，从工业化国家到新兴市场国家，包括解除利率管制、放松金融服务市场准入限制（特别是银行业和证券业的融合）、培育和发展国内资本市场、开放资本账户等在内的金融自由化持续发展，成为各国经济自由化整体进程中最显著的内容之一。金融自由化产生了广泛而深远的影响。一方面，它在很大程度上改变了各国始于 30 年代“大萧条”结束时期并且延续近半个世纪的金融管制局面，改善了金融在各国社会资金动员和分配中的效率，从而促进了这些国家的金融发展和经济增长。另一方面，从 80 年代后期的美国储蓄信贷危机、北欧银行危机，到 1992~1993 年的欧洲货币危机、1994 年的墨西哥货币危机、1997 年的亚洲金融危机、1998 年的巴西和俄罗斯金融动荡，以及更为频繁地发生在新兴市场国家的中小规模的银行和货币危机，似乎在不断地证明这样一个事实：伴随着金融自由化的迅速发展，各国的金融稳定正面临日趋严峻的挑战。

金融自由化与金融不稳定这两个看起来相伴而生的现象之间，是否存在必然联系？金融自由化进程中的金融不稳定是如何生成的？在实行金融自由化改革的同时如何保持金融稳定？虽然有关金融自由化的理论研究已经至少存在了 30 年，而与金融不稳定研究相关的金融危机理论则可以追溯到更为久远的 19 世纪，但对于上述这些问题，无论在理论层面抑或政策层面，都远没有取得完全一致的认识。譬如，1997~1998 年期间，分别任职于

世界银行和国际货币基金组织的经济学家德谟加昆特 (Asli Demirguc-Kunt) 和德曲拉加切 (Enrica Detragiache) 对于金融自由化与金融不稳定的关系曾经进行了系统的研究, 并取得了重要的突破。通过实证分析, 他们明确提出, 金融自由化与金融脆弱性之间有着高度的相关性。然而, 这两位学者的研究结论并没有得到广泛的认同。一些学者认为, 正是金融自由化的延迟或不彻底, 才导致了金融脆弱和金融动荡的加剧。

自 1985 年以来, 在渐进主义模式的引导下, 中国的金融体制改革取得了显著的进展, 一个以市场为基础、多元化的现代金融体系正在形成。值得肯定的是, 在这个以放松管制为主要特征的改革进程中, 尽管曾有过一些局部的金融不稳定和金融风险的积累, 但中国成功地避免了全局性的金融动荡。当前, 中国的金融自由化改革正在走向深化, 许多重要的措施正在酝酿实施。如何在确保金融稳定的前提下逐步实现利率市场化、金融业务经营综合化和资本账户开放等重大改革措施, 已经成为有关决策部门十分关注和迫切希望获得答案的问题。

本书作者试图就上述问题提供答案。全书分为三篇, 由 12 章组成。各篇章的内容简要介绍如下:

第一篇“趋势与问题”(第一至第三章)。本篇是全书的总论, 旨在对过去 20 多年里全球性金融自由化和金融不稳定的总体趋势, 以及两者之间存在的关联性进行理论和实证分析。在第一章, 作者全面回顾了 20 世纪 80 年代以来全球性金融自由化的历史进程, 深入考察了推动这一进程的各种因素, 并着重阐述了 90 年代后期以来经济全球化对各国金融自由化进程的重要推动作用。在第二章, 作者首先充分讨论金融不稳定的概念和识别; 在此基础上考察并总结了过去 20 多年里全球范围内金融不稳定性明显增大这一现象及其主要特征; 最后, 通过对金融不稳定性理论的回顾和评价, 阐明了金融不稳定的主要成因。在第三章, 通

通过对近年来各种重要理论和实证分析的系统回顾和研究，作者揭示了金融自由化与金融不稳定之间存在的相关性。

第二篇“专题研究”（第四至第十章）。本篇在比较具体的层面上，分别研究利率自由化、金融服务业市场准入限制放松、资本市场发展和资本账户开放等金融自由化措施对金融稳定的影响，并对金融自由化过程中的改革顺序、风险预警和监管等核心政策问题进行深入的探讨。在第四章，作者首先从理论上阐明了利率自由化与金融稳定之间的相互关系；之后，采用个案分析方法，对利率自由化对金融稳定的影响进行了实证研究；在此基础上，提出了利率自由化的基本策略。在第五章，作者对由不同竞争程度决定的不同金融服务市场结构的稳定性、金融服务业开放程度与金融稳定、金融服务贸易自由化与金融稳定之间的关系进行了理论分析，阐明了在金融服务自由化进程中，促进金融稳定的条件是自由化政策制定、选择和实施等一系列管理过程的核心这一重要观点。在第六章，作者回顾总结了20世纪80年代以来各国资本市场发展的趋势，分析了资本市场不稳定的表现和决定因素，剖析了若干因资本市场动荡而引起金融不稳定的典型案例，最后提出了面向稳定的资本市场发展战略。在第七章，作者首先对资本账户开放与金融不稳定之间的关系进行了实证研究和历史视角的考察，依次分析了资本账户开放对宏观经济稳定和金融部门稳定的影响，最后提出了资本账户开放的战略模式和政策框架。在第八章，作者首先介绍了金融自由化排序理论的分析框架和主要结论；之后，分析了一国实施金融自由化改革的基本前提条件，明确了金融自由化与其他经济自由化改革、调整措施的顺序关系；最后，提出了面向金融稳定的自由化改革步骤和先后顺序。在第九章，作者归纳总结了国际学术界在金融危机预警研究方面的理论成果，对比了三大预警模型的功效；在此基础上，将金融自由化变量加入STV横截面回归模型，对其进行了修正，

并运用 20 个国家的样本数据对模型效果进行了新的检验。结果发现,在加入金融自由化因素后,模型对金融危机的预警效果有了一定程度的提高。在第十章,作者分析了金融自由化和金融监管相互关系,阐明了金融自由化过程中实施金融监管的必要性;考察了一些国家的金融监管现状;分析了金融监管的有效性;最后,阐明了全球化背景下金融自由化改革必须加强监管国际协作,并对已有的国际监管协作机制进行了比较分析。

第三篇“国际经验比较与中国选择”(第十一至第十二章)。本篇以国别经验为考察对象,着重对工业化国家和新兴市场国家金融自由化的相关经验进行比较研究,同时对中国的金融自由化进程和相关政策设计进行深入分析。在第十一章,作者运用比较研究的方法,对英美、日法为代表的工业化国家和拉美、亚洲部分新兴市场国家的金融自由化政策实践的经验进行了系统归纳总结。作者发现,无论是工业化国家,还是新兴市场国家,其政策实践并没有提供金融自由化促进经济绩效好转的证据,它们共同的经验却是——缺乏稳定经济基础的自由化政策,最终的结果只能是加剧经济和金融的不稳定,增加金融的脆弱性。在第十二章,作者首先回顾了中国金融自由化的改革与发展进程,评估了中国金融自由化水平,剖析了金融自由化对金融稳定的影响;之后,立足中国实际,提出了面向金融稳定的利率自由化改革战略、资本账户开放战略以及其他改革措施。

本书是教育部“十五”人文社会科学研究规划基金项目“金融自由化与金融稳定”的最终成果。作为课题主持人,中央财经大学金融学院张礼卿教授担任了本书的主编,负责全书的大纲拟定和统稿。中央财经大学金融学院李建军副教授协助进行了统稿。各章初稿的执笔分工如下:第一章——黄金老(中国银行国际金融研究所);第二章、第七章——张礼卿(中央财经大学金融学院);第三章——董威宏(中央财经大学金融学院);第四

章、第十二章——汪小亚（中国人民银行研究局）；第五章、第十一章——李建军（中央财经大学金融学院）；第六章、第十章——郭田勇（中央财经大学金融学院）；第八章——戴任翔（中央财经大学金融学院）；第九章——欧群萍（中央财经大学金融学院）。李元丰参与了第十一章的研究和初稿写作。在统稿过程中，部分章节的内容做了较大的调整，在此不再详细说明。

本书的写作与出版，得到了教育部社政司和中央财经大学科研处、金融学院的资助。人民出版社的郑海燕女士提供了热情的帮助和高质量的编辑、印制服务。在此，我们一并表示感谢。本书所探讨的问题是一个颇有争议的现实问题，加上我们的学术水平有限，因此，书中所反映的观点难免有不成熟甚至谬误之处，诚盼学界同行给予批评指正。

张礼卿

2004年12月

目 录

第一篇 趋势与问题

第一章	20 世纪 80 年代以来全球性金融自由化趋势	3	▼
第一节	金融自由化的含义	3	▼
第二节	20 世纪 80 年代以来的金融自由化	6	1
第三节	经济与金融全球化背景下金融自由化的 深入发展	29	
第二章	20 世纪 80 年代以来的金融不稳定：现象与原因 ...	47	
第一节	金融不稳定的含义	47	
第二节	20 世纪 80 年代以来金融不稳定的主要特点	54	
第三节	金融不稳定的原因：理论回顾与评价	61	
第三章	金融自由化与金融不稳定的关系	76	
第一节	金融自由化与金融不稳定之间的内在机制	76	
第二节	金融自由化与金融不稳定关系的实证分析	88	

第二篇 专题研究

第四章	利率自由化与金融稳定	103
第一节	利率自由化对金融稳定的影响：表现和决定	103

金融自由化与金融稳定

第二节	利率自由化对金融稳定的影响：个案分析·····	109
第三节	利率自由化的战略、次序和风险管理·····	117
第五章	金融服务自由化与金融稳定·····	121
第一节	金融服务业的市场结构与金融稳定·····	121
第二节	金融服务业准入程度与金融稳定·····	136
第三节	金融服务贸易自由化与金融稳定·····	144
第六章	资本市场发展与金融稳定·····	156
第一节	20世纪80年代以来各国的资本市场 发展趋势·····	156
第二节	资本市场运行中的金融不稳定性：现象和 决定因素·····	165
第三节	资本市场与泡沫经济：若干案例分析·····	174
第四节	金融稳定前提下的资本市场发展战略·····	186
2 第七章	资本账户开放与金融不稳定·····	192
第一节	资本账户开放与金融不稳定的相关性： 实证考察·····	192
第二节	资本账户开放对宏观经济稳定的影响·····	198
第三节	资本账户开放对金融部门稳定的影响·····	208
第四节	金融稳定前提下的资本账户开放战略与 相关政策·····	219
第八章	面向稳定的金融自由化：前提和顺序·····	237
第一节	排序理论：一个分析框架的介绍·····	237
第二节	金融自由化所需的前提·····	243
第三节	金融自由化的顺序安排·····	254
第九章	金融自由化与金融危机预警·····	268
第一节	国外金融危机预警理论述评·····	268
第二节	加入金融自由化变量后的金融危机预警模型·····	276

第十章 金融自由化与金融监管	296
第一节 金融自由化后的监管必要性	296
第二节 一些国家的金融监管现状	306
第三节 金融监管的有效性分析	313
第四节 金融监管的国际合作	328

第三篇 国际经验比较与中国选择

第十一章 工业化国家和新兴市场国家金融自由化经验	339
第一节 工业化国家的金融自由化经验	339
第二节 新兴市场国家的金融自由化经验与教训	348
第三节 金融自由化经验的国际比较	354
第十二章 中国金融自由化与金融稳定措施	364
第一节 中国金融自由化进程	364
第二节 中国金融自由化对金融稳定的影响	369
第三节 面向金融稳定的利率自由化改革	376
第四节 面向稳定的金融服务自由化	384
第五节 面向金融稳定的中国资本账户开放：渐进 战略与近期选择	386
第六节 金融自由化过程中促进金融稳定的若干 重要措施	393
参考文献	401

图表索引

表 1—1	金融自由化的发生时期	6
表 1—2	非洲 9 国金融自由化的进展	24
表 1—3	伦敦证券交易所的日本股票买卖手续费和 东京证券交易所买卖手续费之比较	35
表 2—1	20 世纪 80 年代和 90 年代金融危机重复 发生的主要国家	57
表 2—2	1973 年以前金融危机的深度 (1)	57
表 2—3	20 世纪 80 年代后金融危机的深度 (2)	58
表 2—4	金融危机前后危机国家与其他国家的相关 程度	61
表 3—1	金融自由化和银行特许经营权价值指标 之间的相关系数	92
表 3—2	东南亚金融危机程度与银行监管质量比较	94
表 3—3	1970~1995 年小型开放经济金融危机类型 和数量	95
表 3—4	货币危机发生概率	95
表 3—5	银行危机发生概率	95
表 4—1	1975~1987 年美国银行倒闭数	111
表 4—2	日美利率自由化进程比较	112
表 4—3	实施利率自由化战略	117
表 5—1	银行市场的效率与稳健性指标比较	132

表 5-2	1929~1939 年美国银行倒闭数量	141
表 6-1	日本平均股价、股票市值和国内生产 总值的变化	178
表 6-2	日本与其他主要国家的股票市盈率与 收益率比较	179
表 6-3	不同国家和地区市场统计汇总	179
表 6-4	日本大企业的资金需求和供应	181
表 6-5	2000 年 4 月 7 日市盈率超过 100 的大盘股 ...	183
表 7-1	发展中国家私人外国资本流量的易变程度 ...	194
表 7-2	1880~1997 年间金融危机发生的频率	198
表 7-3	在部分发展中国家和地区的跨境债权 (Cross-Border Claims) 和外资银行贷款 (Lending by Foreign Banks)	214
表 7-4	部分国家的资本账户开放模式、相关政策 与金融危机	223
表 8-1	某些学者关于经济改革和政策措施排序的 建议	242
表 9-1	金融危机预警理论研究比较	270
表 9-2	金融危机三大预警模型比较	272
表 9-3	1990~1999 年亚洲危机国家货币对美元的 实际汇率	281
表 9-4	私人资本净流入高峰与金融危机的联系	283
表 9-5	实证样本以及各项数据	290
表 9-6	包含金融自由化虚拟变量实证结果	292
表 9-7	去掉金融自由化虚拟变量后的回归结果	292
表 9-8	修正模型的预警效果	293
表 10-1	危机发生前 5 年平均监管水平	302
表 10-2	卡方独立性测试	302

表 10-3	10 国集团部分国家监管当局的风险评估和预警体系	320
表 10-4	不同监管系统的优劣比较	325
表 11-1	拉美三国金融自由化改革前的宏观经济指标	349
表 11-2	部分国家金融自由化改革前后一些指标的相对变化	361
表 12-1	金融自由化的主要内容和具体指标	366
表 12-2	中国金融自由化的现状	368
表 12-3	中国银行市场结构、经营模式与银行体系稳定	385
附表 3-1	对金融自由化前后货币危机之前均值差异的 wilcoxon ranksum 检验	98
附表 3-2	对金融自由化前后银行危机之前均值差异的 wilcoxon ranksum 检验	99
附表 12-1	审慎指标一览表	398
图 2-1	1970~1997 年金融危机的频率	55
图 2-2	具有全球影响的大规模金融危机的爆发时间间隔	56
图 2-3	1975~1997 年金融危机统计一览	56
图 3-1	银行危机前私人部门信贷增长速度	80
图 3-2	利率自由化后存贷利差的变化	82
图 3-3	金融自由化前后银行危机发生的概率比较	93
图 3-4	金融自由化与金融危机之间的关系	97
图 7-1	资本账户开放与资本净流入的易变性	195
图 8-1	金融市场的层级结构	257

金融自由化与金融稳定

图 9-1	1991~2000 年新兴市场国家的私人资本净流入	282
图 9-2	1988~1996 年非金融公司的资产收益率	286
图 9-3	两种危机预警结果与实际危机严重程度拟合度比较	293