

亚洲国家的金融自由化、货币需求和货币政策

曾万达 著
罗伯特·科克

黄兴海 张 杰 译
郑 红 张晓荣



中国金融出版社·北 京
国际货币基金组织·华盛顿

亚洲国家的金融自由化、货币需求和货币政策

曾万达
罗伯特·科克 著

黄兴海 张 杰
郑 红 张晓荣 译

中国金融出版社·北 京
国际货币基金组织·华盛顿

(京)新登字142号

责任编辑:王纲

亚洲国家的金融自由化、货币需求和货币政策

曾万达

罗伯特·科克 著

黄兴海 张杰

郑红 张晓荣 译

*

中国金融出版社出版发行

(北京西交民巷17号)

新华书店北京发行所经销

国家统计局印刷厂印刷

*

787×1092毫米 1/16 3.5印张 94千字

1992年11月第一版 1992年11月第一次印刷

ISBN 7-5049-0974-6/F·586 定价:3.00元

目 录

序.....	(1)
一、引言和摘要.....	(2)
二、金融自由化.....	(4)
1. 实行自由化之前的金融体制	(4)
2. 80 年代的金融自由化	(5)
(1) 利率自由化	(6)
(2) 减少信贷控制	(6)
(3) 金融体制改革	(7)
(4) 减少资本控制和增加汇率灵活性	(9)
三、货币需求与金融自由化	(12)
1. 金融自由化对货币需求的影响.....	(12)
2. 设定和估计问题.....	(13)
(1) 设定问题.....	(13)
(2) 估计问题.....	(14)
(3) 稳定性检验.....	(15)
3. 结果.....	(16)
(1) 估计结果.....	(16)
(2) 货币需求的稳定性.....	(18)
4. 结论.....	(21)
四、货币政策的实施	(23)
1. 金融自由化和货币政策实施渠道.....	(23)
2. 货币政策的目标和工具.....	(24)
(1) 货币政策目标.....	(24)
(2) 货币政策工具.....	(25)
3. 利率放开和货币政策间接工具的经验.....	(26)
(1) 利率放开.....	(26)
(2) 向货币政策间接工具转变.....	(26)
4. 结论.....	(30)

五、结束语	(33)
附 录	(34)
一、80年代亚洲国家金融自由化一览表	(34)
二、数据来源和定义	(44)
三、各个国家的结果	(46)

表 格

1. 亚洲国家：货币、收入与利率之间的长期关系	(17)
2. 亚洲国家：误差修正方程—狭义货币	(20)
3. 亚洲国家：误差修正方程—广义货币	(21)
4. 亚洲国家：货币变量的增长率，1980—1989年	(27)
5. 印度尼西亚：影响储备货币的因素，1984—1989年	(28)
6. 韩国：影响储备货币的因素，1980—1989年	(29)
7. 马来西亚：影响储备货币的因素，1984—1989年	(29)
8. 菲律宾：影响储备货币的因素，1984—1989年	(31)
9. 斯里兰卡：影响储备货币的因素，1984—1989年	(31)
10. 泰国：影响储备货币的因素，1985—1989年	(32)

图 示

1. 亚洲国家：利率和通货膨胀率，1974—1989年	(8)
2. 亚洲国家：广义货币总量和狭义货币总量，1970—1989年	(10)

序

本文是应东南亚中央银行研究和训练中心之约而撰写的,这是对 80 年代东南亚中央银行联盟成员国货币政策的研究计划的一个组成部分。本文的初稿曾在 1990 年 12 月 17 日至 19 日在马来西亚吉隆坡举行的东南亚中央银行联盟成员国货币政策第二次研讨会上宣读。东南亚中央银行联盟的成员国是印度尼西亚、韩国、马来西亚、缅甸、尼泊尔、菲律宾、新加坡、斯里兰卡、泰国,本文所提的亚洲国家是指上述 9 国。

作者衷心感谢国际货币基金组织亚洲部纳维卡先生、奈斯先生和斋藤先生对这一研究计划的支持。本文受益于国际货币基金组织亚洲部苏珊·斯昌德勒、乔治·马奎兹洛特及其他同事的意见和建议。亚洲部夏季实习生路易斯·陈对本文的准备提供了帮助,维拉·朱在研究方面提供了帮助,对外关系部的伊莎·雷和罗森·黑勒在编辑方面提供了帮助,克拉拉·尤雷、雪琳·普雷特、诺拉·罗勒提供了文秘方面的帮助,在此一并致谢。

本文所表达的只是作者的观点,不代表东南亚中央银行联盟成员国当局的观点,也不代表国际货币基金组织执董或国际货币基金组织任何其他工作人员的观点。

一、引言和摘要

自对亚洲国家货币政策的首次研究结束以来，这些国家的经济和金融环境已在 80 年代发生重大变化^①。以往的研究所涉及的时期，货币政策是在金融市场不发达、国际资本流动受限制以及固定汇率体制的环境下制定的。在 80 年代，几乎所有的亚洲国家都使国内的金融体制自由化，很多国家与此同时放松了资本控制并且朝着更加灵活的汇率安排迈进。这些情况改变了实施货币政策的渠道，影响了货币需求与收入和利率之间的关系，并且推动了对适宜的货币政策工具重新评价。本文主要论述在金融改革之后有关货币政策的上面提到的问题以及其他问题。

本文第二部分回顾了 80 年代亚洲国家推行的主要金融改革，强调了从集体经验得出的共同点。改革的大方向是让市场机制在金融体制中发挥更大的作用。改革不仅与更多地依靠市场信号来指导资源配置这一总方向相吻合，而且也是顺应这些国家的经济日益复杂的趋势以及更灵活地应付外界冲击的需要。

很多亚洲国家改革之前的金融体制的特征是对利率和信贷分配的控制，这种控制在 80 年代的国内和国际环境下已证明是不适应的。对这种体制所作出的反应是，在加强监督的同时自由化利率和减少对金融市场的直接控制，并且促进货币

和资本市场的深化。各国的改革进程不尽相同。一些国家的改革主要采取重大的、断断续续的自由化措施，但大多数国家的改革则是一个渐进的和持续的过程。

利率自由化的主要结果是实际利率水平上升，而利率水平在 70 年代总体来说是负的。随着越来越多的资源通过金融体系来配置，放开控制促进了金融深化。在亚洲一些国家，金融自由化加剧了 80 年代金融市场的波动。

本文第三部分考察了金融改革对这些国家货币需求的影响。金融自由化可能影响货币需求与收入和利率之间的关系。尤其是金融自由化可能会一度改变货币周转速度或者会改变货币需求对收入和利率变动的反应的灵敏度。另外，新的影响会成为自由化之后决定货币需求的重要因素，而且预测货币形势的精确度也会由此改变。

经验分析表明，很多亚洲国家 80 年代货币总量、收入和利率之间的关系出现了不稳定性。这种不稳定性主要表现在货币需求函数无法预测货币总量的短期变化，而从长时期看很多总量仍然循着它们与收入和利率之间的传统关系而变动。经验分析结果还揭示利率对货币需求的决定作用比以往的研究成果所显示的要大。而且，实行浮动利率的那些国家的经验表明，广义货币需求对资产相对收益敏感，而不是对总利率水平敏感。

本文第四部分考察了金融改革对货币政策传递渠道的效应以及对制定和执行货币政策的影响。尤其是，放松对金融市场的直接控制以后，利率在向经济各个部门传递货币政策效应中发挥更

^①指东南亚中央银行研究和训练中心于 1979 年对亚洲国家货币政策的首次研究工作。在这篇论文中，“亚洲国家”是指东南亚国家联盟的成员国：印度尼西亚、韩国、马来西亚、缅甸、尼泊尔、菲律宾、新加坡、斯里兰卡、泰国。

大的作用。同样，在资本流动性和汇率体制灵活性增加的情况下，汇率就成为传递货币政策效应的重要渠道。这些变化加强了对国内货币条件的潜在控制，协调货币政策和汇率政策的要求变得更为迫切。

金融自由化引起了对如何执行货币政策的重新估价。一般来说，总的趋势是越来越依赖利率和货币供应目标而不是信贷目标。但是，一些国家没有依赖具体目标，相反却一直监测一系列金融和经济指标。

为影响利率和货币条件，相对信贷和利率的直接控制而言，以市场为导向的间接工具更受重视。这既是必要的，因为在发达的金融市场实施

直接控制的难度越来越大；也是合乎需要的，因为只要经济决策扭曲少，金融资源就可以得到更有效的配置。

在一些亚洲国家，公开市场业务的效率因金融市场和金融手段没有充分发展以及政府融资的需要不断增加而受到限制。然而，随着金融市场和金融手段的改善以及在降低财政赤字方面取得进展，公开市场业务已成为很多亚洲国家货币政策的主要工具。

本文第五部分作了总结。总的来看，金融自由化和货币政策改革提高了金融体制的效率，也提高了货币政策的效率和灵活性。

二、金融自由化

在过去 10 年,几乎所有亚洲国家都放开了它们的金融体制。很多亚洲国家与此同时放松了资本控制,并且增加了汇率安排的灵活性。由此引起的金融结构方面的变化对货币需求和货币政策行为产生了广泛的影响。为了对下面的讨论作背景说明,这一部分回顾 80 年代亚洲国家金融自由化和金融结构方面的变化。首先回顾亚洲国家实行金融自由化之前的金融体制,然后考察整个 80 年代金融变革的源动力以及所采取的自由化措施。在回顾中,重点放在各国的共同点以及改革的大方向,而不是罗列所有自由化措施。附录一概括了各个国家的金融自由化措施。

1. 实行自由化之前的金融体制

亚洲国家之间在总体经济发展水平、经济结构以及金融市场发达程度方面存在很大差异。尽管各自的情况不同,但亚洲国家在实行自由化之前的金融体制有许多相似的特征,包括利率限制、国内信贷控制、储备金水平高、金融市场分割、货币和资本市场不发达以及对国际资本流动严格控制。

在 80 年代以前,大多数亚洲国家实行利率限制,典型的做法是对商业银行的存贷款利率定上限。非银行金融机构受到的限制较少些。对利率实行限制出于这样一种愿望,即降低资金成本来鼓励投资,尤其是鼓励重点部门投资,并且防止利率上升超过社会和政治的承受力。但是,这些限制引起金融非中介化,使得储蓄者和投资者在传统的金融体系之外寻求别的出路。久而久之,金

融非中介化的加剧导致了不受管理的金融市场的发展并使非银行金融机构增加、减少了货币控制的效率。而且,银行经常通过补偿余额或各种不受控制的费用来维持利润,扭曲了银行的金融服务。从而,金融深化受到阻碍,财源不能流向生产性活动。

很多亚洲国家经常使用直接控制来管理信贷的总供给和部门配置。直接控制的典型做法是对银行信贷规模定上限以及戴帽贷款计划。信贷限额作为货币政策工具而广泛使用,这主要因为缺乏金融市场以及像公开市场业务这种能影响银行储备金的间接控制手段。虽然信贷限额能有效控制国内信贷,但时间一长会对金融部门产生不利影响。在确定信贷限额时,货币当局通常依据商业银行过去占贷款总额的比重来分配今后的信贷规模。将原有的各银行信贷分配格局强加于市场结构,阻碍了增长和竞争,进而促使金融非中介化。因此,货币控制的效率由于被控制部门(通常指银行)之外的市场增长和扩大而削弱。

信贷的部门配置计划包括中央银行对优先部门直接贷款、中央银行优惠再融资贷款以及商业银行贷款目标。这些计划通常要牺牲配置效率和货币政策效率。很多国家的戴帽贷款导致投资收益率低,进而给银行带来大量沉淀贷款的负担。这样一来,由于存在继续向优先部门提供贷款的压力,货币政策的作用范围受到限制。戴帽贷款计划是否能保证优先部门获得充足信贷也值得怀疑,因为很难保证贷款实际用在预定的部门。

高水平储备金是亚洲一些国家货币控制的一

个特征。由于储备金没有利息，因此储备金比率高实际上起到了对商业银行变相征税的作用，大大增加了融资的成本，反而迫使其彻底绕过金融体系。这削弱了货币控制的效率，并且促使货币当局进一步收紧对真正金融部门的控制以实现政策目标，因而出现了越加强控制越缺乏效率的恶性循环。

亚洲很多国家金融体制的特征是高度分割。每一类型的金融机构都限制在明确规定的领域开展业务。新机构进入特定的领域要受到很多限制甚至遭禁止。经批准开业的外国银行的业务也受到限制。这些限制的出发点是保护存款者的利益和维护对金融体制稳定的信心。从金融市场不够完善、向优先部门提供信贷并促进国内金融机构发展的必要性看，这些限制是有道理的。然而这些限制阻碍了金融体系内的竞争，不利于发挥金融中介作用以及发展新的金融服务方式和政策手段。

这些国家的货币和资本市场在 80 年代以前总的来说不够发达，而且在借款者和储蓄者之间的媒介作用很小。一些国家拥有银行同业拆借市场，允许银行解决其短期资金需要，但这类市场一般不对非银行部门开放。资本市场即便存在，作用甚微。企业常常发现它们的长期融资需要得不到满足，从正式渠道得不到贷款，而非正规的金融市场资金成本又太高。一些国家针对这一缺陷建立了特别发展银行。金融市场不发达还会对货币政策行为产生重大影响，因为这会限制公开市场业务和对利率的间接控制。结果，货币当局只能求助于使用直接控制、储备金变动以及再融资手段来实现货币政策目标。

亚洲绝大多数国家的国际资本流动受到严格控制。控制的目标主要是防止国内利率和货币条件受国外的影响，并且支持固定汇率安排。

2. 80 年代的金融自由化

金融自由化在一定程度上反映了 80 年代经济政策的理论基础的变化。过多的控制和管理越来越被认为不利于提高资源配置效率和实现经济

高速增长。前面已讨论过，对金融制度过分管制会阻碍金融储蓄，扭曲投资决策，并削弱在储蓄者和投资者之间有效的中介作用。亚洲很多国家，僵化的金融制度不适应复杂的、较发达的经济体制的需要。

这些改革也是对过去 10 年所经历的严重的外部冲击作出更为灵活和更有效的政策反应。工业国家市场增长放慢、贸易条件恶化、国际利率上升、贸易保护主义势力抬头，则要求全面的政策调整以维持没有通货膨胀的经济增长和国际收支平衡。诸如利率管制和直接信贷控制等传统的货币政策工具难以适应这一挑战。传统货币政策工具的效率随着时间的推移而消失殆尽，其原因之一是新的金融工具和金融市场的发展绕过了传统的控制。

总的来说，这些亚洲国家金融自由化的目标是通过更多地依靠市场力量来提高效率以及充分发挥货币政策的作用。金融改革的重点是放开利率、减少对信贷的控制、增加金融体系的竞争和效率、加强监督体系以及促进金融市场的发育和深化。与此同时，放松对国际资本流动的限制，并且增加汇率安排的灵活性。

金融自由化的速度和改革的广度各国大不相同。新加坡在 70 年代中期大幅度放松了对金融部门的控制，并且废弃了资本控制。因此，新加坡已有了与国际金融市场联系密切的、比较发达的金融部门，其 80 年代的金融改革主要是改进现有的机制和市场。

其他国家的金融体系限制更多，因而需要进行更大范围的改革。斯里兰卡的金融改革是与 70 年代后期经济自由化总体规划一起进行的。80 年代初，印度尼西亚、马来西亚和菲律宾进行了重大改革。韩国和泰国采取渐进的方式，在 80 年代后期进一步加大改革力度。尼泊尔在 80 年代后期开始实行金融自由化。但是，缅甸在 80 年代大部分时间里维持高度限制的金融制度。总的来说，亚洲国家的金融自由化是一个逐步的、渐进的和持续的过程，而不是全面经济自由化中的互不联贯的插曲。

(1) 利率自由化

利率自由化的目标是促进储蓄、提高投资效益以及深化金融市场。储蓄受多种因素的影响,尽管关于利率对储蓄的效应的经验性结论含糊不清,但利率对储蓄形式的效应则是明确的^②。正的实际利率鼓励金融储蓄、抑制非金融储蓄,从而促进金融市场深化。金融中介规模的扩大则相应地保证更多的生产性投资得以融资。因此,正的实际利率通过促进金融深化和改进投资效益来促进经济增长。

利率自由化是几乎所有这些国家金融改革的显著特征。印度尼西亚、菲律宾、斯里兰卡在 80 年代初已完全放开对利率的管制;尼泊尔在 1986 年放开了主要的利率;韩国、马来西亚、泰国也放松了控制,主要通过经常调整利率、对受控制的利率放宽其浮动幅度,以及取消一些利率上限。与此相反,缅甸的利率在资源配置中几乎不起作用,而且在 1977—1989 年后期一直保持不变。

利率自由化再加上在降低通货膨胀率方面所取得的进展,使得大多数亚洲国家 80 年代的实际利率水平呈正数(图 1)^③与此相反,在利率放开之前(即 70 年代),实际利率常呈负数。这些国家利率放开的效果首先是促进利率上升。印度尼西亚和马来西亚的名义利率上升幅度很大,实现了正的实际利率;在韩国、尼泊尔、菲律宾、斯里兰卡、泰国等国家,由于通货膨胀率下降而实现了正的实际利率。新加坡在 70 年代中期放开利率之后,名义利率紧紧跟随国际利率水平,实际利率始终保持正数。只有缅甸的实际利率在整个 80 年代为负数。

正利率促进了大多数亚洲国家的金融深化。金融深化由 M2(广义货币)与 GDP(国内生产总值)之比来表示。大多数国家的这一比率在 80 年代都上升了。马来西亚、新加坡和泰国这一比率

的上升尤其迅速,1989 年达到 60~90%(见图 2)。韩国的 M3(包括非银行金融资产,尤其是公司债券和商业票据)与 GDP 之比在 1981 年后显著上升,甚至快于 M2 与 GDP 之比。这反映了非银行金融机构的外部环境更为宽松,非银行金融机构为金融工具提供高收益的能力比银行机构更强。印度尼西亚的 M2 与 GDP 之比从 1983 年 20% 上升到 1989 年约 35%。菲律宾和斯里兰卡的金融部门改革之后立即迅速发展(1980~1983 年是菲律宾金融部门改革时期;1979~1980 年是斯里兰卡金融部门改革时期),但这种发展势头没有维持下去。缅甸的金融部门发展由于 1985 年 11 月和 1987 年 9 月两度非货币化而受到阻碍,这两次废除了高面值纸币^④。

(2) 减少信贷控制

几乎所有亚洲国家(印度尼西亚、韩国、马来西亚、尼泊尔、菲律宾、斯里兰卡、泰国)减少或取消了对银行贷款总规模的直接控制。但是,一些国家重新使用某些控制手段来解决十分严重的货币失控以及失调的宏观经济。例如,韩国在 80 年代末经常使用非正式的直接控制手段来抵消国际收支盈余过大对货币的影响。斯里兰卡在 1989 年国际收支严重恶化以及货币供给过多时选择性地使用了一些直接控制手段。

印度尼西亚、韩国和菲律宾基本停止了按部门配置信贷的做法。然而,印度尼西亚尽管在 1983 年放弃了选择性的信贷限额,但中央银行向对优先部门贷款的商业银行提供流动资产信贷,

④第一次非货币化是在 1985 年 11 月 3 日,占货币流通量 46% 的 50 缅元和 100 缅元面值纸币被废弃。1985 年 11 月 11 日发行了面额为 75 缅元的新纸币,1986 年 8 月 1 日发行了面额分别为 15 缅元和 35 缅元的新纸币。第二次非货币化是在 1987 年 9 月 5 日,占货币流通量 57% 的所有高面额纸币即 25 缅元、35 缅元和 75 缅元都停止使用。1987 年 9 月 22 日开始流通面额分别为 45 缅元和 90 缅元的新纸币。非货币化是为了发现非法牟利。在 1985 年 11 月第一次废除纸币时,所有上缴的纸币在验明收入来源正当和纳税违法之后都偿付给持币者。但是,在 1987 年 9 月第二次废除纸币时,所有上缴的纸币并未偿付给持币者。

②参见世界银行 1989 年发展报告。

③实际利率等于名义利率减过去 12 个月期消费价格指数的变化幅度。此处假设通货膨胀预期近似于过去 12 个月期实际通货膨胀率。

以这种方式对商业银行提供的优惠性再贴现尽管经过修改,但仍然流行^⑤。流动资产信贷在整个银行信贷中所占的比重在80年代处于下降趋势^⑥。马来西亚、缅甸、尼泊尔、斯里兰卡、泰国继续按部门配置信贷。

(3) 金融体制改革

为了提高银行效率,亚洲国家努力增加银行之间的竞争和改善银行管理。大多数亚洲国家(印度尼西亚、韩国、马来西亚、尼泊尔、菲律宾、斯里兰卡、泰国)采取措施减少银行竞争的障碍并消除市场分割,这些措施包括允许更自由的市场进入、扩大各类金融机构业务活动的范围、放松对外资银行业务活动的限制。改善银行管理则需要给予商业银行更大的自主权,要求商业银行对自己的经营活动负责,有些国家是通过对国有银行私有化来实现的。改善银行管理还必须制定新的贷款政策、简化贷款手续、建立灵敏的情报系统以及提高职员素质。

亚洲国家在实行金融自由化的同时加强监督工作。由于差不多所有亚洲国家在80年代都经历了不同程度的金融危机,这从一定意义上说促进了这些措施的实施。宏观经济发展趋势不利、竞争日趋激烈、对自由开放的经济环境不适应、利率波动剧烈、以及缺乏足够的风险管理和银行监督,所有这些因素导致了亚洲国家的金融机构不能很好地发挥作用。而且,70年代亚洲国家对银行系统的严厉控制(表现在利率和信贷控制两方面)产生了不利影响:一些国家的银行贷款资产不断恶化、越来越多的非银行金融机构不受监督。差不多所有这些国家都采取措施改组低效率的金融机构并且加强了对其他金融机构的监督。这些

措施包括集中监督职能、统一并且改善金融管理体系、为储户提供保险、把监督工作扩大到非银行金融机构。总的来说,监督工作的重点已从监督日常业务转变到监督信贷分析程序、银行资产质量、风险比率的执行情况。

大多数亚洲国家采取措施鼓励创建和发展货币及资本市场。菲律宾和新加坡在七十年代中期之前已建立了货币市场。到80年代初,货币市场在印度尼西亚、韩国、马来西亚和泰国越来越显得重要;到80年代末,斯里兰卡和尼泊尔已建立起货币市场。但是,这些国家的货币市场仍然很薄弱而且波动很大。总的来说,货币市场由于新的金融手段的涌现而得到进一步发展,这些新的金融手段包括中央银行债券和政府债券、大额存款单、各种商业票据以及再购买安排。这些新的金融手段的利息相对于那些传统的金融手段来说受限制较少。发展货币市场不仅增加了金融系统的竞争性,而且为中央银行通过公开市场业务管理银行资产提供了灵活手段。

除传统银行体系之外,提供长期融资的机构,尤其是开发性融资机构、财务公司、保险公司以及退休基金,变得越来越重要。这些亚洲国家非银行金融机构的迅速发展,其中一个原因是规避对银行部门的许多控制,另一个原因是制定了比银行部门宽松的、旨在发展新型金融手段的政策措施。80年代末,韩国、马来西亚、泰国的非银行金融机构占金融系统总资产的20~50%。一些亚洲国家的资本市场;尤其是股票市场,迅速发展,印度尼西亚、韩国、马来西亚、新加坡和泰国显得更为突出。

新加坡的金融部门发展最快,并且在80年代一跃成为重要的国际金融中心。把国内金融部门变成增长部门以满足国内经济以及亚洲地区和国际经济的需要,这种潜力早在60年代末就引起注意。新加坡当局制定了包括立法、财政和行政措施在内的战略,以便把新加坡变成重要的海外融资中心。这些努力促进了新加坡金融部门的迅速发展,使得金融部门于1978~1988年期间成为国内生产总值和就业增长的第二大来源。此外,金

⑤根据流动资产信贷计划,商业银行按相当低的利率向特定部门提供贷款,而这些贷款则由中央银行按补贴利率提供专门用于再贴现信贷。到1983年3月底,大部分未偿还的流动资产信贷余额不再续延。

⑥1990年1月宣布了流动资产信贷的进一步重大变化,包括削减流动资产信贷的种类和数额,以及提高再贴现利率和贷款利率。

图 1. 亚洲国家：利率和通货膨胀率，1974—1989 1/

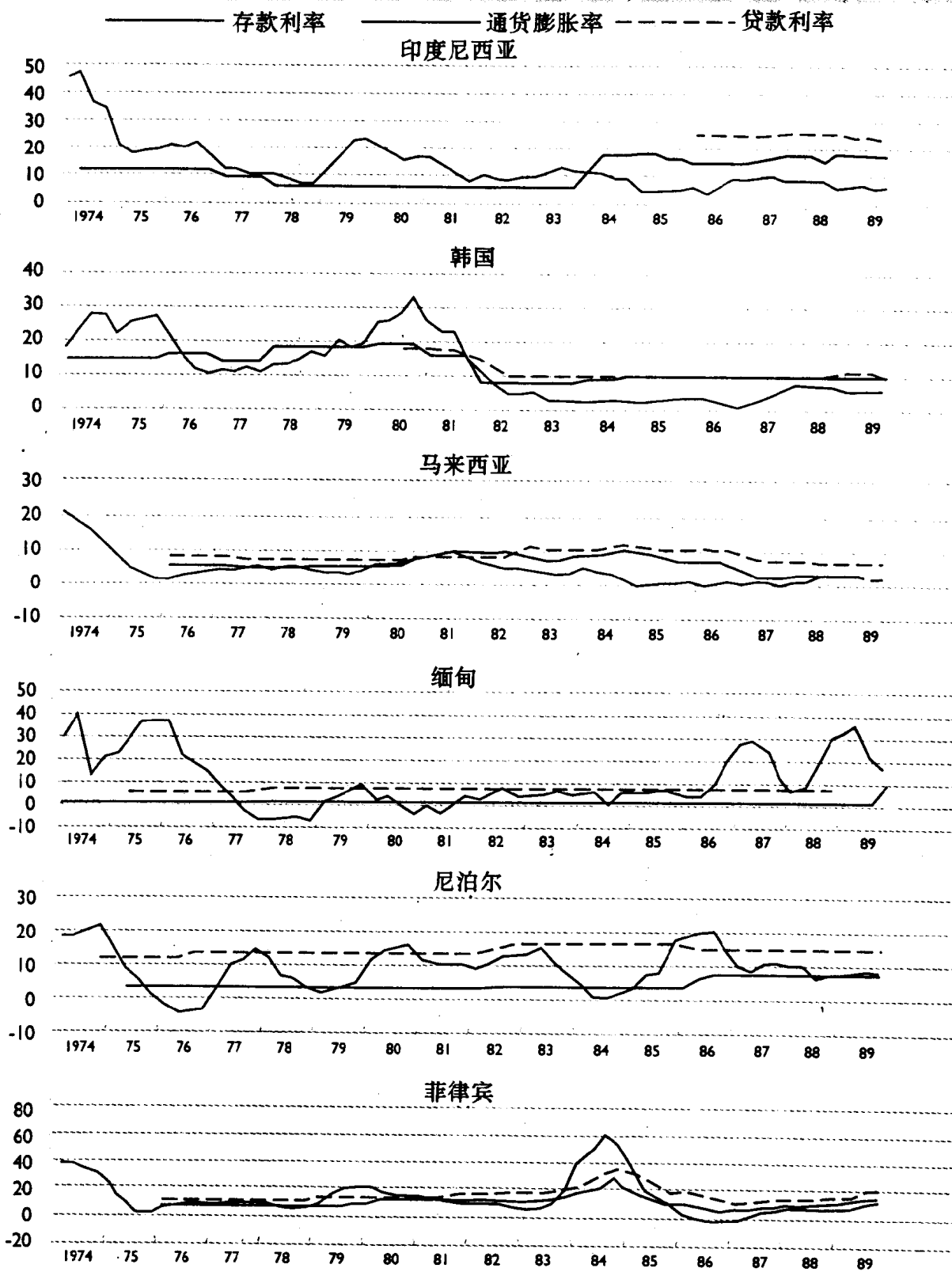
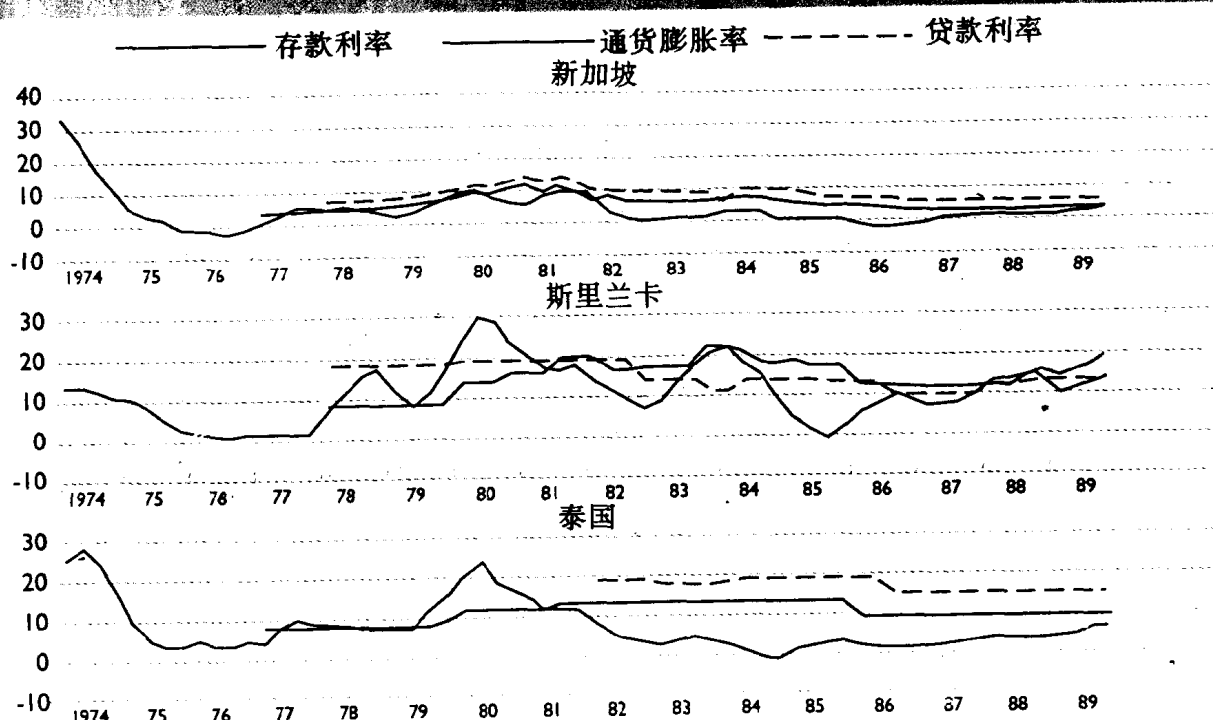


图1. 亚洲国家，1974-1989年



资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》。

1/. 存款利率和贷款利率分别从《国际金融统计》的第601行和第60p行可以得到。通货膨胀率是消费价格相与前一年同期相比的季度百分比变化。

融部门国际化为创造新的金融活动以及加强和改进现有的金融活动提供了良好的环境。

(4) 减少资本控制和增加汇率灵活性

大多数亚洲国家在放开国内金融市场的同时，放松了对国际资本流动的控制。到80年代初，印度尼西亚和新加坡基本上取消了对资本流动的限制。马来西亚对非本地筹资的国际资本流动限制极少。泰国只控制资本输出，而对资本输入基本不予控制。韩国虽然在80年代后期采取了一些放开措施，尤其是对外国直接投资以及韩国居民在海外投资，但仍然保持对资本流动的控制。

在80年代期间，亚洲国家朝着更为灵活的汇率安排迈进。在70年代后期，很多国家（印度尼西亚、韩国、尼泊尔、新加坡、泰国）维持固定汇率安排，通常是钉住美元，但是，到1989年，亚洲国家的汇率安排增加了灵活性，它们或者钉住一揽子货币（马来西亚、缅甸、尼泊尔、泰国），或者实行有管理的浮动汇率（印度尼西亚、韩国、菲律宾、新加坡、斯里兰卡）^⑦。

⑦这些汇率安排与国际货币基金组织的汇率安排分类吻合（参阅国际金融统计）。但在实践中很难区别汇率安排的分类。一些实行钉住汇率的国家经常调整钉住汇率，而其他实行浮动汇率的国家尽管频繁调整，但有效地固定了汇率。

图2. 亚洲国家，广义货币总量和狭义货币总量，1970—1989

(占国内生产总值的百分比)

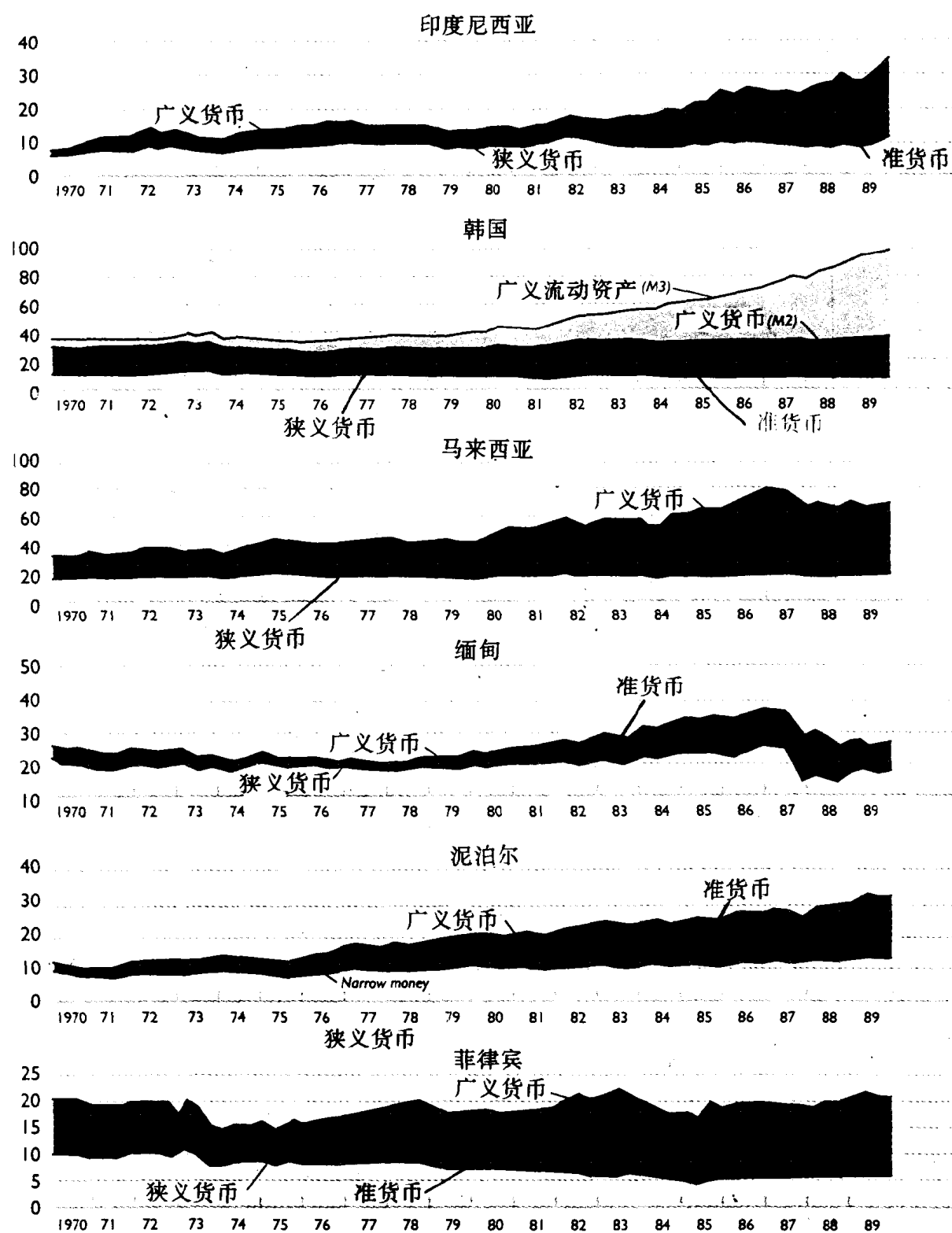
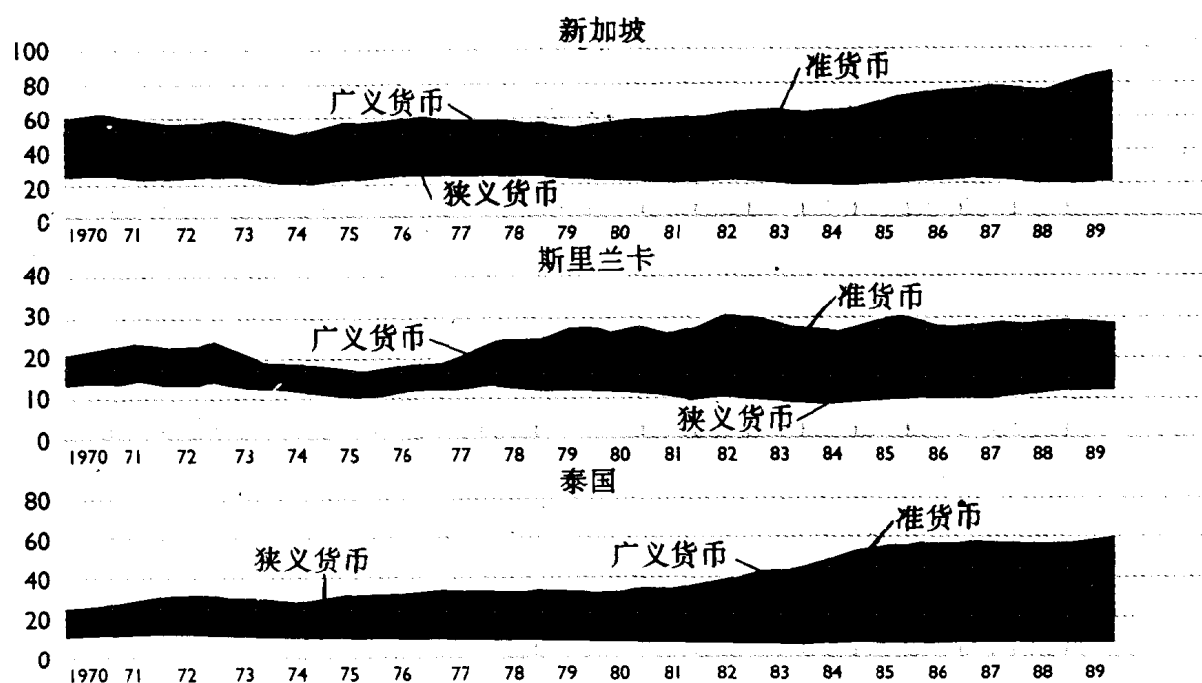


图2. 亚洲国家：广义货币总量和狭义货币总量，1970—1989（续）
（占国内生产总值的百分比）



资料来源：国际货币基金组织《国际金融统计》和基金组织工作人员的估计。
1/ 占国内生产总值的百分比。

三、货币需求与金融自由化

本节考察亚洲国家金融自由化对货币需求的影响,着重考察 80 年代广义和狭义货币总量的稳定性和可预测性。首先讨论金融自由化可能对货币需求的影响,接着分析了估计货币需求函数时出现的理论和实证问题。然后提出实证问题的结果,并对此进行分析,得出结论。

1. 金融自由化对货币需求的影响

货币总量、经济活动、价格与利率间稳定的和可预测的关系是制订货币政策的一个关键因素。金融自由化在提高经济信号质量、改善制度环境以及扩大金融机会范围的同时,也会产生货币需求不稳定的潜在因素。

金融自由化大体上可分成三种类型,这对分析其对货币需求可能造成的影响是很有用的。第一,较好地反映经济收益和金融资产风险的利率可以引起资产构成变化。这种对货币需求一次性变化的性质往往取决于有关货币总量,以及所放开的利率种类:例如,如果定期储蓄利率随着自由化而上扬,对广义货币的需求或许会上升至任何一定的收入水平,但是对狭义货币的需求或许会下降。

原则上,资产构成变化可根据包括一定利率条件的货币需求函数进行预测。但实际上,在自由化之前,利率差异可能不大,难以衡量其对资产选择的影响。随着利率趋于更加灵活,先前利率在决定货币需求的潜在作用会因此而变得明朗。

第二,加强间接货币政策工具的作用也许会

改变货币总量、经济活动、价格以及利率之间既存的关系。尤其是间接货币工具作用的增强,使得货币更为由需求而不是由供给决定,在直接信贷控制下信贷的有效配给状况会得到缓解。由于在政策变化之前所测定的货币需求关系不一定能够适当地甄别货币需求行为,在政策变化之后,就不能再用这种关系来有效地预测货币走势。

第三,深化金融市场、改善其职能的措施会使金融资产构成发生变化,并会改变货币需求对收入及利率变化的敏感度。例如,促进金融机构之间竞争的措施可以降低金融市场的交易成本,并使货币需求对利率变化的反应比以前更为灵敏。换言之,金融机构管理的变化会促进对不同金融资产相对风险作一次重新估价,促使资产成份各自调整,并改变货币需求利率弹性。

更一般地说来,促进金融市场发育的措施会导致新的,有吸引力的资产的出现,从而逐渐减少货币占资产的比重。这种变化也可能与收入及利率的变化无关。此外,新资产的收益率会成为货币需求的重要决定因素。这种资产可能包括外国资产(如果资本输出已自由化)以及诸如股票和债券这样的国内资产。然而,就发展金融市场的政策对加强金融机构的作用(即将国内储蓄从非官方“场外”市场吸引过来)来看,对广义货币总量作用的方向将不清楚了:随着场外市场规模缩小,对所有金融资产包括对货币的需求会增加。

总之,金融自由化可以导致货币资产一次性或较为平缓的变动以及收入和货币需求的可测性和利率弹性的变化。在有些情况下,金融自由化