

胥德勋著

国际金融创新 与中国金融业 市场化改造

人民出版社



中财 B0029638

国际金融创新 与中国金融业 市场化改造

德著勋胥



431534

中央财经金融学院图书馆藏书

总号

书号

人民出版社

F831/92

图书在版编目(CIP)数据

国际金融创新与中国金融业市场化改造/胥德勋著.

-北京:人民出版社,1994.8

ISBN 7-01-002020-5

I. 国…

II. 胥…

III. ①国际金融-发展-动态

②金融市场-经济体制改革-中国

IV. F832.5

中国版本图书馆CIP数据核字(94)第06572号

国际金融创新与中国金融业市场化改造

GUOJIJINRONGCHUANGXIN YUZHONGGUOJINRONGYE

SHICHANGHUAGAIZAO

胥 德 勋 著

人 民 出 版 社 出版发行

(100706北京朝阳门内大街166号)

北京冠中印刷厂印刷 新华书店北京发行所经销

1994年8月第1版 1994年8月北京第1次印刷

开本: 850×1168毫米 1/32 印张 9.875

字数: 232千字 印数: 1—8,000册

ISBN 7-01-002020-5/F·138 定价: 9.80元

前 言

以党的十四大为标志，我国经济体制改革从有计划的商品经济体制阶段步入了社会主义市场经济体制阶段。目前，以党的十四届三中全会的召开为标志，这一转轨过程虽然刚刚全面展开，但可以肯定，对市场的职能与作用的认识，在人们的观念中正在和已经发生了深刻的变化。发挥市场的职能与作用，并非是资本主义社会的专利，这在社会主义市场经济建设中，只要有助于推动社会生产力的发展，同样可以应用。因此，在这场建立社会主义市场经济体制的改革过程中，我们对于西方国家市场经济充分发展条件下的各种经济产物包括金融改革与创新的认识与评鉴，也应有一个认识深化和合理引用的问题。可以说，市场经济，在西方资本主义国家得以充分发展并呈现出了目前相对完善的形态，产生了诸多以其为基础和条件的经济产物。那么，撇开社会制度方面的差异，在中国建立社会主义市场经济体制的过程中，我们既有必要，也有可能借鉴和吸收西方国家市场经济发展过程中的成果。这一必要性和可能性即来自于市场的基础作用。在我国金融体制改革的过程中，没有建立社会主义市场经济体制目标的确立，对于资本主义国家以市场经济为基础和条件的金融改革与创新的成果的借鉴和吸取，也就没有目前这样紧迫，这样必要，也就没有今天这么充分的可能性。由此，可以看出，对于自70年代以来在西方国家迅猛发展的金融改革与创新浪潮，对于我国当前全面展开的金融体制改革，有着十分重要的借鉴意义。因为，经济决定金融，西方国家的

金融创新与中国目前的金融改革，都是以发挥市场的基础作用为基点的，这也是作者撰写此书的着眼点。

正是以充分发挥市场的基础作用为主线，作者对本书的内容和结构作了如下安排：上篇，包括第一、二、三章，对国际金融改革与创新的现状、发展趋势作了简要的介绍、预测和评鉴；中篇，包括第四、五章，在对国际金融创新与当前中国金融改革的对比研究基础上，从发展战略的角度，归结出了国际金融创新对中国金融改革的借鉴意义；下篇，包括第六、七、八章，面对目前我国社会主义市场经济尚处于起步阶段的实际，本着经济金融发展的连续性，对目前我国金融体制改革更好地借鉴和吸取国际金融创新的成果——我国金融业的市场化改造问题，分以下三个方面进行了论述：一是中国宏观金融调控机制的重塑；二是中国金融微观运行机制的再造；三是中国统一金融市场的培育。

当然，对国际金融创新与中国金融改革的研究，是一个崭新的课题，也是一部宏篇巨著，其全貌绝非能以作者几页思索而概之。这本书，也只是作者企望对完成这部宏篇巨著稍尽微薄之力而已，文中疏漏和不当之处在所难免，恳请同仁赐教，恳请读者批评指正。

此外，在本书撰写过程中，参阅了大量的有关资料，难以一一列举，在此一并向有关学者、专家致谢。

作 者

1994年2月于蓉城

目 录

前言.....	1
---------	---

上 篇

第一章 国际金融创新综论	3
第一节 国际金融业实践结构的变化.....	3
第二节 国际金融工具的创新	25
第二章 国际金融创新的发展趋势.....	56
第一节 国际金融创新的历史背景	56
第二节 国际金融创新的动力	64
第三节 国际金融创新的未来发展	72
第三章 国际金融创新评鉴	84
第一节 国际金融创新对金融体制稳定的影响	84
第二节 国际金融创新对财务报表和统计报表的影响	105
第三节 国际金融创新对货币政策传导与有效性的影响.....	120

中 篇

第四章 国际金融创新与中国金融改革之比较	135
第一节 中国与西方国家的金融体制比较.....	135
第二节 中国与西方国家的金融改革动因比较.....	150
第三节 中国与西方国家的金融改革内容比较.....	157
第四节 中国与西方国家的金融改革效果比较.....	168
第五章 国际金融创新对中国金融改革的启示	175

第一节 中国金融改革的市场化发展战略.....176

第二节 中国金融改革的国际化发展战略.....185

第三节 中国金融改革的全球化发展战略.....194

第四节 中国金融改革的证券化发展战略.....208

下 篇

第六章 中国宏观金融调控机制的重塑 219

第一节 明确中央银行的相对独立地位.....220

第二节 建立中央银行的调控工具体系.....233

第三节 构造中国金融管制的框架.....251

第七章 中国金融微观运行机制的再造259

第一节 我国专业银行现行运行机制简析.....259

第二节 我国专业银行的股份化改造问题.....266

第三节 我国专业银行盈利目标的确立问题.....272

第四节 我国专业银行自我约束机制的硬化问题.....280

第八章 中国统一金融市场的培育288

第一节 中国统一股票市场的培育.....288

第二节 中国统一拆借市场的培育.....301

第三节 中国统一金融期货市场的培育.....309

上 篇

第一章 国际金融创新综论

自第二次世界大战以来,国际环境和西方经济、金融业都发生了翻天覆地的变化。随着国际经济一体化的进程,各国宏观和微观经济政策,为适应新情况的发生也一直在不断地调整,并引起经济理论的变化。经济理论和政策的变化、发展,反过来又进一步促进着国际经济一体化的步伐。如果在20多年前研究西方银行、金融业,人们可以将注意力集中在典型的国内银行、金融业务上。那么在世界主要国家,国内金融市场和国际金融市场互相渗透、混为一体的今天,单纯研究其国内银行、金融业就不足以反映其金融的全貌了。为此,有必要了解近年来国际金融与国际银行业的发展变化。自70年代特别是近10年以来,国际经济、金融业日益一体化;国际资本流动发生了结构性的变化;70年代以来,世界宏观经济因素如价格、利息率、汇率经历了战后历史上前所未有的易变因素。这些因素促成了一场世界范围内国际银行、金融业最重大的革新。

这场革新始于70年代末,主要发生在国际银行、金融业之微观领域。尽管革新所涉及的方面是极其广泛的,然而可以将它们概括为两大方面的内容:新的金融工具(技术)的使用;国际银行、金融业实践结构的变化。

第一节 国际金融业实践结构的变化

近年来,国际信贷的流动不断脱离开早先通过大型国际银行

贷款的路子,转向直接信贷市场的方式(证券化的方式)。大批与大型国际银行有着长期顾主合作关系的高信誉借款者开始放弃这种合作关系,转向参与资本市场的某种直接筹资活动中去了。即大型国际银行与国际证券市场相比,逐渐失去了它的相对优势,金融市场的日成交量成倍增长,资本流动程度日益提高,世界范围内金融市场(无论是国内金融市场还是国际金融市场)变得越来越一体化、全球化。

所有西方工业国的银行和它们的顾客都不同程度地活跃在国际金融市场的革新商业活动之中。尽管各个重要的金融中心都程度不同地从事新金融工具的交易,但新金融工具最主要的交易市场还是在英国和美国。国内市场和国际市场新金融工具的交易在美国获得交叉发展。其他国家国内金融市场新金融工具的交易也日益发展,日益受到国际金融改革的影响,且这种影响在消除金融管制等浪潮的推动下不断加强,这种加强,也带来了国际银行、金融业实践结构上的巨大变化。

一、国际金融业实践上的变化

国际金融业实践上的变化主要是指传统信贷方式与金融市场信贷方式的日益融合,传统银行业务与非银行金融业务相互渗透、银行资产负债的表内业务与表外业务日益交叉,且表外业务日益重要,等等。

(一)从银行放贷向市场证券销售的信贷运动

在60、70年代西方经济经历了20年黄金时代的总背景下,世界宏观经济环境,资本流动结构性变化,以及国际经济一体化,使70年代各国货币市场先后程度不同地经历过这一次革新,并形成了国际金融市场游资充斥和各银行资产激增的局面。随着国际金融市场游资充斥和各银行资产激增,一方面,原先为一特定目标建立的专业银行等金融机构开始有条件地从单一银行金融服务转向提供

多种银行金融的服务。于是,在这种情况下,以放款和借款赚取差额收入为基础的商业银行和以费用收入为基础的投资银行之间的界限逐渐模糊起来;另一方面,各金融机构也有条件和力量向国际金融市场发展,大型银行都在各主要金融中心开设了银行或分支行。

在各专业金融市场逐渐合并、兼容的同时,各金融中介在同一金融部门共同提供一系列同种服务的结果,集中强化了各金融中介之间的竞争。这场竞争加之国际金融市场游资充斥和其它宏观、微观等经济因素,造成了各金融机构(特别是银行)原先建立的既稳定又长期的顾主合作关系破裂。大批有着高信誉的借款顾客开始采取更为灵活的商业流动关系。最初,金融市场的形势是向有利于借款者的方向发展,竞争和游资充斥的环境使借款者有条件向多个金融机构接洽、商谈、讨价还价,以便做出最有利的选择,从而加强了借款者的地位,借款公司长期依赖于一个银行的传统局面被打破了。另一方面,长期以来通货膨胀造成的长期债券负利息率(即负收益)的情况,在70年代至80年代初开始消失,代之以正实际利率(即正收益)的回复(实际利息率=名义利息率-通货膨胀率)。在70年代上半叶通货膨胀率大于名义利息率的情况下,实际利息率实际上呈负值。一般地说,通货膨胀在实际经济生活中起着收入再分配的作用,在金融证券市场未预料的通货膨胀($V_{\text{expected Inflation}}$)会使借款者得益,投资者损失,发行长期债券者(如政府)得益,购买长期债券者损失。到70年代末、80年代初,第二次石油危机的情形不同于第一次石油危机的形势,世界各主要金融中心名义利息率上涨,甚至高于通货膨胀率,从而使实际利率呈正值,也使得投资者对较长期债券的吸引力得到恢复。实际利率的回复使得投资者恢复了对长期债券的信心和兴趣,同时也使证券市场创造者(Market-makers,绝大部分是银行)更情愿地持有长期债券的存、贷,以便在适当的时候进行交易。因此,大公

司不仅有条件和多个银行、金融机构建立和发展多头关系,而且也有条件直接和资本市场建立商业关系。通信、电子技术在金融市场的应用使得证券市场交易成本大幅度下降,这点也为上述关系发展创造了客观条件。此外,尽管70年代各国货币市场先后程度不同地发生革新,致使各银行使用更加灵活的资产负债的管理技术融资,从而在国际金融游资充斥的环境下扩大了自己资本的基础,然而这种做法却未能减少这种商业活动带来的种种风险。这种局面加之国际债务危机爆发所造成庞大的潜在呆帐形势,使得各国中央银行先后要求本国诸银行保持它们资产负债的“充足资本比率”,从而导致各银行的筹资成本居高不下。信誉高的大型公司采用多种途径筹集资金的事实和各中央银行紧缩充足资本的要求混合为一体,形成了各银行不能象各大公司那样廉价地筹措到资金的局面。这种局面使各银行处于极端的劣势。为了不失去与高信誉的大公司的合作机会,加强自己的竞争地位,各银行不得不改变它们传统合作服务的特点,从直接向顾客提辛迪加贷款转向对市场票据发行的包销工作,并且在老的金融工具交易基础上竭尽全力发展新金融工具的交易市场,开拓新的金融市场。

不仅正实际利息率的回复吸引证券市场的创造者(大部分是银行)重新持有长期债券的存货,而且宏观经济形势的发展,特别是国际债务问题的出现(形成的巨额呆帐)也使得各银行越来越认识到资产的流动性(Liuidity)和银行资产的可销售性对于他们来说是何等的重要,也认识到增加长期债券的发行是可以加强它们资产形成方面的资本充足比例的。于是,80年代初各银行先后开始了从辛迪加银行贷款转向市场销售资产并使之证券化的运动。票据发行工具是短期直接信贷市场的一个主要形式;债券(Boud-s)和浮动利率票据(FRNs)是证券化中的中、长期信贷的主要形式。票据发行工具是由各银行包销未售尽的短期票据用以支持中

期或长期借款的工具。票据发行工具在直接信贷市场上之所以能够成功,其主要原因在于它改变了早先辛迪加贷款形式下以独家金融机构为主,发挥多种职能,并将多重职能分散到多金融机构去进行的做法;同时,票据发行工具不再象辛迪加信贷那样向客户贷款,它的组织和安排者(其中大部分是银行)是在借款者需要时,为他们提供向投资者供应票据的一种新机制。这样,为借款者筹措他们所需要资金的职能就由过去那种放贷的机制逐渐变为一种借款的机制。保证借款者的短期票据能够转化为中、长期借款的承诺(或包销)大多是由银行承担的。这种承诺在事实上是以脱离资产负债表的形式出现的。于是,诸商业银行开始了直接、大规模地参与证券市场的生涯,它们不仅(象早先在债券市场那样)是票据发行的安排者和管理者,而且他们还成为这些票据的主要发行者和购买者(既作为资产证券化的代理人,又作为证券化的投资者)。尽管票据发行工具的主要增长部分是出售给非银行的投资者的,但是以票据发行工具名义发行的绝大部分短期欧洲票,都是由各银行购买的。

从1981—1985年的五年期间,新的国际信贷从主要的辛迪加银行贷款向资产证券化移动的结构变化,可以由表1.1的数据

表1.1 国际信贷和资本市场
(单位: 10亿美元)

项 目	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年
国际债券和票据	44.0	71.7	72.5	108.1	162.8
其中: 浮动利率票据	7.8	12.6	15.3	34.1	55.4
可兑换债券	4.1	2.7	6.8	8.5	7.3
辛迪加欧洲银行贷款	96.5	100.5	51.8	36.6	21.6
其中: 管理贷款	—	11.2	13.7	6.5	2.4
票据发行工具	1.0	2.3	3.3	18.9	49.4
总 额	141.5	174.5	127.2	163.6	233.8

说明。

从表1.1的数据可以看出,新的辛迪加欧洲银行贷款在这五年的期间里显著收缩。1981年新的辛迪加欧洲银行贷款筹资超过了900亿美元,1984年它的贷款下降到400亿美元以下,1985年它的贷款仅达210亿美元。与此相对应,80年代以来国际银行存款也有显著收缩。随着世界宏观经济形势的变动,存款开始出现新的流向,无论是国际清算银行报告区域内,还是美国非银行团体,美国银行的存款行为及国际清算银行报告区域外的国际存款行为都发生了巨大的变化。首先,在1983年以前的数年间,在国际清算银行报告的区域内,美国非银行团体一直是欧洲货币存款的大宗提供者,但是在1984年,这些团体提取了近60亿美元的存款,并且又在1985年的前九个月内提取了20亿美元的存款额。美国逐渐由对国际银行市场提供新资金的净供给者转变为国际银行市场新资金的净提取者;其次,国际清算银行报告区域外的国家在70年代初曾经把大量的盈余资本存入国际银行的资本流动现象到80年代中止了。国际银行存款下降的趋势是与国际资本市场证券化活动迅速扩张相一致的。重新观察表1.1的数据可以看到,从1981—1984年的很短时间内,新票据的发行增长了近140%,1985年票据的发行则是1981年票据发行的3.5倍。从1981—1985年的五年间,各银行持有国际债券和其它长期证券的数据列在表1.2中:

表1.2 银行持有国际债券和其它长期证券

(单位:10亿美元)

每年年末已发出的国际 债券和其它长期债券数据	1981年	1982年	1983年	1984年	1985年
银行持有证券总数	46.7	59.2	76.7	99.5	157.7
在英国银行持有证券额	16.8	22.9	32.4	41.7	64.6
其中:浮动利率票据		4.2	9.9	16.7	30.8

从表1.2的数据可以看出,不仅各银行在不断地增加它们所持有的各种证券总额,而且也表示出了各银行对增加它们资产市场销售化的强烈愿望。为了使他们的资产变得日益市场化,各银行除了在国际市场购买各种证券以外,还一直在寻求方法增加资产的可转让性。这种做法促进了两个方面的发展:

1.一揽子贷款,特别是抵押贷款开始证券化。一揽子贷款证券化的做法是各银行将收集为一组的贷款项目转让给某些专业金融机构,反过来这些专业金融机构通过发行长期或短期证券对这些贷款进行资金融通,所发行的长、短期证券往往是以政府背书等形式支持的。在美国,新证券化的抵押贷款占整个证券化一揽子贷款的比例,由1981年的15%增长到1985年的50%左右。尽管目前一揽子贷款证券化的发展刚揭开了序幕,然而它却是近20年来最重大的金融革新之一。同类一揽子贷款证券化的技术可以囊括这场国际银行、金融业革新的所有特点,即证券化、全球化(Globalisation)、套购或套利(Arbitrage)、保值/风险分担(Hedging/Risksharing)以及竞争(Competition)的特点。

例如“转让所有权”证券(Pass-Through Securities或 Pass-throughs)。这是一组表示抵押贷款所有权的证券。贷款证券化后,原先负责抵押贷款支付服务的企业,现在每月要将这笔抵押贷款的分期偿还款项、提前偿还款项和利息支付等转付给这一新证券的持有者。虽然“转让所有权”证券的具体技术是十分复杂的,然而它的处理原则却是简单的。现在让我们考虑所收集的一组贷款(如抵押贷款)的处理原则。按照惯例,这组抵押贷款是由某金融机构放贷的,到贷款期满之前,这个金融机构对它将无所作为,只能将它作为一份资产记录在帐户上,为此,金融机构一般要对贷款的这种缺乏流动性的特点收取一定数额的保费(A premium Return)。当这组抵押贷款以可以交易的证券形式出售后,“转

让所有权”证券的持有者拥有的是一组能够流动、可以在市场上进行交易的资产，因而这里也就不存在任何收取保费的问题了。从这一组抵押贷款的证券化过程中，我们可以看到同一商业活动改变了原贷款的旧特点，产生了现组合的多重新特点：(1)非销售性的银行资产转变为可以在市场上进行交易的证券，因而资产证券化了；(2)由于资产已经成为一种证券，因而与借款者面对面接洽贷款的事宜，也就成为不必要的多余手续。这样，“转让所有权”证券也就可以在全球范围内各金融市场出售，即资产销售全球化；(3)“转让所有权”证券化的过程显然也是套购掉保费的过程；(4)在这项证券化的转变过程中，商业风险是在“承保人”(Insurer)和“转让所有权”证券的购买者之间得到重新组合的。承保人承担着拖延不付债务的风险，“转让所有权”证券的购买者承担着利息率风险；(5)与其它抵押贷款的放贷者相比，这组抵押贷款的放贷者通过这种证券化的活动，能够发掘出具有新的竞争性的资金来源。因为在此例中，套购产生了增值。如果金融机构对放贷收费价格是年率1%，而假若流动性证券的费用是上述1%保费年率的1/4，那么，这个系统作为整体看收益是大的。

2.近年来各银行直接出售贷款所制造的市场可以被看作是对辛迪加贷款的一种补充。两个市场不同之处在于出售贷款的证券期限要比辛迪加贷款市场的期限短得多，此外，前者交易的买卖价格差额是十分低的。各银行直接出售贷款的商业活动在美国发展十分迅速。1985年末，这类贷款直接出售的积累总额达450亿美元。起初，购买这类贷款的是一些美国较小的银行，随后在1985年外国银行开始获得了2/3贷款出售的票据。为什么这类贷款出售票据有这么大的吸引力呢？这要归于两个方面的原因：(1)它为那些毫无经验在美国市场向美国公司放款的机构如外国银行提供了与高质量、高信誉借款者打交道的捷径；(2)贷款出售票据的购买