

# 近 20 年来西方金融自由化理论研究的最新进展

吴 崇 伯

提 要 | 进入 20 世纪 90 年代后, 金融自由化理论由于受到理论和实践的双重挑战, 人们开始将金融自由化与金融体系的脆弱性联系起来, 反省金融自由化与金融脆化、金融危机之间是否存在着一定程度的关联, 有关金融自由化理论的研究出现了许多新的特点。

关键词 | 金融自由化 金融体系 金融危机

中图分类号 | F831

作者信息 | 男, 1962 年生, 博士, 厦门大学东南亚研究中心、南洋研究院教授、博士生导师, 361005。

罗纳德·I. 麦金农(Ronald I. McKinnon)和爱德华·S. 肖(Edward S. Shaw)的金融自由化理论于 20 世纪 70 年代初面世以后, 被认为是发展经济学和金融理论领域的重大突破。国际上许多经济学家在麦金农和肖的理论基础上对金融自由化理论进行了广泛深入的研究, 并对其在实践中的效果进行了大量的实证分析, 形成了比较完整的理论体系。然而, 进入 20 世纪 90 年代以后, 金融自由化理论因不断受到理论(信息经济学和内生增长理论的发展)和实践(全球发生的一系列金融危机)的双重挑战而受到普遍批评。人们开始将金融自由化与金融体系的脆弱性联系起来, 反省金融自由化与金融脆化、金融危机是否存在着一定程度的关联, 有关金融自由化理论的研究也因此出现了许多新的特点。

## 一、将内生增长理论引入金融自由化理论分析中, 强调金融中介、金融市场发展对经济增长的促进作用

从 20 世纪 80 年代中期到 90 年代, 一些

金融理论家不再满足于对麦金农—肖理论的修修补补, 他们明显地意识到金融抑制模型的诸多缺陷, 以及根据这些模型提出的政策主张过于激进(如对于发展中经济或转型经济来说, 金融自由化可能是不现实的)。有鉴于此, 他们在汲取内生增长理论最新成果的基础上, 对金融自由化理论作了进一步发展, 将内生增长理论引入金融自由化理论分析中, 强调金融中介、金融市场发展对经济增长的促进作用。其目的在于解释金融中介体和金融市场是如何内生形成的以及金融发展和经济增长之间有何关系, 并在此基础上提出了一些不同于麦金农—肖学派的政策建议。

内生增长理论于 20 世纪 80 年代兴起, 保罗·罗默(Paul Romer)的《递增收益与长期增长》和罗伯特·卢卡斯(Robert E. Lucas)的《论经济发展机制》<sup>①</sup>两篇论文的相继发表, 标志着内生增长理论的形成。其他代表人物包括早期的爱德华·普雷斯科特(Edward

<sup>①</sup> Robert E. Lucas, On the Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, 1988, pp. 3~ 42.

Prescott)、道格拉斯·戴蒙德(Douglas Diamond)和后期的罗伯特·金(Robert King)、罗斯·莱文(Ross Levine)、马尔科·帕加诺(Marco Pagano)等。<sup>①</sup>内生增长理论的基本观点是:经济增长是经济体系内生因素作用的结果,而不是外部力量推动的结果。

内生增长理论的引入,使金融自由化理论更加注重金融发展、金融中介与经济增长之间的关系。他们解释了金融中介产生的根源,重新强调资本对经济增长的作用,研究了金融市场与金融机构效率对实际经济增长的影响,认为金融发展对经济增长的影响主要是通过影响一国储蓄率的高低和资本配置效率来实现的,实施金融自由化(最初步骤是解除利率管制)可提高储蓄水平和投资效率,增加流向产业部门的可贷资金量,从而提高银行效率,改善资源配置,促进经济增长。这些为进一步研究金融自由化对经济增长的作用提供了新的思路。

## 二、重点关注金融自由化与金融风险、金融自由化与金融体系脆弱以及金融自由化与金融危机之间的关联性

金融自由化在解除金融压抑,提高金融体系效率,促进经济增长的同时,也给实施金融自由化的国家带来了一定的风险。近20~30年以来,随着金融自由化的不断推进,系统性的银行问题与金融危机在全球频繁发生,金融自由化与金融危机恰似一对孪生兄弟出现在一些国家的经济生活中。许多学者从不同层面、不同角度分析了这一现象。1994年墨西哥金融危机、1997年亚洲金融风暴以及随后俄罗斯金融危机的爆发,使金融危机与金融自由化之间的关联性成为学界和政府部门讨论的热门话题。

### 1. 金融自由化与金融体系脆弱

实际上,自20世纪80年代中期以后,国外就有许多经济学家开始关注金融自由化与

金融脆弱性问题。

对金融脆弱性最早的研究首推美国经济学家海曼·明斯基(Hyman Minsky),他认为,金融脆弱性是金融体系运行过程中的一种内生经济现象。接着,米什金(F. Mishkin)、开皮罗(Caprio)和萨默斯(Summers)、赫尔曼(Hellmann)、穆尔多克(Murdock)和斯蒂格利茨(Stiglitz)等学者又从金融市场中的信息不对称以及逆向选择、道德风险等方面分析了金融脆弱性问题。

金融脆弱性(Financial Fragility)假说的奠基人是美国经济学家明斯基,他的分析建立在资本主义经济繁荣与萧条长波理论的基础之上,认为正是经济繁荣时期埋下了金融动荡的种子。明斯基将借款企业分为三类:第一类是抵补性的借款企业(hedge financed firm),它们只根据自己未来的现金流量做抵补性的融资,它们是最安全的借款人;第二类是投机性的借款企业(speculative financed firm),它们根据预测的未来资金的余缺状况和期限来确定借款;第三类是高风险的借款企业——庞氏企业(Ponzi firm),它们的借款用于投资回收期较长的项目,在较长时期内无法用投资的收益来还本付息,而需要滚动融资以支付本息。在一个新周期开始时,绝大多数企业都属于抵补性企业。随着经济的进一步繁荣,市场利好气氛不断,企业预期收益上升,投机性企业和庞氏企业增多。这样,在借款人中高风险的后两类借款企业的比重越来越大,而安全的第一类借款者所占的比重却越来越小,于是金融脆弱性愈来愈严重。当经济处于下降阶段时,后两类企业陷入资不抵债的境地,银行的贷款变成坏账,由此导致金融机构破产,金融体系变得十分脆弱,金

<sup>①</sup> 见 Maxwell J. Fry, *Money, Interest, and Banking in Economic Development*, Second Edition, The Johns Hopkins University Press, 1988, 1995, p. 39, p. 61.

融危机随之发生。<sup>①</sup>对金融自由化可能引发金融脆弱性的普遍忧虑,始于1985年卡洛斯·迪亚兹·阿里让德罗(Carlos Diaz Alejandro)的著名论文《告别金融抑制,迎来金融崩溃》。他在研究20世纪70年代中后期智利的早期金融自由化经历时发现,智利早期的金融自由化实践带来了金融危机。<sup>②</sup>

托马斯·赫尔曼(T. Hellman)、凯文·穆尔多克(K. Murdock)、约瑟夫·斯蒂格利茨(J. E. Stiglitz)等人探讨了金融自由化过程中金融体系脆弱性的内在原因,指出金融自由化影响金融脆弱性的另一个渠道是减少金融机构的“特许权价值”(franchise value)。所谓特许权价值,就是利率上限和进入限制为银行所创造的租金(rent),这种租金使得银行许可证对持有者而言有价值,这就形成所谓的银行特许权价值。银行特许权价值对于银行的稳健经营是必要的,因为银行特许权和银行许可证可以激励银行去监督它们所提供的贷款的公司企业,去进行其贷款组合的风险管理,从而使得银行成为更稳定的机构。而金融自由化恰恰降低了这种银行特许权价值,因为降低进入壁垒、取消利率限制等金融自由化措施的实施,加剧了银行之间的竞争。随着银行间竞争的加剧,银行无法再像从前那样获得垄断利润,银行由于进入壁垒、取消利率限制等所带来的特许权价值降低,其公司监督和风险管理的激励机制丧失了。在这种情况下,银行可能改变其稳健的经营策略,选择高风险的贷款组合,从而引发银行的道德风险,并演变为金融风险的一个主要原因。<sup>③</sup>为此,他们提出了“金融约束论”,认为在金融自由化过程中必须加强政府的谨慎监管,采取措施激励银行增强风险管理和公司控制意识。并指出,对发展中国家而言,金融自由化不一定是实现金融深化的最优政策选择,至少在短期内,金融约束的经济效果要优于金融自由化。

卡普里奥(G. Caprio Jr.)发现,自20世纪70年代后期以来,银行危机愈来愈成为普遍

现象。由金融自由化所带来的宏观经济的不稳定,尤其是出口价格的不稳定是银行发生危机的重要原因。在他们所考察的29个银行危机案例中,有20例是因为贸易条件恶化而引发的。此外,在推行金融自由化进程中,由于金融监管措施滞后而导致发生危机的比例也很高。他们同时考察了自20世纪70年代后期到80年代中期,能够获得资料的69个样本国家发生银行危机的原因、范围及挽救措施和成本。<sup>④</sup>这些危机案例表明,金融自由化所带来的正效应常常受到挽救银行危机的成本的影响。因此他们提出,在发展中国家金融自由化的早期,一定程度的金融管制是必要的。

国际货币基金组织经济学家阿斯里·德米尔居斯-昆特(Asli Demirguc Kunt)和埃里克·蒂特盖奇(Enrica Detragiache)是最早系统研究金融自由化与金融脆弱性相关性的学者,其代表作《金融自由化与金融脆弱》也是这方面最有影响的研究文献。他们收集了1980~1995年间53个发达国家和发展中国家的大量数据,运用多元逻辑斯蒂的对数模型(logit),对金融危机与金融自由化的相关

<sup>①</sup> Hyman Minsky, *The Financial Fragility Hypothesis: Capitalist Process and the Behavior of the Economy*, in Charles P. Kindleberger and Jean Pierre Laffargue (eds.), *Financial Crisis*, Cambridge University Press, 1982.

<sup>②</sup> Diaz Alejandro and Carlos, *Good bye Financial Repression, Hello Financial Crash*, *Journal of Economics*, 1985, p. 19.

<sup>③</sup> T. Hellman, K. Murdock & J. E. Stiglitz, *Addressing Moral Hazard in Banking: Deposit Rate Controls vs. Capital Requirements*, Mimeo, Stanford University, 1994, pp. 147~165.

<sup>④</sup> G. Caprio Jr. & D. Klincziel: *Bank Luck, Bad Policy, Or Bad Banking?* Annual World Bank Conference on Development Economics 1996; G. Caprio Jr. & D. Klincziel, *Bank Insolvencies Cross Country Experience*, The World Bank, Working Paper Series, 1996.

性进行了实证分析。他们发现,金融自由化与金融危机的相关性非常明显,特别是在金融基础设施不健全、法律法规不完善、政府腐败行为盛行以及行政管理体制效率低下的情况下,金融自由化以后金融体系更容易遭受金融危机。他们甚至还发现,即使在宏观经济稳定的情况下,金融自由化仍会增加金融脆弱性。两个人通过对 53 个发达国家和发展中国家的考察得出结论:除欧洲一些发达国家在金融自由化后没有遭受金融危机外,其他绝大多数国家在实施金融自由化后的若干时间段里都不同程度地发生了银行危机或金融危机,几乎所有发展中国家都遭受了危机的打击。<sup>①</sup>

## 2. 金融自由化与金融危机

C. E. 韦勒(Christian E. Weller)在德米尔居斯-昆特和蒂特盖奇研究的基础上,进一步对 27 个新兴市场经济国家和地区的金融自由化与金融危机进行了研究。通过对 1973~1998 年间 27 个新兴市场经济国家和地区的经济数据的分析发现,新兴市场经济国家和地区实行金融自由化后更容易遭受货币危机和银行危机的袭击。尤其是金融自由化以后,国外资本大量进入新兴市场经济国家(地区)寻找有利可图的投机项目,并且这些投机资本大都属于短期性的投机资本。短期资本的大量进入,导致汇率高估,货币危机发生的可能性增大。同时,随着货币的高估,银行也会发生危机。<sup>②</sup>随着时间的推移,金融自由化后货币发生危机的概率在减少,而银行发生危机的概率在增加。

此外,金融自由化后银行和金融市场会面临一个更加复杂多变的宏观经济环境。而此时如果缺乏一个发达的银行拆借市场,银行会很难应付短期性的流动性危机。除非中央银行愿意且有能力承担起最后担保者的角色,否则一家银行的短期流动性危机很可能蔓延成整个金融体系的流动性危机,并最终导致金融危机的爆发。

在许多情况下,金融自由化还伴随着对

资本自由流动限制的解除,当本国银行从国际资金市场上借入外币资金,并将它贷给本国借款者,它就承担了外汇风险。即使对以外币计价的敞口头寸会有限制,但这样的限制在实际中往往会被借款者以各种方式规避。如果国内借款者对外汇风险没有进行对冲,那么外汇风险就很容易转化为信贷风险。这样,在货币危机之后往往紧接着银行危机。<sup>③</sup>

威廉森(Williamson)研究了 1980~1997 年间 35 个发生系统性金融危机的案例,发现有 24 个金融危机案例与金融自由化有关。特别是阿根廷(1980)、智利、墨西哥(1994)、菲律宾、泰国、土耳其、美国、委内瑞拉更加突出,这些危机导致了数千亿美元的损失。<sup>④</sup>

## 三、对金融自由化的进程、条件以及金融自由化对经济增长的作用等方面的研究,推动了金融自由化次序理论的产生

在金融自由化过程中,亚洲“四小龙”取得了成功,但也有相当多的国家遇到严重问题,特别是南美洲国家出现了严重的金融恐慌、通货膨胀和银行倒闭。20 世纪 70 年代末到 80 年代初,阿根廷、智利和乌拉圭进行

<sup>①</sup> Demirguc-Kunt and Enrica Detragiache, Financial Liberalization and Financial Fragility, *The World Bank Policy Research Working Paper*, 1998, pp. 36~37.

<sup>②</sup> Christian E. Weller, Financial Crises After Financial Liberalization, Exceptional Circumstances or Structural Weakness? *The Journal of Development Studies*, No. 1, 2001, pp. 98~127.

<sup>③</sup> G. Kaminsky and C. Reinhart, The Twin Crises: The Cause of Banking and Balance of Payment Problems, *American Economic Review*, Vol. 89(3), 1999, pp. 473~500.

<sup>④</sup> John Williamson and Molly Mahar, *A Survey of Financial Liberalization*, Princeton University Press, 1998, pp. 276~304.

了银行的私有化改革,取消利率管制,允许国际资本自由流动,但结果是存贷款利率上升到难以控制的高度,外债过度膨胀,通货膨胀居高不下,实际汇率上升,最终政府不得不重新采取金融控制政策。亚洲的菲律宾、土耳其、印度等国也遭遇了不同程度的金融危机。同样,一些向市场经济过渡的计划经济国家也没有有效地建立起充分均衡的金融环境,前苏联和东欧都经历了严重的通货膨胀。据统计,1980~1995年间,国际货币基金组织的181个成员国中,有133个不同程度地经历过金融领域的严重困难。

拉美国家金融自由化的失败以及少数几个东亚国家和地区金融自由化的初始成功,引发了决策圈和学术界内激烈的辩论。意见主要有两种,其中居支配地位的是强调金融自由化的必要性。人们认为,尽管许多国家的金融自由化尝试失败了,但它们的失败应归咎于改革进程中出现了意外的不利因素,诸如外汇和财政政策等宏观经济政策与金融改革背道而驰,错误地安排了改革顺序,或者调控机制可能未能按照有利于改革政策顺利实施的方式发挥作用。简而言之,这种意见不怀疑改革,而只是认为改革必须按一定的次序进行才能达到金融改革所期待的效果。持反对意见的人认为,在发展中国家的制度变革中,某种程度的国家干预是必不可少的,正如阿根廷、智利和乌拉圭的经历所表明的那样。

关于金融自由化改革的速度,也有两种不同的意见。一些学者认为,为了更加成功,改革和自由化措施应尽快实行,并且应与通过减少预算和贸易赤字来抑制通货膨胀的财政和贸易政策上的适当支持性调整同时进行。另一些学者则认为,金融自由化改革应按照事先设计的顺序渐进。麦金农和肖分别于1984年和1991年研究了金融部门改革顺序的重要性,提出了著名的金融自由化次序理论,指出为了获得非通货膨胀的金融均衡,商品和资本市场自由化的速度以及减少对国内外贸易的干预与计划调控的范围是有一定

限度的。财政、货币和外汇政策的排列顺序是至关重要的。政府不能,也许也不应该同时实行所有自由化措施。相反,经济自由化有一个最优顺序,这种最优顺序也许会因自由化国家的初始条件的不同而不同。他们认为,只有实现下列目标,才可进行金融改革:在贸易和财政改进之后;在国内商品和劳务价格与国际价格一致之后;在财政赤字已得到控制之后。其次,取消对生产部门的管制应在金融部门改革之前。第三,国内金融改革应在放松对国际资本流动的管制之前。最后,取消对国际收支中资本账户的管理应在取消经常账户之后。<sup>①</sup>

在麦金农和肖指出金融自由化应注意其次序后,许多学者开始总结发展中国家金融自由化的经验教训,关注金融自由化的次序。他们主要关注三方面的问题:实际部门自由化与金融部门自由化的次序;国内金融部门自由化与外部金融自由化的次序;资本账户自由化的次序。

麦金农极力主张贸易自由化应先于金融自由化,并主张贸易自由化的速度最好大大快于金融自由化。布鲁诺(Bruno)从金融市场和产品市场的不同特点入手分析,得出了同样的结论。威廉森对世界主要国家金融自由化的实证研究也发现,加拿大、香港、新加坡和美国在1973~1996年期间对贸易体制进行了大规模的改革,日本、韩国、摩洛哥、斯里兰卡和泰国也是遵循先贸易自由化后金融自由化的顺序,其余大多数国家(14个国家)的金融体系改革与贸易体制改革亦同步进行。<sup>②</sup>

关于国内金融部门自由化与外部金融自由化的次序,理论界的主流意见认为,资本账户自由化应在国内金融部门自由化之后进

<sup>①</sup> 罗纳德·麦金农:《经济自由化的顺序》,李若谷、吴红卫译,中国金融出版社,1993年版,第74页。

<sup>②</sup> 彭兴韵:《金融发展的路径依赖与金融自由化》,上海人民出版社,2002年,第221~225页。

行。<sup>①</sup>至于资本账户的自由化次序问题,学术界争议较大。麦金农最初主张,金融自由化应先开放资本账户,后开放经常账户。后来,麦金农又对自己的观点作了修正,认为在金融自由化改革中,经常账户的可兑换应该早于资本账户的可兑换,资本账户的可兑换应是金融自由化的最后阶段。<sup>②</sup>

## 参考文献:

1. Asla Demirguc Kunt & Enrica Detragiache, Financial Liberalization and Financial Fragility, *The World Bank Policy Research Working Paper*, No. 1917, 1998.
2. Asla Demirguc Kunt & Rose Levine, Bank Based and Market Based Financial Systems: Cross Country Comparison, *The World Bank Policy Research Working Paper*, No. 2143, 1999.
3. Akira Ariyoshi, Karl Habermeier and Bernard Laurens, *Capital Control: Country Experiences with Their Use and Liberalization*, International Monetary Fund Washington DC, 2000.
4. James R. Barth, Gerard Caprio Jr. and Ross Levine, Banking Systems around the Globe: Do Regulation and Ownership Affect Performance and Stability? in Frederic S. Mishkin (ed.), *Prudential Supervision: What Works and What Doesn't?* University of Chicago Press, 2001.
5. Caprio, Honohan & Stiglitz, Financial Liberalization: How Far? How Fast?, *The World Bank WPS 2737*, 1999.
6. S. Claessens, A. Demirguc Kunt and H. Huizinga, How Does Foreign Entry Affect Domestic Banking Markets? *Journal of Banking and Finance*, 25, 2001.
7. Carlos Arteta, Barry Eichengreen, Charles Wyplosz, When Does Capital Account Liberalization Help More than It Hurts? *NBER Working Paper*, 2001.
8. Maxwell J. Fry, Financial Development: Theories and Recent Experience, *Oxford Review of Economic Policy*, 1998.
9. S. Fischer, Capital Account Liberalization and the Role of the IMF, in *Should the IMF Pursue Capital Account Convertibility? Essays in International Finance*, No. 207, Princeton University, 1998.
10. Francisco L. Rivera Batiz, International Financial

Liberalization Corruption, and Economic Growth, *Review of International Economics*, 9(4), 2001.

11. Gerard Caprio, Safe and Sound Banking in Developing Countries: We Are not in Kansas Anymore, *Research in Financial Service: Private and Public Policy*, 1997.
12. John Williamson, Molly Mahar, *A Survey of Financial Liberalization*, Princeton University, No. 211, 1998.
13. J. E. Stiglitz, Principles of Financial Regulation: A Dynamic Portfolio Approach, *The World Bank, Research Observer*, Vol. 16, No. 1, 2001.
14. Robert E. Lucas, On the Mechanics of Economic Development, *Journal of Monetary Economics*, 22 (1), 1988.
15. Ronald I. Mckinnon, *The Order of Economic Liberalization: Financial Control in the Transition to a Market Economy*, The John Hopkins University Press, 1993.
16. Robert G. King & Rose Levine, Finance, Entrepreneurship and Growth: Theory and Evidence, *Journal of Monetary Economics*, 32 (3), 1993.
17. Christine P. Ries and Richard J. Sweeney, *Capital Controls in Emerging Economies*, Westview Press, 2000.
18. J. Stiglitz, Capital Market Liberalization, Economic Growth and Instability, *World Development*, 28, 2000.
19. Trevor M. Sikorski, *Financial Liberalization in Developing Countries*, Edwards Elgar Publishing limited, 1996.
20. Christian E. Weller, Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness?, *The Journal of Development Studies*, No. 1, 2001.

(责任编辑:张燕晖)

<sup>①</sup> 黄金老:《金融自由化与金融脆弱性》,中国城市出版社,2001年,第256页。

<sup>②</sup> R. I. Mckinnon, The Order of Economic Liberalization: Lesson From Chile and Argentina, in Karl Brunner and Alan Melzer (eds.), *Economic Policy in a World of Change*, Amsterdam: North Holland Publisher, 1986.