

金融深化与金融危机之关系理论述评

张东祥，黄洁

摘要：金融深化理论自 20 世纪 70 年代被提出以来，发展中国家出现了一次金融自由化的高潮，与此同时，金融危机也此起彼伏。在重新认识和探讨金融自由化过程中，人们开始意识到了自由化带来的各种金融风险，形成了金融脆弱性等一系列理论。根据这些理论，我们认识到一国不仅要了解“金融自由化”，更要了解进行自由化的实施所应具备的条件和实施的步骤。本文主要是对自由化理论提出以来的一系列理论进行综合性的归纳和评述。

关键词：金融深化；金融脆弱性；金融风险；金融危机

中图分类号：F830 文献标识码：A

一、金融深化理论及其发展

（一）麦金农和肖的金融深化理论

1960 年，格利和肖的《金融理论中的货币》，对金融体系中的货币功能、货币政策和货币控制、金融与经济增长的关系等作出了不同于传统观点的新考察。20 世纪 70 年代，在继承和发展这个观点的基础之上，麦金农和肖针对发展中国家的金融发展问题提出了金融深化理论。麦金农和肖认为金融压制是无区别的“扭曲包括利率和汇率的金融价格”——降低“实际增长率即金融体系相对于非金融部门的实际规模，总体上，这种政策阻碍了发展中国家的经济发展进程”（肖，1973）。

根据 Fry (1997) 的总结，麦金农-肖模型的精髓是：（1）一个储蓄函数，与存款实际利率及产出实际增长率正相关；（2）一个投资函数，与实际贷款利率负相关，而与产出实际增长率正相关；（3）一个官方的名义利率，使得实际利率低于市场均衡利率；（4）无效率的信贷非价格分配。麦金农-肖模型的基本要素是：（1）与实际存款利率及实际产出增长率同方向变化的储蓄函数；（2）与有效实际贷款利率反向变动、但与增长率同向变动的投资函数；（3）使实际利率低于均衡水平的管制固定名义利率；（4）可贷资金无效率非价格配给。

（二）麦金农和肖的金融深化理论的发展

肖和麦金农的模型是静态模型，其因素过于简单，从 20 世纪 70 年代末到 80 年代一些经济学家对该模型进行了扩展及实证研究。

1. **卡普-马西森理论。**巴桑特·卡普(Basant K. Kapur, 1992)与唐纳德·马西森(Donald J. Mathieson, 1980)在麦金农和肖的理论基础之上，对发展中国家的货币金融、经济增长及经济稳定之间的关系进行了系统的研究和阐述。他们认为在劳动力剩余的发展经济中，影响经济增长的主要因素是资本的数量，金融中介对经济的影响通过提供资本实现。

2. **加尔比斯的金融发展模型。**加尔比斯于 1977 年发表《欠发达国家的金融中介与经济增长：一种理论的探讨》一文，在接受麦金农基本理论与政策主张的基础上，用一种“两部门模型”(Two-Sector Model)修正和补充了麦金农的“一部门模型”(One-Sector Model)。加尔比斯假设整个经济由两部门组成，部门 I 是落后部门(效率低下部门)，部门 II 是现代部门(技术先进部门)。部门 I 主要通过内部筹资进行融资，部门 II 在银行获得融资。加尔比斯认为，对发展中国家而言，金融促进经济增长的重要机制在于改进金融中介的储蓄投资配置使资金从低收益的部门流向高收益的部门，从而导致整个经济增长率的显著加速。部门 II 所能获得的银行贷款的数量取决于部门 I 的金融储蓄，而部门 I 的金融储蓄又相当程度上取决于实际存款利率，因而提高实际存款利率可以减少部门 I 的低效率投资同时增加部门 II 的高效率投资，在社会资源一定的条件下加速整体经济的增长。

3. 弗莱的金融发展模型。与麦金农等人一样，弗莱（Fry）认为提高实际利率对经济增长具有双重效果。弗莱把时滞因素引入其模型，从而能更准确地反映储蓄与投资的变化对经济增长的实际影响。

在弗莱的稳态模型中，弗莱认为在发展中国家决定经济增长的投资规模与效率受货币金融因素的影响。投资规模取决于储蓄大小，国内储蓄又由长期经济增长率、国外储蓄率、实际存款利率、预期实际投资收益率及上年国内储蓄率决定，其中实际存款利率是关键因素。实际存款利率同样也是投资效率的决定因素，因此，提高实际利率可以扩大投资规模，提高投资平均效率。

（三）第二代金融自由化模型

进入 20 世纪 90 年代，出现了金融自由化与内生经济增长及内生金融机构融合的第二代金融自由化模型。与第一代金融压制模型不同，第二代金融自由化模型没有把金融中介看作想当然的或是简单的决定性项目，而是把金融中介清晰的模型化。

Valerie R. Bencivenga, Bruce D. Smith (1992) 把 Diamand-Dybvig (1983) 金融中介模型与 McKinnon 和 Mathieson (1981) 以及 Courakis (1987) 的“最优金融压制水平”模型结合，认为金融自由化及金融中介的发展能促进经济增长。Diamand 和 Dybvig 1983 年构建的模型关注银行在资源配置过程中提供流动性的作用，详细说明了政府政策、银行体系和经济体中其他部分之间的互动，通过一般均衡分析得出这些政策对稳态资本存量、产出和通货膨胀的影响 (Diamand and Dybvig, 1983)。Valerie R. Bencivenga, Bruce D. Smith 认为金融自由化可以增加资本积累、优化风险分担，从而提高社会福利促进经济发展。在他们的模型中，当法定准备金足够高时，“非正式”的金融部门（不交纳法定准备金）将与“正式”的金融部门（交纳法定准备金）共存，这时进行金融自由化会使资金从“非正式”的金融部门流向“正式”的金融部门，有助于投资的增加，由于非正规金融部门储蓄—投资转化率高于正式金融部门储蓄—投资转化率，这种金融自由化并非膨胀性的；同时金融中介还能提供更好的风险分担，改进社会福利。因而，金融自由化从上述两方面促进了经济增长。

第二代内生金融自由化理论的主要特点是广义的经济资本存量概念不存在回报/收益递减，因而增长是投资的正函数。对于任何的内生增长模型，可以在拥有和没有银行的经济体之间比较增长率：与缺乏银行的情况相比，银行减少了整个经济体的流动性储备持有量，减少了生产性资本的变现，由于生产的外部性，在中介部门活跃的经济体中有更高的均衡增长率。

近几年的金融自由化理论的新进展主要表现在两方面：一是对金融自由化的理解更加全面，强调从总体上理解金融自由化；二是从微观角度研究金融自由化效应，强调金融自由化对个人和企业的影响。

二、金融风险存在于金融深化过程之中

20 世纪 80 年代以后，一些学者开始研究金融深化或金融自由化之中的风险问题。最早开始金融深化中的金融风险研究的是迪亚斯-亚历杭德罗 (Diaz-Alejandro, 1985)，他在《再见，金融抑制和金融崩溃》(Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash) 中研究 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。

¹之后杰拉德·卡波里奥 (Gerard Caprio Jr.) 和丹尼拉·克林杰比尔 (Daniela Klingebiel, 1996) 在考察了 20 世纪 70 年代后期以来的 29 个银行危机后发现，由金融自由化带来的宏观经济的不稳定，尤其是出口和价格的不稳定以及金融监管的疏忽都是金融危机发生的重要原因。在此 29 例银行危机案例中，有 20 例是因为贸易条件恶化而发生危机；有 26 例与银行监管措施跟不上有关。²同时，他们还考察了 69 个国家在 20 世纪 70 年代后期到 80 年代中期发生银行危机的原因、范围及挽救措施和成本。发现银行危机在自由化后使各国共有的普遍现象。

杰勒德·卡普里奥 (Gerard Caprio) 和帕特里克·郝诺汉 (Patrick Honohan) 以及斯蒂格利茨 (Joseph E. Stiglitz, 1999) 在《金融自由化：多远？多快？》(Financial Liberalization:

How Far? How Fast?) 的报告中指出金融自由化对金融部门和整体经济运行有显著的影响,金融自由化的初始条件和不同步骤会带来不同结果。

克里斯蒂安·维勒(Christian E. Weller,2001)通过对1973—1998年间的27个新兴市场经济国家的经济数据的分析,发现新兴市场经济国家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。他通过对经济数据的单变量和多变量检验分析,发现金融自由化后,银行危机和货币危机发生的可能性大大增加。尤其是金融自由化后,国外资本大量进入新兴市场经济国家寻找有利可图的投机项目,致使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,从而带来银行危机。随时间推移,货币危机减少,而银行危机的发生概率在不断增加。

3

道利(Dooley,1996),爱德华(Edwards,2000)和罗西(Rossi,1999)的研究共同指出,金融自由化的副作用更容易在诸如缺乏适当的银行监管制度、普遍性的腐败、法律和秩序质量比较差的这些制度不健全的国家发生。⁴

梅雷兹(Gil Mehrez)和考夫曼(Kaufmann,2000)在《透明、自由化和银行危机》(Transparency, Liberalization, and Banking Crisis)的报告中考察了金融自由化后信息透明度对发生银行危机概率的影响。研究表明,在金融自由化的新环境里,缺乏信息透明度会导致投资的不稳定、金融机构的脆弱和更多的风险暴露。

1998年国际货币基金组织曾对一组50多个国家和地区在1975—1997年间的银行危机进行了分析判断与识别,这55个国家包括22个工业化国家和31个发展中国家和地区,而在发展中国家中大部分是由新兴市场国家和地区构成的。从1975—1997年间发生的54次银行危机来看,得出这样的结果:第一,从发生危机的实践来看,绝大多数的银行危机发生在抽样期间的后半期,从20世纪80年代初开始表现出越来越高的发生率。第二,从发生危机的国家来看,在抽样期间,工业化国家的银行危机比新兴市场国家少,后者银行危机发生的比率大约是前者的两倍。第三,从新兴市场国家和地区的银行危机的发生年代来看,主要集中在20世纪80年代和90年代。⁵

在其他的一些实证研究中,德米尔居斯—昆特和埃里克·蒂特盖奇对全球53个国家在1980—1995年间金融危机与金融自由化相关性的分析中得出:实施金融自由化的国家更容易发生银行危机的结论。⁶

近年来,随着博弈论和信息经济学等微观经济学的最新进展,经济学家们对金融市场的微观行为基础有了更为深刻的理解,金融体系风险理论获得了重大进展。以斯蒂格勒(Stigler)为代表的信息经济学派用有限理性与不完全信息理论较好地解释了金融危机的产生。信息的不对称性将导致金融中介机构存在普遍的逆向选择和道德风险,加之有限理性的微观主体对金融资产的非完全理性的选择追逐与投机,更加重了金融资产的价格波动。这两方面相互影响,使得金融风险更容易演变为金融危机。米什金(F. Mishkin,1991)从这一角度对现代金融体系危机进行了诠释:所谓金融危机就是印尼项选择和道德风险问题变得太严重,以至于金融市场不能够有效地将资金引导到那些具有最高效率的投资项目,而导致的金融市场崩溃。

本质上来说,金融自由化是金融机构从事原来不很熟悉的高风险业务;金融创新在金融机构之间创造出远比过去复杂的债权债务关系;国际金融一体化的发展则是的单个国家或某个地区的金融风险迅速、剧烈的传播到全世界的范围,金融资产风险的积累具有了全球性的性质。因此可以说金融自由化加剧了金融体系的脆弱性,但决不能说金融自由化就一定会带来金融危机。

加拿大拉瓦尔(Laval)大学的克劳斯·P·费斯彻(Klaus P. Fischer)和马特因·陈纳德(Martin Chnard)1997年也为我们提供了理论与实证依据。他们第一次建立起关于在金融压抑下必须要实施金融自由化的发展中国家银行业与风险增加之间的理论模型,并通过若干发展中国家金融自由化后的数据进行实证检验。他们的结论是:尽管银行业在金融自由化后发生危机的可能性加大,但金融自由化后金融危机的增加并不非常明显,甚至是模糊的。他们认为金融自由化与银行破产、银行业危机之间的关系并不具有必然性。在金融自由化进程中,银行监管、银行业的自律与内部控制、金融自由化的进程与顺序等是银行业危机能否发生的主要决

定因素。而系统的研究金融自由化的风险的应该是起始于金融自由化与金融脆弱性之间的相关性。

三、金融脆弱性是金融风险存在之源

金融脆弱性理论认为金融深化之所以存在风险是因为金融存在脆弱性的特征。

（一）明斯基的“金融体系脆弱性假说”

海曼·明斯基（Hyman P. Minsky）把美国经济学家凡勃伦所提出的金融体系内在脆弱性的论述理论系统化，形成了“金融体系脆弱性的假说”。他认为，以商业银行为代表的信用创造机构和借款人的相关特性是金融体系具有天然的内在不稳定性。同时，他将现实经济中的融资行为分做三类：（1）谨慎融资。谨慎融资是指融资者资产的现金流入量大于偿还债务的现金流量，即现金流入量大于流出量；（2）冒险融资。冒险融资是指融资者筹得资产现金收入量短期看少于债务额的偿还，但融资者总的收入流量是大于要偿还的利息和本金的，而且从长期看该资产的预期收益大于利息支出，这时，经常发生的是融资者暂时借新债还旧债。（3）庞奇融资（Ponzi Finance）。庞奇融资不仅是近期的现金流入量不能满足现金流出量，而且近期收入也难以补偿债务的利息支出，只是到了某一过程的最后时点上，才有可能出现收入大于债务的偿还。

明斯基认为，商业周期诱使企业高负债经营，在一个新的周期开始时，绝大多数的企业都属于抵补型，也就是采取谨慎融资。而随着经济的高涨，就会出现市场换位，即谨慎融资逐渐换位于冒险融资，冒险融资则换位于庞奇融资。这种融资结构的转换一方面会产生通货膨胀，另一方面经营不善的企业会出现倒闭，从而会引起市场出现忧虑，产生恐慌，最终导致全面危机。明斯基对周而复始爆发的金融危机给出了三种解释：（1）代际遗忘，历史上的痛苦与忧患被今天的乐观所掩盖了，新的获利机会促成了信贷资产的扩张；（2）竞争压力，贷款人担心日益激烈的竞争会让他失去顾客和市场，从而做出不谨慎的贷款决策；（3）市场主体的非理性。

明斯基认为，因外部环境的变化，市场主体的投资方向和盈利状况也会发生变化，市场主体与银行的债权债务关系也随之变化，引起银行信贷量和信贷结构的变动，其结果是银行信贷资金的供求不平衡，引发金融危机。一旦消费者信心膨胀，过度投机而信贷机构又不能及时跟上，就很容易产生普遍恐慌。就长期而言，金融系统具有来源于借贷双方行为特性的内在不稳定而产生了金融的脆弱性。

（二）银行挤兑论

戴蒙德和戴维格（Diamond and Dybvig, 1983）以及后来的卡普林（Caplin, 1994）和莱西（Leahy, 1994）、基欧（Kehoe, 1998）等都将金融的脆弱性归咎于银行这个金融机构的脆弱性。

他们认为银行资产和负债时间数量上的不匹配，信息的不对称不完全，以及人为因素和“羊群行为”等使银行成为特别虚弱的金融机构。

（三）货币政策失误论

美国货币主义学派的代表人物米尔顿·弗里德曼以及布拉纳和梅尔泽尔（Brunner and Meltzer）都将金融的动荡跟货币政策联系起来，认为引起金融动荡的罪魁祸首是政府不当的货币政策。

前者认为，货币需求是一个稳定的函数，货币数量决定了物价和产出量，货币的紧缩将会直接导致经济的衰退和金融危机。后者则提出货币存量增速与这种增速的易变性，导致银行业危机。因为货币紧缩会迫使银行出售资产以保持所需的储备货币，资产价格下降导致利率上升，会危及银行的偿付能力，存款人信心就会受到打击。银行因失去流动性和偿付能力而倒闭，并使货币供应进一步减少，最终使得大批银行倒闭而引发金融危机。

（四）“道德风险”论

著名发展经济学家麦金农与哈佛大学经济学家皮尔一同探讨了发展中国家的存款担保与过度借债之间的关系。亚洲金融风暴之后，克鲁格曼以及其他一些经济学家也都指出了金融危机与道德风险的关系。

总体来说，他们都认为是金融市场上的两种制度又叫做双重保险带来了道德风险，从而导致金融危机。即显性保险——存款保险制度和隐性保险——最后贷款人制度。这种双保险一直都在激励着贷款机构去追逐超额利润，忽视相对应的风险，无论是在经济攀升期还是衰退期。由于这种原因，金融市场上道德风险泛滥却同时存在着缺乏这种双保险制度可能会带来金融体系的崩溃。

（五）虚拟资本膨胀论

德国的乔纳丹·泰纳鲍姆指出，世界经济的巨大金融财富价值，其形式是一个倒置的“金字塔”。其底层是实际的物质产品；其上是商品和真实的服务商业贸易；在其上市复杂的名义的应收债务、股票、通货、商品通货等的结构；最后的顶层是衍生期货以及其他纯粹的虚拟资本。现实经济的发展，基本物质的关键部门的人均总产出在下降，但同时虚拟资本的发展却在增速。这种实体经济与虚拟经济的脱节使得整个金融体系具有内在的脆弱。

（六）信息不对称

信息经济学理论认为，信息不对称必然导致市场参与者行为的扭曲，最突出的是逆向选择与道德风险。信息不对称在决定金融市场和金融中介机构性质方面具有特殊的重要性：即它决定了金融市场的高风险性及金融机构的内在脆弱性。

（七）克瑞格的“安全边界说”

实际上这是对明斯基思想的另一解读，即克瑞格是站在银行角度，引用了“安全边界”这一概念。安全边界的作用在于提供一种保护，以防不测事件。对于贷款人和借款人来说，仔细研究预期现金收入说明书和计划投资项目承诺书是确定双方都可以接受的安全边界的关键一环。由于银行家的信贷决定遵守主所谓的摩根规则（J. P. Morgan rule），即是否贷款主要看借款人过去的信用记录，而对未来的预期并不十分关注。这种“向后看”而不“向前看”的思想，实际上是假定“未来将是过去的重复”。这种错误的信贷原则决定了金融机构的脆弱性。

四、金融深化中金融风险的种类

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，这些风险最终表现在金融体系的不稳定性或脆弱性增加，金融危机发生的频率加快。那么者是否就意味着金融自由化就是金融危机的引路人呢？难道两者之间真像是人们所说的那样是对永不分离的孪生兄弟？

金融自由化直接会影响银行的行为，也就是说能够直接加大金融机构的脆弱性，从而加大金融系统的脆弱性。

（一）利率风险

长期以来，利率自由化被当作金融自由化的核心内容。利率自由化通常被认为是利率水平直接由市场供求关系来决定。更直观得来说是看金融机构有没有对利率的自主决定权。一个较完善的市场机制和有效的市场结构是利率自由化或利率市场化的必要条件，这一点对于发展中国家尤为重要。均衡利率是有借贷市场的资金供求状况所决定的利率，在均衡利率水平下是不存在负利率和受压抑的利率的。在完全竞争的条件下，利率水平等于资本产出水平被认为是最优利率。实行利率自由化，一般是将利率水平由负利率或低利率水平升至正利率和较高利率水平，是金融自由化的初衷，也是符合金融自由化理论最初设想的目标的。

金融自由化的目的是通过均衡利率促进总体经济的增长。能否发到这一目的，实际利率水平与经济增长是否具有较强相关性是极为重要的。从目前的研究文献来看，利率自由化是利率水平由被压抑的负利率升至正利率，在短期内对经济增长的推动作用非常明显，但是其作用效果呈现逐渐下降的趋势。从长期来看，此熬过不若短期好，但是在一个相对的中期（比如20年左右的时间），正利率与经济增长的相关程度还是较高的。利率自由化带来了贷款的更多样化的选择以及贷款租金的公开化。那么利率的自由化会带来什么金融风险？

根据风险持续时间，可以将利率自由化的风险分为阶段性风险和恒久性风险。

阶段性风险是指在利率放开管制的初期，由于利率突然的市场化的变动而带来的一系列系统风险。一般来说利率自由化后都会较管制时期的利率有所上升，而利率上升带来的最直接

的影响就是投资规模的缩减，特别是对于发展中国家而言。这是由于利率提高到本来就比较低的实际收益率之上时，储蓄的边际倾向会提高，从而减少投资。

金融自由化之前，由于存在利率上的限制，银行不能收取比较高的贷款利率使得银行有种种自然的拒绝高风险贷款的动力。而当利率上限取消，银行受到利益的驱动就有可能向高风险项目提供贷款以获取较高的约定收益，这样风险自然增加了。实际上，在一个市场机制较为健全、风险防范体系较为完备、银行主体抗风险能力较强的金融体系中，金融自由化能够为高风险、高收益的项目寻求到必要的资金，并且能够通过持有有效分散化的投资组合来锁定专项贷款的风险。可是如果缺乏管理银行贷款组合的风险的能力即缺乏评估风险项目、监督借款人的履约行为等方面的技能的话，那么金融自由化以后，像风险较高的贷款项目提供的资金就会增加银行的清偿负担，从而在总体上增加系统性银行危机发生的风险。

从金融机构的角度来说，利率的显著提高，会通过 5 条渠道从总体上加重商业银行体系的风险：①项目申请中的逆向选择行为；②风险朝银行的集中；③资金来源上的激烈竞争；④偿债负担加重；⑤财政负担转嫁增多。⁷通过这几条渠道，利率的提高分别加大了银行的违约风险，经营风险以及操作风险。

并且，在利率自由化后的利率提高的同时，利率的波动性也是迅速的增大。使得原有的各种宏观经济变量之间的稳定关系被破坏(如货币供应量与物价、收入与消费、储蓄之间的关系)，导致宏观经济正则难以制定和实施。

恒久性风险一般就是我们通常所指的利率风险，它与利率自由化可以说是如影随形。它指的就是市场利率的不规则变动所带来的一切不确定性，特别是对于经营资金业务的金融机构来说。所以这也是利率风险成为商业银行管理中面临的四大风险之一。其主要表现在两个方面：一是由于商业银行所持有的利率敏感性资产和负债不匹配；二是由于存贷利差的不同步变化。这两点都会严重影响商业银行的经营业绩，也同样是加强金融脆弱性的原因。实际上，银行作为金融中介机构的一个主要功能就是把短期负债“转化”为长期资产，这种期限上的不一致本来就是银行的内在脆弱性。利率自由化后，无规则的变动时的银行流动性不足的情形增多，而这种流动性问题一般依赖于金融市场的同业融资。若金融市场还为建立起一个完善的融资系统，加上信息的不完全，则很有可能由于个别银行的流动性问题导致整个系统的流动性危机。

(二) 资本项目的开放风险

资本项目的开放即资本项目的可自由兑换性是金融自由化的另一核心内容，但是资本账户的开放似乎也跟加大金融脆弱性有着紧密的联系，特别是对于发展中国家而言。由于发展中国家没有健全的金融法规和审慎的监管能力以及完备的金融体系，使得金融秩序极易处于失控状态。伯德里克 (Bodrik, 1998)、斯蒂格利茨 (Stiglitz, 2002) 等人在研究了发展中国家资本账户自由化的风险后指出，资本账户自由化并不一定会给发展中国家带来效率，相反，自由化会引来大量投机“热钱”的流入，增加了金融危机发生的可能性，对本国际投资、产出和其他真是经济没有带来积极的正效应。⁸而资本项目的开放，资本在国际范围内的自由流动对发达国家而言却只会带来好处。拿美国来举个例子，经济学家罗伯特·T·帕里 (1997) 指出：金融市场的全球化对美联储货币政策不会产生多大负面影响。从原则上讲，一个国家不能同时实施三项政策：(1) 自由流动的跨境资本流动；(2) 固定的或受管理的外汇汇率；(3) 独立的国内货币政策，即受控的国内利率。在此“三角形”中，美国给予了汇率，使得其利率的调整压力减轻了很多。

资本项目开放所带来的结果是，金融资本会越来越集中于处于支配地位的发达国家垄断资本集团手中，并为少数巨头金融机构所操纵控制。由于发达国家的经济实力远大于发展中国家，这些国家的金融机构凭借本身庞大的资金规模，很容易带动和主宰国际资本的流向。而这种现实所给全球经济带来的只能是发达国家的经济利益得以实现，而发展中国家始终处于被动和防守地位，最重要的是它根本还没有防守的能力。

当然，也有专家持不同看法，费希尔 (Fischer, 1998) 和萨默斯 (Summers, 2000) 认为，资本账户自由化是资本从利润回报率低的国家，可以减少资本成本，增加投资，从而增加一国经济产出。⁹

另外，皮埃尔·理查德·阿根诺（Pierre-Richard Agenor，2001）从国际金融一体化的角度论证了资本账户开放带来的风险。他认为由于发展中国家存在或明或暗的存款保险，资产规模较小和资本充足率不足的国内银行面临更多的道德风险。银行会进行冒险和金融投机，将大量的资金投放到房地产和证券市场。在非贸易部门投资的低质量随着时间的推移最终会影响一国经济的出口能力，使一国国际收支不顾平衡加剧。此外，资本账户的开放带来大量国外资本的流入，会带来货币扩张和通货膨胀的压力，会使真实汇率上升从而扩大经常账户的赤字。在浮动汇率制度下，国际收支的不平衡会导致货币的贬值，最终导致国内外商平等相对价格的重新调整以及贸易流的自我调整；在固定汇率制度下，国际收支的不平衡以及国内产品竞争力弱，会打击爬行盯住汇率制度的支撑力，从而引发货币危机，增加金融市场的不稳定性。

（三）金融机构准入自由化的风险

金融机构准入的自由化同样也是金融自由化的重要内容。机构准入自由包括两个方面：一是放宽本国金融机构开业的限制；二是对外开发国内，允许外资金融机构准入。两个方面的结果都使银行竞争的加剧，降低了银行特许价值。

米什金（F. Mishkin），夏皮罗（Caprio）和萨默斯（Summers, 1993），赫尔曼（Hellmann），穆尔多克（Murdock）和斯蒂格利茨（Stiglitz, 1994）等经济学家又分别从金融市场中的信息不对称及逆向选择、道德风险等方面分析和研究金融脆弱性问题。他们认为，利率上限和进入限制创造了一种租金，它是银行的执照对持有者来说有着很高的价值。失去这种宝贵的银行执照的风险激励银行更加稳健的经营，更好的监督他们所贷款的公司，并且更好的管理他们贷款组合的风险。利率自由化、允许非银行金融机构从事传统的银行业务或进入壁垒的减少，使银行特许权价值受到了侵蚀。再加上竞争的加剧，银行垄断利润不复存在，使得金融机构趋向于选择高风险贷款组合，在金融自由化以后，增加了银行冒险的机会，银行业务风险的可能性加大。在大多数国家实行存款保险制度，或对银行等金融机构加以或明或暗的保护及采取最后的抢救与援助状态下，道德风险问题进一步加剧。

另外，自由化还会在其他方面带来影响，如（1）汇率风险，在很多国家，金融自由化还伴随着减少或取消对国际资本流动的管制。一般对于刚刚自由化的国家而言，其目的当然是通过自由化促进本国经济的发展，于是一般都会在国际上筹集外汇资金然后贷给国内借款人，这样便会遭受到开放经济下的汇率风险。在金融自由化大行其道之时，谨慎限制外汇风险暴露通常受到各方面的阻挠，或者是货币风险被转化为信贷风险逐渐的累积起来。（2）制度风险，很多国家认为金融自由化能够消除金融压抑，提高金融体系的效率，只要实施金融自由化就能够建立起一个有效的金融体系。他们全都忽视了金融自由化的事实是需要严格的条件和顺序要求的，特别是资本在制度框架差异很大的国家自由的流动时，会存在许多由于制度性的不适应而带来的风险，而这种风险并不能通过防范加以解决，只有制度的创新才能从根本上解决问题。

五、实现最优金融自由化的思路

金融自由化绝对不是什么万灵丹，对于是否选择和推行金融优惠是有着严格的条件限制和一系列的执行要求的。在这些方面，已经有许多经济学家们都做出了研究。

（一）金融自由化的条件

Fry（1988）指出：“要是金融自由化获得成功，至少必须具备两个前提条件：宏观经济和适当的银行监管。”1995年，他又将其扩展成5个：①充分的谨慎的商业银行监管，包括一些最低限度的会计和法律基础（框架）；②较为稳定的物价水平；③维持可承受的政府借款水平；④以利润最大化为目标的竞争性商业银行体系；⑤不对金融中介征收明显的或隐性歧视性税款的税收体系。

世界银行（1993）则把金融自由化改革的成功条件归纳为四点：①宏观经济稳定；②财政纪律良好；③法规、会计制度、管理体系完善；④取消对金融体系歧视性税负（如利率高限、信贷管制、高储备率等）。

（二）金融自由化的速度

无疑，金融自由化应该走一条循序渐进的道路，其理由也是很具有说服力的，即尽管金融

自由化的改革措施能在极短时间内以政府的法令加以改写,但适合于金融自由化运行的制度环境却不是一蹴而就的。但具体而言还是要结合各个国家的金融环境的实际情况来进行选择,依据经验而言,一般发达国家都是采取的快速自由化而发展中国家比较多地采取渐进式。其中,值得注意的是渐进概念的把握,不能单单从时间的概念上来判断其渐进程度,最主要的还是应该随时注重自由化的收益-风险的比对。

(三) 金融自由化的顺序

麦金农(1991)指出:“财政政策、货币政策和外汇政策如何拍次序的问题是至关重要的。政府不能,也许也不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。”金融自由化的顺序理论有两个层次:一是实际部门自由化与金融部门自由化之间的顺序决定,二是国内金融部门自由化与外部金融部门自由化之间的顺序决定。主流意见认为标注的金融自由化顺序应该是如下表所示:

	国内		外部	
实际部门	1	价格市场化 取消对企业的明补和暗补 私有化	2	消除贸易障碍 贸易账户可兑换
金融部门	3	国内银行体系 国内资本市场	4	取消资本管制 资本账户可兑换

(四) 自由化中的政府监管

可以看出无论怎么归纳和总结,金融的自由化始终离不开两个主要方面的配合:市场和政府,也可以说,怎样才能更好的金融自由化实际上是在解决如何重新分配市场和政府的职责,如何重新给市场和政府定位,如何建立起一种新型的,更符合全球经济发展的,更具有发展潜力的市场与政府之间的关系?说到这里,我们必须落脚在金融的监管上。

什么叫做金融监管,实际上就是用政府的力量来弥补市场的不足。由于市场存在信息不完全和外部效应等问题,使其很难达到理论上的“帕累托最优”,金融市场上同样存在这样的问题。甚至由于金融在社会经济中的特殊地位和所起的特殊作用,以及其运营特性,使得对金融的监管向来是毫无争议。即使金融没有面向世界经济的开放,面对国内市场就会因为其部分存款准备制度和最后贷款人制度而产生前面所谈到的逆向选择和道德风险。当金融自由化后,必要的监管更是需要更有力度和重点。

可以说金融自由化的理论提出之初就没有排斥过金融监管,甚至可以说一直都在强调着监管的重要性。麦金农指出:金融自由化并不意味着不需要监管,金融自由化并不等于放弃政府对银行和其他金融机构的监督。发展中国家的股票市场不发达,既缺乏发达国家中央银行承担的最后贷款人支持,也缺少存款保险制度。一旦完全解除利率管制,银行追逐高风险利率贷款,坏账大量增加,容易形成倒闭。可见,发展中国家政府更应加强对银行的有效监督。金融监管的内容在自由化改革之前,一直是以保护银行利润为前提,以达到金融稳定为目标;在开放竞争之后,则应该将其内容始终保持跟金融自由化的内容相一致和协调。

威廉姆森和马哈(1998)将金融自由化的内容总结为六个方面:消除信贷管制、利率市场化、银行部门自律、金融业进出自由、民营化和资本流动自由化。同样的,金融监管也应该包括:对利率水平和结构、汇率水平和波动、资本流进和流出、金融机构的业务范围、金融机构信贷总量及投向等一系列内容。而现在被普遍接受的监管理念是采取一种审慎的监管原则。在这里即对银行的要求是一种规范性的品质管理,以防范金融风险 and 促进竞争为目的,银行具有充分的业务自决权,其目的是为了金融自由化的效果更优。

信息经济学提出了一个比较好的“建议”,他们认为,监管的目的在于防范风险,而防范风险的根本措施是最大限度地解决信息不对称性,这就要求金融监管必须以保证信息的可得性(Availability)、透明性(Transparency)和可靠性(Accountability)为中心。审慎的金融监管并不是一味地去否认政府的行政性强制行为,而是同时强调在市场机制的基础上,通过

经济力量本身对金融机构和金融市场的活动实施制约,强调广大市场参与者对其所参与市场的监督管理的重要性。金融自由化下的金融监管的首要问题是如何平衡公共利益与被监管者利益之间的关系。迪米瑞·维塔(Dimitri Vittas)认为,金融监管需要达到三个目标——稳定性、效率性和公平性。那么这就要求在市场上的所有经营主体都能够贯彻自我负责的原则。所贯彻的这种自我负责原则从横向上来看可分为内部和外部,内部即经营主体组织内部或者是金融机构的内部自我约束机制以及对所有主体的约束,对监管主体的约束机制也应包括在内;外部即整个市场的外部经营环境,包括一切的法律法规。从纵向来看,可以分为现时和将来的,也即对整个市场的经营过程的全程监管。金融监管,在范围上将覆盖所有的金融领域,在深度上将深入到金融活动的各个环节。在全球经济一体化的浪潮中,也应该重视在监管上的国际合作与协调。

参考文献:

- [1]黄金老. 金融自由化与金融脆弱性 [M]. 北京: 中国城市出版社, 2001.
- [2]王曙光. 金融自由化与经济发展 [M]. 北京: 北京大学出版社, 2003.
- [3]张荔. 金融自由化效应分析 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2003.
- [4]向文华. 金融自由化与金融风险相关性研究 [M]. 北京: 中央编译出版社, 2005.
- [5]张青松等译. 银行危机的防范: 近期全球银行倒闭风潮的教训 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 1999.
- [6]Maxwell J. Fry. Money and Capital or Financial Deepening in Economic Development [J]. *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 10, No. 4, Nov., 1978, pp. 464-475.
- [7]Maxwell J. Fry. In Favour of Financial Liberalisation [J]. *The Economic Journal*, Vol. 107, No. 442, May, 1997, pp. 754-770.
- [8]Diaz-Alejandro and Carlos. Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash [J]. *Journal of Development Economics*, 1985, p19.
- [9]Gerard Caprio Jr. and Daniela Klingebiel. Bank Luck, Bad Policy, or Bad Banking? [R]. Annual World Bank Conference on Development Economics, 1996.
- [10]Gerard Caprio Jr. and Daniela Klingebiel. Bank Insolvencies-Cross-Country Experience [R]. The World Bank, WPS.1620, 1996.
- [11]Christian E. Weller. Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness? [J]. *The Journal of Development Studies*, Vol.38, No.1, October, 2001, pp.98-127.
- [12]Dooley, Michael. A Survey of Academic Literature on Controls over International Capital Transactions [R]. IMF Staff Paper 43, 1996, pp.639-687; Edwards, Sebastian. Capital Flows and Economic Performance [D]. Unpublished Paper, UCLA, 2000 ; Rossi, Marco. Financial Fragility and Economic Performance in Developing Countries: Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter [R]. IMF Working Paper WP/99/66, 1999.
- [13]Asli Demirguc-Kunt and Enrica Detragiache. Financial Liberalization and Financial Fragility [R]. The World Bank Working Paper, No.1917.
- [14]Bhagwati, Jagdish. The Capital Myth [J]. *Foreign Affairs*, May/June 1998, pp.7-12; Rodrik, Dani. Who Needs Capital Account Convertibility? [A]. *Princeton Essays in International Finance* 207, 1998, pp.55-65; Stiglitz, Joseph. Globalization and Its Discontents [M]. New York. W.W.Norton, 2002.
- [15]Fischer, Stanley. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF [A]. *Princeton Essays in International Financial* [C]. 207, 1998, pp.1-10; Summers, H. Lawrence. International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures [J]. *American Economic Review*, 2000, Vol.90, No.2, pp.1-16.
- [16]Pierre-Richard Agénor. Benefits and Costs of International Financial Integration: Theory and Facts [R]. The World Bank, WPS.No.2699, 2001.

Review on Relations Between The Theories of Financial Deepening & Financial Crisis

Dongxiang Zhang, Jie Huang

Abstract: A finance liberalization climax has appeared in developing countries since the introduction of financial deepening theory in 1970's. The financial crisis also rose one after another during this process. On rethinking financial liberalization, people began to realize all kinds of risks brought by financial liberalization, and there formed a series of theory of financial fragility. Based on these theories, we know that a country not only has to know financial liberalization itself, but also has knowledge of conditions and steps in the process of liberalization. The main body of this paper carries out comprehensive induction and commentary of a series of theory in the past.

Key words: financial deepening; financial fragility; financial risk; financial crisis

收稿日期: 2006-12-20

作者简介: 张东祥, 武汉大学经济与管理学院经济学博士、副教授; 黄洁, 武汉大学经济与管理学院金融学专业硕士研究生。

¹ Diaz-Alejandro and Carlos. Good-bye Financial Repression, Hello Financial Crash [J]. *Journal of Development Economics*, 1985, p19.

² Gerard Caprio Jr. and Daniela Klingebiel. Bank Luck, Bad Policy, or Bad Banking? [R]. Annual World Bank Conference on Development Economics, 1996.

³ Christian E. Weller. Financial Crises After Financial Liberalization: Exceptional Circumstances or Structural Weakness? [J]. *The Journal of Development Studies*, Vol. 38, No. 1, October, 2001, pp. 98-127.

⁴ Dooley Michael. A Survey of Academic Literature on Controls over International Capital Transactions [R]. IMF Staff, Paper 43, 2000 pp. 63987; Edwards, Sebastian. Capital Flows and Economic Performance [D]. Unpublished Paper, UCLA, 2000; Rossi Marco. Financial Fragility and Economic Performance in Developing Countries: Do Capital Controls, Prudential Regulation and Supervision Matter? [R]. IMF Working Paper WP/99/66, 1999.

⁵ 张青松等译. 银行危机的防范: 近期全球银行倒闭风潮的教训 [M]. 北京: 中国财政经济出版社, 1999.

⁶ Asli Demirguc-Kunt and Enrica Detragiache. Financial Liberalization and Financial Fragility [R]. The World Bank, Working Paper, No. 1917.

⁷ 黄金老. 金融自由化与金融脆弱性. [M]. 北京: 中国城市出版社, 2001.

⁸ Bhagwati, Jagdish. The Capital Myth [J]. *Foreign Affairs*, May/June, 1998, pp. 7-12; Rodrik, Dani. Who Needs Capital Account Convertibility? [A]. *Princeton Essays in International Finance* 207, 1998, pp. 55-65; Stiglitz, Joseph. Globalization and Its Discontents [M]. New York, W.W. Norton, 2002.

⁹ Fischer, Stanley. Capital Account Liberalization and the Role of the IMF [A]. *Princeton Essays in International Finance* [C]. 207, 1998, pp. 1-10; Summers, H. Lawrence. International Financial Crises: Causes, Prevention, and Cures [J]. *American Economic Review*, 2000, Vol. 90, No. 2, pp. 1-16.