

金融国际化与金融安全关系案例研究

吴婷婷

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 随着金融国际化逐步成为当今国际金融领域的主旋律, 全球爆发了多次严重的金融危机。金融国际化进程中的金融风险防范与金融安全维护作为世界性经济难题, 受到了各国实务界和理论界的高度重视。本文通过对比发达国家和发展中-市场经济国家金融国际化进程的异同, 总结出值得中国在推进金融国际化的过程中借鉴的共性与差异性启示。

关键词: 金融国际化; 金融安全; 国别差异性

引言

1980年代以来, 金融国际化浪潮席卷全球。随着金融国际化逐步成为当今国际金融领域的主旋律, 全球爆发了多次严重的金融危机。1980年代的拉美债务危机、1990年代的亚洲金融危机、2010年代的美国次贷危机等接连不断的金融危机, 极大地冲击了世界金融和经济体系。危机的阴霾, 令人们倾向于将“金融风险”、“金融危机”与“金融国际化”直接挂钩。金融国际化进程中的金融风险防范与金融安全维护作为世界性经济难题, 受到了各国实务界和理论界的高度重视。然而, 反观中国, 虽然自2001年底入世以来金融国际化进程迅速提速, 但却从未爆发过金融危机, 金融业反而因对外开放提升了运行效率。中国的现实, 仿佛又在暗示我们, 积极参与到金融国际化浪潮中, 才能实现开放经济条件下真正意义上的国家金融安全。

国内外这些相悖的事实, 引发了本文对金融国际化与国家金融安全二者关系的思考: 在推进金融国际化的过程中, 金融国际化与国家金融安全之间到底存在着一种什么关系? 二者之间的关系与金融国际化推进国的国家类型和形态是否有关(即是否具有国别效应)? 本文主要选取美国、韩国分别作为发达国家和发展中-市场经济国家的代表国, 对这一问题展开论述。

一、美国金融国际化历程: 经验、教训与启示¹

美国是最大的发达国家, 其实施的金融国际化战略在很大程度上引领了世界的金融国际化潮流的发展, 因此分析其金融国际化进程, 具有很强的代表意义。

(一) 美国金融国际化的进程: 阶段与特征

伴随着资本运动国际化的美元国际化启动于20世纪初期, 而美国其他维度的金融国际化则集中发端于20世纪60年代末期, 这一进程的逐步推进也启动了世界范围内的金融国际化浪潮。下文中我们将对美国金融国际化进程进行一个简要的梳理, 并按金融国际化改革启动前、后金融业的状况, 将美国金融发展史大致划分为以下五个阶段:

1. 20世纪30年代之前: 金融体系基于自律原则进行混业经营

从美国的金融发展史来看, 早期美国在相当长的一段时间内, 一直反对对金融业采取集中化控制, 金融体系实行自律原则, 因而金融业的稳健性、流动性及服务规范都缺乏严格统一的规定。在这段时期美国的金融业实行的是“混业经营”——商业银行除了可以进行传统的存贷业务之外, 还可涉足于证券投资、信托理财、保险、租赁等其他金融业务。

这种银证保混业经营的状态一直持续到20世纪20年代。直到1929年10月29日, 美国股市发生大崩盘(stock market crash), 继而引发银行的挤兑风潮, 导致全美三分之一的银行纷纷破产, 进而诱发了金融危机。而金融危机的发生又进一步地威胁到与破产银行相关的

¹ 此部分内容已发表于《金融发展研究》2010年第8期。

众多企业的正常经营，乃至生存。企业的生存危机又引发了信用链条的断裂，最终导致美国信用体系遭到了毁灭性的破坏。这一系列“多米诺骨牌”式的连锁反应引发了美国经济史上著名的经济大萧条（Great Depression）。1929年的美国金融危机不仅给美国的经济发展造成了巨大的创伤，还导致了发端于20世纪初期的美元国际化进程的倒退——美元在全球外汇储备中的占比急剧下降，直到1938年才重新超过了英镑的占比。

2. 20世纪30-60年代：经济大萧条导致的以“分业经营”为基础的严厉金融管制

自1929年股灾发生之后，美国于1931年成立了专门的调查委员会针对性地研究经济大萧条的诱因。其研究表明：银证保三者的混业经营，尤其是银行业和证券业相互间在资金运用和机构设置上的混合，是诱发20世纪30年代美国经济危机的重要原因。因此，其总体结论是：商业银行不应参与证券投资的交易业务。在此研究结论下，美国后续制定了一系列以分业经营为原则、以维护金融体系稳健经营为首要任务的金融法规。例如，1933年美国国会通过了《格拉斯·斯蒂格尔法》（Glass Steagall Act），自此美国金融业由之前的混业经营进入到分业经营的状态。同一年，美联储也确立了《联邦储备制度Q条例》，禁止对活期存款支付利息，并对定期存款和储蓄存款的利率加以了限制；接着，在1934年，国会又颁布了《1934年证券交易法》等一系列法案。这系列金融法规的颁布在逐步强化商业银行与投资银行业务分离等银证保分业经营准则的同时，也为美国形成金融分业经营、分业监管的制度框架奠定了坚实的基础。

自美国金融业进入分业经营状态以来，美国商业银行、储贷协会、证券公司、保险公司等各类型金融机构各自都进行专业化经营，各司其职。金融机构经营业务的简单化和经营范围的缩小化使得金融业运行的风险极大地降低。可以说分业经营系列法案的颁布，对稳定美国的金融秩序、促进战后经济的复苏与繁荣起到了积极的作用，也使得美国金融业在20世纪30-60年代这段时期内总体上处于稳健经营的平和状态。

3. 20世纪60年代末-80年代：金融创新与金融监管的博弈不断推进金融国际化的进程

20世纪30年代以来实施的分业经营、跨州经营限制、利率管制等一系列严格的金融管制措施，自20世纪60年代中后期开始产生了对美国金融业乃至经济发展的束缚力，从而逐渐显现出了其负面效应。然而，自20世纪60年代末以来，英、德、法、日等国逐步进入了战后的经济快速复原和发展期，各国间的贸易活动日益频繁起来，随之而来的便是对国际金融服务的需求的急剧增加。国际市场上对金融服务需求的剧增与美国金融机构在国内扩展业务受到金融管制条例的束缚，二者之间形成了鲜明的对比。

在金融管制的消极作用开始逐步显露出来的背景下，为规避利率、汇率剧烈波动带来的经营风险，美国商业银行开始带头进行了以利率和汇率为对象的金融创新活动。与此同时，为了规避金融管制条例对美国金融机构跨州进行业务扩展的限制，花旗银行率先绕过国内金融法规的管制，开始走向国门，拓展国际市场，积极地在海外设立分支机构。花旗银行拓展海外市场的成功使得美国其他众多的商业银行纷纷效仿，进军国际金融市场。到20世纪70、80年代之时，美国的银行已在国际银行业中占据了领先的地位。

如果说上述金融创新只是基于规避某种风险或绕过某种限制的初衷而进行的，那么20世纪70年代中后期的金融工具创新的目的便不仅限于此，而是逐步发展成为一种有意识的主动规避监管的创新。面对层出不穷的金融工具创新，美国政府也逐步意识到利率管制等过度的金融管制条例限制了金融机构经营的灵活性，降低了运营效率，不利于增进存款人和存款性金融机构等利益主体的福利，因此，从20世纪70年代起，美国政府就在理论和思想上为放松金融管制做了诸多准备。譬如，美国国会于1980年批准通过了《存款机构放松管制和货币控制法案》（即《1980年银行法》），紧接着，国会又于1982年通过了《加思·圣杰曼存款机构法案》，该法案在援助存款机构的同时，进一步地消除了各类型金融机构在业务上的分工，并在事实上打破了禁止商业银行跨州经营的限制。

可以说, 20 世纪 80 年代初的这两个法案的颁布, 是美国逐渐解除金融管制的重要性标志。至此以后, 美国政府就从多个方面入手采取了种种放松管制的措施, 如允许储蓄贷款机构购买商业票据、公司债券以及垃圾债券在内的有价证券, 并允许向住宅以外的不动产贷款。此外, 于 1980、1981 年相继放松了对储蓄贷款机构自有资本比率的限制并为提高储蓄贷款机构的资信, 促进其资金筹措, 存款保险机构还将对其的存款保险限额由 4 万美元提升到 10 万美元。在存款保险的担保下, 储蓄贷款机构便在存款保险限额内吸纳存款, 并运用这些存款进行不动产贷款或购买垃圾债券等高回报的投资, 这些高风险的投资项目为储蓄贷款机构逐渐累积了巨大的经营风险。至 1987 年石油危机的爆发, 诱发储蓄贷款机构前期集聚的不良债权和风险投资的问题逐一暴露出来, 进而引发这类机构的额陆续倒闭。随着众多储蓄贷款机构的相继破产, 为其担保的存款保险机构也面临了存款保险基金枯竭的困境和危机。

4. 20 世纪 80 年代末-90 年代末: 金融管制的进一步放松与金融国际化程度的不断提升并举

自 20 世纪 80 年代末以来, 美国金融监管当局对金融业的各项管制条例进一步放松, 尤其是对银行经营业务限制、跨州经营限制和分业经营限制的规定方面有了全面的放松。管制进一步放松的结果, 带来了美国金融国际化程度的快速提升。这主要表现在以下三个方面:

第一, 银行业务相比之前有了全方位拓展。银行业经营业务的全面拓展主要体现在三个方面: 一是投行业务的涉足。1986 年, 美联储通过了一项允许部分美国银行有限地提供部分投资银行业务的政策, 之后又进一步在这一领域实施了较大力度的改革; 二是保险业务的突破。监管当局允许由美国联邦政府授权成立的商业银行销售规定的保险产品并准许其经营其他之前禁止或限制经营的业务, 但同时规定开展的新业务必须由一家独立的子公司予以经营; 三是进军证券中介业务。除了那些得到联邦政府授权而成立的商业银行可以经营新证券的承销业务之外, 20 世纪 90 年代中期, 很多商业银行也已开始广泛地提供投资咨询、证券经纪等中介服务了。

第二, 跨州经营限制的取消引发了银行并购浪潮。1994 年, 美国国会通过了《里格-尼尔州际银行与分行效率法》和《里格-尼尔社区发展和管制改革法》, 首次赋予了美国银行更大的跨州吸收存款、将跨州收购的附属银行设立为分支机构的权力。随着跨州经营的解禁, 到 1997 年 6 月时, 美国金融市场已不再如往昔一般存在着州际间的分割, 而是形成了一个统一的全国性金融市场。银行间的并购浪潮也随之盛行, 全美范围内的各子金融市场的融合开始全面展开。

第三, 银行控股公司的成立进一步打破银证保分业经营的格局。1997、1998 年, 美国国会解除了对商业银行、保险公司和证券公司之间相互收购的限制, 为突破银证保分业经营的格局奠定了法规基础。随着金融管制法规的松动, 购买一家或几家银行流通股票的银行控股公司开始发展起来, 其除了能跨州乃至跨国进行业务的拓展之外, 还能绕过联邦政府之前对从事证券保险、保险代理等业务的管制经营证券、保险业务, 并能涉足房地产经纪等非金融行业的业务。

5. 20 世纪 90 年代末至今: 金融分业经营的终结与走向金融国际化的新纪元

1999 年 11 月, 美国国会通过了《金融服务现代化法案》。该法案的生效意味着, 美国结束了自 1933 年开始实行了近 67 年的金融分业经营制度; 它同时标志着美国乃至国际金融业进入了金融混业经营的新纪元。伴随着金融管制的放松, 接踵而至的是, 全能银行 (Universal Banks) 的诞生和发展以及金融国际化的进程在全球范围内的全面推开。至此, 美国金融业经过近 67 年的发展, 已基本上具备金融国际化理论对一国金融国际化要求的五个基础性条件——利率自由化、汇率自由化、金融市场国际化、金融机构业务经营国际化和资本运动国际化。

进入 21 世纪以来，在宽松的金融监管制度环境下，美国涌现了大量具有高杠杆率的金融衍生工具，接连不断的金融创新以及衍生金融工具的大规模交易导致了美国经济虚拟化程度的显著上升。截止 2006 年末，美国在场内交易的金融衍生工具名义本金量约为同年 GDP 的 68 倍；2007 年末，在场外交易的外汇衍生工具的名义本金量达到 46.95 万亿美元，是美国当年 GDP 的 3.4 倍。在相应监管制度缺失的情况下，过度的金融国际化孳生了大量金融风险，加剧了美国金融体系的脆弱性。2005 年金融衍生品创新累积的金融风险开始逐渐浮出水面，但当时绝大多数官员和学者都认为那只是局部危机，而未引起足够的重视。直至 2007 年 7 月，次贷危机开始全面爆发，并迅速波及世界各国。这一百年难遇的全球性金融危机是美国在奉行新自由主义的理念下实施金融国际化政策的直接后果。

（二）来自美国的启示

1. 良好、稳定的宏观经济基础是推进金融国际化改革的首要前提

无论是发达国家、发展中-市场经济国家还是发展中-转型经济国家，金融国际化政策的实施都必须以坚实的经济基础为保障。宏观经济的初始状态是一国推进金融国际化进程的重要“参照物”。利率自由化、资本账户国际化必须在经济稳定的状态下进行，在宏观经济遭到外部冲击处于非均衡状态时，应暂缓国际化进程。在经济基础条件尚不完全具备的情况下，仓促实施一系列金融国际化的措施，将使泡沫经济产生的可能性剧增。

2. 政府应以螺旋循环的形式，稳步推进金融国际化进程

由于金融国际化是以一定程度的金融自由化为前提，因此国际化进程中往往伴随着金融危机的产生。而美国金融国际化进程呈现出的螺旋式循环形态，启示我们：在推进金融国际化的进程中，把握好节奏，应能在政府可控的框架内，以试错式的模式稳步推行金融国际化战略，不能一蹴而就。

3. 放松金融管制的同时反而要强化及时性的金融监管以抵御风险和危机

随着金融国际化进程的推进，一国金融管制得以逐步放松，潜伏于金融体系的风险转换为危机的可能性将随之增大，此时必须加强金融监管改革，不断更新监管方法，以提高金融监管体系的有效性，使之能与金融国际化的改革进度相匹配，以通过强化监管抑制滋生泡沫的源头。否则，随着监管漏洞的扩大，危机将一触即发。这里值得强调的一点是，在金融国际化的进程中，金融监管的“及时性”非常重要。这是因为随着金融国际化进程的推进，金融的自由化程度和创新程度会随之提升，从客观上要求美国金融监管模式应及时地从监管的范围、方式和技术上进行调整，以适应新的金融体系。这种及时性主要体现在三个方面：一是及时地对新型金融工具进行跟踪监管；二是及时确定对新型金融工具的监管主体；三是及时更新与新工具相匹配的监管技术。此次次贷危机就告诫我们，政府在设计金融国际化政策时，应特别关注对高杠杆率金融交易活动的监管，就这些特定的交易和金融市场及时地设计针对性的监管机制，并对新型金融衍生工具予以及时、跟踪性监控，才可能防患于未然。

4. 充分意识到即使一国拥有健全、完善的存款保险制度，也可能发生银行危机

我们不能盲目相信并夸大存款保险制度的功能——要认识到存款保险制度本身具有容易诱发银行、储蓄贷款机构等参与存款保险制度的金融机构道德风险的缺陷；更不能因为一国金融体系引进了存款保险制度而忽视对银行机构的监督——1987 年美国储贷机构危机的一个重要诱因，就是存款保险机构没能及时对参加存款保险的储蓄贷款机构实施监督，及时掌握这些机构的经营状况，从而丧失了在其真实资产没有消耗殆尽之前就对其实施关闭和封存资产权力的机会，导致存款保险机构不得不动用存款保险基金来作为对储蓄者的存款返还。这启示我们，在存款保险制度下必须强化存款保险机构监督、检查的能力并培养其及时、迅速解决银行问题，最大可能避免动用存款保险的能力。

5. 发挥政策协同效应，有效管理金融国际化带来的虚拟经济问题

在此次全球性金融危机的救助中，虽然各国政府采取央行、财政部联手出击，实施救

助性干预政策的方式,但由于虚拟经济造成宏观经济运行的不确定性被放大化,从而给宏观经济政策有效发挥作用、实现调控目标造成了极大的障碍。如何在金融国际化改革推进的过程中,有效地对国际化政策下导致的虚拟经济进行管理是亟待我们进行研究的重大课题。目前,至少可以从以下三个方面入手,对虚拟经济予以更系统、更有效的管理,以保证虚拟经济在金融国际化进程中适度、有序、稳定的发展:其一,要充分考量经济虚拟化对宏观经济政策传导机制的影响,并在有此考虑的前提下,实施货币政策和财政政策;其二,注重多种宏观经济政策的搭配与协调。例如,将有助于政府管理虚拟经济的金融监管政策也纳入到管理经济虚拟化问题的宏观政策框架中,并将其与传统的货币、财政政策有机地结合起来,搭配使用,以发挥政策的协同效应;其三,调整并改变忽视虚拟经济因素的传统宏观调控政策,设计一些新型的宏观经济管理制度和措施,转变传统的宏观调控方式,以期充分发挥虚拟经济在一国经济发展中的“蓄水池”作用。

二、韩国金融国际化历程:经验、教训与启示²

20世纪80年代,金融的国际化乃至全球化浪潮兴起。跟随发达国家金融国际化的步伐,发展中-市场经济国家也陆续启动金融自由化改革以打破金融抑制,并在金融自由化措施逐步实施的基础上,推进着金融国际化的进程,以期通过金融因素的增长来促进本国经济的发展。在众多的发展中-市场经济国家中,墨西哥、阿根廷、巴西、智利等拉美国家金融自由化、国际化进程的突出特点就是“全面且快速”,但这为其20世纪80年代的债务危机和随后20世纪90年代爆发的墨西哥金融危机营造了一个良好的“温室”。相对于拉美国家比较激进的金融自由化、国际化策略,东南亚诸国的金融自由化、国际化进程要谨慎、缓慢得多。而在东南亚国家之中,韩国对金融国际化从一开始就持有十分审慎的态度,对金融业采取的是渐进式的对外开放战略。从这一点来看,其又比泰国、印尼等东盟国家更为谨慎,因此其金融国际化进程的推进经验更值得一贯采用“渐进改革模式”的中国借鉴。

(一) 韩国金融国际化的进程:阶段与特征

韩国的金融国际化历程大致经历了从政府对金融直接进行干预的阶段,到金融自由化改革启动,直至在放松利率管制、降低金融机构准入限制、对外开放金融市场等一系列金融自由化措施的基础上,逐步实施金融国际化战略的阶段。基于每个阶段韩国金融自由化、国际化的程度以及金融业相应的状态特征,本文将韩国的进程大致划分为以下三个主要阶段:

1. 20世纪60—70年代末:实行政府主导型金融干预模式

20世纪60年代初,韩国政府确立了以政府为主导的经济发展模式。在这一发展模式下,韩国政府采取的是以政府干预替代市场调节的方式,将韩国全国范围内的有效资源集中用于推进本国主导产业的发展上。韩国政府对金融领域的直接干预主要体现在以下两个方面:一是通过低利率优惠贷款和指令性贷款等政策性融资,来直接干预金融部门的资金分配;二是通过规定所谓信贷上限和统一的存贷利率来干预货币政策的实施。这一系列政府对金融的干预和相应的金融管制措施在对韩国经济的起飞和经济规模的扩大奠定了良好基础的同时,也对金融资源的配置产生了很强的扭曲作用,金融抑制带来的负面影响已不容忽视。

2. 20世纪80年代初—80年代末:启动金融自由化进程,为金融国际化奠定基础

1981年初,韩国政府颁布了“十年金融改革计划”,紧随其后又出台了多项金融自由化的改革措施,以逐步放松对金融业的管制程度。在此基础上,韩国政府又实施了金融国际化战略,推行金融对外开放政策。20世纪80年代韩国启动的金融自由化和金融国际化进程,大致可以划分为三个主要的阶段:

(1) 启动金融自由化改革:前两个阶段

在前两个阶段,韩国实施的金融自由化改革的主要内容有三个方面:

² 此部分内容已发表于《云南财经大学学报(社会科学版)》2010年第4期。

①减少对多数银行及金融机构的利率管制。1982年6月，韩国取消了原先对大多数政策性贷款的优惠利率（即商业银行不再承担利率偏低的政策性贷款），并从1984年开始在一定范围内实施弹性化的浮动贷款利率措施。此后，又在此基础上，逐步解除了对其他类型利率的管制：1984年取消了同业银行拆借利率和非担保公司债券的发行利率限额；1986年，大额可转让存单的利率、有银行支付保证的债券发行利率、由存款货币银行发行的金融债券的利率均实现了自由化；1988年2月，金融机构贷款利率的管制被解除，准许商业银行参照韩国中央银行的再贴现利率自主决定贷款利率水平，这标志着韩国向利率自由化方向迈出了重要的一步。

②在降低对商业银行行政干预程度的基础上，逐步实现国有商业银行的私有化。1982年，韩国政府取消了之前通过信贷限额管理的方式对商业银行实施的直接信贷控制。自此之后，政府在预算、人事、组织管理等方面对商业银行的干预逐步得到很大程度上的放松，银行在业务的经营和管理方面的自主权不断增强，从而使得银行的经营效率在这一阶段有了明显的提高。在逐步减弱政府对银行行政干预的基础上，韩国加快了国有商业银行私有化的进程：1981-1983年之间，韩国政府将自己在4家规模较大的全国性商业银行中拥有的股权转让给私人部门，实现了这四家国有商业银行的私有化。同时，为了防止股权过分集中于某一大财团的手中，韩国政府还对单一股东的持股份额做了严格的规定，即要求单一股东持有数不得超过总股数的8%。

③降低金融市场的准入限制，以此促进金融服务的多元化发展。自20世纪80年代初起，韩国政府开始逐步降低了非银行金融机构的成立条件，并通过各种方式大力鼓励非银行金融机构的快速发展，从此包括证券投资公司、信托投资公司、人寿保险公司、互助储蓄、财务公司等众多非银行金融机构便相继应运而生。在降低各类型金融机构进入韩国金融市场的准入限制的基础之上，韩国金融体系的金融服务得到了全方位、多元化的良好发展，各类金融机构之间也呈现出有序的良性竞争态势，同时也极大地激发了其金融业务的创新动力。

（2）启动资本市场与金融机构的国际化进程：第三个阶段

在这一阶段，韩国政府以渐进式开放资本市场、引进外资金融机构与内资金融机构向外拓展并举的方式分别启动了韩国资本市场的国际化和金融机构的国际化进程：

①资本市场的国际化。作为资本市场对外开放的第一个步骤，韩国政府于1981年宣布了资本市场自由化的方案，从而揭开了资本市场国际化和自由化的序幕。这里值得一提的是，虽然韩国早在1981年就开启了资本市场国际化的进程，但其对资本市场的自由化改革从一开始持有的就是一种谨慎的态度，主要体现在其推进资本市场对外开放进程的有序性和渐进性：1981年，“韩国投资信托”建立，成为专为外国投资者进行信托投资服务的第一个信托投资基金；也是从这一年起，韩国开始准许外资证券公司到国内设立代表处；1984年封闭式共同基金——“韩国基金”成立，并在纽约股票交易挂牌上市。通过该封闭式基金，外国投资者可以投资于韩国股市，从而迈出了韩国股市启动对外开放进程的第一步；1988年，韩国修改了外汇管理法，使得本国居民对外国证券的投资变得合法化；1989年，韩国政府又公布了“进一步发展资本市场的自由化计划”。在推动资本市场国际化的进程中，为抵御资本市场面临的潜在风险，韩国政府同时也对金融体系的监管制度进行了相应的改革和深化。从这一点来看，韩国推进资本市场的对外开放进程相对于其他一些发展中—市场经济国家而言是较为稳健的。

②金融机构的国际化。在韩国金融机构国际化的过程中，政府重点从以下两个方面着力来推进进程：一是引进银行类和非银行类外资金融机构。为了促进外资的流入并试图通过外资银行机构的引入以带动内资银行的国际化，韩国政府实施了各种优惠政策来吸引外资银行的入驻，并规定外资银行免受宏观金融政策的调控。这一系列的措施最大限度保障外资银行经营自主权和灵活性，因而吸引了众多外资银行进入韩国设立分支机构。在大力引进外资

银行的同时，韩国政府也开始逐步地将外资非银行金融机构引入国内。譬如，1988年底，韩国政府公布的证券市场国际化方案，就批准了自1991年起外资证券公司可以在韩设立分公司进行证券投资的有关业务。二是力推内资银行和内资非银行金融机构走向国际。到20世纪80年代中期之时，韩资银行已在国外开设了40多家分行，大举向海外开拓市场。在外资银行的向内涌入与内资银行的向外拓展二者形成“外进内出”的银行机构国际化格局的同时，韩国政府也加大了非银行金融机构国际化的推动力度。1982年，韩国同时修改了外汇法和证券法，韩资证券公司和信托投资公司获准在海外设立分支机构。此后，幸福、大宇等韩资证券公司便开始陆续地在东京、纽约、伦敦等世界著名的金融中心创建分公司，以期更有效地在国际金融市场上为韩国企业的持续发展募集资金。

3. 20世纪90年代初至今：在进一步放松金融管制且提升金融自由化程度的基础上，全面加速金融国际化进程

韩国政府自20世纪90年代初起通过实施进一步的金融改革计划，使得韩国的金融国际化进程得以提速。这些一系列措施的实施为韩国金融业带来的结果如下：

（1）利率自由化进程的提速

自1991年8月韩国政府正式公布“利率自由化四阶段改革计划”起，利率自由化方案便分别在1991、1993、1994、1997年得到实施。这一阶段韩国利率自由化进程的主要特征是：商业存贷款利率、短期公司债券、政府债券、银行定息债券利率等各类型利率相继放开；其中，商业贷款利率首先被放开，随后放开的是长期储蓄存款利率，而后放开短期储蓄存款利率。随着利率自由化进程的推进，到1995年之时，除发放给受政府战略性保护的企业的政策性贷款之外，银行类金融机构原则上拥有对其他发放的贷款自主制定贷款利率的权力；同时，银行机构也拥有了对一年期以上定期储蓄存款制定较有竞争力的存款利率的自由权。而到1997年时，政府便已终止了商业银行发放政策性贷款，改由专业银行来对农、林、牧、渔业发放优惠性贷款，至此，商业银行彻底拥有了对各类型贷款定价的自主权。

（2）金融工具多元化进程的提速

尽管韩国政府对建设并开放金融衍生工具市场的态度审慎，但考虑到金融机构在金融国际化浪潮中对冲风险、进行资产负债管理的客观需要，韩国政府对金融衍生工具发展的推进仍比较迅速：截止1993年底，韩国金融衍生工具市场价值总额达2950亿美元，而1994年仅用半年的时间该市场的市值便达到1993年全年总值的74.58%，总计2200亿美元（其中货币远期合约占87%，与利率有关的金融衍生工具约占11%）。单从金融衍生工具市场的市值来看，其发展速度可谓“神速”。随后，在1996年1月，韩国又启动了股指期货交易。之后，各类新型的金融衍生工具不断地被引进韩国，为韩国金融市场中金融工具的进一步丰富和完善奠定了基础。

（3）资本市场对外开放进程的提速

主要体现在两个方面：一是韩国本国对外投资的总量控制进一步被放松。自1990年起，韩国政府对对外投资的总量控制进一步放松，证券公司可达500万美元，信托投资及保险公司可达300万美元。在政策面松动的背景下，这类型的金融机构开始积极地实施对外投资，试图通过拓展其海外投资规模来增强其国际业务的实力。有资料显示，截止1990年末，这类金融机构海外总额达到了17.9亿美元。二是进一步放开国外对韩国本国资本市场的投资。从1991年起，在韩的外资证券公司可从事经营业务，并被获准可从1992年起对韩国股市进行直接投资。1992年1月，韩国股市对外的完全开放标志着韩国资本市场进入了对外开放的崭新阶段。此后，韩国资本市场对外开放的进程进一步提速。自1994年12月起，韩国政府放宽了对外国投资者投资韩国上市公司股票的持股份额——由最初的10%，放宽到12%，1995年又放宽至15%。1996年，韩国再次进入资本市场对外开放的加速期。在这一时期，韩国政府放松了本国对外直接投资的管制，并放宽了外国投资者的金融投资范围。例如，1997

年外国投资者被允许购买国内的受益凭证；1997年12月，韩国政府取消了外商投资国内债券的所有限制；1998年2月，政府允许外商投资于短期的货币市场，同时允许外商向大公司发放商业贷款。

（4）外汇体制改革深化与资本账户有序开放并举启动韩元国际化进程

进入20世纪90年代以来，韩国贸易顺差持续为韩国带来了大量外汇盈余，为实现外汇体制改革奠定了经济基础。与此同时，金融全球化趋势的加速和韩国经济外向程度不断提升对外汇交易的需求，也从客观上对韩国外汇体制提出了改革要求。在此背景下，韩国政府顺应了市场的需求，自1992年9月1日起，开始实行了一种全新的外汇管理制度，从原来的肯定列表制度转变为否定列表制度。这一制度彻底打破了外汇管制，确定了“不被禁止的业务都将被允许”的原则，一改原来的“不被允许的业务都将被禁止的”规定，即除非有特别规定，否则允许所有不被禁止的外汇交易；1999年4月1日，韩国取消经常账户交易的兑换限制；2000年底，除威胁国际和平的外汇交易之外，资本账户全面自由化。

除了在外汇管理制度方面进行了大手笔的革新以外，韩国政府在韩元汇率决定机制上也实施了大刀阔斧的改革：1990年3月，韩国以“市场平均汇率制”取代1980年以来实行的“一篮子货币钉住制”，韩元汇率的每日波动幅度也相应得以扩大，这强化了市场对韩元汇率的自主调节作用；1997年东南亚金融危机波及韩国，韩国危机的爆发使得韩国政府取消了对韩元日波动幅度的限制，从此韩元彻底实现了浮动汇率制。外汇管制的取消和韩元汇率市场化为韩元国际化开创了至关重要的第一步，而1997年韩元实现自由兑换，又为韩元的国际化提供了最重要的前提条件之一。此外，为推进韩元国际化进程，韩国政府逐步扩大了韩元结算的规模和范围：自1993年起，政府允许每笔10万美元以下的进口交易可运用韩元结算，后来又将本币结算规模扩大至30万美元以下；而到1997年时，则实现了韩元结算从贸易结算扩大到非贸易结算领域的目标。韩国政府在这些方面的努力，为韩元国际化奠定了坚实的基础。值得一提的是，由于货币国际化是一国实现金融国际化的最高层次，因此相较于资本市场的国际化和金融机构的国际化而言，韩国政府在推进韩元国际化方面要谨慎得多。

（5）东南亚金融危机之后韩国开启了金融自由化改革和金融国际化进程的新篇章

金融危机爆发之后，韩国之前累积的外汇储备资源消耗殆尽，基于此，韩国政府采取了更为广泛的资本市场开放和金融账户自由化的系列政策：一是放宽了对股票投资的限制；二是取消外国购买国内债务性有价证券债券的所有管制，实现国内债券市场的自由化；三是促进外国金融机构的国内投资；四是短期金融产品的自由化；五是取消对私人海外借款的限制。除此此外，韩国政府还建立了更加透明的外汇管理框架体系，推出的这一系列改革措施标志着韩国自危机后开启了新一轮的金融自由化、国际化进程。

（二）来自韩国的启示

在发展中-市场经济国家经济发展的初期，由于市场机制欠缺，政府通常采用金融抑制手段来达到有效控制资源配置的目的，以期为经济发展提供有力的金融支持。然而，随着市场经济体制在这些国家的逐步确立，金融抑制造成的金融体系发展滞后于经济发展，对经济增长形成掣肘等诸多弊端愈发突显。因此，发展中-市场经济国家启动金融自由化进程大多以消除金融抑制为其出发点。金融自由化使得这些国家在不同程度弱化了金融抑制，缓解了金融管制对经济发展的制约效应，也为本国金融国际化进程的推进起到了先导作用，但与此同时也使得诸如墨西哥、泰国等发展中-市场经济国家付出了金融危机的沉重代价。而韩国作为发展中-市场经济国家中的一员，虽然其在金融自由化、国际化进程也积聚了一些金融脆弱性问题，并且在整个进程中途出现过几次宏观经济因金融自由化措施的实施而遭受冲击的情况，然而，韩国在实施金融自由化、国际化战略的整个过程中，却并未爆发过如墨西哥、泰国般十分严重、波及范围很广的金融危机。因此，总体而言，韩国金融国际化历程是值得

中国借鉴的，它对我们主要的启示如下：

1. 宏观经济稳定、金融体制初始状态是金融自由化、国际化重要的“参照物”

利率自由化、资本账户自由化必须在经济稳定的状态下进行，在宏观经济遭到外部冲击处于非均衡状态时，应暂缓自由化进程。此外，金融的自由化和国际化的推进进度应参照本国金融体制的初始状态。若金融体系的基础条件较差，比如银行体系内政策性贷款占比太大，银行机构背负着沉重的低收益甚至无收益贷款的负担，则取消金融管制的步伐就应量力而行，待金融体制的初始状态能达到金融自由化的前提要求时，再行实施自由化政策。

2. 政府应在金融国际化渐进推进模式下适时、灵活地调整推进进度

韩国的金融自由化采取了分阶段逐步推进的方式，这为稳健实施金融国际化战略奠定了良好的基础。与外国不同的是，在金融自由化措施具体实施的过程中，韩国政府会根据宏观经济对前期金融自由化政策的适应程度来适时、灵活地调整自由化的速度——当韩国宏观经济因金融自由化措施的实施而遭受冲击时，金融自由化政策就会出现反复，在一定程度上又回复到之前的金融管制状态，待宏观经济状况企稳之后，再尝试再次实行金融自由化措施。韩国的经验表明，在推进金融自由化、国际化的进程当中若出现与预期相悖的负面效应，政府应及时调控，稳妥地使金融体系适应宏观经济的新状况。

3. 在采取渐进推进式金融国际化战略时，应特别注重金融对外开放的先后顺序

在1993年实施的金融业五年改革计划中，韩国的改革次序很有考究：先是放松市场管制，发展非银行金融机构及国有银行私有化，促进竞争；再是放开贷款利率，然后是存款利率；最后才逐步开放资本账户。潘悦（1997）对此开放次序进行了研究，认为韩国政府作出的这种顺序安排是基于当时韩国金融经济状况的客观现实而慎重确定的。先放开贷款利率是基于当时韩国的实际贷款利率已经很高，取消贷款利率管制后，贷款利率上浮的空间较小，这可以使整个经济的资金成本保持在一个可控的范围之内，从而不会对宏观经济造成太大的冲击，因此可以先开放贷款利率；存款利率而后陆续开放的主要原因是，过早开放存款利率将导致银行机构为争夺市场份额而诱发大幅调高存款利率的过度竞争，可能对银行体系稳健经营造成巨大冲击。加之当时银行仍背负着政策性贷款的“包袱”，由于银行对政策性贷款的盈亏缺乏自我调节的能力，因而在这种情况下，若贸然放开存款利率，将使得政策性贷款的资金成本剧增，导致这类贷款发生巨额亏损。因此，直到1997年韩国政府解除商业银行政策性贷款压力之时，除纯粹的活期存款（如支票、存款簿等）之外的所有存款利率才得以在1997年7月7日完全放开；在取消利率管制之后才逐步放开资本账户的原因是，资本账户自由化的前提条件之一就是利率的自由化。若一国的基准利率不是通过市场化的方式形成的，那么该国的资金成本将难以被精准地反映，从而难以起到引导资金流向的“信号灯”的作用，即管制下的利率很难准确引导资金的流入、流出。在利率管制的情况下，依旧开放资本账户便极可能违背资本账户自由化的初衷——让资本在逐利的天性下，在国内外之间自由地流动。而在这种情况下，资本账户余额呈现出的顺差或逆差也很可能难以反映真实的情况。因此，韩国政府将资本账户的自由化放到了利率自由化之后并审慎地推进资本账户开放进程是合理、稳健的。

4. 危机爆发后应果断实施政府干预，尽快走出危机阴霾

韩国的经验告诉我们，一旦危机爆发，采用政府干预、激进型、彻底性的金融改革方案，能更快地走出危机困境。20世纪90年代以来，韩国在官制金融的弊端没有解决好、资本市场不发达、金融体系没有建设好的条件下加快了金融自由化步伐，放松对短期资本流动限制的同时，没有建立相应的监管措施，使得短期债务迅猛增加，最终引发了金融危机。1997年韩国金融危机的爆发，暴露了其金融国际化初期的一系列问题，其中，最大的问题在于，没能把握好金融开放的节奏，在国内金融体系建设尚未健全的情况下，过快向外开放金融市场。危机爆发后，韩国政府积极干预，采用激进式的改革方案。虽然激进式的改革在短期内

代价较高，但最有效率，使得韩国在东南亚各国中率先走出了危机困境。尽管 IMF 给韩国金融危机开的药方是减少政府干预，但事实证明，政府干预才是让韩国尽快摆脱危机困境的不可替代的先决条件。可以说，韩国政府在金融危机之后采取的干预措施，对重建金融体系、稳定金融市场方面起到了不可替代的作用。由韩国的经验与教训可见，成功的金融自由化和金融开放不是一个自由放任的过程，而是一个政府积极参与和引导的过程，无论是在金融危机爆发之前还是之后。

三、代表性国家金融国际化与金融安全问题的比较分析

（一）美、韩两国金融国际化进程的差异性分析

美国的金融国际化具有“松-紧-松”螺旋式放松金融管制的自然演进特征，与韩国在政府主导下赶超式的金融国际化发展模式有着很大的不同：

首先，美韩两国金融国际化的初始目的不同，所以立场不同。美国是为积极获取开放的巨大收益，而采取的主动性开放。韩国则是由于自身金融体系和信用制度与发达国家之间存在巨大的落差，而越不开放，越落后，越可能成为风险、危机的被转嫁者和承受者，故不得不通过开放来缩小这种差异，因而韩国启动金融国际化进程是一种被动性的开放。

其次，美韩两国金融国际化进程的起始点不同，从而开放的受益情况不同。美国是站在金融业产业高端的开放，因此从开放起就受益，其开放进程就是一个获取金融国际化、全球化利益的过程。而韩国则是处于金融业产业低端的开放，开放初期并不能获得直接获得参与金融国际化浪潮的收益，甚至有可能因为自身制度落后，遭受外部制度落差的冲击，诱发自外部冲击的金融危机（例如，1997 年泰国爆发危机之后，韩国也被传染，导致危机）。随着开放进程的推进，通过参与到金融国际化活动中，提升自身的竞争力，不断缩小与发达国家的制度落差，才能最终从金融国际化中获取到开放的收益。

再次，美韩两国国家形态的不同决定了其开放策略的不同。一国参与到金融国际化浪潮中所采取的开放策略与其国家形态有密切关系，大国和小国有显著的不同。美国作为一个大国，它的一举一动将影响到众多国家，因此，其在做开放策略的选择与决策时，必定是十分谨慎的，这也就决定了其开放策略是审慎型开放。韩国是一个小国，这一国家形态便决定了它的开放策略对他国影响力度有限。并且在策略选择时，小国往往都是采取跟随型的开放策略。例如，小国为规避汇率风险，可以选择钉住某一大国货币的汇率制度，甚至放弃本币，然而大国却不能也不会放弃其货币主权。

最后，美韩两国发达国家和发展中-市场经济国家的不同国情，决定了其各国际化维度的推进次序有差异。美国将资本运动和货币的国际化置于金融国际化的初始阶段，即以资本运动国际化推动美元走向世界，并在美元实现国际化后，以美元的国际货币地位，引导本国开启其他维度下金融国际化的进程；而韩国则是谨慎地对待资本运动国际化与货币国际化，将二者置于金融国际化的中后期阶段，以货币政策、金融机构、市场、业务、监管维度的国际化来带动资本运动和韩元的国际化。

（二）美、韩两国经验和教训的共性与差异性启示

1. 共性启示

共性启示一：稳定的宏观经济环境与良好的实体经济基础是一国推行金融国际化战略的首要条件。

共性启示二：奉行自由主义，并不意味着政府丧失了调控、干预的作用和功能，相反地，政府应主动、适时地调整金融国际化的推进进度。这一点，不管对于主动开放的大国还是被动开放的小国都一样。这客观上要求我们，把握好金融国际化的推进节奏，应在政府可控的框架下、金融体系风险可承受的范围之内，以试错或渐进的方式稳步推行金融国际化战略。一旦在金融国际化进程中，遭遇内、外部冲击，出现与预期相悖的负面效应，则政府应

果断地及时采取调控手段，暂缓相关的金融自由化政策，待宏观经济状况企稳、金融体系稳定之后，再尝试恢复相应的自由化措施。

共性启示三：虽然金融发展离不开金融创新，但金融创新必须把握一定的度。若创新超过了监管的边界，必将带来风险的集聚。譬如，此次的次贷危机中被创造出来的各式各样的衍生金融产品超越了金融监管当局现有监管水平，从而直接对危机发挥了推波助澜的作用。又如，20世纪80年代以来，随着外资金金融机构的进入，韩国衍生产品市场发展很快，金融创新也比较活跃，尽管韩国建立了金融监管委员会，并引入了新的监管方法和标准，但是金融监管的能力和水平远未能跟上金融创新的速度。这种监管及时性的不足为1990年代韩国危机的爆发，提前埋下了伏笔。

共性启示四：放松金融管制与强化金融监管并举，不断修正、改进、更新监管方式方法，动态地优化金融监管体系，使其能与金融自由化、国际化改革的进度相匹配。

2.差异性启示

如前所述，美国、韩国分别作为发达国家、发展中-市场经济国家的代表，具有不同的金融国际化目的、策略和结果，其在推进金融国际化进程中产生的金融危机的成因、传导路径、救治措施等方面也均存在巨大的差异，因此美、韩两国给予我们的除了共性启示外，还有基于自身情况的特色启示：其一，美国经验告诉我们，金融国际化进程是一种螺旋式循环，金融国际化往往伴随金融危机的产生，这要求我们关注金融制度建设、金融监管、金融创新的合理边界，并能有效地对虚拟经济予以管理，保持社会信用总量与经济总量的适当比例。能否对虚拟经济实施有效的管理，是影响政府宏观调控和危机救助效果的重要因素。而如何对金融自由化政策下导致的虚拟经济进行有效地管理，是亟待我们进行研究的重大课题。其二，作为与美国不同的赶超型国家，韩国经验启示我们，发展中国家必须注重金融国际化进程的合理次序安排；发展中国家的金融自由化改革，应以政府主导为主，具备计划性、渐进性的特点；发展中国家一旦危机爆发，采用政府干预、激进型、彻底性的金融改革方案，能更快地走出危机困境。

参考文献

- [1] Jeffrey A. Frankel, and Andrew K. Rose, 1996, "Currency Crashes in Emerging Markets: An Empirical Treatment". *Journal of International Economics*, 41:351-366.
- [2] Jeffrey D. Sachs, Aaron Tornell, and Andrés Velasco, 1996, "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995," *Brookings Papers on Economic Activity*, Economic Studies Program, The Brookings Institution, 27:147-216.
- [3] John, Willianson, 1998, "A Cost-Benefit Analysis of Capital Account Liberalization" in Bernhard Fisher and Helmut Reisen, eds, "Financial Opening:Policy Issues and Experiences in Developing Countries", Paris, OECD.
- [4] Koo Jaewoon , and Shin Sunwoo , 2004, "Financial Liberalization and Corporate Investments: Evidence from Korean Firm Data", *Asian Economic Journal*, 18(3):277-292.
- [5] Koo Jaewoon, and Maeng Kyunghye, 2005, "The Effect of Financial Liberalization on Firms' Investments in Korea", *Journal of Asian Economics*, 16:281-297.
- [6] Luc Laeven, 2000, "Financial Liberalization and Financing Constraints: Evidence from Panel Data on Emerging Economies", *World Bank Working Paper*, Oct.
- [7] P. B. Henry, 2000, "Stock Market Liberalization, Economic Reform, and Emerging Market Equity Prices", *The Journal of Finance*, 55:529-564.
- [8] Sungmin Kim, and Won-Tai Kim, 1999, "Recent Development in Monetary Policy Operating Procedures: the Korea Case", *BIS Policy Papers NO.5-Monetary Policy Operating Procedures in Emerging Market*

Economics, 6:118-168.

- [9] Mitton, 2006, "Stock Market Liberalization and Operating Performances at the Firm Level", Journal of Financial Economics, 20(1):15-34.
- [10] 张渝敏.美、日金融自由化进程比较及其启示[J].当代经济,2006,(5):76-79.
- [11] 裴桂芬.美、日金融自由化与金融监管[J].外国经济与管理,1998,(1):17-20.
- [12] 刘锡良,齐稚平.金融危机后美国的金融自由化策略选择[J].当代经济研究,2009,(11):55-59.
- [13] 李宝伟.美国的金融自由化与经济虚拟化[J].开放导报,2010,(1):44-48.
- [14] 陈雨露,王芳,杨明.作为国家竞争战略的货币国际化:美元的经验证据——兼论人民币的国际化问题[J].经济研究,2005,(2):35-44.
- [15] 李志刚,修晶.美元国际地位的变迁与人民币国际化进程[EB/OL].
http://www.qstheory.cn/hqwg/2010/201009/201005/t20100510_29286.htm,2010-05-10.
- [16] 曲凤杰.韩国金融开放的经验和教训[J].新金融,2006,(8):24-27.
- [17] 巩勋洲.货币国际化与非国际化选择——韩国、新加坡实践比较[J].山西财经大学学报,2008,(8):84-90.
- [18] 宫占奎,冯兴艳.韩国金融账户自由化的经济效应研究[J].东北亚论坛,2006,(3):78-81.
- [19] 赵瑛.亚洲金融危机前后的韩国金融改革[J].生产力研究,2010,(3):34-37.
- [20] 潘悦.试论韩国金融自由化[J].世界经济,1997,(11):27-29.
- [21] 刘遵义.下一个墨西哥在东亚吗?[R].联合国世界经济 1995 年秋季会议报告, 1995.
- [22] 彭兴韵.金融危机管理中的货币政策操作——美联储的若干工具创新及货币政策的国际协调[J].金融研究,2009,(4):20-35.
- [23] 李小娟.论货币政策国际协调的机制及其选择[J].亚太经济,2006,(3):30-33.
- [24] 虞伟荣,胡海鸣.国际货币政策协调低效的经济学分析[J].世界经济与政治论坛,2005,(1):62-65.
- [25] 蒋志芬.美国次贷危机与我国金融衍生品市场发展战略选择[J].经济学动态,2008,(1):39-42.
- [26] 尹继志.后危机时代国际金融监管改革:框架、内容与启示[J].云南财经大学学报,2010,(6):66-73.

A Case Study on the Relationship between Financial Internationalization and Financial Security

Wu Tingting

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: With the financial internationalization gradually becoming the main melody in international finance field, the world has erupted serious financial crises many times. Financial risks prevention and financial security maintenance in the process of financial internationalization, as a worldwide economical puzzle, has been attached great importance by various countries. This paper summarizes enlightenment beneficial for China to promote the process of financial internationalization in the future through comparing the similarities and differences of America's and South Korea's financial internationalization process.

Keywords: financial internationalization; financial security; country difference

收稿日期: 2011-09-16

作者简介: 吴婷婷, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 金融理论与实践