

论国际金融市场一体化的涵义、原因及影响

杨培雷

以 50 年代末 60 年代初出现的欧洲货币市场为开端,打破了各国金融市场相互分割的格局,出现了国际金融市场一体化的萌芽。70 年代末 80 年代初,西方国家纷纷放松金融管制,实行金融自由化政策,大大加快了国际金融市场一体化的进程。90 年代以来,随着广大发展中国家的金融深化和金融自由化,这一趋势进一步加强。本文拟就国际金融市场一体化的涵义、原因及影响等方面谈一点个人之见。

一、国际金融市场一体化的涵义

所谓国际金融市场一体化是指 50 年代末 60 年代初开始的国内和国外金融市场之间的日益紧密的联系、协调,它们相互影响、相互促进,逐步走向一个统一的金融市场的状态和趋势。正如罗依·C·史密斯(Rory C. Smith)和英格·沃特(Ingo Walter)所指出的,国际金融市场一体化包含三层涵义:第一,各国银行和金融机构跨国经营而形成的各国金融市场的关联链;第二,由于各国金融市场之间关联链的形成,极大地促成了各国金融市场之间的金融交易量的增长;第三,基于以上两个方面,各国金融市场的利率决定机制相互影响,具体表现为相同金融工具在不同金融市场上的价格趋于一致。

首先,就金融市场关联链的形成而言,一方面表现为消除了金融市场交易的地理障碍,另一方面表现为国际金融市场中较完备的资金清算系统。(1)金融市场交易地理障碍的消除。“新技术的推广和运用使信息在全球范围内以一种全新的方式瞬时传递,这样,货币便以令人难以置信的方式快速流转。在很大程度上,地理终结的历史就是技术发展史,是金融电子化的历史。”诚然,电子通讯技术的采用,使金融市场发生了天翻地覆的变化,就金融批发市场而言,由有形市场交易转变为无形市场交易(电子屏幕上交易);就金融零售市场而言,自动交换机和电子报价系统的应用,开创了金融服务的新天地。这样,电子通讯的瞬时速度使金融市场的地理分布并不太重要,交易者已不再被局限于一个国家或一个地区,而是可以进行跨国界

跨地区的交易,也不受时区限制,可以一日 24 小时在各个不同的金融市场进行金融交易。(2)国际金融市场中的资金清算系统。一切国际金融市场交易活动最终均涉及资金的收付和清算。自 70 年代以来,随着电子技术和空间科学的迅速发展,世界各地,各主要金融中心均相继利用电脑建立了各自独立且相互联系的电子清算系统,使国际金融市场向着电子化和一体化的方向发展。国际金融市场中的资金清算系统主要有:美国的票据交换所银行间互相支付系统、英国的银行自动收付清算系统和环球银行金融电讯协会的清算系统等。

其次,就国际金融市场的交易方面而言,按照市场类型划分,国际金融市场可分为三大主要市场,国际货币市场(即国际外汇市场和短期资金融通市场)、国际资本市场(即国际股票市场、国际债券市场和长期资金融通市场)及国际金融衍生市场。国际金融市场的一体化具体表现为各类金融市场的一体化。目前世界上大多数国家(尤其是发达国家),隔离国内金融市场和国外金融市场大量机构性障碍已经消除或正在消除,从而各国金融机构的相互渗透把各国金融市场的交易联成一体,加之,先进的通讯技术手段和完善的资金清算系统为交易提供了有力保障,因此,各类国际金融市场的参与者范围不断扩大,交易量不断上升,各类金融市场一体化的特征已相当显著。

第三,就国际金融市场资产价格的相关性而言,早在 1978 年格尔德(Garbade)和西尔伯(Silber)进行的研究就表明,由于电子通讯技术的运用和洲际电缆的铺设,使国际金融市场之间的价格差异迅速缩小。后来的阿格曼(Agnon)和赫利德(Hilliard)分别运用月度数据资料和每日数据资料,证实了各国证券市场价格指数的相关性。1993 年阿夏拉帕里(Arshanapali)和杜克斯(Doukas)两位学者基于大量的资料和事实,证明了各国金融市场的相关性。最近迈杰·克伯兰(Maggie Copeland)和汤姆·克伯兰(Tom Copeland)的分析也显示了这一结果,他们运用回归方程研究了不同地区市场经济指数的相关性和不同国家金融资产收益率的相关性。

二、国际金融市场一体化的原因

1. 国际经济的发展。第二次世界大战后,国际经济发展的一个重要特点是各国经济相互依存关系加深,经济日益走向国际化。一方面世界贸易的增长速度超过了世界生产的增长速度;另一方面,跨国公司的迅速发展带动了跨国银行的迅速发展,而且跨国公司从国际金融市场上取得资金,并在各国金融市场之间从事套利套汇活动,这无疑促进了各国金融市场一体化的发展。

2. 技术进步。科技进步及科技成果的推广运用,从技术上减少了各国市场的阻隔和障碍,成为国际金融市场一体化的推动力,没有现代科学技术的进步,金融市场之间的距离很难缩短,一体化的发展也不可能。70至80年代以来,人造通讯卫星、大型电子计算机和微型电脑的广泛运用,为资金和信息在全球的转移、传播提供了可靠的手段,同时也创造了一体化的市场。现在任何主要市场的参与者在同一瞬间基本上可获得同样的信息,按动办公桌上的电钮,人们可以通过电子通讯网络得到各地的市场信息,而通过各种创新的金融产品,发行者几乎可以得到进入任何金融市场的途径,甚至包括那些政府试图控制资本流动的金融市场。人为设置的市场障碍在科技革命成果和创新的金融工具面前已失去效果。科技进步缩短了市场间的距离,降低了市场交易的成本,而这一切影响的直接结果就是使各国市场之间的联系更为密切,不同市场上的金融中介机构和其他参与者借助于科技革命成果和金融创新展开的竞争也就空前激烈,而激烈竞争带来的最终结果又是使不同市场之间的金融产品同质化,价格趋于一致,因而国际金融市场一体化的程度也就大大提高。

3. 80年代以来世界各国金融自由化措施也直接推动了国际金融市场一体化的进程。金融自由化,从内容上来看,包括利率自由化、汇率自由化、银行业务自由化、金融市场自由化、资本流动自由化等。

(1) 利率自由化。利率自由化是指政府解除对利率的管制,使利率能够完全充分地反映资金供求与利用状况,通过价格机制来达到资金的最佳配置和使用。例如,1980年,美国放松存款机构管制和货币控制,取消了关于存款利率上限的Q字条例和某些贷款利率限制,使存款机构能在更大范围内经营业务活动,并可跨州兼并行将倒闭的金融机构。之后,各主要工业国家相继放弃了利率限制。

(2) 汇率自由化。战后资本主义经济政治发展不平衡的加剧,美国经济实力的相对削弱,美国国际收支的恶化,美元多次发生危机,最终导致以美元—黄金为中心的布雷顿森林体系的崩溃。1978年,牙买加体系形成,在汇率安排上多样化,各国可以根据自己的情况选择汇率制度,据统计,目前有78个国家实

行了浮动汇率制度,走向了汇率自由化的道路。

(3) 银行业务的自由化。银行业务的自由化是指政府不再限制银行的经营业务的范围,银行可经营的业务范围不断扩大,不仅可以从事短期融通的货币市场业务,而且可以从事长期借贷的资本市场及债券市场、证券市场和保险市场业务;不仅允许国内金融机构从事境外金融业务,而且允许国外银行从事国内金融业务;不仅允许银行从事表内业务,而且允许其从事表外业务。在当今国际金融业务中,表外业务正成为银行业务的重要内容,有的甚至超过表内业务1~2倍。表外业务大致可分为两类,一类是可以产生潜在的资产负债表或证券风险的义务,包括贷款承诺、担保、互换与套利交易等金融创新工具及投资银行业务活动等。仅金融创新工具,到目前已有1200多种。世界金融衍生交易额1988年为4800亿美元,而到1994年就增长到1.4万亿美元。这是国际金融市场最重要、最活跃的内容。另一类是利用现代技术设备实行规模经营,从而产生银行收入,但不在银行资产负债表上反映的金融服务活动,包括与贷款有关的服务、信托与咨询服务、经营或代理业务、支付服务、进出口服务等。

(4) 金融市场自由化。60年代以来欧洲货币市场的形成和发展以及继欧洲货币市场之后形成的亚洲货币市场、中东货币市场和加勒比海货币市场等离岸金融市场,是国际金融市场自由化的典型表现。这些离岸金融市场的形成,促进了资本交易自由化、利率自由化和资本流动自由化,加速了国际金融市场一体化的步伐。尤其是1995年全球多边金融服务贸易谈判协议的签订,全球90%的金融市场获得开放,走向自由化。这包括20万亿美元的银行资产、2万亿美元的银行存款、10万亿美元的股票市场资本和价值10万亿美元的上市债券。

(5) 资本流动自由化。资本流动自由化包括货币兑换自由、资本在行业之间转移自由和资金进出自由。首先,以市场机制为基础的浮动汇率制给货币兑换带来了自由。其次,资本在行业上、结构上和地域上进行大转移、大流动。在行业上,资本流向能获得较高收益的产业,如在发达国家,相互投资的重点转向资本、技术、信息密集产业,特别是现代服务业的投资迅速增加;对发展中国家的投资重点则由第二产业中的资源和劳动密集型向资本、技术和信息密集型倾斜,并转向第三产业领域的金融、电讯、保险和零售等行业。在结构上,资金由主要集中在货币市场上,转向现在主要在货币市场、资本市场、外汇市场、黄金市场等市场之间自由流动,促进了这些市场的迅速发展。如1985年,西方7个主要工业国的股票和债券买卖只有2000亿美元,而1993年就增加到7640亿美元;1988年,全世界期货交易所的交易总额只有4820亿美元,而到1994年就猛升至1.4万亿美元。在地域上,改变了原来向发达国家投资的倾向,转向对亚太地区新兴工业国家和广大发展中国家增加投资。再次,全球资本流动日趋活跃,其规模之大、速度之快都是空前

的。目前,每天在国际金融市场上流动的短期银行储蓄和其他银行证券至少有 7.2 万亿美元,约等于全世界经济产值的 20%;世界货币日交易量已达 1.3 万亿美元以上。金融自由化进程的结果是:(1)逐步消除分割金融机构业务上的限制,不断扩展金融机构的业务范围;(2)放松了利率的管制;(3)减少了国外金融机构进入国内金融体系的障碍;(4)废除了外汇管制,解除了对资本流动的限制;(5)允许新的金融工具的发行和使用,等等。所有这些无不对国内金融市场与国外金融市场的融合起到了推动作用。金融机构过去只是着眼于地方市场和有限的金融业务,现在是面向世界进行各种业务活动。投资者和筹资者也不局限于本地市场,可供他们选择的工具和市场也多样化和全球化了。

4. 各国日益增多的机构投资者(养老基金、人寿保险基金、信托基金、共同基金等)投资需求的国际化、多样化,也在客观上对金融市场的一体化起到了推动作用。机构投资者的数量和其拥有的资金实力日益增大是战后各国金融领域的一大特点,尤其是 90 年代以来,机构投资者的资金实力得到了惊人的壮大。据经济合作组织(OECD)出版的《投资机构——97 统计年报》显示,1990—1995 年五年内,美国机构投资总量几乎翻了一倍,1995 年达 118 700 亿美元,居世界第一位;日本的投资机构投资总量居第二位,1995 年约为 40 000 亿美元,欧盟内英国的机构投资总量居第一位,1995 年为 18 000 亿美元,其次是法国和德国,超过 10 000 亿美元。这些机构投资者主要是通过投资于各种有价证券来获得收益。不同的有价证券的收益率和风险有很大的差异,机构投资者为了减少风险,总是将资金分散于不同的证券组合上,从而可以使各种风险由收益增量冲销,获得稳定的低风险收益。根据马科维茨(H. M. Markowitz)的资产选择理论,投资者要分散风险,合理的选择是将资金投资于收益与风险相关性较低的不同资产上,因为如果资产 A 和资产 B 在相同的期限内总是趋于得到较高或较低的收益,即协方差 $\sigma_{AB} > 0$,投资者分别投资于 A 和 B 两种资产就不能减少风险。因此,某种资产(证券)收益与其他资产收益的协方差负值越大(即不同资产收益和 risk 的相关性越小),投资于该不同资产的需求也会越大。马科维茨的资产选择理论后来被布兰逊(W. H. Branson)和莱沙德(D. R. Lessard)等人发展为国际证券组合论,他们认为,既然收益率负相关的资产(证券)能够分散风险,那么不同国家的资产收益远不如国内资产间的收益那样密切相关,这就意味着每个国家的投资者都能够将他们的资金分散在不同国家的资产上来获得利益。随着这种资产选择理论的流行,机构投资者的投资需求也就越来越国际化。尤其是在发达国家间,即使在不引起净资本流出或流入的情况下,为了分散风险,证券资本也会在国际间流动,从而使各国的市场联系日益密切。各国对机构投资者的一些管理规定,在客观上也促进了机构投资者的投资需求国际化。如美国 1974 年的《退休收入保障法》就规定养老基金的投资应

谨慎地采取多样化的形式。虽然该法未明确提出国际化的要求,但是对机构投资的国际化产生了很大的影响。随着发达国家在 80 年代相继取消了资本流动的限制,机构投资者投资的国际化倾向方兴未艾,它们的投资需求对国际证券市场一体化产生的影响将进一步显现出来。

5. 国际货币体系的演变、非美元国际债券和融资工具的增加也对金融市场一体化起到了一种促进作用。布雷顿森林货币体系崩溃之后,美元丧失了作为唯一国际储备货币的地位,随着西方各主要国家货币汇率开始浮动,美元对这些货币的汇率不断下跌。为了保值,避免美元汇率下跌对国际经济交易带来的不利影响,德国马克、英镑、日元、瑞士法郎、法国法郎、荷兰盾等其他西方国家货币便被不断地用于国际经济收益的计价和支付结算,与此相应,金融市场上非美元面值的金融工具便逐渐增加,这就在客观上促进了非美元金融市场的发展和国际化。80 年代的国际金融创新,尤其是非美元面值工具的创新加强了金融市场国际化的趋势,这一趋势发展的结果,就是全球各个市场的联系日益密切,一体化程度不断提高。

6. 金融创新减少了交易成本,扩大了国际资本流动规模,大大加快了金融市场一体化的进程。金融创新对金融市场一体化的促进作用主要表现在两个方面:(1)衍生金融工具(期货、期权及互换交易等)的大量涌现,形成了规模巨大的金融衍生市场,在各国金融自由化的背景下,金融衍生市场的国际化趋势日益加深。国际游资为了追求高度的风险收益而不断进行金融衍生工具交易,至今全球已形成上千亿美元的投机性资金,这些资金不断流入国际化的金融衍生市场进行操作。更为重要的是,现在全世界几乎每一家大的银行(中央银行和商业银行等)都在利用外汇期货、利率期货和股票指数期货等金融衍生工具进行保值交易或投机交易。这样,众多的市场参与者不仅增加了金融衍生市场的交易量,而且促进了金融市场的一体化。(2)金融资产证券化。证券化主要表现是融资证券化(国际债券发行代替了银行贷款,处于主导地位)、债务证券化(发展中国家的部分银行借款转换为债券和股票)。证券化不仅加大了金融资产的流动性,而且加强了资本市场与外汇市场之间的联系,加强了发达国家市场与发展中国家市场之间的联系,从而加速了金融市场的一体化。

三、国际金融市场一体化的影响

1. 国际金融市场一体化的积极影响

(1) 加快了金融信息传递,提高了金融市场效率。与分割状态下的各国金融市场相比,一体化的市场扩大了信息的传播范围,使金融信息更具有公开性,能够更准确、更迅速、更全面地反映市场供求状况,亦即资金的稀缺程度,形成更为有效合理的价格信号体系。一旦国际政治和经济发生变化,不仅处于中心地位

的金融市场可以迅速获得信息,即便是那些处于非中心地位的金融市场也能迅速获得信息,从而提高了金融市场的效率。

(2) 扩大了金融资产的选择性,满足了各种金融需求。金融市场的一体化,扩大了金融交易的空间,有利于满足经济发展过程中不断产生的各种金融需求。对投资者和储蓄者来说,扩大了金融资产的选择性和实际收益,增强了金融资产的流动性和安全性,改善了金融服务质量;对生产者来说,它在时间、数量、期限、成本等方面对融资的需求均能满足。

(3) 扩大了金融资产的流动性,提高了资本配置效率。国际金融市场一体化改变了各国金融市场相互分割状态下,一国投资受国内储蓄限制导致生产资金不足,以及存在剩余资金的国家由于不了解信息而不能把资金投到收益率最高的地方的状况,从而使资金能够从收益率低的国家和地区自由流向收益率高的国家和地区,使资本得到更充分的利用,使资本的配置效率提高。

(4) 促进了国际贸易发展,并使各国国际收支得以调节。一体化的金融市场为国际贸易解决了资金问题,高效率的外汇市场有助于进出口商估计潜在的收益和亏损,从而为他们管理国际贸易带来的外汇资产提供了条件。发达的外汇市场还提供了许多规避风险的工具,这也促进了国际贸易的发展。而欧洲货币市场等离岸金融市场的存在和大规模的国际资本流动,为各国旨在平衡国际收支的资金融通提供了极大的便利,使各国国际收支不平衡(顺差和逆差)得以调节。

2. 国际金融市场一体化的消极影响

(1) 削弱了货币政策的自主性,降低了各国金融政策的效力。金融政策的效力是指各国中央银行实施货币政策作用于经济变量,从而达到预期经济目标的能力。金融市场一体化给中央银行实施货币政策带来了困难,削弱了货币政策的自主性,也就降低了金融政策的效力。首先,由于“溢出和溢入效应”的作用,干扰和削弱了货币政策所要达到的预期结果。金融市场一体化,加强了各国金融市场之间的联系,导致国内货币政策没有或者只是部分地作用于国内经济变量,而且国外的货币政策效应影响到国内,从而干扰国内货币政策要达到的预期目标。比如,提高贴现率或存款准备金率的目的是为了减少货币供应量,但这往往会提高利率,导致资金流入,结果适得其反。其次,金融市场一体化提高了不同货币资产的相互替代性,一种资产价格的变化会影响到其他资产的价格,从而影响货币政策的效果。再次,它使货币定义模糊不清,难以判断,从而造成货币政策指标的游移。考虑如下的货币总需求公式: $M_d = K(y) + H(r)$,其中, M_d 为货币总需求, $K(y)$ 为预防性需求和交易性需求, $H(r)$ 为投机性需求。金融市场一体化下,式中 $K(y)$ 的系数会有所下降, $H(r)$ 的系数会有所上升,从而产生更大的投机性货币需求,影响着货币政策指标的确定性。

(2) 导致金融资产价格(尤其是汇率)过度波动,增大了风

险。金融市场一体化增强了国际间资本的流动性,而资本流动性越强,越容易形成金融经济(虚拟经济)与实体经济的分离,从而加剧资产价格的过度波动,即资产价格的波动幅度超过了基本经济变量(价格、利率、产量等)的波动幅度。实践证明,长期债券价格比短期利率变动要大得多,股票交易所的股票价格波动是股息变动的若干倍,汇率的波动则更为频繁,外汇资金业务呈现出成交额大、操作便利、速度快、交割方式灵活的特点,从而产生了对短期投机的巨大诱惑力,加大了市场的风险,增加了国际金融体系的不稳定性,导致了金融事件频繁发生。在操作不当或监管不严的情况下,风险就可能成为金融机构现实的亏损,乃至破产倒闭。如自1984年以来,仅美国已有2000家左右银行破产,每年破产数在100家以上,近几年来,世界大银行严重亏损甚至倒闭事件(如大和银行合并、巴林银行倒闭等)就有10多起。

(3) 增加了金融市场的脆弱性。金融市场一体化形成了各国金融市场之间的日益密切的关系链,容易产生“多米诺骨牌”效应。因为,当今金融市场是一个竞争性极强的市场,竞争迫使金融机构追逐利润最大化,势必要求金融机构增加高风险业务,然而一旦经营不善,便会导致金融市场混乱。由于金融市场一体化提高了信息传播速度,加深了金融市场联系,当某个金融市场发生混乱时,便会传导至其他金融市场,形成连锁反应,甚至对全球金融市场形成威胁。此外,金融市场一体化条件下,层出不穷的金融创新,大量金融机构的出现,使人们目不暇接,在增大了金融信息,促进了信息传递的同时,也扩大了信息的非对称性,个别投资者(尤其是规模庞大的机构投资者)的行为往往被效仿,市场中存在着普遍的从众心理,容易导致金融市场的恐慌,甚至酿成金融危机。1997年7月以来东南亚各国的金融危机及其在全球金融市场中的影响就是金融市场一体化条件下金融市场脆弱性的最好例证。

注释:

Roy C. Smith & Ingo Walter, *Global Financial Services: Strategies for Building Competitive Strengths*, in *International Commercial and Investment Banking*, New York, Harper Business, 1990, pp. 65~66

Richard O. Brien, *Global Financial Integration: The End of Geography*, London, Royal Institute of International Affairs, 1992, pp. 8

Maggie Copeland & Tom Copeland, *Lead, Lag and Trading in Global Markets*, *Financial Analysis Journal*, July/August 1998, pp. 21.

约翰·威廉森:《开放经济和世界经济》,238~246页,上海,上海三联书店,1987。

爱德华·夏皮罗:《宏观经济分析》,中文版,379页,北京,中国社会科学出版社,1985。

(作者单位:武汉大学世界经济系 武汉 430072)

(责任编辑:曾德国)