

经济全球化视角 的金融结构变迁*

史龙祥 马 宇

摘 要: 本文首先提出经济全球化条件下金融结构变迁的趋势,即各国金融结构越来越趋向以金融市场为主导,并通过建立金融结构指数对由25个国家组成的样本进行实证检验,发现20世纪80年代以来各国的金融结构指数明显增长,从而证实此趋势的存在。其次,从经济全球化的角度对金融结构变化趋势的原因和机理进行分析,认为全球投资组合收益率提高是导致金融结构变迁的主要原因。最后,指出金融结构变迁带来的负面影响,认为全球金融风险的传递可能加剧。

关键词: 经济全球化;金融结构;全球投资组合;风险分担

中图分类号: F830 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2007)04-0040-08

蒙德·W·戈德史密斯在1969年提出了金融结构的概念,他认为金融结构是一国现有的金融工具和金融机构之和,金融发展的实质是金融结构的变化,研究金融发展就是研究金融结构的变化过程和趋势。研究金融结构的主要目标之一是揭示一国经济发展过程中,资金通过怎样的渠道和形式从供给者流向需求者以及各种融资渠道的重要性。因此,我们将金融结构定义为金融市场和银行中介在金融体系中所占的比重和地位,根据金融市场和银行中介在承担金融体系核心功能方面所占的地位不同区分金融体系类型,即市场主导型金融体系和

* 本论文得到上海市重点学科的资助。项目号T1201。

既方便企业用汇,又有利于国家外汇储备增加;还要加强政府部门之间的协调,减少政策之间不匹配现象;建立政府、行业协会等多层次的组织协调功能,制止恶性竞争和欺诈行为,维护经营秩序和我国企业整体商誉和形象。

(作者单位:上海对外贸易学院 云南财经大学)

参考文献:

- [1] UNCTAD (2003) World Investment Report: FDI Policies for Development: National and International Perspectives[R]. United Nations, 2003.
- [2] 宋军. 跨国并购与经济发展[M]. 北京:中国财政经济出版社, 2004.
- [3] 郭杰,肖善. 企业跨国并购问题分析[M]. 北京:中国三峡出版社, 2004.
- [4] 叶克林. 经济全球化与“走出去”战略——金城集团境外加工贸易模式案例研究[J]. 管理世界, 2002, (6).
- [5] 徐波. 第五次企业并购浪潮及对我国经济影响的研究[M]. 北京:中国商务出版社, 2004.

银行主导型金融体系。本文中金融结构的划分不是按照融资绝对量的大小,而是根据各国金融市场规模与银行信贷规模之间的比率加以确定,比率高的归为市场主导型金融结构,比率低的归为银行主导型金融结构。这里的金融市场是指组织化的证券市场和衍生工具市场,如股票、债券、期货合约和期权合约市场;银行中介是指吸收储蓄存款资金并以自身名义贷给企业等资金需求者的银行等中介机构。

近二三十年以来,各国金融结构以金融市场为主导的发展迹象十分明显,甚至有学者认为金融市场主导型金融体系具有明显优势,将成为全球金融结构发展的共同趋势。那么,各国金融结构是否存在以金融市场为主导的发展趋势,存在此种趋势的原因何在,这种趋势会给世界经济带来怎样的影响,下面将以经济全球化为视角对上述问题展开分析。

一、金融结构变迁的实证分析

经济全球化正不断改变着各国金融结构,金融市场在金融体系中所占的份额扩大,而银行中介所占的份额相对缩小。下面,我们用一个25个国家组成的样本对全球化条件下的金融结构变化趋势进行实证分析。我们参照《银行主导型和市场主导型金融系统跨国比较》一文中的方法,建立一个金融结构指数,以此来表示各国金融结构的变化趋势,但所选指标与其不同。本文选用4个指标,即股票市值(M)、银行存款(D)、股票交易额(T)、国内私营部门信贷额(P),作为建立指数的指标。这里用股票市值来代表金融市场规模,因为股票是典型金融市场的风险资产,用银行存款数额代表银行中介规模,这两个指标都是静态指标。用股票交易规模和私营部门信贷规模表示金融市场与银行中介的流量规模。

$$\text{金融结构指数} = \frac{\text{股票市值}}{\text{银行存款}} + \frac{\text{股票交易额}}{\text{私营部门信贷额}} = \frac{M}{D} + \frac{T}{P} \quad (1)$$

如果用F表示金融结构指数,我们就可得:

$$F = \frac{M}{D} + \frac{T}{P} \quad (2)$$

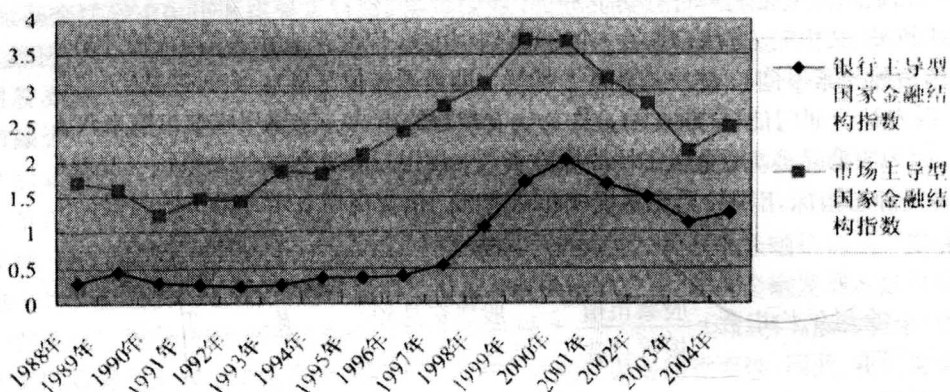
金融体系越趋于金融市场主导型,金融结构指数越大;金融体系越趋于银行主导型,金融结构指数越小。

我们根据经济总量大小、经济开放程度和经济发展状况选取25个国家作为样本,样本国家分成3组,A组包括7个主要发达国家:美国、英国、加拿大、澳大利亚、法国、意大利、德国;B组包括11个20世纪末没有经历严重金融危机的新兴市场国家:新西兰、智利、哥伦比亚、埃及、印度、以色列、巴基斯坦、秘鲁、南非、阿根廷、巴西;C组包括7个20世纪末经历了严重金融危机的新兴市场经济国家:韩国、马来西亚、墨西哥、印度尼西亚、菲律宾、新加坡、泰国。选用1988~2004年的国别年度数据,计算各个国家在这一期间的金融结构指数,并考察其变化趋势。

首先分析A组国家金融结构指数变化情况,A组的7个发达国家,1988~2004年期间金融结构指数都有大幅增长,其中增幅较大的德国、法国和意大利过去都是银行主

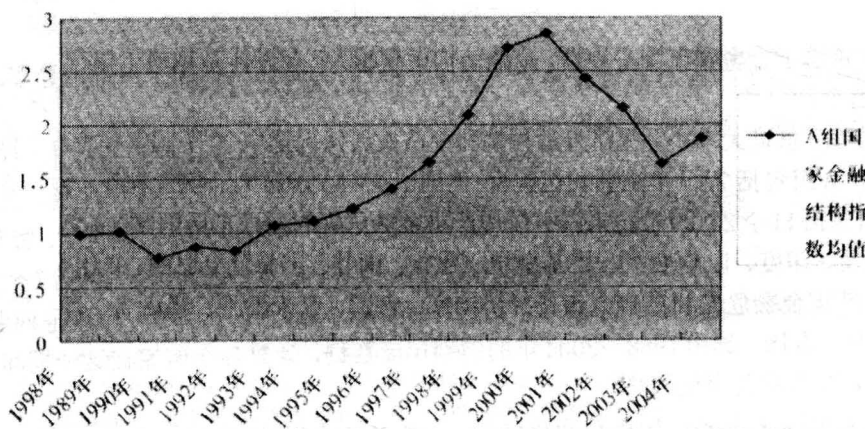
导型金融体系,德国金融结构指数从最低值0.4增长到最高值1.2,法国从0.2左右增长到2.7,意大利则从0.1左右增长到2.3的水平。美国的金融结构指数最高,这一方面因为美国以前就是金融市场主导型金融体系,另一方面是因为美国金融市场的基础设施健全并且是大多数金融创新的发源地,因此其金融结构指数的期初值就较高且增长很快。将A组中原来是银行主导型和金融市场主导型金融体系国家的金融结构指数均值表示在图1中,可以看出在全球化过程中,银行主导型国家的金融结构指数快速上升,增长了大约5~6倍,而金融市场主导型国家的金融结构指数增长了1~2倍。这说明在全球化过程中,A组中的银行主导型国家有向市场主导型转变的趋势。在这一过程中,金融市场主导型国家金融结构指数增长相对较少的原因可能是其原来的金融结构指数就已经很高,因此其增长的幅度不大,但其增长的绝对值较大。将A组国家的金融结构指数均值列出,如图2所示,统计期间金融结构指数均值呈不断上升的趋势,到2002年经济周期低谷时,指数仍比90年代初高出1倍以上,反映出发达国家在经济全球化过程中,金融体系越来越趋于金融市场主导型。

图1 A组银行主导型和市场主导型国家金融结构指数均值



数据来源:根据世界银行/世界发展指标数据库相关数据和《国际金融统计年鉴》各期数据计算。

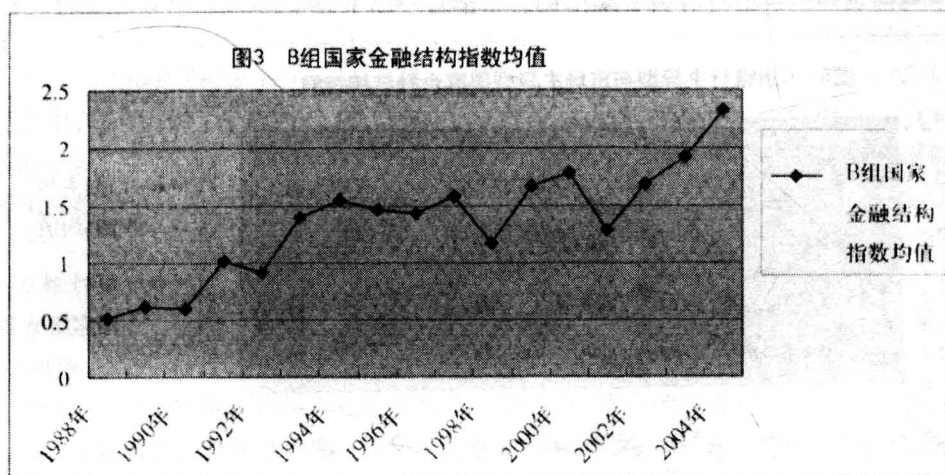
图2 A组国家金融结构指数均值



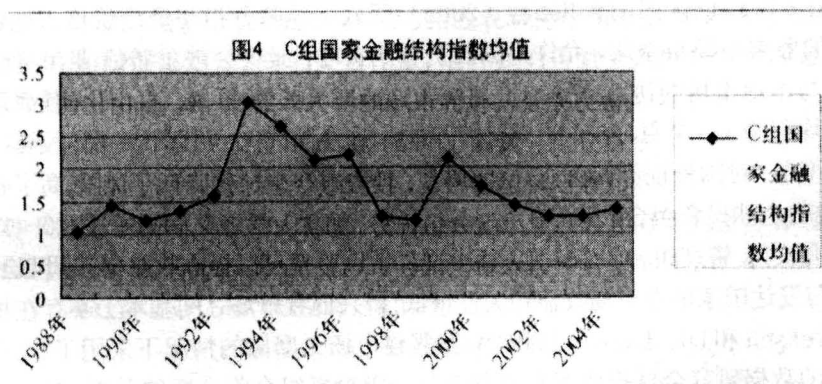
数据来源:同图1。

其次,分析B组的情况。B组国家的共同特点是在起始时期的金融结构指数都很低,除了个别国家(智利和南非)之外,都在0.5以下,这说明新兴市场国家在开放之前基本上都是银行主导型金融体系。B组中每个国家的金融结构指数在期末都比期初有了大幅提高,除南非和新西兰之外的国家都提高了数倍。从图3的B组国家金融结构指数均值的变化情况,可以看出这些国家1998年受到金融动荡影响,金融结构指数下降;2001年网络泡沫破灭时金融结构指数下降,其他时期基本处于上升趋势之中,均值从1988年的0.5上升到2004年的2.3,增长4倍多。这反映出新兴市场国家对外开放、参与全球化过程中,其金融结构越来越趋于以金融市场为主导。

最后,分析C组国家的情况。这一组是20世纪90年代发生严重金融危机的新兴市场国家,多数国家的金融结构指数在1993~1996年达到高峰,随后在发生危机后的1997~1998年达到低点,然后大多数国家呈现出总体稳定、略有上升的态势(与危机时水平相比)。从C组均值看(如图4所示),期末的金融结构指数比期初有一定增长,但增长幅度比A组和B组小许多。由于发生了严重金融危机,C组国家金融结构指数的变动趋势较为复杂,危机后除1999年出现明显恢复性增长外,2000年以后又出现下跌走势。



数据来源: 同图1。

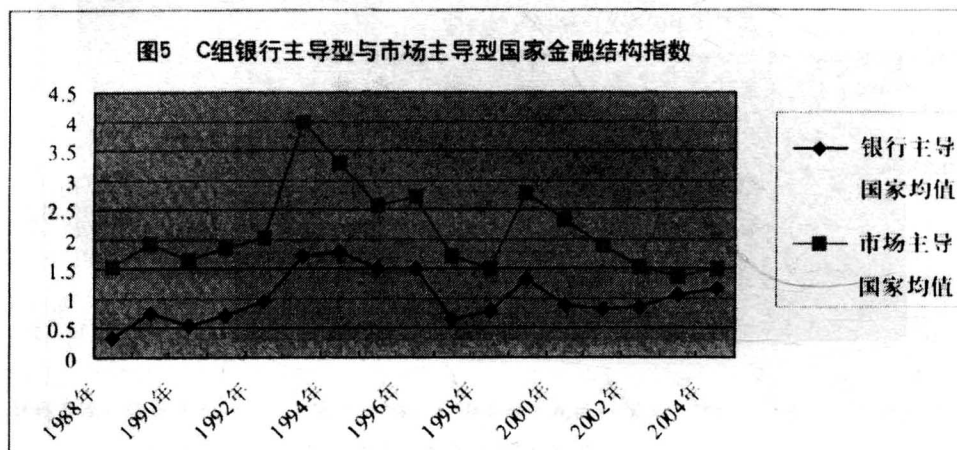


数据来源: 同图1。

菲律宾、泰国、马来西亚和印度尼西亚从1992~1996年短短的时间中,金融结构指数增长4~6倍,随之而来的就是金融危机,这可能提示我们新兴市场国家金融市场膨胀过快有可能是引发金融危机的因素之一。通过对C组中银行主导型国家与市场主导型国家金融结构指数的比较(如图5所示)可以看出,市场主导型国家的金融结构指数经历了大起大落,期初与期末基本持平,而银行主导型国家的金融结构指数则增长了一倍左右,而且逐渐接近市场主导型国家金融结构指数的水平,这也反映出银行主导型金融体系有向市场主导型金融体系转变的趋势。

二、金融结构变迁的原因和机理

1. 原因 全球化是经济发展的大势所趋,它使越来越多的投资者可以在全球金融市场进行资产配置。由于全球不同国家金融资产价格相关性较低,根据马科维茨投资组合原理,全球证券投资组合可以更好地在全球范围内分散风险,提高金融市场投资的单位风险收益率。这样就打破了金融体系中原有资金配置的均衡,一部分资金从收益低的银行存款流向收益高的金融市场,最终导致金融结构趋于金融市场主导型。



数据来源: 同图1。

Anusha Chari 和 Peter Blair Henry (2002) 研究了风险分担与资产价格。他们认为, 当一个国家的股票市场自由化, 允许外国投资者购买时, 股价会被重新估值 10.4%。因为可投资的股票与本地市场的协方差是与世界市场的协方差的 30 倍, 自由化使可投资股票的系统性风险平均下降 3.4 个百分点。萧琛 (1995) 认为 20 世纪 90 年代美国证券投资组合的战略正在发生变革, 对国外证券投资迅速增长, 投资组合全球化降低了风险, 提高了收益率。以上情况均说明全球投资组合凸现风险分担优势。加拿大学者艾润则通过对 1960~1990 年数据的实证研究认为: 资产组合中引入新兴证券市场股票可以提高收益率并降低风险。新兴证券市场收益与发达国家证券市场收益相关性很低; 新兴证券市场之间基本上不存在相关关系。Joost Driessen 和 Luc Laeven (2003) 在假设市场无摩擦的情况下采用了 62 个国家 1996~2000 年的数据研究全球投资组合收益率与一国投资组合收益率的差别, 得出结果认为几乎全部国家的投资者都可以从全球化投资组合中获得更高收益率。全球投资组合的夏

普指数比各个地区投资组合的夏普指数有明显提高,按年度收益率计算,所有国家投资组合的夏普指数平均值提高0.37。比较发展中国家和发达国家夏普指数变化情况,可以看出无论使用本币还是美元表示,发展中国家投资者进行全球投资组合的收益(夏普指数增加值)都高于发达国家。

经济全球化过程中投资者通过持有全球投资组合提高了收益率,这种情况下,金融体系中原有的资金配置均衡就可能被打破,投资者会将一部分资金从银行转移到金融市场,造成银行存款资金流向金融市场的现象,即通常所说的“脱媒”,从而金融结构会越来越趋向于金融市场主导型。

2. 机理 如果从投资者的角度来看,这种变动就是投资者不断调整其资产组合、重新配置资产的过程。我们假设银行存款是无风险资产,投向金融市场的资金是投资于一个最优风险资产组合并假设最优风险资产组合已经给定,这样投资者就面临着将资金在无风险的银行存款和最优风险资产组合之间配置的问题。由于全球投资组合提高了夏普指数,投资者为达到获取最佳风险收益的目标,就要调整其在银行存款和最优风险资产组合之间的资金分配比例。下面借助于资金配置模型来说明投资组合全球化导致银行资金流向金融市场的过程。某一投资组合对投资者的效用可表示为该投资或投资组合的收益和风险的函数,即效用函数:

$$U=F(r, \sigma) \quad (3)$$

其中, U 为投资效用; r 为投资的回报水平; σ 为投资的风险程度。

对一般投资者而言,回报给投资者带来的是正效用,而风险给投资者带来的是负效用。对效用函数的确立在理论界有许多版本,被金融学者用得最多的则是下面这个效用函数:

$$U=E(r)-0.005A\sigma^2 \quad (4)$$

$E(r)$ 和 σ^2 分别代表投资的预期收益和风险, A 为投资者风险厌恶程度指数。一般的投资者都是风险规避者, A 为正值, A 值越大表明投资者越厌恶风险,因而在函数式中表现为减项。

一般情况下,投资者可以自由选择可投资的资产。资产的种类包括短期国库券、银行活期存款、定期存款、可转让存单、国债、企业债券和股票等。以 F 和 P 分别表示给定的银行存款和最优风险资产组合,由 r_f 和 $E(r_p)$ 表示银行存款回报率和最优风险资产组合预期回报率, σ_p 表示最优风险资产组合预期回报率的标准差,即风险;用 C 表示由银行存款和最优风险资产组成的完全组合, $E(r_c)$ 和 σ_c 相应表示完全组合的预期回报率和标准差,用 y 表示投资到最优风险资产组合的资金比重。这样我们得到下列完全资产组合的预期回报率及其标准差:

$$E(r_c)=yE(r_p)+(1-y)r_f \quad (5)$$

$$\sigma_c=y\sigma_p$$

对于给定的投资者风险偏好系数 A , 利用求导的方法解出下列投资者效用函数取得最大值时最优风险资产组合的比重 y^* , 即

$$\text{Max } U=E(r_c)-0.005A\sigma_c^2 \quad (6)$$

$$=yE(r_p)+(1-y)r_f-0.005Ay^2\sigma_p^2$$

$$\text{上式对 } y \text{ 求导, } E(r_p)-r_f-0.01Ay\sigma_p^2=0 \quad (7)$$

解出上式,得出资产优化配置的表达式:

$$y^* = \frac{E(r_p) - r_f}{0.01A\sigma_p^2} \quad (8)$$

上式表明,投资者投资于最优风险资产组合的比重 y^* 与最优风险资产组合的收益率 r_p 正相关,而与投资者的风险偏好系数 A 和风险资产组合的方差 σ_p^2 负相关。

上面的资产优化配置模型可以较好地解释全球投资组合提高投资收益导致资金流向金融市场的过程。金融市场对外开放后,由于本国投资者可以通过跨国投资分散风险,全球投资组合的系统性风险下降,所以最优风险资产组合的经风险调整的收益率会提高,而无风险资产银行存款的收益率不会有太大变化。另外,在发达国家尤其是美国金融市场上,共同基金、养老基金等机构投资者的迅速发展大大地降低了投资者参与金融市场的成本。而且一般情况下,机构投资者能够以较低成本进行国际化投资组合,获取更高资产组合收益。这样可以得出在投资者风险偏好系数 A 不变的情况下,投资者投资于金融市场的资金比例 y^* 会增大。这说明金融市场开放后,全球投资组合的风险下降,并且伴随着投资者参与成本下降,资金更多地流向金融市场,金融市场在金融体系中所占比重和地位上升。

三、对金融结构变迁的反思

目前,金融结构由银行主导型向金融市场主导型转变逐渐成为发展趋势,众多学者对此进行研究,大多数人都对此给予积极的正面评价,认为在当前经济条件下,金融市场主导型金融体系可以提供更多的金融创新工具,更有利于高科技产业发展和经济增长。但是,在肯定金融市场主导型金融体系正面作用的同时,我们也有必要客观冷静地看到全球金融体系趋于金融市场主导型可能带来的负面影响。

第一,在经济全球化的过程中,银行资金逐渐流向金融市场,金融市场的规模迅速扩大,跨国证券投资迅速增加,全球金融市场趋于一体化。此时,任何一国金融市场上出现意外波动,投资者就会迅速调整其持有的投资组合,从而给全球证券市场带来动荡,进而波及各国的经济安全。

第二,金融市场的繁荣孕育了大量的衍生金融产品,衍生金融工具的广泛使用可能放大经济冲击并使其在全球范围内迅速传递。衍生金融工具通常具有较高的杠杆性,而投机成功与否在于人们对市场价格预测的准确程度,任何对市场价格能够产生冲击的因素都可能通过衍生工具而放大冲击并迅速传递造成全球系统性风险。

第三,金融市场一体化构成实体经济震荡影响的重要传递渠道。由于金融渠道的传递速度显著超过实体经济渠道的传递速度,实体经济震荡在国际上的传播由于金融市场联系而速度更快、规模更大。金融联系加强导致波及效应,而且可能会随着时间的推移而变得更加重要,跨国投资者对于相关国家的震荡反应相当强烈,加剧了风险的跨国传递。

金融市场开放本身导致资产价格波动性增大。J. Benson Durham(2000)研究了证券市场开放与资产价格波动的关系,检验1986年1月~1994年10月对外开放的12个国家证券市场得出结果认为,市场波动性在开放后的8个月内增加了1.9个百分点。Kim和Wei(1999)专门研究外国机构投资者(其中相当一部分是共同基金)在韩国证券市场的投资行为。

实证研究表明,外国投资者在新兴市场上确实进行正反馈交易,加剧了市场波动,因此跨国投资者成为系统性风险的传导载体,不断放大个别国家的经济波动,对全球系统性风险的形成和扩散起着推波助澜的作用。当这些基金进行大量的跨国投资时,这种不稳定性就会在不同国家之间传染,造成不同国家证券市场的共振。例如,由于投资基金大量的跨国投资,发展中国家证券市场回报率与世界证券市场总体回报率的相关性在20世纪90年代有了很大提高,这一相关性从1991~1994年的0.08增长到1995~1999年的0.19。而在同一时期,美国在发展中国家证券市场上所占有的交易份额从1991~1994年的7.7%增长到1995~1999年的20.8%。可以看出,随着基金等机构投资者在发展中国家投资份额的提高,发展中国家证券市场收益率与世界证券市场总体收益率的相关性越来越强。

当发生金融危机时,金融市场的风险传递性表现得更加明显。在墨西哥金融危机、亚洲金融危机和俄罗斯金融危机期间,不但危机国家的基金投资大幅下降,其他国家也受到不同程度的影响,出现危机扩散的现象。无论从资金抽逃的程度还是波及地域的广度看,基金的反应都很强烈。为准确度量基金投资变动的情况,我们定义投资变动率。“首先计算危机爆发后两个季度基金平均买入(或卖出)量对原来投资头寸的比率,在减去若干年内基金买入(或卖出)的季度平均量与原来头寸之比率,得到基金投资变动率。正值表示基金投资增加,负值表示基金卖出证券。计算结果表明,除本国外,墨西哥危机只对基金在少数几个拉美国家的投资产生负面影响。墨西哥比索贬值后两个季度,基金在巴西和委内瑞拉的投资变动率分别为-5%和-2%,但其在亚洲和转轨国家的投资还有所增加,投资变动率分别为4%和11%。而在发端于泰国的金融危机中,第一次出现了基金从新兴市场全面抽逃。亚洲经济体首当其冲,基金在新加坡和中国台湾的投资变动率为-12%,中国香港为-7%,基金的抽逃还波及到拉美国家和转轨国家。在俄罗斯金融危机中,基金从新兴市场抽逃资金表现得更加明显。

(作者单位:上海对外贸易学院 山东工商学院)

参考文献:

- [1] Allen, F. and D. Gale (1999). "Comparing Financial Systems", Cambridge, MA: MIT Press, 1999.
- [2] Andreas Hackethal (2000). "How Unique Are US Banks? The Role of Banks in Five Major Financial Systems" ISSN1434-3401.
- [3] Anusha Chari and Peter Blair Henry (2002). "Risk Sharing and Asset Prices: Evidence From A Natural Experiment" Working Paper 8988, <http://www.nber.org/papers/w8988>.
- [4] Asli Demirguc-Kunt, Ross Levine: "银行主导型和市场主导型金融体系: 跨国比较", 北京奥尔多投资研究中心主编. 金融系统演变考[C]. 中国财政经济出版社, 2002.
- [5] Errunza, Vihang and Etienne Losq. (1985). "International Asset Pricing under Mild Segmentation: Theory and Test," Journal of Finance, Vol. 40, No. 1, pp. 105-24.
- [6] Joost Driessen and Luc Laeven (2003). "The Value of International Portfolio Diversification", "Globalization and National Financial Systems" Edited by James A. Hanson, Patrick Honohan and Giovanni Majnoni, A copublication of the World Bank and Oxford University Press, 2003.
- [7] Kim, W., and Wei Shang-jin. (1999). "Foreign portfolio invests before and during a crisis", NBER Working Paper, No. 6968.
- [8] Levine, Ross. (2000b). "Bank-Based or Market-Based Financial Systems: Which Is Better?" 2000b, University of Minnesota Mimeo.
- [9] Raymond .W. Goldsmith, Financial Structure and Development[M], Yale University Press, 1969. Tomas Dvorak: "Does foreign trading destabilize local stock markets?" (2001), Table1, <http://lanfiles. Williams. edu>.