

西方金融创新及其评价

戴国强

一、西方的金融创新

一国的金融体制总是随着金融环境(政治、经济状况、信用制度、金融政策等)的变化而逐渐演变的。这种变化不仅是结构性的变化,在某种意义上讲,也是一种本质上的变化。六十年代开始的金融创新就是西方金融业为适应这种变化的需要,在金融工具、金融市场、金融机构等方面所进行的改革与创新活动,这种创新活动不仅使金融市场深化,同时也促进了银行业的发展。

金融创新与发明不同。发明(Invention)是指发现一种更便利、更有效地完成某种有益事情的途径(办法),是科学技术方面的行动和结果;创新(Innovation)是将发明付诸实施的行动,是指某些商业抉择行为,其动机是利润极大化。当金融环境发生了变化,打破了原有的均衡状态时,金融业就要设法突破原有的限制,利用机会改变某些业务的操作程序或做法,以求得最大利润。在金融创新的过程中,金融机构的业务程序、组织结构以及投入产出等都会进行“最优化”调整。

一个成功的金融创新,应具有相对稳定性效果,也就是说,当促成某项创新的最初动因消失后,该项创新结果依然存在,并有所发展,例如NOWs和MMMF等。所以,一种成功的金融创新有两个标志:

一是能提高市场的效率。因为金融中介的过程具有很大的磨擦性(Friction),借贷双方不可能以相同的成本运用资金,其成本总有一定的差异,如果这项金融创新能减少双方成本的差异,也就可以提高市场的效率。

二是可促进市场的完整性。使借贷双方在市场上获得更满意的融资期限、利率水平、融资额度。如票据发行便利等。

不符合这两个要求的所谓“创新”就会依“泡沫原则”(Bubble Principal)自生自灭。

二、西方金融创新的原因分析

引起西方大规模金融创新的原因很多。但基本上不外乎以下三个方面:

(一)逃避管制

可以认为,金融业由于其经营的风险性以及它对整个宏观经济的影响巨大,所以金融业所受的管制也最多。这些管制包括税法、利率高限以及准备金制度等。

为了逃避较高的税率,企业将一部分收益作为养老金和保险费,从而达到避税的目的。其结果是促使养老金基金和保险业等非银行金融机构的发展,加剧了金融业竞争,从而刺激了银

行进行金融创新。从银行本身来说,为了避税而大力发展各种可免税或减税的业务。离岸金融业务迅速扩大,离岸金融中心纷纷建立,促成欧洲货币市场不断扩大,为新金融工具和新的金融业务提供了运用的场所和发展的机会。

利率高限是指金融管理当局对商业银行和储蓄机构的存款利率设定上限。其目的有三:一是防止存款机构为争取资金来源而竞相提高存款利率,危及金融安全。因为存款利率提高会使银行资金成本提高,银行为了获得收益,必然会扩大高收益高风险的放款及投资规模,从而加大银行经营风险。二是防止大城市银行以高利率吸收地方资金,导致城市与地方不均衡发展。三是限制存款利率高限可提高银行的盈利率,增强银行实力。

但是到了六十年代这种利率高限也带来许多问题。首先是造成市场利率高于存款利率,使存款户从存款机构抽回存款,进行直接投资,造成“反中介”和“脱媒”现象。其次,这种管制对大银行和中小银行的效果不同,大银行可通过海外分行吸收欧洲货币市场等的资金,而中小银行则无此便利,造成竞争不公平。此外,利率高限削弱了存款机构吸收资金的能力,使存款机构在竞争中处于不利地位。从而迫使存款机构开创一些高收益的金融产品以减少资金流失。

存款准备金制度是为了保障银行经营安全而制定的,但是它导致银行资金成本提高。为了增加可用资金比例,降低资金成本,银行纷纷推出可以不提或少提存款准备金的金融工具,如发行 CD_s,或发行商业期票等。

(二)适应经济和金融环境的变化

六十年代以来,西方的经济和金融环境发生了较大的变化,变化之一是利率不断提高而且多变,强化了“费雪效应”,增加了金融业的利率风险,使其盈利率变得不稳定。为了避免利率波动带来的经营困难和损失风险,金融机构创造出各种避险的金融工具,如期货、互换业务。

变化之二是社会财富累积导致公众对高收益金融商品的需求增加。战后长期的经济增长使得国民收入不断提高,公众所拥有的财富有较多积累,其承担风险及分散风险的能力也有所增强。于是对高收益(也具有高风险的)资产需求增加,而且在财富增长的情况下,人们更重视理财,对高流动性及较高收益的金融工具更加喜欢。金融机构为了适应公众理财需要,也不断推出新的金融工具,如 CMA_s 等。

变化之三是经济周期波动频繁,金融市场震荡加剧,无论是股票、债券或外汇市场,其市场价格都出现较大波动,使投资风险普遍增大,投资者均企盼新的避险工具。这也激发了金融创新的深入发展。

变化之四是家庭已成了金融市场资金供给的最大来源。但家庭资金供给多是小额储蓄,金融管理当局原来为引导小额储蓄资金流向间接金融,对许多高收益的投资工具规定了面额,如国库券等其面额大多为 10 万美元以上,CD_s 的面额也在 10 万美元以上,使家庭小额储蓄者无法进入这些市场。为适应家庭投资者需要,金融机构又推出了共同基金等。

变化之五是国际经济合作加强,各国经济相互依存度提高,各种可交易的票据大量出现,使贷款与证券之间的传统区别日益模糊,金融证券化使得金融机构进行金融创新的热情更加高涨。

(三)科学技术的进步与发展促成了金融创新

金融服务讲究速度与效率。科学技术在自动化、电子传真、电脑等方面的成就,对金融业产生了划时代的影响。它一方面使金融市场的时间和空间距离缩小,使得金融业竞争更加激烈,迫使金融创新不断进行;另一方面,它也使得银行提高了经营效率,降低了服务成本,使许多以

往无法经营的产品和业务得以问世,如资金电子调拨系统、自动取款机等,既提供了服务便利,又扩大了资金来源。

三、西方金融创新的主要内容

需要是创造的动因。任何一种创新都具有三个特点:提供更多的功能,提供更多的便利,盈利性与流动性相结合,西方金融创新即满足了这三方面的需要。西方金融创新可作以下分类:

一是防止风险的金融创新。

从目前来看,西方金融市场上的风险可分为两类:一是利率风险,二是一般风险。

为防止利率风险而推出的金融产品有:1. 浮动利率 CD 和浮动利率住房贷款,其利率皆随国库券利率而浮动。2. 利率期货和利率互换。3. 金融资产证券化,将原本无流动性的资产转换成可在市场上买卖的证券,金融资产证券化既提高了金融机构资产的流动性,又可优化其资产负债结构,提高资本充足率。

为防止一般风险(即汇率风险和金融商品价格波动风险)而推出的创新产品主要有:期货和期权,既可将各种金融商品的价格锁定,避免价格风险,又可获得盈利机会。

二是迎合公众理财需要的金融创新。

为满足公众理财需要,西方金融机构推出“货币市场相互基金”、“现金管理帐户”和“年金转换抵押”。这些创新产品都具有多项功能,既能为客户提供盈利机会,又使客户的资产具有较大流动性,还可为客户提供转帐、结算服务。

三是逃避金融管制,竞争资金来源而进行的金融创新。

资金是金融机构业务发展的根本保证,为了逃避金融管制和直接金融竞争资金来源,防止“脱媒”现象蔓延,西方金融机构从六十年代以来推出了大量的金融创新产品,这些产品主要有“可转让支付命令帐户”(NOW_s)和“超级可转让支付命令帐户”(S-NOW_s)、“自动转帐帐户”(ATS)、“大额可转让存单”(CD_s)、“货币市场存款帐户”(MMDA_s)、“货币市场存单”(MMC_s)等。

除了以上所列之外,还有一些较重要的创新产品,如“免税存单”(ASC)、“支票投资帐户”(CIA)、“小额 CD”(EACD)、“浮动利率中期债券”或叫“货币市场中期债券”(MMN)等,均是八十年代出现的,有些是对创新产品的改进和发展,如“小额 CD”,其面额为 3000 美元,期限为 6 个月,更有利于吸收家庭小额投资者的资金。

四、金融创新的影响

无论从哪个方面看,六十年代以来形成的这一金融创新浪潮对各经济部门的影响都是深刻的,它不仅改变了公众的储蓄和企业的投资行为,还改变了银行经营管理活动,并对货币政策的贯彻执行产生重大影响。

(一) 金融创新增强了储蓄和投资意愿,提高经济主体对利率变动的敏感度,有利于金融市场的发展

大量避险工具的出现,降低了企业投资的利率或汇率风险,增进了企业的投资意愿。各种多功能的理财工具,使得小额储蓄者不仅能获得转帐结算服务,还能利用专家进行多元化投资组合,取得较高的市场报酬率,并降低投资风险,提高了公众的储蓄积极性。

不仅如此,随着储蓄和投资的增加,经济主体对市场利率变动的敏感度也大大提高。由于创新丰富了金融商品,有利于扩大投资的流量,在一定的货币存量下,可产生出一个更大的均

衡资本存量,使储蓄者和投资者有更多的机会根据实际利率进行借、贷活动,当市场利率变动时,储蓄者和投资者都会大规模地调节其行为,这种由对利率的敏感而引起的行为变化,有利于发挥利率的杠杆作用,有利于改善资源配置,提高了资金的分配效率,从而有利于金融市场的发展和完善。

(二) 金融创新增强了银行的竞争力

金融创新改善了银行的资产负债结构,也改变了传统的管理观念与方法。在金融创新推出一大批创新产品后,银行获得资金的方式极其多样化,银行在市场上一改以前守株待兔的被动负债的观念,可主动出击,发行各种具有吸引力的筹资工具,获得预期的资金来源。而资产证券化则使银行资产流动性提高,资金运用变得更加灵活,可大规模经营高盈利资产,这无疑是有利于增强银行抵御风险能力的。

创新还拓展了银行的业务范围。目前许多大银行已改变了其原来以经营放款业务为主的观念,大力发展各种服务性业务,如承兑、保证、信用承诺等表外业务,致使表外业务量正在赶上或已经超过表内业务。使银行成了名副其实的多功能的“金融百货公司”。

(三) 金融创新使货币政策的传递机制发生了变化

在六十年代以前,西方国家货币政策的传递机制大部分是通过控制货币量和信用规模,即通过操纵商业银行向客户提供信贷的能力来实现的。传统的货币政策是以货币量作为中介目标的,它要求货币和经济活动之间的关系相对稳定,货币当局可从这一稳定的函数关系中把握社会的货币需求,从而确定相应的政策手段,或变动准备金比率,或改变公开市场操作来控制货币供给与信贷规模。金融创新的结果,使货币政策这种传统的传递机制发生了变化,因为金融创新使得货币当局难以分辨所谓的“货币”与其他金融资产的界限,随着新型金融工具不断涌现,货币当局不得不经常对货币定义作修正,从 M_1 到 M_2 到 M_3 ,货币定义越来越广,难以把握,其统计的准确性也越来越差。另一方面,金融创新使利率波动更加频繁,按市场利率支付的金融资产日益增多,经济主体对利率的敏感度提高,利率的杠杆作用得到强化。因此,货币政策对经济的调控作用大部分是通过实际利率的变化来传递的,通过某种调整,采取某种措施使实际利率发生变动,影响到社会的储蓄和投资活动,从而使货币政策目标得以实现。这样做一方面有利于提高货币市场和资本市场在竞争中分配资源的效率,完善了金融市场;另一方面,更能体现货币政策间接调控的职能。还可避免以往由于预测不准所作出的信贷控制计划与实际相距甚远,从而使政策效果削弱,甚至适得其反的后果。

(四) 金融创新导致金融管制放松,有利于金融的市场化

当金融创新的许多工具被越来越多的人所接受时,金融管理当局就必须面对现实,放松某些管制,例如 1980 年美国银行法和 1982 年的“盖恩——圣·杰曼法案”实际上就是对金融创新的承认和让步,是对既成事实给予“法律上的承认”,以维护法律的尊严。这种放松又会推动金融机构以更大的热情进行创新活动。某些管制条例如利率高限的逐步取消,又为金融活动市场化创造了条件。金融管理当局为顺应创新潮流,也改进了金融管制,例如订立风险度保险费率制,改革会计核算制度,加强资本充足比率管制,加强国际货币合作等。金融创新与金融管制互相促进,不断完善,从而更好地发挥金融业在经济活动中的作用。

五、金融创新所提出的挑战

金融创新既对储蓄和投资行为、银行的经营活动以及货币政策产生了深远的影响,同时,

也对金融体系和货币政策提出了严峻的挑战。

首先,在不完全竞争的资本市场中,期货和期权交易的发展,很可能诱使投资者大幅提高投资率,当货币当局想通过提高利率来实行紧缩政策时,投资者可利用期货和期权交易去对冲紧缩政策的高利率,从而削弱紧缩性货币政策效果,甚至使得紧缩性政策无效。而当货币当局想采取扩张政策时,市场利率却由于金融创新产品不断问世而无法下降,从而弱化了货币政策的效果。

其次,金融创新使银行等金融机构所面临的风险和不确定性增大了。

这种风险包括:

1、利率风险。金融创新使银行等金融机构的“固定利率负债”比率下降,使负债的利率敏感度提高,相应地银行又必须提高资产的利率敏感度,在资产负债的利率敏感度大幅度提高的情况下,面对多变的市场利率,银行稍不谨慎,对利率预测有误,就会使银行遭到巨大的利率风险。

2、业务风险。金融创新使银行业务范围扩大,盈利方式改变,潜在的损失概率也随之提高。例如表外业务中的贷款承诺和备用信用证等,在遇到资金紧缩、银行头寸短缺情况时,这些或有负债极可能变为现实负债,而使银行陷入被动;又如资产证券化在正常条件下,它使银行的资产流动性提高,但是当遇到紧缩政策来临,所有的债权人都欲将自己的证券变现时,情况就适得其反,在银行最需要流动性时,这些证券化资产失去流动性的风险也最大。何况在大量的资产证券化之后遗留下来的大都是质量较低的资产,更增加了银行潜在的风险。

可见,许多金融创新并没有消除风险,而只是转嫁风险。在转嫁风险的过程中,就可能产生新的风险。

最后,金融创新影响了货币政策的稳定性,加大了金融管理的难度。

金融创新使货币需求函数变得越来越不稳定,从而使货币政策赖以决定的依据变得不可靠,导致货币政策多变。例如美国的利率在八十年代变得反复无常,有时一年之内利率变动幅度达100%。利率的巨大波动又刺激了金融机构的投资冒险活动,大量表外业务问世。而表外业务因其自由度大、透明度差,使金融管理变得更加困难。在金融创新浪潮中,金融机构之间的竞争更加激烈,使其收益减少,并削弱了其抗风险的能力。当新的有效的管制尚未形成时,就有可能造成严重后果。

为此,西方国家正在努力寻求一种既能保护金融创新活动,使其为金融市场的发展和增加金融市场活力而发挥积极作用,同时,又在加紧研究适应金融创新需要的新的监管办法,以期克服金融创新所带来的弊端和问题。如英国对货币层次重新定义,并公布各层次货币总量,作为制定货币政策的依据。美国则改革会计核算制度,采用市场价值会计核算方法,以便更好地反映金融机构的业务风险。要求金融机构决算分开,以便真实地反映银行资产状况,使管理当局更好地发挥监管、保护作用。