

理解金融自由化效应: 增长与波动*

庞晓波 黄卫挺 朱毅

摘要: 增长与波动是金融自由化的核心效应, 对它们的研究分别构成了金融自由化原理和实践理论。增长效应源于三个宏观渠道: 储蓄动员、储蓄转化效率以及资本配置效率; 在金融功能视角下, 三者具有不同的微观基础。波动效应研究源于金融自由化实践反思, 主要研究金融自由化的实施条件、速度和次序, 以及金融自由化实践中的政府监管。从增长效应研究到波动效应研究意味着金融系统治理理念的转变。

关键词: 金融自由化; 增长效应; 波动效应; 治理

中图分类号: F832.1 **文献标识码:** A **文章编号:** 0257-5833(2010)03-0042-08

作者简介: 庞晓波, 吉林大学数量经济研究中心教授; 黄卫挺, 吉林大学商学院博士研究生; 朱毅, 中国邮政储蓄银行总行 (吉林 长春 130012)

金融自由化理论的演进具有深刻的现实背景, 其理论构建与经济现实互为形塑, 最终形成了包含原理和实践理论的完整框架。在该框架内, 增长与波动构成了金融自由化的两大核心效应与研究主题。从理论的演进历程来看, 金融自由化研究始终是以发展为导向的。因此, 增长效应又被视为核心中的核心。麦金农等人的早期研究主要是针对现实金融抑制政策的批判性研究, 其基本逻辑是倡导用市场机制替代政府的金融干预, 通过市场化途径解除金融抑制, 达到金融深化。采用当下时髦的话语, 就是通过改变金融体系的治理机制以提高金融系统效率, 即在金融系统内用市场价格信号治理替代政府指令治理。其后, 随着各国金融抑制政策的不断解除, 正向理论构建逐步取代批判性研究, 金融版本的市场原教旨主义成为研究主流, 各种研究结论大多指向金融自由化给实体经济带来的正向影响, 即金融自由化的增长效应。因此, 在这种金融版本的市场原教旨主义指引下, 结合“金融与发展”的主题, 金融自由化、金融发展与金融深化理论之间就有了很强的互补性和同源性^①。

直到20世纪末, 发生在拉美和亚洲等地的发展中国家金融危机打破了金融自由化的这种浪漫主义, 经济学家开始反思和关注金融自由化可能带来的负向冲击, 即金融自由化的波动效应。需要指出的是, 经济学家的这种反思并不是否定金融自由化的增长效应; 相反, 大部分学者都对增长效应持肯定态度, 并认为波动的来源在于不合理的金融自由化实践进程安排。因此, 波动效应研究在很大程度上就是金融自由化的实践理论研究, 即金融自由化实践中的次序、速度等问

收稿日期: 2009-11-01

* 本文是教育部人文社会科学重点研究基地重大项目“金融体制变迁中经济稳定与和谐发展的条件识别和风险预警”(项目批准号: 06JJD790012)、“985工程”吉林大学“经济分析与预测哲学社会科学创新基地”项目(项目批准号: 985CXJD006)的阶段性成果。

① 三者虽然具有同源性, 但都具有各自的理论特点, 它们最大的区别在于金融发展与深化是金融体系变迁的目标, 金融自由化则侧重于说明金融体系变迁过程中的市场与政府的边界。

题。然而，本次全球金融危机（发达国家）彻底改变了人们反思的方向，研究者不再简单关注金融自由化实践中的进程安排问题，而是将切入点转向更为深入的理论层面，即纯粹市场原教旨主义在金融体系内的适用性问题。在实践上，这表现为金融自由化进程中的政府监管问题。秉承上述发展脉络，可以将金融自由化研究分为金融自由化原理研究和金融自由化实践理论研究；前者对应于金融自由化的增长效应，后者对应于金融自由化的波动效应。本文将分别就此进行论述。

一、金融自由化的增长效应：宏观渠道

金融自由化带来的实体经济增长效应是金融自由化原理的核心。从已有文献来看，这方面的研究主要存在两种思路：宏观框架构建与微观机制挖掘，前者将金融自由化置于宏观经济分析的全局框架内，后者重在挖掘宏观背后的微观机制与个体行为。根据经济学研究的主流观点，只有坚持宏观构建与微观挖掘的有机结合，才能在理论上真正阐明金融自由化增长效应的来源与内在机制。

一般来说，宏观分析范式下的实体经济关注三个核心变量：“消费/储蓄”、“投资/资本”和“经济产出”。不考虑开放经济，个体将根据效用最大化而同时决定消费与储蓄，在金融无摩擦的情况下，储蓄完全转化为投资，进而形成经济增长需要的资本，并最终在生产函数等技术条件作用下得到实体经济产出^①。因此，实体经济增长的背后是一个序列逻辑链条，金融自由化、经济周期理论等都可以该逻辑链条上找到相应的位置（见图 1）。本文认为，金融自由化将影响从“消费/储蓄”到“投资/资本”的整个过程；金融自由化可以通过——储蓄动员渠道、储蓄转化效率渠道和资本配置效率渠道——三大核心渠道对实体经济产生影响，它们构成了金融自由化增长效应的来源。出于宏观分析范式的市场原教旨主义色彩，金融自由化的增长效应研究也将褪变为上述宏观渠道研究。

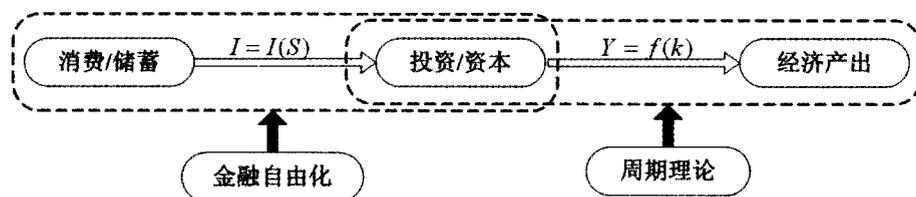


图 1 宏观分析框架内的金融自由化

（一）储蓄动员渠道

在宏观分析框架内，储蓄以两种形态存在：个体储蓄和政府储蓄，其中政府储蓄指的是政府通过税收途径获得的财政资金。不考虑 FDI 等外部资金来源，储蓄是经济中资本形成的主要来源。在计划经济体制下，政府储蓄占据主导地位，相应地，经济中的投资主要依靠财政途径完成；而在市场经济体制下，政府储蓄让位于个人储蓄，经济中的投资主要依靠金融途径完成。金融自由化的前提是市场经济体制，其目标正是建立以金融途径为主的投融资体系。在大多数转轨经济国家和发展中国家，金融自由化的初始表现就是投融资体制的转变，即从倚重财政途径转变为倚重金融途径，或者说投融资过程从政府指令治理转变为市场信号治理。伴随这种投融资渠道

① 本文将简单假设生产技术外生给定。内生经济增长理论认为技术进步是经济增长的源泉，以 Levine 为代表的部分经济学家试图立足于技术进步阐述金融对经济增长的影响。本文认为，金融自由化的确对技术进步存在影响，但这种影响是间接的，技术研发的决策主体是生产企业，金融对技术进步的影响通过融资约束（技术进步所需资本）起作用。详见 Levine Ross, “Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda”, *Journal of Economic Literature*, vol. 35, No. 2, 1997, pp. 688 - 726.

与治理机制的转变, 储蓄主体也由政府转变为个人, 储蓄动员由强制征收(政府最优税率选择)转变为个体主动储蓄(个体跨期优化选择)。

当储蓄取决于个体消费的跨期优化配置时, 有效的储蓄动员渠道必须给予个体足够的经济激励。经济学家认为, 价格是最好的激励信号; 在储蓄动员过程中, 毫无疑问, 作为资本价格的利率是最重要的市场信号。因此, 利率市场化是动员储蓄的首要政策, 同时也构成了金融自由化的核心政策。著名的“麦金农-肖假说”所说的正是这一点, 他们认为发展中国家普遍存在金融抑制, 典型地表现为利率扭曲, 利率上限管制降低了个体储蓄的激励水平, 其结果不但不能刺激投资, 反而抑制经济增长^①。因此, 他们认为可以通过利率市场化, 即通过提高利率动员和刺激储蓄, 将其引导到生产性投资中, 从而促进经济发展。在一定的假设条件下, Kapur 和 Mathieson 等人的利率市场化模型证明了上述结论^②。

(二) 储蓄转化效率渠道

储蓄动员激励是金融自由化影响实体经济的起点, 它研究的是储蓄总量问题; 而金融自由化影响实体经济的第二个渠道是储蓄转化效率。增长经济学家对此作出了主要贡献, 通过对“储蓄等于投资”的关键假设放松, 增长经济学家成功地将金融摩擦引入增长模型^③。在现实经济中, 金融摩擦必然存在, 因此投资(I)与储蓄(S)的一般性关系为 $I = I(S) < S$ 。按照经济增长研究的传统, 用 $I = \phi S$ ($0 \leq \phi \leq 1$)表示存在金融摩擦下的储蓄投资转化过程, 参数体现了金融体系的深度与效率, 金融体系的效率越高, ϕ 就越大。当生产函数符合相关条件, 经济增长与金融效率系数之间便存在正向关联。因此, 金融自由化的政策着眼点, 或者说增长效应的第二个宏观渠道正是提高储蓄转化过程中的效率, 即系数 ϕ 。

然而, 基于经济增长的研究传统, 增长经济学家对于储蓄转化效率过程并没有深入研究。所幸的是, 比较金融体系研究为此积累了大量文献。在市场信号治理前提下, 金融体系通过机构和市场两种渠道对储蓄进行转化。在主银行体系国家, 储蓄转化为投资的过程主要依赖商业银行, 此时, 银行业的运行模式和效率直接决定了储蓄的转化效率; 在主市场体系国家, 储蓄的集中与分配主要以流通证券为载体, 由投资银行与资本市场来实现, 金融市场的深广度及其效率决定了储蓄的转化效率。因此, 该渠道发挥作用的关键在于提高机构和市场的运行效率。简要说来, 首先, 必须给予金融机构与金融市场自由定价权, 即通过利率市场化确立它们的市场主体地位, 为其运行效率提高创造可行性; 其次, 有效协调机构与市场, 发挥它们的协同增长效应, 这是从全局上提高储蓄转化效率的关键, 微观机制部分将对此进行专门论述。

(三) 资本配置效率渠道

储蓄动员与储蓄转化的最终目的是形成有效的生产资本。当企业的生产技术和效率存在差异, 资本在效率异质企业之间的配置也将影响实体经济的发展, 这构成了金融自由化影响实体经济的第三个宏观渠道。在发展中国家, 尤其是转轨经济国家, 高效率企业和低效率企业并存、正规金融体系与非正规金融体系平行的情况十分普遍。在体制变迁的路径依赖作用下, 正规金融体系仍然受到政府的过多干预, 为低效率企业提供金融服务成为正规金融体系的政策性负担, 而高效率企业只能通过非正规金融体系得到金融服务, 这种情况往往导致资本配置的总体低效率。金融自由化理论提倡逐步消除政府对正规金融体系的过度干预, 确保金融体系的市场主体性, 并在立法方面对非正规金融体系进行身份认可和规范, 从而改善金融体系的投资流向, 提高资本的配

① Paul Auerbach, Uddin Siddiki, "Financial Liberalization and Economic Development: An Assessment", *Journal of Economic Surveys*, vol. 18, No. 3, 2004, pp. 231 - 265.

② Kapur, Basant, "Alternative Stabilization Policies For Less Developed Economies", *Journal of Political Economy*, vol. 84, No. 4, 1976, pp. 777 - 795; Mathieson Donald, "Financial Reform and Stabilization Policy in a Developing Economy", *Journal of Development Economics*, vol. 7, No. 3, 1980, pp. 359 - 395.

③ Pagano Marco, "Financial markets and growth: An overview", *European Economic Review*, vol. 37, No. 2, 1993, pp. 613 - 622.

置效率。

因此，第三个宏观渠道的基础也是利率市场化，Galbis的两部门投资质量模型证明了利率市场化带来的资本配置效率改进^①。本质上，利率市场化的这种投资效率改进仍然根植于利率的市场价格信号作用。利率管制时，低利率将为那些低效率的、低收益的投资提供补贴；随着利率市场化，这种补贴将相应减少或者消失，从而挤出低收益投资，提高金融体系的资金配置质量和效率。Gupta和Lensink在此基础上进行了更细致的研究，他们认为，当不存在非正规金融体系，或非正规金融体系的规模较小时，利率市场化总是能提高资本的配置效率。不少实证研究支持了市场治理的资本配置效率改进，并且部分研究结果显示，利率市场化的投资质量效应（渠道三）大于投资规模效应（渠道二）^②。

以上分别从储蓄动员、资本配置以及从储蓄到资本的转变过程归纳了金融自由化增长效应的来源，并结合治理理论对它们进行了论述。根据上述分析，利率市场化构成了金融自由化的核心，它是市场治理的主要价格信号；事实上，利率是连接实体经济与虚拟经济的关键变量，对这两个部门存在着全局性影响。当然，上述分析基本立足于封闭经济，但是，对于开放经济而言，该宏观分析框架同样适用。在开放经济条件下，除了利率市场化，资本账户开放也是金融自由化的重要内容，汇率作为不同币种兑换的价格信号将直接影响国际资本的流向；当国际资本构成实体经济投资时，就会影响到经济增长。因此，不管是基于封闭经济还是开放经济，金融自由化影响实体经济的最终落脚点都是资本，其宏观政策含义是利用市场治理中的价格信号作为资本运动的导向。

二、增长效应的背后：微观机制

对于金融自由化增长效应来说，没有微观基础的理论构建是不完整的。比如，在麦金农和肖的理论中，利率市场化的储蓄动员效应直接取决于微观个体的储蓄行为设定。因此，在宏观分析基础之上，本部分将对增长效应的微观作用机制进行深入分析和讨论。由于微观分析的策略不尽相同，为了寻求一种统一的标准，本文参照Levine的研究，以金融功能为主线进行微观机制分析。目前，金融功能的研究文献很多（如Merton和Bodie，1995；Levine，1997；易纲，2003），结合本文归纳的宏观渠道，此处将金融功能分为两类^③：第一类作用于居民的储蓄（消费）行为，主要是金融体系的流动性供给和支付服务功能；第二类作用于投资行为，包含提供跨时间和空间的融资服务功能等，主要影响储蓄转化过程以及资本配置效率。

（一）流动性供给与储蓄行为

金融系统的流动性与支付功能主要用于平滑个体跨期消费。封闭经济下，根据消费与储蓄的对偶关系，该功能将同时影响个体储蓄行为。长期以来，经济学家十分关注储蓄的动因，认为收入类型、不确定性等对储蓄存在重要影响。然而，这些研究都潜在地假设存在完美的金融体系，即个体在跨期消费平滑过程中不存在流动性约束。毫无疑问，流动性约束非紧时，理性个体的跨期消费和储蓄决策是最优的；而当面临流动性约束时，个体可能无法接触到足够的金融服务以平滑跨期消费，流动性约束将增加个体的预防性储蓄。单从流动性供给的角度来看，金融自由化放松了居民消费的流动性约束，进而减少了流动性约束带来的预防性储蓄。然而上述的分析结果并不具备一般性，因为储蓄行为的实际决策并不是单维约束，它必须综合考虑收入类型、不确定

① Galbis Vicente, "Financial Intermediation and Economic Growth in Less Developed Countries: A Theoretical Approach", *Journal of Development Studies*, vol. 13 No. 2, 1977, pp. 58 - 70.

② Gupta Kanhaya, Robert Lensink, *Financial Liberalization and Investment*, New York and London: Rutledge Publish Press, 1996, p. 75.

③ 参见 Merton, R., and Z. Bodie, "A Conceptual Framework for Analyzing the Financial Environment", in David Crane et al. (eds.), *the Global Financial System: A Functional Perspective*, MA: Harvard Business School Press, 1995, p. 3.; Levine Ross, 1997, pp. 688 - 726; 易纲《中国的货币化进程》，商务印书馆2003年版，第95页。

性、流动性约束等相关情况。

根据 Deaton 等学者的研究，在收入不确定性与流动性约束组成的二维条件空间内，个体跨期消费与储蓄决策结果随着约束条件的组合变化而有所不同^①。首先，当个体收入服从随机游走时，面临流动性约束的个体就会将全部收入用于消费，即进行零储蓄，在这种情况下，金融系统提供的流动性服务将增加个体储蓄；而当收入是独立同分布时，流动性约束与预防性动机将增加个体储蓄；最后当收入是正向自相关，但具有平稳性时，流动性约束带来的储蓄动机较弱。因此，总体来说，金融自由化与储蓄之间的关系是不确定的。然而，从发展中国家的角度出发（如中国），基于其收入类型、投融资渠道转变以及经济发展带来收入效应和替代效应，经济中的储蓄总量往往与金融自由化程度呈正相关。

（二）信息机制与储蓄投资行为

信息不对称和信息成本是影响第二类金融功能发挥的关键，因此信息效率提高被认为是金融自由化最重要的微观作用机制。在金融自由化进程中存在两种信息机制，信息机制 I 涉及两种投融资渠道的信息成本，信息机制 II 涉及金融结构（机构和市场）的信息供给，它们主要影响储蓄转化效率和资本的配置效率。图 2 表示储蓄投资转化过程中的这两种信息作用机制。

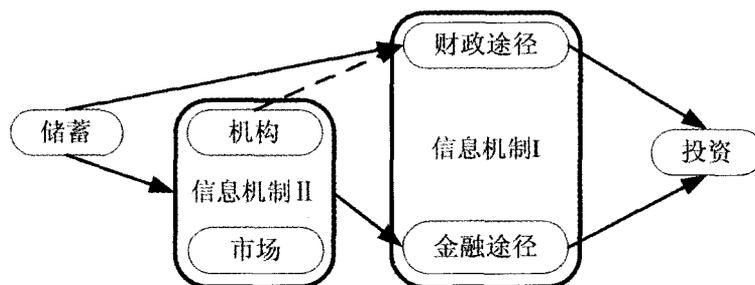


图 2 金融功能视角下的微观信息机制

（1）信息机制 I（投融资渠道）：金融自由化理论提倡建立以金融途径（市场治理机制）为核心的投融资渠道，并且给予金融体系足够的自主权，弱化财政途径（政府指令治理）。从信息的角度来看，投融资渠道的这种转变将体现在两种投融资渠道运行的信息量要求上。张兴胜就此给出了一个简单模型，模型假设从储蓄到投资的转化过程存在两种成本，分别是资金成本和组织信息成本，财政途径下资金成本为零，成本最小化要求边际信息成本为零；然而现实中边际信息不可能为零，因此财政途径的转化过程必须付出一定的信息成本，信息越不充分，转化的成本将越大^②。而在金融途径的转化过程中，由于存在资本成本，最小化成本发生在边际利息成本与边际信息成本绝对值相等的时候，这意味着金融途径可以在信息不完全的条件下实现从储蓄到投资的转化过程。

对于大部分转型国家来说，随着市场经济体制的建立，储蓄的分布格局由原来的“藏富于国”转变为“藏富于民”，居民手中的储蓄增长急剧提升。与此同时，信息的充分程度却在不断下降，因此，依靠财政渠道进行储蓄转化的成本将越来越大。而金融自由化政策取向就是强调金融渠道在储蓄转化过程中的作用，当金融途径比财政途径具有更大的成本优势时，金融渠道的深化和加强将会降低储蓄转化过程的总成本。另外，财政途径对资金成本忽略容易导致过低的储蓄积累，而金融途径的有偿资本使用将给储蓄带来激励。

^① Deaton Angus, "Saving and Liquidity Constraints", *Econometrica*, vol. 59, No. 5, 1991, pp. 1221 - 1248.

^② 张兴胜：《经济转型与金融支持》，社会科学文献出版社 2002 年版，第 109 页。

(2) 信息机制Ⅱ(金融结构):信息机制Ⅰ说明不同投融资渠道对信息量的要求,然而,在财政途径让位于金融途径之后,金融途径内部的信息功能机制就显得更为重要。金融途径框架内,从储蓄到投资的转变也存在两个渠道:商业银行(机构)与金融市场,比较研究表明,不同金融结构在信息生产和利用方式上存在差异,这些差异将对实体经济产生不同影响^①。

信息的生产和供给首先影响投资价值评估。投资价值计算依赖于投资项目的预期现金流和贴现率。如果简单假设投资决策者可以通过成本等信息知道未来现金流,则贴现率就成为投资决策的关键。一般来说,贴现率可以来自利率期限结构,利率期限结构又可以通过资产定价模型进行求解;因此,投资决策的信息要求等同于资产定价模型求解所需的信息。根据经典的CAPM模型,投资决策最终依赖于三种信息的可得性,即预期投资收益、投资收益与市场组合收益的方差、风险与收益的权衡参数,以及几个制度条件:存在无风险资产和无风险收益率、存在大量的信息用于计算收益的均值和方差、无限制的卖空机制。所以,金融结构对储蓄投资行为的影响取决于不同制度安排下的金融体系能否提供充足的信息以识别上述几个依赖条件,从而正确评估投资项目的价值。显然,金融市场在这方面比机构更有效率。债券市场中的债券起着无风险资产的作用,其利率决定了无风险资产的收益。因此,在债券市场缺少或不发达的金融体系中,投资决策所需的信息就显得不容易得到(或扭曲),增加了储蓄想投资转化的信息阻碍。

其次,证券市场和银行存款合同在保证投资效率上的差异取决于潜在投资者和可利用信息的特征。证券市场的优势在于证券价格所提供的信息,而这也微观机制上决定了资本配置效率。艾伦和盖尔的模型表明^②,当经济中的投资项目具有优劣之分(生产率差异,个体对此信息的掌握是非对称的),信息来源与供给方式将影响到资本的配置效率;当金融体系通过更有效的制度设计提供充足的信息,就可以进行更有效的资本配置;否则,将会由于信息供给不足而导致配置效率扭曲。根据他们的模型,金融市场在信息供给方面优于银行等机构的信息供给;因此,金融自由化所提倡的发展金融市场将可以改善资本配置效率。所以,金融自由化带来的证券市场发展与繁荣,不仅在微观层面上有利于投资的决策效率,也在宏观层面上提高了储蓄向投资转化的效率。

以上从金融功能的角度论述和分析了金融自由化增长效应背后的微观机制。基本结论是:金融自由化引起的流动性约束变化对储蓄行为的影响是不确定的;从信息成本和信息可得性的角度来看,金融自由化所带来的投融资渠道转变和金融结构变迁都是效率的改进,有利于提高储蓄转化效率和资本配置效率。

三、金融自由化的波动效应：实践与监管反思

增长效应重在说明金融自由化对实体经济发展的正向影响,然而在发展中国家的实践中,金融自由化除了带来增长也带来了波动。拉美国家的主权债务危机以及亚洲金融危机都被认为是金融自由化带来的阵痛;面对本次全球金融危机,不少学者也将矛头直接指向了金融自由化^③。总之,金融自由化研究无法回避由其带来的经济波动。本文认为,可以将金融自由化的波动效应来源归结为两类:不合理的金融自由化进程安排和政府监管失范。前者的理论根源在于金融体系的“改革模式”,后者的理论根源则在于纯粹市场原教旨主义在金融部门的适用性。对于发展中国家的金融自由化实践来说,只有在优化进程安排的同时加强必要的政府监管,才能有效收获增长效应,避免波动效应。

(一) 金融自由化实践的进程安排

对于转轨国家和发展中国家来说,金融自由化过程实际上就是金融部门的改革过程,其基本

①② [美] 艾伦、盖尔:《比较金融体系》,王晋斌等译,中国人民大学出版社2002年版,第360、167页。

③ 程恩富、王佳菲:《“猛虎”是怎样放出笼的——论金融自由化与美国金融危机》,《红旗文稿》2009年第1期。

逻辑与经济体制改革是一致的。目前，金融自由化实践也存在两种模式：激进式金融自由化和渐进式金融自由化；从现实来看，拉美国家以及东欧转轨国家的金融自由化实践都是采取了激进策略。这种策略忽视了实施条件与进程优化，并最终引致严重的波动效应与危机。目前，几乎所有的经济学家都认为，发展中国家要想成功地推进金融自由化，必须处理好实施条件、实施速度和实施次序这三个关键要素^①。在金融自由化的实施条件中，稳定的宏观经济环境与健全的微观经济运行机制被认为是最重要的^②。稳定的宏观经济主要包括经济稳定增长、财政收支基本均衡、一般物价水平基本稳定和宏观经济对内外部冲击的快速适应；健全的微观经济运行机制主要包括市场运行机制的建立与完善、微观主体行为理性与完善等。在发展中国家的金融自由化实践中，市场机制的不完善是阻碍金融自由化微观作用机制发挥的基本因素，它在一定程度上扭曲了金融自由化的实施效果。

与改革模式的论战一样，金融自由化的实施速度与实施次序是金融自由化实践理论中争议最大的。本文认为，实践效果应该是评判激进式金融自由化和渐进式金融自由化模式优劣的最佳标准。从现实出发，渐进式金融自由化安排可能比激进式金融自由化安排更具动态效率，这一点可以用体制变迁的路径依赖以及状态依赖进行解释。由于金融自由化改革速度依赖于前期改革历史、实体经济部门改革、改革过程中经济个体对未来的认知能力以及其他改革冲击等，因此，金融自由化的速度与次序内生于金融系统与实体经济的协调和全局均衡^③。特别是，麦金农对金融自由化次序有过比较完整的论述，他认为政府在财政政策、货币政策和外汇政策之间不能也不该同时实行所有的市场化措施^④。麦氏认为财政控制应该优先于金融自由化，在紧缩的财政控制到位，物价水平得到稳定，财政赤字被消除以后，政府才可以考虑开放国内资本市场。然而，为避免出现银行恐慌和金融崩溃，银行和其他金融机构的解除管制步伐必须与总体宏观经济稳定相适应，而不能单兵突进。在此之后，政府就可以按部就班地从事汇率自由化改革，资本项目的自由兑换是金融自由化的最后阶段。

（二）金融自由化实践中的政府监管

如果说，发生在拉美和亚洲的金融危机促成了金融自由化实践理论的发展，那么本次全球金融危机则将改变金融自由化惯以坚持的市场原教旨主义取向。金融自由化的初衷在于解除政府的过度金融管制，然而在市场原教旨主义的鼓噪之下，这种解除行为却逐步演变成为对政府监管的排斥。本次全球金融危机正是在这样的大背景下发生的，其根源正是没有得到有效监管的市场失灵与缺陷；而对拉美和亚洲地区的危机进行深入分析也可以发现，在源头上我们都可以找到金融监管失范的影子。因此，为了防范金融自由化过程中的波动效应，金融自由化必须辅以必要的政府监管。该观点得到了不少国内外学者的支持，他们认为金融自由化所抛弃的仅仅是妨碍金融发展和经济增长的金融抑制政策，而不是放弃所有正当而必需的金融体系游戏规则^⑤。

从治理的角度看，上述洞见抛弃了金融部门的纯粹市场原教旨主义。基于市场的固有缺陷，在市场信号治理之外，金融部门必须置于有效的政府监管体系之下。这样，金融自由化的核心问题又回到了市场与政府的边界，即从非此即彼的极端跳跃转向第三条道路。极端跳跃指的是从政府的严格金融管制“跳跃”至大爆炸式的金融自由化；第三条道路探寻的是政府与市场的有效组合边界。我们认为，金融体系治理中政府与市场的组合边界确定应该走出传统误区。传统观点认为，政府金融监管与市场金融治理是垂直的替代机制；然而，从各国的金融自由化实践成败可

① 哈勒根、张军：《转轨国家的初始条件、改革速度与经济增长》，《经济研究》1999年第10期。

② 张荔：《金融自由化效应分析》，中国金融出版社2003年版，第53页。

③ 庞晓波、黄卫挺：《改革的时空之维：一个理论分析框架》，《数量经济研究》2007年第1期。

④ Ronad I. McKinnon, *The Order of Economic Liberalization. Financial Control in the Transition to a Market Economy*, Baltimore: The Johns Hopkins University Press, 1991, p. 4.

⑤ 王曙光：《金融自由化中的政府金融监管和法律框架》，《北京大学学报》（哲学社会科学版）2004年第1期。

以看出，政府金融监管与市场金融治理恰恰应该是平行的互补关系。这种平行的互补观应该成为金融自由化监管的首要原则。

在互补视角下，政府金融监管的边界取决于市场失灵，政府金融监管除了要对市场外部性做出响应，更重要的是针对金融体系内部的动态（市场）治理失效问题，从机制设计的角度进行制度性防治。首先，政府监管的目标是保证整个金融系统的稳定性^①；金融机构倒闭的系统外部性以及金融机构的道德风险应该成为政府监管的核心。因此，政府必须对金融机构的流动性、资本充足率、资产质量以及金融机构间的交易行为进行监管。其次是政府金融监管的策略，本文认为，在规则和相机抉择的监管模式选择中，应该选择以规则为主，辅以相机抉择的监管策略。这是因为，规则治理具有时间一致性，在动态情境下，规则治理有利于个体形成稳定和一致的预期，在制度层面上建立了经济行为规范。因此，金融自由化监管的主体框架是法律制度框架，比如健全的会计规则、信息披露制度等。

（责任编辑：晓亮）

评审意见：本人已经对本论文进行了仔细阅读，下面给出本人的几个观点或者建议。

1、文章与传统研究最大的不同在于，它围绕金融自由化的两大效应——增长效应与波动效应，将宏观分析框架和微观行为基础结合起来研究金融自由化原理与实践，这在研究路线上具有创新性。

2、关于金融自由化的增长效应，该文点破了金融自由化在整个宏观经济分析中的位置，并从三个宏观渠道：储蓄动员渠道、储蓄转化渠道和资本配置渠道展开了讨论。与以往的研究相比，该文在研究视角上和路线上具有整合性。再有，基于微观基础分析，从金融功能视角出发对增长效应的微观机制的研究是一个有益的尝试。

3、该文对“波动效应”的重视是一种现实警示，增长效应的研究主流与现实对比使得波动效应的研究“逆势”更为珍贵。过去的研究大多把金融自由化的波动效应归为进程安排的不合理，然而正如作者指出的，本次全球金融危机暴露的却是金融自由化进程中的政府监管问题，这一点对于金融自由化实践具有重要意义。

4、该文还隐约体现了从经济治理的视角去解读金融自由化，这种尝试有价值。如果在未来能够深入下去研究，或许能得到更加深刻的结论。

评审专家：金喜在，东北师范大学商学院教授、博士生导师

^① 周小川：《保持金融稳定防范道德风险》，《金融研究》2004年第8期。