

金融与贸易

中东阿拉伯国家金融自由化探析*

姜英梅

摘要：金融全球化是经济全球化的核心，而金融自由化则是金融全球化的重要组成部分。20世纪七十年代以来全球开始了以放松金融管制为主要内容的金融自由化进程。中东阿拉伯国家的金融自由化是其宏观经济改革战略的一部分，它力图通过自由化、现代化、提高透明度以及加强风险监管来提高金融中介效率。中东金融改革是一种渐进式的改革，包括货币政策改革、银行体系自由化和开放资本市场。中东金融体系已经成为世界金融体系的一部分，但在金融效率、深度和竞争力方面与发达国家和新兴国家相比还有很大的差距。

关键词：金融全球化；金融自由化；阿拉伯国家金融改革

作者简介：姜英梅，博士，中国社会科学院西亚非洲研究所副研究员（北京100007）。

文章编号：1673-5161（2012）01-0075-16 **中图分类号：**F830.2 **文献标识码：**A

* 本文属中国社会科学院西亚非洲研究所重点课题“中东金融体系发展研究”的阶段成果。

20世纪九十年代以来，金融全球化成为人们频繁使用的名词，也是全世界日益关注的问题。在金融全球化时代，资本主义由国家垄断资本主义转向金融垄断资本主义，国际资本流动在很大程度上背离实质经济的全球运动。与实质经济无关的国际资本流动大多属于投机性资本流动，它们不仅无助于实质交易和投资运动，而且往往成为实质经济的不稳定和破坏性因素。^①从金融本身的发展规律来看，推动金融全球化的主要动

① 戴相龙：《关于金融全球化问题》，载《金融研究》1999年第1期。

因有三：一是实体经济因素，主要指信息技术和经济全球化；二是金融创新因素，主要指资产证券化和金融衍生品等；三是制度因素，主要指20世纪七十年代以来的金融自由化浪潮。事实证明，经济全球化就是资本运动的全球化。而作为经济全球化重要组成部分的金融全球化就是金融资本的全球化，其核心依然是垄断。^①金融全球化的动因，仍然决定于金融资本的本质，即对利润的追求。因此，金融全球化实际上是金融资本向全世界扩张而形成的。

一、金融自由化的含义

20世纪三十年代以后的很长时期内，不同类型的国家对金融业实行了不同程度的管制和制度安排。^②各国实行金融管制的具体理由和动因不尽相同，西方国家的金融管制是在凯恩斯主义的国家干预政策主导下进行的。广大的殖民地半殖民地国家在取得国家独立后，面临百废待兴的局面，也实行了包括金融国有化在内的国有化政策，对金融机构和金融行业实施管制。金融自由化浪潮最早出现于20世纪七十年代初，当时，以美元为中心的布雷顿森林体系崩溃，国际金融市场出现动荡，西方国家的国家干预政策导致经济出现滞胀。一些经济学家注意到金融发展滞后已成为阻碍许多国家，尤其是发展中国家经济发展的深层原因，从而发展了一套较有影响力的经济金融发展理论。金融理论也从分析体系的边缘走向了核心地位。爱德华·肖与罗纳德·麦金农则分别在金融深化论、金融压制论的具体分析过程中，将货币与非货币资产统一，将银行与非银行金融机构统一，形成广义的货币金融概念，并提出了一国金融体制与该国经济发展之间存在一种互相刺激、互相制约的关系，政府应该放弃过分的干预与管制，以推进经济增长。在同一时期，发达国家的金融机构出于规避政府管制的目的，如火如荼地开展金融创新活动。20世纪七十年代以后，奉行经济自由主义的新保守主义取代凯恩斯主义，发达国家中政府全面管制金融的格局受到极大冲击，开始了以放松金融管制为主要内容的金融自由化进程。美国于七十年代初率先改革存款利率管制制度，允许商业银行对活期存款支付利息并自行定价，并于八十年代开放金融市场。20世纪八十年代后半期，英国实行大爆炸式的金融

① 王元龙：《中国金融安全论》，北京：中国金融出版社2005年版，第6页。

② 金融管制的主要方面包括：金融市场准入的限制、金融产品价格的限制、金融业务的限制、金融经营的地域限制、对外资金融机构的限制以及货币兑换的限制。

改革；九十年代中期，一些国家继续以大爆炸方式实行金融自由化改革。

在发展中国家，20世纪八十年代也出现了金融自由化浪潮并呈现加速发展趋势。主要包括：私有化、吸引外资（包括外资金融机构）、逐步开放国内货币市场。尽管20世纪末发生了亚洲金融危机，各国的金融自由化进程并未因此中断，显示了经济及金融自由化进程在作为整体的发展中国家的韧性。21世纪头十年，金融自由化继续发展，发展中国家逐步开放资本帐户和资本市场。可以说，20世纪七十年代以来各国金融自由化是在一系列因素的作用背景下产生的。这些因素包括贸易自由化、信息技术革命、经济体制的变化、各国经济发展对国际资本资源的需求、政府管理金融方式的转变等方面。在各国金融自由化进程中、区域性和全球性的跨国联盟或国际经济机构也发挥了重要作用。金融自由化反映了各国经济和金融依赖关系日益加深，是国际经济一体化、全球化发展的必然趋势。

从金融自由化的进程中可以看出，金融自由化同时涉及发达和发展中国家，是全球性趋势；金融自由化的实质是突破传统金融体制对金融发展的限制；金融自由化的直接对象是本国的金融体制，政府是该进程的直接推手；金融自由化在带来机遇的同时，也带来挑战和风险。因此，金融自由化是以制度调整为切入点的各国金融市场对内对外开放的过程。正如李扬和黄金老指出的：“（20世纪）七十年代以来，有两个导致全球金融体制发生重大变革的浪潮，席卷了世界上几乎所有国家：在发展中国家先后开展了以金融深化或金融发展为旗帜的金融体制改革；在发达国家，则相继开始放松金融管制。由于经济背景不同，经济发展水平不同，金融制度也存在很大差异，两类国家金融深化和放松管制的变革对象在具体内容上相差甚巨。但是，就实质来说，这两类改革都可以用金融自由化来概况——它们的目的是都要改变原有的对金融体制实施的限制，让市场力量发挥更大的作用。”^①

金融自由化增加了金融机构的自主权、强化了金融机构之间的竞争关系，改善了国际金融环境，便利了资金流动和全球融资。然而，金融自由化同样是一把“双刃剑”，削弱了各国，尤其是发展中国家金融体系的稳定性，甚至引发金融危机。与此同时，外国资本家对外投资时决不是为他国利益着想，而是获取自身的经济利益和政治目标。宋洪斌认为，金融自由化、全球化实际上是国际银行家对发展中国家进行的不宣

^① 李扬、黄金老：《金融全球化研究》，上海：上海远东出版社1999年版，第104页。

而战的秘密金融战争^①，而国际金融机构（如国际货币基金组织、世界银行等）和 WTO 就肩负着这样的使命。诺贝尔经济学奖得主、世界银行前首席经济学家、克林顿总统的首席经济顾问斯蒂格利茨就曾因为抨击这三大国际机构而被世界银行行长沃尔芬森“强制退休”。斯蒂格利茨认为，过去西方用战争推行他们的不平等贸易，今天世界银行和国际货币基金组织使用的金融和财政手段几乎一样奏效。他对拉美的惨痛经历分析后指出，这两大国际金融机构是发展中国家融入全球化的强大推手，所开出的自由改革药方令发展中国家落入地狱般的困境，实质是对发展中国家主权的蚕食。改革药方中的第一副药——私有化，实际就是贿赂化和腐败化；第二副药——资本市场自由化实际就是热钱投机；第三副药——市场定价，实际上是导致危机国社会动荡的阴谋；第四副药——自由贸易，实际上就是鸦片战争式的不平等贸易。^②

二、中东阿拉伯国家金融自由化进程

20 世纪九十年代初期，世界大多数国家都参与了金融自由化，只不过自由化的范围和速度不尽相同。拉美国家从七十年代、东亚国家从八十年代就相继拉开金融自由化的序幕，阿拉伯国家金融自由化的时间要稍晚一些，开始于八十年代末。中东地区的政治经济现代化和金融自由化，一方面是国内政治经济发展的内在需求，一方面是对全球化挑战的自然回应。在金融领域，除了黎巴嫩和摩洛哥这两个市场经济国家以外，其他阿拉伯国家的金融部门高度国有化和过度管制，货币工具常常不起作用，尤其是在阿尔及利亚、利比亚和叙利亚。阿拉伯国家金融自由化是其宏观经济改革战略的一部分，它力图通过自由化、现代化、提高透明度以及加强风险监管来提高金融中介效率。中东金融改革是一种渐进式的改革，第一阶段主要包括利率和外汇市场的自由化，信贷控制从直接信贷管制转变到间接货币政策工具；第二阶段是改革银行体系，通常是对银行进行重组和私有化，发展非银行金融市场，特别是股票市场和政府一级债券市场，重新定义银行与公共部门的关系；最近阶段的金融改革重在改革监管环境，建立发达的货币政策框架，发展政府二级债券市场，改革非银行金融中介，例如保险、养老金基金，以及使用现代支

① 宋洪斌：《货币战争》，北京：中信出版社 2007 年版，第 147 页。

② 宋洪斌：《货币战争》，北京：中信出版社 2007 年版，第 143-147 页。

付系统。^①

值得注意的是，渐进式改革并不意味着金融改革必须按照上述既定流程进行，也并非包含每一个阶段。总体来说，金融改革是一个连续的过程，包括一些可能重叠的行为，旨在建立优化配置资源的现代化金融体系，便利金融创新和技术变革。大部分阿拉伯国家都在积极改革本国金融部门，但由于国情不同，改革步伐并不一致。一些国家的金融部门比较发达，另一些国家则比较落后。不过，总体而言，所有阿拉伯国家金融效率都有很大的提升空间。

（一）货币政策改革

货币政策改革是阿拉伯国家金融自由化的第一个阶段，尤其是在非海合会国家。20世纪八十年代，大多数非海合会国家受宏观经济失衡困扰，国内财政和国际收支均为赤字，各国先后实施了经济稳定计划。主要目标包括控制通货膨胀、降低财政赤字和汇率贬值。首先取消银行信贷限制和对公共部门的优先权，然后进行结构调整，改革扭曲的货币政策，使其更加有效和市场化。优化货币政策框架，从直接利率和信贷控制转向使用间接货币政策工具。因此，货币政策改革是埃及、突尼斯、阿尔及利亚、摩洛哥、约旦、也门和毛里塔尼亚等国改革战略的主要部分，现在只有个别国家（利比亚、毛里塔尼亚、叙利亚）还有利率管制。

20世纪九十年代，埃及从直接货币政策工具转向间接市场工具，实施利率和外汇自由化。外汇交易导致货币膨胀，政府通过发行国库券来消化。央行调整了存款准备金要求，贴现窗口操作更加合理，接着引进了回购业务。央行按照货币目标机制进一步发展间接货币政策工具，包括央行存款拍卖机制、设立两个常设机构便利央行隔夜存借款，从而激活货币市场。央行进一步修改存款准备金和回购业务。最近几年埃及中央银行正努力使货币政策更加透明，要求货币政策改革从货币目标制（monetary targeting regime）转向通胀目标制（inflation-targeting regime）。突尼斯中央银行已经建立了以市场为基础的政策工具，包括回购业务、信贷常设机构以及存款准备金要求。最近，货币政策集中在实际有效汇率稳定和控制信贷增长。央行正朝着实施货币目标机制迈进。阿尔及利亚于1990年通过新的货币信贷法，给予阿尔及利亚中央银行更多的独立权控制货币政策，还建立了货币和信贷委员会，降低了信贷控制，公共和私营部门一视同仁。目前，考虑到实际有效汇率发展，阿尔及利亚央

^① Ahmad Elsafti, "Financial Sector Reforms in the Arab Countries", *Arab Monetary Fund*, No.8, 2007.

行正开始实施浮动汇率体制。

至于其他非海合会国家，也实施了货币政策机制，不同程度地依靠汇率调节。例如，黎巴嫩在保持利率自由化的同时将汇率盯住美元，这有助于将美元作为实际的法定货币，但这也导致财政控制金融体系。约旦也实行盯住美元的汇率制度，于 1988~1990 年间实现了利率自由化。1993 年央行发行自己的存款证明（certificate of deposit-CDs）进行公开市场操作，并实施间接货币控制。摩洛哥也遵循汇率目标体制，运用非货币政策工具管理流动性，正努力制定新的法律增加 Bank Al-Maghrib 的独立性，来实现这一目标。苏丹、也门也已经启用了间接货币政策工具。苏丹根据伊斯兰教原则发行政府和央行债券，使用外汇掉期交易管理流动性。也门和毛里塔尼亚也开始摒弃直接信贷控制，利率部分自由化，也发行了政府债券管理货币。叙利亚和利比亚在按照市场原则发展货币政策机制方面和货币工具方面非常落后。然而，近几年这两个国家也开始了货币政策改革。利比亚央行于 2004 年启动利率自由化进程，包括统一存款利率、银行存款利率自由化、以限额以上的折扣率（ceiling above the discount rate）取代银行多种优惠贷款利率。叙利亚信贷和利率传统上就由政府控制，2002 年叙利亚当局通过基础货币法，重新激活央行与货币信贷委员会的作用。当局开始给予利率一定程度的灵活性，正试图建立一种全新的货币政策框架。

相比较而言，海合会国家则一直实施以汇率稳定为目标的货币政策工具，六国货币汇率盯住美元（2007 年科威特第纳尔改为盯住一篮子货币）。海合会国家的货币政策机制得益于大量的外汇储备和资本自由流动，没有外汇管制，并运用外汇储备来控制通货膨胀。为控制货币供应膨胀，一些国家也使用复合的传统货币政策工具，如存款准备金，或者某种形式的直接控制。例如，阿曼当局在 1977~1993 年间曾设定利率上限。科威特中央银行从 2004 年后对贷款利率和存贷款率（贷款/存款）设定上限。卡塔尔也对存贷款率设定类似上限。然而，海合会国家正在大力实施货币政策改革，2009 年通过货币联盟协议，计划将发行统一货币。所有海合会国家都以市场为基础实施一系列间接货币政策工具，有助于政府管理大量石油美元流动性和外国流入资本。例如，沙特运用一系列工具来适应流动性要求，包括回购和逆回购协议、外汇掉期交易、增加公共金融机构在银行存款等。科威特引入拍卖存款（auctioning deposits）系统，发行三个月期央行票据。卡塔尔引入货币市场利率（QMR），允许商业银行使用中央银行的隔夜基金。

总体来说，阿拉伯国家的货币政策改革是比较成功的，建立起以市场为导向的货币政策机制，大多数国家从直接信贷和利率控制转向间接货币政策工具。^①过去二十多年，阿拉伯国家，尤其是非海合会国家货币增长率已明显下降，通货膨胀率也相应逐渐降低。

（二）银行体系自由化

阿拉伯国家银行深度和综合效率差异很大，但银行部门是大多数国家的主要金融中介。因此，银行体系改革是这些国家金融部门改革的“重头戏”。阿拉伯国家银行体系存在的主要问题是政府和公共部门控制银行业务、缺少竞争、集中度高以及由行政决定利率和信贷分配的市场扭曲行为。然而，随着以市场为导向的宏观经济改革的深入，这些国家银行体系改革也提上日程。银行部门自由化始于 20 世纪八十年代的利率、汇率自由化、取消信贷限制和公共部门特权；此后，大多数国家颁布了新的银行法，以加强中央银行的自主权。银行业有条件私有化，对外资开放，并允许外资银行进入。2002 年中东地区国内银行 166 家，外国银行 46 家，占地区银行总数的 21.7%。^②

就具体国别而言，海合会国家银行体系相对发达，技术先进，并成功与世界经济接轨。一些海合会国家，如巴林，拥有更加多元化的复杂银行体系；还有一些国家，如卡塔尔、阿曼和科威特银行体系对公共部门依赖程度较大；另外一些国家，如沙特和阿联酋，则对外资银行进入设置了较高的门槛。然而，海合会国家正努力改革银行体系，集中在提高风险管理质量和竞争力两个方面。海合会国家 1997 年开始允许成员国银行在其他成员国开设分支机构，2004 年允许外资银行进入，这也是加入 WTO 承诺开放金融体系的结果。

非海合会国家银行体系的改革和发展更为复杂，第一阶段是摩洛哥银行的改革进程，它始于 20 世纪八十年代末的利率、汇率自由化、取消信贷上限，降低政府分配信贷的作用，以及通过免除对公共金融部门的优先权来促进竞争；第二阶段是 1993 年通过新的银行法，通过采纳全能银行的概念来促进竞争，并重组公共银行部门；第三阶段始于 21 世纪初，强调信贷机构的重组和专业化。埃及在 20 世纪五六十年代只有国有银行，七十年代开始逐渐对外开放，允许建立私人银行和合资银行，八十年代改革陷入僵局。九十年代由于政府开启市场化改革进程，银行体系改革

① Ahmad Elsafti, “Financial Sector Reforms in the Arab Countries”, *Arab Monetary Fund*, No.8, 2007.

② BankScope database (2002), Jong-Kun Lee, “Financial Liberalization and Foreign Bank Entry in MENA”, *World Bank Financial Sector Strategy and Policy*, May 2002, p.5.

加速。然而，世纪之交，埃及银行困难重重，私人银行和公共银行都出现了较高的不良贷款率和外汇风险。因此，政府实施积极的银行体系改革战略，包括对国有银行、合资银行的私有化、银行并购、解决不良贷款问题，并对银行进行资产重组。不良贷款率高也是其他非海合会国家银行面临的大问题。突尼斯 1996 年开始通过一项综合计划解决不良贷款问题；也门在重组国有银行的同时也在寻求解决不良贷款的良策。阿尔及利亚通过发行长期国债，并让国有企业买回的方法解决不良贷款。然而，不良贷款问题不断恶化，扭曲风险定价，影响信贷文化发展，政府于 2005 年首次在财政预算里明确给予亏损的公共企业补贴，避免新增银行贷款。

国有银行私有化、并对私人 and 外资开放是阿拉伯国家银行改革的另一个重要领域。以埃及为例，其在 20 世纪七十年代开始对外开放，直到九十年代银行私有化才真正实施，1992 年允许外资银行进入，1994 年政府将主要银行私有化。摩洛哥 1995 年开始银行业私有化，约旦 1997 年开始，阿尔及利亚 1999 年开始，叙利亚则晚至 2001 年（在严格的条件下）。突尼斯加入 WTO 后允许外资银行进入，苏丹、也门、叙利亚也开始对外资银行开放。利比亚 1993 年签署法律允许私营银行在严格监管下经营，1996 年成立第一家私营银行，2007 年开始对金融产业进行私有化改革并将撒哈拉银行 19% 的股份售与法国巴黎银行（BNP Paribas），利比亚直到 2010 年才进驻第一家外资银行——意大利联合信贷银行。^①

考虑到上述改革，大多数阿拉伯国家，尤其是非海合会国家的银行体系与世界范围相比还有很大差距。尽管这些国家的改革努力获得了部分成功，但仍需要提高银行金融中介效率，以应对日益严峻的全球化趋势。阿拉伯国家银行体系改革使银行深度略有增加（M2/GDP），但和 ASEAN 国家^②相比则逊色不少。与此同时，和 ASEAN 国家相比，阿拉伯国家银行体系仍很落后，主要表现在对私营部门的融资分配方面，以及限制公共部门融资的挤出效应方面。阿拉伯国家银行对私营部门债权与 GDP 比例低于 ASEAN 国家，银行对公共部门债权与 GDP 比例高于

① 2009 年底，利比亚政府称将在 2010 年准许两家外资银行与当地投资者合作在利建分行，规定拟进驻利比亚的外资银行资本不得少于 20 亿美元，拥有完善的国际业务网络、不低于 Baa2 的穆迪信用评级或不低于 BBB 标准普尔/惠誉评级；外资与当地合伙人持股比例为 49：51，外方将拥有自主经营权。随后，多家国际知名金融机构积极报名参与评估。据利比亚投资网 2010 年 8 月 10 日消息，经利比亚中央银行证实，意大利联合信贷银行已获准与当地投资商合作，成为第一家在利经营的外资银行。

② 印度尼西亚、马来西亚、新加坡和泰国。

ASEAN 国家。

（三）开放资本市场

阿拉伯金融市场包括股票市场和债券市场，其中以股票市场为主，债券市场很不发达。

1. 股票市场自由化

海合会国家都建立了官方股票市场。科威特 1977 年建立股票市场，1982 年股市投机导致股市危机。1983 年政府通过新的市场法，并建立科威特证券交易所，指定市场委员会作为监管机构。但股市泡沫经历对科威特投资仍造成负面影响。伊拉克侵占科威特后，科威特股市关闭，于 1992 年重新开放。1995 年科威特股市采纳自动交易系统（KATS）后，股市大有起色。2000 年科威特股市允许外国人交易股票。20 世纪七十年代，沙特有一个非官方的股票柜台交易市场。1984 年政府开始组建官方市场，加强监管，便利登记和交易。1990 年政府启动股市自动信息系统，2001 年又采用更先进的交易系统（TADAWUL），提供连续市场交易和实时结算交易。沙特逐步对外国人开放股票市场。不但允许海合会公民买卖股票，还在 1997 年允许非海合会外国人以投资基金方式参与股票买卖。政府加强了对股票市场的监管，2003 年成立金融市场监管局，作为一个独立的实体对金融市场进行监管。巴林紧随科威特和沙特在 1989 年成立了巴林证券交易所，但市场交易一直不活跃。政府通过放宽非巴林籍人限制的方法刺激交易，允许海合会公民可拥有上市公司 100% 的股份，其他外国人拥有上市公司股份比例从 24% 上升到 49%。加上电子交易系统的启用，巴林股市交易有所增加。^①阿曼于 1989 年建立马斯喀特证券市场。然而，和其他海合会国家相比，尽管证券市场对外国人开放，阿曼股市交易量不大。1998 年政府重组证券市场，并成立金融市场监管局作为独立的监管机构。政府还成立马斯喀特托管和转让公司提供托管与转让服务，也引进了电子交易系统。卡塔尔于 1997 年建立多哈股票市场，2002 年启用电子交易系统。海合会公民可以在多哈股市交易，对其他外国人也在逐渐开放，2005 年外国人最多可以购买多哈上市公司 25% 的股份。阿联酋有两个股票市场，阿布扎比证券市场和迪拜金融市场。2000 年，两个市场启动电子联网交易，允许海合会公民买卖股票，以达到最终与海合会其他国家交易所联网，成为一个地区性的交易场所的目标。这两个股票市场已逐渐对外国人开放，迪拜金融市场对外国投资者几乎没有

^① Ahmad Elsafti, “Financial Sector Reforms in the Arab Countries”, *Arab Monetary Fund*, No.8, 2007.

限制。政府建立了阿联酋证券和商品监管局，明确公司上市和信息披露要求，加强对主权市场的监管。2004年9月，阿联酋还建立了第三个证券市场——迪拜国际金融交易所（DIFX），是中东首家国际性交易所，其目标是成为中东股票、债券、基金、伊斯兰金融产品及其他有价证券的顶尖金融交易所。全球各地投资者均可通过大型会员银行轻松买卖。DIFX 被认为是迪拜国际金融中心（DIFC）的核心，监管模式仿效伦敦证交所的英国金融服务局（FSA），成立了独立的监管机构迪拜金融服务局（DFSA）。

非海合会阿拉伯国家股票市场发展参差不齐。一些国家股市本来比较活跃，却因为政府干预抑制了股市发展，另一些国家是在最近十年才开始建立股票市场。例如，埃及股票市场在20世纪上半叶比较活跃，但是独立后的国有化运动取缔了股票市场。1992年政府重新启动股票市场后发展迅速，主要有以下几个原因：私有化进程，股市对外国人开放，对资本收益和利润分配减免税收，引进电子交易系统，赋予资本市场监管局更大的监管权力。埃及当局正在采取措施使市场更具吸引力，包括允许保证金交易、加强监管、对参与市场的外国人分配外汇资金，取消股价走势涨停等。与埃及相似，摩洛哥股票市场历史也很长，成立于1929年。经过长期停滞，政府于1993年重新启动股票市场。建立了股市监管机构，引进电子报价系统，取消对外国人参与市场的限制，允许建立投资基金。2004年对上市股份进行重新界定、确保交易安全的规定进一步加强了市场监管。约旦的公开股票交易历史也不短，大约始于20世纪三十年代。官方股票市场建立于1978年的安曼金融市场，最初的时候既是股市交易所又是监管机构。从1997年开始，安曼金融市场在透明度和效率方面变化很大。从安曼金融市场分离出三个独立机构：约旦证券委员会、安曼股票交易所和证券存款中心。2004年约旦股市技术获得较大发展，证券存款中心与央行签订协议使用实时全额支付系统（RTGS）来解决经纪人之间的证券交易。就其他国家而言，黎巴嫩于1995年重新开放贝鲁特股票交易所，1996年正式开始运营。2000年引进了电子交易系统，但市场交易非常有限。阿尔及利亚的股票市场还处在婴儿期，只有2家上市股票，交易几乎不存在。突尼斯股票市场成立于1990年，1994年通过证券法后，股市发展迅速。苏丹于1994年成立喀土穆股票交易所，随着私有化和政府债券的发行市场渐趋活跃。伊拉克战争后，伊拉克证券交易所于2004年投入运营，2007年对外资开放。巴勒斯坦股票市场成立于1997年，2004年成立独立的资本市场监管局。叙利亚2005年通过

法律成立资产市场监管局，2007年举行大马士革证券交易所奠基仪式，并于2009年3月投入运营。也门在2006年宣布计划在迪拜金融市场帮助下成立股票市场。

由于政府刺激股市发展的努力、私有化、巨额投资计划、因石油收入大增带来的流动性注入，从股市市值、AMF综合指数、上市公司和周转率可以看出阿拉伯股票市场呈现一派繁荣景象。这导致阿拉伯股票市场，尤其是海合会国家股市投机兴盛，并且在2006年以股市大跌的方式进行修正。为避免股市震荡，各国都在努力提升市场效率和透明度，大多数阿拉伯国家都允许外资通过共同基金投资本国股市。阿拉伯股票市场呈现不均衡发展，就市值比例来看，沙特比例高达36.05%，其次是卡塔尔、科威特约占11%左右，埃及和阿布扎比约占8%，摩洛哥占7%，迪拜占5.95%，阿尔及利亚、苏丹和巴勒斯坦比例不足1%。^①

2. 债券市场自由化

阿拉伯国家在实施财政和货币政策改革时就意识到建立积极有效的债券市场的必要性。债券市场有助于管理公共债务，提供市场为基础的货币政策工具，制定金融部门基准价格等。现在阿拉伯国家已经建立了政府债券一级市场，但在政府债券二级市场和成熟的企业债券市场方面还很落后。一些国家通过激活一级债券交易系统和加强债券拍卖、登记和交易过程来促进债券市场的发展。近几年，一些国家的伊斯兰债券市场非常活跃，尤其是在阿联酋等海合会国家。截至2006年，已有13个阿拉伯国家发行了政府债券，但很少有国家发行私人债券和企业债券。除了海合会国家之外，埃及、约旦、黎巴嫩、摩洛哥和突尼斯的债券市场相对活跃。但总体来说，阿拉伯国家的债券市场发展非常滞后，金融自由化浪潮并未对中东地区债券市场发展造成多大影响，由于缺乏二级市场，公共债券和企业债券市场规模很小，货币市场仍严重依赖中央银行干预。中东其他金融服务包括保险和养老金等，都非常滞后。此外，私人养老金几乎不存在或被政府主导。抵押公司和证券化活动还处于开始阶段，也仅仅存在于少数国家。共同基金和投资基金也是新机构，主要存在于海合会国家。简单的衍生品工具，例如外汇掉期和远期合约只存在于几个国家，衍生品市场总体非常稀少，未来各国政府应加大对衍生品服务市场的发展。总的来说，尽管非银行金融机构发展迅速，但就其资产规模和资金配置作用来说，仍是银行机构的附属。

^① Arab Monetary Fund, "4th Quarterly Bulletin 2010", December, 2010.

三、金融体系改革任重道远

过去二十多年来,阿拉伯国家在建立市场化金融体系方面进步很大,然而,阿拉伯金融改革还有很长的路要走,在金融效率、深度和竞争力方面与发达国家和新兴国家相比还有很大的差距。

与其他地区相比,阿拉伯国家银行业仍存在比较严格的市场准入限制,对外资参股国内银行设定比例限制,国有股仍占相当部分比重,大银行居垄断地位^①。海合会国家是中东地区金融体系较为开放发达的地区,银行业逐步对外开放,但仍存在外资比例限制、就业本地化限制和分支机构限制。例如,海合会国家都对国内银行的外资参股比例设定上限,科威特和卡塔尔规定外资比例不得超过49%,阿曼(35%)、沙特(40%对非海合会国家,60%对海合会成员国)、阿联酋(40%)。因此海合会国家的跨境银行和外资独资银行不多,主要以分支机构的形式存在,大多数情况下,一家外资银行只能在国内有一家分支机构。巴林和阿联酋的外资银行相对较多,就资产比例来说,巴林外资银行资产占57%,阿联酋占21%。阿曼、卡塔尔、科威特都在10%左右,沙特对外开放程度最差,仅占2%。^②大多数阿拉伯国家允许外资参股国内银行,但大部分国家国内银行中的外资股比例低于新兴市场国家42%的平均水平(黎巴嫩除外),巴林、阿曼、突尼斯、埃及、摩洛哥、约旦和阿尔及利亚外资比例相对较高,但也以和海合会成员国合资为主,沙特则主要和非海合会外国投资者合作。阿联酋国内银行的外资股权比例仅为0.2%,叙利亚、伊朗、利比亚、也门和科威特几乎没有合资银行。近几年,海合会国家银行外部融资日益增多,但外资作为资金来源的比例有限,国际金融危机后,受跨国银行去杠杆化和信贷紧缩影响,外部融资下降。

金融自由化和资金自由流动促进了中东阿拉伯国家银行业和股票市场的发展,为引进外资和发展经济提供了机遇,国际信贷评级指数上升,拓宽了石油美元的投资渠道。^③然而,作为发展中国家,阿拉伯国家已经深刻认识到自身在金融自由化进程中的边缘地位。由于金融体系不完善,

① 中东地区,平均三家最大的银行控制70%的银行资产,其他新兴市场的比例是55%。只有黎巴嫩、沙特和突尼斯低于55%。

② IMF WORKING PAPER WP10/87,“The GCC Banking Sector: Topography and Analysis”, April 2010。

③ Dipak Dasgupta, Jennifer Keller and T.G.Srinivasan,“Reform and Elusive Growth in the Middle-East—What Has Happened in the 1990s?”,*The World Bank Middle East and North Africa Working Paper Series*, July 2002, p.16.

在国际金融市场上处于劣势，例如，不能吸收和买卖西方国家的债券作为自己的流动资产，在一些西方国家不能作为全能银行登记注册，不能参与某些金融活动，缺乏和一般商业银行竞争的能力等等。通过世界各地国内金融中介及净资本流入比较表（见表1）可以看出，就银行信贷以及股市市值来看，中东地区的金融体系规模还很小；与世界其他发展中地区相比，净资本流入比例还很低。2001年和2007年中东地区净资本流入占发展中国家的比例最低，仅为2%。私人资本——股权和债务，是发展融资的重要组成部分。外国直接投资主要流向发达经济体和几个大的中等收入国家。中东国家FDI净值从1995年的9.4亿美元上升到2008年的302.29亿美元，但仍是发展中国家吸收FDI最少的地区。^①

就外资银行资产比例和信贷数额来看，1995~2007年中东地区外资银行对该地区的影响并不是很大。2000年该地区外资银行资产占地区银行总资产的比例为8.3%，2007年上升到10.9%，与其他发展中地区相比，这个比例并不高。^②至2008年6月，中东地区外资银行信贷额占信贷总额的9.7%，低于发展中国家14.4%的平均数。^③

表1：世界各地国内金融中介及净资本流入比较^④

地区	资本成本	银行私营信贷			股市市值			净资本流入	
	2000~2007	2000	2007	变化率	2000	2007	变化率	2001	2007
	基点	占GDP比例			占GDP比例			占发展中国家比例	
发展中国家	-400	29.3	34.8	5.5	35.3	113.9	78.6		
亚太	-134	66.1	55.4	-10.7	47.1	165.1	118	37	24
欧洲中亚	-866	16.8	32.5	15.6	17.5	77.3	59.8	13	40
拉美	-471	24.9	27.1	2.2	31.6	71.4	39.8	39	19
中东	269	33	39.2	6.2	19.9	56.1	36.2	2	2
南亚	-142	25.6	40.4	14.8	26.1	133.4	107.2	4	10
撒哈拉以南非洲	-685	34.8	41.6	6.8	89.9	149	59.1	5	5

时至今日，中东地区金融体系已经成为世界金融体系的一部分，金融自由化指数呈良性发展。根据世界遗产基金会报告，中东地区金融指

① World Bank, “World Development Indicators 2010”, p.396.

② World Bank, “Global Development Finance 2009”, p.59.

③ World Bank, “Global Economic Prospects 2010,” January 2010, p.57.

④ 资料来源：World Bank, “Global Economics Prospects 2010”, January 2010, p.56, p.60, p.65.

数为 45.9，比拉美地区偏低，但高于亚太和撒哈拉以南非洲。^①中东一流的金融机构，比如阿拉伯银行协会，国民商业银行、沙美银行等已经有能力应对自由化时代全球化的挑战。但中小型金融机构则会面临很多困难，除非他们能开发新产品，尤其是在消费金融、抵押品业务以及提供技术性支付渠道方面。相对世界其他发展中地区而言，中东金融部门远离全球化和竞争的压力，金融自由化进程缓慢。塞浦路斯评级机构认为，迄今为止中东金融业还受到很好的绝缘和保护，与世界金融体系的关联性还不紧密。例如在 2000~2007 年的信贷膨胀时期，世界各地的利率呈下降趋势，中东地区利率不降反升，资本成本较高说明银行等金融机构配置资金的作用还有待提升。^②

中东阿拉伯银行普遍规模小且分散经营，2009 年阿拉伯国家银行资产 1.5 万亿美元，但其资产规模还排在汇丰银行、花旗银行和中国工商银行之后^③，因此必须通过联合增强与国际银行有效竞争的能力。在自由化和制度基础设施上中东国家还需进行有力的改革，完善金融体系，对银行进行私有化，改变管理和企业治理模式，确保商业经营有序发展的激励机制，以融入金融全球化。在金融全球化不断深化之际，中东阿拉伯国家面临的挑战主要有以下几点：第一，中东是否能认识金融全球化的发展并预测未来的发展趋势，组织、管理和信息能力是获取收益的核心因素，而这些因素经常被忽视；第二，中东是否有能力创造良好的环境，使本地区民众从变革中获益，并能引领某些方面的变革；第三，国内市场参与者能否抓住机遇，进行创新，并承担社会责任。^④

四、国际金融危机对中东金融体系的影响

全球化时代，不存在经济绝缘体，金融自由化和全球化也给中东国家带来许多风险。1997~1998 年亚洲金融危机波及中东地区，金融业一度陷入萧条，而石油价格的起伏也时常引起各国国内或整个地区金融市场波动。2007 年发端于美国的金融危机横扫全球，中东地区也未能幸免。由于 2008 年上半年油价暴涨，中东地区经济仍保持高速增长，金融体系

① The Heritage Foundation, “2010 Index of Economic Freedom”[EB/OL]. [2011-09-13]. <http://www.heritage.org/index/ranking>.

② World Bank, “Global Economic Prospects 2010”, January 2010, p.57.

③ THE BANKER, “Top 1000 World Banks 2010”.

④ 姜英梅：《全球化下的阿拉伯国家金融发展趋势》，载《阿拉伯世界研究》2006 年第 4 期。

并未受严重影响，仅仅出现流动性紧张、股市下挫和房地产价格下跌等现象。然而，2009年全球经济衰退的规模和范围进一步扩大，国际金融危机对中东经济的影响日益明显，通过油价的传导机制对中东经济和金融体系造成严重冲击，主要表现为以下三种方式^①：一是石油价格暴跌，石油出口国收入减少，从而降低对石油进口国的溢出效应；二是全球需求、贸易等相关活动收缩，出口、旅游和侨汇汇款减少；三是国际信贷市场收缩，资本流入受到波及，抑制当地资产价格，使投资减少。

与此同时，西方发达经济体复苏乏力加大了金融危机的破坏力，并对不同国家不同部门产生不同的影响。就金融体系而言，主要表现在银行业流动性紧张、信贷紧缩；侨汇、旅游和外商直接投资等国际资本流入减少；股市暴跌；主权财富基金投资损失等。“迪拜债务”危机更被看作是金融危机后遗症，对遭受危机洗礼的金融市场来说，简直是雪上加霜。危机面前，各国采取了各种措施抵御金融危机的影响，包括流动性支持、存款保证、资本注入、资本回购、货币政策（降息）、财政刺激等政策。中东大多数的银行部门较好地经受了危机的考验，总体保持盈利，资产收益率也逐步回升，这表明中东银行业与国际金融体系关联程度较低，业务范围以国内或地区为主，该部门对次贷抵押和相关的以金融资产为抵押的证券产品的风险敞口有限。2009年初以来，随着油价上扬、全球经济复苏，以及发达经济体低利率政策，流入中东国家的国际资本缓慢回升，中东债券和股票市场也逐渐回暖。2010年底由突尼斯“茉莉花革命”引发的中东巨变，尽管对相关国家经济、金融体系造成影响，但长期来看，中东阿拉伯国家金融自由化进程将逐步深入，实际上，这将是大部分转轨国家金融体系未来发展之路。

随着全球经济好转，中东阿拉伯国家经济峰回路转，IMF在2010年10月份的地区展望报告中指出，预计该地区国家2010年和2011年增长速度将超过2009年。考虑到通胀压力和财政空间限制，大多数国家计划将退出财政刺激政策，同时在一段时间内继续保持宽松的货币政策。随着该地区从大衰退中复苏，政策应重点关注加强金融部门和解决中期挑战，进一步推动金融部门发展和经济多样化是首要议题。首先需要继续关注银行系统的发展，对那些金融开放程度不高的国家（主要是非海合会国家），降低外资银行和金融市场的市场准入门槛；对不良贷款居高不下的国家，应当加强银行资产负债表管理，加强监管框架和监督，并努力与巴塞尔资本协议III的要求相一致，即减少监管周期性、增强流动性

^① IMF, “Regional Economic Outlook, Middle East and Central Asia”, October, 2010.

和资本缓冲、处理好具有系统重要性的机构，并改进银行破产做法。沙特的逆周期准备金拨备便是成功实施这种宏观审慎政策的例子。其次，大力发展金融市场，尤其是债券市场，充分发挥金融机构优化配置资金的作用，作为对银行中介配置资金失灵的有力补充。最后，中东阿拉伯国家金融部门发展政策应相互协调合作，尤其是在金融监管方面以及伊斯兰金融共同原则和标准方面。^①需要注意的是，全球化拉近了全球资本市场距离，全球资本市场的自由化可以降低交易成本，增加流动性，但也会带来金融危机，导致股市价格波动和股票市场危机。新兴国家和发展中国家金融体系比较脆弱，金融部门甚至整体经济容易受到国际游资冲击而出现经济危机。因此，必须对本国金融体系，尤其是资本市场加以保护，与此同时，也不应盲目扩大开放程度，而应持谨慎态度。

Analysis of Financial Liberalization in the Middle East Arab Countries

JIANG Yingmei

Abstract Since 1970s Financial Deragulation was the main content of the financial liberalization process. The financial liberalization of Arab Middle East is part of its macro-economic reform strategy, in order to improve efficiency of financial intermediation through liberalization, modernization, transparency and risk management. The Middle East financial reform is a gradual process, including monetary policy, banking liberalization and opening capital market. Middle East financial system has become part of the world's financial system, but there is a big gap in financial efficiency, depth and competitiveness compared with developed countries and emerging markets.

Key Words Financial Globaliaztion; Financial Liberalization; Financial Reform of Arab Countries

（责任编辑：杨 阳）

^① IMF, "Regional Economic Outlook, Middle East and Central Asia", October, 2010.