

新兴市场金融风险的特征与防范

——墨西哥、东南亚与中国的比较分析

张幼文

在墨西哥金融危机发生后不到三年,一场更大的金融风暴席卷了整个东南亚,时间长达半年多之久,迄今仍不能说已经过去。中国至今在风暴中巍然不动,成为当今世界经济之大谜。新兴市场金融风险的特征及其防范,可能是今天从宏观决策者到个体投资者都最为关心的主题,尤其是国际大银行所关注的主题。

金融风险具有两种不同的类型,也存在于两个不同的层面。就类型而言,一种是金融业本身决定的风险,金融业的高回报率与高风险并存。即使在规范化的经营过程中这类风险也不可避免。另一种是由宏观管理不力和经营者个体操作违规而造成的风险,在正确的宏观政策下和严密的监管制度下后一类风险可能减少。就层面上讲,一种是国家整

体上的经济与金融动荡风险,另一种是单个企业与金融机构的财务风险。新兴市场的特征在于,高回报率吸引了投资者,而宏观政策失误的更大可能性又增加了来自于宏观层面的风险。监管不力引发市场动荡提供了更多的盈利机会,而宏观的不稳定性与不确定性也反过来加大了投资者和金融机构的风险。

分析新兴市场金融风险的特征,是防范风险的前提。

从墨西哥金融危机到东南亚金融风暴,我们可以从新兴市场的金融风险中得到一些规律性的结论,至少可以从其相似性中得到启示。比较中国抵御金融风暴冲击的成功经验与当前所面临的形势,同样也可以对金融风险的防范得出一些启示。

一、高速增长经济中的泡沫是金融风险的宏观经济基础

经济的高速增长是新兴市场的基本特征,它同时也构成了金融风险的基础。高速增长使资本大量流入,既提供了增长所需的资金,也导致了房地产市场与证券市场的泡沫。

当外资以直接投资的方式进入新兴市场时,它所带来的是实物资本的增长、生产能力的提高和基础设施的改善。但当外资以间接投资的方式进入时,它除了融资功能以外还

有产生泡沫的效果。

泰国的高速增长是在过度的规模和在不合理的结构上依赖于外资造成的。泰国以高利率吸收了大量短期外资,高达40%的短期债务使国家的外汇负担成为一座随时可能爆发的火山。与此同时,由于外资大量流向房地产业,尤其是高级商场、宾馆、办公楼和豪华住宅,房地产的大量积压既积累了无法偿还的外债,又加剧了银行不良贷款的规模。

巨额外债不仅是泰国的问题,也是东南亚国家的普遍情况。巨额外债事实上早在80年代初就给拉美造成过一场危机。

新兴市场的高速增长在很大程度上依存于出口的增长,开放型新兴市场的出口依存度一般都很高。这一特征的结果是,出口增长速度的下降对整个经济增长的影响很大。

在墨西哥的货币危机起源于巨额贸易逆差。由于农业基础薄弱,粮食依赖进口,出口结构单一集中在石油,工业投入不足,加工工业进步速度慢,工业的国际竞争力不强,在加入北美自由贸易区以后大量中小企业倒闭,再加上外贸一下子放开,进口急剧增加,导致连续贸易逆差,国家外汇储备急剧下跌。与此相比,泰国高达40%的出口依存度是出口困难迅速引发货币危机的直接原因。

新兴市场的风险集中在金融领域中体现出来并不是偶然的。这是因为,第一,新兴市场的增长极大地依赖于资本的推动,资本在引导国际资源配置向新兴市场倾斜中起了关键的作用。第二,全球经济与金融的高度一体化使经济波动的传递机制加强,发达的市

场经济和金融体系不仅能够吸纳波动的冲击,而且能够把冲击向外推移,但新兴市场则没有这种功能,从而使风险不断沉淀,更加集中,更加剧烈。第三,现代金融产业高度膨胀,与实际贸易与投资活动远远脱离。在发达市场中金融业能够自行平衡,而在新兴市场中却只能将不平衡的能量向实际经济转移。

中国有效防范金融风险的根本性原因在于宏观经济和出口的稳定增长。1992年以来,中国不仅实现了经济的软着落,而且在保持较高速度增长的同时,使各年之间的增长速度差异保持在较低的水平上,即实现了经济的稳定。早在5年前,中国就提出了经济增长方式转变的战略性决策,即及时注意到了单纯依靠投资来推动经济增长的增长方式的局限性,并果断地实行了增长方式的转变。经济和出口的稳定增长从更多地依靠投入转变到更多地依靠体制释放的能量和要素生产率的提高,由货币稳定不贬值所带来的出口困难正在由企业提高生产率和整个出口结构的进步来克服。

二、金融业的脆弱性增大了风险爆发的可能性

金融业的不发达是后进市场经济的普遍特征。对于新兴市场来说,虽然工业发展迅速,经济成长成就突出,但就整个经济结构而言,金融业仍然是最为薄弱的环节。这一特点也决定了经济危机可能首先从金融开始。

银行的脆弱是金融不发达的标志之一。经济中的各种深层次问题集中表现在银行。在泰国,由于商业银行缺乏必要的制约,当经济过热时就介入房地产和证券市场,以致在泡沫破灭时经济危机迅速转变为银行危机。银行的不良资产增加又使国际金融界对其评级下降,再引发对本币的抛售风潮。持续半年多的金融风暴已使东南亚各新兴市场长期

以来存在的不良贷款问题暴露出来,前东盟五国银行坏帐已占其贷款总额的15%,泰国更高达30%。韩国银行的呆帐已占总贷款的16%。

金融市场的不成熟是金融不发达的另一个标志。国内机构投资者不成熟,市场规范不完善,金融主管当局对市场的调控能力不足,金融市场规模较小而进入了巨大的外资金融机构,等等。

在墨西哥,不发达的国内金融系统决定了较低的国内储蓄率,使建设资金主要依赖外资,国内政局又对外资的流入具有决定性的影响。当欧美各国1993年起经济回升抽回资金时,墨西哥就陷入了资金不足的困难。

过高水平的外债使墨西哥的偿债能力受到怀疑,更加剧了危机爆发的可能性。1994年12月下旬比索贬值前,银行业就已经出现了呆帐数量急剧增加的情况,逾期贷款与贷款总量之比从1991年末的4.6%增至1994年3月的8.5%。比索的贬值立即对银行的健康情况产生了影响。银行的债券资产出现亏损。危机前银行的外汇贷款占整个贷款的约1/3,但其中相当部分贷给了没有外汇收入的企业。比索的贬值使借款人产生了偿债困难。

在新兴市场的发展中,必须有效实行对整个金融系统的监管。在泰国的金融自由化过程中,财务证券公司等非银行金融机构发展迅速,并且大量向高风险部门投资,而其资金来源则主要是国外金融机构和国内商业银行的贷款。债务币种的汇率风险、期限结构的流动性风险以及泡沫经济下的市场风险都

集中在财务证券公司这些非银行金融机构上,并且在风险爆发时迅速传递到整个金融系统。

在中国经济中,银行的呆帐坏帐也是突出的矛盾之一,并且严重制约了企业改革与银行商业化改革。但是,在中国,银行的这一问题除了一部分与房地产投资相关外,大部分不是泡沫经济的反映。坏帐主要来自于尚未完成改革的国有企业的历史旧帐,而这些企业又承担了很大的一部分社会责任。国有银行具有极高的信誉度,在稳定存款人信心中具有重要作用。虽然金融市场的法制化、规范化建设尚有很长的一段路要走,但是,金融主管当局严于监管,及时发现和处理市场中暴露出来的各种问题,使金融市场基本上得到了稳步健康的发展,没有发生导致全局性的问题。

三、金融市场的过快开放使本国金融系统 暴露在国际资本的冲击面前

虽然经济本身的问题是导致金融危机的根本原因,但是,新兴市场金融的过快开放却给了国际投机资金兴风作浪的机会。我们不能把国际投机资金的活动看作新兴市场金融风波发展的原因,但是,国际资本对新兴市场的冲击却是必须通过金融市场的渠道来进行的。

金融市场的过快开放及管理中的存在的问题是墨西哥金融危机中的一个重要因素。1994年下半年起墨西哥彻底开放了金融市场,外国银行、保险公司、证券信托机构、融资租赁公司均可在墨西哥开设分支机构,1994年前4个月发行股票债券31亿美元,占整个拉美的50%,居世界第二位。金融开放中控制的困难大大加重了金融危机爆发的可能性。

墨西哥当时的情况是,资本流入的大部

分是证券投资。从1990至1993年,证券投资流入高达610亿美元,相比之下,同期直接投资却仅为166亿美元。证券投资大部分流入了股票市场,使这一时期的股票指数上升了436%。这种股市泡沫为外资撤离造成暴跌和国家外汇储备流失留下了极大的隐患。

就东南亚金融危机来说,国际投机资金发现了泰国出口和经济增长中存在的问题以后,对泰铢的进攻是通过外汇期货市场进行的。可见,金融市场的过早开放使新兴市场在防范国际金融投机性冲击中失去了最后一道防线。

中国经济的健康稳定发展是避免本次金融风波冲击的根本原因,而与此同时,金融市场的审慎开放战略也是一个关键因素。中国引进了外资银行和其他金融机构,并在上海浦东试办了人民币业务。但就整体而言,金

融市场的开放是逐步的和有限度的。由于国内金融市场还相当不健全,培育、监管和规范化的任务仍然很重,中国没有不切实际地快速全面开放金融市场。当然,这既不等于中国的金融市场迄今仍然是封闭的,更不等于中国不准备开放金融市场。从这次东南亚金

融危机的现实可以看到,中国的这种审慎的开放战略不仅是有利于中国自身的,也是有利于世界各国,尤其是发达国家的。发达国家的金融机构在中国逐步得到了市场,同时也避免了这次金融风波蔓延的危害。

四、汇率制度与汇率调整的风险

汇率制度的选择本身就是一个困难的问题,新兴市场又由于其发展的特殊性而加大了这种困难。由于发展水平的原因和出口市场相对集中的原因,新兴市场一般只能采用钉住汇率制度。这为一个稳定的对外经贸关系创造了条件,但是也需要付出汇率僵硬经济调整集中在国内的代价。

汇率制度与汇率水平在金融危机的引发机制中具有十分关键的地位。高速增长在金融自由化的政策配合下导致大量外资的流入,使汇率升值。由于外资流入房地产等非贸易部门,降低了对出口增长的积极作用。结构失衡的结果是经常项目的赤字。钉住汇率不能自动调整使矛盾积累引发危机。

不论是墨西哥还是东南亚,金融危机的原因虽不相同,但导火线却都是汇率。可见汇率问题对于新兴市场的敏感性了。在墨西哥,危机爆发前的汇率水平估计已高出30%,而当时的调整方式又采用的是企图一步到位,以致一下子产生进口成本提高,物价上涨以及工资增长要求的恶性循环。无论是汇率水平的控制还是放弃控制的时机选择,都是至关重要的。当原先的汇率水平远远无法继续维持时,转变为自由浮动的结果实际上是让长期积累的问题一下子爆发出来。墨西哥和东南亚的教训都表明,在实行钉住汇率制的条件下适时地进行汇率调整是必要的。在两种情况下都是当经济和出口情况已经发生根本性的变化而汇率调整却出现了滞后。当经济适应于固定汇率水平时,不论改

为浮动汇率制度还是进行大幅度的贬值,所需要付出的代价都是巨大的。

即使在危机发生以后的今天,我们仍然无法简单地说新兴市场究竟采用浮动汇率制还是采用钉住汇率制更好。但是我们仍然可以得出两点结论。第一,即使采用钉住汇率,适时的汇率调整仍然是必要的,否则就会累积汇率扭曲,造成大的冲击和震荡。第二,适度的外汇储备不再只是外贸支付和短期债务偿付的需要,而且还有应付国际短期资本流动的需要,对于一个资本市场开放的国家来说尤其如此。

中国汇率制度的成功之处在于,自从1994年两种汇率并轨以后,采用的是有管理的浮动汇率制。管理使汇率得以相对稳定,而浮动又使调整的压力可以得到逐步释放。尤其是在经常项目完全可兑换以后汇率的决定取决于市场。从现象上看,人民币对美元逐渐升值难以理解。但事实上这是客观现实的合理反映。这些现实是,国内通货膨胀率持续下跌,出口增长持续高速,国内经济适度从紧,外资外贸双顺差,外汇储备水平不断提高,等等。当前,巨额外汇储备是人民币稳定的又一基础性因素。中国能够抵御金融危机的重要原因在于人民币不会贬值。人民币不会贬值取决于上述多方面的坚实基础。

中国汇率政策的成功之处还在于,当外贸与外资双顺差时,中央银行通过大量买入外汇防止了人民币的升值,从而防止了升值对出口的不利局面。汇率贬值对外贸可能产

生积极作用,但这只是短期的和暂时的。中国把发展对外出口的重点放在外贸体制的改革上,实践证明是一个合理的战略。几年来,人民币保持了对美元稳中有升的水平,波动只在一个很小的幅度之内。在今后的汇率政

策中,适当增大人民币的汇率波动区间,将是有利的。因为这将在我国贸易多元化、国内利率等金融工具调控力不足的情况下减少维持汇率稳定的成本,也将有利于企业增大汇率风险的意识,更加适应国际市场的竞争环境。

五、发展战略的时效性和结构进步的困难

新兴市场的一个共同发展道路是从劳动密集型产业起步的外向型发展战略。这一战略的成功是毋庸置疑的。在这种战略下,发达国家的劳动密集型产业和成熟的传统制造业向新兴市场转移,廉价劳动力决定了发展初期的比较优势。但是,这一发展战略也具有其内存的缺陷。第一,当更多的后进国家开始发展以后,劳动密集型产业开始面对激烈的国际竞争,新兴市场的劳动力成本开始相对变得高了。第二,由于产业的发展来自于先进国家的转移,因而在国民经济的产业结构上总是落后于先进国家一个台阶。第三,如果不能找到劳动密集型产业向外转移的机会,那么经济结构就难以获得进步。

就外贸与外资关系而言,在泰国,引进外资发展劳动密集型产业的战略曾经是高速增长的原因和经验。但是,一个国家不能长期依靠外资来弥补经常项目差额。几乎长达30年的经常项目赤字是泰国经济结构水平低、技术进步慢、劳动力素质差的反映。依赖于电子等少数产品的出口结构不能持久。由出口能力不足积累的货币问题不可避免地转变为货币危机。

在墨西哥,由巨额外资推动经济高速增长曾经是增长的成功经验,但同样的情况是,没有及时地使外资成为出口发展和结构进步的动力,以致在一定时刻出现贸易逆差和还本付息的双重负担。

在产业结构问题上,我们并不能说中国避免这次金融危机冲击的原因是及时获得了

结构进步。相反,正是在前十年中,中国为亚太国家和地区的劳动密集型产业转移提供了机会。今天,中国同样面对着产业结构进步的困难。只是由于上述的其他原因,中国才免受了金融危机的冲击。因此,争取经济结构的进步已是中国经济的当务之急。

在外资的流向上,中国的成功之一在于有效引导了外资投向瓶颈产业,对经济结构进步起了关键作用。但与此同时也有相当一部分外资流入了房地产业,其中部分是不合理的。同时为了加强基础设施建设,一部分外资流入了不能创汇的项目,这是应当引起注意的。

当年墨西哥金融危机爆发时,国际社会曾有人把这场危机称为“21世纪的第一场金融危机”,这中间的含义值得人们深思。这种危机不仅打击了一个成功发展的新兴市场,而且波及到其他各个新兴市场。这是20世纪全球金融一体化的结果,也向人们预示了21世纪国际金融乃至整个世界经济运行的一个基本特征。金融一体化既为世界带来了国际资源配置的新机制和发展的新机会,也对世界提出了新的挑战。这种挑战在这次东南亚金融危机中再次显现,这也许是“21世纪的第二场金融危机”了。用一句简单的话结束本文,那就是,探索新兴市场中金融风险的防范问题是国际社会21世纪的重大课题,但是我们现在就必须着手进行。

(作者单位:上海社会科学院)