

资本市场的抗冲击能力与国家金融安全

刘 金

摘 要: 本文首先论证了资本市场与国家金融安全之间的关系,接着从我国资本市场抗冲击能力的现有优势和潜在问题两方面分析了我国资本市场的抗冲击能力,最后提出通过选择合适开放模式以提高资本市场抗冲击能力的路径。

关键词: 资本市场; 抗冲击能力; 经济强国; 金融安全

中图分类号: F 830.33 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2004)02-0029-04

一、开放的资本市场与国家金融安全

1. 资本市场开放影响国家金融安全的必然性 金融业本身具有很大的风险性,特别是在开放状态下会带来巨大的风险,从而危及一国的金融安全。所以我们在看到一国资本市场开放带来收益的同时,也必须清醒地认识到它带来的风险。如果金融市场开放处理不慎,其结果是不可逆的。根据 1997 年亚洲开发银行的报告,东亚 5 国在 60 年代的人均 GDP 是同期美国人均 GDP 的 20% 左右,到 1998 年金融危机爆发前,该比例如果以 1990 年不变价格来计算已达到了 67%。然而经过亚洲金融危机以后,该比例又重回 60 年代的水平。由此可见,资本市场开放是涉及国家金融安全的重要问题。

2. 资本市场开放影响国家金融安全的途径

(1) 资本市场开放使得国家减少或丧失对汇率、利率等领域的调节权。金融领域包括了众多的方面和环节,任何方面或环节出现问题都有可能危及整个国家金融安全。其中,保持对汇率和利率等领域的调节则是一国维护其金融主权的重要手段,但资本市场的开放使得国家在这方面的调节权有所减少。

(2) 资本市场开放容易引起投机资本泛滥。由于投机性资本的趋利性,其除了利用现成的机会外,还会主动创造市场机会,对金融市场进行攻击,而攻击一旦得逞,这些投机资本将获得丰厚收益。一国资本市场开放后,投机资本会大量涌入国内,在投机者的带动下,即使资本市场开放国家或地区经济基本面尚好,但如果投资者的市场力量远远大于该经济体的力量,金融市场也会出现剧烈动荡,从而引发众多参与者信心和预期的突然变化,最终酿成金融恐慌。东亚金融危机中,量子基金就是这样得逞的。

(3) 资本市场开放引起危机扩散。上面两部分主要说的是一国因为资本市场开放对国

内经济的影响,实际上,发展中国家由于经济力量不强,金融基础较弱,资本市场开放更容易受到外部危机的“传染”,这主要指信心危机的传染。

信心危机指的是一国金融市场受另一国金融危机打击的第一冲击波。在发达的信息传输技术的帮助下,一国货币大幅度贬值或金融市场的动荡会立即传遍世界各地,从而对世界各地投资者的预期产生重要影响。发展中国家或地区由于国内金融市场总量不大,对全球金融市场的影响较小,但一个发展中国家或地区的金融危机往往会带来同一区域或相似经济结构的发展中国家或地区的信心危机。受马克威茨组合投资理论的影响,国际投资者在发展中国家或地区资本市场上进行多元化的分散投资,如果其中一个市场出现动荡,投资遭受损失,投资者必然会对属于同一“板块”的其他市场的安全性产生怀疑,从而导致资本的撤退特别是中长期资本的离场,最终使得没有发生危机的国家或地区“传染”上金融危机。

(4) 资本市场开放带来金融创新风险、金融机构风险和金融监管风险。首先,由于发达国家金融市场发展历史悠久,创新产品多,发展中国家资本市场开放后会面临金融创新风险。金融创新增加了整个金融体系的活力,但同时也给金融体系带来风险。尤其是金融衍生产品具有极大的渗透性,它的发展打破了银行业与金融市场之间、衍生产品与原生产品之间以及各国金融体系之间的传统界限,从而将金融衍生产品市场的风险通过这种联系传递到金融体系的各个方面,这大大增加了金融体系的系统性风险。其次,资本市场开放会给发展中国家或地区带来金融机构风险。金融机构风险是指发展中国家或地区在资本市场开放的过程中,金融机构由于自身经营的不确定性以及资本市场开放带来的影响而造成的风险,主要有以下两类:第一,经营性风险。随着资本市场的开放,市场机制的不断引入以及国外机构的逐渐进入,本地的金融机构面临的经营不确定性及市场风险大大增加,而且金融机构本身蕴含的多种问题也增加了其在市场化和国际化过程中经营失败的风险。第二,竞争性风险。这里的竞争性风险主要指国外金融机构进入后与本国金融机构开展全方位的竞争而带来的风险。随着资本市场的开放,将会出现更多的中外合资金融机构和外国独资机构,这些机构会和国内金融机构在金融业务、市场占有率、技术、金融服务、人才等方面开展激烈的竞争。由于国外金融机构大多历史悠久、软硬件设备先进、资金实力雄厚、资产质量优良、市场经验丰富,这种整体上的竞争优势,将在短期内对发展中国家或地区金融机构的业务经营活动形成较大的冲击,打破内部金融体系原有的均衡,使本国金融机构的经营环境恶化,市场份额下降。再次,资本市场开放会带来金融监管风险。金融监管风险主要指在资本市场开放过程中由于金融监管水平落后或金融监管的无效性而给资本市场或整个金融体系带来的风险。资本市场的开放是一项复杂的工程,本身蕴含着极大风险,因此其对金融监管也就提出更新更高的要求。如果金融监管无法满足这种要求,就无法对资本市场进行有效监管,那就可能使资本市场的风险越积越多,甚至酿成金融危机。

二、我国资本市场抗冲击能力

1. 现有优势

(1) 稳定、持续、高速增长的国民经济。外资进入中国资本市场的最终目的是取得较高的投资收益。只有国民经济保持一定的高速增长,外资在进入资本市场之后才能获得满意的投资回报,从而吸引外资不断流入,形成良性循环。同时,只有在稳定的宏观经济环境下,

才会吸引外资的稳定流入,不至于出现突发性的外资外逃,引发金融动荡。我国经济自改革开放以来,一直保持高速增长,1994年以来增速有所放慢,但GDP仍然维持了7%以上较为稳定的增长率,这一增长速度同世界其他国家相比相对较高,对外资具有一定的吸引力。同时以前长期困扰我国经济生活的通货膨胀问题目前已经显著改善,近年来物价水平持续保持低位。总体来说,我国目前的经济环境是比较适合外资进入国内资本市场的。

(2) 国际收支状况良好,人民币汇率保持稳定。外资进入中国资本市场,首先受到冲击的就是人民币汇率。目前我国实行的是有管理的浮动汇率制,人民币同美元挂钩,仅在经常项下可自由兑换。在这种外汇管制相当严格的外汇体制下,我国经济面临的汇率风险非常之小。但是一旦允许外资自由出入中国资本市场,就意味着人民币资本项下的自由兑换。出入资本市场的外资的特点是流动性强,带有比较强的投机性,一国经济中诸多因素都有可能引发其外逃,造成汇率的极大波动,进而引起经济的动荡。亚洲金融危机中这一问题表现得尤为明显。因此,向外资开放我国资本市场将极大增加人民币汇率波动的可能性,从而对我国抵御汇率波动的能力提出更高的要求。

(3) 资本市场特别是证券市场已经有了一定程度的发展。从世界范围看,证券市场在资本市场中的地位越来越重要,我国证券市场经过10多年建设发展,目前已经初具规模。

(4) 储蓄率比较高。中国GDP中储蓄所占的比例在35%~40%,这样的储蓄率是非常大的资源。随着金融结构的改变,会有越来越多的人不甘心于把所有的钱放在银行拿利息,这对增加资本市场的容量来说是不可或缺的。世界上也很少有国家的储蓄率这么高,这么多的储蓄要追求投资,它带来了市场非常大的商机,使得国内资本市场在外资撤离的时候依然有相当大的存量满足市场的需求。

(5) 资本市场的微观基础发展尚可。资本市场发展的微观基础是企业,企业经营的好坏关系到资本市场的前途。目前,中国的GDP年增长率在7%以上,这就意味着中国绝大多数企业也有7%的平均增长。证券市场在资本市场中的作用越来越大,甚至有些学者把资本市场等同于证券市场。证券市场的微观基础是上市公司,总体上看,我国的上市公司业绩不错,它们在销售额、纳税额和附加价值方面的统计都明显高于7%,这在很多国家都是不容易找到的。另外,中国的资本市场由于发展规模还不算大,证券市场的规模也受到约束,可以上市的企业毕竟还是少数,还有大量等待上市的企业,这些未上市的企业效益年增长率超过7%的不在少数。大量业绩增长速度超过世界平均水平的企业的存在,对外资进入具有长期吸引力,从而减少外资抽逃的机会,增强中国资本市场的抗风险能力。

2. 潜在隐患问题 目前,我国资本市场抗冲击能力的潜在隐患问题突出表现在如下两方面:

(1) 中长期信贷市场在资本市场中所占比重过大,银行体系存在大量不良贷款;不少国有企业还贷意识不强。资本市场包括证券市场和中长期信贷市场,后者主要是通过银行系统进行的。中国资本市场中通过证券市场流动的资金和通过中长期信贷市场流动的资金的比例为1:4左右,这说明后者在我国资本市场中仍处于十分重要的地位。但目前,发放中长期信贷的银行体系十分脆弱,大量的不良贷款、机制落后等仍是困扰银行发展的重要原因。

国内银行坏账的一个主要原因是大量国有企业还贷意识不强。资本市场开放后,这些国有企业取得外国中长期贷款后仍然不按期归还的话,会影响外资的进一步流入和资金的撤出,甚至会危及国家信用,危及我国金融安全。

国内银行坏账的另一个主要原因是我国国有企业众多,尽管不少企业经营不错,但仍有相当部分的国有企业由于机制老化、压力不足导致效率低下。资本市场开放后,外资银行大量涌入,它们的中长期贷款有可能发放给效益不佳的国企。而一旦发现这些企业的资金使用效率不高,外资银行就有可能收回本金,这样,国有企业由于资金周转不灵,投资的项目会“下马”。这种现象集中爆发会对宏观经济带来极大的负面影响。东南亚金融危机中,就由于贷款大量流入房地产业,但在房地产泡沫起来之际,外资纷纷撤离,导致相关国家经济迅速衰落。

(2) 证券市场仍存在不少问题。证券市场尽管目前在我国资本市场中还没有处于领导地位,但按照目前发展趋势,今后其一定会起到越来越重要的作用。从现在情况看,我国证券市场在如下方面暴露出抗冲击能力较弱:1) 证券市场规模仍有待增加;2) 市场结构和股本结构不合理;3) 金融工具有限,金融创新不够;4) 证券市场投机程度太重,投资意识薄弱;5) 经营主体不强;6) 法律规范尚待完善;7) 证券监管面临挑战。

三、选择合适开放模式,提高资本市场的抗冲击能力

从世界主要资本市场开放实践来看,开放模式大致可分成 3 种类型:第一,全面开放模式。允许境外投资者自由进出该国资本市场,不受投资比例和范围限制,境外公司可以到该国资本市场发行证券、发放中长期贷款、挂牌上市,境内投资者可以在本国资本市场购买外国证券和取得中长期贷款,也可以跨境投资海外市场 and 通过海外银行取得长期资金。第二,有限制地直接开放模式。允许境外投资者直接购买境内资本市场上的证券、发放中长期资金,但对证券投资和发放资金的范围和比例等方面有一定的限制。第三,间接开放模式。这主要是针对证券市场而言,具体来说就是不允许境外投资者直接购买该国证券市场上的证券,但允许其通过购买由该国在国际市场发行的投资于本国证券市场的证券投资基金的方式和通过间接进入该国资本市场。

由于我国已经加入 WTO,因此,资本市场的国际化进程必须加快,但为了减少资本市场开放后的金融风险,笔者认为,采取有限制直接开放的模式和间接开放的模式相结合的办法,渐进地开放资本市场,可以减少对国家金融安全的威胁。具体地说,我们可以按照如下原则做:第一,对中长期信贷市场采取有限制的直接开放模式。这主要是我国的银行业改革已经进行多年,适当开放中长期信贷市场会使得改革步伐加快,抗风险能力增强。第二,对 B 股市场实行有限制直接开放模式,增强该市场的流动性和容量。这主要是由于我国 B 股市场规模较小,流动性不强,可以加大开放力度,使其成为 A 股市场今后完全对外开放的试验田。第三,对 A 股市场实行间接开放的模式。这主要是通过尽快设立中外合资、合作的券商和基金,引入外国专业投资机构(QFII),使得外资进入 A 股市场。这样做的原因主要在于 A 股市场是我国证券市场的主力,如大幅度地开放将使得风险增加过快,可能使得市场无法消化。第四,随着资本市场抗风险能力的不断增强和开放经验的增加,以及我国经济实力的进一步增强,随着人民币成为可自由兑换的货币,远期我们可以考虑逐步加大开放力度,最终走向资本市场的全部开放。

(作者单位:上海证券有限责任公司)