

国际金融多事之春的思考

Thoughts on International Finance

张幼文

(上海社科院世界经济所, 研究员 上海 200020)

屠启宇

(上海社科院世界经济所, 博士生 上海 200020)

1995年入春以来, 国际金融领域集中发生了一连串的重大事件。墨西哥金融危机不仅导致了国民经济的巨大震荡, 而且殃及了几乎整个新兴金融市场; 金融衍生工具交易失败在去年导致美国橙县政府破产之后, 今春又使巴林银行倒闭; 里昂信贷银行出现巨额亏损资不抵债的同时, 东京、三菱两银行又演出了一场强强合并的大戏。

国际金融领域如此高频率地出现震荡变故并不是偶然的, 这里面隐含着更深层的内因。如何看待国际金融迅猛发展的潮流及其在现代市场经济中的地位? 如何看待金融国际化、自由化对国民经济(尤其是发展中国家国民经济)的影响, 从而选择何种对策? 如何看待金融衍生工具在现代金融中的作用以及怎样趋利避害? 最后, 面对金融机构的大批涌现、金融交易量的巨额上升和金融工具的不断创新, 还必须认真思考, 我们是否正面临着 一场全球性的金融革命。

一、金融在现代经济中已具有核心地位

无论是经济史还是当前金融事件对全球经济的重大影响都证明了, 金融在其产生发展过程中已逐步确立了其在现代经济中的核心地位。

1. 银行及非银行金融机构的产生是金融发展的第一次飞跃

货币本身并不等于金融, 货币的意义在于通过自身的转移来沟通买卖, 实现交换。而所谓金融是调节货币的余缺, 融通资本以达成合理配置。

货币向金融实现飞跃, 其标志是以银行为代表的资金融通中介机构的产生。商品经济发展使市场中既有过剩资金的持有者, 又有迫切需要资金的生产者。这种余缺状况或者说供需双方的存在, 就直接促成了银行这样的媒介的产生。银行的产生标志

着资金融通即金融的形成。银行使借贷(即资金的供需双方)相结合, 促进了资金的使用率。而资金使用效率的提高就保证了社会资源配置效率的提高和社会生产的发展。

金融的发展并未止于银行等金融机构的活动, 随时代的发展信用工具不断地产生, 各种融资手段如债券、股票开始发展, 而“间接金融业务”也在不断扩展创新, 使金融对现实经济的积极作用不断增强。这也证明了, 金融本身与现实经济的联系是密切的, 它通过资金的配置影响资源的配置, 并非是纯粹的虚拟经济。

2. 金融创新是金融迈向核心地位的第二次飞跃

金融活动存在着两面性, 一方面它促进了资源配置, 提高了资源的利用效率, 另一方面也带来了各种风险。任何金融信号异常或金融市场波动异常都可能造成对资源配置的误导和失衡, 结果反而造成对现实经济的不良影响。同时, 由于金融业的相对独立性及其与现实经济机构脱离的巨大交易量, 产生了种种虚幻景象, 这也就是人们批评金融活动为泡沫经济的原因。但是, 金融对现实经济的积极作用毕竟是它的主流, 与此同时针对金融风险对现实经济可能产生的消极影响, 现代金融正在其自身的发展中尝试着种种规避机制的创新与开发。

金融创新是金融市场发展过程中的内在要求, 是金融活动的自我完善, 是确立其经济核心地位过程中的又一次飞跃。金融创新始于 70 年代, 创新内容涉及信用风险转移型金融工具创新和价格风险转移型金融工具创新, 等等。整个创新过程是以 1973 年固定汇率制崩溃后国际金融的动荡为起点的, 当时各种金融风险和波动丛生, 客观上正需要各种风险规避手段。当前主要的几项金融衍生工具, 如外汇期货期权、利率期货期权和证券指数期

货期权等都是在上述过程中应运而生的,设计这些工具的意图是保证国际贸易、国内生产活动和投资活动收益的稳定性和保值性,使资本配置的风险降低,配置更趋合理。实践表明世界各国的金融创新使现代金融对现实经济的积极作用更为加强。

3. 金融发展极大地促进了经济增长,也确立了其自身的地位

分析金融的产生与发展过程可以发现,金融活动是经济发展的客观需要,是现代经济的必然产物,是第二性的。同时,金融一旦产生,其对现实经济的反作用也是巨大的。尤其是随着金融品种、工具的丰富和金融服务对象范围的扩展,这种积极的反作用正日益增强。

如果说计划经济的特征是国家指令性计划直接指导实物资源配置的活动,现代市场经济的特征就是以金融活动配置资源,引导要素流动来带动实物资源的配置和生产。同样,在世界经济中,国际金融的迅速发展也反映了这样的客观过程:随着世界经济迅速发展,产生了国际金融发展的需求;而国际金融的迅速发展又促进了世界范围的资本配置效率,从而引导资源、要素的更合理流动,全球社会生产力得以加速提高;上述两方面的发展对国际金融的发展又提出了新一轮的需求。因此,无论就国民经济还是就世界经济而言,金融在现代经济中的核心地位已经十分明显,其积极作用应予充分重视。这应当成为分析当前种种金融事件的基本立足点。

二、对外开放的战略选择与 · 国民经济密切相关

今春发生的种种国际金融动荡似乎与上述关于金融积极作用的基本判断相背离。然而深入分析便能发现,这些事件的发生恰是由于在金融国际化自由化进程加速的情况下,有关国家的国民经济未能跟上步伐而产生的。或者说,金融在一个国家积极作用的发挥不是无条件的,它需要一个正常的国民经济环境。墨西哥金融危机正为我们提供了分析这一关系的案例。

墨危机的大致过程是:因墨政府宣布本币贬值造成投资信心丧失,外资大举抽逃,随之而来的是国家外汇储备迅速下降,证券市场暴跌,通货膨胀,生产停滞,国民经济走到崩溃的边缘。国际资本抽逃似乎成了危机的核心问题,进而便产生了国际资本对国民经济造成打击的结论。然而值得我们深思的是:危机发生的真正原因是什么?保证国际资本发挥积极作用又需要哪些国内经济条件相配合?

1. 需要一个具有竞争力的产业结构

在墨西哥金融危机中,外资抽逃只是危机过程

中的一个中间环节。实际上,长期的巨额贸易逆差早已埋下了危机的种子。1987年墨宣布开放政策,当年贸易为顺差81亿美元,由于国内商品的国际竞争力未获改善,1989年贸易开始出现逆差。进入90年代,逆差逐年扩大,1991年为110亿美元,1992年为207亿,1993年为230亿,1994年为280亿。而墨西哥的国际储备在1993年12月底为240亿美元,1994年10月底为170亿美元。显然,如仅靠外汇储备来平衡经常项目逆差,墨政府的储备早就为零了。近年来,墨国际收支之所以没有根本失衡完全在于资本项下大量外资的流入。一旦新的外资不再进入,甚至无需已进入的资本抽逃,大笔的贸易赤字和到期外债就将使已然不多的外汇储备面临耗尽的威胁。

尽管国际资本多年来的持续流入已对墨经济起了相当大的积极的支撑作用,但墨西哥今年的危机证明,不解决巨额贸易逆差问题,欲以一个脆弱的国民经济企求与国际资本保持长期合作是不可能的。墨西哥要解决贸易逆差,其基础是提高经济的国际竞争力。而这种国际竞争力的基础则是合理的产业结构和较高的社会劳动生产率。墨开放前未能完成对国内产业结构的调整和幼稚工业的培育,未能形成具有国际市场竞争力的主导产业部门。这种情况下一旦开放民族工业即备受冲击(1994年初NAFTA生效后,墨倒闭的中小企业达7000余家),贸易失衡便是必不可免的了。

2. 需要一个适时适度的汇率调整机制

1994年12月19日墨新总统宣布比索贬值15%的确是这场危机的导火索,引发了此后一系列的震荡。这说明,汇率的问题是不能积累的,作为一个因存在长期巨额逆差、通胀保持相当水平的国家,比索早就应当贬值。但由于当时正值权力交接,为了暂时的政局稳定,一直拖到新总统上台才实施调整,这再次表明墨西哥缺乏一个正常的经济社会环境。汇率调整所积累的震荡能量过大,一旦释放对投资者信心的打击必然是重大的,大举抽逃便在所难免了。这里的启示是,在一个正常的经济环境中,汇率的调整原则应当是,根据经济、金融形势,注意经常微调,不使贬值、升值压力积聚。小幅度、多阶段的调整方式和及时调整的策略,有利于保持投资者的信心。

在讨论汇率政策得当与否的同时,更应检讨汇率或汇率波动压力的形成基础,这是更深层的一个问题。汇率是货币的价格,其基础是货币购买力的国际比较。追根溯源,这是由各国国民经济的相对实力决定的。国民经济实力强,国内经济稳定,汇率自然也稳定。墨经济环境不正常,国际竞争力差,货币疲软,大幅贬值必造成金融危机。这正验证了金融活动的良性运作需有一个正常的国内经济环境。

3. 需要一个稳定的社会环境

墨西哥投资环境乃至整个社会环境的恶化并非12月19日一瞬间发生的。实际上,外资退出墨金融市场早已开始,19日的贬值不过是触发了更大规模的抽逃。外国投资者对东道国的投资环境是相当敏感的。1994年初开始,墨西哥社会、政治和经济的动荡因素一直在积聚,巨额逆差、巨额外债、通胀、贫富分化加剧、农民暴动、政治斗争激化等,早已使投资者信心受挫。

必须指出的是,社会环境变动对投资信心的打击是普遍的。当前某些分析中,贬间接投资、褒直接投资的态度是不完全可取的。这类分析认为,间接投资流动性强,对东道国经济易造成冲击,故在外资结构中应加以限制,而多吸引不易抽逃的长期直接投资。

首先,从全球资本市场形势来看,间接投资的资本量已远远超过直接投资,1994年全球资本流动中直接投资1950亿美元,间接投资24000亿美元,间接投资为主的国际投资结构已是大势所趋,非一国外资政策的结构性偏好所能改变的。其次,资本结构中国际间接投资的重大并不能成为影响国内金融稳定的主要理由。据统计,墨吸引外资中还有相当部分的直接投资(20~30%),而同为拉美国家的秘鲁几乎百分之百的外资是间接投资,似乎秘鲁的经济应更成问题。而事实上,包括在墨危机发生后对整个新兴市场的冲击中,秘鲁经济显然是表现最好的。另一方面,直接投资也并非逃不掉,只不过其反应周期长一些,调整速度慢一些。但同样,一旦直接投资者对东道国的信心动摇,要重新恢复也需时日。相反,间接投资撤得快,其投机性也决定了信心恢复同样快。最新情况表明,“热线”对新兴市场的信心已开始恢复。所以,关键还在于东道国的社会经济环境。

4. 需要一套既符合国际趋势又基于国内实况的金融开放政策

墨金融市场过早过快地开放也是此次危机的诱因之一。墨政府看到了金融国际化这一历史趋势以及由此带来的经济成果,于是较早地开放了国内金融市场,这本身也体现了墨决策层的远见和胆识。同国际金融市场接轨是一国迈向开放经济和世界市场的必然环节。就全球而言,在基本解决贸易自由化问题之后,就表明资本流动的国际化、自由化已形成共识。关贸总协定乌拉圭回合谈判中已明确提出了金融领域国民待遇等问题。所以金融市场开放本身无疑是正确的,也是各国制订符合时代特征的金融政策的基本取向。

墨西哥的教训告诉我们,如何在把握这一基本取向的同时注意与国内现实相结合,制订出一套既符合历史潮流又植根于国内经济实况的金融开放

政策是多么至关重要。对于类似墨西哥这样的众多发展中国家,由于本身市场发育、经济实力普遍不足,就更应注意开放过程的“序与度”。稳步的渐进式开放有利于缓和开放带来的国际冲击,有利于国内市场的培育,无疑也有利于国际金融的健康发展。

综上所述,墨西哥危机给予我们的最大启示就是应建立怎样一个有利于金融国际化发展的国民经济环境。就我国的开放经济建设而言,就是要解决这样一些问题:抓紧开放前后的时机,充分培育本国的幼稚工业,建立富有竞争力的、较完整的产业结构;注意结合国际收支变化采取适时适度的汇率政策;注意在开放过程中维护社会稳定,保持良好的经济运行环境;合理设计金融开放的顺序步骤。一旦我们建立了这样一个与之协调的国民经济体系,便能使国际市场为我所用,发挥积极作用。

三、趋利避害,促进金融创新

今春发生的金融动荡的又一个集中表现便是金融衍生工具多次扮演了肇事者的角色,巴林事件、橙县破产以及我国的“3.27国债”事件都因它而起。这一方面正反映了现阶段金融发展的特征是以金融衍生工具开发为标志的金融创新,另一方面也说明了无论是金融企业、个人或是政府对这一新生事物都还缺乏全面认识。

1. 金融衍生工具交易是现代发达市场经济的一个标志

金融衍生工具的交易是金融市场高度发展的产物,从而也是市场经济高度发达的表现,它提供了外汇保值、发现未来利率和减少股票市场投资风险等重要功能,是一种比传统意义上的资源配置市场机制更高级的市场机制,是现代发达市场经济运行机制中的一个重要机制。正如货币化程度是商品经济发达的标志一样,衍生金融工具恰是货币经济发达的标志。我国要加快现代市场经济体制的建设,真正建立起发达的市场经济运行机制和开放型的金融系统,不能忽略金融衍生工具市场的发展。

2. 应当正确认识证券市场及金融衍生工具的作用。

与第一、第二产业相比,金融市场(特别是证券市场)和金融衍生工具交易有某种“泡沫”的特点,这种特点主要来自这类市场的虚拟资本的性质;交易量的大小和价位的高低在很大程度上脱离了实物资本的变动,但是不能因此否定了证券市场和金融衍生交易的积极作用。证券市场的运行确实是相对独立的,同时也对现实经济变动过于敏感,而有高倍的放大作用,但是应当首先承认它们的积极作用:股票和债券创造了集结社会资本的功能,并使

投资者把风险限制在有限范围内;没有二级市场的虚拟资本的交易,一级市场也无法充分发展。外汇期货期权减少了外汇持有者的汇率风险,由此使涉及外汇的国际贸易等活动获得更加稳定的发展条件。国债等各种利率水平反映了资本市场的供求状态,也使宏观经济的调控决策更加科学。股票指数期货期权有助于投资者在不充分了解单一股票性能的情况下就股市总水平进行投资,在较小投资风险下进行投资决策,有利于推进社会投资机制的增强。

3. 应当承认金融衍生工具交易的风险性和保值性、震荡性与稳定性之间的相互依存关系。

金融衍生交易确实具有比基础金融交易更大的风险性,从而对整个市场具有较大的震荡性。但是,风险性和保值性,震荡性和稳定性都是证券市场不可分割的两个侧面。一部分交易者保值之可能,恰在于另一部分交易者承担了风险,而这些承担风险的交易者显然又要求有获得更大回报的机遇。没有更大回报的机遇就没有人愿意承担风险,没有人承担风险也就没有人可以保值,没有多种多样的保值方式,从实际经济活动的人就只能自己承担风险,从而使实际经济活动的发展受到抑制。个别交易的保值性在宏观上即稳定性和发展的动力,个别交易的风险性在宏观上即震荡性和对经济的破坏性。对此,积极的态度只能是趋利避害,即以严格的操作规则把风险性限在一定的范围之内,以宏观的监控措施来防止潜在的震荡转化为现实的震荡。风险性是无法消除的,只能寻找其与保值性即市场的积极作用之间的最佳的平衡点。只要有效地限制了微观上的风险性,就有可能有效地防止宏观上的震荡性。

4. 正确的战略应是:积极发展、加强监管

巴林银行事件发生以后,国际金融业的一个普遍动向是寻找加强有效监管的方式。坏事正在变成好事,一个针对衍生金融工具交易为主的金融市场新的监管机制正在形成。一旦这种监管机制得以完善,发达国家的金融市场将更加成熟。如果我国在这方面过于谨慎,以至收缩,而不是在积极发展中加强监管,那么在金融市场的发展上将进一步落后于发达国家,我国的市场经济体制将因缺少这一重要部分而在机制上落后于发达国家,在功能上依赖于国际金融市场,我国建设中的金融中心也将落后于发达国家的金融中心。事实上,由于金融衍生工具的交易是近 20 年发展起来的,即使在发达国家

中这种监管机制也还很不成熟,所以我国在这一领域的发展中几乎与发达国家处于同一起跑线上,不必过于以为我国经济落后而不具备发展条件。从巴林银行的教训看,主要应加强的监管包括:公司对交易员的监管,金融机构内部上级对下级的监管,总部对分部及海外机构的监管,以及中央银行和国家证券交易管理最高权力机构对金融机构的监管。除了工作制度以外,其中某些环节还完全可以由电脑软件的自动控制系统来实现。从一定意义上可以说,正如禁止和惩治假冒伪劣商品一样,我们需要的是一整套法规措施而不是限制正常的生产交换活动。为了积极发展新兴金融市场,金融领域的对外开放与国际接轨是不可缺少的。

四、必须密切注意金融革命的动向

金融领域中大事接二连三地发生并不是偶然的,事实上正酝酿着一场重大的历史性的变革,一场金融革命正在全球范围内发生。人类经济史的逻辑是,紧接着问题出现的是问题的解决办法。一旦问题得到解决,变革就完成了。这是一场可与 18 世纪工业革命相类比的人类经济史上的重大变革,是近 20 年中才开始发生的。工业革命的标志是出现了一大批新的生产工具,一大批新的工业产品,产品数量迅速增长。当前金融革命的标志是出现了一大批新的金融机构、各种金融创新工具和交易方式,金融交易量比实物贸易交易量高出数十倍,并以更快的速度增长。工业革命彻底改变了人类的生产面貌、经济活动水平乃至经济的运行机制,而金融革命也正在深刻地改变着当今世界的经济特征,形成和发展着一种新的运行机制,以一种新的更高水平的资源配置方式推动着现实经济的发展。由于金融在现代货币经济中的积极作用,金融革命将会带来全球经济增长的一个新的黄金时代。我们不应因为新的金融运行方式中存在着的巨大风险性和震荡性而拒绝这场变革,正如我们不会因为现代工业品在使用中可能具有某种危险性,在生产中常常产生污染而拒绝发展工业一样。可以说,在这场金融革命中落后对国民经济可能发生的历史性影响,正如在工业革命中落后所产生的后果一样。我们应避免因传统实物经济的观念而把金融活动的虚拟性纯粹看作泡沫经济,而应当充分认识虚拟的金融活动产生的必然性及其对现实经济的积极的反作用。

(责任编辑 蔡德诚 肖庆山)