

证券市场开放与维护国家金融安全

李 艳 王 伟

内容提要 随着市场经济的一体化发展,各国证券市场也出现了国际化趋势,国家的金融安全将受到现实或潜在的威胁。对于新兴市场国家和地区而言,防止证券市场开放对金融安全的影响,已经成为一项重要的任务。本文对影响国家经济安全的因素进行了分析,并讨论了证券市场开放过程中维护国家经济安全的基本机制。

关键词 证券市场开放 金融安全

随着全球金融一体化趋势的发展,一国证券市场将不断对外开放。证券市场开放对新兴市场经济国家既是难得的发展机遇,同时也对国家经济安全提出了严峻的挑战。本文对证券市场的国际化发展趋势以及影响国家经济安全的因素进行了分析,并阐述了证券市场开放过程中维护国家经济安全的重要机制。

一、证券市场的国际化发展趋势

在金融业全球化的背景之下,作为金融业重要组成部分的证券业随之卷入了全球化的洪流之中,证券业呈现出强烈的国际化趋势。证券国际化是以证券为媒介的国际间资本流动,在此过程中,与证券活动相关的证券市场、证券发行、证券交易、证券机构、证券监管等超越了一国的国界,实现了国际间的自由化。目前,证券市场的发展呈现出很强的国际化趋势,具体体现为:

(一) 证券交易国际化

证券交易国际化是指在资本可以自由流动的前提下,资本在本国与外国的证券市场上实现自由流动和自由交易。证券交易国际化属于资本流动范畴,是与资本账户可兑换相关的概念,特指证券资本在国内与国际资本市场之间的自由流动。

[1] 证券交易国际化主要体现在两个方面:(1)投资的国际化。投资者持有的货币资本,可以按照市场化和利益最大化的原则,不受国界的约束,而可以在国际上自由流动。本国的投资者可以向外国的证券市场投资,同时本国也应当允许外国资本

投资于本国证券市场。(2)融资的国际化。资本的需求方可以按照市场化的原则,从本国或者国外证券市场融资。因此,本国企业既可以在本国证券市场上市获得融资,也可以在国外证券市场上市融资。

(二) 证券机构国际化

这里所说的证券机构,包括证券公司及证券中介机构。证券服务作为一种重要的金融服务贸易方式,在有关的国际市场开放中,都是比较重要的开放内容。在WTO服务贸易规则中,要求各国承诺开放本国的金融服务市场。据此,除成员国另有保留之外,东道国应当允许他国的证券公司及证券中介机构在本国设立分支机构并在本国的证券市场上提供各种投融资服务,同时,东道国也应当准许本国的证券公司及证券中介机构在他国设立分支机构,并在他国的证券市场上提供证券投融资服务。

(三) 证券集中交易机构国际化

不断整合证券集中交易机构,使之更加富有竞争力,是证券市场国际化的另一重要趋势。在2000年以前,证券交易所的整合主要是在一国或地区内部进行的。而到2000年后,这种整合的趋势开始跨越国界,交易所之间的跨国并购在全球证券市场全面展开,同时由于各类证券集中交易机构为了增强竞争力而纷纷公司化改造,区域性或全球性的证券集中交易场所正在逐步形成,从而呈现出证券集中交易机构的国际化趋势。表现为:一是证券交易所合并;二是证券交易所上市。

(四) 证券监管国际化

随着经济一体化和金融全球化趋势的增强,金融机构的跨国业务日益增多。全球化向传统的国别金融监管提出了挑战,并开始突破国别金融监管体系,导致各国金融当局由于金融全球化的发展而受到日益增多的国际制约。由于证券市场的国际化,不同的证券市场结合了一个整体,这就要求证券市场规则和监管规则相对统一,以便进行全球化的交易和监管。在这种情况下,证券监管也呈现出国际化的趋势,各国都在向以国际证券市场上形成的国际惯例为标准方向,逐步调整本国的证券监管制度。

二、证券市场开放影响经济安全的因素分析

证券市场开放对新兴市场经济国家既是难得的发展机遇,同时也对国家经济安全提出了严峻的挑战。对于新兴市场经济国家来说,随着证券市场的国际化程度不断加深,国内证券市场不仅受制于本国的制度缺陷和经济环境不佳等内部因素,而且还受到来自国际资本流动、本外币汇率、国际资本市场风险传递等外部因素的制约。从20世纪80年代至今,新兴市场经济国家连续发生了多起严重的金融危机,如80年代的拉美债务危机、1994年的墨西哥金融危机、1997年的东南亚金融危机、2001年的阿根廷金融危机。新兴市场经济国家和地区证券市场开放过程中所存在的影晌经济安全的因素可以概括为:

(一) 外部因素

证券市场开放影响经济安全的主要外部因素有:

1. 国际资本的过度投机。国际经验表明,一些新兴国家或发展中国家过于简单地理解和实现资本项目可兑换,无力防范国际资本流动给国内经济金融带来的严重冲击,这是发生金融危机的重要外部因素。证券市场开放首先带来的是资本的自由流动。资本自由流动尽管可以提高交易效率,但资本自由流动带来的金融风险却使得金融系统的不稳定和金融脆弱性增大。在大量资本无序流动的情况下,特别是面对国际投机资本的恶意炒作和游资的蓄意冲击,国内金融体系和宏观政策必将面临巨大冲击,从而给金融稳定和宏观经济带来严峻的挑

战。从证券市场开放应当履行的国际义务看,不论是国际货币基金组织还是世界贸易组织,都没有关于资本项目可兑换的强制性条款或承诺要求。但是,大多数发展中国家是在国内金融压抑与发达国家和国际经济组织在援助过程中要求实行经济自由改革的压力下开放的。^[2]在各方面条件尚不成熟的情况下,很多新兴市场经济国家就开始了贸易、金融、汇率等方面的自由化进程,大量国际资本的自由进出,对这些国家的经济和金融造成了巨大的压力,并成为导致金融危机的直接诱因。

2. 国际金融市场上的风险溢出效应。金融危机的传染性是经济全球化下金融动荡的一个重要因素。随着国际金融市场的全球化发展,各国金融市场的联系越来越紧密,国际证券市场上的相关性越来越强,风险溢出效应越来越大,从而使金融危机产生了巨大的传染效应和放大效应。

3. 国际金融体系自身所存在的缺陷。随着金融全球化的发展,国际金融体系自身所存在的缺陷也逐渐凸现出来,并成为国际金融危机发生的重要原因。国际金融体系的缺陷表现在:(1)虚拟经济导致过度的投机活动。在金融全球化进程中,金融经济过度扩张所带来的大量纯粹的虚拟金融资产无节制地增长,与此同时,整个世界真正的物质生产却出现了相对停滞和下降,这就必然滋生投机活动的普遍化,为全球性的金融崩溃创造了必要条件。此外,金融创新也加剧了经济泡沫化,在金融全球化过程中为了规避风险和逃避管制而发展起来的金融创新活动,出于对利益最大化追求而过分投机,加剧了全球经济泡沫化的趋势。(2)金融全球化难免使新兴国家成为国际金融体系上的薄弱环节。经济全球化是以发达国家为主导的,在制定一体化规则中,发达国家处于主导地位,新兴国家被迫接受一些不平等、不公正的规则。新兴国家在参与经济全球化进程中,由于科学技术落后、金融市场不成熟等原因,综合国力很难因国际化而得到大幅度提升。相反,在金融全球化的过程中,新兴国家不得不接受发达国家所预先制定的金融规则,从而难以因地制宜地规划本国金融市场,使得本国的金融市场体系成为国际金融体系上的薄弱环节。

(二) 内部因素

证券市场开放影响经济安全的主要内部因素

有：

1. 经济过度虚拟化。在货币、资本和信用膨胀的过程中, 金融市场逐渐游离出生产、服务活动, 形成一个相对独立的虚拟经济形态。然而, 当虚拟经济脱离实体经济极度膨胀时, 就会对实体经济产生重大影响, 从而形成经济泡沫。就证券市场而言, 同样存在着因信用膨胀而产生的金融泡沫问题。自 20 世纪 80 年代以来, 金融业不断发生深刻变化, 其中一个比较显著的变化是资产的证券化。随着证券化从传统企业发展到金融业, 导致金融机构的信用贷款和信用担保都可实现证券化, 甚至连具有不可移动、不可分割的不动产金融也都实现了证券化。证券化的结果改善了产业资本的流动性, 但也使其自身脱离了产业资本的束缚。随着各类证券发行和交易的规模越来越大, 证券覆盖实体经济的范围越来越广, 整个经济的虚拟化程度也越来越高。^[3]证券市场虚拟经济的发展, 导致虚拟经济的发展过于脱离生产和服务从而产生了严重的泡沫经济, 这是很多国家和地区发生金融危机的首要因素。

2. 国内金融体系的脆弱性。在很多国家特别是新兴国家, 金融市场内在的先天性结构缺陷、制度缺陷及功能性缺陷, 与外在的顺应国际化潮流的市场化、规范化要求产生了矛盾和冲突, 从而使金融体系具有相当的脆弱性, 风险形成与风险防范呈现非均衡发展, 容易发生金融危机。亚洲一些国家发生金融危机的一个重要原因, 就是在金融体系尚不健全, 政府宏观调控能力较弱的情况下, 过早过快地全面开放金融业, 从而带来严重的后果。

3. 资本项目可兑换政策失误。货币的完全自由兑换是一国经济发展到一定阶段的必然结果。货币的自由兑换是指一种货币的持有者可以按照市场汇率自由地把该货币兑换成另一种货币而政府不对这种兑换设置任何限制, 它包括经常项目可兑换和资本项目可兑换。其中, 资本项目的可兑换是指国家不对资本项目下的长短期资本的流出流入加以限制, 它包括国际直接投资、国际证券投资和国际贷款。在开放资本项目的可兑换后, 大规模的国际资本流动会对一国经济造成较大的影响和冲击, 特别是短期资本由于其流动性和投机性色彩浓厚, 难以控制。因此, 如果一国在基本条件

尚未成熟的情况下过早开放资本项目, 会给国内经济带来很多消极影响, 如国际收支失衡、大规模的资本逃避、货币替代、通货膨胀等等。

4. 外债的规模和结构不合理。在证券市场开放条件下, 国家通过资本市场可以获取大量的建设资金, 但是, 如果一国的外债政策不合理, 外债调控措施不当, 极有可能因外债的规模和结构不合理而产生金融危机。从过去发生的金融危机来看, 外债的结构和规模不合理, 特别是短期外债过多等原因, 会助长国际资本的投机活动, 当国际资本在本国市场上大量逃逸时, 就有可能引发货币危机进而导致金融危机。

5. 金融监管低效。证券市场开放以后, 金融监管还面临着如何加强对国际游资的管理、防范国际短期资本对证券市场的冲击等来自外部的挑战。新兴市场经济国家证券市场的监管比较薄弱, 在某些环节监管比较松懈, 证券法制不够健全, 而且也没有科学完善的预警监控机制与国际接轨, 难以防范国际短期资本的冲击, 监管制度上的缺陷就成为引致整个金融危机的重要内因。

三、证券市场开放过程中维护国家经济安全的重要机制

随着经济全球化的深入发展, 证券市场的国际化已经进入一个快速发展、不可逆转的阶段。对于新兴市场经济国家来说, 融入国际证券市场的过程意味着国家可以获得更多的国际资本、借鉴国外先进经验不断改革和完善本国经济制度, 这对国家的长远发展具有重要的意义。但是, 由于新兴市场经济国家在防范金融风险方面的制度设计还不够成熟, 证券市场开放过程中稍有不慎, 就有可能导致严重的金融风险甚至酿成金融危机。有鉴于此, 新兴市场经济国家正在不断总结失误的经验教训, 借鉴其他国家的成熟做法, 逐步探索和 design 相应的制度框架, 从而在推动证券市场开放的同时有效维护经济安全。从国际经验来看, 在证券市场开放过程中维护经济安全至少需要采取以下的风险防范措施和机制。

(一) 保持货币政策的独立性

在证券市场国际化的背景下, 国际资本流动更为自由, 这就使得政府运用货币政策手段调控经济的难度加大, 从而导致政府的宏观调控措施

不能落到实处。因此,对于新兴市场经济国家而言,在证券市场开放过程中尽力维护货币政策独立性,是维护金融安全的重要举措。

1. 逐步实现资本项目可兑换。在现代市场经济中,资本项目的自由兑换是使资本市场有效配置资源的一个重要前提。然而,新兴市场国家发生金融危机的教训表明,资本项目的自由兑换不能一蹴而就,而必须稳步推进,最终水到渠成。历史经验表明,以资本项目可兑换为特征的金融自由化是许多国家发生金融危机或陷入金融困境的重要原因。亚洲金融危机的一个突出特征就是在国际收支项下的资本项目危机,表现为资本流向突然逆转,资本大量外流,导致政局不稳、政要更迭,国内社会与政治动荡。因此,新兴市场经济国家在资本项目的自由兑换方面应当采取一种渐进的模式,在有关的经济制度和政策环境基本成熟的条件下,分阶段逐步放松和解除不同类别的资本管制措施。国际货币基金组织(IMF)曾一度坚决支持开放资本账户。但在亚洲金融危机后,该机构在这一问题上态度日渐有所保留。IMF专家完成的一项研究称,发展中国家在开放资本账户前,需具备运行良好的金融机构以及成熟的国内资本市场,还应具有良好的公司治理、适当的经济和汇率政策及贸易开放。^[4]

2. 保持对汇率和利率的调控。保持对汇率和利率等领域的调节是一国维护其金融主权的重要手段。资本市场开放使得国家减少或丧失对汇率、利率等的调节权。到目前为止,新兴市场上发生的金融危机都是以本币的大幅度贬值为中心环节。在资本市场的开放过程中,利率和汇率政策应该保持一定的独立性,这意味着要对跨国资本流动进行管制,尤其是对短期资本流动保持控制,否则就很难杜绝国际资本市场波动以及大国货币政策对国内经济的冲击。

3. 实行有效的外债监管。各国先后发生的金融危机证明,在经济发展水平还比较低、国家的控制能力也相当有限的情况下,如果外资特别是投机资本进入的门槛过低,进出过于自由,那么,投机性资本就会排挤产业性资本,外国在本国的短期间接投资就会排挤长期直接投资,对外短期债务就会排挤长期债务。因此,实行有效的外债监管,不因为本国资金短缺而盲目吸收外国短期资

本大量流入,是确保一国经济安全的一个重要条件。新兴市场经济国家在金融危机发生后,普遍加强了对外债的监管。例如,根据韩国财政经济部统计,在2001年韩国的外债总额就降到了1997年金融危机后的最低水平。目前,国际社会也比较关注国家外债的制度化管理。在国际组织和相关国家的共同努力下,20世纪90年代中期以来新兴市场和发展中国家在外债管理方面取得了不小的进展,^[5]包括:加强外债的统计;通过控制储备债务比率、货币组成、期限等保持适当的外债比率;签订双边或多边信贷协议以及国际货币基金组织的备用信贷协议,成为抵御外债风险和增强流动性的有用工具,等等。

(二) 实行渐进的证券市场开放

在资本市场发育不健全的情况下,资本市场有效配置资金的能力差,贸然放开证券市场,可能会加剧资本市场的结构矛盾,而且可能导致资源的不合理配置,为金融危机创造条件。因此,新兴市场经济国家实行渐进的证券市场开放措施,有利于维护金融安全。

1. 控制证券市场开放的节奏。在新兴市场经济国家的开放过程中,由于市场不够成熟、监管尚不健全、法制化程度不高等因素,一旦贸然放开证券市场,可能会导致国际游资的快速进入,并使整个证券市场充斥着投机气氛,对国家经济安全造成损害。因此,证券市场的开放一般应当有序推进,逐步放开。从开放的顺序来看,证券市场的国际化进程,在初期是允许外资有限度投资本国资本市场。然后国家根据本国经济的发展规模和程度以及证券市场的发育状况,逐步放宽对外资进入的限制,扩大其持有本国上市公司的持股比例,在外汇管制上放宽外资本金和盈利汇出的限制,直至允许外国公司在本国上市,在证券市场开放上从间接参与到有限度直接参与再到完全开放。

2. 稳健实现融资的国际化。在新兴市场经济国家,对资金的需求量比较大,从而造成了资金的供不应求。在这种情况下,融资途径的多元化是解决市场经济主体资金紧缺的重要途径,融资国际化则是一种必然的演进结果。然而,融资国际化的实现也必须遵循谨慎的原则,逐步实现融资国际化。韩国、印度和巴西等资本市场的经验表明,在资本项目开放前,QFII(合格境外机构投资者)

是一种通过资本市场稳健引进外资的有效方式,有助于改善国内证券市场的投资者结构并强化市场约束,有利于维护国家经济安全。只要是经核准的合格外国投资机构,对其设立专门的汇兑账户,外汇管理部门控制和稽查外资就相对容易。国家对合格境外机构投资者的资格条件、投资范围与额度、资金汇入汇出等方面的管制,应遵循循序渐进的原则逐步放松限制,直至证券市场完善后全部取消限制,间接投资过渡到直接投资。

3. 稳健实现投资的国际化。从新兴市场经济国家和地区的经验看,在实现资本项目可兑换之前,本国资本进行国际投资通常都受到严格的限制。因此,在对外投资方面,新兴国家大多比较审慎。在证券市场的开放过程中,智利、韩国和中国台湾地区在 20 世纪 90 年代初通过设立和实施 QFII、QDII (合格的境内机构投资者) 的双“Q”制度,实现了融资和投资的国际化。^[6]其中,合格的境内机构投资者是在一国境内设立,经该国有关部门批准从事境外证券市场的股票、债券等有价值证券业务的证券投资基金。当然,对于 QDII 的实施,新兴市场国家和地区一般都采取了审慎的态度,对其加以有效监管。人们认识到,证券市场国际化会带来跨境资本的大量频繁流动,会给国际收支平衡和本、外币汇率稳定带来压力,特别是在金融基础设施薄弱的情况下,处理不慎,可能会增加金融体系的系统性风险。合格的境内机构投资者制度可以作为证券市场完全开放之前的一种过渡制度,通过对汇出汇入资金的限制减弱资本流动对汇市、股市和国内货币供给的冲击,同时也可逐步增强应对证券市场风险的能力。

(三) 建立金融危机预警机制

所谓金融市场预警,主要是对金融运行过程中可能发生的资产损失和金融体系遭受破坏的可能性进行预报,为金融安全运行提供建议。东南亚金融危机后,国际社会加紧探讨防范措施,并相继出台了一些金融体系稳定评估计划。由于金融危机的出现常常以一系列的经济、金融指标恶化为先兆,因此,在东南亚危机之后,各国都加强了金

融预警系统的研究。例如,东盟各国外长于 2001 年 10 月举行会议,决定由在雅加达的秘书处设立一个专门机构收集东盟各国贸易、国际收支等重要财经数据和资料,由金融专家对其进行分析,以预测发生金融危机的可能性。国际货币基金组织于 1999 年 5 月开始实施“金融部门评估计划”来对其成员国金融体系的稳健程度加以评估,并把它作为其监测工作的组成部分,将金融安全问题明确纳入了政府宏观经济管理的范围。要求成员国提供如下指标:国内生产总值、外汇储备、贸易逆差、通货膨胀率和货币供应增长率等。

目前,世界各国还缺乏灵敏的信息系统有效地跟踪监控证券市场活动,保证经济的安全运行。从部分国家的做法来看,通常是在对风险发生根源探讨的基础上,选择若干综合性强、敏感性高、具有评估力度的预警指标,这些指标应能够综合反映证券市场宏观风险的存在形式,通过这些指标在危机前后行为特征与正常水平的差异,构造一套简单易行、操作性强的预警指标体系。

注:

[1] 陈静. 新兴证券市场开放风险及其防范制度研究. 浙江大学博士论文. 2004, (4). 16.

[2] 王劲松. 成熟与新兴证券市场对外开放比较. 机械管理开发. 2005, (4). 90.

[3] 何问陶, 王成进. 虚拟经济下经济增长模式研究. 财贸研究. 2006, (2). 3.

[4] IMF 专家认为: 过早开放资本账户对发展中国家无益. 北京青年报. 2006-08-22.

[5] 杨柳勇, 何卫江. 新兴市场和发展中国家外债管理上的新变化. 中国金融. 2006, (2) 56-57.

[6] 谢红海. 发达国家和地区证券市场国际化对我国的启示. 新疆金融. 2000, (3). 36-37; 熊剑庆. 韩国证券市场对外开放分析与中国的现实选择. 中山大学学报论丛. 2005(2). 266.

(作者单位: 王伟 中央党校政法部
李艳 兴业证券股份有限公司)
(责任编辑: 沈凯)