

# 金融深化、资本形成与经济的可持续发展

## ——对韩国与泰国实践的反思

黄明

资本短缺是发展中国家在经济发展过程中所面临的共同障碍。本世纪五六十年代,由于受凯恩斯国家干预主义或苏联高度集中的工业化模式的影响,绝大多数发展中国家选择了依靠计划化、国有化与进口替代为加速资本形成和工业化的道路,未认识到市场机制对资源配置的重要作用,没有将金融政策作为促进经济稳定和增长的重要手段。结果,虽然储蓄资源得到最大程度的聚集,但由于资本的产出效率太低,经济的增长极为有限。直到70年代以后,一些国家才开始重视金融在资本形成中的作用,通过对储蓄与投资主体的重新安排,一方面提高了储蓄和投资的总水平,另一方面又改善了金融资源配置的效率,成功地实现了经济的快速增长与起飞。如日本在短短的30年时间跻身于世界发达国家之列,此外,“亚洲四小龙”以及东南亚各国和中国的经济快速增长均令世人瞩目。这些发展中国家在克服资本短缺与经济发展战略的选择上取得了相当的成功,形成了颇具特色的“东(南)亚经济增长模式”。正如爱德华·肖(Edwards shaw)和罗纳德·麦金农(Ronald I. Mchinnon)所指出的那样:金融部门与经济发展是息息相关的,深度金融和浅度金融分别对经济发展起着促进或抵制的作用,他们认为,发展中国家普遍存在的“金融抑制”现象是阻碍经济发展的主要障碍。因此,提出通过“金融自由化”来实现“金融深化”主张,如主张放弃国家对金融体系过度的行政干预,取消利率与汇率限制以及信贷和外汇的配给制,促进金融业内部竞争,有步骤地开放国内的资本市场等等。这些理论分析及政策主张对发展中国家产生了深远的影响。

然而,近期东南亚金融危机的爆发使许多新兴工业化国家陷入困境,说明金融自由化对经济发展的作用不完全是积极的,如何保持货币经济与实体经济运行的协调仍然是一个亟待解决的问题。那么,应怎样安排一国的金融自由化进程呢?麦金农在《经济市场化的次序——向市场经济过渡中的金融控制》一书中从政策实施的角度对此作了精辟的分析,其要点是:第一,财政的控制应该优先于金融自由化,要限制政府开支、健全税收制度来保证财政收支的平衡;第二,在财政控制到位、物价水平稳定的基础上,可以考虑开放国内的资本市场,并对银行及其他金融机构适度管制;第三,当国内贸易和国内金融自由化之后,再进行汇率自由化的改革,先经常项目后资本项目,逐步使汇率真实地反映外汇的稀缺程度。

笔者认为,货币经济与实体经济运行是相互作用的,金融自由化对经济增长存在正负两方面的效应,这要取决于货币经济与实体经济的磨合程度。本文通过对韩国和泰国经济发展历

史的考察,将证明这样一个观点,即通过金融抑制来加速资本形成是一种对未来透支的短期行为,相反,过早的金融自由化也会使资本形成陷入低水平的循环,二者都对经济的可持续发展不利。因此,发展中国家应该在发挥自己比较优势的基础上,把经济发展战略(外向型与内向型)、产业结构(劳动密集型、资本密集型与技术密集型)与金融政策(资本形成方式)紧密结合起来,统筹规划,协调运作,才能真正发挥出金融经济增长的推动作用,反之,如果盲目冒进、急功近利,很可能事与愿违。最后本文对跨世纪的中国经济可持续发展提出了自己的一些主张和政策建议。

### 一、抑制型资本形成模式:韩国的强政府

韩国在近50年的时间里,产业结构先后经历了进口替代、出口导向、重化工业、知识与技术密集型四个发展阶段。其中,1962—1971年前两个“五年计划”政府试图通过进口替代来推动工业化的进程,为了弥补国内资本的短缺,利用了比较多的外资(见表1),国外储蓄占国民生产总值(GNP)的比重分别为8.2%和10.2%,是历史上最高的一段时间。但是,从第三个“五年计划”起,韩国政府明确提出了建立重化工业(HCI)和出口导向型的发展战略,为了筹集向重化工业投资的资本,政府汲取了前期鼓励利用外资而导致大批过度举债“不健康企业”的教训,转向控制包括商业银行在内的所有银行机构可用资金的强制性储蓄措施,来直接引导国内的金融资本流向,按照既定的产业发展计划进行配置。在此期间,重点企业的主要决策(如外国贷款规模,商业贷款的规模与条件,投资的类型与规模以及产品价格等)都由政府来决定,对完成从劳动密集型向资本密集型产业的转变起到了重要的作用。从第一至第七个“五年计划”韩国一直保持了5.7%~10%的经济高速增长,1994年人均GNP达到8200美元,成为上中等收入国家。1991年失业率只有2.4%,基本实现充分就业;1994年国际储备为257.64亿美元,国内经济实力大增,被誉为“亚洲四小龙”之一。

在振兴重化工业的全盛时期,韩国的资本形成具有以下几方面的特点:(1)政府在金融资本动员与分配上起决定作用,中央银行没有任何调控职能,甚至商业银行的经营规则也被政府的指令性安排所取代,在政府的过度干预下,无论银行还是企业都缺乏基本的贷款风险成本意识;(2)主要依靠国内的储蓄资源(见表1)。从第三个“五年计划”以后,国外储蓄占GNP的比重持续递减,相反,国内储蓄被有效地动员起来,比重高达20

~36%。“据统计,1991—1993年,韩国吸收的外资占其固定资产投资的比重只有0.63%,而新加坡、马来西亚和泰国却分别高达32.45%、21.78%和9.18%”,<sup>①</sup>说明韩国在外资领域的开放程度很低;(3)以国内银行的“间接金融”为主体,证券市场的发展有限。1972年政府曾颁布了一项法律,采取税收激励来引导那些接受银行贷款超过一定数量的公司上市和发行股票。但是,由于大型企业集团发现从银行借贷比从股票市场筹集资金更为有利(银行借贷由政府承担投资义务),结果,直接融资没能成为间接融资的替代物,制约了韩国证券市场的发展。1992年底,韩国全部上市股票的市场资本只有东京股票交易所的4.6%。

由于韩国在发展资本密集型的重化工业过程中,没有实行比较开放的金融政策,以降低资本与劳动的相对价格,而主要采取金融抑制手段(政策性专业贷款机构,取消场外贷款市场)来加速资本形成,结果,人为地提高了国内资本的稀缺程度。为了尽可能地聚集国内储蓄,并配置到边际效用最高的重化工业部门,政府只有一方面提高存款利率,另一方面又实行低利率贷款对这一部门进行补贴,使存贷款利率长期倒挂。1994年,韩国对企业的补贴占国内生产总值(GDP)的比例为8.88%,是世界上最高的国家之一,大量的补贴软化了企业的预算约束,而低息贷款则扭曲了资金的有效配置。尽管韩国以这种方式在较短的时期内完成了产业结构的升级,但是却产生了一系列的“后遗症”,削弱了经济可持续发展的能力,反映在:(1)形成庞大的不良信贷。政府为刺激向重化工业投资而发放的低息贷款

被称为“保险单贷款”,据非正式的估计,1980年保险单贷款占全部国内信贷的比重为66%,其中很多成为银行呆帐坏帐;(2)存在较高的通货膨胀(见表1)。在前五个“五年计划”期间,消费物价指数都在二位数,直到80年代中期才逐步回落,但潜伏的矛盾仍然没有完全消除,这种资本形成模式是一种容易引发通货膨胀的机制;(3)阻碍了经济的对外开放。1997年韩国的对外贸易依存度已经达到62.5%,在大国中居于较领先地位,但同时又对国内实行高度的保护主义,容易产生国际间的贸易摩擦,若放松管制和实行自由化,又可能引发国内的经济危机,进退两难;(4)金融发展水平滞后。1962—1994年,韩国的麦氏指标( $M_2/GNP$ )只上升了26.1个百分点,年平均上升不到0.8%,与经济发展水平不相适应,而1962—1988年,中国台湾麦氏指标年平均上升4.2%,1980—1994年泰国年均增长2.6%,中国为3.5%。这与韩国长期执行金融抑制政策来加速资本形成是息息相关的;(5)国际竞争力趋于下降。在“亚洲四小龙”中,韩国的国际竞争力一直是最差的,1992年排全球第29位,甚至低于泰国和马来西亚,在东亚8个发展中国家和地区名列第6位。<sup>②</sup>主要有两个原因:一是高度保护的国内市场、民族工业和落后的金融体制;二是韩国经济增长中有86%~100%源于投入增加,尤其是资本投入的增加,生产效率提高很慢。为此,近年来,韩国提高了经济金融对外开放的程度,并于1995年制定了《国家科学技术长期发展战略》,从资本密集型向技术密集型转变来增强其国际竞争力。

表1 韩国的宏观经济指标 单位: %

时 期	1962—1966	1967—1971	1972—1976	1977—1981	1982—1986	1987—1991	1992—1996
经济增长率	7.8	9.5	9.1	5.7	9.8	10.0	7.5
消费物价指数增长率	16.4	12.5	16.0	18.6	3.6	6.7	/
投资在 GNP 中的比重	17.0	26.1	27.1	30.7	30	34.5	36.4*
国内储蓄在 GNP 中的比重	8.8	16.1	20.8	23.5	27.2	36.3	35.5*
国外储蓄在 GNP 中的比重	8.2	10.2	6.7	5.9	2.6	-2.3	-0.6*

说明: \* 以可支配国民总收入(GNPI)替代 GNP。

资料来源: [韩]赵淳:《韩国的经济发展》,北京,中国发展出版社,1997。

## 二、开放型资本形成模式:泰国的自由化

小结一:韩国的工业化是建立在国内储蓄投资的基础上,依靠金融抑制和政府的强制干预来实现的,它的优点是能在较短的时期内完成产业结构从低级形态向高级形态的转变,增强国际市场竞争能力,其资本形成模式与实行计划经济体制的国家有些类似。但韩国的重化工业是与外向型经济相结合的,而后者完全是一种封闭的内向型经济。因此,也就导致不同的结果,韩国的工业化通过进出口的相互作用,有可能在国际市场的需求带动下刺激国内经济发展。而计划经济体制下的工业化则难以解决积累与消费的矛盾,因为它无法以增加的工业制成品来换取人民的生活消费品,结果使国内的产业产品结构严重发生扭曲,制约了经济的协调平衡发展。但后来的事实证明,韩国的这种经济增长模式也存在致命的缺陷,即政府主导下的超工业化破坏了银行和企业的预算机制,积累了一系列的内在矛盾,最终阻碍了经济的可持续发展,这一点与计划经济的“病症”如出一辙。

长期以来,泰国政府实行的是农业与工业化并重的经济发展战略,一方面发挥泰国农业、种植业方面的传统优势,另一方面又制定了进口替代型的工业化政策。1960年颁布的《工业投资奖励法案》标志着进入以私人资本为主体的进口替代工业化时期。然而,随着泰国的国内市场趋于饱和以及受“亚洲四小龙”外向型经济发展的激励,1972年10月政府颁布了新的投资奖励法,给予出口企业税收等方面的优惠,从此进入了出口导向型工业化发展阶段。但是,1985年以前的这一时期,没能取得预期的效果。一是投资政策有一定的失衡,外国直接投资的绝大部分投入服务业和矿业,工业的比重仅占32.3%;二是泰国的出口工业生产技术落后,产品质量较低,难以在国际市场上与“四小龙”相竞争。但1984年泰国工业在国内生产总值中的比重上升到21.2%,接近于农业的比重,说明工业化还是取得了相当的进步。

1986年国际市场环境的变化为泰国经济的起飞创造了良好的机遇。由于日本和“亚洲四小龙”面临本币升值与工资成本上升的压力,这些国家急于把劳动密集型和初级加工工业转移到成本较低的东南亚,而泰国在经济基础、投资奖励、贸易条件等方面有一定的优势,投资总额为573亿铢,其中外资项目占54%,外商投资额占77.4%,投资主要集中于出口加工工业,如农业、纺织、服装、石油化工等低技术、标准化的劳动密集型产业。<sup>③</sup>与此同时,泰国政府对资本市场进行了一系列改革,主要措施包括:(1)减少公司所得税和股息税,取消证券交易税;(2)鼓励证券公司为公众购买股票筹资并提供财政激励;(3)允许外国投资者从证券销售的收益中自由汇出不超过50万美元的金额;(4)1990年5月21日,泰国政府又宣布,自即日起接受IMF第8条款,取消外汇管制。这些金融自由化的举措,进一步扩大了外资流入的规模。然而,泰国政府没有制定明确的产业发展政策,充分利用这次契机来推动产业结构从劳动密集型向资本密集型或技术密集型转变,提高国内投资的技术含量和出口产品的附加值。相反,仍然局限于在农矿产品等国内原料的基础上来发展出口加工业。虽然泰国的经济取得了突飞猛进的发展,1986—1994年,其平均经济增长率高达9.54%,出口总额从92亿美元上升到1995年的711亿美元,外债偿债率从21.9%下降到1989年的11%,失业率由9.1%下降到1990年的6.4%,<sup>④</sup>成为继“亚洲四小龙”之后的又一个新兴工业化国家。但是,由于泰国与东南亚其他国家在产业产品结构上的趋同化,使之在以后的国际市场竞争中难以占优。

但是,经济繁荣的背后却潜伏着危机,表现在:(1)国民经济对外资的过度依赖使其外债偿还率一直在两位数以上,接近甚至超过了20%的国际警戒线,加上债务结构不尽合理,1993年,短期债务与长期债务之比为75.1%,而这又与资本市场的过早开放有关,助长了国际游资的短期套利行为;(2)经济的对外贸易依存度偏高,1995年,其商品及服务进出口总额占国内生产总值的97.6%,这样,国内经济受国际市场需求波动的影响就增大了。近年来,随着泰国工资成本的上升和技术水平的制约,产品出口的国际竞争力下降,1995年其经常项目逆差与GDP的比重扩大到-8.24%,超过了-5%的国际警戒线;<sup>⑤</sup>(3)经济明显出现投资过热的现象,房地产无限制地发展,银行业任意地借贷,财政基础不稳,通货膨胀上升。还有大量的资金投入低收益的钢铁业和化工业,使国内的不良债务高达7000亿泰铢;(4)泰国银行缺乏灵活的货币调控手段,面对外资流入对国内货币供应量及物价上涨的压力,中央银行只有提高利率水平,1995年其短期实际利率为4.74%,存贷利率差为5.92%,高于东南亚其他国家,但提高利率不仅没能抑制经济的过热,反而吸引更多的短期资本进入;此外,与美元联系的固定汇率制使泰铢长期处于高估状态,政府没有作适当的调整,因为贬值会增加外债的负担,但汇率高估又严重制约了出口,致使经常项目连年出现逆差,又不得不通过资本项目的净流入来平衡国际收支,陷入一个流动的债务恶性循环。这些都跟泰国的金融自由化超前于现实的经济基础和条件有关,结果,当比较脆弱的经济面临国际市场的变幻和国际资本的大规模流动时将难以抗拒。1997年,在国际外汇投机商的炒作下,终于引发了东南亚金融危机,泡沫经济再一次破灭了。

小结二:泰国经济的发展过分倚重于国外的储蓄与投资,决定了它的金融自由化进程必然超前于现实,而与此同时,泰国政府又无法主导其产业结构从低级的加工业向高级的制造业转变,以致于产品的市场竞争力难以持久。此外,经济与金融的自由化在客观上要求政府具有很强的市场调控能力,但这对于一个新兴市场经济国家来说是难以具备的,这也是近些年金融危机往往发生在这些地区的一个主要原因。由此可见,发展中国家在实行自由化经济政策时不宜行之过急,要在提高经济可持续发展能力和进一步完善市场机制的基础上逐步增加国内经济的对外开放程度。

### 三、回顾与展望:跨世纪的中国经济发展

作为一个欠发达国家,中国在近20年的经济发展过程中遇到了同样的困难,如资本短缺问题。虽然在计划经济体制下,中央政府曾经长期实行比韩国更为严厉的储蓄动员与资本形成方式,以财政取代金融手段,把社会储蓄高度集中于政府来推进以重工业为主导的经济赶超战略,但是,经济结构的失衡和投资效率的低下使国家资本实力和人民生活水平都没有真正提高。直到十一届三中全会之后,中国的经济发展才步入良性循环的轨道。与其他发展中国家不同的是,中国是一个从计划经济向市场经济转轨的国家,所以,它在前进中所遭受的阻力要大得多,不仅要克服资本匮乏生产落后,结构失衡等技术问题,还要解决计划经济下的一些制度弊端,如政企不分、价格扭曲、效率低下等。尽管如此,在党中央的领导下中国的经济改革取得了前所未有的成就。1979—1996年,国民生产总值年平均增长9.54%,零售物价指数年均上升7.5%,1997年国内生产总值达到74772亿元,进出口总额3251亿美元,外汇储备1399亿美元,城镇居民

表2 泰国的宏观经济指标 单位: %

项 目	时 期		
	1970—1980	1980—1990	1990—1994
经济增长率	7.1	7.6	8.2
GDP 缩减指数	9.2	3.9	4.4
国内投资/GDP	26	29	40
国内储蓄/GDP	21	23	35
经常项目/GDP	-3.5	-6.8	-5.8
对外债务/GDP	25.9	30.1	43.1
债务还本付息总额占出口额的比重	18.9	20.4	16.3

资料来源:1995、1996年度《世界银行发展报告》,北京,中国财政经济出版社。

归纳起来,泰国的资本形成模式具有以下几个方面的特点:(1)政府对经济的干预程度较低,相反,通过减免关税、放松管制,鼓励私人资本主导型经济发展,政府一般不介入民营经济之间的竞争,实行金融与经济自由化政策来刺激投资;(2)以国外储蓄为主、国内储蓄为辅,虽然泰国的国内储蓄率也比较高,在21%~35%左右,但对外资的利用程度更高(见表2)。1970—1980年,1980—1990年,1990—1994年,泰国对外债务与国民生产总值的比重分别为25.9%、30.1%、43.1%,急剧上升;(3)以国内开办的资本市场为依托,发展直接融资,吸引外来资本,弥补国内储蓄的不足。1995年泰国股票市场的筹资额为998亿美元,占当年GDP的61%;同期银行部门的资产与GDP的比重为99.15%。<sup>⑥</sup>这种开放型的资本形成模式对于泰国经济的高速发展起了重要的作用。

人均可支配收入 5 160 元,农村居民人均纯收入 2 090 元,发生了翻天覆地的变化,<sup>①</sup>成为世界上经济增长速度最快的国家之一。

那么,中国是怎样在转轨过程中实现“高增长,低通胀”的经济目标的呢?对此,麦金农归结为以下四个方面:“(1)它首先使农业的领域实行市场化,这些领域随后的生产率增长很迅速。(2)它对工业和农业中新自由化的非国有部门实行了很硬的预算约束,并给予了很少的银行信贷。(3)它仍保持对传统的软约束国有企业边际内价格的控制,并给予强制的金融支持。(4)它对储蓄存款确定了正的实际利率”。显然,中国经济的发展路径与上述新兴工业化国家不尽相同,具有鲜明的“过渡特征”,反映在:(1)实行“改革开放”的经济发展战略,对内改革是基础,对外开放是条件,二者并重,不是纯粹的外向型或内向型经济。事实上,中国经济增长的对外贸易贡献率只有 40%,大部分来自于国内经济的增长。(2)多元化的经济结构和产业结构。从所有制看,包括国有企业、集体企业、三资企业、乡镇企业、私营企业;从技术水平看,包括传统农业、加工工业、制造业、高科技产业;从贸易角度看,包括出口主导、进口替代、补偿贸易、来料加工等,是典型的二元经济和混合经济。(3)经济的货币化程度大大提高,突出了金融的宏观调控作用。但政府依然保留对货币强有力的控制。比如实行计划利率、信贷配给和规模限制政策,以维护宏观经济的稳定。(4)逐步推动金融的市场化进程,从货币市场到资本市场,从计划调控到市场调控,从外汇留成到人民币经常项目下的自由兑换等等,都与中国渐进式经济改革的内在逻辑相吻合。

然而,不可忽视的是,面向 21 世纪中国经济的可持续发展同样存在许多制约因素,如国有银行与国有企业改革尚未到位,劳动力失业与再就业工程压力很大,产业结构老化,技术更新不足,环境污染严重,区域经济失衡等等。为此,九届人大后新的中央政府提出要做到“一个确保、三个到位、五项改革”。围绕这个经济目标和基于本文的理论逻辑,笔者认为,现阶段我国的经济发展战略应做一些适应性的调整,概括为以下五个方面:

第一,出口导向与进口替代产业的协调。实践证明,纯粹的外向型经济受国际市场变化的影响太大,经济的自主权容易受到削弱。1995 年,泰国经济的对外贸易依存度为 97.6%,完全面对国际市场,由于东南亚各国产业结构的趋同使其近年来的产品出口不利,经常项目逆差的扩大使其国内的经济状况随之恶化,终于酿成东南亚金融危机,其教训值得我们认真汲取。中国不仅是一个发展中国家,还是一个人口众多的大国,不可能走完全外向型经济发展道路,因此,我们在资源配置、市场开发、结构调整、政策安排等方面要统筹规划,保证出口导向与进口替代型产业的协调平衡发展。一方面要积极地参与国际市场竞争,发展进出口业务,争取早日加入世界贸易组织,另一方面,又不能过于倚重国际市场,要着力于国内经济基础和人力、教育、环境的建设,提高经济可持续发展的能力。1997 年我国经济的对外贸易依存度已经达到 36%,建议将此比重控制在 50%以内;外汇储备为 1399 亿美元,足以支付 11 个月的进口,规模严重偏大,既扩大了外汇风险,又增加了国内货币供应的压力。现阶段可以考虑发展一批技术密集型产业,推动我国产业结构的升级和经济结构的调整。

第二,工业、农业与第三产业之间的协调。1990—1995 年,我国的国民经济持续快速增长,产业结构变动较大。从国内生产总值的分布结构看,第一、第二、第三产业的比重分别

27.1%、43.9%、31.3%转变为 21%、47.3%、31.8%,其中,第一产业的比重下降最大,第二产业增加较快,第三产业基本持平,变动的趋势是从第一产业转移到第二产业;但是,从劳动力的就业结构看,比重分别从 60%、21.4%、18.6%转变为 54.3%、22.7%、23%,其中,第一产业下降最快,第二产业基本持平,第三产业增加较多。变动的趋势是从第一产业转移到第三产业。显然,无论从国内生产总值还是劳动力就业的比重看,都反映出我国第三产业的发展比较滞后。因为发达国家的第三产业在国内生产总值和劳动力就业中的比重一般都在 60%和 50%以上,说明我国第三产业还有很大的发展空间,能够对解决劳动力的再就业做出更大的贡献。目前还存在一种看法,认为中国应该选择工业化的道路,农业问题不应置于经济发展的首位,笔者认为是不妥的。实际上中国经济改革的成功在很大程度上应归功于农村经济的发展,为城市工业化转移了大量的金融剩余。更何况中国有一半以上的人口在农业部门就业,解决温饱不仅是一个经济问题,更是一个政治问题。中央提出农业产业化不关为明智的抉择,这样,不仅可以分流农村的剩余劳动力,增加农民在加工及流通过程的附加收入,而且进一步推动第二及第三产业的发展。

第三,国内市场与国际市场关系的协调。从开放型经济的角度看,国际市场与国内市场的供给与需求是一个相互替代的关系。在有限的资源禀赋条件下,为满足国际市场的需求(增加出口供给),往往会牺牲国内的需求(减少国内供给)。尤其是在结售汇制度下,出口创汇超过了一定的限度也会给国内物价的稳定产生不利影响。近些年,我国外汇占款投放的基础货币急剧上升,1995 年该比重高达 74%,中央银行只好采取对冲操作的办法减少国内信贷的货币投放,结果物价稳定了,但三分之二的企业因资金短缺而开工不足,非自愿失业增加,居民的购买力下降,市场出现萧条,这跟国内与国际市场供给与需求的调节失衡是密切相关的。所以,个人认为,“适度从紧”的货币政策不能僵化和绝对化,因为它只考虑到货币供应的总量而没有顾及货币投放的结构平衡问题,包括产业结构和区域结构,应进一步完善结售汇制和货币政策的中介目标,以适应开放条件下金融宏观调控的要求。中国作为亚太经济发展速度最快的地区之一,与东南亚各国不同的是,存在着庞大的潜在的国内市场,正吸引着越来越多的外国投资者。我们没有理由不做好国内市场的开发,尤其是广大的农村市场还基本上处于分散割裂的状态。所以,要把国内市场和国际市场放到同样重要的地位,既对外开放,又对内搞活,才能实现国民经济持续快速稳定地发展。

第四,国内资金与国外资金之间的协调。无论从拉美国家陷入严重的债务陷阱还是东南亚国家爆发的金融危机都反映了这样一个事实,即不可盲目对外举债,利用外资要与出口创汇能力相对称。1990—1997 年,泰国的外债净值占 GNP 的 43.1%,债务还本付息总额占出口额的 18.7%,比重都偏高,而同时经常项目又连年出现逆差,加上其债务结构不尽合理,1993 年短期债务占债务总额的 43%,使国内的经济基础极为脆弱,给国际外汇投机商提供了可乘之机。所以,应该在充分利用好国内资金的基础上,有计划有目的地引进外资,目前,我国外债的规模、结构与使用还是比较合理的,截止 1997 年外债总额为 1 163 亿美元,其中 80%是长期债务,占 GDP 的 13%,吸引外国直接投资 1 900 多亿美元,其中 80%是长期投资。但是,自 1995 年起我国的金融机构却连年出现巨额存差,其中 1995 年为 3 468 亿元,1996 年 7 418 亿元,<sup>②</sup>1997 年 7 476 亿元 (下转第 107 页)

选择和执行上任务仍十分艰巨。墨西哥和近期亚洲金融危机已给广大发展中国家,尤其是利用外国资本较多的国家政府发出了预警信号。

墨西哥在1994年底和1995年初发生了该国自1976年以来的第三次金融危机,国内货币比索贬值64%。其主要原因之一就是国内反通货膨胀汇率政策的实施导致国际短期资本的大量外流。在80年代中后期,墨西哥由于布雷迪计划的实施,国家债务负担不断下降,同时国内经济自由化、企业私有化和贸易集团化等经济改革吸引了大量外国资本流入。由于政府没有对这些流入资本采取有效的措施加以引导,结果出现了通货膨胀加剧和国内货币币值高估,导致经常项目赤字急剧扩大。这一扩大的经常项目赤字在存在大量资本流入时可通过资本项目的顺差部分弥补,从而使外汇压力和调整得以暂时缓和,同时也意味着国内经济对外国资本的依赖性增加,通货膨胀处在高位运行。当国际国内经济环境发生变化引起资本流入突然发生逆转时,货币金融危机的发生在所难免。

从最近泰国货币危机和亚洲地区金融动荡的情况看,危机的发生与国际资本大量的流进流出也有着重要的关联。象其它发展中国家一样,泰国在经济快速增长中也面临着资金短缺和较高的通货膨胀问题。由于较高的利率政策和钉住汇率制度的实施,泰国在近年来吸引了较多的国际短期资本流入。但是,泰国政府在国际资本大量流入时不是用以加速国内产业结构和经济结构的调整,增加国内投资和储蓄,提高国际竞争力,而是大量投资于房地产经济,形成房地产泡沫,结果造成银行和金融系统的资金周转困难,发生支付危机。同时,美元挂钩的相对固定汇率使得泰铢伴随美元出现不应有的升值,降低出口部门的国际竞争力,导致经常项目赤字扩大。在这种情况下,潜伏的

危机爆发在所难免。

从上述情况可以看出,国际资本大量流入之所以能引发发展中国家货币金融危机,其根本原因是发展中国家在经济发展和宏观经济政策调整中未能对国际资本大量流入引起的实际汇率大幅度升值、私人储蓄率的下降和消费的扩大、对外部门的投资不足、出口部门的竞争力下降、经常项目赤字的扩大、对短期外国资本依赖性增加,以及国内货币风险的增大等一系列负面效应采取灵活有效的政策调整及防范措施所致。面对国际资本的大量流入,发展中国家应通过改革和调整保持宏观经济的稳定和较高的国内储蓄率,增加对贸易商品部门的投资和提高出口竞争力,降低对国际短期资本的依赖性和控制证券投资规模,建立健全的国内金融市场,避免实际汇率的长期升值,缩小经常项目逆差。在宏观经济政策及调整措施的选择上,发展中国家首先应当保持宏观经济政策和目标的稳定性和长期一致性,实行较为严格的财政政策,保持其一致性;其次,在汇率的选择上应依据国际资本流入和国内经济发展状况实行灵活有效的浮动汇率政策,增加由市场力量决定汇率的程度;第三,在对外贸易体制改革中应当有步骤地谨慎地开放资本项目,增强国内经济的抗冲击能力;最后,要加强国内金融体系的建设和改革,调整利率政策,以逐渐接近国际利率水平。

#### 注释:

①②国际货币基金组织年度报告,1995年。

(作者单位:武汉大学经济学院博士生 武汉 430072)

(责任编辑: 杨宗传)

(上接第89页)

一方面国内的储蓄资源闲置,另一方面却又对外借债,这是极不正常的现象。原因在于我国的融资体制存在严重的缺陷,表现在银行信贷管理的低效率和金融市场尤其是货币市场的开放程度不够。建议扩大同业拆借市场的交易主体和交易规模,大力发展票据贴现与再贴现市场,加快国有银行改革和商业银行制度的建设,以提高国内资金的使用效率。

第五,消费性投资与生产性投资的协调。当前,针对国内市场有效需求不足供给过剩的情况,中央决定扩大安居工程的投资,从住房实物分配制度转向住房货币化制度,并通过增加住房按揭贷款等金融配套服务来引导居民自己买房。这一政策有可能带动建筑、材料、家电等相关产业的发展,刺激国内的市场需求,但是,也不容盲目乐观,需要对居民的边际消费倾向作深入的分析。从理论上讲,有两个因素将使居民的消费水平递减:一是最终消费品和人们的需求结构不一致(替代效应);二是居民的可支配货币收入下降(收入效应)。如果替代效应大于收入效应,那么通过调整供给结构将能够有效地刺激需求;而如果收入效应大于替代效应,尤其当居民把收入的下降当成持久性而不是短暂性的冲击时,预期将使居民削减消费支出,保留甚至增加储蓄,使刺激需求的政策难以奏效。所以,在国有企业改革和再就业工程到位之前,对住房等消费性投资的规模应有计划地进行,要汲取泰国消费性投资过热的教训。个人认为,从经济可持续发展的角度看,生产性投资尤其是在人才培养、教育科技等方面的投资可能更为重要,中央政府提出的“科教兴国”战略是完全正确的,发达国家的实践经验证明,科技水平的提

高对经济增长的贡献率已经达80%。面对新世纪的挑战,我们必须尽快地完成对传统产业结构的改造,培养更多的跨世纪人才,建立“国家出政策,企业出资金,科技界出智力”的联合开发体制,逐步从劳动密集型、资本密集型向技术密集型转变,增强我国跨世纪的国际竞争力,继续保持国民经济的持续快速发展,最终实现在下世纪中叶成为世界中等发达国家的宏伟目标。<sup>⑤</sup>

#### 注释:

①②国家体改委经济体制改革研究院、中国人民大学、深圳综合开发研究院联合研究组:《中国国际竞争力发展报告》(1996),266、266页,北京,中国人民大学出版社,1997。

③④郑励志主编:《快速发展中的亚太地区经济》,372、372页,上海,上海财经大学出版社,1996。

⑤根据《1996世界银行发展报告》的有关数据推算。

⑥马来西亚该比重为-5.2%、菲律宾-2.93%、印度尼西亚-3.49%、墨西哥1994年爆发危机时为-7.8%。

⑦《经济日报》,1998-03-05。

⑧《中国金融展望》(1997)。

⑨:文中的数据除特别注明之外,韩国的数据来自《韩国的经济发展》([韩]赵淳著,北京,中国发展出版社,1997)和《金融风暴——东南亚金融危机透视》(李罗力主编,贵阳,贵州人民出版社,1997)。

(作者单位:陕西财经学院 西安 710061)

(责任编辑: 向运华)