

中国经济 存在软肋吗

Is China
Vulnerable?

国家资本结构陷阱与金融危机

佩蒂斯教授警告：

中国今后如果不能建立稳健的国家资本结构，
就可能重蹈遭受金融危机重创的国家的覆辙。
这就是中国经济的“软肋”！



[美] 迈克尔·佩蒂斯 / 著
沈超 袁驰 / 译

清华大学出版社

中国经济 存在软肋吗

国家资本结构陷阱与金融危机

[美] 迈克尔·佩蒂斯 / 著

沈超 袁驰 / 译

清华大学出版社
北京

内 容 简 介

本书全面而系统地介绍了美国迈克尔·佩蒂斯(Michael Pettis)教授所提出的国家资本结构分析模型。通过分析近 200 年的国际金融危机发展史,揭示出造成金融危机的重要原因在于国家资本结构设计不合理。在此基础上,迈克尔教授运用自己创造的分析框架对中国金融体系进行了解析,针对如何控制中国金融风险问题,提出了新的思路 and 对策。

研读本书,读者将能理解国家资本结构分析模型的核心思想,并且深刻了解最近几年中席卷亚洲和拉丁美洲大多数国家的金融危机的成因,以及相应的防范措施。非常适合高校金融等专业的师生、政府管理人员、金融从业人员和研究人员学习参考。

版权所有,翻印必究。

本书封面贴有清华大学出版社激光防伪标签,无标签者不得销售。

图书在版编目(CIP)数据

中国经济存在软肋吗——国家资本结构陷阱与金融危机/[美]迈克尔·佩蒂斯著;沈超,袁驰译. —北京:清华大学出版社,2003
ISBN 7-302-06560-8

I. 中… II. ①佩… ②沈… ③袁… III. ①资本的有机构成—研究—中国 ②金融危机—研究—中国 IV. ①F121 ②F832.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2003) 第 027909 号

出 版 者: 清华大学出版社(北京清华大学学研大厦,邮编 100084)
<http://www.tup.com.cn>

责任编辑: 于 明

封面设计: 常雪影

版式设计: 肖 米

印 刷 者: 北京鑫丰华彩印有限公司

发 行 者: 新华书店总店北京发行所

开 本: 787×960 1/16 印张: 16 字数: 226 千字

版 次: 2003 年 6 月第 1 版 2003 年 6 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 7-302-06560-8/F·522

印 数: 0001~6000

定 价: 23.00 元



Preface

序 言

我怀着非常浓厚的兴趣阅读了迈克尔·佩蒂斯教授撰写的《中国经济存在软肋吗——国家资本结构陷阱与金融危机》一书。我认为,这本书提出了一些非常有趣而且令人深思的观点,对于发展中国家新兴资本市场如何防范和化解金融危机,有相当独到的见解。因此,我诚挚地将本书推荐给读者,尤其是建议银行金融系统各级掌控和参与改革发展战略与政策制定的官员们一读,本书的观点可能提供有益的参考。

佩蒂斯教授是一名资深银行家,特别是对发展中国家新兴市场债券交易有丰富的经验,对发展中国家吸引外资和市场结构的变化调整等方面有相当深入的研究。他同时任教于美国著名的哥伦比亚大学商学院,主讲拉丁美洲国家金融市场与国家外债史方面的课程。去年,他接受我们的邀请,来清华大学经济管理学院担任金融学访问教授,成为我的同事。他一方面为本科生和研究生讲授国际金融和债券市场方面的课程,另一方面依托自己原来对新兴市场研究的基础,来研究中国这个最大的发展中国家金融系统改革与发展的重要议题。他原来出版过一本从历史的角度出发来讨论国家金融体系脆弱性的专著,该书产生了广泛的影响,受到学术界和实际部门的重视,包括被诺贝尔经济学奖得主 R. 默顿在其研究中引用和国际货币基金组织在实际工作中参考。本书实际上是原来这本专著的改写本,作者的意图是结合中国的实际情况来讨论原书的一些重要观点。

金融的稳定性和对金融风险的防范是当代经济学和金融学最重要的议题之一。经济学家习惯于从经济结构和经济政策制定的

角度加以分析,就国家的资产负债表而言,即他们的着眼点主要在资产负债表左半部分的资产项,这些资产项的总体构成了实体经济。而金融学家则更为关注国家资产负债表的右半部分,即金融系统本身的结构和变化,尤其是在受到内外部冲击时能否保持稳定,是否具有防御和抵抗金融危机的能力。用公司财务的语言说,就是资本结构的问题。本书的基本思路正是用公司财务的理论研究成果来比照和应用于国家的整体金融系统的稳定性研究,而这二者的确存在非常相似之处。

本书采用 C. 钱德勒伯格和 H. 闵斯基的流动性模型作为讨论金融危机产生原因的出发点,进行了大量历史材料的比较分析。发达国家成熟金融市场流动性的扩张与收缩,是国际资本流入和流出发展中国家新兴市场最根本的原因。由于大规模的资本流进和流出,产生资产价值的大幅度膨胀和缩水,这种价格的巨幅波动性是引发金融危机的主要原因。这一流动性分析的涵义是非常有趣的,因为它说明金融危机的罪魁祸首是发达国家的银行金融系统,是华尔街,发展中国家只是被动地承受冲击,因此发展中国家必须建筑抵抗冲击的防御系统。金融危机在发展中国家爆发,说明发展中国家的金融防御系统存在缺陷和问题。

那么,什么样的金融系统结构才具有防御和抗击外来冲击的能力呢?作者比照公司财务的理论研究成果,提出了国家资本结构的概念,指出国家资本结构陷阱是发展中国家金融系统经常出现的结构性缺陷和问题。一旦国家资本结构落入陷阱,就极易引发金融危机。因此,一个健康的国家资本结构是发展中国家设计自己的金融系统防范金融危机的关键。

资本结构指资产负债表右半部分负债和权益的结构。负债是借贷资本,权益是自有资本,负债和权益的比率称为财务杠杆比,是最重要的财务比率之一。无论是对于家庭、企业甚或国家来说,自有资本(权益)在资本结构中的比重越高,即财务杠杆比越小,就越经受得起亏损,抵抗违约风险的能力也就越强。巴塞尔协定对金融机构的资本充足率要求,就是要求金融机构具备足够的自有资本(权益)来抵抗违约风险。这个道理对于所有的工商企业、家

庭乃至国家都是一样的。但资本结构的涵义还不至于此,还必须考虑负债的期限结构。负债是以短期的或浮动利率的负债(二者对于市场利率变动的敏感性是一样的,因为不断滚动延续的短期负债和浮动利率的长期负债对利率变动的反映是一样的)为主还是以长期的固定利率的负债为主,对于抵抗市场利率变动风险的能力来说有很大的影响。

与资本结构紧密相连的概念是资本成本。资本成本是资本投资所要求的回报率,因此资本成本的大小取决于资本所投资的资产的质量。资产质量高,意味着投资风险小,资本所要求的风险补偿就小,资本成本就低,反之亦然。资本成本对于资产质量的变化是否敏感,与资本结构中负债的期限结构有密切的关系。所以,负债的期限结构、市场的利率变动和资产的质量变化之间紧密相关。本书正是利用公司财务在这方面的理论研究成果,比照国家的情况,引导出国家资本结构陷阱的概念。

当市场利率发生变动时,投资于资产所要求的回报率相应地就发生变化,资产的市场价值也就相应地发生变化,这就是资产所承受的市场利率风险。此时,如果负债的期限结构以短期或浮动利率的负债为主,负债折现现金流分母中折现率的变化可以被分子中利息支付的变化相抵消,所以负债的市场价值的相应变化不大,资产承受的市场利率风险主要由权益资本来承担,即市场利率变动的风险主要由借款人承担。反过来,如果负债的期限结构以长期的固定利率的负债为主,那么,负债的市场价值将随着市场利率的变动而变化,权益承受的市场利率风险就会小很多,市场利率变动的风险主要由贷款人承担。所以,借款人的资本结构中负债的期限结构如果以短期的或浮动利率的负债为主,这样的资本结构对于市场利率风险是敏感的;如果以长期的固定利率的负债为主,则对市场利率风险是不敏感的。

事情还不至于此。如果负债的期限结构以短期或浮动利率的负债为主,当市场利率降低时,资产的市场价值就增加(因为所要求的回报率即折现率变小),因为此时负债的市场价值变化不大,所以权益的市场价值就相应增大,财务杠杆比变小,借款人的财务

结构变得更为健康,进一步筹资的成本会进一步降低,有利于进行新的投资项目、开发新技术、改善经营等,起到一种良性循环的作用。但是,如果市场利率上升时,情况就不好了。此时资产的市场价值变小,负债的市场价值变化不大,权益的市场价值相应变小,财务杠杆变大,借款人的财务结构恶化,财务成本进一步提高,借款人的经营活动将遭遇加倍的困难。因此,这种负债的期限结构,实际上蕴含着一种正反馈的机制:情况好的时候会加倍得好,情况坏的时候会加倍得坏。

这种正反馈的机制对于资产质量变化地反应会更强烈。当资产质量改善时,资本成本降低,资产的市场价值变大,主要传递给权益的市场价值增加,借款人的经营条件会进一步改善;而当资产质量恶化时,产生的后果将是雪上加霜。而且,市场利率变动的正反馈作用力和借款人本身资产质量变化的正反馈作用力还会叠加到一起,从而使借款人陷入严重的金融/财务危机。

国家的情况是完全类似的。许多发展中国家是资本输入国(也许石油输出国是例外),即借款人国家。当经济蓬勃发展时(此时意味着资产质量改善,国家信用级别会提高),如果此时发达国家的金融中心正处于流动性扩张(此时市场利率降低),若发展中国家的资本结构中的负债结构以短期或浮动利率为主,这种双重的正反馈作用力将促使经济高速增长。但在这种资本结构下,一旦发达国家金融中心发生流动性收缩(此时市场利率将上升),发展中国的经济发展受阻(此时意味着资产质量恶化,往往伴随国家信用级别的降低),这样双重的正反馈作用力就会极其迅速地将发展中国家推入困境,引发金融危机。这就是作者所说的资本结构陷阱。发展中国家的政府总是急于发展经济以改善全社会的生活水准来博取人民的支持,总有急功近利、经济发展速度越快越好的倾向,因此在其负债管理方面,极易落入国家资本结构陷阱。作者利用 180 年来世界上多次发生的由发达国家金融中心流动性扩张与收缩,导致发展中国家因为落入国家资本结构陷阱而爆发金融危机的丰富历史材料来论证了这一国家资本结构陷阱与金融危机的理论。历史资料的取材相当详实,论证也是很有说服力的。

反过来,如果国家资本结构中的负债结构是以长期的固定利率负债为主,就可以形成一种负反馈的机制。当市场利率发生变动和资产质量发生变化时,相当一部分风险表现为负债市场价值的变化,即这一部分风险由贷款人分担。当利率上升和资产质量恶化时,负债的市场价值下跌,从而减轻了权益价值的损失。但是反过来,当利率下降和资产质量改善时,因为负债的市场价值相应增大,即相当一部分好处给贷款人拿走了。这种负反馈机制对于国家经济发展来说,是在一定程度上牺牲增长的速度而维护了金融的安全。因此,在经济增长速度和平稳安全性之间做出合理的权衡,是基本的制定政策的原则。

作者把这两种不同的资本结构分别称为“倒置型”的资本结构和“关联型”的资本结构,前者具有正反馈机制而后者具有负反馈机制。他认为,在经济全球化的进程中,发展中国家在使自己不断融入全球经济中去时,就一定会越来越强地受到国际金融波动的影响。如果发展中国家自身的资本结构是倒置型的,就极易落入资本结构陷阱,一旦遭受发达国家流动性收缩的冲击,就会引发金融危机。他警告说,中国在今后市场经济的发展改革进程中,如果不能建立起成熟稳健的国家资本结构,就可能重蹈那些遭受金融危机重创的发展中国家的覆辙,使经济在短期内陷入严重的困境。这就是作者所指的中国经济的“软肋”。

佩蒂斯教授的这一警告应该不是危言耸听,而是具有战略眼光的见识。那么,中国目前的国家资本结构是否是倒置型的呢?显然还不能这样说。迄今为止,中国引入外资的主要方式是直接投资(FDI),而且持续地大幅度的贸易顺差和资本流入形成了高额的外汇储备。因此,中国目前的国家资本结构应该说基本上是健康的。也可以说,正是这样的国家资本结构,使中国成功地抵御了亚洲金融危机的侵袭。但是情况在不断地变化,中国已经加入了世界贸易组织(WTO),资本市场将逐渐开放,人民币的完全可自由兑换也是一个必然的发展方向,中国经济受全球金融波动的影响会越来越大。从国内的债券市场发展看,国债市场已经形成相当规模,公司债市场和按揭债市场也都在起步。因此,设计和建构稳

健健康的国家资本结构,已经成为中国金融系统改革发展的一项重要课题。本书所阐述的一系列重要观点,是值得重视和发人深省的。

佩蒂斯教授请我为本书作序,我将自己研读的一点心得写在这里,仅仅是管窥之见,供读者参考。

宋逢明

2003年4月28日于清华园

第 1 部分 金融危机的结构

第 1 章 绪论	3
1.1 分析框架	3
1.2 为什么说公司财务理论是重要的	7
1.3 不确定性与政策制定	9
1.4 作者简介	12
1.5 本书框架	17
第 2 章 资本结构与经济政策失效 ——20 世纪 90 年代末的金融危机	20
2.1 20 世纪 90 年代末金融危机的起因	20
2.2 投资者偏好的变化	23
2.3 21 世纪的第一场金融危机	27
2.4 公司财务在金融危机时期的运用	35
2.5 货币贬值对国内金融环境的冲击	38
2.6 资本结构的作用	41
第 3 章 有关市场结构的一些观点	47
3.1 流动性丧失与破产	47
3.2 市场投资期限结构	50
3.3 发展中国家的资本市场	53

第2部分 全球流动性和资本流动

第4章 为什么资本会从富裕国家流向贫穷国家	59
4.1 资本流动模型	59
4.2 流动性模型和资产定价	63
4.3 货币和“货币属性”	66
4.4 流动性循环	68
4.5 流动性分析方法的含义	72
4.6 自由市场改革和资本流动	75
第5章 180年的流动性扩张和国际借贷	78
5.1 借贷的方式	78
5.2 19世纪20年代和第一次借贷热潮的开始	81
5.3 19世纪30年代以及国际借贷的第二次热潮	87
5.4 第三次国际借贷热潮和第一次世界债务危机	91
5.5 巴林危机和20世纪的借贷热潮	95
5.6 目前的借贷热潮	99
第6章 国际借贷紧缩	102
6.1 流动性顺序	102
6.2 1825年的恐慌	103
6.3 第二次贷款危机和1837年的恐慌	107
6.4 1873年的贷款危机	111
6.5 巴林危机	113
6.6 20世纪的危机	115
6.7 长期流动性收缩和短期保证金贷款的失败	116

第3部分 金融危机的财务分析

第7章 资本结构和金融风险理论	123
7.1 如何管理外界冲击带来的不利影响	123

7.2	资本结构的作用	126
7.3	波动性重要吗? 陷入财务困境的成本	130
7.4	国家资本结构和财务困境	133
7.5	贷款者的成本	137
7.6	波动性收入的价值	139
7.7	国家价值	142
7.8	可信性以及资产和负债之间的关系	144
7.9	使资金流入和资金流出匹配	147
7.10	使资本结构相关联	149
7.11	倒置型国家财务结构	153
7.12	附录: 融资类型	157
第8章	资本结构陷阱	159
8.1	外来冲击的影响	159
8.2	风险型波动的传播过程	163
8.3	资本结构陷阱	165
8.4	资本结构陷阱生效的实例	169
8.5	不良资产出售	172
8.6	步入陷阱	174
8.7	如何提高政府经济政策的可信度	177
8.8	韩国金融危机	180
第9章	国家资本管理理论	186
9.1	理论分析框架的缺乏	186
9.2	资本结构管理	188
9.3	建立指数表	190
9.4	关注指数化经济中的不匹配因素	193
9.5	预期中性原则	195
9.6	风险管理和降低成本	197
9.7	关联型结构的信贷不对称	198
9.8	倒置型资本结构中的信贷不对称	200
9.9	金融危机的应对措施	201

9.10 政府应该借入外债吗	202
9.11 本地货币市场	205

第4部分 结 论

第10章 中国的经济变动机制分析	209
10.1 中国的下一个金融危机	209
10.2 收支平衡体系中产生波动的原因	212
10.3 波动性的增大	215
10.4 债务危机	217
10.5 中国的债务水平是否很高	218
10.6 债务负担的自我加强特性	220
10.7 不良贷款	221
10.8 未来几年会出现什么问题	222
10.9 不稳定的债务结构	224
10.10 我们应该做什么	225
10.11 中国的信誉度	228
参考书目	230

第 1 部分

IS CHINA VULNERABLE

金融危机的结构

本书的第 1 部分由 3 章构成。在这 3 个章节中，我们将讨论本书写作的目的，并给出一个分析框架；我们将借助于这个分析框架来揭示金融危机的一些情况。我们也将描绘一下 1994—1999 年间的主要金融危机，并将列出这些金融危机的主要特征。虽然每个国家金融危机的表现都不尽相同，本质上却存在着很多相似之处。在本书中，我们将和读者一块探讨这些看似各异的金融危机，并区分：无效的经济政策与失败的资产负债表管理对危机的不同影响。

第 1 章

绪 论

1.1 分析框架

在本书中我将指出拉美和亚洲一些国家最近所遭受的金融危机主要成因在于这些国家的政府有关部门对国家资产负债表 (sovereign balance sheet) 管理方面的失误,而不是通常所认为的宏观经济调控政策错误。实际上,这些金融危机的成因并不能简单地归结为经济政策失误;事实上,应对此负责的罪魁祸首是这些国家的资本结构设计失误,正是由于国家资本结构中存在的的不合理之处才导致资本市场无法吸收存在于任何国家的金融内生风险。换句话说,错误的宏观经济政策不会带来金融危机,资本流动过度不会带来金融危机,国际投资者的非理性行为不会带来金融危机,甚至是货币政策失误与错误指导方向也不会带来金融危机。事实上,金融危机是否发生取决于另外两个互相关联的原因。首先,新兴资本市场(emerging market)中的投资者往往低估了发展中国家资本市场的波动程度;其次,可能也算是上述原因的一个后果,由于对新兴市场行为不甚理解,大多数政府部门无法使自身资本结构设计达到最优,从而使自己面临的运营风险大为增加,也间接地放大了国家资本市场的波动幅度和频率。

认识到这两点原因对中国而言有很重要的启示作用。中国的经济在过去的 20 年中保持着令世人瞩目的发展速度;同时,中国也成功地避免了 20 世纪 90 年代末席卷其周围绝大多数国家的亚洲金融危机。这也促使很多的经济学家将一国经济发展速度与该

国规避金融风险能力联系到了一起。事实上,当前经济学界的一种主流观点就是如果中国能持续地执行其在过去的20年中所执行的经济政策,那么中国就必然能够继续保持高速的经济发展速度,并且永远保持对金融危机的免疫力。

但是,正如我将在本书中阐述的那样,促使中国宏观经济快速增长的主要原因并不等同于使中国免遭亚洲金融风暴袭击的保护伞。事实上,两者之间并没有一个直接的联系。显然,理解这一点将对我们有很重要的指导意义。与当前很多经济学家的观点不同,我认为即使是在未来的几十年中仍然推行那些在过去效果相当不错的经济政策,如果国家资产负债表中的资本结构变得不再稳定,那么中国抵抗金融危机的能力仍将受到有力的挑战。

在国际金融研究领域中,我们会经常看到公司财务分析师与经济学家中间的沟通存在着很大的障碍,我个人认为这是一件十分不幸的事情。当前者在努力地评估和量化公司资本结构中所含市场风险时,我们发现后者一直在试图弄清促使宏观经济不断向前发展的那些因素究竟是什么以及这些因素各自具有的影响力。从某种角度上来看,我们可以认为公司财务分析师关注的是资产负债表的右边,也就是资本部分;与此同时,经济学家所牵挂的则是资产负债表的左边,也就是资产部分;看似毫无瓜葛的两者之间实际上却存在着密切的联系。

政策制定者和他们的经济政策咨询者往往错误地理解了金融危机和国家资本结构之间的关系,因为他们对资产负债表右半部分所具有的运作机理没有一个很正确的认识。不妨举个例子,在国际货币基金组织2002年发布的一份报告中有这样一段话:“适当的经济政策和体制改革”帮助中国安然度过5年之内的两次危机并走上了发展市场经济的道路。^①事实上,认为一个国家有效的经济政策和该国抵抗金融危机能力之间存在着某种必然联系的观点在当前一些经济学家中很是流行,这也从一个侧面反映了多数经济学家过度依赖国家资产负债表中的资产方却忽视了资产负债

^① International Monetary Fund, “IMF Concludes 2002 Article IV Consultation with the People's Republic of China”, PIN No. 02/97, September 3, 2002