

利用外资与 防备国际资本冲击

主编
陆南屏
赵珍华
仲雨虹

中国金融出版社



前 言

国际资金充斥国际市场,给发展中国家的社会和经济
发展带来了机遇,同时也提出了新课题。我国在改革开放以
后,中共中央不失时机地提出了利用外资这一重大决策,并
把它作为我国长期的基本国策之一,对我国经济发展起了
不可估量的作用。多年来,我们对国际资本流入对我国的影响,
考虑和研究的重点主要是其积极方面,这无疑是正确的。

1994 年我国实行外汇体制改革后,外汇供求出现了从
未有过的持续供大于求的情况,外汇储备大幅增长,由此产
生了中央银行外汇储备增加引起货币投放增加的压力。外
汇储备增长除了经常项目顺差外,资本净流入也是一个因
素,这就给我们提出了资本流入影响国内货币平衡等新的
问题。另外,外汇体制改革以后,取消了大部分经常性汇兑
限制,使资本项目的外汇管理变得更为迫切和困难,而目前

我国汇率稳定,国内外利率差别很大,对国际短期资本流入套汇套利有很大的诱惑力,这是我们外汇管理工作上的新挑战。其次是1994年底,墨西哥发生的金融危机,给其他国家敲了警钟,提醒人们注意不同形式的国际资本流入对一国经济发展的不同影响。

由于上述原因,近年来我国学术界、教育界、金融界和行政部门,对国际资本流入我国的研究,不仅注意其积极的作用,同时也密切注意到它对宏观经济带来的问题,这是及时而有意义的。为了使广大读者对这一领域研究成果有所了解,推动讨论,我们编印了这一专集。

这本集经济金融界许多专家学者最新研究成果的专著,就国际资本流动对宏观经济的影响、对我国国际收支和货币政策的影响、国际资本流动的不同形式和风险、国际收支中资本项目的外汇管理、墨西哥金融危机教训、境外投资管理等重大课题进行了广泛研讨,角度和意见各有侧重。本专集既有理论阐述,又有实际情况。从这专集中可以得到近几年来世界国际资本流动和流入、流出我国的一系列主要数据资料。我们认为它不仅对研究人员有参考价值,对从事金融业务和行政管理人员也会有启示作用。

编者

1995.12

国际资本流入对金融稳定的影响及对策

中国国际金融学会常务理事 戴乾定

改革开放以来,我们对于引进国外资本一直采取比较稳健的政策。在引进外资和对外经贸关系迅速增长扩大的同时,我们比较注意国际收支的平衡和不断加强外汇储备,以应付还债和进口等其它支付需要。我们在引进和利用外资上取得的成就,赢得了国际上的信誉,这是大家都看到的。可是,在1994年一年,随着外汇制度新的重大改革和从紧的宏观经济调控,在外资大量流入和外汇收支大量结余的情况下,外汇储备大幅度增加,导致外汇占款的基础货币投放大量增加。这就与控制货币投放,压低通货膨胀的宏观经济政策目标出现了矛盾。一方面,在对外经济领域,进出口贸易、国际收支、外汇储备、汇率等主要指标实绩,表现都是好的;另一方面,却带来由于大量增加基础货币的投放,加大了通货膨胀的压力。于是在新的形势下,对我们引进外资和外汇储备的增长规模和战略提出了新问题。人们开始将注意力较多地转向国外资本流入时对一个国经济金融的负面效应或不利影响的方面。我认为,这是完全正常的,是好事。

象其它事物具有两面性一样,国外资本大量流入,既有其积极作用的一面,也会有其不利影响的一面。许多外国的经验已经充分说明

了这个问题。特别是自进入 90 年代以来这几年,国际资本又大量流入亚洲和拉美一些发展中国家,促进了这些国家的投资和经济增长,也带来了金融不稳定等不利影响,使决策当局面临新的挑战。这些国家以及国际货币基金组织对近年来国际资本大量流入发展中国家引起的问题和对策、经验等作过相当的考察研究。这些考察研究对于刚开始感受到这类麻烦的我们,有参考意义。

一、发展中国家资本流入的不同原因分析

自 1982 年由墨西哥债务危机引发的世界性债务危机以后,对发展中国家的资本借贷在 80 年代开始,再度出现了国际资本大量涌入发展中国家、主要是亚洲和拉美的新高潮。据国际货币基金组织的资料反映,在 1990—1993 年间,流入环太平洋的发展中国家和地区(即亚太经济合作会议范围)的净资本比 80 年代增加了 5 倍。这是 90 年代开始后国际资本流动的第一个特点。

90 年代后国际资本流动的另一个特点是,流向发展中国家的资本构成或形式,与过去比较,有了大的变化,主要表现在:国际商业银行贷款占的比重小了,直接投资比重增大。值得注意的是,过去为数很少的以债券和股票形式的外国资本流入增长特快,在总量上已经赶上直接投资。从地区看,证券形式的投资在拉美国家已占主要地位。在亚洲的发展中国家近几年也有明显增长,从 1989 年至 1992 年间,债券发行增长了 4 倍。这种资本构成的变化,有很大不同的影响。

就资本大量流入的不利影响方面看,一般情况它会产生增加宏观经济不稳定因素的后果,如带来消费的快速增长,通货膨胀的加剧,实际汇率的升值,和经常收支项目的逆差等。但是,据考察一些国家的情况分析,由于引致大量外资流入的原因不同,实际的后果亦就不一样。

引致外资大量流入主要有外部和内部两方面原因,80 年代末、

90年代初工业国家经济的衰退和利率的下降,无疑是使资本大量从工业国家流向发展中国家、以寻求较高收益的主要外部原因。

从内部原因看,最通常有两种政策影响吸引了外资的流入。一种是国内经济政策的变化,包括结构性改革,使生产率增长,公共亏损减少,宏观经济较为稳定。另一种是由于采取了从紧的货币政策,或提高了利率。在汇率比较固定的情况下,较高的国内利率自然会吸引外资的流入。

造成外资流入的不同原因,会对一国的经济金融带来不同的影响。如果外部条件的变化是主要原因,那么,资本的涌入会促使国内利率下降,并在其它方面会带来大量经济过热的迹象,而且,当外部条件逆转时,会有很大可能出现资本的倒流。总之,增加了不稳定的因素。

当国内结构性改革的经济政策是主要原因时,外资流入不致造成经济的不稳定,而且会均衡和持续地保持下去。这种效果反映了有利可图的投资环境。当国内的紧缩性信贷政策成为吸引外资的主要原因时,其后果主要表现在官方外汇储备的增加,往往使当局压缩货币增长和控制通货膨胀的努力受到干扰破坏。

据基金组织的调查分析,就亚洲的发展中国家来说,在吸引外资中,国内政策的因素较之外部条件的因素起了更大的作用(当然,随着证券投资形式的外资流入在这个地区占有日益扩大的比重,这些国家对外部因素变化的敏感性亦会随着增加)。相反,在拉丁美洲国家,外部因素明显起着主要作用。如美国对拉美6国的证券投资有一半是由于外部的因素,上面提到,如果资本的大量流入是由于外部因素起主导作用,往往容易受外部条件变化的冲击。特别是在以“泡沫经济”为特点的市场和资本流入是以短期资本为主的情况下,市场反应尤为敏感,更易受冲击。1994年墨西哥的金融危机再次说明许多发展中国家在外部因素和投资者心态突然出现变化的面前是多么的脆弱和无能为力。

二、可采用的宏观和微观对策

近年来,大量国外资本流入一些亚洲、拉美的发展中国家,导致这些国家外汇储备的大量增加。所有这些国家在积极促进需求和经济增长的同时,都在努力设法防止或减少资本流入可能带来的不利于经济稳定的消极影响。如何趋利避害成为摆在各国当局面前的一个重大决策问题。

从原则上讲,应该根据资本流入的不同原因来指导政策方向,如果外资的涌入确实是由于国内竞争力和生产率的持续提高而增大了对外资的吸引力,那么,在经济活动、物价、贸易收支等方面的影响就不致于出现较多的经济过热现象。采取的对政策就可重点放在改进和提高国民经济对外资的吸收能力方面,而不需着重在抑制不稳定的影响方面。如外资的涌入明显的是主要由于外部原因,受外部风波的影响(或者是主要由于国内紧缩信贷政策所致),那么,其后果将会带来经济不稳定的不利影响。对应的政策就需重点放在控制外资的流入或者中和其消极影响方面。

但是在实践中,由于引致资本流入的各种因素间的相对比重很不确定,多数国家的政策都倾向于向限制不稳定方面倾斜,以减少风险。各国采取的对策,包括广泛的范围。当然,各国情况千差万别,在政策选择上,运用程度上都有所不同。不过,概括起来,各国采国用的对策大致包括以下几个方面。

(一)“冻结”(sterilization 或译“冲销”“中和”政策)

外资的流入,和外汇储备的大幅增长,通常都会带来扩大货币供应和增加通货膨胀压力的后果。“冻结”政策的意义在于通过各种货币政策工具的运用,限制这种货币供应的增长,使外资流入对货币流通的这种消极影响得以消除(sterilize)。例如,通过公开市场业务,或增加存款准备金,或减少再贴现,或提高贴现率等,都可以压缩本来

因外资本流入会增加的那部分货币供应,等于把这部分不愿有的,多增加的货币供应冲销掉或冻结了起来。

“冻结”政策通常被用来作为对付外资流入带来的不稳定影响的第一道防线。因为这种政策可以较快地付诸实施,可以在保持官方外汇储备的大幅增长的同时,防止经济不稳定因素的扩大和恶化,同时也增强应付外部冲击和资本倒流外逃的能力。

据基金组织工作人员的调查,在智利、哥伦比亚和埃及等国,都曾大量运用过这种办法。这些国家实行紧缩信贷政策可能在吸引外资中也起了重要作用。它们采取增加存款准备金和公开市场操作等作法。哥伦比亚还大量依靠发售外汇凭证的办法。

在外资不断持续流入的情况下,多数国家逐渐减少对这种“冻结”政策的依赖。这主要是因为实行这种政策的代价变得越来越大。因为发行债券的利率高,而持有的外国资产获利低,长期下去,损失增大;此外,实行积极的公开市场政策,会给市场利率持续的压力,结果会吸引更多的外资流入。要求流入的外资购买本国政府债券,并使国内市场利率持续高企,虽然可以暂时缓和资本流入对货币流通的冲击,但是与引进外资以扩大国内投资和经济增长的初衷是相矛盾的。

解决这一矛盾的替代办法是政府当局可以实行一种“非冻结”的干预办法(nonsterilized intervention)。当局可容许对货币需求引起的增长,但必须同时有一项行之有效的稳定金融的计划(stabilization program)。在这种条件下,“非冻结”的干预虽会出现货币的增长,但未必会形成通货膨胀压力。当然,这会增大金融体系的脆弱性。从宏观角度看,只有银行界对私贷款(尤其是消费性贷款)的能力和意愿愈小,这种“非冻结”的干预办法才更具有可行性。

(二)调整汇率政策

在资本大量流入情况下,容许名义汇率升值,有一定好处。一是可以隔离资本流入对国内货币供应、信贷和银行体系的不利影响;二

是有利于减轻通货膨胀压力；三是对投机性的游资流入起阻滞作用。（容许汇率波动，增加了不确定性）主要的不利之处是，大量的资本流入会引起名义汇率和实际汇率的大幅度升值，从而影响出口。在对防范风险缺乏充分保障机制的情况下，汇率的波动也会对正常贸易带来不利影响。然而，实际上，没有哪个国家完全无干预地任由其货币波动的，如智利和墨西哥在1990年至1993年间，采取扩大其汇率波幅限度的办法，韩国、马来西亚、新加坡等则是允其名义汇率一定的升值。

在考察的一些国家中，许多在开始阶段都是先采取前述的“冻结”政策；但当发现这种措施对减少货币增长和压低通货膨胀的目标已经显得不够充分有力时，往往就采取了调整汇率的政策。

但也有的国家持不同观点，如西班牙决定固定其汇率。它认为由市场决定的升值会鼓励投机，有使实际汇率过度上扬的较大风险。而且如果资本出现倒流，原定的用于起支持稳定作用的名义汇率也就被否定而失去了作用。

（三）财政紧缩政策

面对大量资本流入，紧缩财政政策通常是控制通货膨胀而又不利用货币升值的主要途径。在调整财政的方式上，采取压缩政府开支，直接减少需求，较之增加税收的办法对减轻通货膨胀压力更为有效。

但在实践中，真正采取调整财政政策的国家并不多。重要原因：一是在这些国家再要求紧缩财政不易得到公众的支持，而且它们还正需要扩大对基础设施的投资。只有泰国是个例外。中央政府财政由资本涌入前的赤字转变为后来的大量盈余。这主要是由于泰国在财政上采取了有力措施压缩财政开支的结果。泰国亦没有出现大的货币升值。这也是由于泰国历来通货膨胀率较低，在资本大量流入时期，财政状况又得到了很大改善。

调整财政政策对付短期资本流动的作用有很大的局限性。无论是压缩政府支出或者增加税收，都是敏感的政治问题，是不可能要求

在短时间内采取行动的。

(四)微观方面的政策措施

除了以上宏观方面的对策外,各国还采取一些微观方面的政策措施以应付资本流入的不利影响。

1. 阻碍资本流入

如对外国持有本国金融资本实行征税或直接的数量限制。这如同“冻结”政策一样,是一种简易而且可快速实行的办法,但又不同于“冻结”政策,因为这种做法排除了资本流入对投资和经济增长的本来利益。除非是由于以下的考虑才不得不求助这种办法。例如,根据判断这种资本流入不久又会外流,不会对经济带来较长期的好处;或者出于担心已采取的“冻结”政策对利率的严重影响;或者对于本国经济吸收外资的能力和效率有很大顾虑等。长期实行这种限制当然要考虑到对银行体系业务和盈利的不利影响。智利、西班牙等国都采取过这种措施。

2. 加强金融管理措施

一些发展中国家在金融监管方面还存在不少薄弱环节。随着资本的流入,经由银行体系的资金流动必然增加,信贷风险亦会随着增大;银行的外汇经营风险亦会增大;政府为防止银行失利而承担的责任风险也增大了。为了对付这些风险,必须加强制度管理,保证银行资本的充足性和限制银行在外汇经营上的风险,改进金融监管条法。

3. 放宽资本流动的限制

有的国家如泰国、智利曾认为对资本项目放松管理,可以促使一定的资本外流,降低外汇储备积累,从而抵消一部分资本流入的影响。但实际的结果并未完全如愿。因为放宽资本项目管理的政策,却增强了外国投资者的信心,反而吸引了更多的资本流入。

4. 加速贸易自由化

在外资大量流入的情况下,哥伦比亚、墨西哥和泰国等都加快了贸易自由化的规划。这样,资本的流入促进了开放贸易和减低关税的

速度。基金组织的工作人员认为,有一个待研究的问题是,加快贸易改革是否能抑制外汇储备的增长。他们考虑,在初始阶段,贸易自由化和减低关税会增加进口需求,削弱经常项目收支,减慢外汇储备的积累,但从长期看,如果经济效率因此而提高,从而有可能会增强该国竞争力和经常项目。

在列举了以上一系列政策措施的“菜单”后,到底什么是对待资本流入的合适对策呢?基金组织工作人员认为这要决定于各国的具体情况,如资本流入的构成,可供运用的政策工具及其灵活程度,以及国内金融市场的成熟程度等。这当然是对的。他们还认为,各种政策的合理搭配和谨慎地安排先后程序,可以使资本流入带来的某些风险得到减轻。他们建议在开始阶段可以采取“冻结”政策,汇率有较大的灵活性,以后进而可以逐渐使资本流入货币化,同时可将货币升值。由于国际资本流动的迅速变化无常,需要有灵活的政策工具来应付。他们认为,保持充足的外汇储备,和容许汇率有一定程度的灵活性,将是符合这一方向的。

三、资本管制和自由兑换问题

在有些国家为减轻资本流入带来的不利影响的诸对策中,资本管制仍然不失为一种重要的最后手段,在不久前国际货币基金组织举办的一次讨论资本管制为主题的圆桌会议上,以智利为代表的一些拉美国家代表根据他们藉助于资本管制躲过了1994年墨西哥金融危机带来的外部冲击的经验,再次肯定了资本管制在一定条件下,可以发挥的积极作用。智利在过去10年中经济情况取得相当成绩。它们运用了传统的宏观经济政策,包括财政、货币和外汇政策等,来处理资本流入的问题,但这些政策往往需要相当长的时间才能见效,因此,资本管制就成为在短期内唯一可行的政策选择。智利针对国外借款征收30%的准备金,并要求外资流入必须至少留在本国一年,

这些措施在 1994 年是成功的,结果只有四分之一的资本流入属短期资本。

这种意见显然与基金组织的传统观念和主张是不一致的。基金组织近年来一再制造舆论,要将“基金组织协定”中第八条要求的自由兑换从原来规定的经常项目延伸到资本项目的更大范围。所以,基金组织的工作人员一再强调经常项目与资本项目难以区分,资本类型亦难以区分等论调,并且对资本管制的作用表示怀疑,还断然提出,现在的问题不是应否实现资本帐户自由化的问题,而是如何实现速度和步骤问题。然而,对于资本帐户自由兑换,有的代表明确表示只能分阶段进行。不仅要取决于一国财政整顿改善的进展情况,还要取决于国内金融体系的加强,而资本管制之所以还适用,是由于一国的经济,特别是其金融部门所处的发展阶段所决定的。还有的代表提出资本项目的自由兑换所需要的前提条件中,应包括贸易伙伴间通货膨胀率的趋同。从历史的经验看,要实现这些前提条件是十分困难的。智利等拉美国家早已接受基金组织第八条款义务实行经常项目自由兑换,在资本项目方面也比较开放,可是在国际金融市场上出现风波时,它们还需借助资本管制来避免风浪的袭击,保护自身的利益。历史的事实告诉我们,任何一个主权国家,这种维护切身利益的本能,决非任何讴颂“自由化”神功的奢谈所能替代的。

四、结 语

第一,我国已经是一个主要资本输入国,我国的外债亦已赶上或超过 80 年代拉美一些大债务国的水平,虽然我们还没有遇上有些发展中国家在资本大量流入时那么大的冲击,但是我们 1994 年遇到的问题,再参考其它发展中国家的一些经验教训,对我们进一步提高利用外资的自觉性,将是有益的启示。

第二,按基金组织分析,近年来资本大量流入一些发展中国家有

内部、外部两方面原因。对照我国情况,我认为,我们的内因是主要的,我们的改革开放政策所带来的经济高速发展形势,是吸引外资的主要因素(从紧的信贷政策和较高的利率还不是吸引外资流入的主因)。因此,它就不会象以外部条件变化为主或追求利差因素为主的那种资本涌入所具有的不稳定性和冲击作用,而且,在资本流入构成上,我们一直强调直接投资为主,贷款则以国际金融机构和政府间优惠贷款为主,商业银行短期贷款受到控制,对外债券和股票的发行都有较集中的管理,所以,我们在向市场经济的过渡中,对国际资本流动并没有放弃管理,但还有待于完善,这就使我们在大量资本流入时,有可能避免出现有些发展中国家所遇到的那种冲击。我们在外资、外汇政策上这些基本方针还是应该肯定和坚持,毋须变动大局。

第三,1994年和1995年我国外汇储备增幅很大,主要是推行的外汇体制改革因素所形成的。资本流入,包括某些非正常的资本流入,亦是因素,但看来还不是主要的。资本流入和外汇储备的大量增加,对1994年的高通货膨胀究竟有多大影响,需要具体分析。据理论界和金融界一些人士的论著分析,认为有一定影响,但不是主要的,我认为比较可信。因此,我认为从中国现状看,还没有到了象某些外国那样不得不采取阻碍资本流入的手段(如征税等)来严格限制外资流入的地步(如果说,1994年的外资流入中有一部分属于我们自己的境外资金回流,这更不是什么坏事,不应限制)。就外汇储备来说,也没有到了多得影响经济不稳定而引起紧张的地步。尽管外汇储备到底保存多少最合适,意见不一,但是我认为不能忘记我们还是一个人均收入低、家底薄的发展中国家,又是一个独有的社会主义大国和国际局势复杂多变这一基本形势。保有比3个月进口额略多的外汇储备额并没有什么大的坏处。还不到非要积极压缩外汇结存的程度。须知外汇积蓄来之不易,而花起来却是容易的。我们在80年代中有过经验教训。那次“一窝蜂”似地花外汇,一下子几十亿外汇储备就没有了。所以,如果因外汇储备增加而多投放了基础货币,为了缓和影

响,可以采取“微调”办法(通过货币、信贷、财政和外贸政策等),而不是动大手术。我们的结售汇制才改革一年多,不应因对它某些怀疑而设想某种方式的后退。我认为我们的外汇改革一向是比较稳健的。对于1994年外汇占款多增加货币投放问题,有其一定的特殊因素,应当引起重视,慎重对待,但亦不宜反应过度(overreact)。

第四,庞大的国际资本流动给世界经济的发展和繁荣带来利益。但不容否认,庞大的国际资本流动又给世界金融、外汇市场带来动荡和不稳定因素,经济实力不强又依赖国际资本的发展中国家在世界金融风暴或危机中往往受害最大。它们在严重困难中不得不采取管制资本的保护措施。从历史的经验来看,50年前国际货币基金组织成立时对资本管制允许有灵活性的规定所依据的理由,在今天基本上还是成立的。现在,国际货币基金组织以世界经济形势巨大变化为由,执意要全面推行资本项目的自由兑换,从现实情况看,恐怕道路还会是曲折的,我认为,我们现在还处在逐步创造条件以实现经常项目自由兑换,从而成为接受基金组织“第八条”义务成员国中途阶段,在现阶段,对不确定的资本项目自由兑换的远期目标作出任何国际承诺是没有必要的。

从墨西哥金融危机教训 看中国金融业的开放进程

中国社会科学院金融研究中心副主任 王 军

1994年12月中旬墨西哥金融危机的突然爆发,反映了发展中国家尤其是新兴金融市场在开放进程中的很多问题。在墨西哥金融危机之前,墨已吸引外资达730亿美元,在拉美国家中名列前茅,出口保持着18%的增长率,国内生产总值的增长率达到3%,基本扭转了过去负增长和停滞增长的局面,被视为拉美国家的样板,前景看好。在这样的背景下,墨爆发金融危机,令人感到突然。我认为墨金融市场迅速崩溃的一个重要因素是外资进出墨金融市场极为自由迅速。例如仅墨证券交易所市值2000亿股票的1/3就掌握在外国投资者手中。这些投机性和流动性很强的国际游资,原为追逐墨证券市场的高回报率而来,一旦有风吹草动,都迅速外逃,墨西哥对金融市场的开放和资本项目管制的放松又为这种迅速转移提供了条件。就

此,我提出以下问题与同行探讨。

一、如何认识和把握金融业的开放程度

问题之一,墨西哥金融业的开放是否过快?其开放程度是否与本国的承受能力相适应?

墨西哥为吸引外资,1994年下半年政府彻底开放了金融市场,已批准外资金融机构52家,外资的大量渗入更加剧了金融市场的的不稳定性。墨危机前后,仅证券市场外流资金就达180亿美元,股市恐慌,导致比索无法支撑,所吸引的外资也很快流失。鉴于墨金融危机成前车之鉴,韩国在墨金融危机发生后不到一个月内决定推迟加入经合组织,其原因就在于,韩国认为,墨资本市场向外资的开放速度过快是引起墨危机的重要原因,而经合组织对成员国的一项重要要求,就是其国内金融市场必须向外国投资者自由开放。

问题之二,金融业开放的目标是什么?怎样把握金融业的开放与实现宏观经济目标之间的关系?

促使墨金融市场不顾自身承受能力的原因有两个,一是上面提到的为加入经合组织而承诺对方的要求;二是墨西哥为弥补经常项目的巨额逆差,希望通过市场的开放吸引外资来维持。墨西哥经常项目逆差1991—1994年分别为100亿美元、250亿美元、230亿美元和280亿美元,占国内生产总值的比重已达8%。对逆差的处理,墨政府不是通过促进出口和更多地吸引外国直接投资来解决,而是依靠通过证券市场的“繁荣”来吸引短期证券资本的流入来维持。在墨吸引的外资中,注重短期高回报率的证券资本和短期私人资本高达80%以上,墨为保持预算平衡而发行的政府债券中70%左右也为国外投资者所持有。一旦吸引外资市场环境变化,外资的流入便可能骤减,从而直接影响金融市场的稳定和国际收支平衡。在墨两次政治事件

(州农民起义和总统候选人被杀)和美经济回升而又接连 6 次提高利率的背景下,外资纷纷从墨金融市场撤资,迫使墨政府不得不在外汇储备急剧流失的情况下宣布比索贬值,触发了这场金融危机。

问题之三,在金融业开放的进程中,政府应采取怎样的宏观调控措施?

这次墨西哥危机的出现也同政府的宏观金融调控不力有关。首先,在经济和金融迅速开放的过程中迟迟没有解决比索汇价高估的问题,这无疑是贸易逆差不断增加的一个重要原因。墨西哥 90 年代初实行比索对美元的固定汇率,而近 4 年累计下来的通货膨胀达 53%,外贸逆差 870 亿美元,在外汇比价上却没有反映,贬值是必然的。墨政府在加入北美自由贸易协定和政府换届之际几次错过调整货币政策和进行汇制改革的良机,还继续虚耗外汇储备支撑比索,直到储备在不到两个月的时间内降幅达 63%,仅剩 65 亿美元时,才被迫决定比索贬值和对美元汇率自由浮动。其次,墨政府在矛盾已变得相当尖锐时又采取了突然的一次性大幅贬值的简单做法,广大民众、企业界和外国投资者对此毫无思想准备,结果不仅没有取得预想的效果,反而引起了社会对比索的不信任,成为墨危机的导火索。

此外,墨危机波及拉美地区,使巴西、阿根廷等国家池鱼遭殃,并进一步使投资者对同属新兴市场的东亚地区的金融稳定性信心受挫。认真总结这些问题,从中吸取教训,对现阶段中国金融业尤其是证券市场的开放不无益处。

二、中国金融业开放进程是否应放慢?

墨西哥金融危机的发生,使人们进一步地联想,中国金融开放的步伐是否应放慢一些?国内证券市场、保险市场和外汇市场的开放是否过快了?这需要深入细致的分析方能做出判断: