

小步骤

精确地平衡小型经济体发展中的金融市场：以现实主义取胜

Mark Stone和Seiichi Shimizu

从理论上说，规模较小的经济体的金融市场应该具有提供重大利益的潜力，包括更有效的货币与财政政策、更高的风险转移能力、更多地为企业提供融资以及更深刻地融入到全球经济中。但是由于迄今为止的跨国研究都聚焦于发达国家和新兴市场经济体金融市场的发展，用于探究较小经济体金融市场发展的分析性基础原理较为鲜见。而且，较小经济体金融市场发展所需的政策一般都更具有国别特殊性，这是因为不同小经济体的国情有较大差异（见专栏）。

本文探讨分析上的差距，并为在小型经济体中发展“必要的”金融市场——外汇、货币、政府债券和股票市场——提出政策建议。这种市场之所以必要，是因为它们提供着最基本的金融服务。尽管我们知道所谓“放之四海而皆准”的方法并不适用于这些国家，本文还是概括出了小国发展金融市场可遵循的步骤和顺序。

浅层次的市场

与较大的经济体相比，小国的金融市场一般都较小，所提供的服务范围也较窄。与新兴市场经济体相比较，小国的外汇市场交易量尤其小，其处理的远期交易（根据预先确定的汇率进行货币的远期买卖）还不及新兴市场经济体的50%。货币市场较薄弱，大多数都以隔夜银行同业现金交易为主。只有25%的小国拥有发达得足以与外国机构打交道的二级政府债券市场。拥有一个股票交易所的小国仅有40%，而这当中的许多交易所交易量小到对经济影响微乎其微。迄今为止的区域一体化在深化市场方面的成果良莠不齐。但也有正面的样板，一些小国（克罗地亚和约旦）就建立起了良好的市场，从中获得了种种好处。

为什么小国的金融市场得不到发展？许多小国所面对的内部障碍大多是其决策者也无法控制的。



斯威士兰姆巴巴纳股票交易所的职员在标记股票价格。

银行是市场发展的关键，因为它们是大多数金融市场中的主要玩家。但是，大多数小国的银行部门规模较小，没有竞争力：它们的银行部门中，平均只有六家甚至更少的银行占有重要地位。单一的实体经济也使它们转移风险的机会受限。由于经济规模较小，可能没有能力收回提供高质量的基础设施和成熟监管的成本。企业的数量少、规模小也是另外一个先天掣肘因素。

政策措施有助于克服阻碍市场发展的其他障碍。银行业部门过度的流动性使得所有银行都处于货币市场的卖方，并带来了美元化，这使本币金融交易的规模减少，而这个问题可通过在长期内实施适当的政策加以解决。对机构制度上的限制（例如金融市场中的参与者数量受限以及金融信息披露的不足）可以在中期得到缓和。市场的发展还会受制于管理当局直接控制下僵化的政策、政治意愿的缺乏以及可能不会从市场发展中获得实惠的利益集团。

何为较小的经济体？

本文所定义的较小经济体，是指那些GDP和人均GDP低于某一下限的国家。这一下限可以视为限制这些国家金融市场发展潜力的标志。对金融市场基本信息的一份评价指出，大多数GDP低于400亿美元和人均GDP不到10000美元这一下限的国家的金融市场相对都不发达，其中很多根本就没有金融市场。

较小经济体在全球GDP中占有2%的份额；总人口为9.6亿人，占世界总人口的15%。许多国家都属于较小经济体。一些较小的经济体也有发达的市场，它们或已跻身新兴市场国家的行列，或者有机会成为其中一员。处在这组国家另外一端的是36个较小的经济体，它们各自拥有不足100万的人口，使其难以实现经济规模。

什么措施起作用，什么不起作用？

小国如何才能从促进金融部门发展中受益？从单个国家的经历、跨国比较以及IMF和其他机构所做的调研中可以得到许多启发。

随着市场的深化，外汇市场发展的驱动力从中央银行和政府转变为市场参与者。在早期阶段，政府消除各种障碍，如取消外汇上缴要求和放松资本控制（乌干达）。下一步是引导中央银行进行角色转换，从对市场进行限制转变为支持市场，如前南斯拉夫马其顿共和国的做法。这就有必要相应减少中央银行对市场流动的直接控制，建立一个市场友好型的贸易机制，将造市的功能完全转交给市场，确定以市场为基础的外汇运营方式。最后一个阶段是市场驱动型的发展，政府部门的作用主要限于提供谨慎的支持（塞尔维亚）。

货币与政府债券市场应该一体化发展，原因是银行一般处于这些市场的主导地位，同一种基础设施通常能同时支持这两个市场，而且银行在货币与财政政策及其运行中都发挥着共同的作用。市场发展的初期阶段主要涉及银行同业存款，这一阶段的政策一般关注于政府采取的清障措施和银行业系统的发展，如在博茨瓦纳那样。一旦证券交易走上正轨，中央银行就能在政府和市场参与方的密切协作下，通过转向支持市场的货币运作方式（突尼斯），如回购协议，以及通过向市场支持的财政融资，如市场驱动的国库券拍卖（塞尔维亚），来推动市场的发展。市场竞争参与者本身在走上正轨的成熟市场上的领导作用与公共机构所发挥的作用一起，确保了系统的稳定性。

证券市场与其他必要的金融市场多少有些不同。在这个市场中，参与者本身发挥着更大的领导作用，而政府政策的覆盖范围更广一些。对于缺乏有活力的股票市场的小国来说，主要挑战在于建立公司融资的替代来源。随着市场发展起日常性交易，政策就应关注于机构制度和基础的公司治理，如克罗地亚、毛里求斯和肯尼亚。最终，随着各级政府机构信息提供的完善以及对市场稳定的推动，市场参与者本身就能在深化而活跃的二级市场的发展中起带头作用（牙买加、约旦和斯里兰卡）。

区域一体化通过缓解规模不经济，有潜力去解决某些市场发展的障碍，但是迄今的经验证据良莠参半。成功的一体化的广义先决条件似乎是区域经济与政治的联系、发达的一体化银行业部门、既有的本地市场以及对克服利益集团干扰的政治支持。区域一体化一般应成为本地市场的补充而不是取代

这种市场。大多数成功的区域一体化的例子是市场引导的，并涉及证券市场（如波罗的海各国）。当单个的市场参与者与市场一体化发生利益冲突时，政府干预能见成效。联合起一个已经实现必要的规模经济的既有区域市场，可能比试图使各国较小的市场实现一体化来得更有意义。

应汲取什么经验教训？

深刻的经验教训是，对于通常处于独特环境下的较小的经济体来说，市场发展政策应该较为现实且要量身定制。有效实施这些政策要分三步走。首先，必须判定建立更活跃的市场是切实可行的——即必须有足够数量的参与者在不断前行的基础上形成市场参与的双方。第二，必须相信在长期，市场切实发展的诸多好处胜过了公共部门为此付出的成本。对于许多小国而言，为市场发展付出的稀缺的政府资金和人力资源的机会成本可能较高。最后，必须把更活跃的金融市场对系统性金融稳定的任何潜在影响作为制定政策的因素加以充分考虑。

在发展潜力有限或者面临风险的情况下，金融市场有没有其他出路？将银行部门的能量充分释放出来会有助于弥补缺乏发达市场的不足。例如，银行可以发售货币与外汇产品，帮助企业管理其流动性。推动基于市场的银行贷款的政府政策也能弥补股本融资的短缺。富有的个人和具体的投资者小团体是企业融资的另一来源，可以通过政府政策来推动其发展。

最后，当前的金融动荡是否应该迫使人们对小国金融市场的作用加以反思？迄今为止，全球金融市场对运作的倚重通过金融联系给较小经济体带来的影响看上去还不太大，这主要是由于私人资本流量在这些国家所起的作用相对较小。而且，较小国家的金融机构没有购买有毒资产，而正是这些有毒资产造成了发达国家和许多新兴市场经济体目前的紧张状况。因此，在发达国家和新兴市场经济体中正在出现的问题似乎并没有改变较小经济体中发展金融市场的广泛趋势。较小的经济体能够更好地摆脱基础条件的拖累，探索将自己市场发展的潜力发挥到极致的道路。

Mark Stone是IMF货币与资本市场部副处长，Seiichi Shimizu是该部门高级经济学家。

本文根据《在较小经济体中发展必要的金融市场：传统因素与政策选择》编写。IMF不定期刊物第265号（华盛顿，2009年）。