

深化金融市场， 降低资本成本

亚洲的金融业改革有助于降低资本成本、 刺激投资并促进经济重归平衡

Sanjay Kalra

由经济失衡引发的国际性争论使亚洲的“过剩”储蓄遭遇了全球目光的审视。虽然争论大多聚集于中国所扮演的角色上，但其他国家（尤其是东盟的成员，如印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、泰国等国）的储蓄—投资平衡问题也同样引人关注。

亚洲究竟是储蓄太多还是投资太少？在不同的经济体，这个问题的答案也不尽相同：一些国家需要降低储蓄，而另一些国家则需要加大投资。但与大多数国家都相关的问题是采取何种措施来改善失衡。近期的研究成果（Kalra, 2010; Oura, 2008）表明，如果金融业改革能够降低资本成本，并且能够更有效地分配资本的话，一些亚洲经济体的投资（特别是公司的资本性投资支出）将会增长。这将有助于缓解经济失衡状况。

更加强健的体系

迄今为止，亚洲经济体经受住了本次全球经济衰退的冲击，从容程度超过了其在以往所有经济危机中的表现。亚洲公司的财务状况自1997年亚洲金融危机以来就大为改善。公司杠杆率下降了，而盈利能力和流动性都有所增强。脆弱性指标也得到了显著改善，而且企业部门的违约率也比十年前有所降低。简言之，证据表明，在受到危机冲击的多个亚洲国家中，公司的融资行为与能力均更加完善。亚洲金融体系也更为强健。尤其值得一提的是，银行体系的财务指标在过去十年里也得到了持续改善。因此，目前亚洲各经济体在重塑经济平衡以挖掘国内增长潜力并充分利用全球经济回暖机遇的同时，能够加大投资支出以满足其更高的国内需求。

亚洲国家如何利用这些机会，在某种程度上取决于其金融体系将可投资资金在不同的投资项目中进行分配的能力。这既需要降低资本成本，也需要将资金

注入最需投资的领域。金融业改革对上述两者均有促进作用。

扩张的空间

许多亚洲经济体的金融体系仍以银行为主导，本币债券市场规模很小，而通过这些债券市场发行公司债券的规模更是小之又小。与亚洲以及其他地区的发达经济体相比，亚洲许多国家股市的总市值都相对较小。外资进入股票及债券市场同样受到限制。事实上，周期性的资金流入造成的股票价格大幅波动在一定程度上表明了股票市场有限的深度与广度。总之，许多亚洲国家的金融体系需要发展并实现多样化。

如果资本市场更加深化、流动性更强，亚洲的企业就会在多种债务融资方式之间进行选择，并将积极地寻求银行资金的替代品。例如，2008年全球金融危机期间，亚洲就出现了在本币债务市场发行公司债券的风潮，但为期较短。可以说，当时这些公司的融资需求受到限制，而发行公司债券也反映了公司为利用较低的利差而将融资渠道从银行转向了债券市场。

经营成本

亚洲金融体系还有进一步降低资本成本、提高其配置效率的空间。一些经济体(如印度、印度尼西亚、马来西亚和泰国)的资本成本可进一步降至亚洲其他银行体系（澳大利亚、韩国、新西兰、新加坡）的水平。通过金融业改革，我们可以改善银行资产负债表，减少不良贷款，并且还需完善信贷信息，从而降低银行业成本。此外，在印度尼西亚等国家，降低信贷风险的结构性改革（如确立更加明晰的担保和破产程序）还有助于降低贷款利率。

各经济体银行体系的成本衡量数据都反映在有资金需求的公司的总体成本中。对资本成本的简单衡



新加坡金融区。



量就足以证明这个论点：银行业成本更高的国家通常资本成本也更高（见图）。因为许多亚洲国家的股票与公司债券市场规模均相对较小，因此银行的信贷成本决定了资本成本。Kalra（2010）根据Ameer的理论（2007）对囊括股权与债务资本成本在内的资本成本进行了衡量。这些对资本成本的衡量非常全面，涵盖各国的市净率、增长前景、债务利率与公司所得税率等方面。

同时，采取降低资本成本的措施还极有可能促进投资。企业资本性支出的实证分析表明，融资成本是资本性支出的决定性因素：资本成本越低，企业的资本性支出越高。

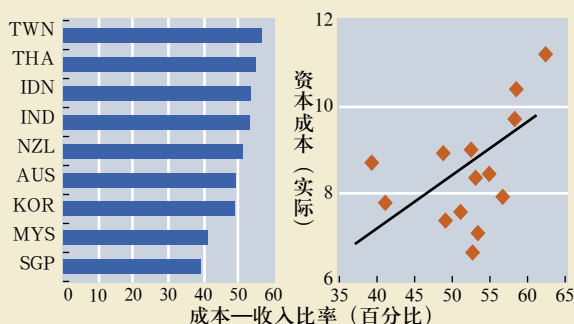
上述情形适用于一系列亚洲经济体，如印度、印尼、韩国、马来西亚、中国台湾省、泰国等，同时也适用于资本性支出的其他外部融资渠道，即债务和股权融资。此外，在一些经济体（韩国、马来西亚与中国台湾省）中，资本性支出更容易受到债务成本的影响，这可能反映了这些经济体股票市场具有较高的市值，且相对GDP而言，其股票市场的规模也大得多。

有效的配置

亚洲金融市场的摩擦（如交易的成本很高或使其公司难以获得贷款）通过改革就能够解决吗？摩擦由多种原因引起，如体制结构、金融市场规模、信息差距等。有证据表明，此类摩擦阻碍了亚洲资本在各个部门与企业之间的有效配置。

银行业成本

一些亚洲银行体系能够降低其经营成本；降低经营成本的银行有能力提供更低成本的资本。



资料来源：全球银行与金融机构信息库；世界展望数据库；IMF工作人员的估算。

注：TWN=中国台湾省，THA=泰国，IDN=印度尼西亚，IND=印度，NZL=新西兰，AUS=澳大利亚，KOR=韩国，MYS=马来西亚，SGP=新加坡。

当然，不同经济体与部门的摩擦和融资限制也有所不同，尤其是在与美国等更为发达的市场相比的情形下。因此，重新平衡所受到的限制在不同经济体之间极有可能存在差异。而且在金融体系的不同领域，其限制也各有不同。

对印度、泰国等经济体而言，有证据显示其金融业整体存在摩擦，且公司受到融资限制。而其他经济体在金融摩擦方面的迹象则没有那么明显。在韩国、马来西亚和中国台湾省等非银行部门发展更为深入的经济体中，金融体系的资本配置似乎更为有效。特别地，在进行各部门与企业的资本配置方面，股权与债务市场似乎比银行体系更为有效。

但这一点只适用于能够获得外部融资的上市公司。然而，在一些国家，许多公司（主要为未上市的中小型企业）无法通过有组织的金融市场获得外部融资。对这些公司而言，融资限制依旧很严。其十分依赖内部融资渠道来谋求发展。金融业改革预计可减少对非上市公司的融资限制。

改革措施

一些亚洲国家已经开始在国内以及国际层面上实施相关举措，以拓宽和改革金融体系。例如，泰国已制订了《金融业总体规划（Ⅱ）》与《资本市场发展总体规划》。马来西亚最近采取了进一步放开金融业的措施并在银行业与资本市场领域发展伊斯兰金融。在国际层面，东盟、中国、日本与韩国（东盟+3）在2003年发起了《亚洲债券市场倡议》。该倡议旨在亚洲发展具有流动性且富于效率的债券市场，以便为亚洲储蓄服务于亚洲投资创造便利条件。此外，整个亚洲区域的证券交易所也正在相互联结，以提高东盟地区的跨境资金流动。

亚洲金融市场进行的这些改革将深化亚洲金融市场并使之更具效率。继而其将帮助亚洲降低资金成本，刺激投资，同时促进该地区经济重归平衡。■

Sanjay Kalra现任IMF亚太部副处长。

参考文献：

Ameer, Rashid, 2007, "Time-Varying Cost of Equity Capital in Southeast Asian Countries," *Asian Economic Journal*, Vol. 21, No. 2, pp. 207–38.

Kalra, Sanjay, 2010, "Thailand: The Corporate Sector, Financial Reforms, and Rebalancing" (unpublished).

———, and Ceyda Oner, 2010, "Asian Local Currency Bond Markets: A New 'Spare Tire'?" (unpublished).

Oura, Hiroko, 2008, "Financial Development and Growth in India: A Growing Tiger in a Cage?" *IMF Working Paper 08/79* (Washington: International Monetary Fund).