

透明度至关重要

国家透明程度越高，抵抗全球金融形势波动的能力就越强

路易斯·布兰多-马奎斯、加斯顿·杰罗斯、娜塔莉·梅尔加

过去 20 年间，新兴市场经济体融入全球金融市场的程度越来越高。例如，1994—2012 年期间，美国投资组合持有的、由 27 个重点新兴市场经济体的实体发行的长期证券（股票与长期债券）占发行国 GDP 的份额大约增长了两倍（见表 1）。

金融一体化程度的提高使新兴市场经济体受益良多，既降低了其资金成本（意味着增加了投资机会），完善了风险分担与投资组合多样化，加快了技术转让，又有助于推广投资者保护与管理的最佳范例。

然而，金融一体化的深化也使诸多此等经济体付出了代价，即此等经济体受国际金融市场波动影响的程度加深，但各经济体受影响的程度差别很大。为制定政策以降低与全球一体化程度提高相伴而来的波动性，政府必须了解国家特征如何塑造全球金融市场影

响新兴市场经济体的方式。

为此，我们对源自全球金融中心的金融冲击不断扩大时国家透明度所起的作用进行了分析。我们发现，相对于在透明度各方面得分较差、透明度较低的新兴市场经济体，透明度更高的经济体，即提供的数据更多、更及时，公司披露标准更规范，政策预期度更强，治理力度更大的经济体，其对全球市场情形趋好与趋坏的反应均没有那么强烈。

国家透明度与资本流动

许多个体国家因素会影响金融危机在各国之间传播的速度与程度。诸如银行与共同基金的共同风险敞口等金融联动关系在共同冲击与金融危机的蔓延方面

新加坡的金融区。



起着至关重要的作用。此外，众所周知，金融一体化是跨国金融流动壁垒降低的结果，其在总体上也会促使金融冲击的国际性传播（Bekaert 等人，2011 年）。

然而，关于各国透明度能够起到多大的作用，这点并不是很明确，透明度是指投资者对于适当评估与投资某国相关风险与回报的信息的可获取性。我们经常听到的主张是，提高透明度在吸引投资与防止资本流动波动性方面均具有益处，其理由是，透明度越高，越能够促使金融市场有序、高效地运行。透明度能够减少诸如羊群效应（即投资者仅出于跟风作出投资决策），情绪驱动性投资资金波动以及投资者对新闻反应过度等情形的发生。全球金融危机促使人们重新关注不透明度在恶化金融危机方面所起到的作用。

然而，一般而言，提高透明度实际上可能会导致波动性增加，并且造成不稳定。例如，透明度可能会造成公开信息过多（因政府或市场参与者披露而获知的信息，此等信息潜在地排挤了更加精确的私人信息），

降低了信息效率并提高了波动性，在此等信息混乱（金融界的用语为存在“信息噪音”）或者与基本情形无关的情形下尤其如此。例如，及时发布初步（和不准确的）官方数据可能会导致市场参与者对此等新闻反应过度，并造成金融市场价格波动过大（Morris 和 Shin，2002 年）。提高透明度（通过降低信息成本与不对称的方式）将加快金融一体化进程，并增强市场间价格的同步波动（Carrieri、Chaieb 和 Errunza，2013 年）。

尽管有证据表明各国透明度能产生有益作用（Gelos 和 Wei，2005 年），但总体证据却模棱两可。此外，现有的实证研究主要关注危机期间金融冲击的传播问题。

我们通过研究债券与股票的价格表现，分析了国家层面的不透明度在经济周期期间是否会放大全球市场情形对本地的影响的问题。基础假设条件是，在全球金融环境良好的情形下，国际投资者更倾向于投资其不了解潜在风险分布的市场（即“模糊”市场），而在全球情形恶化时则更倾向于逃离此等市场。投资者的这种行为具有多种原因。在其他投资处于良好情形时，投资者更倾向于模糊性投资。另一种可能是在经济不景气时，基金经理在证明其投资组合合理性方面需面对更加严格的监管与更大的压力，并通过回避风险不易确定的资产以降低风险敞口的方式予以应对。因此，相比不景气时期，投资者在繁荣时期更倾向于持有透明度更低的资产。另一种情形是，模糊性可能使投资者更加难以分辨根本性冲击与纯粹的信息噪音冲击，促使投资者将金融中心的良性信号与模糊市场的良好基本面相互联系。

无论出于何种理由（且各种可能性不具备互斥性），市场越不透明，在金融市场情形良好时其繁荣程度会被放大，而不景气时其衰退程度也会被放大（见图）。

表1
买入

美国投资者所持有的新兴市场经济体发行的长期证券数量日益增长，以占发行国家GDP的比例衡量。
(百分比)

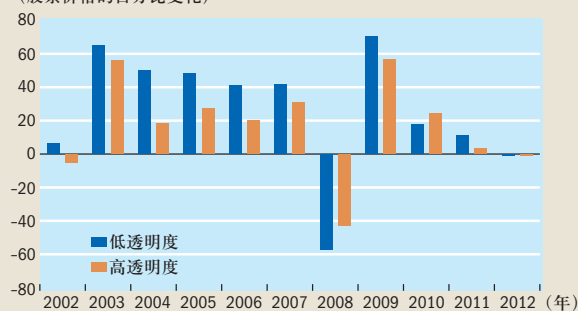
	1994年	2001年	2007年	2012年	变化 1994 - 2012年	平均TGP 2002 - 2012年
中国香港	13.38	18.92	57.34	49.86	36.48	5.71
中国台湾	0.21	6.76	20.66	18.66	18.45	5.17
南非	3.81	6.63	18.54	22.12	18.30	6.12
以色列	5.94	17.23	32.44	22.39	16.45	4.58
新加坡	9.88	25.03	38.33	24.99	15.11	4.80
韩国	1.64	6.83	13.26	15.23	13.60	3.97
土耳其	0.67	3.05	10.16	13.54	12.87	3.94
匈牙利	1.34	3.84	6.68	10.14	8.80	3.75
巴西	2.20	6.04	13.82	9.75	7.55	3.71
波兰	0.09	1.63	3.26	6.73	6.64	3.22
智利	4.84	8.22	7.41	10.22	5.38	4.97
菲律宾	3.89	5.26	9.69	8.65	4.77	3.71
哥伦比亚	0.68	2.81	3.26	5.38	4.70	4.15
秘鲁	1.03	3.10	4.05	5.56	4.53	3.70
印度尼西亚	1.22	1.15	4.25	5.13	3.91	3.51
印度	0.41	1.46	6.87	4.25	3.85	4.40
俄罗斯	0.01	3.33	6.23	3.33	3.32	3.14
埃及	0.00	0.62	8.14	1.68	1.68	3.73
捷克共和国	0.99	0.75	2.96	2.22	1.24	3.69
中国	0.37	0.23	2.78	1.60	1.22	4.32
泰国	3.67	1.38	2.60	4.60	0.93	4.29
墨西哥	12.22	7.84	10.58	12.73	0.51	3.89
巴基斯坦	0.44	0.25	1.23	0.51	0.08	3.38
约旦	0.63	1.09	0.65	0.63	0.01	4.22
摩洛哥	1.20	0.98	0.60	0.99	0.21	4.34
马来西亚	12.84	4.59	12.43	12.04	0.80	4.98
阿根廷	6.34	1.63	3.77	1.57	4.77	2.80
平均	3.33	5.21	11.18	10.17	6.84	4.75

资料来源：美国财政部，国际资本系统数据库；世界银行，《世界发展指标》数据库；CEIC亚洲数据库；EMED新兴EMEA数据库。
注：该表反映了美国投资组合对27个新兴市场经济体发行的股票与长期债券的持有情况。TGP指世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》中的政府决策透明度指数。可能的最高得分为7分。

起起伏伏

透明度最高国家的股票价格出现极端变化的情形通常低于透明度较低的国家。

(股票价格的百分比变化)



资料来源：MSCI新兴市场指数。

注：透明度基于世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》中的政府决策透明度指数。

评估透明度

评估国家透明度操作难度极大。首先，我们需要一些衡量标准，这些标准承认无法对不同事件的相似性进行精确界定。因此，我们很关注那些能够衡量所有相关信息可获得性的不透明度指数，投资者可借助这些信息评估与投资于既定国家相关的风险。其次，我们需要覆盖多个国家且往前追溯较长时间的指数。因此，我们很重视衡量腐败、治理、公司披露措施、会计标准以及政府政策与统计数据透明度等方面的指数。

为了量化全球金融冲击对新兴市场资产价格的影响，我们使用 VIX（一种评价投资者对未来 30 天股票市场波动性预测的工具）来衡量金融中心流动性情形与风险规避。在此过程中，我们将几种评价国家不透明度的衡量标准（包括公司披露程度与政府政策透明度以及对腐败的认知等更为广泛的不透明度衡量标准）作为控制变量。通过使用 1997—2011 年期间股票与债券市场的数据，我们发现相对于透明度更高的经济体，在透明度的不同方面得分较差的新兴市场对全球市场情形的反应更加强烈。

即使在我们开展了更广泛的风险、信用质量与流动性评价措施的情形下，结果依然如上所述，这具有重要意义（Brandão-Marques、Gelos 和 Melgar, 2013 年）。实际上，我们预计 VIX 每上升 10%（被认为是轻微负面冲击），政府政策最透明国家的主权债券息差（指一国购买该债券的利率与购买美国国债的利率之差）的涨幅比中间水平国家的涨幅大约低 0.4 个百分点。对比而言，透明度最低国家的涨幅比中间水平国家高 0.3 个百分点。根据摩根大通全球新兴市场债券指数（一种跟踪新兴市场经济体向国外买方发行的债务工具总收益的指数）的评估，透明度更高国家的“透明度收益率”约为息差平均周变化率的两倍。股权的透明度收

益率更高，达到摩根大通新兴市场指数（一种对全球约 1600 支股票绩效进行评估的指数）平均周变化率的 2.5 倍（见表 2）。这几乎是一国的国际投资组合规模增

新兴市场在应对全球市场波动性时并非束手无策。

加一倍后所增加的风险敞口的三倍。定性地看，不仅政府政策的透明度会产生此等结果，上述其他透明度衡量标准也会产生这样的结果。

政策挑战

我们的研究表明，新兴市场在应对全球市场波动性时并非束手无策。希望从金融全球化中获益的国家通过更加及时地提供更多数据、完善公司披露标准、增加政策的可预见性以及更常见的提高治理水平等方式来提高透明度，能够降低其不希望产生的负面影响。也就是说，为了降低资金流动的负面效应，提高透明度是各国政府在考虑采取其他措施之前可能优先考虑采取的有效工具。■

路易斯·布兰多-马奎斯（Luis Brandão-Marques）是 IMF 货币与资本市场部高级经济学家；加斯頓·杰罗斯（Gaston Gelos）是该部门的一位处长；娜塔莉·梅尔加（Natalia Melgar）是 IMF 驻乌拉圭常驻代表办公室经济学家。

参考文献：

Bekaert, Geert, Campbell R. Harvey, Christian T. Lundblad, and Stephan Siegel, 2011, “What Segments Equity Markets?” *Review of Financial Studies*, Vol. 24, No. 12, pp. 3841–90.

Brandão-Marques, Luís, Gaston Gelos, and Natalia Melgar, 2013, “Country Transparency and the Global Transmission of Financial Shocks,” *IMF Working Paper 13/156* (Washington: International Monetary Fund).

Carriero, Francesca, Ines Chaieb, and Vihang Errunza, 2013, “Do Implicit Barriers Matter for Globalization?” *Review of Financial Studies*, Vol. 26, No. 7, pp. 1694–739.

Gelos, Gaston R., and Shang-Jin Wei, 2005, “Transparency and International Portfolio Holdings,” *Journal of Finance*, Vol. 60, No. 6, pp. 2987–3020.

Morris, Stephen, and Hyun Song Shin, 2002, “Social Value of Public Information,” *American Economic Review*, Vol. 92, No. 5, pp. 1521–34.

表2

透明度至关重要

当投资者预计市场出现波动性时，透明度最低的新兴市场经济体的债券息差扩大，股票价格下降，而透明度更高的国家的表现则更好。（百分比，2002—2012年）

	透明度最低	透明度最高	透明度收益	平均周变化率
债券息差变化率	0.32	0.36	0.68	184
股票价格变化率	0.16	0.18	0.34	244

资料来源：EMBIG，债券息差周百分比变化；MSCI，股票价格周百分比变化。

注：该表记录了在 VIX 指数（衡量未来 30 天股票市场波动性预期的指数）增长 10% 的情形下，相对于假设的中等透明度国家，低透明度与高透明度国家债券息差与股票价格上涨的幅度。在 2002—2003 年至 2011—2012 年期间，世界经济论坛发布的《全球竞争力报告》中政府决策透明度指数所衡量的所有国家中，透明度最低国家在所有国家中排在后 10%，透明度最高国家则排在前十。