

SARS 对金融业的冲击路径及其影响初探

伍志文

(南开大学 经济学院, 天津 300071)

摘要:本文运用现代冲击理论,首先就 SARS 引起的金融冲击及其作用和传导机制进行了一般理论分析;然后从6个方面对 SARS 带来的金融冲击进行了初步估测。文章认为 SARS 实质上是一种高度不确定性的始于卫生领域的外部真实冲击,这种高度不确定性的外部真实冲击,随着时间的演变在一定程度上将加剧金融体系脆弱性,减缓金融业的发展速度。

关键词:SARS;金融冲击;金融脆弱性;信心指数

中图分类号:F830 **文献标识码:**A **文章编号:**1001-9952(2003)08-0058-06

一、SARS 流行与现代冲击理论

20世纪70年代以后,随着国际资本流动的自由化,持续不断的投机冲击导致了频繁金融动荡。尤其是1997年东南亚金融危机,它的爆发和恶化都与大规模的外部冲击有关。外部冲击的不断发生刺激了现代冲击理论的研究,使其成为现代经济学研究的前沿问题之一。关于金融冲击的研究可以追溯到巴拉勒(1964)和萨缪尔森(1964),他们较早地研究了汇率冲击等对经济金融的影响。萨特金、华莱士(1975)以及克鲁格曼(1979)将现代冲击理论逐渐系统化。本文借用现代冲击理论来分析 SARS 对中国金融业的影响。

金融冲击是指能够导致金融系统中某些重要金融变量与其正常轨迹偏离的变量影响,金融冲击对金融运行的影响就像一个正常运行的天体受到了异物的碰撞所形成的冲击导致天体运行轨迹发生改变一样,如1997年东南亚金融危机和最近的伊拉克战争等。金融系统内部和外部冲击导致金融运行中一些金融变量发生了明显变化,这些突然发生的变化导致金融体系偏离常态。SARS 实质是一种具有高度不确定性的、来自金融系统外部的真实冲击,其冲击力的大小主要取决于疫情持续的时间和直接或间接冲击渠道。SARS 流行与金融冲击的特征表现如下:

1. SARS 是一种严重急性呼吸道综合症,总的说来具有以下特点:(1)爆发性和突然性。(2)传染性或者扩散性。SARS 是一种公共卫生领域病毒,是一种具有很强的负外部性和公共性的外部冲击。(3)高度不确定性。目前关于 SARS 的载体、传染路径、病毒存活期等不清楚。(4)危害性强,影响范围广。SARS 是一种新病毒,只要有人的地方就可能受到潜在的危险和影响,冲击领域之广十分罕见。(5)隐蔽性强。SARS 具有一定潜伏期,初期病症不明显,疑似病例需要经过一段观察期才能确认。

2. SARS 带来的金融冲击的特征大体包括以下几个方面:(1)具有高度的不确定性。SARS 是一种具有高度不确定性和破坏性的突发事件,造成的金融冲击难以确定。(2)是否是一种暂时冲击,取决于疫情持续期。SARS 如果在几个月内能够得到有效控制,那么这只是一时冲击。(3)SARS 带来的冲击是一种单一冲击,冲击源来自于公共卫生领域。(4)SARS 是一种混

收稿日期:2003-06-17

作者简介:伍志文(1976-),男,湖南长沙人,南开大学经济学院博士生。

合冲击,具有放大机制,存在扩散效应,可能蔓延到经济金融领域等。(5)名义冲击和实际冲击并存。SARS 带来的冲击既影响金融体系中的名义变量又对金融系统中的实际变量产生冲击,如产出冲击、居民消费冲击等。(6)对预期和信息的冲击更为严重。SARS 带来信息和预期冲击,是一种比对物流和人流带来的直接冲击更为可怕和难以控制的间接的无形冲击,大众的思想传染造成的恐慌往往会产生破坏性的影响。(7)SARS 是一种整体冲击,几乎在同一时间内对金融系统中多数部门产生影响,全面冲击金融业。(8)SARS 是一种典型的外部性冲击。发生在金融系统外部,对金融系统具有一定的转移和渗透作用。(9)从冲击的性质和强度看,SARS 是一种严重的恶性冲击,对金融业将带来负面影响。总的说来,SARS 的高度不确定性和复杂性使得其带来的金融冲击效果也是高度不确定性的,很难科学地评估其效果。为了解 SARS 可能带来的金融冲击,我们就冲击的传导和作用机制进行分析,这对于认识 SARS 带来的金融冲击效果十分关键。

二、SARS 对金融业的冲击及其预测

1. SARS 对金融业的传导和作用机制分析

金融冲击首先作用于金融系统变量,其效果通过一定的传导机制在特征变量上体现出来,金融冲击对于金融系统变量的影响机理称为金融冲击的作用机理;由系统变量向特征变量的传导机理称为金融冲击的传导机制。金融冲击的传导机制一般包括:(1)金融冲击缓冲机制。它是指在金融冲击的传导过程中,金融系统所具有的缓解金融冲击作用的机制,使得金融冲击作用的时间延后,强度降低,例如保险、存款准备金制度和存款保险制度等,这些安全网对冲击具有缓冲作用。(2)金融冲击放大机制。它是指传导过程中某些因素使得金融冲击作用加强,如连锁反映、挤兑等导致的传统效应以及金融市场上的从众行为和投机。(3)金融冲击吸收机制。它是指在传导过程中某些因素能够降低金融冲击作用甚至使之消失,如库存现金、保值储蓄和保险合同等。(4)金融冲击的政策传导机制。它是指金融冲击传导过程中某些因素通过影响金融政策发生作用进而影响金融系统,这与金融政策的灵敏性、稳健性和有效性等有关。

金融冲击使得金融系统原有的运行状态受到影响,呈现均衡轨迹的偏离甚至背离,形成金融波动。从根本上说,金融波动的成因来自于金融系统受到的内部和外部冲击。SARS 冲击对金融系统的作用力是一个十分复杂的问题。关于 SARS 对金融系统的冲击路径总的说来有四大类,即人流、物流、资金流和信息流。SARS 透过这四个链条影响金融系统发展和稳定。(1)人流。人是经济金融活动的主体,由于 SARS 直接影响人的经济金融活动和心理预期等,进而直接影响金融系统的正常运行。SARS 将直接减少金融活动,这是 SARS 冲击人流产生的直接影响。(2)物流包括国际贸易和国内贸易渠道。物品如果被认为是传播 SARS 的载体,那么将可能导致贸易减少或增加交易成本。(3)资金流包括国际资本流动和国内资金流动渠道。当钞票很可能成为病毒载体时,就会影响人们持币和进行直接的金融交易,进而影响人们对金融体系的信心。(4)信息流。新闻媒体在现代经济中的作用十分明显。SARS 通过影响人的预期和心理而造成的思想传递所产生的金融恐慌,比其他有形的具体渠道的传染更可怕,更难以控制。由于不能有效识别 SARS 病毒携带者,导致 SARS 感染者与非感染者处于一种混同均衡状态,不能实行有效隔离,切断病源十分困难。由于信息不完全、不对称导致隔离的盲目性和甚至引起本不该发生的恐慌,从而影响正常经济金融活动,信息流引起的冲击不可低估。

2. SARS 作用于需求带来的金融冲击及其初步估测分析

凯恩斯主义冲击理论认为,经济波动的根本原因在于经济中的某种市场出现供给和需求的缺口,结果导致一些经济变量为此进行偏离均衡轨迹的调整,因此经济波动必定是由需求冲击或供给冲击造成的。需求冲击产生以后,经济的供给向需求调整,这是冲击传导的基本方向。

SARS作为一种原始冲击对中国经济的影响,主要是通过直接和间接机制造成需求冲击和供给冲击而影响经济系统,进一步诱发金融冲击影响金融系统。这时 SARS对金融系统是一种间接冲击,冲击的主要渠道有:

(1)SARS——消费冲击——影响金融系统。SARS对消费冲击最大也最直接,其程度取决于消费规模和消费占GDP的比例情况。理论上,在信息完全和完全预期情况下,消费的持久收入生命周期假说并不支持消费冲击导致经济波动,但是现实世界是信息不完全的,预期会发生突变,甚至会产生错误,因此,消费冲击对经济影响不可避免。此外如果冲击持久收入预期,则会导致消费路径的改变,这是形成经济波动的一种重要传导机制。从近期的调查中发现,由于SARS的影响,各零售商业的销售额均有明显下降。SARS造成居民消费支出水平下降和消费结构发生变化。根据海闻、赵忠、王健等测算,由于SARS的影响,今年国内外旅游业的直接损失就高达1400亿元,加上间接影响,对经济的影响总额为2100亿元。消费冲击对经济影响达1~2个百分点。假如天津由于SARS造成的消费冲击对经济总量的影响为1%的话,由于天津金融业占GDP的比重为3.49%,在70.6亿元的金融保险业总产值中,如不考虑其他因素则金融保险业损失为7070.74万元。如果疫情时间延长对房地产的冲击会凸现出来,而房地产冲击对银行贷款的影响十分重大,从而加剧了银行体系化解坏帐的压力,增加了银行体系的脆弱性,对银行来说无异于雪上加霜。

(2)SARS——投资冲击——影响金融系统。SARS蔓延恶化了投资环境,增加了投资的不确定性和风险,诱发投资冲击,其中最受人关注的是外商直接投资。上海市的最新统计数据表明,上海市2003年前4个月合同外资金额比去年同期增长51.3%,但4月份比去年同期仅增长27.8%,减少了23.5个百分点。浙江省4月份的招商引资签约工作实际上已经处于停滞状态。总体来看,SARS对投资的影响主要是对外商直接投资和城乡个人投资,估计SARS对今年投资的影响不会超过500亿元,对GDP的影响小于0.4个百分点左右(中国证券报,2003.5.15)。SARS在一定程度上改变了外商直接投资的预期收益,导致部分直接投资谈判推迟或实际引进外资减少,对短期利用FDI带来了较大的不利影响。但是长期来看,SARS不会影响到我国的长期投资水平和投资结构。因为自2002年以来,我国经济逐步摆脱需求不足的状况,开始进入新一轮快速增长的时期。据统计,自2002年第二季度以来,企业家信心指数、工业制造业信心指数、建筑业信心指数等都显示出直线上升的态势。2003年第一季度全社会固定资产投资增长27.8%,民间投资一季度完成投资1676亿元,同比增长18.7%,实际外商直接投资增长56.7%。因此,整个投资的增长情况反映了企业对社会经济发展的信心,只要这种信心没有受到经济发展内部需求的影响,投资的势头不会因为SARS而出现逆转。SARS对投资的冲击是一种短期冲击,其带来的金融冲击也是短期的,只要短期冲击带来的心理恐慌没有改变人们对经济金融发展的信心,就不会危及金融稳定。

(3)SARS——资本和货币冲击——影响金融系统。SARS将影响资金流动,改变资金流向和规模。SARS诱发的资本和货币冲击,会影响国际收支,可能出现资本项目逆差,进而影响货币供应量和宏观经济金融环境。我们利用1985~1996年之间的数据研究发现,国外净资产(Y)、外汇占款(E)、货币供应量(M₂)与汇率变化(R)和资本流入(C)成正相关关系,具体关系如下:

$$Y = -2650.0 + 5.27R + 9.43C \quad (1)$$

(-1.43) (0.92) (1.49) R² = 0.83

$$E = -2594.4 + 4.59R + 10.04C \quad (2)$$

(-1.40) (0.80) (1.58) R² = 0.83

$$M_2 = -10042.2 + 31.2R + 90.12C \quad (3)$$

(-1.34) (1.35) (3.51) R² = 0.95

由上述公式可以发现, 汇率变化通过对进出口的影响进而直接影响国外净资产; 而汇率变化对货币供应量的影响则是通过国外净资产和人民币外汇占款对货币供应量产生连锁效应的。资本流出直接导致国外资产和外汇占款的大幅下降, 从而对货币供应量产生很大影响。公式(3)说明资本流入与货币供应量之间存在密切的相关关系, 即资本流入每减少 1 亿美元将引致货币供应量 M_2 减少 90.12 亿元。由于 SARS 影响, 中国投资风险增加可能导致资本流出和流入减少, 这样会减少货币供应总量。外资流出对通货紧缩的压力主要来自以下两个方面: 一是利用外资减少使得国家外汇储备减少, 引起中央银行以人民币外汇占款形式投放的基础货币减少, 导致国内货币供给总量减少, 国内总需求减少, 通货紧缩压力加大。二是由于投资环境恶化, 外资进入减少, 导致配套资金供给减少。由于 SARS 冲击可能导致外汇占款的减少, 而减少货币供应总量, 进而加剧通货紧缩趋势, 恶化金融业运行环境。

(4)SARS——进出口冲击——影响金融系统。中国的现金流主要来自出口, 贸易是中国的生命线, 出口对于中国经济增长十分重要。SARS 会影响物流, 冲击出口, 进而影响经济发展。SARS 对国际贸易的影响主要表现在: 一是出口方面。SARS 对我国的动植物产品、食品的出口影响最大, 其他产品由于检疫、相关商务活动减少等因素, 出口也将有一定的下降。由于滞后的原因, SARS 对外贸出口的具体影响尚难以判断, 但 2003 年春季广交会的交易状况可以在一定程度上反映出 SARS 对出口的影响: 2003 年春季广交会一期的出口交易额 44 亿美元(包括网上交易 13 亿美元), 如果二期出口交易额仍为 44 亿美元, 两者合计 88 亿美元, 比上年 168 亿美元的交易额减少约 80 亿美元。由于时间滞后的原因, SARS 对外贸出口的影响将在第二、第三季度显现, 保守的估计, 除了广交会上显示的影响之外, SARS 对出口的其他影响应在 60 亿美元以上。如果考虑到部分在春季广交会和第二、第三季度未实现的出口交易推迟在第四季度实现, 则 SARS 对今年出口的实际影响约为 110 亿美元。二是进口方面。因国内需求减少、加工出口需求下降和商务洽谈活动减少, 进口也将受到一定的影响。因此, 短期内 SARS 对进出口总量和增长速度都有较大影响, 可能导致短期进出口融资业务放缓, 增速减慢。

(5)SARS——财政冲击——影响金融系统。SARS 作为一种突发事件, 一方面直接导致用于 SARS 预防、治疗和控制等的财政支出费用大幅增加, 仅 2003 年 4 月份, 财政支出就增长了 16.6%, 比一季度提高 5.7 个百分点; 另一方面导致财政收入来源减少, 财政收入增幅减慢。由于 SARS, 造成疫区企业营业税、所得税和关税减少等因素的影响, 2003 年 4 月份中国财政收入仅增长了 15.5%, 增幅比一季度猛降了 21.2 个百分点。进入 5 月份, 中国财政面临更多的减收增支因素, 全国范围内的税费减免将在 5 月份进入实施阶段, 这是影响二季度财政减收最主要的因素。二季度关税收入也将随着进口增长的减慢进一步减少。在增加支出方面, 中央和地方两级政府将不断追加支出, 对 SARS 时期受损严重的企业和地区, 财政还要适当给予补贴支出。这样二季度财政形势面临较大的支出压力。据初步预计, 二季度将出现 376.4 亿元的赤字, 赤字提早一个季度出现, 财政形势十分严峻(经济日报, 2003. 6. 19)。由此, SARS 一方面冲击中央财政, 另一方面冲击地方财政, 加剧了财政收支平衡压力。考虑到政府支出的外部性和赤字融资方式等问题, 财政冲击最终将反应在金融系统上来。一个直接的结果是 SARS 时期财政政策的强化和金融政策的弱化, 如果财政支出是逆经济周期的, 将不利于金融业发展和金融资源的优化配置, 不利于经济金融的稳定。

(6)SARS 直接冲击金融系统。这种冲击主要通过股票市场和保险市场表现出来。股票价格的变动是反映短期影响因素对现实经济影响的“晴雨表”, 它可以就人们对 SARS 可能带来的影响做出比较充分的反映。从短期来看, SARS 对刚刚恢复起来的证券投资信心有一定的打击, 以致出现股票价格的明显的下跌, 其持续时间的长短将随着疫情通报而波动。根据南开大学课题组的研究, SARS 带来的直接金融冲击造成金融增长速度减慢 0.03 个百分点, 保险业的增速

减缓0.14个百分点,金融保险业总的增长速度减慢0.17个百分点(这里没有考虑SARS对金融业的间接影响),一定程度上延缓金融保险业的发展速度。

上面我们对SARS带来的有形的直接和间接金融冲击进行了总结分析,但是对SARS带来的无形的信心冲击,由于很难估测往往为我们所忽视。信心是金融业的生命线,SARS冲击造成的信心动摇可能成为金融稳定的隐患。鉴于这一问题的重要性,我们对此展开初步分析。

3. SARS作用于经济金融活动主体预期所带来的信心冲击及其评估

根据冲击理论,预期冲击是对金融活动主体预期产生的冲击,冲击对象是预期变量。金融系统中的预期变量有很多,如通货膨胀预期、利率预期、汇率预期、资产价格预期等。信息冲击作用对象是金融系统的信息集。当出现信息冲击之后,金融系统的信息结构和内容发生了重大变化。现实中经常出现信息冲击,如信息变化、信息错觉和信息失真等都将对金融运行产生重要影响。在信息高度不完全和不对称的现代社会,信息流是比人流、物流和资金流更为重要的渠道。直接评估SARS对金融业信心的影响十分困难,鉴于此我们先看看SARS是否影响了经济学家对中国经济增长的信心,如果经济学家的信心受到了感染,那么作为现代经济核心的金融受到传染是不可避免的。现代经济是一种信用经济,更是一种信心经济,经济信心强弱是对一个国家经济增长前景好坏的最好反映,也是对一个国家经济金融竞争力的最好透视。SARS对人们的信心冲击一定程度上反应在经济学家对经济增长的预期上。因此,可以通过看看经济学家对经济的评估来透视SARS对大众信心的冲击程度。为此我们选取了中外约30个比较有代表性的经济学家和机构对中国未来经济增长的预测进行比较分析。

为了直观和便于比较,我们引进了一个信心指数。信心指数表示如下:我们以中国2002年经济增长率8%作为参照系,认为中国经济增长即使遭受SARS冲击以后,2003年经济增长仍然会保持甚至超过8%水平,则意味着对中国经济增长具有很强的信心,信心指数水平为100%,属于乐观派;如果认为中国2003年经济增长幅度下降在0.8%以内,即信心指数降幅为10%,属于轻度悲观;如果信心指数降幅在10%~30%之间,即经济增长降幅在0.8%~2.4%之间,属于中等悲观;如果信心指数降幅超过30%,即预测经济增长降幅大于2.4%,属于强度悲观。我们通过对近一段时间来国内外经济学家和机构对中国经济预测变化的分析(参见表1),发现9家为中等悲观者,2家为强度悲观,其余19家为轻度悲观。说明经济学界对中国经济增长的信心受到一定的影响,但是程度不严重,约2/3的人信心指数高于90%,对中国经济有较强的信心。就海外经济界而言,16家中有2家持乐观态度,比例为12.5%,其余的持比较悲观态度,悲观派中有9家受到轻度感染,占14家的64.28%;约有超过1/3的机构认为SARS对中国经济增长存在严重影响,出现了一定恐慌,信心受到了SARS的较强感染,但是没有极端悲观者。在中国经济学家中,14位经济学家中有5位比较乐观,比例为35.7%,比国外机构高出23.2%,说明中国经济学家比外国经济机构更加乐观;悲观派中有两位十分悲观,比例为22.22%;两位属于中等悲观,比例为22.22%,其余5位为轻度悲观,比例为55.56%。总的说来,经济学家的信心出现了一定动摇,尤其是外国经济界的信心冲击较大。信心是金融业的生命线,对经济增长信心的冲击最终必然反应到金融层面。信心动摇对金融业来说不是一个好的前兆,加上我们金融体系累积的问题很多,尤其是大量的坏帐令人担心,在面临外部冲击的情况下,由于金融体系本身存在的问题影响了金融体系的抗风险能力,在这种情况下可能进一步加剧金融体系脆弱性。

总的说来,SARS这种原始冲击通过直接和间接渠道对金融业造成全面冲击。一方面造成金融业增长速度放缓,金融业总产值下降;另一方面导致金融体系坏帐增加,金融体系稳健性程度下降。对SARS带来的金融冲击决不可掉以轻心,必须采取措施努力消除SARS冲击带来的金融后遗症。

表 1 SARS 时期中外经济学家和机构对中国经济增长预测情况

外国机构	预测经济增长率%	影响度%	中国经济学界	影响度%	预测经济增长率%
1. 摩根士丹利	6.5	1.5	17. 胡鞍钢	0.3~1	8~9
2. 花旗	6.7	1.3	18. 张仲梁	杀伤力远高于亚洲金融危机	<8
3. IMF	7.5	0.5	19. 林跃勤	0.5~1	
4. 标普	7.5~7.9	0.1~0.5	20. 张立群	不足形成主导性影响	
5. 中银	7~7.5	0.5~1.0	21. 盛洪	1	>8
6.《华尔街日报》和《远东经济评论》	>8	中国经济未失光泽 SARS 危机不久将逝	22. 徐滇庆	可能对国民经济造成不可逆转的不利影响	<8
7.《金融时报》	>8	挡不住中国经济发展步伐	23. 赵晓	1	>8
8. 亚开行	7.3	0.7	24. 宋国祥和周克瑜	或许影响不会太大	
9.《新闻周刊》	<8	威力不亚于亚洲金融危机	25. 钟伟	对 2003 中国经济基本大势影响几乎可忽略至多 0.2~0.3	>8
10. 世界银行	7.8	0.2	26. 马俊	1~2	>8
11. 高盛	7.5	0.5	27. 徐宏源	0.5	7.5
12. 渣打银行	7.4	0.4	28. 高辉清	>1	<7
13. 摩根大通银行*	2.0	6.0	29. 宋国青	1~2	6~7
14. 美林证券	至 7.5	0.1	30. 海闻		
15. 所罗门美邦		0.3			
16. 国际大投行	1~2	6~7			

注:1. * 是指第二季度剧降为 2%;

2. 中国经济学家大多是依据超过 6 个月才控制住 SARS 来评估的;

3. 2003 年 4 月以前,相关银行的评估都是说问题不是很大,大概对中国经济的影响是 0.1%~0.3%。

资料来源:通过多个网站收集的大量相关资料整理而来。参阅了众多经济金融界学者的研究成果,在此未能一一列举,谨致谢意。

参考文献:

- [1]刘金全. 现代宏观经济冲击理论[M]. 长春:吉林大学出版社,1999年.
 [2]刘金全. 宏观经济冲击的作用机制与传导机制研究[J]. 经济学动态,2002,(4).
 [3]海闻、赵忠、王健等.“非典”流行对北京市及全国经济影响的初步分析[DL]. www.ccer.edu.cn.
 [4]叶伟强. 这场疫情将持续多久? 析 SARS 如何影响经济[DL]. 人民网 2003-04-21.
 [5]南开大学非典对中国经济影响课题组. 非典对中国经济影响与对策报告[R]. 南开大学,2003.

An Elementary Analysis on the Shock Route of SARS on Finance and Its Effects

WU Zhi-wen

(College of Economics, Nankai University, Tianjin 300071, China)

Abstract: The paper first makes an elementary theoretical analysis on the shock of SARS on finance and its transmission mechanism by using the modern shock theory; then it makes a primary estimate of the shock of SARS on financial industry from six different aspects. It holds that SARS is in fact originated from the sanitary realm as a kind of extremely uncertain exterior shock which will, to some degree, exacerbate financial fragility and slow down the development of financial industry in China.

Key words: SARS; financial shock; financial fragility; confidence index