

政府赤字与金融危机之间的关系

——试析阿根廷金融危机

盛宏清

主要观点 持久性政府赤字一方面使阿根廷内外债债台高筑,另一方面也增加了国内吸收,使经常项目持续恶化。当人们预期看跌而拒绝持有政府债券、外资不再流入时,弥补政府赤字只能通过消耗国际储备这一途径。随之发生银行体系流动性不足,通货紧缩,抛比索抢购外汇资产使货币局制度崩溃,挤提风潮摧毁了脆弱的银行体系,从而引发金融危机。稳健的政府支出、协调的宏观政策和良好的金融体系是避免金融危机的条件。

关键词 政府赤字 货币局制度 国际储备

作者 中共中央党校世界经济专业硕士研究生。(北京 100091)

一 引言

在封闭经济中,持久性的政府赤字由中央银行购买后,整个国民经济会产生恶性通货膨胀,从而扭曲价格机制和借贷关系(中央银行购买政府赤字的方式主要有3种:或直接向政府透支,或公开市场操作购买居民和企业所持的政府债券,或再贴现商业银行所持的政府债券)。当整个银行系统的呆滞账款(不良贷款)积累到一定比重时,整个金融体系就会运转不灵,从而引发金融危机。而在经济全球化、金融自由化和资本自由流动的背景下,政府赤字引致金融危机的机制发生了根本性的变化。研究政府赤字与金融危机的关系必须考虑一个国家特定的中央银行体制和所采取的汇率制度。本文将以阿根廷为例研究开放条件下政府赤字与金融危机的机理,以归纳出一些有益的启示。

第二次世界大战后,阿根廷经济发展一直受到高通胀的煎熬。为了治愈这个经济顽疾,使经济走上稳健的发展轨道,1991年4月阿根廷经济部长、著名新自由主义经济学家卡瓦略提出了《自由兑换法》并获议会通过。该法案的主要内容:一是

比索与美元的汇率固定为1:1,基础货币发行以外汇储备为准备金,即中央银行的基础货币发行量等于外汇存量;二是资本自由流动,本币和外币资产自由替代;三是禁止中央银行用增加货币供给的方法为公共赤字融资,只有当外汇储备增加时才允许按1:1的比例增发基础货币。这样,阿根廷就建立起了货币局制度。

货币局制度是阿根廷金融体系的核心,它的稳健运行需要有良好的宏观经济基本面和协调的宏观经济政策。而政府收支状况是最重要的宏观经济基本面之一。如果政府赤字是持久性的,则只有靠内债和外债来弥补,这会降低国家的公信力,使政府融资逐渐成为不可能;如果政府赤字是持久性的,就会增加经常项目赤字,消耗外汇储备。下面笔者将主要分析持久性的政府赤字引致货币局制度崩溃进而引发金融危机的机制。

二 持久性政府赤字引致金融危机的理论分析

当政府预算出现赤字时,财政部就靠发行债券筹集货币来支付政府的账单。财政债券的购买者主要有外国人(公共部门或私人部门)、国内个

人和企业、商业银行和中央银行。

政府的预算约束可用下面的公式表示:

$$D_g - D_{-1g} = P(G + I_g - T) + D_{-1g} \quad [1]$$

等式左边 ($D_g - D_{-1g}$) 是当前与前一时期之间政府债务的变化量, 右边是政府的消费 ($P(G)$)、投资 ($P(I_g)$)、利息支付 (D_{-1g}) 之和减去政府名义收入 ($P(T)$) (P 为价格水平)。政府债务的增加有两个组成部分: 财政部对公众债务的增加 ($DP_g - DP_{-1g}$) 和中央银行拥有的债务存量的增加 ($DC_g - DC_{-1g}$)。因此, 中央银行持有债务的变化等于总债务变动量减去公众持有债务的变动量:

$$DC_g - DC_{-1g} = (D_g - D_{-1g}) - (DP_g - DP_{-1g}) \quad [2]$$

中央银行高能货币存量变动的等式为:

$$(M_h - M_{h-1}) = DC_g - DC_{-1g} + E(Bc_3 - Bc_{-13}) + (L_c - L_{c-1}) \quad [3]$$

高能货币存量的任何变动 ($M_h - M_{h-1}$) 都是以下一种或几种原因影响的结果: 中央银行持有的政府债券变动量 ($DC_g - DC_{-1g}$), 外汇储备存量的变动量 ($Bc_3 - Bc_{-13}$) [E 是汇率, $E(Bc_3 - Bc_{-13})$ 为用本币表示的外汇储备存量的变动量] 和经过贴现窗口给商业银行的净贷款的变化量 ($L_c - L_{c-1}$)。把公式 [2] 代入公式 [3] 得出:

$$D_g - D_{-1g} = (M_h - M_{h-1}) + (DP_g - DP_{-1g}) - E(Bc_3 - Bc_{-13}) - (L_c - L_{c-1})$$

若忽略贴现窗口, 即 $L_c - L_{c-1} = 0$

$$\text{则 } D_g - D_{-1g} = (M_h - M_{h-1}) + (DP_g - DP_{-1g}) - E(Bc_3 - Bc_{-13}) \quad [4]$$

公式 [4] 表明, 预算赤字 $D_g - D_{-1g}$ 有如下几种融资方式: 一是增加高能货币, 二是增加公众的国债持有量, 三是消耗央行的外汇储备 ($Bc_3 - Bc_{-13}$)。把公式 [1] 同公式 [4] 结合起来, 即为政府支出减去税收后的赤字融资方式:

$$P(G + I_g - T) + D_{-1g} = (DP_g - DP_{-1g}) + (M_h - M_{h-1}) - E(Bc_3 - Bc_{-13})$$

在许多国家, 财政部对央行持有的债券支付利息, 但央行又将此利息转拨给财政部, 即财政部仅对公众持有的债券支付利息, 对央行持有的债券不支付利息。另外, 央行把它的外汇储备得到的利息转给财政部, 从而使财政部的收益中增加了

$E(i_3 \cdot Bc_{-13})$ 的量 (i_3 表示国外利率)。这样, 可以得出一个综合的公共部门的预算约束公式:

$$(DP_g - DP_{-1g}) + (M_h - M_{h-1}) - E(Bc_3 - Bc_{-13}) = P(G + I_g - T) + DP_{-1g} - E(i_3 \cdot Bc_{-13}) \quad [5]$$

公式 [5] 的右边是政府赤字, 而左边是赤字去向。在开放条件下, 政府赤字的不同去向引致金融危机的机制是不同的。

在货币局制度下, 中央银行没有权力直接以发行货币为政府赤字融资, 央行发行高能货币只能以外汇储备为准, 因此, $M_h - M_{h-1} = 0$ 。这样, 政府赤字去向只能通过如下途径: 公众增加国债持有量, 或借外债, 或消耗中央银行的外汇储备。持久性的政府赤字是通过两条途径引致金融危机的: 一是政府赤字导致内债不断积累, 国家的清偿能力受到怀疑, 市场预期看跌, 居民和企业抛售国内资产抢购外币资产的行为和动机日增, 这会不断消耗外汇储备。外汇资产的逐渐消耗, 一方面会导致市场投机者对固定汇率发动投机攻击, 从而引致固定汇率制度崩溃, 另一方面会导致货币紧缩 (因为货币局体制下货币发行以外汇储备为基础, 中央银行不能再贴现商业银行所持的国债), 流动性降低, 致使整个银行兑付体系濒临崩溃。二是持久性政府赤字使国内吸收增加, 经常项目会出现累积性逆差。如果资本流入比较充裕, 则整个国际收支尚可维持平衡; 如果市场预期看跌, 则资本不仅不流入, 反而大规模外逃, 这会急剧消耗外汇资产, 致使固定汇率制度崩溃, 从而引发金融危机。

三 持久性政府赤字引致金融危机的实证分析

自 1991 年实行《自由兑换法》以来, 阿根廷的政府融资一直处于赤字状态 (表 1)。

阿根廷在实行货币局制度的 11 年中, 一直实行赤字扩张政策, 且赤字规模呈现出不断扩大的趋势: 1991~ 1995 年控制在 1% 以下, 1996~ 1998 年为 2% 左右, 1999 年以后不断攀升, 在 4% 左右。持久性的赤字到哪里去了呢? 由表 1 的第 2 行和第 3 行可以看出, 货币当局对中央政府和商业银行的债权呈收缩的态势。货币当局对商业银行的融资在 1991~ 1995 年收缩 240 亿美元左右, 从 1996 年到现在收缩 20 亿美元左右。这说明, 持

久性赤字的消化渠道是外债、内债和消耗外汇储备。1991~1999年外汇储备基本保持增加的趋势,1999年外汇储备存量为261.1亿美元。而从2000年开始外汇储备开始消耗,2000年比上年损失6.5%。表2列举了2001年和2002年外汇储备的损耗量。仅2001年就消耗外汇储备120.83

亿美元,2002年第1季度外汇储备损失21.33亿美元,占其外汇储备的58%。

政府赤字的第二个消化渠道是内外举债,表3列举了阿根廷的外债情况,表4列举了近期政府债券和公共部门债务情况。

表1 阿根廷宏观经济数据

年份(季度)	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002 第二季度
政府赤字/GDP(%)	0.5	0.03	0.67	0.73	0.55	1.92	1.49	1.39	2.9	2.4	3.8	2.3
三栏	104	214.8	23.3	226.9	1.7	23.3	24.3	28.9	211.4	17.6	n	n
四栏	23.4	30.7	24	21	7.6	291.3	215	17.6	4.8	211	73.6	n
外汇储备(亿美元)	58.1	96.2	133.4	137.6	137.5	177.1	221.5	244.9	261.1	244.1	n	n
外储变动率(亿美元)	n	65.4	38.7	3.2	20.1	28.8	25.1	10.5	6.6	26.5	n	n
经常账户赤字(亿美元)	6.5	55.2	80.3	111.6	52.1	68.8	123.4	146.3	120.4	89.7	44.3	n
GDP增长(%)	8	8.1	5.3	5.6	22.9	5.5	8.6	4.4	24.1	20.8	24.4	213.6
外债(亿美元)	n	n	n	n	n	n	1093.6	1419.3	1452.9	1463.5	1403.0	1329.2
通胀率(%)	42.5	16.7	9	3.8	3.3	0.2	0.5	0.9	21.8	20.7	21.5	38.5

资料来源于 MF: International Financial Statistics; 三栏是货币当局对中央政府债权变动率(%); 四栏是货币当局对商业银行债权变动率(%); n 表示暂缺数据。

表2 国际储备变动情况

年份(季度)	2001(1)	2001(2)	2001(3)	2001(4)	2002(1)	1999	2000	2001
百万美元	23877	21483	289	26556	22133	1201	2439	212083

资料来源于 Argentine Economic Report: The Argentine Economy during the First Quarter 2002 and Recent Evolution, p. 13

表3 阿根廷外债情况

年份	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000
总外债/GDP	27.7	29.6	38.9	41.7	44.7	48.6	53.7	2
总外债/出口	339.0	327.2	335.3	337.9	352.0	379.0	435.7	2
利息/GNP	1.4	1.5	2.1	2.3	2.6	3.1	3.7	4.2
利息/出口	17.2	16.8	8.2	18.8	21.1	23.9	30.3	31

资料来源于 The World Bank: Global Development Finance, Country Tables, 2000, 2001, 2002; 均为百分数。

表4 阿根廷政府债券和总债务情况(单位: 百万比索)

年份	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2001	2001	2001	2002 (季度)
政府债券	68841	74054	78212	85804	93079	90304	94641	95788	55057	48079
用本币发行	8168	9500	7800	6390	4410	3241	2285	2269	1505	4964
用外币发行	60673	64554	70411	79414	88668	87063	92356	93519	53552	43114
总债务	2	2	112357	122920	128018	127401	132143	141252	144453	112616

资料来源于 Argentine Economic Report: The Argentine Economy during the Second Quarter of 2001; 2002年为估计数。

由上面的统计可以明显地看出: (1) 阿根廷的外债指数处于不断的恶化中, 到 1999 年仅付息一项就占出口总额的 163; (2) 阿根廷的总债务是不断膨胀的; (3) 在政府债券中, 以本币发行的债券越来越少, 从 1996 年的 81.68 亿比索减至 2001 年第 4 季度的 15.05 亿比索, 而以外币发行的债券不断增加, 从 1996 年的 606.73 亿比索增至 2001 年第 3 季度的 935.19 亿比索。以外币发行的债券与以本币发行的债券的比重从 1996 年的 7.4 倍猛增到 2001 年第 3 季度的 40.9 倍。这说明政府的公信力下降。到 2001 年第 4 季度, 以外币发行的债券比第 3 季度下降 42.7%, 2002 年第 1 季度又比 2001 年 4 季度下降 19.5%。这说明, 政府从国际金融市场上的融资能力剧降。

持久性的政府赤字不仅使内外债债台高筑, 也是产生长期性经常项目赤字的根源(如表 1)。当市场主体预期到持有国内资产的风险越来越大并接近一个临界点时, 人们就纷纷抛售国内资产而抢购外汇资产, 表 2 显示, 仅 2001 年外汇储备损耗过半, 2002 年第 1 季度外汇损失占剩余储备的 17%。面对如此大的外汇储备损耗, 阿根廷政府再也无力干预, 于是于 2002 年 1 月 6 日宣布放弃固定汇率制度, 实行浮动汇率制度。比索兑美元由 1:1 贬值为 1 美元兑 1.4 比索, 到 3 月份达 1 美元兑 4 比索。货币局制度崩溃加剧了人们的挤兑风潮, 到 5 月份, 政府被迫宣布停止一切银行业务和兑付业务, 整个金融体系陷入混乱。随后, 金融危机、经济危机、政治危机和社会危机相互交织。

四 金融危机的机理及启示

从上面的理论分析和实证分析可以看出, 阿根廷持久性政府赤字引致金融危机的机理如上图所示。

从中我们可以归纳出几点有益的启示: 一是在采用固定汇率制度的开放经济体中, 实行财政扩张政策的前提条件是外资持续流入。否则, 外汇储备将持续消耗, 直至摧毁固定汇率制度。二是良好的宏观经济基本面和协调宏观经济政策是汇率稳定的基石。在阿根廷, 持久性的政府赤字是导致高外债、经常项目赤字剧增的罪魁祸首, 它使国际收支恶化, 国家公信力下降。由“不可调和的蒙代尔三角”模型可知: 在货币局制度下, 持久性赤字是摧毁固定汇率制度的重炮。三是要有稳健的金融体系, 加强金融监管, 防止挤提本币和挤兑外币的风潮发生。 (责任编辑 一编)