

90年代世界三大金融危机比较研究

江 涌 ● 430072, 武汉 武汉大学世界经济系

一、三次危机简介

第一次是1992年9月的欧洲货币危机,又称“9月危机”。是年9月,在欧洲外汇市场出现了大量抛售英镑和里拉、抢购马克的风潮,一时间,英镑和里拉对马克的汇价急剧下挫,在官方干预无效的情况下,英镑和里拉先后退出欧洲货币机制,实行自由浮动。西班牙的比塞塔、葡萄牙的埃斯库多以及爱尔兰也受到重创。在这场危机中,英国、意大利、法国、西班牙以及瑞士等国的中央银行向外汇市场投入了近1000亿美元的资金,损失约60亿美元。欧洲货币体系因此面临自建立13年来最严重的一场危机,它迫使欧洲货币体系在短时间内两度调整汇率,这就给欧洲货币体系乃至经济与货币联盟蒙上一层阴影。

第二次是1994岁末1995年初的墨西哥金融危机。1994年12月19日墨西哥财政部长突然宣布本国货币比索贬值15%。次日,政府又宣布中央银行不再干预外汇市场,比索与美元汇率实行自由浮动。霎时间,引起社会极大的恐慌,金融市场出现混乱进而导致动荡,人们纷纷抢购美元,比索汇率急剧下降,股市狂跌,外资纷纷逃离,国际储备大量流失,国内物价大幅度上涨,居民生活深受影响,众多企业因融资困难而面临倒闭。这场危机不仅给墨西哥经济造成了严重的后果,而且给国际金融市场产生了不少的冲击。

第三次是去年7月掀起的东南亚金融危机。危机从7月2泰国金融当局宣布泰铢实行浮动汇率后,泰国铢、菲律宾比索、马来西亚林吉特、印尼盾、甚至连新加坡元等货币一路下滑,与美元的比价纷纷创出近年来的最低点。与此同时,在该地区的外资纷纷抽逃,本地区和资本跟着外逃,从曼谷到新加坡、到雅加达、从马尼拉到香港、到台北,股市一泻千里,股民惶恐不安,众多的银行和其它金融机构关门歇业。由泰国货币危机荡出“金融涟漪”迅速发展成席卷几乎整个地区的“金融风潮”。整个国际金融领域第一次强烈感受到来自一个发展中国家的强大“冲击波”。

二、危机爆发的原因

(一)是当今不公正、不合理、不稳定的国际货币制度使然

世界政治经济格局的不公正决定了国际货币制度的不公正。发达国家,特别是发达的经济大国,凭借自身的综合优势,从自身利益而且是最大利益出发,来选择不同的利率和汇率制度;而广大发展中国家始终处于被动、无权、受侵害的地位,它们只从受损最小的角度来确定汇率安排。牙买加体制确立的浮动汇率制的安排,理论上仍然没有解决“特里芬难题”;而从实践来看,浮动汇率安排已明显呈现出它的不合理性,其中表现之一是:造成资本流动的无序性,不利于国际经济的交流与合作,使得国家金融市场游资充斥,投机盛行,汇率易变不居,金融市场动荡不定。九十年代的三次危机正是在这种不公正、不合理、不稳定的国际货币制度之下,首先爆发了货币危机。三次危机都可看作是金融大国内在不稳定输出的结果。通过不公正、不

合理、不稳定的国际货币制度——浮动汇率制,以及一体化的国际经济,发达国家特别是金融大国很容易将内在的不稳定加以溢出,引发国际金融市场的动荡,由此而产生的后果便由世界(但主要是发展中国家)承担。

欧洲货币危机前夕,当时美国布什总统迫切需要本国经济出现好转,以便扭转其在总统竞选中的不利处境,因此一直督促金融当局不断降低利率,刺激经济复苏;而德国的科尔政府则由于德国统一后开支巨大,预算赤字空前严重,急需以提高利率来遏制通货膨胀。这样整个国际金融市场处于不稳定的状态之中。由于资本市场的高度统一,德国的利率政策大大地制约了欧共体其他国家为摆脱经济停滞、降低失业率而调低利率的努力。实际上,为维护汇率的稳定,在德国利率上扬的情况下,欧共体其他国家大幅度降低利率是不可能的。

1994年美国经济增长强劲,为抑制通货膨胀,联邦储备局连续四次提高利率,致使在墨西哥的外资大量抽逃,数月之内就有180亿美元的资金外流。这种情况下,墨政府不得不动用国际储备来弥补亏空,如此使得外汇储备剧减,到1994年12月1日新总统就职时,国家只有60亿美元的外汇储备,无法维护本国经济的正常运转。

(二)是经济发展本身存有严重的问题

一国经济结构是否合理直接影响到经济发展的健康程度,持续快速的经济增长需要合理的经济结构体作为基础。欧共体在“9月危机”之前就已陷入了严重的经济停滞,复苏乏力,经济结构特别是产业结构面临调整,即转移劳动密集型产业,大力发展高新技术产业,这一问题在英、意等国更为突出。

墨西哥在经济发展过程中,没有充分注意宏观经济结构综合平衡,致使第一产业投资处于负增长,农业发展迟滞,主要依靠传统生产方式,粮食供不应求,长期倚赖进口;第二产业投资不到位,基础工业发展缓慢,发展较快的主要是外国公司控制的原料加工之类的“客户工业”;第三产业依靠外资发展迅速,但是与国内的第一、二产业缺乏有机联系。

东南亚国家自70年代以来普遍力主促进出口,发展外向型经济,对外贸易成为该地区经济增长的强有力的“发动机”。泰国的对外贸易额与国内生产总值之比1986年为42.2%,而1996年高达85%。但是,近年来该地区的出口主导产品如服装、电子等轻工产品,受到中国内地和香港的激烈竞争,而重工产品则受到前苏联和韩国的有力挑战,导致该地区出口衰退,外贸对经济增长的作用大大降低。在泰国,长期的经济增长导致对劳动需求的不断增加,推动劳动力价格不断上涨,使得工资的上升超出了劳动生产率的提高,如此抬高了生产成本,削弱了出口商品的竞争力。

(三)是人们对未来产生不确定的预期,对经济的发展抱有疑虑

欧洲货币危机的直接原因是法国公民在投票表决《马斯特里赫特条约》之前的辩论,该辩论加重了西欧人对《马约》的疑虑。反对《马约》者攻击该条约损害了国家主权和利益,赞成者则过分渲染了否决《马约》的可怕前景,结果使人们对欧洲联盟的前景更加感到迷茫,对货币一体化失去信心,导致了金融市场上投机活动猖獗,货币危机突发。

在墨西哥由于政治体制不完善,经济政策随政权的移手、政要的变更而多变,政出多门,社会问题严重,政局不稳。新总统上任伊始,人们就预料将有一次“习惯性”(大约与更换一届总统时间相仿)危机到来,加上国际金融市场利率上扬,墨比索高估,外贸逆差居高不下,各种问题成堆,因而一场危机不可避免。在这一点上,泰国的情形与墨西哥有惊人的相似。

(四)是僵硬的货币体制与币值高估

欧洲货币体制主要是通过控制资本流动、不断变动中心汇率以及允许成员国调整利率来

加以维持,但是对于货币投机活动,一直缺乏应对措施。统一大市场的逐步实施,货币一体化的日益深入,资本控制趋于减小乃至完全消失。由于汇率缺乏弹性,因此在遇到内外压力时,可以运用的只有利率手段。而经济停滞、失业严重大大约束了利率杠杆作用的发挥。为抑制通货膨胀,或出于增加出口虑计等,墨西哥比索和泰国铢长期钉住美元,没有依据国内经济状况和国际收支的变化及时作出调整。

汇率过高,本币高估,不仅影响一国出口产品竞争力,增加国际收支失衡,而且一种货币定值越高,投机者越发有利可图,便越想乘机发起攻击。在僵硬的货币体制之下,弱币如英镑、里拉始终呈高估之势。依据购买力平价作出的估算,1994年底前的墨西哥比索高估达30%,至于泰国铢、菲律宾比索、马来西亚林吉特、印尼盾等本来未曾高估,但它们一直紧钉住美元,美元升值,使这些国家的货币一同升值,因而也就成了国际投机者的袭击对象。

(五)是市场投机猖獗

随着信息技术以及经济一体化和资本国际化的迅猛发展,在不稳定的国际货币制度之下,诸多国家,特别是金融市场趋向开放的发展中国家,容易成为国际游资投机活动的新场所。

综观九十年代三大金融危机,都是由外汇市场的动荡直接引发,是国际投机家们恶性投机的结果。自布雷顿体系崩溃以来,国际外汇市场的主要货币的汇率实行自由浮动,这种汇率制度安排对一国推行自主的国内经济政策提供了一定程度的稳定性保证。但是,汇率的动荡制约了国际贸易和国际投资的顺利发展,巨额的国际套汇、套利“热钱”四处游荡,虎视各国的政策失误和金融缝隙,对金融市场开放或正趋向开放的国家造成持续而长久的威胁。

(六)是世界经济一体化、资本国际化使得在一国出现金融危机时容易产生“多米诺骨牌”效应

由于世界经济一体化、生产地区专业化以及贸易的地区发展,使得该地区不仅在产业结构上相近或相似,而且会形成相近或相似的投资环境,这样地区国家间的正相关大增——一荣俱荣,一损俱损。一国产生金融动荡,很快形成席卷整个地区的金融风暴。

九十年代三大危机,欧洲货币危机,特别是泰国金融危机都明显产生了“多米诺骨牌”效应。但是墨西哥金融危机类似效应受到了较大抑制,原因主要在于墨西哥“捆绑”于北美自由贸易区,与区内美国和加拿大经济的正相关性很小,而互补性却非常高,而且美加经济庞大,因此对墨西哥金融危机产生很好的“制动”作用。尽管如此,墨西哥金融危机仍然对包括美国在内的整个美洲经济产生了相当的冲击。

(七)是不稳的政局所导致

政治是经济的集中表现,政治及其政策的变动和调整对经济稳定和健康发展产生深远的影响,政治稳定可以为经济的健康发展提供保证,而政局动荡会严重影响一国的社会经济发展。进入九十年代以来,由于诸多社会及经济问题并发,西欧不少国家的执政党出现信任危机,有的甚至因此而政权易手。如意大利政府就曾屡屡组阁,造成国内政局的不稳从而影响到经济的稳定。1994年底的墨西哥金融危机与该国内部腐败及萨利纳斯政府的内外政策等一系列后果紧密相关。泰国金融危机暴发之前,许多引发危机的经济问题已经暴露,但是由于该国政府更迭频繁,缺乏一个稳定政府以针对已暴露出的问题进行一系列经济改革,结果一再贻误时机。

(八)是其它社会原因

进入九十年代以来,由于经济增长迟滞,复苏乏力,欧洲失业问题日趋严重(不少国家的失业率达到两位数),种族主义和排外主义抬头,由此而引发的暴力行动不断,进而引起政局的动

荡。如1992年的法国,国内矛盾激化,社会动荡,各阶层对现状的不满情绪日益增长,从春夏到秋冬,全国罢工和示威活动此起彼伏,反动派乘机发难,政府困难重重。在墨泰两国,地区发展极不平衡,贫富两极分化加剧,这不仅使两国政局不稳,而且由此使政府的经济政策的制定和有效施行受到严重结束。

三、危机的后果

危机的后果与危机爆发的原因直接有关,除此之外,与危机爆发前积蓄的能量大小、危机的广度与深度,以及消除危机所采取的对策的力度紧密相关。三次危机虽然都是由货币危机引发,但是产生了不同的后果。“9月危机”仅仅是一场货币危机,而墨西哥和东南亚却由货币危机发展为金融危机,并由此而导致经济危机。

1992年的欧洲货币危机虽然生成于当今世界一大经济中心,而且在这一中心内波及较多国家,但由于该中心经济基础雄厚,经济一体化及自由化程度高,经济政策稳健,政府介入市场能力强,特别是该地区存在强有力的“法德轴心”,尤其是金融大国——德国这一核心稳如磐石,因此,这次危机仅被限制于货币危机。整个国际金融市场只是在西欧这一块荡出了数个“金融涟漪”。

墨西哥金融危机是由比索“高估——贬值”引起。由证券市场掀起的金融泡沫掩盖了经济基础——产业结构的不合理,另外,在所利用的外资中短期间接投资比重过高,经常项目逆差过大,国际收支与财政收支赤字严重等诸多问题,因此货币危机很快恶化为金融危机。所幸的是,墨西哥在北美自由贸易区内,有美国作依靠,迅速而及时的多达400亿美元的支持使得由墨荡出的“金融涟漪”得以有效遏制,在掀起一阵“金融风潮”之后,很快便趋于平息。因此,墨西哥比索虽受重创,但整个经济并未损伤元气,也正因如此,墨西哥才得以迅速走出危机阴影,迎来新一轮繁荣曙光。

这次由泰国引发的东南亚金融危机,情形与前二者有很大的不同。泰国的危机同样是由泰铢“高估——贬值”直接引发的,但是随之而来的不只是货币危机,而且是遍及整个资金流通领域的金融危机,而事态的发展已清楚显示:泰国由此而陷入了一场经济危机。由于产业结构、贸易与投资结构相近,使得该地区的经济风险呈正相关分布,由泰国而始的危机,很快席卷了几乎整个东南亚。与前两者明显不同的是,本地区虽不乏有关贸易、投资及经济互助协定,但缺乏的是经济稳定核心——金融大国的支持,因此风暴袭来,多是从本国利益出发,或迟或早使本国货币走向浮动,开始了螺旋式竞争性贬值,如此,“金融涟漪”很快发展成“金融风潮”。

本地区既不乏经济大国,也不乏金融大国,但是,前者如中国,心有余而力不足;后者如日本,情况更是复杂。首先,日本没有义务去肩负挽救东南亚金融狂澜于既倒的责任;其次,日本本身已长期为经济停滞所困扰,“金融风潮”袭来,金融机构纷纷倒闭——如此,已是自身难保,哪有力量兼顾他人。

于是,在各国(地区)纷纷弃守本币,实行竞争性贬值的情况下,由泰国荡出的“金融涟漪”,在香港强而有力的抵御之后,本可以有望得到有效遏制,但是由于台湾金融当局弃守新台币而产生的“放大效应”起了一定的“火上浇油”作用,“风潮”终于恶化成“金融海啸”。于是,不仅是东亚的日本受到袭击,韩国遭到重创,就是在大洋彼岸的美洲,也有力地感受到西太平洋“金融海啸”的威力。华尔街股市创造了自1997年“黑色星期一”以来下跌的最低记录,拉美的巴西、阿根廷等国的汇市受到强烈震撼,连欧洲股市都受到波及。

四、危机的启示

三次危机都是由货币汇率危机直接引发的,是官定汇率高估、脱离市场汇率和偏离均衡汇

率的结果,是一场以政府干预为一方与市场投机为一方的博弈,但都以前者失败而告终。回顾总结这发生于世纪之末的三次金融危机,会得出如下启示。

启示之一:改变当今不公正、不合理、不稳定的国际货币体系,是稳定世界经济、国际金融的一个重要前提。世界经济一体化、资本国际化已不再能使某一国能够独善其身,更不能以邻为壑,在不公正、不合理、不稳定的国际货币体系之下,受害的不只是发展中国家,而且直接或间接殃及发达国家,九十年代三大金融危机已清楚地说明了一点。

启示之二:在当今资本国际化、国际金融市场高度一体化态势之下,一国政府只有施行持续而稳定的宏观经济政策,才是进行有效干预、防御危机的基本前提。同时,面对巨额、大规模的市场投机,一国的经济、金融实力日显势单力薄,因此,只有通过加强国家间、地区间金融合作,规范资金跨国界流动,实施超国家监管,建立起有效而灵敏的金融预警体系,才是防止和解决危机的根本途径。

启示之三:三次危机从不同角度有力说明,为有效抑制危机的蔓延和肆虐,必须改善有关国际经济组织的运行机制(如国际货币基金组织就不能仅以“消防员”身份出现,而更应以“气象站”形式而存在),加强国家金融合作,特别是在必要时金融大国应迅速而及时地援助,这对防止金融危机由“涟漪”发展为“风潮”,进而演变为“海啸”具有重大的“消防”意义。

启示之四:在经济全球化、资本国际化的趋势之下,整个世界经济秩序的稳定已不再仅仅系于某一金融大国或集团一身,发展中国家凭借在国际分工中的地位和国际贸易中的作用,这样或那样、或多或少影响着发达国家,影响着整个国际金融秩序的稳定。发展中国家已不再是可有可无、可以藐视的经济力量。这对调整旧的世界经济与政治格局、加速世界经济一体化进程产生深远影响。

启示之五:经济一体化和金融自由化是各国经济发展的必然趋势,但是各国、各地区应根据本国国情和实际,采取谨慎态度,有重点、有步骤加以推行。在本国宏观经济环境还不成熟,经济对金融动荡的吸收能力还很脆弱之际,在加快金融自由化、国际化的同时,切不可急功近利,更不可贪大求扬,要特别注意开放的程序和速度,顺序和领域。在逐步放松对金融管制的同时,要完善金融运行机制,特别是加强对金融市场、金融组织等金融体系的监管。□

(责任编辑 张旭华)

~~~~~  
(上接 45 页)向拥有闲置资金的企业和个人直接筹措资金。

3. 成立综合商社所属的金融机构。我国目前的金融政策对设置银行的限制较严,因此在现阶段综合商社还难以拥有自己的银行机构。但我国综合商社可以组建自己的信托投资公司、财务公司等非银行金融机构,在此基础上逐渐形成较强的筹资、融资能力,不断强化综合商社的金融功能。此外,我国综合商社还可以考虑到海外设立银行金融机构,利用海外某些地区对设立国际金融机构限制较少的特点,在海外组建自己的金融公司和综合商社银行,以此来突破我国目前金融体制改革的滞后性。

4. 发展国际负债融资业务。由于负债融资在减少企业筹资成本,控制股权,调整企业财务结构方面具有优势,因而是国际上许多大型企业筹集资金的一个重要办法。我国一些大型外贸企业自 90 年代开始已逐渐到国际金融市场上利用此种融资业务,并取得成功。我国综合商社可重点选择发行国际债券和商业票据筹措资金的融资方式。发展国际负债融资,一方面可以增加综合商社的融资渠道,弥补资金来源不足;另一方面还可以大大提高自己在国际上的知名度和在国际金融市场上的地位,为完善自己的金融功能奠定基础。□ (责任编辑 张旭华)