

东南亚金融危机的 成因、教训与影响

● 庞中英

从去年夏季泰国宣布实行浮动汇率制起,东南亚国家的货币相继大幅度贬值、股市低落、大批银行倒闭,进而引发全世界股市普遍下跌和汇市动荡。这是继1994年墨西哥金融危机以来又一次影响深入、波及广泛、持续时间较长的全球性金融风暴。东南亚金融危机的教训是深刻的,东南亚各国经济发展中的问题值得总结和反思。目前,东南亚各国正在加快经济结构调整和金融体制改革,相信定会从中获取教益,从而使经济发展步入一个新阶段。

1997年7月,泰国政府宣布实行浮动汇率,泰铢对美元的比价急剧下跌,接着东南亚其它各国货币相继大幅度贬值,在其影响下,东亚乃至全球股市大幅度下跌。这是继1994年墨西哥金融危机后又一次全球金融大震荡。时至今日,这场危机尚未完全过去。目前,东南亚各国和国际货币基金组织等正在采取措施对付这场危机。

需要指出的是,一开始,各方面对东南亚金融危机的严重性和影响估计不足,认为它不会象两年前墨西哥金融危机那样可怕。^[1]有的甚至乐观地估计,这次危机是短暂的,可能不会波及到新兴工业化国家和地区,理由是那些市场已经比较成熟;^[2]相反,货币贬值反而有助于增加东南亚各国的出口。而且东南亚国家的货币与处在强势地位的美元挂钩本来就是不正常的,调整汇率将有助于宏观经济平衡。^[3]但是,自危机爆发以来发生的情况,使人们不得不改变对东南亚金融危机的看法。首先,这些国家的货币贬值和股市暴跌幅度之大、影响之深已经超过原来的预期,各国近期的经济增长速度下降已成定局。第二,泰国货币危机不仅很快影响到东盟各国,而且对整个东亚金融市场都产生了或大或小的影响,新加坡、韩国以及香港、台湾等新兴工业化国家和地区在去年10月中下旬普遍出

现了股指和汇率一跌再跌的金融风潮,台湾甚至被迫让台币下跌。东南亚金融危机的影响是深刻的,原因和教训尤其值得深思。

成因与性质

早在1996年初,长期高速增长东南亚经济就已放慢了速度,出口滑坡,货币疲软,金融制度中的弱点开始暴露。当年7月,国际货币基金组织向东南亚国家发出警告,说它们在削减财政赤字上进展缓慢,特别是泰国的赤字已令泰国经济十分脆弱,而银行系统的弊病则是另一个必须解决的金融问题,否则有可能发生类似1994年墨西哥那样的金融危机。果不出所料,到去年初,东南亚国家,特别是素有亚洲“第五小虎”之称的泰国,开始显现货币危机的征兆。由于国际投机者大量抛空泰铢,引起泰国金融体系的波动。5月,泰铢对美元比价一度跌到10年来的最低水平。泰国最终还是无法继续维持与美元联系的汇率制度和顶住货币贬值的压力。为解决日益严重的金融问题和缓解国际货币投机的巨大压力,7月2日,泰国不得不放弃与美元联系的固定汇率制度,让泰铢自由浮动。结果,泰铢在货币市场上大幅度贬值,一日之间竟贬值16%,并导致其它东南亚国家货币同

时纷纷大幅度贬值,后来又冲击了东亚一些国家和地区的汇市和股市。从那以后,东南亚各国都被迫放弃联系汇率制度转向浮动汇率,整顿金融秩序,干预外汇市场。但收效不大,金融危机非但没有缓解,反而愈趋严重,并带动了股市动荡和大幅下挫。到去年11月,泰国铢、马来西亚林吉特、印尼盾和菲律宾比索对美元的币值都比危机前下跌了30%到40%。当前,东南亚各国的金融和经济形势仍十分严峻,是高速增长20多年来遇到的最大挫折。

对东南亚金融危机的性质,人们的认识有一个变化过程。一开始,大都就事论事地强调,这仅是一次金融风潮。随着事态的发展,货币危机给该地区各国带来的消极影响愈加明显,经济增长前景暗淡,外资信心普遍不足,纷纷撤离东南亚,“东南亚金融危机”渐渐被“东南亚经济危机”的提法取代。这不是字面上的变化,而是人们认识到,金融危机反映了这个一向看好的快速增长地区正在经历着严重的经济困难。

这次东南亚金融危机是由货币贬值引发的,但由于内部的各种深层次宏观经济问题和迅速发展的经济全球化的共同作用,货币金融危机很快演化成为一次严重的经济危机。表面上,东南亚金融危机是由于国际金融投机直接接触的,但暴露的却是这些国家经济发展中深层矛盾和不适应外部全球经济环境的变化。

在经济发展中,东南亚各国经济普遍存在着一些严重的结构问题。除金融问题外,产业结构多元化进程缓慢、房地产市场膨胀、基础设施严重不足,政府急于举办一些不切实际的大型建设项目,以及教育滞后等,加之近年国际市场对电子产品的需求不足,东南亚国家出口普遍下降。在这种情况下,近年来,各方面已经开始讨论东南亚经济的前途和问题,有的甚至警告说东南亚经济的“奇迹”将会消失。例如美国著名经济学家克鲁格曼就提出引起热烈讨论的“东亚经济奇迹神话

论”,说所谓东亚经济奇迹,其实是建立在巨大的投资和廉价劳动力优势上,而并非技术进步与结构调整。即综合要素生产率提高的结果。现在看来这些观点和预测有一定道理。

当然,东南亚金融危机的直接诱因,与这些年发生在其它地区的国际金融风波一样,也是金融全球化和由此产生的国际金融投机兴风作浪的结果。

经济全球化(特别是金融全球化)是一把双刃剑。有利的一面是增加了竞争机会,促进各种经济资源的合理配置,使有关国家利用开放的全球经济体系的各种资金和技术,加速现代化和快速增加财富,但不利的一面则是风险和不确定性空前增大,稍有不慎就可能遭致重大损失。自90年代以来,全球短期资本流动加速,每天全球金融市场的成交量达数万亿美元。这些天文数字的资本到处寻求高额利润,主要活动于汇市和股市,往往冲着经济基础较薄弱、金融制度尚不健全的发展中国家而来,给这些国家的金融市场带来强大压力。因此,东南亚金融危机不是偶然的、孤立的地区性问题。

东南亚国家没有很好地适应金融全球化的挑战,原因在于,无论金融体制还是汇率制度,无论宏观政策还是经济结构,都存在许多问题。在全球化时代,一国必须增加经济适应全球化的能力,对高速发展的国家来说,健全的宏观经济政策和成熟的金融体制更为重要,否则后果是相当严重的。

东南亚的金融和经济问题使人们不能不想起90年代初日本的“泡沫经济”崩溃和当前日本严重的金融问题。虽然东南亚经济还不是发达经济,但是,东南亚国家一样走的是当年日本和模仿日本的“四小龙”的经济发展道路。这一共同的“东亚发展模式”的一个特点是,大量银行贷款被集中用于出口产品和房地产业,造成这些部门产品和生产能力的过剩,银行积累大量呆帐和坏帐,濒临破产。因此,在某种程度上,这次东南亚金融危机确实是一场严重的经济危机。

值得深思的教训

东南亚金融危机有着多方面的教训。

1. 市场经济发展中资源配置很不合理。资源有限性决定了需要合理配置资源,这是经济发展的一条规律。而东南亚经济发展则逐渐背离了这一规律,大批资金涌向非基础设施部门(特别是房地产业和出口产业),导致这些部门的生产能力严重过剩;同时,不可避免的结果是,经济发展急需的基础设施却严重滞后,提高劳动力素质的教育更没有跟上,形成经济持续增长的瓶颈。特别是,银行和金融机构向房地产大量投资,而房地产生产能力过剩导致银行的不良资产比例攀升。房地产业带动下的资产攀升“泡沫经济”,以及银行业过度扩张,动摇了整个经济的基础。

2. 经济发展过分依赖外资。在高利率和超稳定的汇率的吸引下,境外资本(特别是短期境外资金)不断涌入东南亚各国。90年代初,全球新兴市场净资金一年流入总额不超过500亿美元,但到1996年却增加至2450亿美元,其中东亚国家和地区占5成。这些外资令东亚受惠,但由于监管不足,遇上“热钱”涌入,便可能诱发出国内资产价格泡沫。一旦政府施政失误或者全球经济气候变化,就会引致市场信心丧失、资金大量逃逸的危险。同时,在经济发展中,东南亚国家外债在国民生产总值中的比重太高。以泰国为例,1995年对外债务总额已经达到其出口总额的114.2%,国内生产总值的49.3%。不过,东南亚国家与墨西哥不同,外债主要是国家担保下的私人借贷。东南亚国家的外汇储备普遍不足,1997年6月底,泰国只有330亿美元外汇储备,马来西亚、印尼和菲律宾,分别是280亿、184亿和97亿美元;而它们的外债则相对较高,同年各国分别为890亿、270亿、900亿和390亿美元。由于外债和外汇储备差距很大,这些国家中央银行的干预能力有限,使国际投机者有机可乘。

对外资的严重依赖的结果是,金融危机发生后,外资纷纷撤离东南亚,使得东南亚国家的流动资金短缺的情况恶化,经济衰退加重。例如,1997年头8个月,泰国资本外流净额就达到58.1亿美元,^[4]而且这种势头由于泰国政府更迭,一时拿不出有效的经济政策措施而继续发展。

3. 金融自由化的同时没有辅之以充分的监管机制。东南亚国家在80年代后期实行金融自由化,但对金融市场监管不严。金融机构透明度不足,使投资者不能在开放的环境下作出正确的投资决定。泰国从1989年开始分阶段解除对全部经常项目和部分资本项目下的外汇管制,利率完全放开。在此形势下,商业银行的经营范围扩大,各种形式和规模的金融公司纷纷成立。银行和金融公司为追逐高额利润,积极扩大资产规模,结果造成物业过剩、储蓄与投资的差额扩大、通货膨胀率上升和以套利为目的的短期外资流入增加。1992年泰国取消了对资本市场的管制,成立曼谷国际银行,允许国内投资者通过该行获取低息的外国资金。1995年泰国中央银行采取了较为紧缩的货币政策,使利率结构维持在一个较高的水平,使银行和金融公司有利可图。目前,东南亚国家试图从整顿严重的金融公司问题入手(最近,泰国已经关闭了58家资不抵债的金融公司,印尼也决定关闭16家陷入财务困境的银行),加强金融监管,以恢复社会信用和市场信心。

4. 固定汇率制和货币贬值的代价沉重。80年代,出于推动外向型经济发展的需要,东南亚各国都将本国货币与美元挂钩。1985年签定的加强美元地位的“广场协议”,特别是最近7年来美国经济强劲,导致美国的海外资金回流。美元汇价被强化后,东南亚各国未能及时调整汇率机制,结果逐步造成本国货币严重升值,使这些国家的国际竞争力减弱,引起经常项目赤字。东南亚资本市场不健全,主要靠国际资本流入,用以支持经济发展和弥补国际收支赤字。这样,市场和资本信心

就十分重要。如果外资大量外逃,就会导致资金短缺,引发经济萧条。由此说明,东南亚经济发展还不是一种建立在自主经济活力基础上的开放经济。现在东南亚国家普遍采取浮动汇率措施来对付金融危机。货币贬值可以带来出口的大量增加,并由此可以使得外汇收支趋于平衡,减少经常项目赤字。这可能在短期产生一定作用,但这是以本国劳动者生活水平的下降为代价的。货币的贬值随之而来的是通货膨胀率的上升。

5. 国际援助和合作的作用有限。一旦金融危机发生,已有的高额外汇储备和国际援助只能暂时缓解金融危机,但并不能从根本上解决问题。一是因为国际金融炒家持有和可以动用的资本可能远大于一国的外汇储备;二是高额外汇储备不可能挽救一国几近崩溃的金融制度,日本、韩国和东南亚各国的例子充分说明,银行经受不起企业破产的打击。为缓解东南亚金融危机,国际货币基金组织已经向泰国提供了172亿美元、向印尼提供了400亿美元的一揽子救援贷款。这些巨额援助和本地区有关国家的国际金融合作是十分重要的,但是,国际货币基金组织的援助往往是事后的和用来恢复市场和货币信心的,另外受援国为此不得不接受国际货币基金组织的一系列苛刻的条件,实行经济紧缩政策,如印尼在接受国际货币基金组织的援助时公布了紧急经改措施,以符合该组织的要求,这使得这些国家的国内政策回旋余地变小。

不可低估的影响

这次东南亚金融危机的影响是深远的。

1. 东南亚各国的经济增长速度将不同程度地放慢。东南亚经济一直是世界经济中增长最快的地区之一,被称作“经济奇迹”,大部分国家被划入“新兴市场”行列。毋庸置疑,这次金融危机对东南亚国家的直接影响是各国经济增长速度普遍下滑。亚洲开发银行预测,今后二三年亚洲经济增长速度放慢已经

是必然趋势。报告说,金融危机对东南亚国家的影响将至少持续到1998年;受其冲击,1997年东南亚国家国内生产总值的增长速度将从1996年的7.4%,下降到4.9-5.7%,1998年将继续下降到4-5.7%,1999年可望恢复到5.2-6.3%。就亚洲发展中国家整体而言,1997年国内生产总值增长幅度在6.1-7%之间,低于1995年8.2%和1996年7.5%的增长速度。1998年亚洲经济的增长速度会进一步放慢至5.3-6.2%,1999年的增幅可能在6.1-7%之间。这次金融地震的“震中”泰国1997年的增长速度将从1996年的6.7%降为1.6-1.9%,1998年也只能增长2-2.5%,形势最为严重。^[5]

2. 东南亚各国将开始进行大的经济结构改革和调整。面对金融和经济危机,东南亚各国必然会从中吸取深刻教训,加快其经济发展模式转换的步伐。其做法可能有两种选择。有的国家把这次危机当作改革的契机,优化产业结构,进一步改革银行业,加快证券市场的发展,推动东南亚经济更好地迎接经济全球化的挑战。但可以肯定的是,市场自由化和放宽限制的做法会变得较为谨慎。有的国家则是放慢经济自由化的步伐,对外部资金流动实行一定的控制,这种做法可能招致更大的外部压力,也会与急需吸收外资、增加国内外投资者信心的要求相矛盾,看来难以实行。

3. 经济危机会引起一些国家的政局动荡和社会矛盾激化。在东盟各国,金融危机和经济增长速度放慢,可能会引起一连串的消极后果。国内经济形势恶化和社会紧张加剧,很可能引发政治危机和政府更迭,造成国内政局不稳,不利于推行经济改革政策。对东南亚大多数国家来说,避免国内的族群争端和暴力事件发生的最好办法是经济增长,反之,则必将影响政治稳定。一旦金融危机和政治危机相互作用,东南亚长期的经济发展可能要受到较大影响。

4. 东南亚国家的共同经济利益更为突

出。泰国金融风潮出现后,东南亚其它国家纷纷伸出援助之手,帮助泰国渡过难关,此后,新加坡、马来西亚等国又给印尼以巨额贷款。看来,通过这次金融危机,东南亚国家将进一步协调立场,加强区域经济合作,促进内部经济自由贸易区的建立,以便强化内聚力抵御经济全球化的风险。例如,东盟力主创立“亚洲外汇(货币)稳定基金”,并拟议成立东南亚“中央银行论坛”,以加强在对付金融不稳定方面的合作。

5. 日本将进一步扩大在东南亚的影响,力图掌握经济主导权。东南亚最大的出口对象是美国,而进口却大多来自日本,日本与东南亚的经济关系相当密切。当前,东南亚国家普遍要求减少对外依赖,虽然这些国家都呼吁国际货币基金组织的援助,但却认为国际货币基金组织具有强烈的西方偏见。这样,作为在东南亚拥有重要利益的日本的作用就突出出来。因为除拥有世界第一的外汇储备的日本外,亚太地区其它各国都不可能向东南亚国家提供大量资金援助(尽管泰国金融危机发生后,包括中国等在内的本地区国家参加了国际货币基金组织拯救泰国的金融合作计划)。1995年美国组织了向墨西哥的国际贷款行动,以便解决墨西哥的金融危机。在解决亚洲的金融危机时,日本显然会发挥重要作用,应该说,日资与这次东南亚货币危机关系非常直接。因为导致泰国等东南亚经济过热的一个原因是大量外资涌入,而在外资中,又首推日资。1995年以来,美元兑日元持续升值,日元对泰铢不断贬值。日本显然从中得到好处,因为通过日元贬值-美元升值-泰铢升值的循环,日本的出口竞争力已加强,而泰国的出口竞争力在削弱。在“泡沫经济”崩溃后,日本为了克服金融危机,采取了超低利息政策。这种措施加上日元贬值,便在一定程度上缓解了日本经济不景气的现象。东南亚金融危机后,日本立刻提出建立主要由日本出资的应急的“亚洲基金”和召开东亚首脑会议的建议。日本还提出要把国际结算货币国

美国的部分负担转移给日本和欧洲,认为这次东南亚货币危机的外部因素是以美元为中心的国际货币体系的脆弱性表现。因此,日本试图利用这次机会,加速日元的国际化和开展以日元为中心的亚洲货币合作。

对前景的看法

综上所述,这次东南亚金融危机是继90年代初日本“泡沫经济”崩溃、1994年墨西哥金融危机以来又一次影响深远的金融震荡,不仅暴露了东南亚国家经济发展中存在的一些严重结构障碍,而且说明金融和经济全球化的风险可能是巨大的。发展中国家要保证持续稳定和健康发展,一方面必须下决心消除经济发展中的“泡沫”现象,合理配置经济资源,奠定有利于经济持续增长的基础。另一方面要建立适应经济全球化的经济体制和对外开放机制,在金融自由化和货币汇率安排上作出慎重和稳妥的选择。这次金融危机将促使东南亚各国加快经济结构和金融体制改革调整的步伐,采取积极措施解决问题,但这些措施取得成效需要一段时间。因此,金融危机后的东南亚将肯定会进入一个调整时期。问题是这一痛苦时期会持续多长和为此付出的代价会有多大。墨西哥的经验表明,即使顺利恢复经济增长,也需要3年左右的时间,整顿金融市场和房地产市场可能需要更长的时间。搞不好,东南亚有可能进入一个较长时间的经济低速增长时期。

不过,金融危机还不至于使东南亚经济伤筋断骨。东南亚已有的经济发展机制、经济基础和促进经济增长的若干有利因素,诸如高储蓄率、外债偿付能力高、预算平衡和通货膨胀率适中、活跃的劳动力市场、人民的勤奋和开放的经济等仍然存在,它们会在克服这次由金融风暴带来的经济困难中继续发挥重要的作用。同时,东南亚各国情况也不尽相同,金融危机的严重程度和影响差异较大,受打击最大的是泰国和印尼,其它国家相对较

轻。而且,货币贬值已经增加了这些国家的出口,有助于恢复经济增长。

目前东南亚各国已下定决心进行有力的调整和改革,从这次金融危机中吸取深刻教训,减少制约经济进一步发展的各种不利因素。该地区的经济持续增长的长期前景仍是良好的。正象东南亚领导人和国际舆论所一致指出的那样,对金融危机低估和夸大都是不适当的,虽然后果严重,但坏事可以变成好事,这是给高速增长东南亚敲响的警钟,它标志着该地区的经济发展将转入一个新阶

段,搞得好的话,东南亚仍将是下个世纪初世界经济中增长最快的地区之一。

1997年11月15日

注 释:

[1] 法国《论坛报》,《国际货币基金组织准备进行干预》,1997年7月15日。

[2] 法国《论坛报》,《把亚洲货币同美元联系在一起是一种错误》,1997年7月15日。

[3] 法国《世界报》,1997年7月23日。

[4] 香港《亚洲华尔街日报》,1997年11月10日。

[5] 新华社《经济参考报》,1997年10月25日。

1996 年部分国家主要经济指标

项 目 国 家	国内生产总值* (亿美元)	国内生产总值 增长率	消费物价 涨幅	出口额 (亿美元)	进口额 (亿美元)	外汇储备 (亿美元)
美 国	75760	2.4%	2.9%	6128	7992	640
日 本	45983.46	3.6%	0.1%	4000.3	3167	2166
法 国	15353.52	1.5%	2.0%	2894	2741	
德 国	23593.33	1.4%	1.5%	5212	4437	832
英 国	11579.88	2.3%	2.7%	2594	2791	399
意 大 利	12119.25	0.7%	3.9%	2480	1880	459
加 拿 大	5866.18	1.5%	1.6%	2012	1740	204
俄 罗 斯	4506.93	- 6.0%	48.0%	701	422	117
印 度	3561.67	5.7%	9.0%	372.31	413.95	201.7
新 加 坡	940.43	7.0%	1.4%	1250	1313	757
泰 国	1835.83	6.7%	5.8%	545	668	377.31
韩 国	4805.47	7.1%	5.0%	1283	1435	340
马来西亚	990.48	8.2%	3.5%	767.33	733.06	270.09
印 尼	2182.32	7.8%	6.7%	515	469	182.5
菲 律 宾	838.63	5.5%	8.4%	205.4	317.53	100.3
埃 及	681.42	4.9%	7.2%	49.9	135.9	173.98
巴 西	7486.57	2.9%	16.5%	477.47	532.86	583.23

注:根据1996年平均汇率计算

资料来源:《英国经济学家情报部各国报告》(季刊)

(王 涛)