

如何正确认识亚洲金融危机

张亦春

亚洲金融危机持续时间之长,规模之大,影响之深之广,后果之严重,堪称战后之冠,因而用“风波”、“动荡”已不足以界定其性质和反映其程度,较准确地应该说这是一场多米诺骨牌效应式的“风暴”,一场严重的金融危机。下面就正确认识亚洲金融危机及其对有关问题的反思与启示,谈几点认识。

一、货币危机、金融危机和经济危机的关系

三者之中,货币危机是核心,金融危机是根源,经济危机是基础,纵观这次风暴的全过程,它是从货币领域打开缺口,以外汇市场剧烈动荡为先导和主要特征,由此冲击金融体系早已存在着的内在脆弱性,进而使整个泡沫经济破灭。从货币炒家来说,他们的目标是砸你的固定汇率制度或盯住汇率、联系汇率制度,因为只有砸烂了固定汇率制度,实行自由浮动,才能凭借他们的资金实力和丰富经验,投机牟取暴利。由此可见,货币危机处于风暴的中心,然后扩展升级为严重的金融危机和全面的经济危机。但是应该看到,汇率制度只是金融体系的一个组成部分,外汇平衡问题也只是宏观金融方面的问题,如果金融体系是健全有效的,金融中介等微观基础是稳定透明的,则能成功地抵御货币投机行为和迅速修复被投机造成的损害。例如,香港在其完善的金融制度的支持下成功地捍卫了联系汇率制,所受的损伤也较轻;而东南亚和日韩等国金融体系的内部问题长期积累,不可避免地导致金融风险的迸发,其货币危机的根子在于金融危机。再进一步看,经济决定金融,在金融危机的背后必然是实质经济出了毛病,经济效率低下和结构缺陷是危机发生的基础;而金融是现代经济的核心,实质经济潜藏的危机通过金融风暴来显化,公开地暴露出来,从而被迫作出改变和调整。

二、危机的外因和内因

(一)、外因是条件

全世界游资有7.2万亿美元,这些游资在各国寻求好的投资途径,其中不少是投机性极强的投机资本。索罗斯的量子基金就属于这种投机资本,它的冲击是危机发生和扩展的条件,这主要表现在三个方面。

1. **突发性。**在过去的二十多年的时间里,东南亚诸国经济的高速增长构成了现代世界经济发展中一个蔚为壮观的景象。当舆论还在广泛赞叹、大肆鼓吹并视之为样板时,一场惊心动魄的金融风暴却不期而至。面对突发的危机与辉煌成就之间的巨大反差,不少人归因于国际投机资本,甚至斥之为“阴谋论”,马来西亚总理马哈蒂尔更是多次公开谴责索罗斯。的确,索罗斯等货币投机家在很大程度上触发了危机,对此他也“供认不讳”,其投资理论——“大起大落”理论是一种典型的投机理论,早在1994年当外国投资大量涌向东南亚各国的时候,索罗斯就预

感到有“大落”的一天。1996年下半年,索罗斯发现泰国存在着严重的经济与金融问题,于是他开始磨刀霍霍,将目标直指泰铢,与泰国中央银行展开了货币的角力赛。由此可见,没有外部条件作为起爆剂,东南亚国家的经济在高速成长时期潜伏和积累的众多问题,可能不会用金融风暴这种突发和极端的方式来解决,而是进一步递延在将来以其他形式解决。

2. **传染性。**在经济全球化、金融自由化、市场国际化和信息电子化的今天,国际投机资本能够低成本地高度流动,使危机迅速蔓延并具有多米诺骨牌效应。索罗斯等人于7月2日砸烂泰国固定汇率制之后,便转攻东盟的其余三小虎。首先是菲律宾一触即崩,于7月11日宣布放弃比索与美元的固定比价关系,任其自由浮动;接着,马来西亚中央银行多次干预失败,不得不于8月11日放弃保卫林吉特的努力;然后,印尼也没能幸免,8月14日被迫放弃盾对美元的盯住汇率制。随着波及范围的扩大,新加坡、韩国、日本等国和台湾、香港等地区的货币都相继卷入被冲击的狂飙之中。

3. **危机加剧的程度。**国际投机者充分利用金融衍生业务的杠杆作用在汇市、股市、期市展开排浪式的立体进攻,使各国和地区付出了惨重的代价。首先,货币大量贬值。1998年1月与1997年7月比,亚洲八种货币贬值程度分别为:印尼盾75.69%,泰铢54.06%,韩元41.17%,马来西亚林吉特39.7%,菲律宾比索35.42%,新加坡元16.45%,台币17.69%,日元为9.64%。其次,通货膨胀严重,为了货币保值,无奈只好抢购黄金。1997年7月2日,泰国央行宣布泰铢自由浮动,泰国人纷纷将银行存款全数提出购买黄金,当地黄金行情一周之内暴涨7.2%。第三,经济倒退,人民生活水平下降。马来西亚总理马哈蒂尔在接受美联社记者访问时说,金融危机使他在2020年把马国变成发达国家的计划到退了10年,毁掉了他一生的经济成就。第四,急需“输血救命”。危机发生以来,IMF已经牵头为印尼、韩国、泰国、菲律宾等筹集了总计1000多亿美元的紧急贷款,比墨西哥危机时的500亿美元多出一倍以上。

(二)内因是根据

国际货币投机活动在这场危机的孕育、爆发、恶化和扩散中无疑扮演了十分重要的角色,索罗斯等国际货币投机家就像狼一样随时伺机扑向鹿群中的病弱者。但是,为什么恰恰是号称“亚洲虎”的东南亚国家成了病弱的鹿?原因就在于各国经济内部不断积累严重的问题。因此,不论外因对触发危机起了多大的作用,内因才是导致危机的根据。下面以泰国为例进行分析。

1. **劳动生产率下降、经常项目逆差和财政赤字庞大导致货币不稳。**1996年是泰国经济近十年最黑暗的时期,表现在:一是出口贸易的急剧衰退。1996年的出口增长率仅3.5%,而1995年的出口增长率高达24%。由于出口贸易是泰国国民经济的重要支柱,它的衰落使泰国1996年的经济增长率仅6.5%左右,而过去10年GNP的年增长率都超过8%。二是国际收支经常项目赤字居高不下。由于出口下降,进口增加,泰国经常项目逆差在1996年达162亿美元,占国内生产总值的比例高达8.5%,超过国际标准警戒线,对泰铢的稳定和通胀产生压力。三是国内外投资者对泰国资金、证券市场缺乏信心,1996年泰证券市场股指已从1700点跌至900多点。四是房地产业萎靡不振,曼谷商品房积压85万套,房地产开发商资金周转困难,造成银行呆帐不断。五是在财政收支方面,由于军人在泰国政府和政党中影响很大,使泰国政府在军备方面超支,造成庞大财政赤字。为此,泰国政府不得不大举外债,1996年达857亿美元,平均每个泰国人要负债1562美元。由此,人们对泰币失去信心。

2. **外国短期资本大量流入,使泰国通胀加剧,迫使利率高企。**由于泰铢币值不稳,央行为稳定币值不得不提高利率,1996年的优惠利率一直处于13.25%的高水平,是亚太地区利率最高的国家之一。高利率吸引套利外资大量流入,1996年2月份泰国外汇储备比1995年同期增长

10 亿美元,达 387 亿美元。2 月份 M1 货币供应量年增长 17.2%,大大高于 1995 年同期 7.7% 的增长率。M1 供应量大幅增长显示流入泰国的外资中短期资金增加。大量外资流入使泰国的基础货币投入增长,通胀率上升。通胀率上升进一步削弱了泰铢地位,大量短期外资流入则加剧了泰国金融市场的波动,威胁整个金融体系的稳定。

3. 经济政策背离国际金融市场变化。在国际金融市场波动幅度增大的条件下,东南亚国家仍对利率和汇率变化实行限制,对国际金融市场波动反应滞后。例如,泰币汇率波动由中央银行加以限制,14 年来,一直保持在 25 铢左右兑换 1 美元的水平上。当美元贬值时,它对西方主要货币(主要是日元)的汇率也随之贬值,增强了出口竞争力。当美元升值时,泰铢随之升值,出口竞争力下降。1996 年以来,美元对日元持续升值,泰铢对日元也不断升值,成为进口增长过快和出口增长率降低的重要原因。

4. 经济体制不适应对外开放。一国经济开放之后,外资流入增加,本应加强金融制度建设。但是,东南亚国家对金融市场开放的准备不充分,国内金融体系不健全,金融市场的基础设施不足,监管措施和机构不完备,盲目向外资开放。例如,在本国银行体系风险过大的情况下,泰国主动向外商提供低息美元贷款,为房地产投资热推波助澜。国际资本自由流动必然导致本国货币和外币的频繁交易,运用中央银行控制汇率的方法与巨额外汇交易相矛盾。当资本外流增加时,对外币的需求增加,本币汇率贬值,泰国在一个月内就动用了 50 亿美元的外汇储备仍杯水车薪,无济于事,给国际金融投机商炒作外汇以可乘之机。这说明泰国以政府行为干预市场未果。

5. 金融体系不适应金融市场的发育,长期资本市场不发达。经济过热导致“泡沫经济”只是金融动荡的表面原因,长期债券市场不发达造成金融市场结构不合理是深层次原因。

一是资本结构不合理。投资者较少用债券筹资,而主要依靠银行贷款,而且往往是短期贷款,资金流动性差,不适应长期投资基础建设的需要。

二是信贷结构不合理。银行倾向于提供非生产性用途的贷款。例如,泰国的银行贷款有 1/4 是消费性贷款,1/4 是房地产贷款,还有 1/4 是证券市场贷款。这类贷款难以产生收益,银行坏帐增加。

三是外资结构不合理。由于债券市场不发达,外资以短期资本形式流入。短期资金比例过高,一方面使泰国央行被迫大量投放基础货币,加剧通胀;另一方面增大了外币突然撤离泰国市场,对泰国经济形成严重冲击的危险。当宏观经济不稳定时,外资抽逃,引发股价下跌,汇率贬值。

因为泰国银行业和房地产业的股市总市值中约占 1/3,这两个行业不景气是泰国股市持续下跌的重要原因。而股市下跌更使币值不稳,外资大量流失,加剧了经济下滑。

6. 产业结构调整不适应经济发展的需要。一是东南亚国家的产业结构调整片面迎合外资流向,不但与周边国家的产业结构趋同,而且过分集中于简单的加工工业。二是这些国家的基础产业能力较低,国内科技水平不高,对进口技术和设备的依赖过大。三是劳动力成本上升过快,不利于劳动密集型产品出口,国际竞争力被削弱,出口增长速度下降,造成国际收支巨额逆差,导致宏观经济不稳定。

7. 金融政策和财政政策不配套,使利率难以发挥调节作用。因为财政赤字庞大和巨额逆差,使利率调节带来更多的不利影响,如通胀、套利外资流入,股价下跌,从而影响币值稳定。而且,泰国央行权力有限,无法独立行使对货币和金融的调控权,而财政权力过大,缺乏自我约束机制和监督机制等。总之,泰国的财政政策和货币政策的不配套,影响到经济结构的转型和进

一步发展。

此外,出现金融动荡苗头之后,经济政策、体制和结构调整不及时,错过了良机。面对金融动荡,政策软弱无力。1997年2月,金融形势开始恶化,政府未采取措施。5月,汇率贬值到14年来的最低点,政府仍坚持对汇率的控制。对应该倒闭的金融机构,政府仍实行注资的做法,白白花费了大量资金。7月,被迫实行有管理的浮动汇率制之后,汇率继续贬值,外汇储备持续下降,但政府对国际货币基金组织的援助计划仍犹豫不决,未采取果断措施。

三、亚洲模式的反思与启示

危机发生以来,舆论的巨大变化超出了合理的逻辑,许多人转而竞相怀疑、指责、甚至攻击亚洲发展模式。有关“亚洲模式”的讨论实际上围绕着如何看待政府与市场,政府与企业、银行的关系这个焦点性问题,东南亚各国从政府最强到市场最强的两端及中间模式都有,反思应怎样进行呢?

(一)寻求政府和市场的有效结合点是关键

政府和市场都远非完善,它们都有缺陷,都会失灵。因此,市场的充分作用和合理的政府调控是健康市场经济所必要的组合因素,二者既不能截然分开,更不能彼此对立。亚洲金融危机中暴露出的问题表明,政府干预过多或过少都是有害的:一方面,尽管政府干预在一定程度上可以弥补市场失灵,但也出现了政府替代市场,扭曲资源配置的情况。例如,马来西亚政府不顾经济学家们的一再劝告,雄心勃勃地制定了到2020年将马来西亚建成全面发达国家的“远景规划”,投入巨资大搞建设,不惜牺牲经济稳定来实现其高增长战略;泰国在房地产投资上形成巨大的泡沫经济,也是与政府引导和支持金融机构的错误资金投向相联系的。同时,过多的干预是导致“寻租”、“腐败”的温床,在印尼以及其他东南亚国家都有不同形式的官僚资本存在,日本、韩国则连续曝光“政、金、商”三角丑闻。另一方面,在向市场经济转轨和与国际并轨的过程中,政府的职能未能很好地界定,“看得见的手”在某些领域被忽略,摒弃或者扭曲。例如,东南亚国家对外资的投向疏于引导、放任自流,造成大量外资涌向房地产和证券业,进一步推动这些国家泡沫经济的发展;同时,作为出口导向型经济的东南亚国家,其政府未能认真研究国际资本流动的新特点和国际市场形势的新变化,产业政策反应迟钝、引导不力,依旧在现有产业结构的基础上继续采取扩张性措施,推动经济的粗放式增长;此外,在放宽金融管制时处理不当,特别是资本市场的开放采取激进式战略,这犹如在高速公路和交通规则等条件成熟之前,就让现代汽车高速行驶,其危险程度可想而知。

总之,亚洲金融危机给处于风暴中心的国家和地区带来的教训是十分深刻的,对于未受金融风暴直接袭击的中国则具有特别重要的启示作用,即应在遵循市场经济发展规律的基础上,谨慎而灵活地使用选择性干预政策,为此要尽快明确政府职能定位,进行政府行政管理体制和机构改革,培育市场秩序,优化市场环境,为转轨经济的长期健康稳定发展提供必要的公共政策和公共产品,并保证政府组织自身的公正、廉洁、效率和精干。

(二)组建企业集团切忌政府越俎代庖

此次韩国经济危机的爆发,与韩国的大企业集团为跨入世界500强行例,在政府的扶持下,多年来高负债经营、盲目追求规模和数量有着内在联系。这在某种意义上对我国抓大放小、扶持大企业集团的发展战略敲响了警钟。目前,我国企业集团发展存在着值得注意的几个问题:(1)贪大图快,有些地方政府和政府部门实行“拉郎配”,或整行业建制地变成一个大公司、大集团,有一些企业集团和政府部门甚至明确提出要在本世纪末、下世纪初进入世界500强;

(2)把规模经济等同于经济规模,过分追求多元化经营,目前不少集团为了迅速扩张,不仅在本行业大量并购,而且进入无关联行业;(3)过分强调低成本扩张,认为资本经营高于生产经营,并作为寻租的新手段。这样组建起来的企业集团有没有前途,我是持怀疑态度的。尽管政府出面可以减少来自部门所有制、地区所有制的阻力,但不应“拉郎配”、硬凑合,一定要遵循市场规律。政府可引导,应更多地加快配套改革,搞好配套设施建设,协调处理历史遗留下来的矛盾和问题。

(三)主办银行制的反思

主办银行制是一种公司融资和治理制度,银行通过债权人和股东的双重身份了解公司内部信息并与企业保持稳定的交易关系。这与市场导向(资本市场、经理市场和劳动力市场)的金融体制分别由各种性质的中介机构进行事前、事中、事后监控不同,主办银行制将企业的各个监控阶段委托给一家银行。日本之所以选择这种金融体制,路径依存于战前财阀体制和战后资本短缺的背景,它固然发挥了不小的作用,但随着经济的发展和国际化,其“不透明性”的弊端越来越突出,不能不说是导致金融危机的一个重要原因。

我国从1996年7月1日开始实施主办银行制度试点,已经看出效果不是很好:(1)“拉郎配”使逆选择问题进一步恶化,企业的事前监控并无改善;(2)没有改进在存贷利差、多样化等方面对银行的激励,反而进一步“画地为牢”,使银行没有监控的积极性;(3)各银行在利益驱动下在贷款、存款和利率等方面进行无序竞争,出现“企业炒银行”的现象,也谈不上事中和事后监控。联系到日本金融危机的教训,我认为应该对主办银行制度进行反思。

(作者单位:厦门大学金融研究所)

责任编辑:宋新国

~~~~~  
(上接第54页)

及违约责任等;(3)实施拍卖。包括拍卖标的投资价值分析;拍卖公告的发布,招商洽谈,拍卖会的组织实施。(4)产权的交割。包括委托人和买受人签订《产权交接协议》,债权债务的清理核实,产权变更登记等。政府对产权拍卖的行政干预,特别是某些政府官员的“幕后操纵”,要按市场原则,发挥拍卖市场的机制,保证产权拍卖的顺利进行。

另外,有必要创建全国性的产权拍卖市场网络体系。首先应考虑:按照区域经济合理和比较优势原则,在若干中心城市,如上海、广州、天津、重庆、郑州、西安等建立区域性产权拍卖市场;其次在区域产权拍卖市场的基础上,建立完善的全国性的产权拍卖市场网络体系,并且采取现代化通讯技术,实行全国联网,逐步开展网上拍卖,并编制国企产权拍卖指数,实现产权拍卖规范化、网络化、现代化和国际化。同时还要培育一批具有一定规模的拍卖中介机构,提高拍卖机构和从业人员的素质。考虑到国有产权拍卖的特殊性,拍卖机构的建立,应实行审批制,其组织形式以公司制为主,国有资产管理部(或授权经营公司)应占有一定比例的股份,以保证国有资产拍卖的合法性和效益性,防止新的国有资产流失渠道的出现。拍卖机构也应规模化,走规模经营之路。

总之,加快培育中国产权拍卖市场,是深化国有改革的迫切需要,是一种企业规模扩张的有效机制,是实现资源配置的重要方式,在我国无论从理论上,还是从实践上,已经具备了建立产权拍卖市场的条件。我们完全可以相信,产权拍卖将会成为国有企业资产重组的一种主要方式,在我国经济发展中将会发挥越来越重要的作用。

(作者单位:陕西财经学院)

责任编辑:黄仁杰