



墨西哥金融危机 东南亚金融危机 香港金融保卫战

热钱、资本管制与外汇储备



墨西哥金融危机

- 1994年12月至1995年3月、墨西哥发生了一场比索汇率狂跌、股票价格暴泻的金融危机。
- 1994年墨西哥金融危机和1997年始于泰国的亚洲金融危机，都是大规模“热钱”获利外逃引发金融市场严重恐慌，并导致这些国家原本脆弱的金融体系崩溃的典型案列。



背景

- 20世纪80年代后期，墨西哥政府为刺激经济增长，加速了国有企业私有化进程，政府不断放宽对外资进入的限制。同时，由于美国积极主张成立包括美国、加拿大和墨西哥在内的北美自由贸易区（1994年1月1日成立），世界各国都看好墨西哥经济发展前景。
- 此外，1983年至1994年墨西哥维持本币比索钉住美元的汇率制度人为地造成比索高估，削弱了墨西哥的出口竞争力，造成经常项目逆差，于是墨西哥依靠大量吸引国外资本流入来保持国际收支平衡。



热钱的流入

- 外资自1989年开始大量流入墨西哥，1993年外资流入量达到308亿美元，其中投入证券和货币市场的投机性资金占一半以上。
- 如此大规模外资、特别是短期投机资金的涌入，增加了墨西哥金融和经济体系的脆弱性。



国内背景

- 1994年年1月1日，恰帕斯州爆发了农民起义。
- 而这一年正是墨西哥的总统大选年，执政党遭遇反对党的强劲挑战。执政的革命制度党总统候选人科洛西奥和总书记鲁伊斯先后遇刺身亡
- 政治局势剧烈动荡，动摇了投资者对墨西哥经济发展前景的信心。



国外背景

- 1994年，在美国经济强劲复苏的情况下，美国联邦储备委员会6次提高基准利率，造成国际金融市场的资金向美国回流。
- 在内外因素的刺激下，1994年，大量资金从墨西哥外逃，仅证券市场外流的资金就达180亿美元。
- 外资撤出加剧了墨西哥的经常项目逆差，外汇储备迅速减少。1994年12月16日，墨西哥的外汇储备只剩下112亿美元，而1995年到期的外债却有180亿美元。



比索贬值

- 1994年12月19日深夜，墨西哥政府突然对外宣布，本国货币比索贬值**15%**。这一决定在市场上引起极大恐慌。外国投资者疯狂抛售比索，抢购美元，比索汇率急剧下跌。
- 墨西哥中央银行进行了有力的干预，但在“羊群行为”的刺激下，外国金融投机者和本国投资者依然担心**1982**年的债务危机会重演。仅在短短的**2**天时间内，墨西哥就损失了**50**亿美元的外汇储备，只剩下**30**亿美元的储备。



墨西哥金融危机

- 墨西哥政府宣布货币贬值的本意在于阻止资金外流，鼓励出口，抑制进口，以改善本国的国际收支状况。但在社会经济不稳定的情况下、极易引发通货膨胀，也使投资于股市的外国资本因比索贬值蒙受损失，从而导致股市下跌。股市下跌反过来又加剧墨西哥货币贬值，致使这场危机愈演愈烈。



比索贬值

- 1994年12月21日，墨西哥政府不得不宣布，不再干预外汇市场，比索对美元汇率实行自由浮动。当天比索汇率即下跌了20%。10天之内，比索对美元汇率从实行钉住汇率时的1比3.46跌至1比5.9，并于1995年3月跌至1比8。
- 固定汇率取消后，为了抵御通货膨胀，将银行利率提高到80%。




热钱撤离

- 资本外流对于墨西哥股市如同釜底抽薪，墨西哥股市应声下跌。到1995年3月3日，墨西哥股市IW指数已跌至1500点。比1994年金融危机前最高点2881.17点已累计跌去了47.94%，股市下跌幅度超过了比索贬值的幅度。
- 这场危机给墨西哥经济造成了700亿美元的损失。1995年，墨西哥国内生产总值下降6.9%，通胀率高达52%，外债总额达1700亿美元，商业银行不良贷款率从1992年的2%上升到15.7%。仅在1995年1月和2月，倒闭的企业就达19,300家，占全国企业总数的3%，25万人因此而失业。



从危机中复苏

- 墨西哥金融危机爆发时,比索迅速下滑至交易区间的下限,政府不得不采取一系列冒险措施,如发行短期债券。
- 墨西哥政府面对的困境是,如果为了将外国资本留在国内而将利率提得很高,投资和就业就会受到破坏。如果为了偿还债务而大肆发行钞票,那么由此引发的恶性通货膨胀将会产生同样的恶果。如果不按照协定偿还外债,那么依靠美国资金来支持墨西哥经济改革的希望将完全破灭。



从危机中复苏

- 为了稳定墨西哥金融市场，墨西哥政府不断地向投资者提出展期偿还短期债务要求，同时减少联邦政府开支,增加消费税，将通货膨胀减少到尽可能小的程度；向国际金融机构申请紧急贷款援助等。



从危机中复苏

- 1995年1月31日，克林顿总统终利用其行政命令，从美国汇率稳定基金（**ESF**）中动用了一大笔资金。这笔资金加上国际货币基金组织、国际清算银行和一些商业银行的援助，共计**530**亿美元。
- 这一援助恢复了投资者的信心，稳定了墨西哥的金融形势。从**1995**年第四季度开始，墨西哥经济开始逐步走出危机。



墨西哥金融危机的教训

- 汇率弹性
- 过快的金融开放进程、过于宽松的引资政策。长期资本**vs**短期资本
- 政府未能对金融部门的运作加以严格而有效的监管，从而使银行部门的放贷迅速膨胀，最终削弱了该部门抵御外部冲击的能力。



东南亚金融危机

- 1997年5月份，国际货币投机商开始大举沽售泰铢，泰铢兑美元汇率大幅下跌。
- 面对投机商气势汹汹的进攻，泰国央行与新加坡央行联手入市，企图捍卫泰铢阵地，他们动用了120亿美元吸纳泰铢；禁止本地银行拆借泰铢给离岸投机者；大幅提高利息率。
- 一番短兵相接之后，泰铢的地位暂时性保住了。



东南亚金融危机

- 6月份，投机商开始出售美国国债，筹集资金，再度向泰铢发起致命一击。泰央行奋起还击。
- 1997年7月2日泰国宣布放弃长达13年之久的泰铢与美元挂钩的固定汇率制，实行浮动汇率制，泰铢狂跌20%。



东南亚金融危机

- 7月11日，菲律宾央行在**一周之内**4次加息无效的情况下，宣布允许菲律宾比索在更大幅度内波动，一时间，比索大幅贬值。
- 紧接着，印度尼西亚盾、马来西亚林吉特相继成为国际炒家的攻击对象。**8月**，马来西亚放弃保卫林吉特的努力。



对泰国的反思

- 1996年后，美元对日元持续升值，泰铢对日元也不断升值，出口竞争力下降，国际收支恶化。
- 产业结构
- 僵硬的汇率政策
- 消费和房地产贷款在泡沫经济中埋下了银行坏账的种子、币种错配和期限错配
- 金融自由化
- 对应该倒闭的金融机构仍然注资



香港金融保卫战

- 港币实行联系汇率制。联系汇率制度开始于**1983年10月**，当时的港英政府宣布港元与美元直接挂钩，实行**1美元兑7.8港元**的预定官价。联系汇率制有自动调节机制，不易攻破。
- 但港币利率容易急升，利率急升将影响股市大幅下跌，这样的话，只要事先在股市及期市沽空，然后再大量向银行借贷港币，使港币利率急升，促使恒生指数暴跌，便可象在其他国家一样获得投机暴利。



香港金融保卫战

- 1997年8月份，投机商就几次试探性地对港币进行了冲击，他们利用金融期货手段，用3个月或6个月的港元期货和约买入港元，然后迅速抛空。致使港元对美元汇率一度下降到7.75 / 1。
- 香港金融管理当局通过抽紧银根、扯高同业拆息去迎击投机者。8月20日港市恢复平静，投机商无功而返。



香港金融保卫战

- 1997年10月国际炒家对香港金融市场的冲击，使香港经济损失惨重。10月21到23日的三天时间里，香港恒生指数累积下跌了将近3000点。
- 1998年7月底至8月初，国际炒家再次通过对冲基金接连不断地狙击港币，以期推高拆息和利率。很明显，他们对港币进行的只是表面的进攻，股市和期市才是真正的主攻目标。



香港金融保卫战

- 1998年8月14日，为了维护港元，香港政府携巨额外汇基金进入股票市场和期货市场，与炒家进行直接对抗。港府向香港的中银、获多利、和升等多家证券行指示，大手吸纳恒生指数蓝筹股，表示不惜成本，务求将8月期指抬高600点。
- 代行中央银行职权的金融管理局，直接入市干预期货股票市场，这在全球开放型资本市场上尚属首次。香港政府一反以往“积极不干预”政策，给投机者造成了始料不及的沉重打击。



香港金融保卫战

- 香港政府入市后大量买入投机资本抛空的8月股指期货合约，将恒生指数从8月13日收盘的6660点推高到28日的7829点报收，高于投机资本7500点的平均建仓价位，并迫使炒家们在高价位结算交割8月份股指期货。



香港金融保卫战

- 投机资本认为港府投入了约 1 0 0 0 亿港币，不可能长期支撑下去，因而决定将卖空的股指期货合约由 8 月转仓至 9 月，与港府打持久战。。
- 从 8 月 2 5 日开始，投机资本在 8 月合约平仓的同时，大量卖空 9 月合约。与此同时，港府在 8 月合约平仓获利的基础上趁胜追击，使 9 月合约的价格比 8 月合约的结算价高出 6 5 0 点。这样，投机资本每转仓一张合约要付出 3 万多港币的代价。投资资本在 8 月合约的争夺中完全失败。



香港金融保卫战

- 9月7日，香港金融管理局颁布了外汇、证券交易和结算的新规定，使炒家的投机大受限制。当日恒生指数飙升**588**点，以**8076**点报收。
- 加上日元升值、东南亚金融市场趋稳等一系列因素，使投机换汇成本大幅上升，最终不得不败退离场。



香港金融保卫战

- 对于港府入市干预，反对者认为，政府干预可能打击长线投资者来港投资；港府此举有损自由经济形象，会破坏其金融中心地位。
- 而支持者认为，港府向来信奉自由经济，但是人为操控的经济不是自由经济，港府入市旨在打破这种操纵，入市干预完全正确。



对金融危机的思考

- 曾经被妖魔化的资本管制 与
被请下神坛的资本项目自由化
- 资本账户开放需要一系列改革协同推进
- 随着金融市场化改革的推进，在有条件的情况下增大汇率弹性。




热钱的影响

- 热钱是指具有高流动性、高投机性, 在 世界各国之间进行套利活动的短期游资。其所到之处楼市高涨、股市飙升, 撤离之后市场萎靡、经济衰退。
- 如果一国经济始终保持稳定增长, 以短期投机为目的的资金很可能转而进行长期投资。
- 热钱的影响:
资产价格泡沫、降低货币政策的独立性



热钱流入我国的渠道

- 虚假贸易：进口低报、出口高报，预收货款、延迟付款，假贸易合同。
- 外商直接投资（**FDI**）：短期实际使用外资金额异常增长与投资项目下降的现象不排除有大量热钱混入其中。
- 地下钱庄
- 虚假海外并购



国际金融危机前后的国际资本流动

- 2002-2007：流向发展中国家
- 雷曼兄弟倒闭后：回流美国，使发展中国家面临流动性短缺、信贷紧缩
- 2009下半年至2011年上半年：发达国家的零利率与量化宽松，导致国际资本重返发展中国家
- 2011年9月之后：欧债危机的恶化，使得国际资本流出发展中国家，回流美国（国债市场避险）和欧洲（商业银行去杠杆）



托宾税

- 目的：
 - 控制短期资本流动
 - 填补财政税收，降低对金融体系的补贴
 - “富人”税
- 问题：
 - 所有国家达成一个共同征税协议？
 - 如何征收？是否有效？
 - 差异化的银行监管法规也许更好？谁来交税？高频交易、场外交易？搬迁？影响为退休而储蓄者

欧洲：金融交易税？

A graphic with a black background and a blue border. The text "FINANCIAL TRANSACTION TAX" is in white, bold, sans-serif font. Below it, "NOW!" is in a larger, white, bold, sans-serif font. A red circle with "0.05%" in white is positioned over the "O" in "NOW!".



- 2011年8月11日，德法两国首脑提议征收金融交易税减少短期波动
- 2011年11月15日，英国财政大臣奥斯本称，如果没有中国及美国等国的参与，欧盟实施金融交易税对欧洲大陆将是灾难性的



资本管制

- 数量型比价格型（比如托宾税）造成的扭曲更大
- 管理流入未必能降低资本流入规模，但能够改变期限结构（如：1990s智利的无息准备金URR）
- 管理流出一般被认为无效
 - 规避措施
 - 滋生腐败
 - 本应是危机中的短期对策被长期化
 - 是对投资者的隐性税收

如果规避成本足够高，资本管制就可以有效



资本账户完全自由化——准备好了没？

- 宏观经济的稳定性
- 金融机构的风险防御力：杠杆率、不良债权率
- 金融市场的广度与深度
- 汇率的灵活性
- 产权界定



番外：泰国朝令夕改的资本管制


- 出台背景
 - 2006年在泰国经济日渐活跃的背景下，泰铢对美元的升值幅度，开始明显高于本地区其他主要货币对美元的升值幅度
 - 短期资本冲击
 - 为避免东亚危机再现, 2006年12月18日，泰国政府宣布采取无息准备金制度
- 制度规定
 - 境外泰铢兑换，金融机构应扣留其30%金额作为准备金
 - 一年之后，被扣除资金的投资者可提供其资金至少已在泰国停留一年的相关证明，申请返还资金
 - 准备金不偿付利息



番外：泰国朝令夕改的资本管制


- 12月19日，泰国的股市指数跌幅达到14.84%，创31年来单日最大跌幅。
- 汇市上泰铢兑美元汇率跌幅达到2.85%，创3年来单日最大跌幅。
- 新加坡、马来西亚、印尼和菲律宾的股票市场全线下跌。

——资本账户的开放是很难逆转的
管制措施有可能加剧市场恐慌



外汇储备够不够？这是一个问题

- 发展中国家积累外汇储备：穷国成为资本输出国



持有外汇储备的必要性

- 应付国际支付的需要
- 应付对外债务偿还的需要
- 满足财富管理的需要
 - 外汇干预
 - 保持对本币和本国经济的信心
 - 支持货币政策操作
 - 实现代际间财富转移



持有外汇储备的成本

- 放弃持有其他更高收益资产的机会
- 增加货币投放产生的通货膨胀和资产泡沫压力
- 招致货币操纵指责引发的国际贸易摩擦

——总之，持有外汇储备的好处边际递减、坏处边际上升，所以，持有外汇储备并非多多益善。