

金融危机的国际传导机制探析

范爱军^{*}

内容提要 当发生金融危机国家的经济逐渐从危机的阴影中走出后,我们应该认真地反思这场危机是通过什么渠道和机制向外传递及扩散,并最终把许多国家卷入了它的冲击波范围。本文通过总结分析 90 年代以来发生在欧洲、墨西哥和亚洲的金融危机,指出其国际传导机制主要有以下几种:(1) 汇率与外贸的传导机制;(2) 游资与金融市场的传导机制;(3) 国际负债的传导机制;(4) 产业联动效应的传导机制。本文最后有针对性的提出了防范对策。

关键词 金融危机 传导机制 管理对策

一、金融危机国际传导的严重后果

无论是 1992 年爆发的欧洲金融危机、1994 年爆发的墨西哥金融危机,还是 1997 年爆发的亚洲金融危机,都是从发源地迅速向周边国家扩散、传导,给周边国家的经济发展带来了极其严重的负面影响。

以 1997 年 7 月爆发的亚洲金融危机为例。1997 年初泰国的货币币值因为被人为高估而遭到国际投机商的攻击,泰国中央银行动用大量的外汇储备维持较固定的联系汇率,将泰铢汇率的下降幅度控制在 10% 以内。然而,随着市场信心不断下降,联系汇率越来越难以维持。1997 年 7 月 2 日,泰国银行宣布泰铢实行有管理的浮动,并向国际货币基金组织寻求“技术性援助”,泰铢随之下跌 20%。这一事件成为亚洲金融危机的导火索,所引发的危机迅速在东亚国家传播。在此后的一年中,泰铢贬值了 54%,印尼盾贬值了 73%,马来西亚林吉特贬值了 45%,菲律宾比索贬值了 40%,新加坡元贬值了 19%,韩元贬值了 110%。金融危机引起了这些国家经济的衰退,吞噬了多

年来创造的财富。统计数据显示,危机波及的国家形成了 1 万亿美元的坏账,股市市值损失 2 万多亿美元,国内生产总值减少了 3 万多亿美元。印度尼西亚经济趋于崩溃,1998 年经济负增长 13.2%;同期泰国经济负增长 10%;马来西亚经济负增长 7.5%;新加坡和韩国经济均负增长 5.8%。在韩国,连财阀级的大企业集团也逃脱不了这场危机的冲击,或是倒闭,或是岌岌可危,尤其是韩宝集团、起亚集团、汉拿集团、双龙集团的破产更加使韩国经济雪上加霜。1999 年上半年,危机的破坏作用在持续,这些国家的 GDP 增长率仍呈现负增长。到 1999 年的下半年,受危机波及的亚洲国家经济开始逐渐走出危机的阴影,进入艰难的恢复与调整时期。

受金融危机的冲击中国出口受挫,并进而影响整个国民经济的稳定增长。据测算,1998 年中国出口增长率仅为 0.5%;1999 年得益于下半年亚洲市场的复苏,全年出口增长率也只达到 6.1%,远低于前几年的两位数增长。

^{*} 范爱军:山东大学经济学院 济南市山大南路 27 号 电话:0531-8563939 250100。

二、金融危机的国际传导机制

总结分析 90 年代以来发生的欧洲、亚洲和墨西哥金融危机,我们发现其震荡及破坏作用主要是循着以下传导机制扩散出去的。

(一) 汇率与外贸的传导机制

一国货币汇率变动的直接结果是影响该国的进出口贸易,并进而影响整个国民经济的发展。当一国货币贬值时,会对该国的外贸带来双重影响:一是因本国出口商品价格下降而增加出口量;二是因进口商品价格上升而减少进口量。但是,从贸易额的增减来看,本币贬值是否必然会导致出口的增加和进口的减少,则是不确定的。经济学家们通过分析得出了一个一般性的结论,即马歇尔-勒纳条件。该条件认为,只有当 $|dx| + |dm| > 1$ 时, (dx 是出口需求的价格弹性, dm 是进口需求的价格弹性), 本币贬值才能够起到扩大出口、减少进口的作用。人们对工业国家进出口产品的需求弹性进行统计分析的结果表明,大多数国家的需求弹性都满足 $|dx| + |dm| > 1$ 的条件。所以一般认为,一国货币汇率下跌将扩大出口,限制进口,促进贸易收支的改善。

当危机发源国出现本币贬值后,危机便会循着汇率与外贸的传导机制向外扩散。假设甲国为危机发源国,乙国为受危机影响国。当甲国发生了金融危机,货币贬值,其商品无论在甲国市场、乙国市场还是在第三国市场上,都具有了价格竞争力。面对这种竞争压力的乙国只能有两种选择:或者使本国货币贬值,或者不贬值。如果选择前者,迫于竞争压力,乙国货币币值也相应大幅度下调,在保持了外贸竞争力的同时,会引发一系列其他恶果,如引起乙国股市、汇市的震荡,引起经济衰退和社会的不稳定,并最终把金融危机全面传入乙国。在 1992 年的欧洲金融危机中,芬兰马克率先贬值,引发了意大利里拉、英镑、西班牙比塞塔、葡萄牙埃斯库多等货币的相继贬值,并引起了这些国家经济的动荡。欧洲货币体系(EMS)规定,成员国货币对内实行可调整的固定汇率,对外实行自由浮动。由于欧洲国家的产业结构和出口结

构很相近,因此一国货币的贬值便引起了其他国家货币币值的竞争性下调。亚洲发生的金融危机也惊人地相似:危机发源国泰国货币的大幅贬值,引起了周边国家和主要贸易伙伴国货币的急剧贬值,仅东南亚各国货币的平均贬值幅度就高达 40%,使这些国家的经济、金融市场发生剧烈动荡。在前面的假设中,乙国的另一种选择是保持本国货币币值的稳定。这样做的结果是乙国货币相对于甲国而言处于币值高估状态,会影响出口。如我国政府在亚洲金融危机中坚守人民币不贬值的承诺,出口受到较大抑制。越南也因本币贬值幅度较小而使出口行业受到了损害,并进而影响了整体经济的稳定增长。面对贸易伙伴国出现的金融危机和货币贬值,受危机威胁的国家更愿做出的政策选择是使本币贬值,以减缓危机对本国经济的直接冲击,并尽可能地以贬值手段把危机的破坏作用转嫁出去。其结果必然是:一国又一国的货币贬值,危机在一国又一国间传导。

(二) 游资与金融市场的传导机制

据国际货币基金组织估计,目前在全球金融市场上以银行短期存款或其他短期存放形式存在的游资至少有 7.2 万亿美元。游资是指为追逐高额利润而在各金融市场之间流动的短期资产,它具有投机性强,流动性快,倾向性明显的特征。游资的存在,对调节国际间的资金余缺和活跃金融市场能够起到一定的积极作用。但是其负面作用也相当大:一是游资会因投机性操作动摇某国汇率而引起外汇市场的大起大落,最终扭曲汇率水平;二是游资在某国的大量进出,会造成外汇储备的大增大减,推动股市的大升大降;三是游资的迅速移动,往往与各国的货币调控政策呈反向作用。比如,当一国为抑制通货膨胀而提高利率时,国际游资就会大量涌入,迫使该国被动增加货币量,加重通货膨胀。这显然会增加货币管理当局稳定经济的难度和影响该国宏观调控的预期效果。游资不仅会引发经济动荡和金融危机,而且会通过金融市场中的投机运作把危机传给其他国家。

以索罗斯的“量子基金”为代表的投资基金在国际金融市场的投机运作具有典型意义。1992 年,索罗斯发现由于欧洲各国经济发展差异很大,

欧洲货币体系面临矛盾和困难,特别是当时的英镑汇价过高,而英国经济严重衰退,英镑难以维持现有汇率,于是押上了对英镑投机操作的巨额赌注——价值百亿美元的空头仓。尽管英国政府动用了数百亿美元的外汇储备干预市场,并两次宣布提高利率,但仍无法阻挡以索罗斯为首的投机资本(其他各类游资在“量子基金”示范效应的影响下也加入到了对英镑的投机操作中)潮水般的进攻。英国政府于1992年9月16日被迫宣布退出欧洲货币统一汇率体制,英镑大幅贬值,索罗斯净赚9.58亿美元。在英国投机操作成功后,大量游资又通过国际金融市场转入了对其他国家货币的攻击。索罗斯在法国、德国做多头期货,在意大利等国做空头,又获利10多亿美元,给欧洲各国经济带来了波浪式冲击,从而引发了欧洲金融危机。

在亚洲,金融危机通过这一渠道的传导也是十分明显的。国际游资的操纵者首先在泰国银行开立泰铢账户,从泰国银行大量借入泰铢并予以抛售,同时大量买入美元。在投机势力强烈冲击下,泰国爆发金融危机。当泰国实行浮动汇率并引发金融危机后,国际游资又通过开放的金融市场把进攻的矛头对准了菲律宾。1997年7月7日,菲律宾中央银行为防止货币大幅波动,一夜之间提高利率20%,并将国内隔夜贷款利率从24%提高到30%。但由于比索遭到大量抛售,菲中央银行不得不在1小时内抛出4亿美元干预市场。7月11日,菲央行被迫把相对固定的汇率制改为“根据市场因素在更大范围内浮动”的汇率制。当日,比索对美元汇价下跌11.6%,菲律宾因此陷入了金融危机。韩国、马来西亚、印度尼西亚等也各自开放的金融市场和国际游资的传导而同样陷入金融危机。

(三) 国际负债的传导机制

借外债发展经济是落后国家走向富裕的一条捷径。然而,如果对外债的使用和管理不合理,比如负债太多,偿债率太高等,也会使负债国陷入债务危机难以自拔,并会通过国际负债的传导机制把危机传入向外贷款的债权国。一国对外负债额占国内生产总值的比重通常不应超过10%,否则

将会带来偿债困难。但有些国家由于国内储蓄不足,其投资便过多地依赖外债。如1994年墨西哥的外债额相当于当年GDP的43.5%。1997年亚洲金融危机爆发前,泰国的外债额为当年GDP的55%,马来西亚也高达50%。当债务国陷入危机难以按期偿还外债时,债权国银行便会出现坏账而导致资金周转困难,这会使债权国出现信贷紧缩和支付危机,进而引发国内的金融危机和经济衰退。

国际负债传导机制的作用在20世纪80年代的世界性债务危机中表现得最为突出。当时的拉美国家为加快经济发展,大量从发达国家借入资金,其借入量远远超过了实际偿还能力。世界通行的偿债率(当年的偿债额与当年出口创汇额的比率)安全线为20%,而当时拉美各国的偿债率多数都超过了安全线,有的国家偿债率甚至高达40%以上,结果导致了一场大范围的债务危机。这些国家的各项经济指标严重恶化,比如1988年的通货膨胀率,巴西达到934%,墨西哥为160%,秘鲁竟高达1700%。世界银行1988年公布的17个债务大国中,拉美国家就占了12席,而且拉美国家由于陷入债务危机使得所欠大量外债难以按时偿还,这就又把很多向外贷款的发达国家拉入了危机。当时的美国、日本、欧洲的众多金融机构因不能按时收回贷款而处于风雨飘摇之中,接二连三地出现了金融机构破产事件。

当危机循着传导机制由债务国传向债权国后,受危机波及的范围并未就此止住,而是继续向其他国家蔓延。债权国在受到债务危机的强烈冲击后,开始调整金融政策和贷款政策,纷纷从那些与债务国经济发展相似的国家中抽逃资金,规避风险。发达国家金融机构的这种撤资和减少贷款的行为,引发了新一轮的金融危机,并把更多的国家牵连进危机。如1988年,拉美国家由于偿还债务等原因把311亿美元交给了发达国家,而从债权国那里所得到的资金仅为76亿美元。这种资金的倒流对于资金十分紧张的拉美国家经济来说如同雪上加霜,其中很多国家的经济发展本来是平衡和稳定的,却在国际负债传导机制的作用下最终被卷进破坏力巨大的金融危机的旋涡之中。

(四) 产业联动效应的传导机制

世界各国的产业政策与产业结构不尽相同,但有一点是相似的,即都在采取措施加强本国产业的国际竞争力,并鼓励出口产业的发展。其结果是:各国的出口产业和全球的生产能力都在急速扩大,出口产业把各国经济紧密地联系在一起,同时,一国出现的金融危机也会沿着产业联动效应的渠道传向其他国家。

产业联动效应的传导机制是通过“存货的加速原理”和产业的“结构性震荡”两条途径发生作用的。所谓存货的加速原理,是指当出现经济衰退和消费需求下降时,生产企业的库存会大量增加,为了使存货降低到企业所能承受的水平,企业在短期内会大幅度减少生产,解雇工人,减少对供应商的原料采购。对供应商来说,意味着存货超过正常水平,需要缩减生产,这反过来又会进一步减少消费需求。如此循环反复,会把更多的产业和行业卷入危机,并由此引发社会上信贷链条的断裂和导致金融危机的发生与蔓延。由此可见,金融危机的关键问题并不是银行,而在于企业。本币贬值、高利率以及销售额的下降恶化了企业的资产负债表,削弱了企业的财务状况,企业减少存货对付经济衰退的措施,使危机又传向了其他的产业和行业。由于各国产业同国际市场的联系日益密切,外贸依存度普遍较高,一旦某国的某一产业因结构不合理、投入的短期资金太多或替代品的出现而产生非效率,就会影响国际上与该产业相关的其他产业的发展,出现大量公司的倒闭,从而使与之有密切联系的金融机构坏账骤增、经营困难,最终引发国际性金融危机。

结构性震荡的联动效应,是指某些国家在产业结构方面与危机发生国十分相似,产业的碰撞使这些国家也出现了结构失衡状态,从而引发国际资本对这些国家的资本和货币市场进行类似的投机性冲击和规避性撤离,导致它们也出现严重的金融动荡。受亚洲金融危机冲击较大的东南亚国家,在其经济起飞阶段主要是依靠以劳动密集型产品为核心的出口导向产业带动国民经济增长。这类产业大多是借助外国投资建立的“加工组装型”产业,其特征是加工设备和零部件、半制成

品靠国外供应,依靠国内廉价劳动力加工组装成工业制成品,然后再销往国外市场,东道国得到的只是加工费。由于加工组装型产业中的加工费部分普遍偏低,迫使东道国不断扩大加工组装业务的规模,以便赚取更多的外汇,偿付进口的资本货物(加工设备和中间产品)。加工组装型产业能增加就业机会,适合东南亚国家资本少、劳动力多的特点,因而受到这些国家的普遍欢迎和大力推广。这种发展模式一方面确实对东南亚国家的经济增长起到了重要的支撑作用,另一方面也导致这些国家产业结构严重的相似和较深的对外依附性,从而为金融危机在国际间的快速传导埋下了隐患。在一个区域内各国产业结构的过分相似,会使某些商品严重过剩,不断出现的全球性产业结构调整便会首先在这类结构失衡的地区中进行。国际性产业结构调整通常以两种方式得以完成:一种是主动型的,表现为政府主动采取措施对本国的产业结构进行调整;另一种是被动型的,表现为由经济危机、金融危机进行破坏性调整。东南亚各国主动采取的产业结构调整措施明显不足和迟缓,于是就爆发了金融危机迫使其做出结构调整。泰国由于产业结构内部深层次的矛盾加之外部游资的冲击而首先爆发了金融危机。泰国政府立刻采取本币贬值政策,把国内过剩的产品向国外推销以减弱危机的破坏性。其他东南亚国家由于产业结构的趋同性和对外依附性,被泰国的金融危机所传染。

三、对策分析

金融危机之所以能循着传导机制从发源国传向另外一些国家,关键在于后者的体制、政策、制度等方面是否存在着若干缺陷和漏洞,如果能有针对性地加以弥补和完善,金融危机被传导的可能性将会小得多,其破坏作用也会在很大程度上被抑制。

(一) 建立防范国际金融危机的预警系统

国际性的金融危机在大规模爆发之前往往有一个酝酿的过程,在这个过程中经济运行会显露出各种不正常的迹象。如果人们能对这些不正常

的迹象进行总结和归纳,建立起某种模型或指标体系,对酝酿中的金融危机(包括原发型和被传导型)进行预警,便可及时采取各种防治性措施。

建立外债监测指标体系对金融危机进行预警便是一种可供借鉴的做法。一个国家外债过多,造成偿债困难,是发生或被传导金融危机的重要原因之一。但是,国际经验表明,借外债进行负债经营是经济落后国家摆脱贫困状态的一条捷径,并不必然会引发债务危机和金融危机。这里的关键是借外债的“度”要把握好。经过长期的总结,经济学家们建立起了一套估算外债负担和对危机进行预警的指标体系,主要包括以下几项指标:

(1) 偿债率,即当年的偿债额(到期债务本息)与当年出口收汇额的比率。国际上一般都把偿债率作为衡量一国借外债“度”的综合指标。国际公认的偿债率警戒线(又称安全线)为20%,即超过20%便进入了危险区,容易引发危机。(2) 负债率,即外债额与GDP的比率。其经济含义是指一国的负债水平主要受经济发展水平的影响。负债率的警戒线为10%。(3) 短期债务率,即短期债务与全部外债的比率。短期债务是指期限在1年以内的债务,特点是所投资的项目尚未形成生产能力就已到了还债期。因此,短期债务越多,就越容易陷入危机。国际公认的短期债务警戒线为25%。(4) 外债增长率,即当年外债增长额与年初外债余额之比。它反映一年内外债的增长速度,警戒线为其增长应低于国内生产总值的增长速度。(5) 配套资金率,即外债与本币的投入比率。借用外债只有与足够的本币相配套,才能充分发挥作用,使成本更低、效益更好。国际经验表明,配套资金率应为1:2.5,即1单位外债要与2.5单位本币相配套使用。在国内资金紧缺时,更应重视配套资金率的考核,切勿盲目扩大外债规模。(6) 外资依存率,即利用外资与国内总投资的比率。其经济含义是,一国总资本的形成对外资的依赖程度应进行有节制的控制。外资依存率的警戒线各国差别较大,一般认为不宜超过5%。

(二) 利用各种金融创新手段防范国际金融风险

国际金融危机的产生与传导,主要是由于各

国存在金融风险。但金融风险只是构成了危机的可能性,并非是必然性,只要防范措施得当,便可以避免金融危机的发生与传导。要降低金融风险,一般有两种方式:分散风险和转移风险。分散风险就是运用“不把鸡蛋放在一个篮子里”的原理来管理风险,这种方式的依据是著名的证券投资组合理论。但这种方式的局限性很大,证券投资组合本身只能对某些种类的风险进行分散。转移风险则是将风险转移给有能力承担并愿意承担风险的投资者。金融市场中并不是所有的投资者都是风险的厌恶者,有些投资者愿意承担风险并赚取风险利润。风险转移不是无偿的,而是以付给对方风险报酬为条件的。金融衍生市场就是一种可被用来转移风险的市场。

在金融衍生市场中,人们可以利用各种金融创新手段防范金融风险。可采用的金融创新手段主要有以下几类:

(1) 期汇交易。又称远期外汇交易,是指外汇买卖双方成交以后,并不立即办理交割,而是根据所签订的远期合同,在未来固定的日期或可选择的日期,按照约定的远期汇率办理交割的外汇买卖交易。借助远期外汇交易控制汇率风险是人们常用的一种方法,可以被广泛用于各类外汇风险的管理。(2) 外币期货交易。这是指在未来日子交割一定数量外币的交易活动。外币期货合同产生的基本原理是将外币债务转变为标准合同,其价格由市场的供求关系决定。外币期货市场上的套期保值和投机在原理上与远期外汇交易一致,只是技术过程稍有不同。这种方式能将风险从套期保值者部分地转向投机者,并且能在两者之间形成某种最优的风险——收益均势。(3) 即期合同交易。这是指拥有外汇债务或债权的交易方与外汇银行签订购买或出卖外汇的即期合同,以消除外汇风险。即期合同运用的基础是现货交易,一般需在签约后的第二个营业日内办理完实际交割,所以能在一定程度上消除时间风险和货币风险。(4) 金融掉期交易。金融掉期业务对债务国来说主要包括三种形式:货币掉期、利率掉期和期权调换。货币掉期是对债务本金而言;利率掉期则只涉及到债务本金的利息;期权调换包括缩短或延长

债务期限两种情况。金融掉期业务的操作主要应根据债务国对各种外币的汇率和利率变动趋势所做的预测,以及根据本国外债的使用状况和偿债能力而灵活掌握。如果所借债务的货币开始形成强币时,则应通过货币掉期,掉换成弱币,以便减轻强币汇率上升所带来的风险损失。倘若经过货币掉期后,弱币利率具有上升趋势,则还应通过利率掉期交易把原来的浮动利率变成固定利率方式付息,以减轻利息负担。如果债务中的短期外债过多,并且还债高峰又过于集中,债务国的偿债能力不足时,可以通过期权调换来延长债务期限,以便平抑还债高峰。而当预期所借债务货币汇率具有上升趋势时,则应采取缩短债务期限的方式,提前偿还债务本息,以减轻因汇率上升而造成的汇率风险损失。国际金融活动的实践,已使各国认识到了各类金融创新手段是转移和防范金融风险的有效工具。

(三) 建立市场化的金融体系,抵御国际金融危机的侵袭

一国只有建立起充分市场化的、高效率的、稳健运行的金融体系,才能真正确保本国经济运行不受或少受国际性金融危机的干扰。这就需要做好以下几方面的工作:

(1) 强化金融机构尤其是银行的市场化经营机制。需要调整政府与金融机构的关系,减少行政干预,维护金融机构的经营自主权,使其能独立地严格审查各类贷款项目。(2) 健全和完善金融监管体系和中央银行的调控体系。根据国际上有关银

行业监管的规定,应特别注意对银行资本充足率、资产流动性、风险管理与控制能力方面的监管,努力完善和健全银行的内部自律制度。同时应增强金融机构的资本市场透明度。(3) 完善金融市场的制度。首先应强化信息披露制度,增强市场的透明度;其次要完善入市制度和“游戏规则”,提高主要市场成员的标准并加强对其经营活动和财务状况的监管,以保证市场的安全性和增强投资者信心;再次是要建立健全市场退出制度,避免因某一市场成员的退出而引起市场震动。

(四) 调整出口市场结构,实施有重点的市场多元化战略

如果一个国家国民经济的出口依存度比较大,并且其出口又过分集中于几个国家,实际上就是把本国经济发展的稳定性与这几个国家经济发展的稳定性紧紧捆绑在一起。一旦后者在经济发展过程中发生大的危机,就会把前者牵连进去。

为消除因对某些出口市场的过分依赖而潜伏下的危机,一国政府就必须调整出口市场结构,实施有重点的市场多元化战略。针对我国当前的情况,这一战略应表现为大力拓展欧美市场,重点开拓拉美、非洲和中东欧新兴市场,力保和巩固亚洲传统市场,逐步形成一个布局均衡的、合理的、多元化的市场结构。这其中不断开拓新兴市场的意义尤为重要。

(截稿:2001年1月 责任编辑:李元玉)