

f66

3-8-19

张德远 著

中国农业出版社

金融危机的 理论与对策

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机的理论与对策/张德远著. - 北京: 中国农业出版社, 2001.2

ISBN 7-109-06716-5

I. 金... II. 张... III. ①金融危机-研究-东南亚
②金融危机-对策-中国 IV. F 833.305.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2000) 第 82309 号

中国农业出版社出版

(北京市朝阳区农展馆北路 2 号)

(邮政编码 100026)

出版人: 沈镇昭

责任编辑 姚 红

中国农业出版社印刷厂印刷 新华书店北京发行所发行

2001 年 2 月第 1 版 2001 年 2 月北京第 1 次印刷

开本: 850mm×1168mm 1/32 印张: 7.75

字数: 189 千字 印数: 1~2 000 册

定价: 16.80 元

(凡本版图书出现印刷、装订错误, 请向出版社发行部调换)

第一章

导 论

一、研究课题的必要性

爆发于1997年年中的东南亚金融危机，不但是20世纪90年代中最重大的世界经济事件，而且也是工业化以来，世界经济史上仅次于1929—1933年危机的重大的金融和经济风暴之一。同时，自1997年下半年起，东南亚金融危机从一个国家蔓延到一个区域，继而又发展成全球性的经济风暴，其传播速度之快、波及面之广、影响之深是90年代以来未曾有过的。虽然在这场危机的高潮已经过去，但是它的蔓延仍在继续。例如，根据最新资料反映，最初受东南亚金融危机的蔓延而引发的俄罗斯和巴西的金融危机，目前又传导到了阿根廷。这个远在南美一隅、美元和其本国货币比索在国内市场并用的国家，又陷入了难以自拔的金融危机之中^①。另一方面，从发展中国家的角度观察，我们完全可以说，东南亚金融危机又是发展中国家在战后追赶发达国家的努力中，所遭遇到的最大的挫折。我们纵观本次危机，就会发现，被危机侵袭的国家和地区，不是新兴市场国家，就是经济转型国家，它们基本上都属于发展中国家。这些国家在极其短暂的时间内，甚至在几个月内，就从较好的经济状况，一下子陷入

^① 参见1999年5月10日阿根廷中央银行行长Pedro Pou给IMF总裁康德苏的信。

了严重的经济萧条之中：物价飞速上涨、失业大幅上升、食品短缺、贫困加剧、社会问题丛生。这场危机使许多发展中国家经过几十年艰苦奋斗所创造的财富，一夜间突然消失，使这些国家的经济至少倒退 10 年^①。

我国也属于发展中国家。不论在社会和经济背景上，还是在国际资本市场和国际金融体系的地位上，抑或在希望达到的经济目标上，我国都和东南亚金融危机爆发国有许多类似之处。同时，我国国内经济中还明显地存在着许多可能引发金融和经济危机的严重的不利因素，例如庞大的银行不良资产、金融体系对政府的过度依赖、房地产大量积压、国有企业亏损严重、下岗再就业困难突出等等。其中有些问题甚至比东南亚危机最初爆发国（泰国）还要严重。1997 年东南亚危机爆发后，我国政府采取了一系列重大措施，使我国没有像其他许多国家那样，被卷入这场危机。但这并不意味着我国经济中的严重不利因素缩小或者消失了，也并不意味着我国不再存在爆发类似东南亚风暴的金融和经济危机的可能性。如果我们不及时地、适当地消除这些不利因素，我国发生金融危机的可能性也并非不能转变为现实性。换言之，我国虽然已经成功地避免了本次金融危机，但是，这绝不表明我国已经从根本上消除了可能引发金融危机的潜在根源。

那么，中国今后可能发生金融危机或经济危机的根源在哪里呢？中国为什么能够避免这场危机呢？要回答这两个问题，我们首先必须充分分析东南亚危机的根源。这样的根源，显然有国内根源和国际根源两大类。但是，个别发展中国家无法消除导致危机的国际根源。因此，如何为避免危机而消除国内根源就显得极其必要。了解了东南亚危机的根源，尤其是国内根源后，我们就能理解中国避免这场危机的基本原因，找出中国仍然存在着的引

^① 白瑞明：《亚洲金融大动荡与中国经济的慎思》，中国金融出版社，1998 年，第 352 页。

发危机的潜在根源,从而研究我国如何长久地、最终地避免经济发展过程中严重的金融和经济危机。根据这样的思路,同时也根据所研究问题对我国经济发展的迫切性,本书将东南亚金融危机的成因与中国避免金融危机的原因,作为研究的主要课题。

二、金融危机的研究现状

东南亚金融危机给整个世界经济,尤其是国际资本市场与货币市场带来了严重的动荡,也引起了全世界经济学家的广泛的关注。可以说,在危机爆发之前,世界上没有一种经济理论能够揭示东南亚金融危机的可能性^①,也没有一个经济学家能够预见到东南亚金融危机的迫近或爆发^②。经济理论在这里陷入窘境的原因很多,其中最重要的一点,是与以往发生的经济和金融危机不同,在这次东南亚金融危机爆发前,东南亚五个国家的经济状况似乎始终是良好的。在这些国家中,通常用来衡量经济周期的实际指标和货币指标,例如产出增长率、财政赤字、通货膨胀率、储蓄率、投资率等,似乎都没有危机的征兆;危机发生时,东南亚五国所处的国际经济政治大环境对它们仍然是有利的:全球贸易稳定增长、工业国家以及世界资本市场的利率低且稳定、新兴市场经济国家贷款利率下降^③。所以,一旦危机爆发,经济学家

① 胡坚:《亚洲金融风暴后的再崛起》,经济科学出版社,1998年,第14页。

② 国内有些文章提出美国经济学家 Krugman 曾在 1994 年的《亚洲神话》一文中就预测到亚洲可能发生金融危机,这实际上是误传。Krugman 在那篇文章中仅仅指出亚洲的“奇迹”是靠要素的高投入而获得的。他只是认为这种状况不会持久,而根本没有谈到危机的因素。参见:Krugman, Paul (1994). “The Myth of Asia’s Miracle,” Foreign Affairs, November/December.

③ 新兴国家以往发生的危机,往往与国际环境有关。例如造成 80 年代墨西哥危机的重要环境因素是美国利率的大幅度上升。参见 Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell and Andres Velasco (1996). “Financial crises in emerging markets: the lessons of 1995.” Brookings Papers on Economic Activity No.1 147~217.

立即显得手足无措。国际货币基金组织的最初救援方案，本意是想把危机限制在小范围内，结果却弄巧成拙，反而加深了危机，这就是经济理论陷入窘境的一个证明。

鉴于东南亚金融危机的严重性，它一经爆发，就引起了国际经济、金融界的广泛注意。国际货币基金组织、世界银行以及许多著名国际金融机构、著名经济学家、金融学家都对危机产生的原因和危机传播的机制提出了自己的观点，各类文章迅速地出现在学术刊物和大众传媒上。仅仅在危机爆发以来的不到两年时间里，有关东南亚金融危机的文献，便已经是汗牛充栋，不计其数了。这里，本书根据所搜集到的主要资料，把有关东南亚金融危机之成因的观点，大致归纳为以下九种：

1. 结构危机说。该说认为东南亚金融危机实质是危机发生国的经济结构不合理造成的。这一观点在我国学者中较为普遍^①。

2. 政策或制度失误说，也称宏观经济基础恶化说。该说把金融危机视为东南亚国家政府因采取了不适当的、甚至是错误的经济政策和金融制度而导致的宏观经济基础恶化的结果。这一观点主要以美国麻省理工学院教授克鲁格曼（P. Krugman）为代表，许多文献也把这一观点称为“宏观政策失误论”^②（本书第二章将作详细介绍）。

3. 投机主因说。该说认为东南亚金融危机完全由国际投资资本的不良行为造成。这一观点以马来西亚总理马哈蒂尔为代表^③。

4. 金融恐慌说。该说认为，东南亚金融危机的唯一原因就是金融恐慌。这一观点主要以美国哈佛大学教授萨克斯（J.

① 裘逸娟、熊诗平：《东南亚金融危机根源引发的思考》（上海财大学术讨论会资料），1998年3月。

② Krugman, Paul. 1998. "What happened to Asia?" in Paul Krugman's web page (<http://web.mit.edu/people/krugman/index.html>) .

③ 杨帆：《狙击风暴》，中国经济出版社，1998年，第174页。

Sachs) 为代表^① (本书第二章将作详细介绍)。

5. 生产过剩说。该说认为, 东南亚金融危机的实质是一种生产过剩, 即它是由资本主义生产过剩所酿成的危机^②。

6. 东南亚经济模式终结说。该说认为这场危机本质上是东南亚经济发展模式的危机, 它预示着这一发展模式的终结^③。

7. 金融混乱说。该说认为, 东南亚金融危机是国内金融混乱所导致的必然结果^④。

8. 欧洲收缩说。该说认为, 东南亚金融危机的根源在于近年来欧洲采取的经济紧缩和货币贬值政策, 使大量国际游资从欧洲流向美国, 再由美国转向东南亚国家, 由此, 引发了金融危机^⑤。

9. 金融霸权说^⑥。该说认为东南亚金融危机的主要原因是以美国为首的金融霸权主义者对国际金融市场的操纵。

进一步观察上述九种看法, 我们可以发现这些看法在基本点上既有一定的相似性, 也有一定的对立性。所以, 从大的方面来看, 我们能够把它们总结为两大类观点: 第一类观点可称为“国内根源论”。它们着重在危机发生国的国内因素中, 寻找危机的根源。例如, 上述第1、2、5、6、7种观点就是如此; 第二类观点可称为“国际根源论”。它们和前一类观点相反, 侧重于从国际市场的经济、金融因素出发, 探讨东南亚危机的根源。上述第3、4、8、9种看法便属于这一类观点。

① Radelet, Steven and Jeffrey Sachs (1998). "The onset of the East Asian financial crisis," National Bureau of Economic Research Working Paper No.6680, August.

②③ 裴逸娟、熊诗平:《东南亚金融危机根源引发的思考》(上海财经大学讨论会资料), 1998年3月。

④ 杨帆:《狙击风暴》, 中国经济出版社, 1998年, 第174页。

⑤ 该说系由曾经提出“国际大循环”理论的王建提出。

⑥ 克里斯托夫和桑格: "How U.S. Wooed Asia To Let Cash Flow In (美国引导亚洲资本过分流动)"《纽约时报》1999年2月16日。

从国际间的学术讨论的角度来看，在我们总结的这第一大类观点内，最有代表性、影响最大的看法，是克鲁格曼的宏观经济基础恶化论。克鲁格曼认为，东南亚金融危机的根本原因，在于东南亚各国的宏观经济基础存在严重问题。它们主要表现在这些国家的经常项目逆差巨大、短期外债严重、信用膨胀过度、金融体系脆弱和金融监管软弱等方面。他提出了一个新的分析概念，叫做“经常项目逆差的可承受性”，并由此出发，分析了东南亚各国宏观经济基础出现的问题，如何导致了经常项目逆差可承受性的动摇以致丧失，并最终导致金融和经济危机。克鲁格曼的分析无疑是有启示性的。不过，他所指出的宏观经济基础问题，在发展中国家普遍存在。这些问题的严重程度，在某些其他发展中国家（例如印度、巴基斯坦），可能比在东南亚危机发生国还要严重得多，但危机却偏偏在事前被经济学家普遍看好的东南亚五国发生了。因此，从某种意义上说，克鲁格曼的国内根源论，只能表明一个国家存在着爆发危机或者受危机蔓延的可能性，而不能说明其必然性，否则，我们就无法解释其他发展中国家，为什么没有发生这种危机或者没有在这个时候发生危机。所以，为了说明危机如何从可能性变成现实性，我们显然还需要考虑其他引发危机的因素，而不能仅仅满足于克鲁格曼的国内根源论。

在“国际根源论”中，影响最大、传播最广的，无疑是萨克斯的“金融恐慌论”。萨克斯也分析了东南亚危机发生国的国内经济状况，但他没有发现克鲁格曼所言的现象，即东南亚各国在危机前，其经常项目逆差的可承受性已经丧失。萨克斯还分析了东南亚危机发生前的国际经济和金融状况以及它们对东南亚五国的影响，但同样没有发现国际货币和实际经济的长期指标，在危机发生前有特别的恶化并引发了东南亚危机。在这样的情况下，他进一步分析了国际短期资本的流动，发现由某些偶然的，尤其是心理的因素，会引发国际投资者突然的危机恐惧，造成他所说

的“金融恐慌”。金融恐慌的具体表现就是投资者突然从某一国家撤资。大量撤资所产生的对撤出国外汇储备的需求，导致了撤出国外汇市场的崩溃，造成了这个国家的货币和经济危机。毫无疑问，萨克斯所指出的金融恐慌在东南亚危机中，尤其是在危机的传播中，起着极其恶劣的作用。不过，如果我们希望进一步了解，为什么国际投资者心理会突然发生变化，国际金融界会突然恐慌起来，那么，萨克斯的分析就显得不够深刻。事实上，如果我们不把一场像东南亚金融危机这样规模的经济事件，视为偶然事件，我们就应当寻找这一事件的必然性基础，而不能仅仅停留在“金融恐慌”的层次上。

因此，总的说来，两年来国内外学术界关于东南亚金融危机成因的讨论以及所形成的两大类观点，虽然为我们提供了丰富的思想资料和大量的分析启示，但是，这些观点似乎还不足以合乎逻辑地解释，为什么东南亚国家在20世纪90年代中期会爆发如此严重的金融和经济危机。这样，它们也还不足以充分地说明，一个发展中国家如何避免重蹈东南亚国家的复辙。

三、本书的主要观点

本书在仔细考察了东南亚金融危机发生国的宏观经济基础和国际金融与经济状况的基础上，提出了自己粗浅的看法。作者认为，东南亚金融危机的根本原因，是当今经济金融全球化快速发展与发展中国家金融体系相对落后和现有国际金融体系不合理的矛盾。这种矛盾往往在经济金融全球化体系的薄弱环节激化而爆发金融危机。金融全球化不但要求发展中国家相应地改革和完善它们的金融体系，而且也对国际金融体系提出了全新的要求。发展中国家一方面需要在国内建立起适应金融全球化的金融体系，另一方面也要求自己在国际金融体系中占有恰当的地位。但国际金融体系的更新和改革，又主要地受着主导这一体系的发达国家的影响，后者首先考虑的，则是本国的经济和金融利益。这样，

国际金融发展的矛盾，就突出地表现为金融全球化和发展中国家金融落后与国际金融体系扭曲的矛盾。显然，这一矛盾的激化，不会出现在金融全球化程度较低、参与国际金融体系不深的发展中国家，虽然这些国家的金融体系可能极为落后，比如印度及20世纪90年代以前的中国等。它也不会出现在金融全球化程度较高、但国内金融体系较为健全的国家，例如欧洲的一些小国。它更不会出现在主导国际金融体系的金融大国。这一矛盾的激化最可能出现的国家，是那些较多地参与了金融全球化、较多地把本国经济暴露在扭曲的国际金融体系之下，同时国内金融体系又没有相应改革和完善的发展中国家。这些国家只要一有风吹草动，宏观经济基础就会恶化，触发金融危机的因素就会比较明显，国际金融市场投资者的心理就会动摇，金融和经济危机就可能在这些国家首先爆发。这种危机通过经济金融全球化所带来的国际间、区域间的相互联系，通过各种传导渠道向其他国家和地区蔓延，并形成全球性的或者至少是大范围的危机。

本书将首先发生金融危机的国家或地区称为金融危机的原生国或原生地，这些国家和地区发生的金融危机则称为原生性金融危机。本书认为，发生这种原生性金融危机的主要原因，是这些国家或地区处于区域经济一体化的最薄弱环节，这种薄弱环节的主要特征是，这些国家或地区由于宏观经济政策的失误造成的经济基础的薄弱，具体表现为经常项目逆差巨大、外汇储备不足、金融体系严重脆弱、外资利用不当等等。由于这些薄弱因素的存在，在经济金融全球化过程中，这些国家或地区就极易受到国际投机资本的冲击而首先爆发金融危机。与原生性金融危机相对应，本书将由于受到金融危机的原生国或原生地的影响而相继发生的金融危机称为传导性或输入性的金融危机。在作者看来，发生传导性金融危机的主要原因，是因为这些被传导的国家或地区内部存在着被传导的基础，即宏观经济存在着种种问题，同时，也存在危机传导的条件，包括传导危机的媒介和途径，与危机发

生国之间存在紧密的经贸往来，并具有类似的社会经济背景等等。

作者认为，本书提出的上述观点，回答了 20 世纪 90 年代以来金融危机为何多发于经济相对落后的发展中国家而不发生在发达国家的问题，同时也表明了 90 年代金融危机的重要特征是危机的相互传递和蔓延性。该观点并不排斥克鲁格曼的宏观基础恶化论，也不排斥萨克斯的金融恐慌论。在某种意义上说，本书的观点是在综合了他们两种观点后作了进一步的发展。

对于我国为什么能够避免这次东南亚金融危机的侵袭，近两年来的许多文献中也有较多的涉及。本书在深入分析的基础上认为，我国之所以在这一次东南亚金融危机过程免于遭难，是基于如下两个方面的原因：一是在危机发生和发展过程中，中国宏观经济指标良好，尤其是国际收支状况良好、外汇储备充足、外资外债利用得当，同时，中国政府采取了较为谨慎的宏观经济政策；二是我国在一定程度上还受到传统的计划经济体制的保护，计划经济体制给我国的管理层提供了比市场经济国家大得多的调控空间，尽管中国存在着众多类似于东南亚国家的引发金融危机的因素，有些甚至比危机发生国更为严重，但是由于受到计划经济体制的保护而未能导致危机。计划经济体制对内通过强烈的政府保护而抑制了原生性金融危机的爆发，对外则通过对外汇市场的干预和管制而阻断了传导性金融危机的输入。由此可见，中国虽然避免了本次东南亚金融危机的侵袭，但并不是说从根本上消除了金融危机，而只是暂时不让金融危机爆发而已。这是因为，引发金融危机的因素仍然存在，尤其值得注意的是，有些因素正在不让危机爆发的过程中逐渐地积累和增加了起来。换句话说，传统的计划经济手段在推迟我国金融危机爆发的同时，使得我国潜在的危机变得更加严重了，因为计划经济的保护正在逐渐消失，而抵御金融风险的能力却没有增强，这是我们所必须高度重视的。根据本书上面提出的国际金融发展的矛盾和矛盾激化点的

看法,中国能够避免东南亚危机的第一个原因,是中国的宏观经济基础在 20 世纪 90 年代中期没有明显恶化,国际投资者对中国市场的信心还没有动摇,也就是说,当时中国发生危机的触发因素还没有暴露;第二个原因则表明,中国经济和金融的全球化程度还不高,参与或卷入国际金融体系的深度还不够。所以,金融全球化的发展,和中国金融体系的落后以及国际金融体系的扭曲之间的矛盾,在中国表现得还不是特别突出,中国也因此还没有成为这一矛盾的爆发点。

在上述研究的基础上,本书提出了如下两点结论:

第一,避免金融危机的根本保证在于国际金融体系的重建。在当今经济金融全球化迅速发展的年代,经济一体化组织的内在矛盾始终存在,随时都有激化的可能。单独依靠一个国家,尤其是个别发展中国家来彻底避免金融危机是不现实的。只有各个国家联合起来,共同重建国际金融体系,使其适应经济金融全球化发展的要求。这才是真正可行的途径。在此过程中,发展中国家的根本出路在于本身的宏观经济基础强化,使其避免处于经济一体化组织的薄弱环节。

第二,中国避免金融危机的根本出路在于金融体系的改革和市场经济秩序的建立,以及金融监管的强化。中国之所以避免了本次东南亚金融危机,一个很重要的原因是受到了传统的计划经济体制的保护。然而,经过 20 多年的改革开放,中国已经融入了经济全球化的浪潮,市场化的改革不可逆转,我国经济将最终失去计划经济体制的这种保护。但是,我国的经济主体由于长期以来受到计划经济体制的保护,在市场经济,尤其是经济全球化所带来的外部压力和挑战面前,显得相当脆弱。因此,我国必须加快金融体制的改革,尽快建立市场经济秩序,按照国际惯例,增强各种经济主体经营运作的实力,提高承受各种不确定市场经济因素的扰乱和挑战的能力,这才是我国根本消除金融危机的出路所在。

四、本书的主要内容和结构安排

在充分了解国内外,尤其是国际上对东南亚金融危机研究之现状的前提下,本书将对此问题进行全面而系统的分析研究。本研究将重点探索三个重要问题:一是东南亚金融危机的深层原因和发生机理;二是中国发生金融危机的可能性和避免这一次危机的根本原因;三是中国今后如何有效地防范金融危机。研究将通过如下六章进行展开:

第二章主要介绍现有的对东南亚金融危机研究的观点,并对前面归纳的两种主流理论进行深入的分析,因为现有国际国内对东南亚金融危机成因及其产生机理的研究是本研究的起点。本书首先对克鲁格曼提出的“宏观经济恶化论”和萨克斯的“金融恐慌论”进行系统的介绍和分析,然后,对这两种主要理论进行比较和评价;

第三章对东南亚金融危机发生国进行全面而系统的实证分析。首先,提出“对外平衡缺口”这一概念作为实证分析的理论基础,并对东南亚国家的主要宏观经济指标进行深入细致的考证,然后具体分析东南亚国家金融体系的状况,随后再继续分析这些国家的外债规模和外债管理状况,最后对实证分析作出总结;

第四章结合 20 世纪 90 年代以来经济金融全球化的历史背景,从全球的角度考察东南亚金融危机。这一章首先对经济金融全球化给发展中国家带来的利弊进行分析,接着具体分析并揭示东南亚金融危机产生和蔓延的国际国内的深层根源,然后又进一步揭示东南亚金融危机是金融全球化内在矛盾激化的表现,最后则专门对金融自由化进行考察,指出金融自由化在东南亚金融危机形成过程中的不良作用,并提出发展中国家进行金融控制的必要性;

第五章以 20 世纪 90 年代以来的几次重大金融危机为背景,

对东南亚金融危机的传导机制进行专门的深入探讨。首先提出危机的传导源、被传导对象和传导条件等有关概念,并对东南亚金融危机中传导源的产生因素进行分析,总结被传导国家或地区的特征、传导环境因素、传导媒介和途径,同时分析传导的力度、传导效应和传导中止的条件。随后对东南亚金融危机的传导过程进行具体的描述,并通过建立模型对此进行深入细致的分析;

第六章通过与东南亚国家的对比分析,深入而详细地研究中国爆发金融危机的可能性和避免本次金融危机的原因。该章首先分析中国已存在的与东南亚国家相同或相似的方面,以揭示中国存在着发生原生性和输入性金融危机的可能性,然后剖析中国在东南亚金融危机爆发和蔓延过程中的宏观经济状况与这些国家不同的方面,以及中国政府所采取的相应对策,以说明中国避免本次金融危机的主要原因。

第七章指出中国避免金融危机的根本出路在于金融体制的改革和市场经济秩序的建立,并对中国今后如何防范金融危机作了几方面的深层思考,提出了具体的设想。

从总体而言,上述六章可分为两大部分:第一部分(第二至第五章)是对东南亚金融危机的深层原因和发生机理的探讨;第二部分(第六至第七章)是对中国发生金融危机的可能性、避免这场危机的深层原因以及今后如何防范和避免金融危机等问题的探讨。可以说第一部分是第二部分分析的理论基础和必要准备,第二部分则是第一部分理论的具体运用和发展。

本章将首先介绍国际学术界关于东南亚金融危机的理论分析。正如我们在上一章说明国内外对东南亚危机研究的现状时指出的那样，尽管在这个问题上存在着我们总结的 9 种甚至更多的看法，尽管每一种看法都从某个侧面、某个层次上对东南亚危机的成因作出了有益的分析，但就其理论深度、学术影响和代表性来说，克鲁格曼从危机发生国的国内根源出发的“宏观经济恶化论”和萨克斯主要从国际根源出发的“金融恐慌论”，无疑是迄今为止关于东南亚危机的最重要的理论分析。事实上，这两种观点在近年的国际讨论中，也逐渐占据了主流的地位。克鲁格曼等人认为，亚洲金融危机的根本原因在于宏观经济基础变量的恶化和经济政策的失误，以及危机发生后，市场的过度反应和“盲从效应”（herding）放大了危机的程度。也就是说，经济中的结构性因素导致了危机，市场的过度反应和盲从效应则使资产和汇率的变化超出了应有的限度。金融恐慌论则认为，亚洲金融危机是流动性而非清偿性的。危机的生成、发展和传播的关键原因是金融恐慌——市场参与者对市场的预期和信心突然改变。亚洲危机是“自我促成”（self - fulfilling）的，因为尽管东南亚五国经济在宏观和微观方面（尤其在金融领域）确实存在一些问题，但这些问题不一定会导致危机，至少不会导致如此严重的危机。所以，不应该将危机归结于经济基础变量的迅速恶化。如果有关各方（亚洲五国政府、IMF、国际金融社会、投资者）的政策干预

适当,危机是可以避免的。所以,东南亚金融危机的主要原因,是本国和国外投资者的金融恐慌以及亚洲五国政府、IMF 与国际金融社会作出了错误的政策反应。下面,我们将具体介绍和解释克鲁格曼和萨克斯的两种观点,并对此作出若干比较。

第一节 宏观经济恶化论

以克鲁格曼为代表的“宏观经济恶化论”认为,在危机发生前,东南亚国家的宏观经济已经恶化,而传统的判断指标,如增长率、价格上涨率等并不适合于东南亚国家。因此,克鲁格曼把分析的重点放在东南亚国家的国际经济关系和政府经济政策的误导作用上。他用以说明其“宏观经济恶化论”的主要论点如下。

一、经常项目逆差的可承受性概念

克鲁格曼认为,在 20 世纪 90 年代中期,东南亚国家的宏观经济基础已经开始恶化。它主要表现在东南亚各国巨大且不断增长的经常项目逆差、急剧上升的实际汇率、大幅度增加的短期外债、过度扩张的信用、错误的投资(高风险、低收益及房地产等非贸易性投资)、薄弱的银行与金融体系、缺乏谨慎的金融监管等。宏观经济的恶化又和东南亚各国政府错误的经济政策有着直接的关系。政府过度追求高增长的政策、对经济的过度干预、政府不当担保、不恰当的固定汇率制,以及软弱的金融管制与过度的金融自由化,都在不同程度上导致了经常项目逆差和金融体系脆弱等宏观经济状况的恶化。由于特别重视经常项目逆差在东南亚金融危机中的作用,克鲁格曼等人提出了一个新的概念:经常项目逆差的可承受性(sustainability of current account imbalance)。所谓“经常项目逆差的可承受性”,是指一个国家虽然有着经常项目逆差,或者一个经济体系虽然带着经常项目逆差在运行,但这个国家既没有发生货币或债务危机,也不存在明显的发

生危机的趋势和征兆。也就是说,这个国家虽然有着经常项目逆差,但这种赤字并没有明显地影响到该国的正常的经济运行。所以,这个国家的经常项目逆差就具有“可承受性”。从这个意义上说,这个国家完全可以安全地带着经常项目逆差运行,而不必急于消除它。反过来看,经常项目逆差的不可承受性,便是指这一赤字已经成为该国经济稳定发展的威胁因素。因此,如果该国政府想避免危机,就需要尽快地消除赤字。

东南亚发生危机的五个国家,在危机之前都存在较大的经常项目逆差。表 2-1 显示了在危机发生的前一年即 1996 年,泰国、马来西亚、菲律宾、韩国和印度尼西亚的经常项目逆差占其国内生产总值(GDP)的比重,几乎都在 4% 以上,其中泰国的比重接近于 9%。这一点,使它们和取得经常项目盈余的东亚、东南亚其他新兴经济国家和地区,如中国大陆、中国香港地区和台湾地区以及新加坡相比,在国际收支的结构上处于明显的弱势。

但是,经常项目逆差不一定意味着经济的不稳定,更不意味着危机。短期的经常项目逆差在各个国家都不罕见,一般也不会带来严重的经济波动。即使长期赤字,也并不必然带来金融和经济危机。例如,长期以来,美国有着世界上最大的外贸赤字,但美国至少没有长期陷入危机。所以,克鲁格曼认为,问题的症结不是经常项目逆差本身,而是经常项目逆差的可承受性。

表 2-1 1996 年东南亚五国经常项目逆差占国内生产总值的比重

	泰国	马来西亚	菲律宾	韩国	印度尼西亚
经常项目逆差占 GDP 比重 (%)	8.51	3.73	4.67	4.82	3.30

资料来源: International financial Statistics of IMF, 1996.

二、经常项目逆差可承受性的决定因素

决定一个国家经常项目逆差是否具有可承受性的因素有六大类,即赤字的构成、原因、规模、经济增长率、开放程度和金融