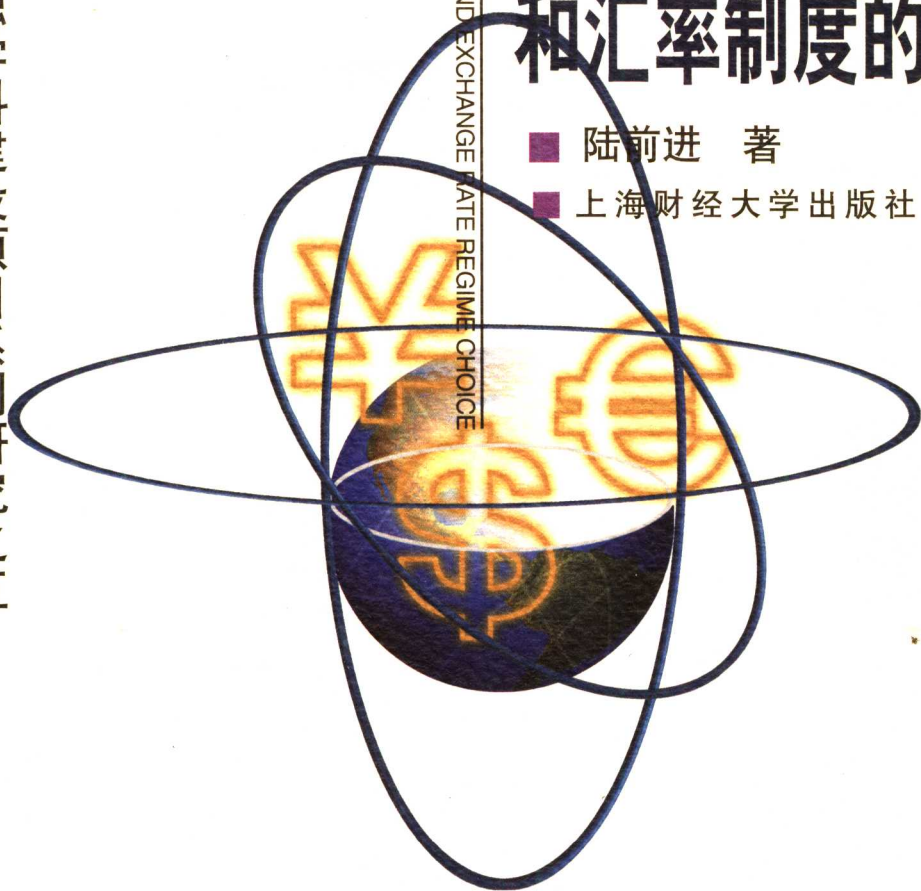


货币危机的理论 和汇率制度的选择

■ 陆前进 著

■ 上海财经大学出版社

CURRENCY CRISIS THEORY AND EXCHANGE RATE REGIME CHOICE



■ 复旦大学金融学科建设项目系列研究之五

复旦大学金融学科建设项目系列研究之五

F830.5
L864

F830.73

货币危机的理论和汇率制度的选择

Currency crisis theory and exchange rate regime choice

陆前进 著

 上海财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

货币危机的理论和汇率制度的选择/陆前进著. —上海:上海财经大学出版社, 2003. 7

(复旦大学金融学科建设项目系列研究之五)

ISBN 7-81049-912-2/F·791

I. 货… II. 陆… III. ①货币危机-研究 ②汇率-研究
IV. F. 820

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2003)第 027828 号

☐ 责任编辑 刘光本

☐ 封面设计 周卫民

HUOBIFEIJI DE LILUN HE HUILUZHIDU DE XUANZE
货币危机的理论和汇率制度的选择

陆前进 著

上海财经大学出版社出版发行
(上海市武东路 321 号乙 邮编 200434)

网 址: <http://www.sufep.com>

电子邮件: webmaster@sufep.com

全国新华书店经销

上海译文印刷厂印刷

上海浦江装订厂装订

2003 年 7 月第 1 版 2003 年 7 月第 1 次印刷

787mm×960mm 1/16 11 印张 215 千字

印数: 0 001—1 500 定价: 24.00 元

内容提要

本书详细研究了货币危机的理论和汇率制度的选择,主要涉及到第一代、第二代和第三代货币危机的理论,以及货币危机的传染理论,这些理论的发展和货币危机的实践发展是历史地相一致的。本书系统阐述了三代货币危机产生的机理,这对货币危机的政策防范有重要的指导意义。最后本书探讨了汇率制度的选择,重点考察了货币危机和汇率制度选择等一系列关系。

总 序

“复旦大学金融学科建设项目系列研究”是复旦大学金融学科建设“三年行动计划”中支持的重要项目。从 2000 年开始,金融学科被列为复旦大学学科建设的“重中之重”学科,确定要用三年左右的时间使得复旦大学的金融学科取得进一步明显发展。为了达到这一目标,我们选择汇率问题作为重点研究内容之一,因为汇率是国际金融中的核心问题,要想在国际金融领域研究中有所作为,是离不开对汇率问题作深入研究的。从这个意义上讲,我们确定进行这一项目的研究,就是要在学科研究的主战场上进行一次攻坚战。

该系列研究丛书比较深入地对汇率问题的若干重要方面展开了研究,包括汇率基础理论、人民币实际汇率、人民币汇率史、复汇率、金融危机和汇率制度、外汇市场微观结构等,这其中的许多选题都是国内研究所较少涉及的。在项目组织中,我们对原创性提出了较高的要求,一定要有自己的探索和思考,能够在这些专题的研究中做出独到的贡献,从而提高我国国际金融学科的研究水平。

以上是我们组织这套丛书时的主要设想。这些目标是否达到,就只有请广大读者来评判了。我们期待着来自各方面的批评指正。

姜波克

目 录

总序	1
第一章 绪论	1
第一节 货币危机理论分析的综述	1
第二节 对开放经济下货币危机的回顾	6
第三节 开放经济下货币危机的根源和特点	10
第二章 货币危机的传统理论分析	20
第一节 第一代货币危机模型	20
第二节 第一代货币危机模型的扩展	23
第三节 第二代货币危机模型	31
第四节 第一、二代货币危机模型的比较分析	41
第三章 第三代货币危机模型	46
第一节 资本内流和货币危机	47
第二节 双危机理论	57
第三节 货币危机和银行危机的早期预警分析	72
第四节 货币危机的资产负债表分析	78
第四章 货币危机的传染	88
第一节 货币危机对外传染的综述	89
第二节 货币危机的传染模型分析	92
第三节 货币危机中羊群效应模型	101
第四节 货币危机和银行危机国际间的传导	111
第五章 汇率制度的选择	117
第一节 汇率制度的安排	117

第二节	汇率制度选择的模型分析·····	128
第三节	政策目标和汇率制度的选择·····	133
第四节	美元化问题研究·····	144
第五节	货币一体化·····	147
参考文献·····		150
后记·····		166

第一章 绪 论

近 20 多年来,日益频繁的货币危机已经引起了各国经济学界的广泛重视,许多西方学者对货币危机进行了广泛和深入的研究,涉及危机的诱发因素、发生机理、扩散机制、经济影响和防范政策等内容,已初步形成了一个开放经济下的货币危机理论体系。特别是进入 20 世纪 90 年代以来,针对货币危机所表现出来的新特点,学者们不断修正原有的理论假设,提出更新的理论模型,并运用现代经济学的实证计量手段来验证其理论观点,使得货币危机的理论体系得到极大的丰富和完善,目前该研究领域已成为国际金融学科中发展最快、创新最多的领域之一。

第一节 货币危机理论分析的综述

从货币危机理论的发展脉络看,它主要分为以下几个阶段:

(一)第一代货币危机理论(主要集中于 20 世纪 70 年代末至 80 年代中期)

我们知道,现代意义上的货币危机是随着 20 世纪七八十年代以来世界经济一体化的加速特别是全球资本市场的高度融合而出现的一种新型的开放经济体系下的金融危机。从其产生和发展的历史来看,时间并不长。以萨兰特和亨德森(Salant & Henderson, 1978),克鲁格曼(Paul Krugman, 1979),弗拉德和加勒(Flood & Garber, 1984)等人为代表的早期从事货币危机理论研究的学者,以 70 年代末 80 年代初发生在拉美国家的货币危机(如墨西哥 1973~1982 年危机,阿根廷 1978~1981 年危机)为研究对象,针对这些国家钉住美元的汇率政策与国内日益增长的财政赤字和通胀压力之间的不协调性导致危机爆发的事实,提出了“第一代”的货币危机理论模型。其核心是强调一国扩张性的国内经济政策与实行固定汇率制度之间存在着本质上的冲突,认为基本因素的恶化是导致汇率波动幅度增大,进而引发货币投机攻击的根本原因。他们假定政府对固定汇率的承诺是不变的,并且在投机攻击发生时,只有出售外汇储备这一单一的干预手段。由于扩张性财政货币政策与维持固定汇率制之间存在着内在的不协调性,因此单纯依靠出售外汇储备无法避免固定汇率的最终崩溃。

近年来,随着世界经济的不断发展变化,“第一代”货币危机理论也出现了许多新的发展。其中具有代表性的如弗拉德、加勒和克莱默(Flood, Garber & Kram-

er, 1996)等学者修正了“第一代”模型中有关中央银行政策目标和干预手段的假设,认为中央银行的政策目标不再是通过财政赤字融资来维持价格水平的稳定,而是通过冲销外汇储备的变化来维持一个稳定的基础货币总量,因此在“第一代”模型中加入央行在货币市场上对储备损失进行冲销的因素,来分析危机的发生机制。

此后,结合近年来国际资本高度流动背景下的货币危机特点,弗拉德和马里恩(Flood & Marion, 1998)等学者又在“第一代”模型中加入了风险溢价变量,考查资本市场中不确定性因素对货币危机发生机制的影响,提出一个新观点:即使是在政府政策没有发生不利变动的条件下,也有可能因风险因素的变动而引发危机。这一观点在很大程度上丰富和发展了传统的理论。弗拉德和詹尼(Flood and Jeanne, 2000)在第一代货币危机模型中融入了利率防范的因素,其主要结论是在投机攻击前增加国内利率并不是一个有效的汇率防范措施,这样的政策是自我失败(self-defeating)的政策,它总是加速了固定汇率的崩溃。在投机攻击后提高利率能够延迟危机的爆发。但从总体上看,上述这些理论发展都未脱离“第一代”传统模型的核心内容——认为一国基本经济因素的恶化是引发货币危机的主要原因,因此这些理论也被称为货币危机的“宏观经济基本因素理论”(macroeconomic fundamentals theory)。

(二)第二代货币危机理论(主要集中于20世纪80年代末至90年代中期)

1992年的欧洲汇率机制危机、1994年的墨西哥比索危机和1997年的东南亚货币金融危机相继爆发,有许多现象是第一代的货币危机理论所无法解释的,其中一个突出的问题就是货币危机的爆发似乎与经济基本面的好坏不存在必然的联系,因此在客观上要求有新的理论来解释危机的发生机制。在这种情况下,弗拉德和加勒(Flood & Garber, 1984)以及奥布斯菲尔德(Obstfeld, 1994)等学者又提出了“第二代”货币危机理论。他们修正了第一代模型中对经济主体行为线性化的假设,提出了非线性行为假说,认为央行不再固守货币政策单一规则,而是针对市场参与者的不同行为制定不同的反应函数,从而灵活地相机抉择,同时市场交易主体也根据其对未来发展前景和央行干预行为的预期来灵活地调整其交易行为,而他们的行为反过来又影响到某些宏观经济变量,于是这种相互影响就导致了有危机发生和无危机发生的“多重均衡”(Multiple Equilibrium)局面。

在此基础上,奥布斯菲尔德提出了具有代表性的“自我实现”(self-fulfilling)的货币危机模型,认为在经济基本面没有恶化的前提下也有可能爆发货币危机。货币危机发生的可能原因是由于贬值预期的自我实现所导致的,而不是由于经济基本因素的恶化,其中名义利率发挥了很大的作用。因为从理论上讲,政府总可以通过提高利率以抵消市场贬值预期、获得储备来维持平价。当政府被迫放弃平价

时,原因一定是提高利率以维系平价的成本大大高于维持平价所能获得的收益。在这种条件下,货币危机的发生机制体现为一种恶性循环(vicious circle):政府通过提高利率方法来维持平价的努力会增加政府采用固定汇率制的成本,这又会加强市场的贬值预期,促使利率进一步上升。在信息不对称的条件下,市场对政府放弃平价的成本只能推测出大致区间,在此区间内不断进行投机攻击。如果在政府捍卫平价期间有足以改变投机者预期的好消息来临,货币危机将会停止;否则政府将被迫进行贬值。从这个意义上讲,货币危机的发生是政府与投机者之间的动态博弈过程。

此后,莫里斯和沈(Morris & Shin, 1998)分析了一些不确定因素如何消除了多重均衡的可能性,并使投机均衡成为惟一可能。从总体上看,“第二代”货币危机理论强调的是:政府行为和交易者行为之间相互影响和作用的结果导致货币危机在基本面未有明显恶化的前提下以“自我实现”的方式爆发。

(三)第三代货币危机理论(20世纪90年代以来)

进入20世纪90年代以来,货币危机的发生日趋频繁,特别是1997~1998年的东南亚货币危机呈现出新的特点,其经济影响也更加复杂。针对这种状况,西方学者在传统的第一代、第二代危机模型的基础上,将研究的重点放在了资本流动和货币危机、双危机理论和货币危机的资产负债表方法等方面。东南亚国家资本账户的开放,加速了资本的流动特别是短期资本的流入,金融机构外币短期负债增加,短期负债和资产之间存在期限的不匹配,再加上实行的是固定汇率制度,一旦某一个金融机构倒闭或外部经济状况恶化,会迅速引发货币危机。

在东南亚,多数国家有近似的宏观经济基本因素,结果对危机的解释强调一种不同的基本因素,而不是宏观经济政策,即新兴市场经济金融结构的扭曲。^① 它强调裙带资本主义(crony capitalism)的重要作用,得出资本内流和危机的序列关系,是指对管理不善的银行和公司债务人的担保,导致道德风险问题。其领军人物有杜利(Michael P. Dooley),他在东南亚危机爆发之前就建立了这样的模型。后来一些学者进一步发展了这些模型,包括杜利本人等(Chin, Dooley and Sona Shrestha; Craig Burnside; Martin S. Eichenbaum and Sergio Rebelo; and Aizenman)。

最近的东南亚金融危机体现出银行风险和货币风险的同时存在和相互作用,即双危机的特点。在墨西哥和亚洲的金融危机中,一个显著的特征是银行危机先于货币危机,货币危机加深了银行危机,呈现一种螺旋上升的态势。金融自由化经常先于银行危机,这些分析指出金融自由化导致信贷扩张、资本内流和货币的过度

^① Frankel A. Jeffrey. "Program Report: International Finance and Macroeconomics", NBER Reporter. Winter 1999/2000.

升值,当宏观经济显现出脆弱性,危机出现。在第一代货币危机的模型中以及在第二代货币危机的模型中,都没有考虑银行和货币危机之间的相互影响。James Stoker(1994)分析了从货币危机到银行危机的情况,开始外部冲击如外国利率上升,中央银行为了维持固定平价,导致储备损失,如果不进行冲销将导致信贷紧缩、银行破产和金融危机。而且 Mishkin(1996)认为如果贬值出现,并且银行体系负债的大部分是外国货币,则银行体系将受到削弱,导致银行危机。而其他一些模型如 Velasco(1987)指出相反的因果关系,金融部门的问题导致货币危机,这种模型强调中央银行为了拯救问题银行,扩张货币导致货币危机,这实际上和第一代货币危机的模型是相一致的。

第三种观点认为银行危机和货币危机有相同的原因。因为在金融自由化的经济中,通货膨胀将渐渐地回到国际水平,由于汇率固定,实际汇率将升值,在早期,进口和经济活动将高涨,经常账户赤字将继续增加,金融市场发现稳定汇率将不能持久,导致对该国货币的攻击。因为经济的高涨是通过银行信贷的扩张来实现的,如果银行在外国借款,资本内流最终将变成资本外流,资产市场崩溃,银行体系出现问题。McKinnon 和 Huw Pill(1996)分析了金融自由化,伴有微观经济的扭曲如储蓄保险,可能导致信贷过分扩张,货币贬值,银行体系崩溃。Goldfajn 和 Valdes(1995)分析了国际利率和资本内流的变动怎样由于银行的进一步作用而加剧,这样的变动怎样进一步加剧经济周期,结果是银行挤兑和金融危机。货币危机的资产负债表模型强调由于主要部门(如金融部门、家庭和政府部门等)资产负债表的期限结构不匹配、货币不匹配、资产结构不匹配和资不抵债等导致货币危机。应该说第三代货币危机的模型提供了东南亚国家货币危机的理论解释。

在预警机制的建立方面,卡明斯基(Kaminsky, 1998)等人通过实证考察,总结出一套具有说服力的危机预警指标,形成了危机的早期防范原理。所有这些成果都极大地丰富了传统的货币危机理论,并为深入研究危机的原理和机制开辟了新的空间。

(四)货币危机的传染理论

20 世纪 80 年代末至 90 年代初,随着世界资本市场自由化和一体化高潮的到来,国与国之间的经济联系愈发紧密,这在很大程度上也便利了货币危机的传导与扩散。以班纳吉和马森(Banerjee, 1992; Masson, 1998)为代表的许多学者研究了危机的传导和扩散,提出了“季风效应”、“溢出效应”和“传染效应”等理论解释,对 90 年代危机的大规模扩散效应作了深入的研究。艾奇格林、罗斯和维普罗斯(Eichengreen, Rose & Wyplose, 1996)等学者则从实证角度验证了不同“传染”渠道的有效性。传染反映了投资者的非理性行为,或者因为个人实际上是非理性的,或者资金管理者面临非对称的刺激,如韩国虽和其他被冲击的东南亚国家有较少

的贸易联系,但如果其他国家货币贬值,资金管理者不减少他在韩国的暴露头寸,一旦贬值就面临损失,将受到缺乏谨慎的责备,因此他们会从韩国撤出资金,这样危机就传染到韩国。班纳吉和威尔奇(Banerjee, 1992; Welch, 1992)提出货币攻击实际上是一个信息串联的问题,在信息不完全的情况下,人们的从众心理起了很大作用,而对经济基本面信息的了解不足并不是引发危机的主要因素。

对传染的一个简单解释是涉及到国家之间的实际联系,国家 A 的货币危机恶化了国家 B 的基本因素。例如,东南亚国家在世界出口市场上,卖出许多类似的产品,因此泰国的货币贬值恶化了马来西亚的出口,可能导致马来西亚超出危机点水平,引发马来西亚货币贬值。如在 1992~1993 年欧洲的危机中,英镑的贬值对法国的贸易和就业有不利影响。但是墨西哥既不是阿根廷的一个重要市场,也不是它的竞争者,为什么比索的危机会导致阿根廷的危机呢?有两种解释,一是一些国家有一些共同的特征,可能会被看做是同一类,如拉丁美洲国家有一个共同的文化背景,一旦投资者看到一个国家在冲击下放弃了固定汇率,可能下调另一个国家防卫固定汇率的能力。第二种解释是对固定汇率的政治承诺本身会导致羊群效应,在欧洲的危机中这一点最清楚,一旦英国和意大利离开了 ERM,在这种情况下,瑞典放弃钉住马克比自己独自贬值货币面临较小的政治成本。另外,一国发生货币危机,投机者会将注意力投向与该国有相似经济基础或经济政策的国家,对后者货币发动攻击。

第一和第二代货币危机的模型假定外汇市场是有效的,但是经验证据显示外汇市场更多是无效的,因此一些经济学家从羊群效应的角度来解释货币危机。卡尔沃和门多萨(Calvo & Mendoza, 1997)从全球资本市场一体化的角度出发,通过比较交易者亲自收集市场信息的成本和采取跟风式投机攻击行动的收益(这是基于信息的羊群效应, information-based herding),得出一个结论:信息摩擦(或信息成本)的存在加速了危机的发生。希勒(Shiller, 1989)调查了在 1987 年股灾中投资者的观点,得出的惟一原因是投资者预期股价将要下跌,所以都卖出股票,而在货币危机中,这可能表现为不管原因怎样,投资者跟风卖出。除了人类认知的偏见和局限性以外,理论上有两种解释:

一是羊群(bandwagon)效应,主要是投资者有各自私人信息。假定投资者 1 有关于泰国不动产的信息;投资者 2 有关于银行金融条件的信息;投资者 3 有关于政府内部的信息。如果投资者 1 得到一些不利的信息,他将卖出金融资产;如果得知投资者 1 卖出,投资者 2 也可能卖出,即使他的信息是中性或略为好信号。投资者 3 也可能卖出(即使自己的信息是正确的),因为投资者 1 和 2 都卖出,使他认为,投资者 1 和 2 可能得到一些不利的信息,尽管事实上可能并非如此。契尔瑞和凯赫(Chari and Kehoe, 1996)认为这样的由私人市场信息的羊群效应产生了一种

游资(hot money),有时导致外汇市场对国内经济信息的过度反应。

另一种解释认为投资在易发生危机国家的资金主要由代理人管理,而非所有者。假定一个养老基金的管理者投资在新兴市场经济国家的基金上,如果他在一个不被看好的市场上自主投资,结果证明是错误而遭受非难损失和结果证明是正确而获得的收益相比要大得多。和其他货币管理者一样,他们也有很强的刺激跟风行动(他们可能有私人信息),即使错也不是自己的错,这可能类似于委托—代理问题。表 1—1 是三代货币危机模型和传染模型的特点。

表 1—1 三代货币危机模型和传染模型的特点

	第一代货币危机模型	第二代货币危机模型	第三代货币危机模型	货币危机的传染模型
特点	强调货币危机是由于扩张性的宏观经济政策和固定汇率制度的不一致性所导致的。	危机主要是由于货币当局基于对货币贬值的成本和收益的权衡来决策,是和投机者博弈的结果,是“预期自发引致”的危机。	由于大幅度的非预期的资本流动(主要是资本内流突然停止(sudden stops)和外流(reversals)),货币危机和银行危机(twin crises)同时发生。货币危机的资产负债表方法(The Balance Sheet Approach)强调政府对贷款担保的扭曲机制和金融部门、政府和家庭部门资产负债表的期限不匹配风险、货币不匹配风险和资本结构不匹配风险是引发危机的因素。	强调货币危机的扩散和传导机制,主要是传染的计量模型的分析。
主要危机事件	20 世纪 70 年代末 80 年代初拉美国家的货币危机。	1992 年欧洲汇率机制(ERM)的危机; 1994 ~ 1995 年墨西哥的货币危机。	1997~1998 年东南亚国家的货币危机。	1992 年欧洲汇率机制(ERM)的危机、1994~1995 年墨西哥的货币危机和 1997~1998 年东南亚国家的货币危机都表现出传染的特点。
代表人物	Krugman (1979), Flood and Garber (1984)	Obstfeld (1986, 1994)	Dooley(1999), Chang and Velasco (1999), Mark Allen, etc. (2002)	Masson(1998), Eichengreen, Rose and Wyplosz(1996)

第二节 对开放经济下货币危机的回顾

为了能够清楚地界定开放经济下的货币危机,下面将对 20 世纪 70 年代以来国际金融领域中发生的几次重大的货币危机作一个简要的回顾。

20 世纪 70 年代初布雷顿森林体系解体之后的世界经济逐渐具备了开放经济的特点:世界经济全球化的进程飞速发展,经济自由化和金融深化的浪潮空前高涨,国际金融领域里也掀起了放松管制的高潮,金融市场的交易也随之显现出国际化、证券化、衍生化的趋势。加之先进的现代通讯和电子技术的运用,资金可以以每秒 30 万公里的光速在世界各金融市场间迅速转移,国际资本的大规模流动愈发频繁。其中,以各种基金、大银行、非银行机构甚至大企业为主体的私人资本占据了主导地位,其追逐利润最大化的本性驱使它们在国际金融市场间兴风作浪,成为引发货币危机的“导火索”——投机性攻击的主力。研究 70 年代以来的几次重大的货币危机,将使我们更清楚地认识开放经济下货币危机的本质。

一、70 年代末 80 年代初对拉美国家货币的投机冲击

1978 年,智利、乌拉圭和阿根廷为降低通货膨胀转向实行爬行钉住汇率制,即实现宣布一个本国货币相对于美元的贬值速度计划,通过本币相对于美元的贬值来降低国内的通胀率。但在实施过程中,通胀率的下降速度与本币的贬值速度并不一致。例如,智利于 1979 年 6 月固定了比索对美元的汇率,但国内的通胀率仍以每月 2.5% 的速率上升。通胀率的上升削弱了本币的真实币值,结果导致名义汇率的高估和国际收支的逆差。在 1981~1982 年间,三国货币都经历了大规模的投机性冲击,1982 年 6 月智利比索贬值 18%。

二、对墨西哥比索的投机性冲击

墨西哥所经历的三次货币危机起源不同,前二次都与其实行的固定汇率同宏观经济的失调有关,第三次与投资者的预期有关。

1. 1976 年危机

墨西哥从 1972 年起采取扩张性财政政策,导致财政赤字占国民收入(GNP)的比重从 1971 年的 2.5% 上升到 1975 年的 10%,当局遂通过向中央银行借款的方式来弥补赤字,使得基础货币的增长率由 1971 年的 19.6% 增长到 1975 年的 33.8%,通胀率在 1973 年和 1974 年每年增长 20% 以上。但结果是比索的名义汇率高估,经常项目逆差急剧增加,到 1975 年该项逆差约占 GNP 的 5.5%,导致投资者丧失信心,纷纷抛售比索。墨西哥政府在官方外汇储备几乎耗尽的情况下,于 1976 年 8 月宣布允许比索汇率自由浮动。

2. 1982 年危机

墨西哥为刺激经济增长而大量增加公共开支,积累的巨额财政赤字并未得到有效削减,反而由于实际汇率升值和经常项目逆差而引发资金外逃。在这种情况下,墨西哥政府不得不依靠借外债来抵消资本抽逃造成的货币贬值压力。1981 年

外债总额已增至 800 多亿美元,还债负担十分沉重,而经济基本面并未出现好转,迫使政府于 1982 年 2 月再次宣布比索贬值 40%。

3. 1994 年危机

为了控制通胀,墨西哥政府于 1987 年实施了一系列稳定经济的改革措施,包括重新固定比索同美元的汇率,1989 年 1 月改为爬行钉住汇率制,1991 年 12 月又变为移动目标区汇率制。但这一反通胀计划实际上是由本币实际汇率升值、贸易自由化和用资本流入弥补贸易逆差三部分组成的,而汇率政策又常常与其他两个部分发生冲突。结果是国民经济高度依赖进口,贸易项目连年逆差——从 1991 年的 110 亿美元增加到 1994 年的 200 多亿美元。而与此同时,大量短期外国资本蜂拥而入——仅 1994 年墨西哥就吸引了 730 亿美元的外资,这些资本大多进入股票、债券和货币市场中赚取投机利润,而对真实产业部门的扶植甚少。1994 年,墨西哥比索高估程度达 30% 以上,经济增长却陷于停顿,加上大选中出现了政治谋杀事件,以及美国连续 6 次提高利率导致大量外资撤退,人们对墨西哥的经济前景普遍表示担忧,纷纷抛售比索抢购美元,造成比索贬值的压力也越来越大。在外汇储备耗失殆尽的时候,墨政府不得不于 12 月 20 日宣布比索贬值 15%,大量资金外流。很快地在一星期内比索贬值了 50%,公众担心墨西哥政府可能无法偿付短期政府债券。而后,新汇率马上遭到了更大的投机性冲击,迫使政府转向实行浮动汇率制,比索汇率连创新低。

三、1992 年欧洲货币体系危机

欧洲货币体系(EMS)是布雷顿森林体系解体后,国际金融领域迄今为止最为成功的区域货币体系的实践。它通过确立国家间汇率协调和稳定机制的方法建立了一个“货币稳定区”,使区内各国免受外部金融不稳定的影响。但进入 20 世纪 90 年代以来,由于各成员国间的经济发展呈现出较大的差异,EMS 所确定的各国货币之间的汇率平价越来越难以为继,并且在对待经济政策协调所要求的让渡货币主权的问题上,各国的态度也大相径庭,这无疑给国际投机力量以可乘之机。而 1992 年欧洲货币体系爆发危机的主要原因,恰恰就是各国经济政策内外目标上的差异及其政策上的不协调。

为了缓解两德统一之后国内通货膨胀的压力,德国央行从 1991 年起连续调高再贴现利率,给其他西欧国家造成了极大压力。因为当时这些国家为了摆脱经济萧条,刺激经济增长,先后调低了利率,但结果却是资金流向了利率较高的德国,促使德国马克升值。对于其他欧洲国家而言,面对的是一个两难抉择:若要维护与马克的汇率平价并保持 EMS 的稳定,调高利率防范危机,代价是牺牲本国经济发展;若要降低利率刺激经济,就不得不允许本币相对马克贬值。经过一段时间的协

调和挣扎,意大利里拉和英镑首先“抵挡”不住外汇市场上的投机冲击,于1992年9月相继宣布实行自由浮动并大幅贬值,“暂时”退出了EMS的汇率机制。1992年末,葡萄牙埃斯库多、西班牙比塞塔、瑞典克朗先后遭受冲击并被迫浮动汇率。1993年夏天,法国法郎也成为投机攻击的对象,7月30日德国央行抛出500亿马克支持法郎,但收效不大;8月2日,EMS宣布汇率围绕原来的平价,浮动范围增加到上下15%。

四、东南亚国家货币危机(1997~1998年)

韩国、泰国、印尼、马来西亚的经济成就很多年来一直被视为奇迹,1970年以来的年平均增长率高达6.9%(印尼)至8.9%(韩国)。这些国家的经济从贫穷的、基本上是农业主导的不发达状态转型为中等收入的市场经济国家一直是典型成功的范例。但90年代中期,东南亚国家面临着经济结构调整的压力。为了驱动经济的增长,各国加快了金融自由化的步伐,竞相放松了金融管制,大量吸引国际资金的流入,希望借资本账户的顺差来缓解经常项目的逆差。

据国际金融协会的统计,1996年国际私人资本流入亚洲新兴国家的净额是1418亿美元,1997年为1071亿美元。这些巨额资金中有相当部分是短期投机资本,在国际社会对东南亚经济的一片看好声中已经悄悄地瞄准了这些国家货币的致命弱点。从1997年中期泰铢的贬值开始,该地区经济陷入严重的货币危机中。1998年该地区大多数国家的经济增长率为负值,本次经济萧条成为二战后程度最深的一次。据统计显示,1998年实际的GDP下降分别为:印尼为13.7%,泰国为9.4%,马来西亚为6.7%,韩国为5.8%。

以泰国为例,1990年外债为280亿美元,而1996年已上升到900亿美元,相当于GDP的一半以上,其中短期外债就高达400亿美元,超过了1997年初的外汇储备水平。另外,大量资金流入国内的房地产市场后形成的大笔坏账直接威胁到泰国金融体系的安全。1997年初,泰国金融机构的坏账总额已超过了300亿美元,其中房地产坏账就占170亿美元。再者,泰国的产业结构老化,出口产品的竞争力日益下降,导致贸易逆差连年增加——由1994年的93亿美元增加到1996年的177亿美元,同年经常项目赤字已占国内生产总值(GDP)的10.2%(大大超过了国际公认的5%的警戒线)。1997年初,国际投机力量试图用从泰国的商业银行借入泰铢并外汇市场上抛售的办法来冲击泰铢汇率,泰国央行被迫于3月提高金融机构的准备金率。但这一举动反倒引起了公众的信心危机,导致更大规模的银行挤兑和抛售泰铢风潮,泰国的外汇储备在第二季度骤降57亿美元。7月2日,面对外汇储备的严重耗减和经济形势的持续恶化,泰国央行被迫宣布允许泰铢自由浮动,当天泰铢就贬值20%,从此引发了一场旷日持久的东南亚货币危机。

此后,投机冲击波及菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、中国香港和中国台湾地区、韩国及日本。除中国香港外大多数国家或地区的货币大幅贬值,股市狂泄不止,楼市价格大跌,金融机构纷纷倒闭,标志着由投机性冲击引发的货币危机已经逐渐演变为综合性的金融危机。

五、俄罗斯货币危机(1998年)

20世纪90年代初俄罗斯经济转轨之后,迅速开放了国内金融市场,大量国际资本涌入。截至1997年7月1日,累计外国投资为180亿美元,其中约100亿美元为证券投资等短期资本。1997年上半年股市涨势迅猛,金融资产价格出现泡沫膨胀;而同期的国民经济却连年负增长,几次改革的结果是货币发行的不断增加,导致国内通胀率居高不下。在这种情况下,俄卢布的内在价值已经受到严重的损害,当东南亚货币危机爆发并向东北亚扩散时,俄卢布首先成为市场投机力量攻击的对象。从1997年11月起,卢布汇率在投机冲击之下大幅波动。1998年初,俄政府和中央银行被迫一方面大量动用外汇储备收购卢布,并宣布扩大卢布汇率的浮动幅度;另一方面将利率由21%提升至35%。但事与愿违,卢布汇率在市场贬值预期压力下频频下挫,1998年5月俄政府再次将利率提升到150%,并寻求国际社会的援助。

第三节 开放经济下货币危机的根源和特点

一、开放经济下货币危机的根源

20世纪70年代以来,随着世界经济全球化和国际金融自由化高潮的到来,国与国之间的经济和金融联系已变得越来越密切,任何一个对外开放的国家都不可能超然置身于风云变幻的世界经济体系之外,即使是非常微小的一个外部扰动都有可能影响到国内经济的稳定运行,而国民经济内外部组成要素之间日益复杂的相互联系和作用反过来又加剧了初始扰动的破坏力,进而对整个国际经济和金融体系的安全和稳定提出了严峻的挑战。可以这样说,开放经济既为整个世界创造了巨大的财富,也带来了前所未有的风险,20世纪70年代以来的历次货币危机正是这种风险的例证。

尽管从危机的表现形式上看,仍然是一国或几国货币在面对市场巨大的兑换压力时名义汇率的突然性大幅贬值,但是只要我们仔细分析一下就能够清楚地意识到,引发危机的主要原因已经出现了变化。通货膨胀、贸易逆差或储备减少等因素的单独存在并不足以引发大规模的货币危机,而开放经济下内外目标的冲突和