

走出危机

——东亚金融危机的经济透视

戴金平 / 盛斌 / 著

如何认识危机的本质？
如何回应它的挑战？
如何变革现存的经济制度？
中国会是下一个吗？

贵州人民出版社

略的M&A業務でのさ

走出危机

2008

2008年12月15日
2008年12月15日
2008年12月15日
2008年12月15日



2008年12月15日

走出危机

——东亚金融危机的经济透视

戴金平 / 盛斌 / 著 / 贵州人民出版社

责任编辑 方 爽
封面设计 邹 刚
版式设计 闵 英

走出危机——东亚金融危机的经济透视

戴金平 盛斌 著

贵州人民出版社出版发行

(贵阳市中华北路 289 号)

贵阳云岩通达彩印厂印刷

850×1168 毫米 32 开 10.25 印张 250 千字

1999 年 1 月第 1 版 1999 年 1 月第 1 次印刷

印数 1—7000 册

ISBN7—221—04840—1/F·212 定价:16.50 元

出版说明

南开大学国际经济研究所是1987年经过原国家教委(现教育部)批准成立的以研究世界经济、国际贸易、国际金融、跨国公司与国际投资等问题为主的科研机构,同时从事培养博士和硕士研究生、与国内外合作研究和教学以及对外咨询等方面的工作,其宗旨是为中国的改革开放事业服务。本所拥有在国内外享有一定声誉的老一代经济学家和一批中青年科研骨干。本所的研究成果将陆续以不同的形式公开发表,以供学术界、政府有关机构和企业界参考。

东亚问题一直是本所学术研究的一个重点。东亚金融危机发生以来,本所就此专题举行了多次研讨会,研究人员从政治的、经济的、历史的、社会的和文化的各个方面探讨了东亚金融危机的原因、本质、影响和前景。《走出危机——东亚金融危机的经济透视》一书从一定程度上反映了本所近期在该问题上的研究成果。

戴金平和盛斌二位同志是本所主要从事国际贸易和金融理论研究的青年研究人员,具备扎实的理论基础和先进的科研方法。二位同志在东亚金融危机发生以后,一直对事态进行跟踪研究,进行了深入的理论研究和大量的实证分析,《走出危机——东亚金融危机的经济透视》集中了二位同志的研究成果。

本研究只是作者的学术观点,并不代表本所的意见。我们欢迎读者提出批评和建议。

南开大学国际经济研究所所长

冼国明

1998年11月

序 言

1997年世界经济中最重大的事件当属东亚金融危机。目前危机仍在深化和扩展,日本的经济前景令人担忧,俄罗斯的未来更是不可预料。全球的经济增长因而蒙上了一层阴影。此次金融危机在世界范围也成为一个理论热点,研究此次金融危机的根源,分析危机的影响和前景,从而调整本国的经济发展战略,成为全球经济理论工作者的重要任务。《走出危机——东亚金融危机的经济透视》是一部以此次危机作为研究对象的学术著作。

(一)

东亚金融危机的产生,源于政治的、经济的、历史的和文化的各个方面的因素,而各个因素都最终在经济行为中体现出来,对经济因素的剖析事实上可以折射出社会政治的、文化的和历史的各个方面。而东亚金融危机的经济成因又可以表现为体制的和制度的、宏观的和微观的各个方面,每一个方面都构成经济层面的一点,各个点的有机结合形成完整的经济体。作者对危机成因的分析采用了以点带面、点面结合的研究方法。首先从整个一个宏观经济框架分析了金融危机形成的全过程。从总储蓄和总投资的内源性失衡,到经常项目赤字、依靠短期资本流入维持的国际收支隐患,到风险投资集中、过度借贷的银行危机,最后由于投机资本的猛烈进攻,引发了一场货币市场、外汇市场、资本市场、股票市场的全方位危机。然后,对于形成金融危机的制度体制和政策的因素进行了专门、深入的研究,在纷杂的因素中,作者选取了东亚模式、主银行

制度、汇率制度、金融深化政策等。对于成长中的发展中国家来说, 银行制度和公司治理制度的选择, 汇率制度的选择, 以及金融发展战略的选择, 都是至关重要的, 这都构成经济制度和经济发展战略的各个层面。该书从金融危机形成的原因入手, 从历史回顾到现实思考, 从理论到实践, 深刻地剖析了东亚在经济发展中的模式选择、银企制度选择、汇率制度选择和金融自由化运动, 得出一些很有价值的结论。

1993年世界银行在一篇研究报告中, 总结了东亚国家实现经济奇迹的基本经济原则, 对东亚的经验进行了高度的概括。后来, 人们进一步将促成东亚保持经济高速增长的政策和制度称为东亚模式。此次东亚危机结束了东亚模式创造的东亚奇迹, 东亚模式包含的一些制度特征被认为是产生金融危机的根源。如何正确看待东亚模式, 包括其内容、形成的历史和与经济增长的关系, 对于东亚国家摆脱危机, 进入新的经济发展阶段至关重要。作者在对东亚模式进行了深入的分析 and 客观的评价之后, 指出, 东亚模式中的一些基本因素仍然有效, 仍将成为东亚国家恢复增长的来源, 比如高储蓄率和高投资率、致力于教育与人力资本的积累、对收入实行相对平均主义的分配和出口导向型的发展战略, 它们还是其他发展中国家效仿的经验样板。然而另一方面, 传统模式中的一些陈旧部分也必须加以摒弃或矫正。

关于主银行制度, 作者通过对其历史的回顾和制度特征的分析, 指出, 主银行制度对日本的经济增长作出了巨大的贡献, 是一定历史条件下的正确选择。但是, 主银行制度是发展中经济在存在金融抑制条件下的一种次佳选择, 当一国在摆脱发展中经济的特征之后, 市场经济本身的发展要求主银行制度退出历史舞台, 让位于更加自由的市场经济的制度安排。

麦金农和肖的金融深化理论对经济学的发展作出了重大的贡献, 被认为在很多方面对传统经济学提出挑战。70年代以来的发

展中国家的金融自由化运动也将该理论作为指导思想。作者对金融深化理论进行了深入的分析,指出了金融深化理论对此次金融危机应负的责任,认为,金融深化理论是经济自由主义在金融理论中的表现,研究的对象是自由市场经济,其结论对市场经济很不发达的发展中国家有一定的不适应性。

(二)

为了挽救东亚金融危机,控制危机的蔓延,国际货币基金组织对东亚三国——泰国、印尼和韩国进行了紧急援助,并联合世界银行和亚洲开发银行及其他国际机构大大扩大了对三国的信贷支持。与此同时,受援国接受了货币基金组织的条件,即进行全面的经济结构改革和紧缩的经济政策。国际货币基金组织救援的条件性和效果引起国际社会的争论,对于基金组织给危机国家开的“政策处方”是否符合当事国的实际情况,救援方案对危机国产生了哪些影响,仁者见仁,智者见智。美国经济学家 Jeffrey D. Sachs 撰文猛烈抨击货币基金组织的“政策处方”,指出货币基金组织对东亚三国的救援是雪上加霜。这个问题是一个重要的国际经济理论问题。作者通过分析认为,国际货币基金组织对危机国的政策处方是以紧缩政策为主的结合结构改革、融资和汇率调整的一个全面的政策组合。结构调整对于从根本上解决危机,有重要意义;紧缩政策无论是从理论上还是从实践上都脱离了受援三国的实际情况,使受援国的经济形势恶化。基金组织援助的效果要取决于基金组织和受援国政府精诚合作并对紧缩方案不断调整的程度。

防范金融风险,加强金融监管,是此次金融危机给全世界各国的警钟。在总结金融危机的教训时,很多学者都提出建立金融风险预警系统的问题。作者分析了金融风险的种类,介绍了加强金融监管的各个层面,并探讨了建立金融预警系统的几个重要方面。对我国如何建立和完善金融风险监控机制有重要的参考价值。

面对发生在周边邻国的金融危机,中国政府和中国人民如何客观估计危机的波及效应,应该采取何种对策,保持什么样的心态,对待本国经济发展中的重大难题,都将体现中国作为一个发展中大国的胸襟和魄力。在该书的最后一章,将视角从东亚和全球转移到中国,针对“中国会不会是下一个”的问题,进行了客观的分析。结论是,东亚金融危机对中国的对外贸易和引进外资的发展都产生了巨大的影响,给今年实现预定的经济增长目标和经济政治体制改革制造了一定的困难。中国也的确存在着国有企业危机和银行危机。要走出困境,需要调整经济发展方式,拓展内部的经济增长源,充分利用内部经济增长的要素,进一步完善市场经济体制,坚定不移地进行国有企业改革和金融体制改革。正如作者所说,“东亚金融危机的巨大阴影还笼罩在中国的上空,拂去阴影还要靠改革之风。”

(三)

“前事不忘,后事之师”,对于东亚和其他的发展中国家来说,重要的是透过此次金融危机,认真总结经济发展中的经验和教训,调整经济发展政策和战略,实现经济的持续发展。

中国目前正处于一个相当重要的历史时期。中国经过十几年的开放、改革和发展,人民生活水平和经济发展水平都有了一定的提高,摆脱了短缺经济的特征。但多年来积累的各种体制矛盾成为进一步改革和发展的障碍。深化改革,清除障碍,实现良性的经济增长是唯一出路。在这样一个关键时刻,东亚金融危机爆发了。此次危机的爆发虽然对中国造成了相当大的负面影响,但更重要的是,给中国提供了一些重要的启示。危机提供了发展中国家在经济模式选择、金融制度选择、汇率制度选择、企业发展战略等各方面的教训,给中国敲响了警钟。客观地说,中国的经济改革在很大程度上借鉴了东亚各国的经验。目前正在试行的主银行制度、企业集

团化经营战略、政府在经济运行中的强度干预、出口带动型的经济增长模式,等等,无不带有东亚经济发展模式的特征。东亚金融危机在一定程度上可以说是东亚经济发展模式和发展战略的危机。危机的爆发,促使我们换一种角度、换一种思维来重新认识我们正在形成的经济发展模式和发展战略。事实上,该书涉及的很多问题都是摆在世纪末中国经济发展面前的重大课题。在新的历史时期,中国应如何调整经济发展战略,主银行制度是否、如何开展下去,人民币汇率制度如何改革,企业并购和重组如何开展,金融深化改革如何与经济体制改革的进程相互适应,如何提高金融监管水平,政府以何种方式、在多大程度上发挥作用,种种实践问题都需要理论上的指导。该书确实给我们提供了一些新的角度和新的思维,提出一些很有新意的观点,让我们反省、让我们深思。我想,“走出危机”,不仅对东亚国家来说有意义,对中国,乃至所有的发展中国家,此语都意味深长。

作为一个长期从事经济理论教学和研究的老工作者,看到年轻一代能够以求实的态度、严谨的作风、扎实苦干的精神,运用深厚的理论功底,现代的研究手段完成这样一部有价值的学术著作,我深感欣慰。同时,热切希望两位作者能够锲而不舍,再接再厉,在国际经济研究领域创造更新的成果。

熊性美

1998年11月于南开大学

前 言

从“东亚奇迹”到东亚金融危机的转变可能是战后世界经济中最富有戏剧性的事件。当被称为“21 世纪的金融危机”于 1994 年 12 月在墨西哥爆发并随后席卷拉美国家时,谁又曾预料到 3 年后可怕的“龙舌兰酒效应”又降临到了被发展中世界视为楷模的东亚国家身上。新兴市场再次受到巨大的冲击,全球经济沉浸在通货紧缩的恐慌之中。在过去的一年中,全世界的政治家、经济学家、工商界人士,乃至社会公众都找到一个共同的话题——如何认识这次危机的本质、回应它所带来的挑战以及变革现存的经济制度。作为世界经济问题的研究者,我们珍惜这次“不幸”的东亚金融危机所赋予的“有幸”的实证素材,更不愿意放弃对这一问题进行发言的权利。这种敏感和执拗迫使我们推出了这本《走出危机——东亚金融危机的经济透视》。

为什么叫做“走出危机”?我们无意追求广告效应的噱头,相反我们确实感到对东亚金融危机的研究应该从对原因和本质的探究逐步转移到对其前景和启迪的分析,从缤纷复杂的理论和信息中提炼出若干线索和专题,从基础性的历史描述和新闻性分析上升为正规的经济学研究。倘若本书能够实现上述预定的目标,使读者把握东亚金融危机全局和不同侧面的脉络,最终走出臃肿的信息导致的“思想混沌”,我们将感到一丝欣慰。

本书从结构上共分为四个部分。第一部分,也就是第一章,从实证的角度全面地分析这次东亚金融危机的过程和原因。首先以近年来发展起来的预期性汇率冲击模型为依据来解释了东亚国家

固定汇率制度的崩溃过程,以及其他宏观经济变量的变化。接着以国民收入帐户、国际收支平衡表和基础货币的构成变化为工具系统地剖析金融危机发生的宏观经济原因。最后概括了本次金融危机的教训。通过分析,我们认为从表象上看,东亚金融危机是一种综合了货币危机、银行体系危机、债务危机和收支危机的新型的金融危机。其根源在于外国资本的净流入和国内松弛的货币政策使宏观经济结构中总储蓄和总投资失衡,经济发展过热形成的巨额经常项目赤字最初可以不断地通过外国资产的净转移得到融资,同时外汇储备获得增加。但是国内经济逐渐形成的泡沫膨胀一方面引起通货膨胀和生产要素需求紧张,从而使实际汇率升值,削弱了出口的竞争能力,国际收支危机长期得不到缓解,另一方面由于缺乏有效的金融监管体制和新兴的投资行业,房地产和证券投资过剩,银行和金融机构资产管理的风险结构和期限结构使呆帐和不良债权演化为银行体系的系统风险。当国际投资者对本地区的投资信心发生逆转后,外国资本的流入逐渐减少,处于近年来经济发展的过度自信和各国国内其他经济目标的限制,政府错过了抑制经济过热、纠正汇率定值过高和下决心进行结构调整及改变经济增长方式的时机,而用货币冲销的方式通过国内信贷来继续支撑危险的经常项目逆差。这样外汇储备不断流失,固定汇率体制的脆弱性充分暴露在投机性货币攻击面前,在央行做了最后的抵抗后,高估的汇率崩溃了。对持有本币的信心丧失随即触发了向银行外汇存底的疯狂挤兑和套购,摇摇欲坠的金融体系的信用危机被点燃了,货币危机和银行的清偿力危机交织在一起将汇率和资产价格一步步推向低谷。

第二部分包括第二、三、四、五部分,试从经济发展模式、银行危机、主银行制度和汇率制度等不同的侧面对东亚金融危机进行剖析。在第二章中,从无模式的模式观点、政府—市场关系的观点、“依存市场的集权主义”的观点、“系统的协作操纵功能”的观点、投

入一生产率的观点等五个角度对所谓“东亚模式”进行了阐述。这些观点放在一起从比较全面的视野考察了对东亚模式这一主题的争论和辨析。投入一生产率观点是本章重点讨论的内容,它的展开基于最近关于克鲁格曼提出的“东亚奇迹的虚幻”的一场大辩论。首先,我们认为克鲁格曼之谜的论据存在着一定的问题,通过考察增长核算方法论和跨国比较得出的结论是生产率的提高确实对东亚的经济增长作出了历史的贡献。其次,面对的技术如果是“外生”的,适宜的政策是东亚生产率提高的根源。我们在分析中发展了一套“政策导向相关分析法”,通过韩国、台湾和新加坡三个样本国家和地区详细的政策分类与总结,发现它们生产率提高的基本经验是外向型战略、市场主导的产业政策或较小信贷直接分配的政府主导产业政策,稳定的宏观政策及更平等的分配政策。最后,面对的技术如果是“内生”的,那将对东亚增长的前景产生制约,因此在这一点上“克鲁格曼之谜”是很好的警告。

本章的论述表明东亚奇迹的确在很大程度上应归功于某种模式,无论它是政治的、经济的、还是社会文化的,因为东亚模式中的一些基本因素仍然有效,仍将成为东亚国家恢复增长的来源至少其他发展中国家没有取得如此成绩。同时东亚金融危机的爆发也并不意味着东亚模式的失败。经济增长率的放慢是资本边际生产力递减的固有规律,并不能因为亚洲金融危机的爆发而断言克鲁格曼的预言应验了。我们必须将这种毫无疑问的长期增长率递减的趋势与结构性的失衡和暂时性的外部冲击区分开来。金融危机并不意味着放弃这些正确的成功经验,相反危机恰恰表明近年来对它们的坚定实施出现了背离和松弛,当然,传统模式中的一些陈旧部分也必须加以摒弃或矫正。

第三章的中心思想是银行危机是整个东亚金融危机的根源,它的内部原因主要是这些国家在金融深化和金融自由化改革的进程中缺乏有效的风险管理和监督,外部原因是外国资本流入的总

量和结构给银行体系造成的不利冲击。我们分别从趋势因素(金融深化、放松管制、资本项目自由化)、结构因素(过度银行化、公共储蓄和资本市场)、制度因素(道德风险、银行监管、市场基础设施)和体制因素(指导性信贷、主银行制、分业制和银行—企业模式)四个层面阐述造成银行危机的内部因素,从资本流入和外逃冲击的影响论述了外部因素。这些因素最终导致了东亚银行的呆帐和外债问题。

东亚的银行危机告诫我们金融深化过程必须与一国的经济发展水平相适应,金融自由化应该在国内金融体系完善之后再行,金融体制尚薄弱的国家应考虑“渐进主义”的金融改革和开放战略,适当地保留紧急应对措施,资本项目放开应是最后一个环节。金融监管与金融深化与金融自由化必须同步实施,避免造成“制度真空”,使金融风险过度暴露,特别注意国内泡沫经济和外国资本流入的冲击,保持货币稳定和金融稳定是政府金融管理的两个支点。政府应意识到过去对经济发展作出贡献的体制或制度并不总是一成不变的,随着时间的推移它们可能会演变为阻碍经济发展的障碍。因此对国内的金融体制应以变革的态度去不断修正和发展,避免“体制性僵化”或“制度性疲劳”,使之能够适应国内金融发展的需要和国际金融发展的潮流。

在东亚银行危机中,东北亚国家的主银行制度是争论的焦点问题之一,它也有别于东南亚国家的银行问题。主银行体制是一种银企模式,也是一种公司治理体制,通过这种制度安排,企业、银行和政府形成一种密不可分的、充斥感情色彩的、不透明的关系。这一体制,作为日本和韩国金融体制的主要特色,曾一度被视为发展中国家在经济赶超和经济起飞时期的制度典范,我国也已经在试行这种制度。但此次危机后它被指责为“东亚关系资本主义”的典型特征。我们特别在第四章中专题讨论这一话题,探讨了主银行制度的主要特征,分析其存在的历史价值,并剖析主银行制度和银行

危机之间的关系。

日本的主银行体制具有比较完备的相互制衡的主体之间的关系,而韩国的主体交易银行体制具有更强的政府干预色彩,本身就是政府实施信贷控制的工具。由于主银行体制是一种关系银行业,存在着诱人的主银行租,寻租行为导致政治和经济的严重低效。企业—银行—政府之间的在长期的密切的交往中建立起来特殊的和排他性的关系,是隐性的、私下的、不透明的。在主银行体制下,缺乏对金融机构严格的监管,反而形成对银行业重点保护和利益倾斜的“温床体制”。在政府扶持下的主银行拥有超额利润,政府掌握着这种利润的分配权。银行在追求超额利润的利益驱动下,政府官员在追求个人利益的诱使下,银行和政府之间的腐败行为便产生了。政府对银行的经营保险,银行对企业的经营保险,政府一般不允许银行破产,对困难银行实行紧急援助和说服其他银行与之合并,银行对困难企业进行挽救,产生了道德风险问题。无论是银行,还是企业,抑或是证券公司,在政府的高度保护和竞争限制下,形成各自的垄断地位,严重缺乏竞争力。日本的主银行体制,刺激了银行和企业的过度借贷行为和整个金融体系中风险的膨胀,促成了 80 年代末的泡沫经济,形成银行巨大的呆坏帐比例。韩国的主银行体系与政府控制、企业集团、高负债经营交织在一起,其制度缺陷要比日本的主银行体系严重得多。

主银行制度是一种金融抑制条件下的次优选择,在日本实现高速增长中发挥了巨大的作用,但随着日本摆脱发展中经济的特征,这种制度和日益市场化和国际化的经济体制发生了严重冲突,已经成为日本进一步发展的障碍。对此,日本不得不下决心进行深刻的金融“大爆炸”改革,彻底改变落后的金融体制。意在摆脱金融危机的金融“大爆炸”改革遭遇到 30 年代大危机之后最严重的一次亚洲金融大震荡,使改革失败并促成了日本金融危机的全面爆发。相比之下,韩国金融危机的爆发却是主体交易银行制度

不完善的結果。政府、銀行和企業之間的錯位導致各個主體之間矛盾的激化，也使主體交易銀行制度走到了制度目標的對立面。如果說，對於日本，根本擺脫金融危機的出路在於堅持金融改革，徹底消除主銀行體制，那麼，對於韓國來說，最重要的是進一步完善主體交易銀行制度，學習和借鑒日本的主銀行制度的經驗和教訓。

第五章從貨幣制度的角度分析了固定匯率制度在新的歷史條件下的內在的不穩定性、固定匯率制度下投機產生的根源以及與國際貨幣制度改革有關的問題。本章從固定匯率和浮動匯率的爭論的古老話題出發，通過文獻評述論證了浮動匯率制度下匯率不穩定的必然性。在米德“二元沖突”基礎上加入貨幣政策的“三元沖突”通過蒙代爾—弗來明模型的演示表明在資本充分或有限流動的當代市場條件下，固定匯率制度存在着貨幣政策自主、資本自由流動和維持固定匯率之間的內在矛盾。70年代以後發展起來的克魯格曼—弗拉德—伽勃貨幣投機模型表明對於一個實行固定匯率制度而且還追求資本自由流動和實施自主貨幣政策的國家，投機分子往往蓄意暗中準備，在“三元沖突”最激烈的時刻攻擊弱幣，促使固定匯率的解体。這與第一章的理論分析是相輔相成，互為補充的。以泰國為案例的實證分析描述了貨幣危機的發生原因和過程，從而印證了呆滯的固定匯率體系是東亞金融危機的主要根源之一。最後還對聯繫貨幣制度和歐洲統一貨幣進行了簡要的評述。

第三部分包括第六、七、八三章，主要視角側重於東亞金融危機的啟示和前景。金融危機在短短3年內在新兴資本市場連續爆發兩次，應引起那些準備倉促闖入金融改革和經濟自由化的發展中國家和轉軌國家的強烈關注。在探求導致東亞金融危機的深層次原因時，人們不約而同注意到在金融深化理論指導下的東亞金融自由化和金融改革。第六章對此就發展中國家的金融深化以及金融改革的次序、速度和方式進行了分析。本章首先總結性地評述了金融深化理論的形成和發展。我們注意到，麥金農在總結了發展

中国家金融自由化的教训之后,意识到金融自由化要考虑本国经济的承受力,提出发展中国家在向市场经济过渡中要保持适度的金融控制,发展中国的经济市场化存在一个最优次序。这一发展使金融深化理论进入一个新的阶段。但遗憾的是,金融深化理论始终没有摆脱经济自由主义的躯体。

东亚国家在战后经济恢复时期,都无一例外地实行了严格的金融抑制战略,目的是保证社会资金流向国家发展的重点项目,保证经济发展计划目标的实现。进入70年代以来一些国家开始放松管制的金融改革。真正的全面的金融自由化浪潮是进入80年代以后。我们回顾了东亚国家在不同时期金融改革的历程,指出到90年代初期东亚国家利率自由化、金融市场准入、消除信贷控制和外贸自由化、汇率自由化等方面的金融深化改革极大地促进了金融市场的发展,加剧了市场竞争。然而,近年来发生的不适当的金融自由化改革引发了此次金融危机,主要表现在:金融自由化超越经济体制本身市场化的发展导致了难于控制的金融扭曲和信贷膨胀;金融自由化超越政府的监管能力和监管水平,刺激了追求高回报的冒险行为和泡沫经济的产生;金融自由化超越金融机构自身的风险防范的能力,使整个社会金融体系的系统风险增加;金融国际化(资本市场全面对外开放)超越了经济和金融体系自身的承受力。

东亚金融危机对传统的金融深化理论提出了挑战,通过对麦金农和肖金融深化理论的辩证批判,我们得出以下结论:金融自由化改革首先要有稳定的宏观经济环境,特别是国家首先应抑制通货膨胀,否则会引起利率和汇率的剧烈波动,以及不正常的资金流动,将造成银行和企业破产;金融自由化必须以价格自由化为前提;金融自由化不是放任自流,必须要有政府对金融机构和金融市场的管理和监督,建立起一套符合国情的管理制度;金融自由化改革后,各种利益集团的利害关系必然有所触动,政府应采取一些过