

F I N A N C I A L C R I S E S

and what to do about them

金融危机 的 防范与管理

[美] 巴瑞·易臣格瑞 / 著

Barry Eichengreen

刘士余等 / 译校



经济科学出版社

F I N A N C I A L C R I S E S

and what to do about them

金融危机 的 防范与管理

[美] 巴瑞·易臣格瑞 / 著

Barry Eichengreen

刘士余等 / 译校

责任编辑：金 梅 杨 静

责任校对：杨晓莹

技术编辑：董永亭

金融危机的防范与管理

FINANCIAL CRISES

and what to do about them

[美] 巴瑞·易臣格瑞 著

Barry Eichengreen

刘士余等 译校

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100036

总编室电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子邮件：esp@esp.com.cn

中国科学院印刷厂印刷

河北三佳集团装订厂装订

880×1230 32 开 6.5 印张 160000 字

2003 年 10 月第一版 2003 年 10 月第一次印刷

印数：0001—8000 册

ISBN 7-5058-3778-8/F·3082 定价：15.00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

致 辞

许多人为此书的出版提供了帮助。我在哥德堡大学和赫尔辛基进行 Felix Neruburgh Louise 和 Goran Ehrnrooth 两个系列讲座期间, Bengt Wedel, Urban Strandberg, Annelise Sjolander, Tom Berglund, Mikael Juselius 和 Robert Ehrnrooth 等给予了热情的款待, 在此深表谢意。感谢国家科学基金会和世界社会基金会给予的赞助。第 4 章是根据 2001 年下半年为世界银行 2002 年的刊物《全球金融发展》撰写的背景文章修改而成的, 感谢世界银行对此给予的支持。许多同事对本书的初稿提出了有益的评论, 他们是 Andy Haldane, Peter Kenen, Ashoka Mody, Ann Pettifor, Nouriel Roubini, Ted Truman 和 Charles Wyplosz 等, 在此一并感谢。

中文版前言

在过去 25 年中，中国从一个几近全面专制的国家转而与世界经济紧密地融合在一起。商品出口已成为中国经济增长的动力。中国所吸引的外商直接投资在发展中国家中遥遥领先。虽然该国加入世界贸易组织令众人瞩目，但这不过是为这些年来已经开始的发展进程给予了一个官方的肯定，这些领域的发展已经使中国经济产生了切实而全面的转变。

然而，金融的一体化仍是这一进程中最薄弱的一环。尽管中国政府已放开了非债务性长期资本流入以吸引外国直接投资，但对外的直接投资仍然受到严格的管制。他们允许国外投资者有限度地进入国内股市，购买外币计值的股票（B 股、H 股以及所谓的红筹股）。虽然政府在国际上发行了数量有限的外币计值债券，但中国居民基本还不允许在海外市场买卖或发行债务工具。国内企业的海外借款仍需要得到官方批准。

中国政府所采用的开放资本账户的方法正切合本书的建议。金融一体化能给像中国这样的国家带来重大的利益。国外资本的流入，特别是外国直接投资，通常会伴随着国外先进管理经验的引进。资本流动能够帮助一国经济在面临周期性波动时，保持消费的平稳。它们会促进风险在不同国家间

更为有效的分担。这样看来，朝着资本账户开放的发展势头是不可逆转的。

展望未来，中国的决策者们必须预见到完全开放本国资本账户交易的具体时间。毕竟，在当今所有的发达工业化国家，资本账户都是完全开放的。一旦成为一个中高收入国家，中国就没有理由例外。

与此同时，资本流动又是极不稳定的，而且其波动会使金融体系中现有的缺陷更为突出。作为 1997~1998 年亚洲金融危机的教训之一，现在人们已普遍认识到，只有逐步开放国际金融交易才是明智的。中国的官员们在推行这一战略时的步伐是颇为稳健的。他们拒绝在外国政府和国际货币基金组织的推动下加快开放的速度。他们的决心令人赞叹。

具体而言，中国资本账户开放的步伐应与其银行体系的重组以及汇率体制的调整以适应更开放的金融环境相一致。从近期的形势发展中得出的一个重要教训就是，如果在国内的银行和金融体系中的问题得以解决之前开放资本账户，就会带来灾难性的后果。经营不善的银行会孤注一掷，从国外借款以增加它们的筹码。如果外国银行不受限制地开展竞争，就会抢夺有利润的业务，从而进一步把弱小的国内金融中介机构逼向死角。这样一来，解决中国银行体系中的坏账问题，加强各大银行的治理结构和管理水平，就成为资本账户成功开放的一个前提条件。

另一个突出的教训就是，资本账户开放与钉住汇率不可兼得。钉住汇率反映了政府降低汇率风险的一种承诺。这一汇率风险的“社会化”会鼓励银行和企业进行无对冲的海外借款，从而成为金融脆弱性的根源之一。此外，在资本账户开放的情况下，政府的这一承诺将会越来越难以维持。即使像中国这样国际储备充足的国家，如果资本账户是开放的

话，也会发现顶住投机压力、捍卫其货币钉住十分困难。换句话说，中国政府的国际储备可能十分庞大，但国际金融市场的资源也十分庞大。因此，在资本账户开放的情况下，中国应考虑采用更为灵活的汇率；否则，中国就会发现它将迫于危机的压力转向更大的汇率灵活性，而不是自己认真考虑的结果。

所有这些都已得到广泛认同。问题在于，这些配套措施——金融部门改革、资本项目开放以及转向更为灵活的汇率——应在多长时间范围内实施。在中国官员看来，这种过渡需要10~20年的时间。他们认为，中国花了25年的时间才实现了资本账户的部分开放，那么，要完成向全面开放的过渡怎么也需要再用25年的时间。他们认为，主要的欧洲国家在20世纪后半期完全开放其资本账户就是花费如此长、甚至是更长的时间。这些观点与近期经济学研究中的结论是一致的[如迈克尔·克莱因(Michael Klein)的“资本账户开放与不同的增长经历, Capital Account Liberalization and the Varieties of Growth Experience”, NBER 工作论文第9500号, 2003年2月]。这些研究表明，一个开放的资本账户只对那些经济相对发达的国家(大体指那些人均收入在2000美元以上的国家)是有利的。考虑到中国的人均收入在1000美元左右，这些结论表明，该国要完全开放其资本账户还有相当长的一段路要走。

但是，我们有必要质疑这种资本账户开放的既定步骤，对中国实际上是否可行。与几十年前欧洲国家考虑开放其资本账户时相比，全球金融市场的开放程度已大为提高，对于中国这样的国家来讲，想要单方面控制资本的流入和流出就更为困难。现代的信息技术使资本跨国转移并绕过法定限制的成本进一步下降，这样一来，资本管制要想保持效力就会

变得越来越全面，从而可能会对其他经济交易产生破坏。国外直接投资提供了一个资本转移的渠道；加入世界贸易组织，准许外国银行进入则提供了另一个渠道。密布海外的汇款网络加上中国南部与香港之间劳动力的双向流动，将成为金融资本流动的另一种机制。值得注意的是，尽管政府一直力图将国际资本流动隔绝在中国银行体系之外，但大量的外汇存款已经通过海外移民汇款和其他渠道流入到中国的银行体系之中。而中国居民可能还持有同样大量的海外外汇存款，说明该国资本管制存在漏洞。

所有这些均表明，中国将出现国际资本流动的飞速增长。人们可能会强化现有的资本流入和流出的限制。但对外国企业利润汇回实行更严格的管制，将削弱该国所依赖的外商直接投资。价格高报或低报、提前或拖延付款同样可以提供绕开管制的渠道。而为防止此类行为对进出口进行更严密的监控，将影响该国的出口增长战略以及与全球生产网络的紧密融合。

还有另一种选择——在我看来是惟一真正可行的选择——就是加快国内改革和政策调整，以使中国经济更快地为更大的资本流动性做好准备。不管政府是否愿意，资本流动性的上升将会很快出现。这就意味着，应更快地采取措施，解决中国银行体系中的问题，将坏账从银行的账目上剔除，关闭经营不良的金融机构，而不是仅指望银行体系能自己走出困境。这就要求强化银行的经营管理和监管，以防止银行体系继续向亏损的国有企业提供新的贷款。这还要求同样加快金融部门以外的改革，因为如果不考虑重组或关闭那些亏损的国有企业的话，实际上就不可能限制银行对这些亏损的国有企业提供新的贷款。

中国经济不可避免地会更多地面对国际资金流动。要做

好准备，就需要全面提高政策的透明度。在本书中，我也考虑到了，提高透明度可能在实际上使波动加剧而不是缩减的可能性。我认为，这可能会给最贫困国家带来危险，因为它们的信息环境是最不发达的，而新兴市场国家和地区在经济和金融方面已经得到了相当的发展。读者们可能会想，中国是否在这些国家之列？其金融市场对“非典”爆发的反应已清楚地回答了这一问题。掩盖“非典”疫情只会使金融市场预期到最坏的境况。但当政府明确地公布问题的严重程度以后，市场就能对风险进行衡量，从而大大减少了外国直接投资流入遭受严重破坏、发生严重资本外逃的可能性。这表明，有关中国局势的信息是足够丰富的，而从更技术的角度上看，其信息环境已足够发达，从而市场得以顺利地吸收新的信息，对市场均衡发挥稳定地影响。

有了这样一个借鉴，要使中国经济在未来几年中面临的资金流动稳定增长，中国政府方面就需要大力提高透明度。而这将会相应地引发中国社会更深层的变化。

最后，我要感谢中国人民银行刘士余先生带领的团队（他们还包括：陈劲、曹志鸿、周济、张海川、余明、李振江）所做的出色的翻译工作，希望本书对中国读者有所裨益。

巴瑞·易臣格瑞

Barry Eichengreen

伯克利，加利福尼亚

2003年6月

图字 01 - 2003 - 6729

“© Barry Eichengreen, 2002”

“**Financial Crises And What To Do About Them** was originally published in English in 2002. This translation is published by arrangement with Oxford University Press and is for sale in the Mainland (part) of The People’s Republic of China only”.

《金融危机的防范与管理》由牛津大学出版社于2002年以英文首次出版；本译文由牛津大学出版社授予中国·经济科学出版社。

© 2003 年，中文版翻译权由经济科学出版社拥有

目 录

致 辞 /1

中文版前言 /1

第1章 导 论 /1

第2章 危机防范 /12

透明度 /16

标准 /22

审慎监管 /30

汇率管理 /37

结论 /45

第3章 危机管理 /49

有关危机管理的混乱认识 /50

目 录 1

简单的分析，复杂的问题 /54

带动型方式 /59

协调型方式 /64

有关各种方法的讨论 /68

结论 /95

第4章 近期事件的教训 /98

两个危机的根源 /98

教训 /105

影响 /128

第5章 未来的道路 /131

危机防范 /131

危机管理 /134

克鲁格建议 /143

第6章 最后的思考 /151

附录 官方措施大事记 /153

危机防范 /153

危机管理 /158

参考文献 /168

索引 /181

第 1 章

导 论

自有金融市场以来就开始了金融改革的各种尝试。但是 1997~1998 年间爆发的亚洲金融危机，使改革和健全国际金融体系变得更加紧迫了。随着金融动荡从亚洲蔓延到拉美，进而波及俄罗斯，最后几乎导致纽约的长期资本管理公司垮台，人们开始确信全球金融市场面临危险^①。官员们和他们的批评者都做出了反应，提出了改革国际金融体系的种种想法。这些讨论不仅在各种研讨会和名不见经传的学术期刊上进行，也出现在国会听证大厅和大众报纸上。如何“健全国际金融体系”，如何在听证会上作证，已成为我们不少人工作的全部内容。

一些雄心勃勃的设计师鼓吹新建一些国际机构，包括国际金融监管机构、国际最终借款人和国际破产法庭等等^②。即便是那些认为应该在现有架构内进行工作的人，也认为有必要改进对金融市场的治理和监管。但是，4 年过去了，我们看到，新的国际机构并没有建立起来，国际金融市场的结构和监管也没有出现任何影响深远的变化。

① 索罗斯的言论最能反映当时的情况。

② 见 Eatwell 和 Taylor (2000), Fischer (2001), Miller 和张 (2000)。

应该如何评价这一结果？改革的迫切性是否在危急时刻被夸大了？亦或危险确实存在，而相比之下改革的成果却令人失望？或者政府和市场对于危机的预期和反应都发生了重要变化？我们是否已经开始迈向金融安全之路？

与任何时候一样，需要回顾成果和确定下一步的任务。也可以说，现在是进行评议的理想时机。实际上，我写作本书的动机并不是刻意选择这个时刻。2001年底和2002年初，我应邀在瑞典的哥德堡和芬兰赫尔辛基，就如何健全国际金融体系作了“Felix Neruburgh Louise”和“Goran Ehrnrooth”两个系列讲座。这两个讲座时间相隔很近，我不得不仔细思考自己的观点。我的东道主——哥德堡大学和瑞典经济学院，还有两个基金会慷慨同意并热情支持我，将两个讲座的观点结合在一起出版一本书。

国际金融体系的改革正在进行，此时应是对相关问题进行梳理的时候了。国际金融体系是一个由社会、经济和金融机构组成的密集网络。和任何一个复杂的机制一样，在对机制中任何一个组成部分进行改动的时候，只要其他部分还存在，这种改动就是有限度的。给一个老式螺旋桨飞机安上喷气式发动机没有什么意义。国际金融体系也是一样，因为其不同组成部分之间的相互作用，已使它的结构出现了惯性。这个体系在边边角角的修补中演变着。由于各种激进的观点不断地出现，修补也在不断地进行。虽然亚洲危机那样的严重事件给正在进行中的变革带来了更多的动力，但却没有导致主要机构和制度的安排出现剧烈变化，这一点并不令人吃惊。

历史经验支持这种解释和预测。国际货币和金融体系从金本位演变到金汇兑本位，再到布雷顿森林体系的黄金—美元体系，进而到现在的后布雷顿森林的“无体系”。这期间，在一个蓝图的基础上，仅有1944年经历了一次脱胎换骨的变化，而当时的情况非常特殊。那时，战争之前的制度安排已经彻底失去了信

誉，到处充满危机感。这表明危机可以成为改革的催化剂。

但是，仅有催化剂并不能保证改革一定就能进行。与 20 世纪 40 年代的情况不同，当时非常有利于取得建设性的成果。因为第二次世界大战仍在进行，在谈判桌上，只有英美两个国家^③。通常会抵制变革的力量——既得利益者——无力反对变革。

今天的情况则不同。进行激进变革的前提条件并不存在。虽然现行体系遭到了广泛批评，但它并没有完全失去信誉。若借用丘吉尔论民主的话来描述对现行体系的主流看法，即如果没有其他可供选择的体系，那么这个体系是分配金融资源最糟糕的方式。而且，即便认为该体系需要改革的人，也没有就改革的具体方式达成一致。这并不奇怪，因为它牵涉到为数众多的政府和利益集团，达成一致十分困难。与第二次世界大战时的情况相比，今天的世界是一个多极化的世界。有三国集团、七国集团、十国集团、二十国集团，还有一系列其他的集团。相对于 1944 年来说，现在市场参与者对官方行动制约的力量加强了，而当时他们被应招入伍，需要服从政府。由于这些变化，制定一个改革计划并将其付诸实施，过程变得相当复杂。

我们究竟如何评估哪些工作非做不可、哪些已经完成、哪些 4 尚待完成呢？我的评估基于这样一个看法：危机的发生是金融市场运行中不可避免的。金融市场是信息的市场，信息的本质是不对称性和不完整性的。信息的到来无法预期，一旦信息到来，市场必须做出反应。那么，资产价格出现波动就不可避免，有时波动幅度之剧烈足以威胁整个金融体系和经济的稳定。在国际范围内更是如此，地域和文化差异使信息在借款人和贷款人之间的传递更为复杂，因此，存在不确定性预期的合同的签订和执行也就

^③ 虽然包括丹麦代表团在内一共 45 个国家参加了布雷顿森林会议，发挥决定性作用的只有美国 and 英国。

特别困难。在信息和合同环境最不发达的发展中国家尤其如此。

无论是在过去、现在还是在将来，危机的发生都不可避免。对于发展中国家，这更是一个特别严重的问题。这个观点和相关的预测被历史所支持。克里斯蒂·苏特（Christian Suter）（1992）⁵ 的研究显示，在过去两个世纪的金融史中出现的债务危机（见图 1.1）；正如库兹涅茨周期的有关著述，债务危机每 20 年内就集中出现一次；博多·麦克尔（Michael Bordo）等人（2001）的研究显示，货币危机、银行危机和双重危机也是不断出现的（见图 1.2）。当然，我并不否认随时间的推移而出现的变化^④。与金融全球化的早期即 1880～1913 年时期相比，现在发生危机的频率要大得多，主要是货币危机的发生更加频繁，影响最严重的双重危机也更加频繁地出现^⑤。与 1945～1971 年时期相比，现在银行危机的发生更加频繁，也就是说，现在双重危机发生的几率也大于 1945～1971 年时期^⑥。

从这些历史对比中可以看出我们这个时代的特点。与 19 世纪晚期相比，货币危机更加频繁地发生，表明资本高度流动性（这两个时期的共同特点）与民主政治特征（现代的显著特点之

④ 图 1.2 按照 20 世纪出现的四种主要国际货币和金融体制的时间段来显示危机出现的频率：国际金本位时期（1880～1913 年），两次世界大战之间的时期（1919～1939 年），布雷顿森林体系时期（1945～1971 年），和后布雷顿森林的“非体系”时期（1973～1997 年）。图中前四列显示 21 个发达国家和新兴市场在 120 年内的情况；第五列是 IMF 的《国际经济展望》1998 年第 1 期，把 21 个国家扩大为 56 个国家之后进行的模拟分析结果，增加的全部是发展中国家。

⑤ 双重危机是货币和银行同时出现危机。Bordo 等人的研究把货币和银行危机在同一年发生或者在一种危机爆发后另一种在第二年爆发称为双重危机。若界定为双重危机，就不计为银行危机或者货币危机了。Kaminsky 和 Reinhart（1998）论述了双重危机所具有的巨大破坏性，Bordo 等人（2001）对历史的长期比较研究支持其观点。

⑥ 1945～1971 年时期与 1973～1997 年时期相比，货币危机发生的几率基本没有变化，那么第二段时期银行危机频繁发生就意味着双重危机更频繁地发生。

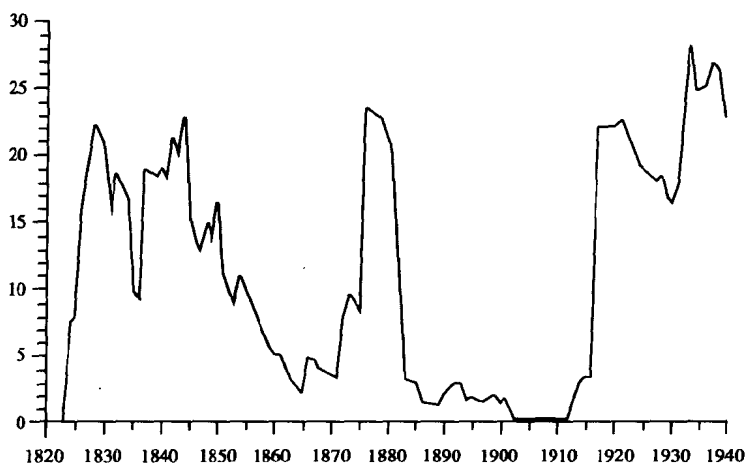


图 1.1 违约外国债券占主要核心国家对外投资
总额的比例 (1823~1939 年)

一) 的互不相容性^⑦。这二者的结合使得政府和中央银行很难使国内政策服从于对外平衡，因而也很难在众多的潜在政策目标中将汇率稳定定为最重要的、压倒一切的目标。所以，钉住汇率制度具有更大的脆弱性，货币危机发生的频率也更高。时隔 25 年之后，银行危机以类似 19 世纪时的频率重新出现。这是因为在第二次世界大战期间及其之后，对于国内金融活动的严格管制，压制了问题的发生；但是管制解除后，这些问题就迅速抬头。金融自由化和政治民主化这两个趋势结合在一起，产生的影响就是双重危机频繁发生，而这在以往只是在两次世界大战之间的动荡年代才存在的情况。

图 1.2 中最后两列之间的差别再次表明，危机对于发展中国

⑦ 显然，这一点我同意 Eichengreen (1996) 的观点。