

反金融危机

金融风险的防范与化解

王自力

中国财政经济出版社

反 金 融 危 机

——金融风险的防范与化解

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

反金融危机：金融风险的防范与化解/王自力编著. - 北京：
中国财政经济出版社，1998.6
ISBN 7-5005-3794-8

I. 反… II. 王… III. ①金融危机-对策 ②金融危机-
反危机政策 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 11587 号

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.com>

e-mail: cfeph @ drc.go.cn.net

(版权所有 翻印必究)

社址：北京东城大佛寺东街 8 号 邮政编码：100010

发行处电话：64033095 财经书店电话：64033436

北京财经印刷厂印刷 各地新华书店经销

850×1168 毫米 32 开 10.75 印张 253 000 字

1998 年 6 月第 1 版 1998 年 6 月北京第 1 次印刷

印数：1—5 050 定价：24.00 元

ISBN 7-5005-3794-8/F·3475

(图书出现印装问题，本社负责调换)

加强金融风险的理论研究 和监管实践

(代 序)

今天，当人类站在世纪末的边缘，回眸与展望时代所赋予此刻的重托；当我们把目光投向一个已伴随人类一个世纪、既令人心悸又仍无收敛迹象的问题——金融危机时，真感到提起来沉重，放下去又不轻松！

金融危机是指由信用基础破坏而导致整个金融制度的动荡和混乱。它既可以是伴随经济危机而发生；也可以是独立地存在，再诱发经济危机。一般地说，在经济周期的繁荣阶段，生产活动的扩张导致投资膨胀，投资膨胀又带来信用膨胀；当信用膨胀的规模远超过实质生产的增长以后，一旦由信用扩张所拉长或繁衍的支付链条中某个环节断裂，以致动摇了人们对某些资产价值的信任时，就会导致金融体系的剧烈震荡，爆发金融危机：强制清理旧债、缩减商业信用、挤提银行存款、金融机构连锁倒闭、有价证券行市崩溃、货币量严重短缺、借贷资金枯竭、市场利率提高、汇率下泻……，甚而至于再生产过程中断、生产萎缩、企业倒闭、工人失业……

需要指出的是，随着发达国家经济体制的被迫调整和自我完善，近 20 年来，这种肇源于资本主义基本矛盾并蔓延于整个资本主义世界的旧式金融危机逐渐减少，而在发展中国家，特别是

那些正在起飞的新兴市场经济国家，则由于主观或客观的原因而积累着金融风险，并使金融危机有越演越烈之势，如 80 年代拉美南锥体国家的金融危机、90 年代初墨西哥金融危机和这次亚洲金融危机，都是新型金融危机的例证。

市场经济有一个重要的结构特征，就是它有一个内生的循环系统——金融。它不断地把市场经济肌体中的血液——资金，从各个器官中泵集到心脏，又从心脏再泵送到各个器官，周而复始，使市场经济连续地运行，成为一个“生命体”。金融对市场经济显然有着生死攸关的作用。这里，有金融风险、即金融危机的病毒存在，因而必须有一定的金融监管，以防范和化解金融风险，阻止金融危机发生。我国刚刚开始建设市场经济，又是指向社会主义的市场经济，具有极大的开拓性，也面临许多新的、大的课题，其中包括金融风险问题，需要我们加以认识、掌握和防范。

近年来，我国不断改善金融调控机制，及时推行适度从紧的货币政策，确保了金融和经济的平稳运行，基本上消除了全局性金融危机发生的可能，但毋庸置疑的是，由于金融机制尚欠规范，潜在的金融风险有增无已，局部性的金融危机因素依然存在，并且这些不利因素将随着市场经济的推进而勃发，随时都可能摇撼我们这个本来就不成熟和坚实的市场经济。因此，我们要把社会主义市场经济建成，就一定要做好防范和化解金融风险这个工作。

在我国现阶段，人们的金融风险意识与其防范手段还比较薄弱，这方面的理论研究和实践经验更是跟不上经济和金融发展的需要，从而也未能将正确处理风险防范与效率提高这两者之间的矛盾纳入到市场经济建设的视野中来。这可说是一种巨大的思想麻痹症。既然金融危机在世界上已经屡见不鲜，在我国推行市场

经济过程中也多次发现金融险情，那就不能对这些问题等闲视之，为了治理金融业，也为了建立和完善我国的社会主义市场经济，我们必须吸取外国金融危机的教训，深入研究金融风险问题，建立一系列相应的金融监管措施，以确保金融运营过程的谨慎、周密和高效。愿我国的金融理论工作者和银行家在这方面作出更大的贡献。

自力同志有此新作，我在欢欣之余，权以此文代序。

陈观烈

1998年5月18日

导 论

据报载，1998年4月上旬，由于受日本经济不景气以及有关日本政府金融改革措施不力的影响，亚洲一些国家的股市和汇市又发生继年初新一轮动荡后的再度动荡。4月3日，专门从事信用评定的美国穆迪投资公司以日本金融改革细节及效果不明白为由，宣布降低日本国债的信用等级，致使日元对美元的汇率降到6年半以来的最低点，即135.20日元兑换1美元。当天，日经平均指数在前一天暴跌了538.76点后，又下跌了185.12点。近来一直受日元牵制的一些亚洲国家的货币马上遭到冲击，这些国家的股市也同时发生动荡。该日，泰国铢改变了近期一直走强的势头，对美元的汇率由几天前的37.32比1跌至41.30比1；马来西亚林吉特对美元的汇率由3.74比1降至3.97比1；新加坡元对美元的汇率由1.62比1跌到1.63比1；韩国圆对美元的汇率由1300多比1跌至1446比1。当天，泰国股市下滑4.2%、新加坡股市跌落、马来西亚股市下挫2.6%、韩国股市下降4.2%……

不敢判断亚洲金融市场是否还会动荡，或者说亚洲金融危机是否已经结束，但有一点可以肯定，陷入危机的东亚诸国以主要国际储备货币美元计算的大量国民财富在短短的数月之内灰飞烟灭，数年来为全球称羡的东亚奇迹转瞬间变成了东亚灾难。目前世界各国都在探讨这场危机的生成原因、制度机理和对世界经济的长期影响，都在反思危机所揭示出来的深层次矛盾和问题。这

场肆虐了我们邻居并尚在我们身边旋转的龙卷风，无疑给了我们这些中国学者一个难得的机会，使我们能够近距离地考察这场破坏数国经济的灾难的各种细节，并思考防范和化解它的对策。

一、反市场国家主义与金融危机

本书所讨论的金融危机，不是指发达国家或因资本主义经济体系的周期波动而引致的是发生在资本主义世界的古典或旧式金融危机，如 1929—1933 年的世界经济金融危机、战后七、八十年代由于美国的“滞胀”和国际收支恶化所引起的多次世界性美元贬值危机和布雷顿森林体系国际货币制度的危机。事实上，自 70 年代后期起，浮动汇率制合法化，多元化外汇储备和多方式的国际收支调节机制，基本适应和满足了国际经济发展的新趋势。在这个新的国际货币制度下，发达国家在“回到斯密”的口号下加快了金融自由化和产业结构的调整。同时，随着“货币主义”学术成就的进展并成为主流派进入政策后，以美国为代表的西方国家在战胜“滞胀”方面也取得了成功。从 90 年代开始，美国进入了多年来最好的经济状态，通胀和失业率下降到极低，而 GNP 增长率则连续 7 年保持在较高水平。总之，在“牙买加体系”建立后的近 20 年中，肇始于发达国家并主要在资本主义经济体系中蔓延的旧式金融危机减少甚至消失了，随之而来的则是起源于发展中国家，特别是那些已经起飞和正在起飞的新兴市场经济国家的金融动荡有越演越烈之势。^①

因此，我们关心的主要是处于转轨期的国家及新兴市场经济国家因主观或客观因素导致的金融领域一系列矛盾激化（如本币剧烈贬值，股市、汇市、债市剧烈动荡；政府、银行无法支付到

^① 参见赵德志：“试论新型国际金融危机”，《金融体制改革》1998 年 2 期。

期的国内外债务；银行和各类金融机构破产倒闭以及由此引起的企业倒闭风潮等）对整个金融体系稳定造成的混乱与破坏，当这种混乱和破坏的影响波及到一国之外，或经济情况类似的国家同时出现这种事件时，我们称之为发生国际金融危机。

1. 泡沫终归要回复到它所能表征的实物上

金融危机虽爆发于一时，却是体制、产业结构、管理政策等长期因素造成的。这正如龙卷风，虽然突来忽至，却挟带着长时间、大面积聚集的能量。金融危机表面上好像是由一些平常或意外的小事件引起，如1997年7月2日泰国央行的放弃钉住汇率，是“扰动效应”。其实不然，它是一种“极限效应”，即一国金融体制因各种长期失误和混乱而耗尽了维持有序的资源，最后终于不支倒地，释放出潘多拉盒子中的一切无序魔鬼，强制性地冲击所有经济活动，混乱将持续到在无序中重新找出符合经济生活真实的那些密码并重建有序为止。就像金融泡沫增长极快，几天便可翻一番，而真实财富增长极慢，几年才能翻一番，危机来后，泡沫要归复到它能表征的实物上一样。

道理很简单，事实上现阶段各国乃至全球的金融体系既是非常精巧严密，又是非常粗糙脆弱的。发展中国家从原来各种反市场的社会形态，如计划统制经济、非民选官僚政府、国营企业、“大一统”银行向现代市场经济转轨，等于要跨越数十年乃至数百年的历史择型落后——发达国家的市场经济和金融体系在自然发展的情况下，已经进化了成百年，市场经济对公民、对政府、对社会的要求是非常高的。发展中国家依靠模仿现代市场经济（如直接采用通行的国际惯例，直接引进成熟的市场经济法律制度）的做法甚至创新，当然可以大大加快发展速度和节省改革成本。但是，无论如何，在较短的时期内，一方面要构建发达国家

历时百年才构建成的现代市场经济大厦，特别是金融体制大厦，另一方面则需要拨乱反正，构建与之相应的新意识形态（即转变观念）才行。例如：50年代我们大张旗鼓地改造后来被消灭了的民族“资本家”，如小说《上海的早晨》所描绘的，所以我们现在没有松下、大宇和波音这样的企业及其名牌；到了90年代，在加速市场经济的浪潮中，人们方发现最缺少的就是“企业家和银行家”。

然而，名牌与老字号，企业家与银行家焉能速成？在基础较差而急于求成的心态下，要完成发达国家历时百年才完成的自然进化，其经济动荡或金融风险发生的概率显然是非常高的。若没有清晰的理性意识来防范和化解风险，低估传统体制及其既得利益者对转轨进程的阻力和误导，那么，金融风险从而金融危机的发生可以说也就具有了必然性。

2. 金融危机不过是深层弊端的“极限效应”

前已指出，发展中国家的金融危机虽然从表面上看是突发忽至，但实际上都有其深层的长期原因和制度机理。这个深层原因和制度机理就是驱动型起飞竞赛的发展战略与反市场国家主义的经济体制。由此，几乎所有的资源都按无制约的国家意志而不是经济效益来配置，几乎所有的信贷都事实上由腐败规则而不是商业规则来进行，试问这个国家的宏观经济与产业结构怎么不泡沫化、畸形化，从而危如累卵；货币政策与金融体系怎能不偏颇失误和坏帐成堆，从而玄机四伏？

因此，比起“战略与体制”来，产业结构畸形、宏观经济泡沫、货币政策失误和金融监管疏漏等诸多问题，只不过是前者深层弊端的“极限效应”罢了。下面，我们以这次亚洲危机中问题暴露得较为突出的韩国、印度尼西亚等为例，即可对此作出验

证。

(1) 韩国。

与墨西哥 1994 年政府的大量短期外债到期所导致的金融危机不同，韩国金融危机的起因是由于大企业和大财团的巨额短期外债。虽然两者都表现为债务危机，但债务人的结构却大不一样。1994 年，当国际货币基金组织（IMF）和美国的救援贷款进入墨西哥并归还到期外债后，危机马上便缓解了，经济开始迅速复苏，两年多便还清了债务。由于 IMF 和国际性政府救援贷款无法直接贷给私人企业，所以韩国债务危机的救援比墨西哥要困难得多。危机开始时，许多分析家认为，东亚经济发展的基本面比拉美要好，因此走出债务危机会相当快。现在看来，应该说东亚经济存在着一个更大的泡沫，所以基本经济结构的问题更大。例如，90 年代中期的情况表明，韩国长期实行鼓励重化工业出口导向型产业政策的结果，并未使韩国跟上全球高技术产业升级和世界市场发展的步伐，这是基本产业结构失调；而大企业、大财团垄断信贷和外资引起的债务危机，则是一种基本体制结构失调。在“国家—银行—大企业”这种三位一体的韩国模式中，政府从 70 年代起就采取了扶植重工业财阀的“产业政策”，其手段包括各种优惠和特权，主要是信贷优惠、进口保护和允许独营垄断。

无疑，80 年代以来，韩国这种以重化工业为目标而集中投资并给予优惠发展的战略尽管取得了 GNP 高速增长和国家经济起飞的效应，但也带来了一些问题：如信贷过分扩张，工资过分提高，加剧了通货膨胀；过早提倡资本密集型工业，形成了少数财阀集团，使财富分配恶化；一向以工业化和经济增长优先，不在乎外债，结果减少了应对国际金融市场震动的回旋余地；面临发达国家的进口限制和开放市场的压力，以及发展中国家的竞

争。因此，韩国产业结构和体制结构中的问题实际上由来已久，只不过深藏未露而已。

在国家通过银行敛集民众资金向大企业输血的同时，为加快GNP增长率，韩国反复采用高利率政策来吸引外资。外资流入后，通过产业政策、信贷优惠和腐败规则^①几乎全部流入了大企业——造成本次危机的那些短期外债的债务人几乎全是大财团。难怪乎新当选总统金大中准备追究造成金融危机的前政府要员的责任，并要求大企业财团的老板们拿出私人财产来偿还他们企业欠下的银行债务，清算腐败，以平民愤。

当然，事态的发展表明，在亚洲经济危机中，韩国的复苏将会是比较快的。这主要是韩国已经有了一个现代政治体制框架，从而民众能谅解并与之选出的民选政府合作。在危机最严重的数月之中，国民平静地选出了新一届总统。国会通过了久议不决、引起极大争议的《新劳工法》，使企业可以更容易地解雇工人，为经济结构的调整准备了重要的法制基础。国民涌上街头，把自己积蓄的黄金卖给政府，显示出比传统集权社会高得多的抗震能力。有了民众对基本体制和民选政府的信心，投资、经济信心将较快恢复。

（2）印度尼西亚。

1997年下半年，印度尼西亚金融危机暴发之后，IMF和若干国家首先达成了230亿美元对印尼的紧急援助贷款协议，目前已总共得到了430亿美元的援助承诺。此后，印度尼西亚中央银行、财政部和贸工部宣布了政府的一揽子经济改革措施，以对付金融动荡，包括关闭16家违章操作、支付困难的银行。政府增

^① 腐败规则的最好例子是韩宝公司通过金泳三之子获得大量资金的丑闻，因韩宝破产而泄露，金公子因此入狱，总统向国民谢罪。

税减支，放慢经济增长速度，把通胀率控制在两位数以下。在两年内把经常项目赤字降至占 GNP3% 以下，取消或推迟实施金额超过 383 亿美元的多项大型基础工程等等。然而，这些 IMF 所鼓励和要求的调整措施，也触动了体制核心中的重大利益集团。据报载，作为若干商业银行的大股东，苏加诺家族竟然要向高法院起诉为了拯救国家而清理金融机构的本国央行。此后，美国因向印度尼西亚提供援助问题引发了激烈的国会辩论，提出不向腐败政策和坏帐银行提供救助的议案，使得 IMF 的救援资金遇上困难。1998 年 1 月份以来，印度尼西亚金融危机加速恶化，1 月 23 日，印尼盾跌破 15000 比 1 美元的新低点，比 1997 年中贬值 80% 以上，居民涌上街头抢购商品，国内外对经济复苏的信心更加低落。这以后，印度尼西亚当局被迫修改预算，向 IMF 承诺取消和清理苏加诺家族的垄断集团和控股银行。

在这种无须置评的权钱一体的体制下，能指望本国居民支持当局渡过难关吗？以银行支付困难为特点的本次印度尼西亚金融危机亦不自今日方始。1990—1991 年，印度尼西亚曾实施紧缩性货币政策，从而使利率急剧上升，造成很多借款人无力偿还债务；同时由于金融监管松懈造成了种种问题：管理失控、缺乏内部控制，大量的关系贷款，政治性贷款、相关贷款、欺诈性贷款、信贷决策失误等，从而进一步恶化了银行支付危机。这场危机中涉及了 14% 的银行资产及 70% 的国有银行。危机中对 5 家国有银行的重新注资高达 27 亿美元，亦即 1993 年该国 GNP 的 1.8%。如上所述，目前对印度尼西亚金融危机走势的担心已经不是复苏迟早的问题，而是是否会演变成社会动荡的问题。

二、新货币幻觉与金融危机

在东南亚国家，由于外资长期大量涌入，一方面使本国经济

扩张，进口增加；另一方面推高本币汇率，迫使其汇价高估，出口减少。近两年来，随着美国经济强劲增长，美元日益坚挺，东南亚各国本币高估使其经常项目的逆差越来越大，这对于以出口立国的经济是一个沉重压力。出口不力之后，无法靠出口收入还债，从而短期外债迅速增加，资本项目的逆差也越来越大，双逆差导致总的国际收支恶化。反应在汇率上，便是强大的本币贬值压力。本币贬值后由于以美元计值的企业资产和国民财富减少、股市和银行业恐慌、资金外流，金融危机终于爆发。

1. 高利贷债务危机与外资逃逸风潮

发展中国家的资本短缺，是一个不争的事实。倘若用高利率吸引外资同时配合与固定汇率制锁定套利风险的货币政策，虽然在短期内可以大量吸引外资，然而在长期内却容易落入一个作茧自缚的高利贷陷阱中去。在正常的资金借贷行为中，人们总是把利息过高的借贷称为高利贷。高利贷在正常的情况下是令人反感和厌恶的，这里的经济学常识是：是否还清借入资金的本息，将取决于资金借入者使用这笔资金后的利润。对整个市场而言，就是边际利润决定边际利息，而不是相反。若借入资金的利率过高，高过了本国企业的利润率，那就是“为她人作嫁衣裳”，弄不好，资金借入者会陷入债务危机。但是，为什么发展中国家常常会一而再，再而三地使用高利率方式吸取外资呢？发展中国家在经济起飞初期，由于有较低的劳动力和土地价格，其生产成本较低，所以其利润可能是高的，从而也承受得起高利率。但是，这个时期不可能无限长。在起飞后期，对比已经提高的成本和降低了的利润率，过高的利率就变成了自定的高利贷。发展中国家极少察觉或有意忽略了这一点，因为他们有了“起飞幻觉”：使用高利率吸引外资在宏观上给国家带来了极高的 GNP 增长率和

央行的外汇储备大量增加；在微观上，银行或企业获得了大量的资金（由于这些资金最初利率就高，也促使银行和企业把这些资金投入股市和地产中冒险）。这种只有好处而没有代价或成本的情况似乎不真实，不太符合经济生活的普通常识，从而使一些学者感到困惑，百思不得其解。^① 东南亚金融危机前，很难看出谁会为这个成本和代价负责。大企业用涌入的外资扩张，政府用突然增加的外汇来进口。就是说，大企业、银行和政府都得到了最大的好处和面子，从外汇短缺到外汇过剩与本币升值，这是何等的成就。危机突发之后，这些自定利率的高利贷的狰狞面目终于显露——某些起飞成就，不过是借入高利贷之后短暂的空欢喜而已。用高利率吸引外资来制造起飞，真有点饮鸩止渴的味道。

2. 逆势而为的固定汇率制

若 A 币（发展中国家）利率较高，B 币（发达国家）利率相对低，这时汇市上会有大量的 B 币换取 A 币以套利。按照利率平价理论，这必然是 A 币对 B 币的即期汇率提高和 A 币的远期贴水、B 币的远期升水。在资金市场上套利的时候，在外汇市场上会有汇率风险。也就是说，在利率一定时，若市场条件发生变化，套利所得大小和盈亏将由即期和远期汇率的变动来加以调节。但是，如果实行固定汇率制，这个自动调节机制便没有了，或者说，发展中国家的这种“锁定”式货币政策，使得自身缺少汇市和汇率这个自动调节机制来调整投资（投机）者的套利收益。当然发展中国家的利率也可以变动，但利率水平首先是国内资金市场和货币供应量的一个指标和央行调节工具。发展中国家在总体资金短缺的情况下，也会有一些国内资金宽松的时段。若

^① 参见赵德志：“试论新型国际金融危机”，《金融体制改革》1998 年 2 期。

央行针对国内情况降低利率时，外资没有浮动汇率制的汇市缓冲变动，势必蜂涌而逃，套取外币，造成对本币的强大贬值压力。由于这种震动过大，外资逃逸过多之后，本国不得不再次提高利率，这样经济总是在高利贷债务危机和外资逃逸这两个极端之间，难以抉择。如果固定汇率制（或各种钉住汇率制）在发展中国家进行币制改革和反通胀政策中，形成了极大的惯性和势能，不易放弃或变动，情况就更加困难。

由此看来，发展中国家以高利率和固定汇率制相配合来锁定的货币政策，虽然短期内能吸引大量外资，但国家成本非常高，即本国出钱为外国套利者免除风险，而且这只是在本国经济竞争力尚佳的时候是如此。在本国经济竞争力下降的时候，希望用代价甚高的外汇储备来维持本币汇率，基本上就是逆势而动，无力回天，徒然地授国际投机者以把柄——别人是按公开的游戏规则操作的，所以在本币借助与硬货币“并轨”、“挂钩”，以摆脱通胀后，若时机成熟，应果断放弃固定汇率。要不然迟早本币汇率会成为政府托不住的“自由落体”。浮动汇率制不好的陈旧观念应当破除。在浮动汇率制下，虽然微观上银行、企业的汇率风险增加了，但国家不承担固定汇率的义务，则无需过多的外汇储备，整个社会对外开放机制的总运行成本会降低。布雷顿森林时代的历史证明，除了最强势的日元与马克外，固定汇率制使当时几乎所有的货币都闹汇率危机。现在实行浮动汇率的经济合作与发展组织国家，已很少发生汇率危机了，这个经验值得学习和借鉴。其实，汇率不过是货币的相对价格，既然是价格信号，就应自由变化以反映供求规律（这里是购买力平价、利率平价、国家经济态势、外资竞争力等等），如果把这个特殊的价格（汇价）固定下来，本质上也是一种反市场的政策。在全球一体化的市场中拒绝本币汇率市场化，就是逆势而为，就会无力回天。有了东

南亚的教训，中国将会如同 1994 年汇率并轨一样，很好地掌握放开汇率的时机。

3. 外汇储备猛增之谜新解

在新兴市场经济国家起飞过程中，外汇储备迅速增加是一个普遍现象。但是，这种外汇储备通常不是经常项目顺差的结果，而是由于外资大量涌入本国投资和套利（资本项目下的短期资本流入）和本国政府很方便的用本币在管制或不管制的本国外汇市场上吸纳买入的。在这个公开市场窗口放出大量的基础货币之后，若能有效地用冲销国内贷款的办法来保持货币供应量的稳定，也并无通胀之嫌。然而，这种方式积累增加起来的外汇储备并不是本国政府的真实资产，而是附有高利的债务，即高利下的“借入储备”。结合前面的讨论，我们看到高利率吸引流入的外资，一方面变成明的债务，即企业和政府的外债；另一部分是暗的外债，即得自于非经常项目的外汇储备，或者说高利率时期政府用本币换回的外汇储备，只是高利贷成本的一种转化和存在的方式而已。^①

如果这笔外汇储备没有投资回报或回报很少，则该笔外汇储备的机会成本就比其他外债和外资都高（这些外债和外资在投资后或高或低总有回报）。以债务危机为主的东南亚金融危机表明：外资利用的回报率已越来越低，外汇储备的机会成本已越来越大。但是，当债务危机发生时，则表明：大企业、银行体系和政府已经无法面对这一庞大债务，以自己规定的高利率借入的外资和外汇储备都要按市场经济的国际惯例和国际协议取得它的回报

^① 通常，发展中国家持有外汇，主要以美元现汇和活期存款、美国国库券等方式保存，以作为稳定汇率干预汇率的资产，没有利息或利息很少。