

金融危机 的防范与管理

刘园 王达学 著



北京大学出版社

PEKING UNIVERSITY PRESS

金融危机的防范与管理

刘 园 王达学 著

CD 203/11

北 京 大 学 出 版 社
北 京

图书在版编目(CIP)数据

金融危机的防范与管理/刘园,王达学著. —北京:北京大学出版社,1999. 8

ISBN 7-301-04230-2

I. 金… II. ①刘… ②王… III. ①金融危机-预防②金融危机-管理 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(1999)第 24695 号

书 名: 金融危机的防范与管理

著作责任者: 刘园 王达学

责任编辑: 符 丹

标准书号: ISBN 7-301-04230-2/F · 308

出 版 者: 北京大学出版社

地 址: 北京市海淀区中关村北京大学校内 100871

网 址: <http://cbs.pku.edu.cn/cbs.htm>

电 话: 出版部 62752015 发行部 62754140 编辑室 62752027

电子信箱: zpup@pup.pku.edu.cn

排 版 者: 兴盛达激光照排中心

印 刷 者: 北京经纬印刷厂

发 行 者: 北京大学出版社

经 销 者: 新华书店

850 毫米×1168 毫米 大 32 开本 8.875 印张 220 千字

1999 年 6 月第一版 1999 年 6 月第一次印刷

定 价: 18.50 元

序 言

90年代以来,随着国际经济一体化进程的加快,国际金融领域呈现出一系列新变化,1997年7月以来的亚洲金融危机更是引起世人诸多关注。在此次危机中,我国虽未卷入其中,但也未游离之外。《金融危机的防范与管理》一书正是作者对该课题孜孜以求的体现和不懈努力的结晶。

作者首先回顾了20世纪金融史上的重大金融危机事件,据此归纳和总结了金融危机的一系列特征,得出了颇具概括性和实用价值的论断。在作者看来,金融危机的管理是一个社会系统工程,应从国际合作、一国宏观金融政策和企业金融风险等三方面同步协调管理。难能可贵的是,作者结合国内金融形势,对我国发生金融危机的潜在风险及解决措施,给出了具有可行性的方案。

本书作者具有较高的理论水平和良好的分析问题的方法,其独到见解更增强了本书的可读性和参考价值,相信它必将能对政策制定者、学术研究者及其他对金融危机抱有感兴趣的同仁有所借鉴。

诚如作者在结尾“Y2K”问题中所昭示的那样,对金融危机的防范与管理是一个永远不会完结的课题。作者的求知热情和勇气使我深受感动,欣慰之余,乐于为之作序。

周可仁

1999年6月15日

前 言

20 世纪以来,尤其是在世纪之末,世界经济、金融一体化的趋势日渐加强,对世界经济的发展起到了极大的促进作用。与此同时,金融危机相伴而生。对于金融界而言,1997 年和 1998 年更是两个不平凡的年度。人们不约而同地产生这样的疑惑:世界到底怎么了?我们该怎么办?带着同样的疑问,笔者以极大的热情投入了积累材料和艰苦写作之中,更愿意将拙作献于世人。

本书共分六章,力主两个基点:一是典型性和系统性;二是实践性和可操作性。

金融危机并非近年才有,有史可以为鉴。第一章中所阐述的几次重大金融危机以时间为序,是笔者从所考察的 20 世纪数十个危机事件中选出的,具有一定的代表性。在对这些重大金融危机事件逐案剖析基础上,本书在第二章中对金融危机的各主要方面进行了抽象的概括,总结了金融危机的特点、外在表现、分类、成因以及对宏观经济的影响等。

对于金融危机的防范和管理,笔者认为应从三个层面展开,即国际社会的合作、一国内部的宏观管理以及微观金融主体的自我防范。本书在第三、四、五章中分别对这三个方面进行了论述。其中,第三章讨论如何通过国际间的金融合作管理金融危机,集中分析了当前的国际货币体系、国际间金融风险监管、IMF、全球债务问题所存在的诸多问题,并提出一些作者自己的建议。在第四章中,针对当前金融危机发生的特点,笔者认为各国制定宏观金融政策时应抓住要点,如加强金融监管、发展资本市场、选择合适的汇

率制度、把握资本开放进程、强化外债管理等。其中,对投资银行发展模式、联系汇率制、目标汇率区等几个问题进行了较详细的分析及考证,具有较强的理论性。在第五章中,以商业银行为代表,说明了微观金融主体防范金融风险的注意事项,对各种不同类型的风险分别给予了论述,并根据商业银行的发展趋势论证了我国的商业银行发展表外业务的可行性及存在的问题。

东南亚金融危机至今仍未结束,其蔓延效应远远超出了人们的预期。对东南亚金融危机的研究也是本书的重点所在,在第六章中专门列出。笔者认为,拉美地区的经济和金融形势如何,将是最终平息危机的关键,国际社会应提起注意。另外,我国虽未卷入危机之中,但也并非游离在危机之外,我们该如何应对,读完本章后您将有所了解。

随着 2000 年的迫近,“千年虫问题”日益引起关注。笔者无力提出技术性的解决措施,之所以将其列在书尾,除介绍问题本身之外,主要在于说明,只要有金融活动正常进行,金融风险客观存在,金融危机就有爆发的可能,对金融危机的研究就是一个永恒的课题。

如果本书能够对政策制定者、金融工作人员以及所有对金融危机研究怀有兴趣的人们有所裨益,笔者将不胜欣慰。

尽管作者历尽艰辛才得以脱稿,但囿于知识偏狭,面对纷繁复杂的金融世界,深感热情有余而能力不足,更难免存在错讹之处,敬请读者赐教以备完善。谢谢。

作者

1998 年岁末

目 录

前 言	(1)
第一章 20 世纪重大“金融危机”回顾	(1)
一、1929 年美国证券市场大崩溃引发的“大萧条”	(1)
二、60~70 年代美元危机频发,布雷顿森林体系解体	(6)
三、80 年代拉美国家债务危机	(11)
四、1992 年欧洲货币危机	(17)
五、1994~1995 年墨西哥金融危机	(20)
六、“巴林银行”事件	(26)
七、1997 年东南亚金融危机	(33)
第二章 金融危机透视	(44)
一、金融危机的特点	(44)
二、金融危机的外在表现	(50)
三、金融危机的分类	(51)
四、金融危机对宏观经济的影响	(54)
五、金融危机发生的原因	(56)
六、金融危机发生的区域性特征——新兴市场国家 更容易发生金融危机	(59)
第三章 金融危机管理(一)——国际间金融合作	(64)
一、当前国际货币体系	(64)
二、国际金融风险监管	(88)
三、IMF 功能的评价	(100)
四、债务问题的解决	(104)
五、对国际金融合作的建议	(107)

第四章 金融危机管理(二)——一国内部的

宏观金融风险管理..... (111)

 一、加强金融监管,稳定金融秩序 (112)

 二、选择合适的汇率制度 (131)

 三、谨慎对待资本流动,防止游资冲击,

 合理发展资本市场 (150)

 四、资本帐户开放的进程应慎行 (158)

 五、强化外债管理 (173)

 六、加强国际储备管理 (174)

 七、借鉴国际经验,建立我国投资银行的保险制度 (177)

第五章 金融危机管理(三)——金融主体的自我防范 ... (181)

 一、建立和健全内部控制制度 (182)

 二、微观金融风险管理的一般步骤 (190)

 三、商业银行金融风险管理 (190)

 四、现代商业银行的发展趋势及我国商业

 银行表外业务的发展..... (243)

第六章 东南亚金融危机的最新发展与中国..... (254)

 一、金融危机与拉美经济 (254)

 二、东南亚金融危机对我国经济的影响 (263)

 三、我国防范金融危机的对策 (266)

专题 世纪之交的挑战——Y2K 问题 (273)

 一、Y2K 问题的由来 (273)

 二、Y2K 问题的解决现状 (274)

 三、解决 Y2K 问题的几点建议 (275)

第一章 20 世纪重大“金融危机”回顾

一、1929 年美国证券市场大崩溃引发的“大萧条”

1929 年 10 月 28 日,纽约证券市场股票价格猛跌,正式揭开了 20 世纪首次重大金融危机和经济危机的序幕。此次危机来势凶猛,其深度和广度都是历史上空前的,爆发后迅速从证券市场蔓延到整个金融体系,再从金融危机发展到经济危机,最后从美国发展到整个资本主义世界。危机给美国和世界经济以极为沉重的打击,致使整个 30 年代都被冠以“大萧条”的称呼。

(一) 股市大崩溃及其影响^①

1929 年 10 月 28 日,纽约股票交易所的全部股票平均下降了 50 点,这就是历史上著名的“黑色星期一”。10 月 29 日,暴风骤起,股市创造了 1641 万股成交的历史最高纪录,据《纽约时报》统计,50 种主要股票的平均价格几乎下降了 40%。股票市场的大崩溃一直持续到 1933 年初。根据道·琼斯指数的统计,在 1929 年 9 月至 1933 年 1 月期间,30 种工业股票指数从每股 365 美元下降到 63 美元;20 种公用事业的股票从平均 142 美元下降到 28 美元;20 种

^① 相关数据引自:Milton Friedman 和 Anna J. Schwartz 著 *A Monetary History of the United States, 1867~1960*, 普林斯顿大学出版社(1963 年)以及 Charles Kindleberger 著 *The World in Depression, 1929~1939*, 加利福尼亚州立大学出版社(1986 年);Gottfried Haberler 著 *Money and the Great Depression*, Washington D. C. : American Enterprise Institute, 1976 年。

铁路股票的价格从平均 180 美元下降到 28 美元。到 1933 年 7 月，美国股票市场上的股票价格只相当于 1929 年 9 月的六分之一。

金融危机迅速波及其他经济领域，发展成为一次空前的经济危机，给美国经济造成了沉重打击。1929~1933 年，美国的 GNP 下降近 30%，失业率从 3% 升至 25%，失业人数在 1933 年达到 1283 万人。与此同时，工人的实际工资下降约四分之一。在大萧条中，投资暴跌。1931~1935 年间，净投资是负数。1929~1933 年间，消费价格指数下降近 25%，有 13 万家企业于危机期间破产。整个银行系统陷于瘫痪，到 1930 年，美国有 6987 家银行倒闭，1931 年银行倒闭数为 2294 家，1932 年为 1456 家。自 1933 年头几个月起，情况变得更加严重。密歇根州宣布银行停止兑现 8 天，底特律的许多大银行都宣布破产。这一行动纷纷为各地所效仿。到 1933 年 3 月 2 日，美国有 21 个州或停止银行付款，或令银行在特殊的管制下进行营业。罗斯福就职当天，纽约和伊利诺斯州宣布银行休假，这实质上相当于关闭了美国最大的金融中心的股票市场 and 商品期货市场。对外贸易和资本输出也受到了严重打击，进出口总值减少了 70%。1928 年美国发行的外国有价证券为 13 亿美元，1931 年下降到 2.5 亿美元，1933 年则仅为 160 万美元，资本输出几乎停止。

美国的经济危机迅速地席卷了资本主义世界的所有国家，整个资本主义世界工业生产降低了 40%，退回到比 1913 年还低 10% 的水平。同时经济危机还摧毁了西方国家的金本位制和金汇兑本位制，德国于 1931 年最先放弃金汇兑本位制，英国于当年 9 月停止实行金本位制，美国则于 1933 年宣布停止私人用美元兑换黄金，1936 年，法国、比利时、荷兰、意大利、波兰和瑞士等国也被迫放弃了金本位制，统一的国际金本位货币体系从此彻底瓦解。

(二)危机的起因分析

1. 经济增长背后的隐患

一战结束后,美国成为世界经济和金融的主要力量,并进入了一段相对稳定和较为持久的经济增长和繁荣时期。工业有了广泛的扩张,汽车、道路、房屋建筑和电气设备投资迅速增长。汽车工业的增长直接和间接地创造了大约 400 万个就业机会;电力工业的产值在 1921~1929 年期间增长了 3 倍多;房屋建筑费用由 1918 年 120 个大城市的 3.7 亿美元迅速增长到 1929 年的 34 亿美元。与此同时,还出现了一次企业合并高潮:钢铁行业和制造业中合并企业的数量占产业中企业总数的 20%;各种共用事业的企业合并也十分显著,从 1919 年到 1927 年,共有 3700 个公用事业企业消失。1921 年美国银行的数目为 30,112 家,到 1929 年就只有 28,000 家了。企业合并浪潮的兴起使生产社会化的程度大大提高,促进了生产能力的增长。

然而,经济迅速发展的背后潜伏着严重的弱点和隐患。第一,美国经济存在结构性的失调。某些工业如煤矿、纺织、造船、铁路和制革业等,始终没有从战后的萧条中解脱出来,农业生产过剩这一严重问题更是没有得到解决。因此,尽管 20 年代美国经济整体上出现空前的繁荣,但仍然有一部分重要的产业持续地萧条或长期处于危机状态。第二,失业长期困扰美国经济。即使是在最繁荣的年份里,失业人数也在 150 万以上。第三,国民收入分配日益偏重于资本的利润所得,工资在美国经济中的比重相对下降,总需求相对于总供给严重不足。这就使得某些重要产业增长乏力,以致影响了投资者的热情,制约了经济的增长。但是,由于当时政府和社会信奉的是无为而治的调控模式,对经济运行基本不加干预,所以实际经济需求不足的矛盾在没有受到抑制的情况下逐步积累了起来。

2. 投机狂潮

伴随着经济的快速增长和企业的合并浪潮,个人实际财富和人均收入不断增加,这种情况在证券价格上得到了反映,股市出现了空前的繁荣。从1925年1月到1929年10月,在纽约证券市场交易所上市的股票从4.3亿股增加到10亿股以上。

股票价格的迅速上涨很快引发了以股票为标的的投机浪潮,大量的资金源源不断地流入股票市场。美国政府每年兑付的8亿美元战时公债使寻求投机机会的资金数量进一步增加。持续的繁荣使得一般工薪阶层手中也有了相当的储蓄结余,越来越多的人们跟随着证券投机商进入证券市场。特别是在20年代的最后几年中,实际经济已经开始从繁荣的顶点走向下降,越来越多的产业开始出现衰退的现象,人们对实际经济的投资热情已经下降,大量的资金从实际经济部门转移到证券市场。以下因素则对投机浪潮起了推动作用,并最终促使这场浪潮发展到极点。

第一,银行业对证券市场的信用扩张和证券市场的保证金制度造成了过度的信用交易。由于股市行情的持续上升和实际经济的萎缩,银行业置稳健性原则于不顾,对证券市场大量融资,成为股市价格暴涨暴跌的基础,并通过信用保证金制度得到放大。1929年夏季,美国股票市场在连年上升的情况下,再度急剧上升,保证金账户迅速增加,资金从全美乃至世界流入纽约,经纪商的贷款以每月4亿美元的速度上升,到9月份,贷款总额已达70亿美元,利率也从7%上升到15%。然而,股价上涨只有在增量资金源源不断地涌入市场的情况下才能维持,一旦新的资金难以为继,市场的涨势就会停止,相反的趋势和机制就会发生作用,保证金制度的内在逻辑也就会加速市场崩溃的速度和深度。

第二,股市操纵和金融欺诈也是一个重要的原因。20年代美国证券市场存在严重的股市操纵,证券交易所的规则默认甚至鼓励股市操纵。由于用于炒作资金的90%可以由银行贷款提供,所

以这就大大扩大了他们的能量。交易制度的不健全也使得金融欺诈很容易得手。当时,大部分证券承销商都在进行欺骗宣传,一批又一批地销售满是水分的证券。1920~1923年间承销商售出证券500亿美元,到1933年,这些证券的一半已经完全消失,另一半也只保留了其价值的一小部分。

第三,政府对市场的宏观控制及监管不力和社会公众的普遍的投机心理使得证券市场的崩溃不可避免。当时,股票价格大大上涨,超过其账面价值3~20倍,人们对自己的正当业务失去了兴趣,把主要精力都集中在炒作股票上。

(三) 危机的管理

1929年的股市崩溃及后来的经济危机来势之猛,规模之大,史无前例,人完全无此心理准备,政策制定者们更有手足无措之感。例如,1929~1930年,货币存量下降近4%,尔后又在1931年和1932年快速下降且一直持续到1933年8月。联储采取了极有限的措施来抵消货币供给的减少。在1932年的几个月里,联储实施了一项公开市场购买的计划。但是,它似乎默许银行倒闭,并且不知道应该如何采取强有力的措施,以防止金融系统的崩溃。

在1933~1937年期间,罗斯福推行“新政”,一反以前历届政府对经济的不干预政策,对国民经济进行了多方面的管理,尤其是需求管理。1933年和1935年的银行法令推行了一些重大的改革,扩大了联邦政府管理货币和信贷的权力,使联储真正具有了中央银行的权能。该法令对银行业的监管进行了严格的规定:规定商业银行业务必须和投资银行业务严格分离;授权联储控制和监督银行业的信贷活动,限制银行业的过度竞争,如不准许银行支付活期存款利息等;建立联邦存款保险公司(FDIC)对存款进行保险,以使那些几乎是毫无保障的存户得到保障。

同时,政府对证券行业实行严格监管。在对证券市场经营活动

进行了大量调查后,政府和国会制定了一系列奠定美国证券管理基础的法律文件,如《1933 年证券法》、《1934 年证券交易法》、《格拉斯—斯蒂格尔法》等。其中《1933 年证券法》是美国政府对证券业的第一次主要立法,拉开了法制化管理证券市场的序幕。它主要针对发行市场,使投资者能在掌握事实的基础上作出财务决策,并重点解决两个问题:(1)监督上市公司向投资者提供有关发行证券的财务信息和其他资料;(2)禁止在证券发行中有隐瞒和欺诈行为。1934 颁布的《1934 年证券交易法》目的是管理证券交易市场,该法案最有历史意义之处在于其设立了一个专司证券行业管理的机构——证券交易委员会,以防止过度投机,行使对证券市场的全面监管,同时还授权联储监管控制证券市场的信用交易。

从 1933 年开始,美国的股票市场开始回升,世界经济也开始复苏。从此,美国经济在日趋完善的监管下较为平稳地运行了几十年。1929~1933 年大危机给人类所造成的灾难性后果令人不堪回首,但从另一个角度看,即从危机本身所吸取的教训及管理过程来看,此次危机的意义也是深远的:它为后来的金融危机的防范和管理积累了宝贵的经验。

二、60~70 年代美元危机频发,布雷顿森林体系解体

1944 年建立的战后国际货币体系——布雷顿森林体系经历了一段短暂的辉煌之后,在一次次的美元危机中无奈地退出了历史舞台。当时的美元危机因具有系统性和不可避免性而内在决定了布雷顿森林体系的崩溃。

(一) 布雷顿森林体系的建立

1929~1933 年的大萧条,摧毁了西方国家的金块本位制和金汇兑本位制,统一的国际金本位货币体系亦随之瓦解。西方国家因

在普遍实行纸币流通制度的情况下,货币信用制度危机加深,矛盾重重,难以建立统一的国际货币体系,遂转而纷纷成立了货币集团,如英镑集团、美元集团、法郎集团、日元集团等。各货币集团内部的货币比价、货币波动界限及货币兑换与支付均有统一严密的规定;对集团外的国际支付则采取严格管制,集团之间壁垒森严,限制重重。在这一时期,不存在统一的国际货币体系。一些国家为争夺世界市场纷纷进行外汇倾销,货币战接连不断,更加剧了国际货币关系的混乱,严重地阻碍了国际贸易的发展。国际贸易关系同国际贸易发展之间的尖锐矛盾提出了建立新的国际货币体系的要求。然而,由于西方国家刚刚摆脱大危机,又面临着第二次世界大战,所以它们难以迅速就国际货币关系作出共同的安排。

1944年5月,来自44国政府的代表在美国的New Hampshire举行了“布雷顿森林会议”,通过了《国际货币基金协定》和《国际复兴与开发银行协定》,统称为布雷顿森林协定,确立了布雷顿森林体系。该货币体系具有如下特点:(1)统一性。它把几乎所有的资本主义国家都囊括在内,维持以美元为中心的国际金汇兑本位制;(2)严整性。它不再是一个松散的国际货币体系,因其对维持货币体系的正常运转有关的问题都作了全面规定,并要求各国严格遵守;否则将受到制裁。(3)约束性。它以《国际货币基金协定》的有关条款为后盾,以IMF的经常的业务活动与组织活动为保障。二战前的国际货币体系并没有一个统一的国际组织对货币是否在国际范围内发挥世界货币职能进行监督,而二战后的国际货币体系,则有IMF作为国际金融组织,维持各国汇率波动界限,维持黄金官价,以及对国际收支失衡进行调节等一定的组织和监督工作,保证统一的国际金汇兑本位制各项原则措施的推行。

布雷顿森林体系的产生为世界各国摆脱困境、恢复和提高经济的增长起到了重要作用。更为重要的是,它是真正现代意义上的国际金融合作的开端。自此,国际金融领域开始进入通过合作对金

融危机进行管理的新纪元。

(二) 美元危机频发,布雷顿森林体系崩溃

布雷顿森林体系的最基本的特征是双挂钩,即美元与黄金直接挂钩、各国货币与美元挂钩,它是一种通过双挂钩来实行以美元为中心的固定汇率制度。该体系能否正常运转与美元的信用、地位密切相关:美元发生危机,布雷顿森林体系就岌岌可危;美元危机得以缓解,布雷顿森林体系运转的机能就得以维持。具体而言,布雷顿森林体系的正常运转需要以下三个基本条件:

第一,美国国际收支保持顺差,美元对外价值稳定。一国货币的对外价值受其通货膨胀和国际收支状况的制约。如果其他国家的通货膨胀严重,国际收支情况恶化,该国与美元所建立的固定比价不能维持,则在 IMF 的同意下,该国可以进行货币贬值,重新与美元建立固定比价关系而不致影响美元作为国际货币体系中心的地位。但美国自身则有则特殊性,如果美国发生长期性的国际收支逆差,陷入严重危机,美元对外价值长期不稳定,则美元就会从根本上丧失其国际货币中心的地位,造成金融市场的动荡和混乱,危及国际货币体系的基础。

第二,美国有充足的黄金储备,以保持美元对黄金的有限兑换性。美国按 1 盎司黄金等于 35 美元的价格向外国政府或中央银行履行其兑换义务时,必须有充足的黄金储备,这也是战后国际货币体系的基础。

第三,黄金价格维持在官价水平上。战后,美国黄金储备充足,如果市场价格发生波动,美国可以通过抛售或购进加以平抑。如果国际市场黄金价格暴涨,而美国或有关组织由于黄金短缺,无力在市场上投放,则国际货币体系的基础也会随之而动摇。

布雷顿森林体系建立之后,由于当时的美国经济实力强大,掌握了世界黄金储备的一半以上,美元在世界上处于绝对优势的地

位,所以在 40 年代和 50 年代这一货币体系运行得较为顺利,美元和其他成员国的货币也都比较稳定。

1960 年 10 月,第一次美元危机爆发。之后,美国和在美国影响下的基金组织为减缓和防止危机的再次发生,先后采取了许多措施,如稳定金价、巴塞尔协定、建立黄金总库、借款总安排、创立特别提款权等。但这些修补措施仅能奏效于一时,而不能解决美国国际收支恶化的根本问题。更何况这些措施有的是君子协定,对各国政府没有一定的约束力;有些协议所能提供的资金有限,面对庞大的美国国际收支逆差,犹如杯水车薪。1968 年 3 月,美国爆发了空前严重的第二次美元危机,半个多月中,美国的黄金储备流出了 14 亿多美元,3 月 14 日伦敦黄金市场的成交量达到 350~400 吨。美国与黄金总库不再按 35 美元 1 盎司的价格向黄金市场供应黄金,黄金市场的金价听任供求关系变化而自由涨落,各国政府和中央银行仍可按黄金官价以其持有的美元向美国兑换黄金,各国官方机构也按黄金官价进行结算。从此,自由市场的黄金价格便与黄金官价完全背离,出现了黄金双价制,黄金总库不复存在。这说明美国已经没有力量维持黄金市场的官价,美元实际上已变相贬值。进入 70 年代以后,随着美国经济力量的进一步衰落,美国的对外贸易也从 1971 年起出现了 80 多年从未有过的逆差,导致美元危机和美国国际收支危机进一步严重化,布雷顿森林体系面临着崩溃的边缘。

1971 年 8 月,传言法国等西欧国家要向美国大量兑换黄金,因而美国于 8 月 15 日宣布实行“新经济政策”:在国内冻结工资和物价;对外停止履行外国政府或中央银行可以用美元向美国兑换黄金的义务,并对进口商征收 10% 的附加税等。“新经济政策”的推行,意味着美元与黄金脱钩,支撑布雷顿森林体系的两大支柱中的一根倒塌。同年 12 月底,十国集团达成“史密斯学会协议”,规定美元对黄金的比价贬值 7.89%,这也是自 1934 年以来第一次正