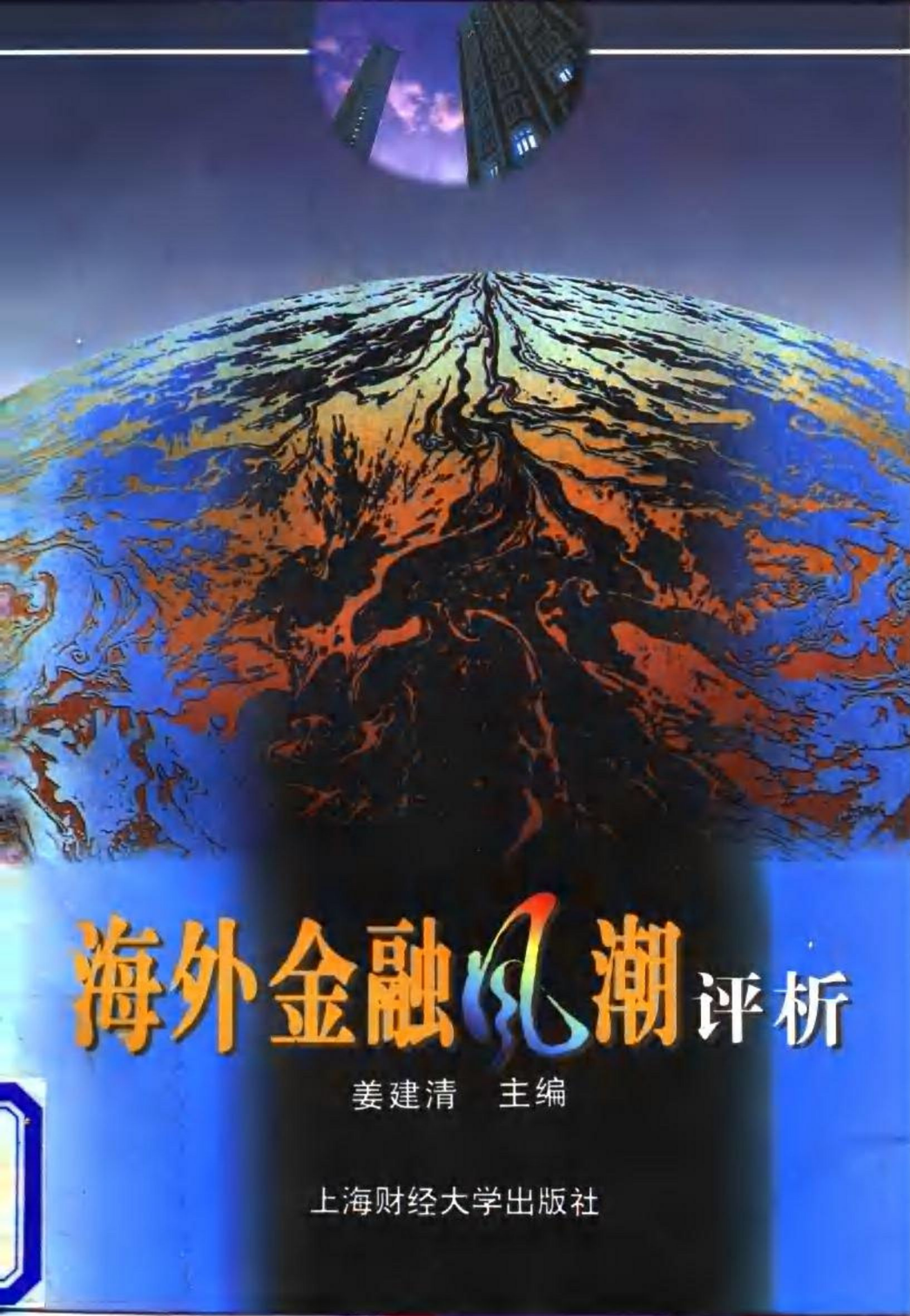




海外金融风潮评析

姜建清 主编

上海财经大学出版社

F61 15



071803

海外金融风潮评析

主 编 姜建清

副主编 奚君羊 韩文亮

人行研究生部藏书
分类号 F833/25
总 号 071803

上海财经大学出版社

海外金融风潮评析

HAIWAIJINRONGFENGCHAOPINGXI

主 编 姜建清

副主编 奚君羊 韩文亮

责任编辑 黄 磊

封面设计 周卫民

出 版 上海财经大学出版社

(上海市中山北一路 369 号 邮编 200083)

发 行 新华书店上海发行所

印 刷 上海市印刷七厂一分厂

装 订 上海市印刷七厂一分厂

开 本 850×1168mm 1/32

印 张 7.25

字 数 168 千字

版 次 1997 年 10 月第 1 版 1998 年 4 月第 2 次印刷

印 数 6001—9000

书 号 ISBN 7—81049—170—9/F·131

定 价 13.00 元

前 言

经济学的常识告诉我们,当商品经济由物物交换方式转变为以货币为媒介的交换方式之后,物换经济向货币经济的转变,或者说物物交换比重的下降和经济的货币化程度的不断提高也就成了商品经济发展的基本特征。但是,货币经济在摆脱了物换经济的需求对应和时空对应的局限性,^①因而极大地促进了商品经济发展的同时,也使得商品的供应和需求之间形成了相对独立的关系,导致二者之间存在相互脱节的可能性,即商品转化为货币的惊险跳跃难以完成(马克思语),进而为经济危机的爆发埋下了隐患。

货币经济的出现,不仅为经济危机的爆发提供了可能条件,而且货币经济自身的发展也呈现了一种脱离实际经济运行,从而得以自我生存、自我服务、自我循环的倾向。这种倾向的具体表现,就是股票、债券、期货、期权和外汇等各种传统的、新近派生的金融资产的交易额,正以惊人的速度迅速膨胀,并且在绝对数上也成倍地超越了相应的实际经济的数额,如国民生产总值、商品和劳务的进出口额,等等。这种趋势如果任其发展,则整个社会的名义财富就会极大地超越实际财富,形成所谓的泡沫经济,一旦由于某种原因,甚至包括与经济无关的原因导致金融资产的持有人集中抛售兑现,必然引发金融风潮,甚至酿成金融危机。

西方国家货币经济的起源较早,出现金融风潮的历史也相当

^① 这种局限性的表现就是物物交换的完成,必须是交换双方对对方的商品存在自身的需求,双方必须在同一时间和地点完成商品的相互让渡。

久远,其中较为突出,且具有典型意义的是荷兰郁金香风波和英国南海事件。

1711年英国王朝为了偿还债务的需要,由一个名叫哈里·耶尔的人纠集了一批名为商人,实为冒险家、投机家的狐朋狗友出面组建了南海公司。他们从一开始就把利用政府作为行骗筹码,以实现谋取巨额财富的企图。为此,南海公司与政府达成了协议:由南海公司承担政府欠下的近1 000万英镑的军费债务,而政府则对该公司经营的各类商品实行永久退税的政策。由此,南海公司便在公众心目中树立了“官办”公司的形象。与此同时,哈里与他的朋友们又向公众编造了一套美丽的神话:在大西洋对岸的秘鲁和墨西哥的地下已发现了不计其数的金银矿藏,南海公司马上就要组织开采,金银财宝很快就会源源不断运回英国。在这样的“特大利好”消息刺激下,急于快速、轻松致富,但心地却无限“善良”的人们开始争先恐后地抢购南海公司发行的股票认购证。南海公司不费吹灰之力就获得了数百万英镑的原始股本。

在以后的近10年时期里,有关南海公司的“利好”消息继续频频传来:作为宗主国的西班牙正要放弃智利和秘鲁海岸的四个港口;英国和西班牙已经签定了条约,英国有权通过西班牙的殖民地从事贸易;墨西哥已同意用全部的金矿来换取英国的棉花和羊毛;西班牙已决定用秘鲁海岸的部分地块来交换直布罗陀的玛汉港;南海公司获准包租的船只可不受数量限制;英国的下议院和上议院分别通过了南海公司的国债偿付计划,表明该公司具有坚实的偿付能力……南海公司的股价仅仅凭藉这些充饥的画饼便呈现出了长期的牛市走势,从最初的约100英镑急升至300英镑,经过一段时间的盘整以后又飙升至500英镑,继而再飞涨至900英镑。在股价达到这样疯狂和离奇的高点之后,追涨的买盘终于开始却步,

抛盘却是蜂拥而至,有增无减,股价随之节节下落,其间虽有几次反弹,但最终仍然回到起点——100 英镑左右。

从南海公司事件的整个过程来看,首先,作为人性弱点的贪婪心态往往是酿成极度投机的主要根源。无论是南海公司的发起人,还是跟风炒作其股票的社会大众,其行为的出发点都是希望能在不付出任何艰辛劳动的前提下获取“丰盛的免费午餐”。尽管南海公司的全部经营活动都是建立在对虚幻的、但却是无比美好的空中楼阁的憧憬之上,并无任何有助于大幅度提高业绩的实实在在的举措,贪婪的人们还是宁愿信其有,不愿信其无。其次,以政府支持为幌子固然能欺骗大众于一时,但并不能改变泡沫本身的性质。况且,任何事物的发展自有其内在的客观规律,即使是政府也只有顺应这种规律时,其行为才能达到预期效果。当时的英国王朝本身已经负债累累,在财政上可以说是泥菩萨过河——自身难保。这就决定了南海泡沫最终破灭的不可避免。

从第二次世界大战以前的漫长的历史时期来看,金融风潮的出现在一定程度上仍然可以说是一种偶然的現象,其频率和影响范围、影响程度还比较有限。其中,30 年代的“大萧条”可以说是仅有的一次波及面较广的金融风潮。但在第二次世界大战以后,大大小小的金融风潮便开始接踵而至,如频频爆发的美元危机;固定汇率制度受到数度冲击;布雷顿森林体系最终崩溃;石油资金东闯西突;黄金价格极度飙升;债务危机四处蔓延;令人心悸的黑色星期五……时间列车进入 90 年代以后,金融风潮的频率似有加快的趋势。读者将会发现,本书所涉及的金融风潮大多发生在 90 年代,以致不少未来学学者,包括一些金融专家,已开始谈论一场特大规模的全球性金融危机将要来临的可能性。

首先,第二次世界大战以后,随着各国加快经济的对外开放进

程,世界经济的一体化特征也愈益明显。这种状况虽然对于各国充分利用比较优势,促进国际分工,推动经济增长起到了重要作用,但与此同时,各国经济之间的相互影响,其中当然包括不利影响也在加剧,以致一国的大规模金融震荡或多或少会引起相邻地区的金融波动,并可能蔓延至整个世界的其他地区。最近在东南亚地区爆发的金融风潮,其影响早已突破地区范围,其后出现的全球股价大跌,与此绝非简单的巧合。

其次,日新月异的金融创新活动,在特定条件下对诱发金融风潮也起到了推波助澜的作用。由于战后的金融机构之间的竞争态势更趋激烈,为了生存获利,其经营战略也被迫从稳健型转向进取型,纷纷涉足高风险业务。此外,为了满足客户的需要,各金融机构还在办理传统的金融业务以外,加强了金融产品的研制、开发和促销,并以此作为拓展业务的中心环节,导致金融工具方面新品迭出,令人眼花缭乱、目不暇接。由于金融产品的创新速度过快,使得必须假以时日才能实现和完善的规范管理显得力不从心,跟不上步伐。其中,尤其是具有较高财务杠杆比率的期货、期权等交易品种,由于在收益成倍放大的同时,交易风险也成倍放大,一旦出现操作失误,后果相当严重。

第三,与当今金融风潮密切相关的另一个因素是高科技的发展及其在金融交易中的运用。在现代化的通讯条件下,金融交易已广泛借助电子计算机网络进行,交易速度之快、效率之高,令人难以置信。这就使得以天文数字计量的金融交易瞬间之内即可完成。而且,由于交易的地理范围拓展到世界的各个角落,交易双方相隔万里,一旦成交,很难撤销。在这种情况下,交易员只要一念之差,就会发生难以挽回的巨额亏损。此外,计算机交易网络几乎可以把所有的金融交易集中在一起,实际上把整个世界的金融市场连成

了一片,使得一个交易员可以在一个终端机前从事各种金融交易。在这种情况下,某个金融市场或某个地区的金融交易出现动荡,其结果便直接通过计算机网络传递到世界各地,并通过交易员的信息反馈,影响其他金融市场或地区的金融局势,这就是所谓的“多米诺骨牌”效应。

然而,如果我们的视角仅仅是停留在对海外金融风潮的孤立的研究上,其意义可以说是无足轻重的。虽然本书只是以海外金融风潮为剖析对象,但我们的出发点却是以此为我国提供借鉴,因为,随着我国改革开放进程向纵深推进,诱发金融风波的可能因素也在迅速滋长。从开放的角度看,我国的金融活动必将日益融入世界金融的运作轨道,由此形成的外来冲击也会不断加剧,特别是在香港回归之后,外来冲击经由香港辐射大陆的力度无疑会明显增强。在近期东南亚金融风潮的影响下,我国B股市场出现相应的疲软走势已向我们作出了清晰的提示和预警。从改革的视野出发,社会主义市场经济化的方向,意味着政府对金融活动的强制性行政干预将逐步由法律和经济手段所取代,金融活动的相对自由化同样会为金融风潮的滋生提供温床。

近年来,我国的金融领域已经出现了金融风波的苗子,如国债期货和股票交易中的违规操作和过度投机;某些金融机构因坏帐导致资不抵债;一些地区的非法集资和非法设立金融机构……针对这种情况,我国政府在今年年初前瞻性地提出了把1997年作为金融风险防范年的口号。最近,全国金融工作会议再次强调要把进一步深化金融改革和整顿金融秩序放在突出位置,确保我国金融安全、高效、稳健地运行。为此而采取的一系列防患未然的举措相当及时,因为对局部的、小规模的金融风波苗子的警觉和重视是避免较大范围和规模的金融风波的先决条件。在这种意义上可以说,

金融风波的苗子好比防病的疫苗。只要我们能在思想上对金融风险有了前期准备,并在监管和防范上有严密、完备的措施,就一定能避免金融风波在我国的出现。

编 者

宏观篇

第一章

黑色星期一的灾难

——美国 1929 年金融大危机

1929 年 10 月 28 日,这个不祥的日子在美国以及世界金融史上一直被人们牢记。在这一天,纽约证券市场股票价格猛跌,正式揭开了美国金融危机和经济危机的序幕。这次危机来势迅猛,暴发后迅速从证券市场蔓延到整个金融体系,从金融危机发展成经济危机,从美国发展到整个资本主义体系。危机给了美国经济和世界经济以极其沉重的打击,以致整个 30 年代美国经济都没有完全恢复过来,30 年代在美国人的心目中被冠以“大萧条”的称呼。1929 年的危机就其深度和广度上在当时是空前的,时至今日也是绝后的,还没有哪一次金融危机能超过它。人们不禁要问,这次危机到底是怎么会发生的?有没有可能避免类似的金融危机?为了回答这些问题,回顾一下历史很有必要。

一、繁荣与隐患

美国在第一次世界大战中综合国力大大膨胀。1914~1918 年大战期间,美国加工工业生产增长了 32%。与此同时,美国资本加

强了对外经济扩张。在战时,美国的对外贸易出口总值增加了2倍,进口增加80%,而同一期间,整个世界的对外贸易总额缩减到战前的60%。美国在世界金融体系中的地位也得到大大提高。大战结束后,美国从债务国一跃而升为债权国,它掌握了世界黄金储备的40%,世界上许多国家欠美国的债,连以前的资本主义霸主——大英帝国也欠美国44亿美元的债务。美国已取代英国成为世界经济和金融的主要力量。

世界大战结束后,美国凭借在世界大战中积累的财富和打下的基础,开始了一段相对稳定和较为持久的经济增长和繁荣的时期。第一次世界大战结束后,美国由战时经济向平时经济过渡,1920~1921年期间曾出现过一次时间不长的经济危机,1921年美国渡过经济危机后,出现了新的工业高涨。20年代的美国工业有了广泛的扩张,这种增长基本上以汽车制造、电气设备和房屋建筑为基础。据估计,此期间美国汽车工业的增长直接和间接创造了大约400万个就业机会,由此带动了相关产业和市场的繁荣。仅次于汽车工业的是电气机械和电气家具的制造。这些产品的使用范围很广,在美国家庭中得到普遍的推广,如电冰箱、吸尘器、洗衣机等。当时,无线电工业也有了迅猛的发展,其产品价值从1921年的约1千万美元迅速增长到1929年的4亿美元。电力工业的产值在同期间则增长了3倍。20年代工业发展的另一显著方面是房屋建筑趋于活跃,据统计,1918年120个大城市的房屋建筑费用为3.7亿美元,到1929年达34亿美元。可以这样说,整个20年代美国大部分投资都集中在汽车工业、新建道路、房屋建筑和电气设备上。

美国经济的繁荣在很大程度上得益于此期间需求的拉动,20年代美国的广告业和分期付款方式有突破性的进展。据比较保守的估计,1927年美国汽车的销售有60%是通过分期付款方式实现

的,而 1925 年分期付款的零售商品总额达 49 亿美元。这些数值在以后的年月中都继续增加。到 20 年代末,无论是奢侈品还是必需品都在广泛使用分期付款的方式进行销售。这种刺激起来的需求扩张使美国工商业得到进一步的发展。

美国经济在此期间出现了又一次企业合并的高潮。在合并的浪潮中,钢铁行业和制造业走在前列,合并企业的数量占到产业中企业总数的五分之一。各种公用事业的企业合并也十分显著,从 1919 年到 1927 年,有 3 700 个公用事业公司消失了,其中包括许多市政当局经营的工厂。在企业合并浪潮中,出现了一批巨大的控股公司,它们控制了极其巨大的生产能力和财富。联邦贸易委员会的一份报告说:“1925 年时,包括 11 个控股公司和 5 个独立经营财团在内的 16 家财团控制了全国贸易总额的 53%。”银行业的合并也相当迅猛,1921 年美国银行的数目为 30 112 家,到 1931 年银行的数量只有 22 000 家。企业合并浪潮的兴起不仅使生产社会化的程度大大提高,从而促进了生产能力的增长,同时也使财富的分配更加悬殊,社会财富迅速集中在少数人手中。

但是,美国经济在 20 年代迅速发展的背后有着严重的弱点和隐患。首先,美国经济存在结构性的失调,某些工业产业如煤矿、纺织、造船、铁路和制革业等,始终没有从战后的萧条危机中恢复过来,陷入长期的萧条中。尤其严重的是美国农业的长期危机。美国农业过剩的生产能力由于人口增长率的下降、居民的食物消费口味的变化以及欧洲农业的发展而长期得不到解决。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。其次,失业也是长期困扰美国经济的一个严重问题。尽管美国经济在此期间有了很大的增长,但是由于部分产业的长期不景气和技术进步所导致的技术和资本对

劳动力的排斥,失业问题仍然很严重,甚至在最繁荣的年份里,失业人数也在150万以上。第三,美国经济的国民收入分配日益偏重于资本的利润所得。“在整个国民收入中,成为利润(包括留在企业里的那一部分)的部分越来越多;而作为工资与薪水的那一部分,却相应减少。”^①由于工资在美国经济中的比重相对下降,美国经济的总需求相对于供给能力来说显得不足,受其影响,到20年代后期,美国的一些重要产业已经出现增长乏力的局面,这又影响了投资者的投资热情,从而进一步制约了经济的增长。使情况变得更糟糕的是,当时的美国政府和社会,信奉的是无为而治的自由资本主义的一套,对经济基本不加干预,这就使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,从而蕴藏了经济危机的巨大动能。

美国经济在20年代的迅速增长以及存在的隐患,为随后到来的金融危机和经济危机准备了必要的社会经济条件。

二、投机狂潮

在经济快速增长和企业合并浪潮兴起的同时,美国的股票市场也出现了空前的繁荣,并且很快兴起了以股票为标的的投机浪潮。

美国的工商业出现的空前的繁荣,实际财富和人均收入的不断增加,这种情况必然会在证券价值和价格上得到反映。在经济空前繁荣的7年中,随着美国经济生产出的财富的价值的不断增加,华

^① 福克纳:《美国经济史》下卷,商务印书馆1985年版,第359页。

尔街股市的股票价格也节节上升，股票价格的上升大大刺激了人们的发财欲望，各阶层的成千上万的人们涌入证券市场，正如一个美国经济学家所说的那样：“那些从没有见过一张公债或一张股票的千百万工人和中产阶级的人们，现在也关心起股票市场。”千百万个新的客户进入证券市场，大大增加了证券市场的需求，这就进一步促使了股票的价格上涨。由于对股票的需求猛增，发行和分配股票成了一项十分有利可图的重要的交易。原来企业只有在需要追加资本时才发行股票和债券，但在这个时期，新的证券却好像肥皂一样被制造出来，原因很简单，发行和销售它们是有利可图的。工业、公用事业、银行和铁路都忙于发行新的债券或股票，或者把原有的股票拆细，使它们更容易卖出。从1925年1月到1929年10月，在纽约证券交易所的上市股票从4.3亿股增加到10亿股以上。

大量的资金由此源源不断地流入股票市场。由于股票价格的上涨，从投机活动中很容易获得利润，几乎每一次买进，都意味着利润，这种利润又再次投入股市。美国政府每年兑付的8亿美元的战时公债使寻求投资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，越来越多的人们跟着证券投机商进入证券市场。最后，在20年代的最后几年，实际经济已开始由繁荣的顶点走向下降，越来越多的产业出现衰退的现象，人们对实际经济的投资热情已经下降，他们把大量资金从实际经济部门转移到利润炒作得正火热的证券市场。

有若干重要因素对投机浪潮起了推波作澜的作用，以致最终使这场投机浪潮发展到极点。

首先，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信用交易。

投机活动须有货币和信用的扩张才会达到火热的程度。在股

票行情达到高潮时，人们专注于证券的投机，正常的经济活动则趋于萎缩，这样，尽管总的货币供应量没有明显的增加，但银行提供给证券商和投机者的贷款成为股市价格暴涨暴落的基础。由于股市行情的持续上升和实际经济的开始萎缩，银行业置商业银行的稳健性原则不顾，对证券市场进行大量融资。这种融资通过当时证券市场的信用交易其作用被显著放大。20 年代，证券投资者购买 1 万美元的股票可以只支付 1 000 美元，即保证金比例是 10%，其余部分由证券经纪商提供。当然，经纪商的背后则站着银行。通过这种信用交易对股市行情起到极大的放大作用。当然，这种放大作用须通过信用保证金制度来实现。以下例子可说明这一点。

假定某人以 1 000 元保证金购买 1 000 股股票，每股价格 10 元。当价格上升到 15 元，他购买的股票价值总额为 1.5 万元，其中 9 000 元是经纪人的贷款，帐户中有 6 000 元是客户的股权，以这 6 000 元股权，他可以选择拥有 60 000 元股票，如果他认为有利可图的话，他可以再购买 4.5 万元股票，这样，股票价格上升了 50%，客户投入市场的保证金虽然只有 1 000 元，所持有的股票价值却可以从 1 万元上升到 6 万元。这种现象的技术术语被称为“搭金字塔”。当然，金字塔的作用是双向的，当股市行情向相反方向变化，客户的帐面价值会急剧减少。再以上例说明，当客户完成第二次购买，手中持有 4 000 股价格为 15 元的股票，欠经纪商 5.4 万元。现价格下降 1.5 元，他手中的股票价值只有 5.4 万元，此时，他的顾客股权全部消失，如果他不及时补上 5 400 元现金，经纪商将立即把帐户上的股票卖出以收回贷款。这种保证金制度使价格上升时需求被创造而自动增加，价格下降时供给被迫进入市场。世界上没有任何银行制度容许其贷款机构这样彻底地满足赌博的需求。到 1929 年夏，美国股票市场在持续 5 年上升的情况下，再度急