

亚太金融风波的剖析与政策建议

杨 建 荣

1997年7月初爆发的东南亚金融危机,已历经数月,至今仍余波不断,这不仅使东南亚各国的经济发展面临重大挫折,而且也触发了香港、纽约等世界性股票市场掀起急剧大幅下挫浪潮,从而引起各有关国家政府和国际货币基金组织等的高度关注。应当说,这次发生在亚太地区的金融危机的程度和涉及面都远远超过了几年前发生在墨西哥的金

融危机,已经并将继续对当前和今后几年亚太地区乃至世界金融和经济活动带来重大、深远的影响。这次金融危机虽然对我国没有直接的冲击,但间接的影响也是多方面的;更为重要的是,这次金融危机产生的原因或经验教训,我们必须引以为鉴,未雨绸缪,防患于未然。

一、三次冲击波:从东南亚金融动荡到日、韩金融大地震

这次发生在亚太地区的金融风波,从事件的发展进程看经历了三次冲击波,影响面不仅涉及东亚地区,而且也危及整个亚太及世界金融市场。其第一波酝酿于1997年初,1997年2月起,泰国货币受到投机性攻击,泰铢波动,股市也出现滑落。为此,泰国政府动用20亿美元,在其他东南亚国家的联合干预下,才暂时稳住阵脚。但5月初,美国德州仪器公司宣布从泰国撤资后,国际投机者纷纷抛售泰国货币,泰铢再次贬值,迫使泰国央行动用约50亿美元的外汇储备,在新加坡和香港金融机构的援助下,在外汇市场大量买进泰铢,但仍未能从根本上扭转泰铢贬值的势头。为摆脱压力,同时也为了刺激出口,平衡国际收支,7月2日,泰国政府宣布放弃实行14年之久的泰铢与美元挂钩的固定汇率制,实行有管理的浮动汇率制。这项决定宣布的当天,泰铢对美元的汇率就下跌17%,

此后呈一路跌势。继泰铢贬值之后,东南亚各国的货币在外汇市场上也成为国际炒家攻击的对象,纷纷出现贬值。7月中旬以后,菲律宾比索、印尼卢比(盾)和马来西亚林吉特相继实行浮动汇率制。据最新统计,这些国家货币贬值幅度已分别达到50~100%以上。第二波发生于1997年8月底至10月份,受东南亚各国金融动荡影响,香港的汇市、股市也开始受到冲击,国际投机者开始在香港和纽约市场大量抛售港币,冲击港元与美元的联系汇率。为捍卫港元,香港特区政府一方面动用外汇基金支持港元汇价,另一方面提高港元利息,双管齐下,迫使狙击港元者斩盘离场。但为此,香港金融业也付出了极为惨重的代价。由于香港银行拆息大幅升高,引发股市暴跌。10月20~23日恒生指数跌去3100多点,市值损失8000亿元。港股的急剧下挫,也引发了亚洲其他地区和欧美

的股市下跌,欧美各国市值损失共达 13000 亿美元,连同亚太地区,合计超过 18000 亿美元。第三波起始于 1997 年 11 月,11 月 14 日,市场传言韩国央行储备不足、已无力支持国内银行、韩元汇率和韩国债务。随后,韩国政府包括 13 项重要金融改革方案在内的一揽子计划受挫,韩国央行被迫放弃对韩元汇价的干预,17 日,韩元兑美元跌破 1000 大关,几天内,韩元大幅贬值,韩国被迫向国际货币基金组织求援,要求贷款 200 亿美元,以后又追加到 500 亿美元之巨。祸不单行,就在韩国政府向 IMF 求援的同时,日本具有百年历

史,排行世界第十大和日本第四大的山一证券公司宣布,由于公司负债总额已达 3.3 万亿日元,并不再能得到富士银行的贷款支持而“自动停业”。山一证券的倒闭,震动了日本金融界,日本及整个亚洲股市均告下跌。东京日经指数暴跌 854.95 点,跌幅达 5.1%;日元兑美元汇率则跌穿 128 日元,创五年来新低。受其影响,美国、香港、马来西亚、泰国、澳洲、韩国和印尼等地的股市均大幅下跌。此后,日韩和整个亚太金融界余波不断,金融风暴几乎刮遍全球。

二、成因与本源:亚太金融风波 的内在因素与深层次背景

这次发生在亚太地区的金融风波,其表象相同,原因却众说纷纭。事实上,东南亚各国、香港和日、韩的金融危机有三种既有联系、又各有不同的内在因素:

东南亚金融危机的出现,从表面上看是国际货币投机者兴风作浪的结果,但深入分析,其根本原因在于经济结构的失调,并由此造成经济状况的恶化,给投机者以可乘之机。在过去的 10 年中,东南亚地区经济增长快速,泰国和马来西亚的年平均经济增长率达到 8.5% 和 9%,列世界前茅。但随着经济的快速发展,一些深层次的矛盾也开始暴露,其主要问题是:①出口大幅度下降,国际收支恶化。东南亚国家以劳动密集型产业为主,电子产品在出口中占有相当的比重。但近两年世界市场电子产品需求萎缩,致使东南亚国家出口大幅下降。1996 年,东南亚国家的出口增长率从 22.8% 下降为 5.6%,其中泰国由 22.5% 猛降到 0.1%。出口大幅下降使国际收支出现巨额逆差。1996 年,泰国经常性项目逆差达 162 亿美元,占 GDP 的 8.3%。1997 年,这种逆差继续扩大,使国际收支状况急剧恶化。②外债急剧增加,投机风险增

大。东南亚国家近几年实行金融市场自由化,放松管制,金融机构大举向外借债。泰国政府为控制通货膨胀,几次提高利率(1996 年为 13%)更刺激了外资的流入,特别是短期投机性资本的流入。1992 年,泰国外债为 200 亿美元,到 1997 年已高达 850 亿美元,其中短期外汇债务一度超过外汇储备,达到 440 亿美元。因此,在东南亚国家的外资流入中,形成了直接投资比例低而证券投资比例过高;引进外资中短期资本比重过高;外债比例过高等特征,增加了引进外资的风险。③汇率政策不当,金融调控手段滞后。80 年代,出于经济发展的需要,东南亚各国都将本国货币与美元挂钩,实行固定汇率,没有根据市场供求变化进行调整。近年来,在国际市场美元汇率不断上升及国内经常项目出现巨额逆差的情况下,泰国等东南亚国家的金融当局仍未及时调整汇率机制,坚持与美元挂钩的相对固定汇率制。同时又由于过早地开放了资本项目下本币的可自由兑换,结果造成了东南亚国家货币的普遍高估和大量套利短期资本的流入。④“地产泡沫”破裂,银行呆帐坏帐增加。东南亚各国在经济高速增长

时期,房地产价格上涨过快,大量的银行贷款流向房地产业。据资料显示,泰国金融机构实际贷给房地产业的资金约占其贷款总额的50%,马来西亚、印尼分别占30%和20%。而近几年由于这些国家经济发展速度放慢,造成大量的住宅和办公楼供过于求,如泰国房屋空置率达到20%。其结果是大量用于房地产业的银行贷款不能收回,呆帐坏帐增加,影响了东南亚金融体系的稳定,使一些金融机构濒临破产。

香港股市、汇市的风暴同样也有外因内患。从外因看,亚太股市全线下挫,尤其是东南亚货币和股市危机深化,一些以东南亚投资为主的基金开始转向极易套现的港元和港股;从内患看,香港经济在东南亚各国货币贬值,成本降低,工业产品、对外贸易和旅游业的竞争力相对增强后,相对处于不利地位。

韩国金融危机爆发的原因同样也是内部各种弊端长期积累的必然结果。首先是大企业的连锁倒闭造成金融机构呆帐和坏帐增多。过去30多年间,韩国经济取得了举世瞩目的成就。然而,韩国的大企业集团都是在政府的全力支持和保护下迅速发展起来的。在产品广销海内外的同时,企业本身负担沉重,债台高筑。据资料,韩国排名前30家大财团的自有资本比率只有18.2%,大部分资本直接或间接地来自银行贷款,而贷款利息通常都高于日美等发达国家。此外,在国家的1100亿美元外债中,银行外债占2/3,这就使其企业和银行在严重的金融风波和激烈的国际竞争面前显得底气不足。尤其是随着一大批企业的倒闭,韩国金融机构的呆坏帐高达20万亿韩元,促使韩元贬值和股市下跌。其次是金融改革滞后。韩国的金融界与企业界都信奉“大马不死”的神话,金融机构对大企业的贷款往往不进行严格的审查,政界人士又常常干涉银行的贷款,因而最终形成了大量的呆帐和坏帐,引发企业和金融机构的连锁危机。其三是政府政策不力。韩国一直

认为其经济不会象东南亚那样不堪一击。因此,对可能引起的金融动荡和企业连锁倒闭采取的措施不力,使危机企业和银行在等待政府出面解决时丧失机遇。对于股市动荡和汇率暴跌,政府也缺少预见性和防范措施。

日本作为世界第一大债权国,并没有因为一连串的金融机构倒闭而危及日本的财政和政府的信誉。因此,日本的金融震荡从本质上讲是其“泡沫经济”的延续和金融体系的不适应性所造成的。

以上分析表明,亚太各国金融风波的产生虽然都可找到各自的成因。但是,如果我们撇开那些具体的因素,将其放到世界经济和金融格局的背景下来考察,就可发现一些深层次的本源。国际金融统计数据表明:自80年代以来,全球GNP年均增长率为1.8~2.0%,国际贸易为4%,而年国际资本流量增长率却高达20%;全球资本市场上交易的总资本存量,已由1980年的5万亿美元增加到目前的35万亿美元;全球外汇市场交易与世界贸易额的比率已由1983年的10:1上升到目前的60:1,日交易周围额已达13000亿美元,而主要工业国的外汇储备总共才6400多亿美元;全球证券交易膨胀,仅居民与非居民间的外国证券交易额目前就达25000亿美元。其中,美国的外国债券和债权交易与GDP总值的比例已由1980年的9%上升到目前的135%。可见,世界经济和国际金融业的泡沫正在越吹越大。同时,国际资本流动的特点也出现了新的变化。直至80年代末,国际资本流动的主渠道一直是国际大银行的贷款。流入发展中国家的国际资金也主要是外国银行给予这些国家政府的贷款。国际资本的这种流动模式从90年代初开始改变,如今,发展中国家资金来源已不再完全依赖外国银行,而是大部分通过多种市场手段来实现,如这些国家的政府、企业和银行可在国际上直接发行债券;同时可借助于本国股市吸引外国银行以及共同基金、保险

公司、跨国公司前来投资。显然,与传统的国际金融环境相比,目前处于经济全球化进程中的国际金融环境已有了如下几个特点:第一,大银行不再是国际金融界的唯一主角,各类基金、保险公司乃至大企业已开始在国际金融界扮演重要角色;第二,国际资本的流动速度已大大加快,如果说80年代一些国家爆发的债务危机尚有8~10年的酝酿潜伏期的话,那么现在只要数月时间就可演化成一场大的金融危机;第三,国际资本的流量越来越大,其中的短期游资估计已达7.2万亿美元之巨,发展中国家一般都难以单独抵御其投机的破坏性。

综上所述,对这次发生在亚太地区的金融风波,我们可作出如下判断:①这次金融危机实质是“现代金融”与“传统金融”之间的一场金融战争。冷战结束后,经济优先和维护国家经济利益已成为世界发展的潮流。东南亚等发展中国家在迈向工业化发展的阶段还主要依靠传统的金融发展方式,通过制造业与金融业的结合,逐步实现自我积累。而西方发达国家却依靠现代金融在悄悄地进行着一场没有硝烟的战争,以争夺市场和追逐利润,实现对发展中国家资本的掠夺。目前国际金融已由传统金融走向现代金融,金融衍生产品等业务不断创新,金融与信息传媒、电子通信技术相结合后,金融手段也不断提高,

金融交易出现网络化、虚拟化和全球化趋势,“金融工程”这一全新概念正在被迅速运用。当今世界估计有高达8万亿美元的游资频繁活跃于国际金融市场,通过金融投资(机)活动谋取利益。所以,金融竞争实际上已表现为国家与国家之间竞争的一种最新形式。②这次金融危机表明新的世界发展阶段要求调整国际金融货币体系。“地产泡沫”破裂,银行呆帐、坏帐增加,是这次东南亚金融危机的重要原因。然而危机爆发之初,东南亚各国普遍表现出金融信息不灵,金融调度乏力、监管不严、决策多变的情况,加剧了危机的影响后果。目前,世界经济正处于第四个长周期迈向第五个长周期的交替转换期,逐步进入新技术革命阶段,企业组织形式和贸易方式不断创新,逐步从国内竞争转向全球竞争。因而在国际经济日益一体化发展的进程中,原有的国际金融体系和监管方式显示出很大的不适应性,区域货币的协调机制效果已极为有限。③这次金融危机已显露出这样一个事实:在世界经济一体化和金融自由化口号下,以区域联盟竞争为特点的国际金融竞争新格局将逐步形成,即以美加墨自由贸易区为代表的美元体系联盟,以欧共体为代表的欧元体系联盟和未来东亚国家为代表的“亚元体系”联盟。在这种新格局下,国与国之间的竞争和合作已显得不够强有力。

三、趋势与格局:亚太金融风波对

我国和上海经济的影响

从当前情况看,亚太国家的金融风暴还余波不断,特别是东南亚国家的货币危机还在继续恶化之中。因此,我们不能说这次金融危机已行将结束,而遭受这次金融危机重创的亚太国家的经济恢复则至少需要三年或以上的時間。

亚太金融风波对卷入其中的国家和地区的经济造成巨大的冲击。主要表现是:外汇

储备大幅减少,货币贬值,股市下挫,国民财富流失,人民生活水平倒退,通货膨胀上升,经济增长速度放缓,投资者的信心受到严重打击。亚太、特别是东南亚国家的经济“缩水”后,经济发展将进入一个调整期。由此,也将使亚太地区的经济发展格局出现一些新的变化。

目前中国经济的发展,总体上是健康的,

金融形势也比较平稳。我国对资本流动实行较为严格的管理,人民币资本项目下的可自由兑换还未开放,外汇储备到1997年底已超过1400亿美元,人民币汇率稳中有升;引进外资结构比较合理,到1997年6月底,全国吸引外资3165亿美元,其中外商直接投资1979亿美元,外债1186亿美元(中长期债务占88%)。这些数据表明,我国实行宏观调控、整顿金融秩序、注意外资投向等政策是正确和必要的,为防范国际金融风险奠定了基础。因此,尽管我国国内存在着金融风险,但从总体上看,目前还不会出现东南亚国家的那种金融风险。然而在具体问题上,亚太金融危机对我国经济的影响应当引起重视:首先,出口竞争加剧,外贸顺差将有减少的趋势。货币贬值将使东南亚各国及日韩的出口能力大幅提升,影响我国商品结构类似的出口市场。这次金融风波发生以来,我国大部分与东南亚各国有竞争的出口商品的增长速度都有所放慢,而且这种势头将会持续下去,所以我国对东南亚国家以及世界其他国家的进出口贸易将发生从顺差到进出口基本平衡的变化。其次,我国的吸引外资和对外经济将面临新的挑战。金融危机使投资者担心东亚地区的发展前景,我国虽然处于高增长、低通胀、经济稳定的有利地位,但在世界主要投资国经济缩水、资金短缺的情况下,外资流入我国的势头将会趋缓,特别是投资于制造业和基础设施的长期资本相对减少。同时,我国向东南亚地区的直接投资、工程承包和劳务输出等,也会受到其经济增长速度减缓、购买力下降等因素的影响,而趋于下降。

上海是我国最大的经济中心城市,其经济和金融的对外开放程度也最高,这次金融风波对上海经济发展的影响则是多方面的:

1. 对吸引外资特别是外商直接投资的影响 由于外资流入结构不同,上海所受影响小于其他沿海省份。中国南部省份由于港台投资密集,三来一补贸易比重大;北部省

份外来投资份额中日韩的较多。这些国家和地区是这次金融风暴的直接受害者,在相当一段时期内,其自身的调整和发展需要资金支撑,势必减少对外的投资。上海的外资流入结构中,来自欧、美以及大型跨国公司的比例比其他省份大,此外,这两年上海的投资环境发生了较大变化,尤其反映在投资环境的质量比其他省份提高更快。因此,尽管在直接投资中,香港、日本、台湾省仍然是主力军,但1000万美元以上的大型项目,技术含量高的工业项目增长很快,并占主导地位,受金融危机的影响小。从某种程度而言,欧美大资本可能会从东南亚受害国撤出,而进一步向上海流入。但由于我国汇率不变,为降低出口成本,这些投资有向劳动力成本相对较低的长江流域纵深地区递延转移的趋势。

2. 由于东南亚各国及日韩货币贬值,出口能力相对增加,对上海今后的出口将产生较大影响 近年来上海的出口产品结构有了进一步的改善,机电产品出口的比重占近1/3,但东南亚各国货币贬值后,争夺世界市场份额的竞争将更加激烈。欧美等国家有相当一部分客户已把订单转移到韩、泰、马等国家和地区,估计明年下半年会直接影响上海的出口创汇额。

3. 对旅游业的影响 由于东南亚、日韩等国经济受到重创以及我国人民币相对升值等影响,在近一个时期内,上海的涉外旅游将受到一定程度的影响。为此,除加强旅游服务、提高吸引力外,还要努力做好客源调整工作,争取外资旅行社业务开放试点。

4. 对上海金融中心建设的影响 上海要成为金融中心,加快金融对外开放的步伐是必然趋势。但在当前国际国内金融环境下,中央将采取非常谨慎的态度,加强金融规范和监管。上海近期要狠抓金融秩序,率先建立个人信用制度;进一步压缩商业银行的呆帐坏帐率,向国际标准靠拢;大力盘活空置的房产,防止泡沫经济带来的金融风险;同时

要抓住机遇,加快改革步伐,争取首先成为长江流域金融中心。

综上所述,这次亚太金融危机对我国和上海经济发展而言,既是挑战,也有机遇。我

们应该因势利导,及时化解各种现实和潜在的问题,发挥相对优势,在本世纪最后三年中,把我们的经济再推上一个新的台阶。

四、政策建议:我们的思考与选择

作为一个新兴市场国家,中国与东亚其他国家都处在经济高速发展时期,面临同样的任务,如需大量引进外资,培育大企业集团,实行金融体制的改革与对外开放等;也出现了同样的问题,如证券市场热、房地产热、信用膨胀、银行呆坏帐增加等,潜在的金融风险也不容忽视。结合亚太金融风波已经对我国经济产生的影响,要在以下几个方面采取措施:

1. 引进外资和结构优化相结合 起始于东南亚的金融动荡,从表象上是由国际投机商的炒作引起的,但根本原因还在于这些国家内部的结构失衡。因此,作为发展中国家,我们在引进外资时一定要坚持产业政策导向,对外资流入的规模和投向进行必要的管理,以使外资更好地促进我国经济的发展。此外,要特别注意长短期外债的比例,控制短期外债比例,多吸收中长期资金和外国直接投资;还要在做好银行信贷和股票市场的同时,充分重视利用债券市场筹集资金。

2. 量出为入,做好进出口贸易的平衡工作 在人民币成为真正的硬通货之前,坚持进出口贸易中的顺差原则极为重要。为此,要在人民币汇率不变的条件下,加强出口工作。从长远看,我们应当加强产品结构调整、升级的力度,进一步增加高附加值、高技术含量产品的出口,并推动劳动密集型产品向低生产成本区域的转移,逐步形成抵销人民币升值影响的“对冲机制”。

3. 加强向海外的直接投资 在这次金融风波中,亚洲各国特别是东南亚国家的货币急速贬值,生产要素价格已下降到历史低

位,为我国资本进入创造了一个很好的机会。为此,可加快我国企业的海外直接投资步伐。

4. 完善汇率机制、坚持适度、有序的金融开放政策 这次亚太金融动荡的事实表明,一国货币的汇率政策应根据国际、国内环境的变化进行及时、适当的调整,否则会形成与实际汇率的落差而遭受国际资本的冲击。根据IMF的统计,目前采取浮动汇率制的国家已由1990年的23国增加到48国,采取独立浮动汇率制的国家则由1990年的25国增加到51国。为此,我国应在加强管理、准备充足外汇储备的条件下,逐步完善,实行有限度的浮动汇率制。同时,要坚持适度、有序的金融开放政策,关键是要对人民币资本项目下的可自由兑换实行谨慎态度,对于外资金融机构的进入程度和业务范围也要稳步进行。

5. 抓住机遇,推进我国的金融业发展和综合国力提高 中国作为唯一没有受到亚太金融风波直接冲击的大国,应当说,这次亚太金融风波对我们也是一次机遇。所谓机遇在于,受到汇市、股市的双重打击,东南亚和日韩等国的经济严重缩水,不得不进入一个调整期,而我国的人民币则处于一种相对强势地位,如果能够保持经济的稳定和适度增长,在世纪转换进程中,我国综合国力将跃上一个新的平台;同时,这次亚太金融风波中,亚太的金融中心格局可能会发生一些新的变化,在香港继续保持和发展国际金融中心功能的同时,积极推进上海金融中心建设,依托国内经济和市场,逐步形成沪港合作分工、优势互补的“金融双中心”。

(作者单位:上海市政府发展研究中心)