

货币危机预警机制分析

——危机前经常账户相关指标的表现

方红艳 傅连康

摘要: 本文对货币危机产生前经常账户的各项指标变化进行分析, 试图建立指标变化与货币危机产生的相关关系, 并进而推论通过建立指标体系预警货币危机产生的可能性, 以产生货币危机各国实证数据为基础, 联系国内相关指标的特征, 分析中国宏观经济体系的脆弱性。就我国如何吸取各国之经验, 在经济发展中防范和化解可能带来的或累积的货币风险提出了一些政策建议。

关键词: 货币危机; 经常账户; 指标特征; 预警机制

中图分类号: F821.5 **文献标识码:** A **文章编号:** 1006-1894(2006)04-0033-05

货币危机的产生对世界各国的经济增长和发展产生重大的冲击, 并对整个世界经济体系产生影响, 20世纪90年代以来, 货币危机频频发生, 其范围不仅限于某一独立国家(墨西哥, 1994), 其带来的传染效应使得危机的辐射范围扩大至某一区域(欧洲, 1992; 亚洲, 1997)。危机产生的原因也不再限于宏观经济基本面的恶化, 即使经济基本面表现良好的国家也有可能遭受突如其来的投机资本的攻击而产生货币危机, 这就促使人们开始关注货币危机预警方面的研究,^①试图通过建立某种机制对可能发生的危机进行预测和防范。

一、货币危机的定义

保罗·克鲁格曼(1979)对货币危机进行如下描述“一国实行钉住汇率制, 同时为简便起见, 钉住方法主要是通过外汇市场干预进行; 在这一汇率基础上政府的外汇储备不断下降, 某一时点上, 由于突然性的投机性攻击, 储备迅速耗尽, 政府无法捍卫钉住汇率制度。”从已发生的货币危机来看, 危机不仅仅造成国际储备迅速大幅下降, 也往往伴随着货币的迅速大幅贬值和金融和经济体系的急剧波动。本文以危机发生时的上述伴生状况为货币危机的定义。

二、危机前经常账户相关经济指标分析

之所以将经常账户作为分析的起点是因为: 经常账户余额和国内主要经济变量如投资和储蓄(包括政府储蓄和私人储蓄)密切相关; 同时经常账户的变动对于汇率会产生影响并进而影响到出口竞争力, 对于经常账户的观察可以反映整个宏观经济状况。

本文将从3次货币危机所涉及的7个国家作为研究对象,这3次危机分别是1994年墨西哥货币危机,1997年亚洲新兴市场国家货币危机和1998年俄罗斯货币危机,为了找出危机前可能存在的预警信息,研究了危机前几年各项指标的变动情况。

1. 经常账户余额 众多发生货币危机的国家在危机前经历了出口下降,但是经济的高速增长和资本的不断流入掩盖了出口下降隐含的经济失衡问题。从表1中可以看出,货币危机发生前几年大多数国家经常账户逆差基础在扩大。

表1 危机发生前各国经常账户余额变动

单位:百万美元

	t-3	t-2	t-1	t
印度尼西亚	-2 792	-6 431	-7 663	-4 889
泰国	-8 085	-13 554	-14 691	-3 021
马来西亚	-4 520	-8 643	-4 462	-5 935
韩国	-4 024	-8 665	-23 210	-8 384
菲律宾	-2 950	-1 980	-3 953	-4 351
墨西哥	-14 888	-24 442	-23 400	-29 662
俄罗斯	6 965	10 847	-80	216

注:1. 经常账户为负表示为逆差。

2. 表格中t表示危机发生年份,相应的t-1、t-2、t-3分别为危机前1年,危机前2年和危机前3年,下同。

资料来源:IMF, International Financial Statistics 各年度报告整理而得。

1994年墨西哥货币危机后,IMF为预警经常账户失衡设计了一套预警体制,其中一项重要指标就是经常账户赤字占GDP的比重,根据对于历次危机的统计检验,IMF认为当该比例超过5%并且经常账户赤字是由不稳定的资本流入维持时,该国应当对此引起足够重视。表2显示泰国、马来西亚和墨西哥该项指标在危机前2年超过IMF设定的警戒线;韩国和菲律宾在危机前1年该比例也接近5%。

表2 危机发生前各国经常账户余额/GDP比重

	t-3	t-2	t-1	t
印度尼西亚	-1.58%	-3.18%	-3.37%	-2.27%
泰国	-5.60%	-8.07%	-8.07%	-2.00%
马来西亚	-6.07%	-9.73%	-4.42%	-5.93%
韩国	-0.95%	-1.68%	-4.16%	-1.62%
菲律宾	-4.60%	-2.67%	-4.77%	-5.28%
墨西哥	-4.77%	-6.72%	-5.80%	-7.05%
俄罗斯	2.22%	2.77%	-0.02%	0.08%

资料来源:同表1。

进一步分析经常账户的结构,可以知道危机前经常账户逆差基础扩大的主要原因是由于进口的增长快于出口的增长所致。在危机前,各国的进口一直在持续增长,尤其是危机前两年,进口增长速度印度尼西亚为25%,马来西亚、泰国29%,韩国33%,但同期出口增长速度印度尼西亚为33%,马来西亚24%,泰国25%,韩国32%,并未出现大的差异。其后由于这些新兴经济体最大的出口国——日本处于经济衰退而减少了进口需求,因此尽管危

机年份各国均实行汇率贬值,其出口却未出现贬值所预期的增速。同时,危机国家出口商品在世界市场上的价格均出现了下跌(韩国和印度尼西亚出口商品价格分别下降了30%和26%),货币危机随之爆发。

2. 资本流入 危机前各国资本和金融账户普遍存在顺差,并且资本流入的数量都大于同期经常账户逆差的数量,正是大量的资本流入支撑了经常项目的逆差。进一步分析流入资本的构成,可以发现短期资本流入占了相当的比重,而长期资本的流入并不多。正如美国前财政部长Lawrence Summers在《经济学家》杂志上撰文所述:当一国经常账户赤字伴随着不稳定的、极易逆转的资本流入时,这样的赤字是不能长期维系的。以墨西哥为例,墨西哥的资本流入以证券投资为主,同时资本大量用于私人消费、大量流入非贸易商品领域如房产、土地,这种结构本身就存在出口能力难以增强的缺陷,同时也导致了非贸易商品价格的上升。

3. 外汇储备 资本的大量流入对所在国货币政策和汇率管理也带来了一定的影响。为了避免资本流入带来名义汇率上升,中央银行不得不在公开市场上进行冲销式干预大量买入外汇,从而使得该国外汇储备增加。而如果央行采取非冲销式的干预,将会使货币流通量增加并进而引发通货膨胀,这也会使实际汇率出现高估。以危机前泰国情况为例,尽管当时泰国出口大幅下降,贸易余额持续出现赤字,但资本的大量流入支撑了泰铢的汇率。从某种程度上看,大量的资本流入和持续增长的外汇储备似乎能够长期维系经常账户的赤字,事实上这在短期内可以实现,但也阻碍了有利于增强出口竞争力的汇率调整(汇率贬值)。一旦投资者对于经常账户能否长期维系产生疑虑,资本流向便会迅速发生逆转,外汇储备突然下降,从而引发货币危机。实际上,危机前大多数国家外汇储备持续上升,而储备的突然下降均发生在危机年份,投机者的突然攻击导致了储备水平的突然下降。这与各国资本流动存在密切关系:大量的资本流动也发生在危机前,而在危机年份资本流向却出现了逆转。因此,储备持续增加并不意味着会减少危机发生的可能,如果储备来源于资本(尤其是短期资本)的流入,那么这种流入是不稳定的。

三、影响中国经常账户各项经济指标的分析

根据第一代货币危机理论,发展中国家在货币危机之前往往存在财政、货币过度扩张、与国外利率价差扩大、实际汇率高估及经常项目失衡加剧等现象。第二代货币危机模型认为危机的发生不是由于经济基本面的恶化,而是由于公众对货币贬值预期的自我实现所导致的。以后的危机理论则认为,外汇储备下降是产生货币危机的直接原因,但一国如果维持较高的外汇储备是否还会发生货币危机?这是值得思考的问题。联系中国经济发展的实际情况,笔者试图找出一国维持较高的外汇储备条件下产生货币危机的可能性。

20世纪80年代以来,中国经济进入快速增长期,GDP增长率居世界各国前列。同时,近年来外汇储备水平也逐年上升,有专家指出过高的外汇储备水平对宏观经济可能产生副作用,但对于未来产生货币危机的可能性和构建预警体系的重要性认识不够充分。

1. 经常账户余额 1994年汇率改革以来,经常账户一直处于顺差,但是,进一步分析对外贸易的商品结构,出口产品主要是低成本、低价格、低品质的成本竞争型商品,而进口产品则包括资源性产品、原材料、零部件、机器设备、技术和一部分以高档产品为主的品质竞争型消费品。出口商品的竞争基础主要是产品成本相对较低,现阶段出口商品

的成本基础中包含3种不可长期持续的因素:首先,由于国内部分产业产能过剩,而由于各种原因国内市场需求受到严重抑制,供大于求的矛盾使产品价格低于正常价格;其次,汇率因素使出口产品具有更强的竞争能力;再次,国内对国际直接投资采用多种优惠措施,使企业的成本下降。当出口市场需求、汇率调整、贸易摩擦、其他国家产品替代等因素变化时,有可能导致出口数额急剧下降。反之,由于对外贸易依存度逐年提高、外资对经济增长的作用加强,而资源性产品、原材料、零部件、机器设备、技术等在经济发展中具有不可替代性,使进口商品弹性较小,当汇率等外部因素发生变化时,进口需求下降会对整个经济体系造成重大冲击,很难在短期内大幅削减。通过以上分析可以发现,我国的出口基础并不具有可持续性,而进口基础则有稳定的持续性,经常账户顺差的基础是不可持续的,进出口商品的弹性差异会使贸易很快走向逆差,最后导致汇率波动和货币危机的发生。

2. 资本流入 国外直接投资(FDI)的迅速增加是我国国际收支顺差的又一个重要因素。分析FDI大量进入中国的原因,可以发现产生货币危机的重要基础,第一,相当部分的投资进入是由于实际存在的超国民待遇(土地优惠、税收优惠、开发区引资等多种优惠政策)的诱导,随着公平的市场环境的建设和吸引投资政策的变动,这些投资自然消失;第二,国内外销售市场的巨大空间、廉价劳动力使用产生的投资收益率会由于出口市场和国内市场的饱和及劳动力价格的提高而下降,外资进入已经开始呈现下降趋势;第三,国际投资带动了技术、设备和原材料的进口,投资流入期结束后,会产生国际支出的巨大压力;第四,外资进入投资回收期后,利润的汇出必然带动资本流出。由资本流入所产生的国际收支顺差同样具有不可持续性。

3. 外汇储备 产生近年外汇储备超速增长的主要因素有对外贸易顺差、外国对华投资增长、国际投机性资本进入等。从资本项目中金融市场的资本流动看,尽管国际市场的金融投资收益(股票、债券、银行存款等)高于国内金融市场的投资收益,但是,人民币资本项目并没有实现完全可兑换,一般企业和居民尚不具备到国际金融市场投资的条件,而去年国家宏观调控措施出台后,由于银行信贷政策的收紧,民间融资市场的利率水平急剧上升,促使国外资金通过贸易合同作假、直接投资合同、商业信用等各种途径流入国内,进一步促成外汇储备的增长,另外,由于国内外市场对人民币汇率升值的强烈预期,也导致了外汇以不同方式流入中国。国际投机性资本的进入成为外汇储备超速增长的重要因素,从2004年的数据看,贸易顺差310亿多、国际直接投资增长690亿多,而实际外汇储备上升2000多亿美元,差额部分应该有相当一部分为国际投机性资金,除了人们普遍关注的国际热钱外,冷钱(准备在国内投资市场停留多年以等待人民币升值的资金)的进入也不容忽视,投资性资金流入主要是由于市场上逃离基础的存在,等人民币汇率升值基础不再存在,升值预期转变为贬值预期时,投机性资金会纷纷逃离,货币危机发生的可能性就会大大增加。

四、政策建议

目前,宏观经济管理层把内外均衡政策重心放在持续增长的外汇储备对人民币汇率的影响和在保持人民币汇率基本稳定的政策运作上,对于产生国际收支失衡的原因分析和对策的研究还不够深入,尤其是国际收支长期顺差和外汇储备超速增长条件下,对于国际收支长期顺差和外汇储备超速增长的可持续性的关注远远不够。事实上,只要国际收支顺差

的基础是不可持续的,当国际收支的顺差转化为逆差基础,货币升值预期变成贬值预期时,货币危机的发生概率大大提高。因此,有必要关注影响经常账户各项经济指标的分析,通过相关指标体系的研究,建立有效的预警机制防范和化解可能带来的或累积的货币风险。

在建立预警指标体系的同时,调整相应的政策手段,消除产生近期顺差、远期大规模逆差的经济基础,以防止货币危机的发生和影响程度。从经常账户余额看,应该注意经常账户顺差基础的脆弱性,改变传统的出口贸易模式,从单纯追求出口数量和以出口带动经济增长转变为追求出口效益和品质,特别应注意出口产业对进口的依赖性;密切关注宏观经济对进口的依存度,对主要依靠进口的原材料、零部件、机器设备、技术和高档消费品进行进口替代;降低对资源性产品的依赖,严格控制资源使用,减少资源浪费,树立科学的节约观,防止以消费低质廉价产品的节约而造成的资源浪费;建立经常账户余额的结构性监控指标,以防范和监督经常账户顺差掩盖下的逆差基础。

在资本流入方面,境内外投资者的差别待遇(超国民待遇)一直是FDI快速进入的重要原因之一,这种差别待遇不仅导致国际收支长期顺差,也是民族工业特别是中小型民营企业的正常发展的重要障碍之一,长此以往,必然导致我国经济体系的对外依赖性,特别是对原材料、零部件、机器设备、技术进口的依赖。目前,外商投资企业境内投资只有总额限制,而没有项目、技术指标的限制,外资大量流入,增加资金流入,掩盖了国际收支的逆差基础,也使将来的国际收支的逆差基础放大。现在,外商资金每年有大量进来,而国内却有大量外汇资源闲置,不利于资源的合理使用。应把境内投资政策拉平,不应该再给外资企业优惠,特别是要加强投融资体制的改革,积极鼓励国内企业发展民族经济。同时,应当鼓励国内企业到海外参与直接投资,从单向的对外开放走向双向的对外开放,从根本上消除国内外短期撤退所导致货币危机的可能性。

面对外界的人民币升值预期,在保持人民币汇率稳定的同时,中国应采取有效措施化解本币升值压力。在目前国际收支存在大量顺差的条件下,人民币汇率改革必须十分慎重,如果马上走向自由浮动,由市场供求关系决定人民币汇率,必然导致国际投机性资金更多地进入,要解决外汇储备超速增长的问题,还得从导致中国外汇储备快速增长的根源入手,从外源性资金进入的源头控制,只要我国现有对外经济政策不调整,我国经常项目和资本项目还会出现大量顺差,我国的外汇储备还会不断增长,迫使人民币总是处于升值压力下,热钱还会不断涌进我国,国内房地产泡沫和投资泡沫就会越吹越大,经济风险得不到释放。要摆脱现在高外汇储备、人民币升值和经济泡沫化的困境,短期要完善人民币汇率市场化形成机制,增加人民币汇率弹性,使其能逐步反映市场均衡水平,长期要调整我国经济发展战略和政策,转变经济增长的模式,使宏观经济由内外失衡调整为内外平衡,保持国际收支的基本平衡,才能防止由外部因素导致的货币危机的出现。

(作者单位:上海对外贸易学院)

注释:

- ① 墨西哥货币危机后,IMF开始进行相关预警指标体系的研究工作,并在1999年正式运用KLR、DCSD方法对各国经济进行预报。