

国际金融动荡引发的若干思考

张亦春 蒋峰 雷春美

本世纪 80 年代以来,国际金融体系越发表现出较明显的不稳定征兆,这突出地表现在 1982 年爆发的拉美国家债务危机和同期在美国爆发的以储贷协会和大量银行倒闭为特征的金融中介危机上。进入 90 年代,在全球自由化、一体化、证券化、衍生化的浪潮中,这种不稳定的趋势逐年加剧,1992 年欧洲货币体系中的“英镑里拉危机”、1994 年墨西哥金融危机以及 1997 年以来的亚洲金融危机都是很好的例证。以往人们对金融动荡的思考主要是集中于危机发生国自身的经济问题上,然而自亚洲金融危机后半段以来,特别是近来爆发在俄罗斯和巴西等国的金融危机促使人们将思考的重点转向整个国际金融体系,有关改革现行国际金融体系的呼声日炽。本文提出几个与之密切相关的问题。

一、国际金融动荡加剧的根源

认识当前国际金融形势动荡加剧的根源是分析国际金融体系问题的一个出发点。无论是 1994 年的墨西哥金融危机还是 1997 年泰国爆发金融危机之初,西方经济学家总是首先将目光瞄准了这些国家自身存在的经济问题,比如过度消费、过度借贷、脆弱的国内金融体系、

政府干预引发的激励结构扭曲、亲情资本主义 (crony capitalism) 等等。但是至少有两点情况说明这种解释不完全,一是直到亚洲金融危机发生前国际资本在泰国等国还是呈净流入的态势,另一点是世界上几家著名的资信评级机构事前都没有降低有关国家资信等级的举动,足见亚洲金融危机爆发的突然性。这种突发性与“经济恶化论”是有矛盾的。于是更多的经济学家开始倾向于从市场角度解释这场危机,提出了自实现式危机 (self-fulfilling crises)、传染效应 (contagion effect)、蜂拥行为 (herding behavior) 等模型来解释亚洲金融危机爆发和蔓延的机制。从目前金融动荡的广度与深度来看,光用部分国家经济基本面有这样那样的问题来解释显然不够,更重要的原因在于“市场”的巨大力量正在“撕裂”一些有“伤口”的国家(甚至包括一些几乎没有问题的国家)。

我们应当在当前国际金融体系的大环境之下认识“市场”这股巨大力量。当前国际金融体系主要的问题在于以一国货币作为主要的国际货币和对大规模的国际资本流动缺乏相应的监管机制。美元目前在国际储备、国际贸易、国际信贷中的比重分别约达 3/5、2/3 和 3/4,而美

国的经济总量占世界经济的比重只不过在 1/5 左右。这不仅使美国享受了巨大的“铸币税”的好处,而且使其它国家在国际收支的调节上处于很不公平的地位。特别是国际货币基金组织(IMF)等国际金融组织又为美国等所控制,更加剧了发展中国家在危机时获得援助的不平等性。事实上在东南亚爆发金融危机之初,美国的态度与 1994 年爆发墨西哥金融危机时是有明显差别的,这也是导致 IMF 援助缓慢、致使危机得以迅速蔓延的一个重要原因。

近年来美国积极倡导的金融自由化和一体化主张的一个出发点在于维护美元和美国金融业在国际金融中的主导地位。通过金融的纽带,美国经济在世界上的影响力越来越大,美国经济的一举一动随时都有可能直接或间接造成其它国家的金融波动,这一点对于经济基础比较薄弱的发展中国家尤为不利。美元的膨胀和金融自由化、证券化、衍生化一起使国际金融市场上的游资规模迅速膨胀到 7 万亿美元以上,而在放任思想主导下的国际金融体系对这股高流动性、超国家的金融力量基本上没有相应的监管机制。因此,大规模的国际游资得以在国际市场上横冲直撞,不但大大加深国际金融动荡的严重程度,而且从 LTCM(长期资本管理基金)事件来看,其自身可能也孕育着很大危机。这些因素是造成当前国际金融动荡加剧的主要根源。

二、政府干预还是放任自由

未来的国际金融体系是否仍然坚持放任自由,这是决定国际金融体系改革方向的关键问题。政府干预与放任自由的争论由来已久。亚当·斯密在 1776 年出版的《国富论》中最早提出了放任自由、让市场实现资源的最佳配置的思想。这种观点一直持续到本世纪初,期间政府的作用仅限于类似一个“守夜人”的角色。在本世纪 20 年代到 60 年代,凯恩斯经济学和福利经济学从对“大萧条”的分析出发,提出了种种对“市场失灵”的论证,使政府干预的主张逐渐

占据了上风。而到了 60 年代开始一直至今,经济学家们逐渐在政府干预过程中认识到“政府失灵”或“政府无效”的存在,于是经济上的自由主义再度兴起。与之相对应,国际货币体系也经历了金本位制、黄金美元双挂钩的布雷顿森林体系及当前以自由化、松散性为特征的体系。近年来金融自由化浪潮席卷全球也正是美国所积极倡导的自由经济主义在金融领域的具体体现。

不可否认,金融的自由化带来的资金自由流动既为发达国家过剩的资本找到了出路,同时又便利了发展中国家筹得发展经济所急需的资本。而且资本的自由流动在一定程度上带动了技术和人力资源等的流动,从而促进了生产要素在全球的优化配置。这种对资源优化配置的促进作用和金融部门自身运行效率的提高确实对世界经济的增长作出了较大贡献。但是从目前的国际金融态势来看,金融自由化确有过度之嫌。从全球范围来看,金融资本的高度集聚已经使自由竞争的各种条件大打折扣,放任自由下的“市场失灵”已经在金融危机中充分暴露,由此而酿成的国际金融动荡已使世界经济的增长受到了重大影响。而且金融自由化所引发的巨大金融泡沫越发与实质生产相背离,在一定条件下甚至有导致全球性金融崩溃的可能。从新兴经济的角度看,如果不能渐进地依次推动金融自由化的进程,不仅不能分享金融自由化带来的好处,而且大规模快速流动的国际资本的冲击甚至会导致灾难性的经济和社会后果。事实上,即便是整天高喊经济自由主义的发达国家也不会推行完全放任自由的金融政策。美联储一面诘责香港政府干预股市背弃了自由市场的精神,一个月后自己却悄悄地组织了全球 15 家大银行对 LTCM 这家私人机构进行巨额注资,说明它也逐渐意识到完全放任自由会带来后果。

因此,放任自由不应该成为构建未来国际金融体系的基调。我们必须对国际金融中放任

自由和政府干预的“结合点”进行重新调整,增强各国和国际金融机构对国际金融活动的调控能力。除了建立起对国际资本流动的监管体系之外,未来的国际金融体系必须(1)尊重发展中国家在金融自由化上的渐进性,鼓励循序渐进的金融自由化;(2)支持主权国家为了保护本国金融安全和稳定对国际资本流动所采取的限制措施;(3)对国际金融资本的膨胀实行有效的监控;(4)积极推进双边和多边的货币合作,强化国际金融组织和区域性金融组织对国家金融活动进行调控的组织和制度安排。

三、汇率制度的选择问题

合理的汇率制度安排是未来国际金融体系稳定的一个重要保证。各国选择何种汇率制度关键在于能否保持一国货币汇率的相对稳定。从根本而言,消除当前国际金融体系不稳定性 and 不平等性最彻底的措施是在全球建立单一的中央银行,发行统一的国际货币。但是由于世界各国在政治、经济、文化等方面的千差万别,实现这种设想的道路还十分漫长。

许多新兴经济国家过去长期都采用固定汇率制,其目的无非在于控制通货膨胀或者以稳定的汇率促进国际资本的流入和本国商品出口。但是随着时间的推移,有关国家没有根据新的形势对汇率作出及时的调整。僵硬的固定汇率逐渐背离了实际经济的状况,成为投机资本攻击的对象。从1994年墨西哥金融危机开始一直到近来的巴西金融危机,一个个固定汇率制纷纷被冲垮,目前绝大多数的新兴经济国家都转而实行较独立的浮动汇率制。而马来西亚等国实行了外汇管制,但这只是面对金融秩序极度混乱所采取的一种暂时性的措施,相信待形势相对稳定之后,经济发展对外部资金的需求会促使政府取消管制措施。至于香港、阿根廷等地所采用的与美元完全固定的货币局制度则是一种特殊的例子。一方面,它的实施必须以本地的财政状况和银行体系十分稳健为严格的基本条件。另一方面,货币局制度下国内货币供应量

成为内生变量,本国在宏观经济政策选择上的自主性十分有限。如果它们的经济周期与美国不同步或者美国奉行不负责任的经济政策的话,这些地区的经济状况就会十分被动。实际上,维持这种高度固定的汇率制度的经济成本是很高的。

从墨西哥1994年以来的情况看,即便是采用了浮动汇率制度形势也不容乐观。事实上不仅是新兴经济国家的货币汇率在浮动汇率制下大幅波动,即使是美元和日元等主要货币之间的汇率近几年来几乎都无法保持相对稳定,这给国际贸易和投资带来了巨大的成本。改变这种状况的一个新建议是今年2月初德国在世界经济论坛上提出的将美元、欧元和日元三种主要国际货币之间的汇率锁定在一个“目标区”的主张。这种建议如果能实现,至少可以减少三种主要货币之间的汇率波动,对其它国家货币汇率的稳定也是一个有力的支持。但是这一建议暗含通过挂钩变相提高欧元(和日元)的国际地位的目的,自然无法得到一直高喊金融自由化的美国的首肯。实际上,随着欧洲经济增长速度的放慢和失业人数的增多,欧元过渡期中潜在的风险逐渐增多,欧元尽管如期启动但前景尚不明朗;而日元受日本经济长期不振和国内金融体系问题成堆所累,其国际地位甚至比新诞生的欧元还不如。两者只是在一定程度上代表了一种多样化的力量,目前似乎都无力对美元的地位提出挑战。

目前阿根廷提出了在南方共同市场建立美元区的主张,而东亚也开始探索建立地区货币联盟的可能性(德国《法兰克福汇报》1999年1月14日)。正如拉丁美洲部分领导人和经济学家指出的那样,美元化并不能取代财政纪律,实现美元化虽然能起到稳定金融的作用,但经济自主性丧失等不良作用必定会在日后表现出来。所以,美元也并非一剂处处有效的“良药”,这也是拉美国家对美元化主张应者寥寥的主要原因。至于在东亚建立区域货币联盟,必定是一

个比欧洲货币联盟更加漫长的过程,因为东亚各国在政治和经济等方面的差别要比欧洲大得多。建立东亚货币联盟的主要障碍还在于“趋同”的动力尚不明显,即使在金融危机之后也是如此。所以,这种设想目前还仅能停留在探讨的层面。

总之,尽管各国或区域间可能会有各种新的尝试,但以美元为主要的国际货币、以浮动汇率制为主要汇率制度安排的局面肯定还会维持较长一段时间,部分国家会对浮动汇率采取一定的管理干预以减少波动幅度,但这种干预的作用在巨额的国际资本流动面前是十分有限的。至于发达国家能否采用某种形式的管理浮动或货币合作将主要视乎美国的态度。

四、国际金融组织的改革

IMF 成立的宗旨主要是通过调节各成员国国际收支的平衡和促进国际货币合作,来维护国际金融体系的稳定。尽管目前 IMF 在国际社会应对金融危机过程中的作用不可替代,但即便是 IMF 自己也公开承认,在应对亚洲金融危机所采取的策略上有过于乐观和忽视了不同成员国社会情况差异等弊端,IMF 的信誉度因此而受到了很大的影响。IMF 的缺陷还在于没有一套能起到事前防范作用的金融预警体系。同时在危机之后它的主要对策也仅仅限于提供援助贷款和推出经济调整方案,而无力在世界各国特别是几个主要发达国家之间推动宏观经济政策的配套协调。在当前国际金融动荡加剧的背景之下,这种只依靠 IMF 来充当“救火队”的局面越发显示出其不足。因此,必须从对 IMF 的改革入手,重新构建一个完善的国际金融组织体系。

国际金融市场的失灵(如自实现式的危机的存在)从理论上表明,国际最后贷款人对稳定国际金融体系十分重要,因此需要建立一个有足够资金的全球性国际放款机构,将其作为救助那些遭资本流动突然变化冲击的国家的“最后防线”。但是即便去年 12 月,IMF 宣布为巴西

提供 410 亿美元的稳定市场一揽子计划也未能阻止巴西出现大的金融动荡。这表明在当前国际金融形势下,以 IMF 所能调配的资金尚不足以承担起稳定国际金融体系的重任,需要扩大这一全球最大的政府间金融组织的权力和资金。但是这种想法目前有不少阻力。即使是拥有 IMF 实际控制权的美国,其国会也不赞成将大量的资金和权力授予一个国际性金融组织。因为强化 IMF 的国际干预职能与美国所倡导的自由经济精神是有抵触的。而欧盟和日本则更不愿意将大量资金投入一个主要受美国控制的国际金融组织。而且发达国家在援助贷款的大量发放是否会助长国际融资活动中的道德风险问题上是有争论的。

目前的一种主张是继续保持 IMF 在国际金融中的主导地位,通过制定一套全球金融服务标准等措施来加强 IMF 的间接调控职能,同时强调 IMF 在国际金融改革中的中枢作用。另一种设想是在西方七国高峰会议之下设立一个常设性决策机构,负责协调各国间的货币合作以及拟定应对国际金融危机的具体政策。而充实了资金后的 IMF 既作为这一决策机构的执行机构存在,同时还通过建立一套可操作的世界金融预警体系和积极收集世界各国经济信息的反馈,为决定提供依据。这样的制度安排好处在于将国际最后贷款的发放权致于西方七国的共同监督之下,对美国的国际金融组织的控制权是一种有效的制衡,而且决策机构地位的提高可以大大推动国际货币合作的深化,这对推动经济一体化也会有一定的积极作用。

五、国际资本流动的监管

随着金融自由化和一体化的推进以及金融手段电子化和网络化的进步,金融交易的效率有了很大的提高,一笔数额巨大的金融交易可能在几秒钟内就可以完成。巨额资本的高速游走和国际金融监管的滞后给市场留下了很大的投机空间,目前国际资本流量以年均 20% 以上的速度增长,国际外汇市场的交易中投机需求

的比重占到了80%以上。面对如此巨大的国际资本力量,世界各国包括发达国家,仅靠自身的力量根本无法抵御国际资本流动的巨大冲击,在未来的国际金融体系中必须有一种机制强化对国际资本流动的监控。

首先,应该强化对资本流动监管的国际合作,过去国际金融监管的重心集中在对银行业的监管,而对外汇市场和资本市场的监管十分薄弱,未来必须建立起一种国际金融组织共同合作监督的机制,充分发挥IMF、世界银行、国际清算银行、巴塞尔委员会等国际金融组织各自的优势,建立资本流动的国际信息披露机制,加强银行监管与非银行监管的合作,强化对各类金融交易的监管。其次,既然直接控制国际资本流动从效率损失的角度考虑不可行,我们就应当转而考虑采用一些间接的手段对过度膨胀和过速流动的国际资本进行限制。比如我们应该继续强调对进行国际放款的金融机构审慎性的要求,对于贷方的借贷比率和信息披露义务应该有更严格的要求,同时我们还可以尝试对国际资本流动有选择地征收交易税的方式来抑制投机交易的过度增长。第三,加强对对冲基金类机构投资者的监管。1985—1994年,世界上7个主要发达国家机构投资者的总资产从5.3万亿美元加到17万亿美元,而对冲基金在其中所占的比重越来越大。它们在国际金融市场上横冲直撞,已经构成了对国际金融稳定的严重威胁。LTCM事件暴露出来的一大问题是国际上对对冲基金的监管法规和管理存在着很大的漏洞,这些基金的交易活动、经营和财务状况、与银行间的借贷往来等重要信息按照现行的法规都可以无需公布。对冲基金的这种不透明性不但助长了它的投机性,而且在其内部也极易孕育起危机。因此,必须通过建立明确的法规对对冲基金的信息披露作出规定,并对其操作方式、杠杆投资比率、借贷比率等作出一定的限制。第四,调整金融市场上的某些交易规则,维护金融市场的完整和稳定。去年9月初香港特区政府

为减少金融市场被操控的机会,先上调恒生期指合约的按金,后又出台了30条措施对股票抛空活动、经纪持仓量的比例、期货大额持仓客户的信息披露、股票的借贷活动、结算的时间限制等进行了严格的规定,这些措施对国际资本在港的投机活动是一种有力的限控。尽管目前就断言香港的做法成功与否为时尚早,但这些措施所带来的经验教训必将对各国,特别是面对国际化的众多新兴金融市场有巨大的帮助。第五,加强各国中央银行间对从事跨国金融活动的机构监管的合作,统一监管的基本原则和会计报告准则,减少国际监管的漏洞和死角。

六、结束语

世界经济一体化的趋势已不可逆转。国际金融的稳定是推动全球经济自由化、一体化的重要保证,世界需要一个能够确保经济一体化进程顺利推进和各国平等分享好处的稳固的国际金融体系。上面我们分析了改革现行国际金融体系应该考虑的几个主要问题,构建国际金融新体系不可能孤立地去解决某一问题,而必须将应该考虑的诸种问题有机地融入到新体系的建设中。改革国际金融体系的各种建议反映了各方的利益,但真正行之有效的方案必须能够兼顾各方的利益。同时我们应该看到,在一体化的大背景下任何国家都不可能在国际金融动荡中独善其身,发达国家应该摒弃政治和经济发展中的一些歧见,尽早担负起维护全球金融稳定的重大责任。

(作者单位:厦门大学金融研究所)

所在地:福建厦门市 邮编:361005)

(责任编辑 傅一书)