

金融危机: 原因、演化与国际传递

王廷惠

(华南师范大学, 广东 广州 510631)

摘 要: 金融危机发生的原因具有复杂性和多样性。从不同角度对金融危机生成原因和演绎路径的研究, 对不同经济体、不同时期的金融危机具有一定的解释力。第一代货币危机理论强调实际经济因素导致危机出现的关键作用, 而第二代货币危机理论更注重危机的随机性以及不确定性; 基于金融中介的危机理论解释了银行业危机生发、演化的具体机理; 新兴市场经济国家的金融危机具有与发展的初始条件和选择的制度改革与演化路径有关的特定原因; 金融市场全球化背景下的金融危机具有不容忽视的国际传递性。

关键词: 金融危机; 货币; 银行; 国际传递

文章编号: 1003—6636(2002)04—0001—08; 中图分类号: F830.99; 文献标识码: A

Financial Crisis: Causes, Evolution and International Contagion

WANG Ting-hui

(South China Normal University, Guangzhou, Guangdong 510631, P. R. China)

Abstract: There are complicated and diversified causes of financial crises. Studies from different angles can, to some extent, explain the causes and evolving paths of financial crises in different economies during different periods. First-generation monetary crisis theories emphasize the key role of actual economic factors in contributing to crises while second-generation theories lay more stress on the randomness and uncertainty of financial crises; the theories based on financial intermediaries explain the specific mechanism for the occurrence and evolution of banking crises; financial crises in emerging market economies have to do with their initial conditions for development and chosen institutional paths of reform and evolution; the international contagion of financial crises cannot be ignored against the background of financial market globalization.

Key words: financial crisis; money; bank; international contagion

金融危机是金融体系的严重紊乱, 可能表现为金融机构因为种种原因出现挤提而破产, 也可能表现为金融资产价格的剧烈动荡, 在开放经济背景下可能表现为汇率的意外、异常波动, 总之, 是“市场出了问题”。可能是市场的某个组成要素发生了较为严重的问题, 也有可能是整个市场相互联系的各个构成要素都出现了不同寻常的变动。一般情况下金融市场配置资金资源从而合理有效配置社会资源的功能失去了发挥作用的条件, 所有信息可能发生扭曲, 资金的供求双方、储蓄者和投资者无法发现真正的价格, 结果导致整个金融体系无法正常运转, 同时也必然导致整个经济体系的无序、无效运行。金融危机的各种表现形式可能同时显著地出现, 也有可能单独表现为某些方面的明显特征并伴随着其他非主要的危机性特征, 即在特定的环境与条件下表现出一定的相对独立性。

一、金融危机原因的一般解释

如果金融危机确实是市场出了问题, 那么产生问题的原因又是什么呢? 对不同类型的金融危机及危机的具体表现形式, 不同的理论流派从不同角度精练出各具特色的模型, 总结出自成体系的理论。实际上, 即

收稿日期: 2002-04-24

作者简介: 王廷惠(1968-), 女, 贵州铜仁人, 广州行政学院特聘教授, 华南师范大学经济与管理学院博士研究生, 研究方向为金融理论、政府微观规制理论和世界经济。

使同一流派的学者,对危机现象的解释通常也不尽相同。各种解释金融危机的模型和理论,都从一定角度或者侧面探究了危机发生的本质和具体原因、危机生发与演化的机理及其路径,在一定意义上为认识、防范和化解金融风险提供了一些有益的思路。

(一) 货币危机的原因:第一代和第二代货币危机模型

1、第一代货币危机理论:经济实质因素和政策冲突——危机发生的必然性与可预见性

70年代后期发生的拉美危机引发了货币危机有关理论的广泛研究。以 Salant, Herderson(1978) 和 Krugman(1979) 为代表的第二代货币危机模型,将货币危机看成是国内经济政策与固定汇率制度冲突的必然结果,认为国内经济政策之间的内在矛盾和基本宏观经济因素的恶化是引发货币冲击的根本原因。Krugman 认为货币危机的根源在于政府宏观经济政策和稳定的汇率政策之间的不协调,是固定汇率制下财政赤字和外贸赤字的必然结果。货币危机理论的基本结论是,实行固定汇率制度的国家面临以扩张性货币政策为代表的宏观经济政策和固定汇率制度安排以及相关汇率政策之间的矛盾,即存在内部均衡和外部均衡的冲突,结果很难实现外部均衡,而外部失衡的累积将持续消耗政府外汇储备,最终可能导致固定汇率制度崩溃。投机冲击和汇率崩溃是投资者在经济基本面和汇率制度间存在矛盾下理性选择的必然结果,“外汇市场的波动可能部分源于经济社会其他方面的无效率”,是市场的正常反映和经济主体理性决策的结果,并非所谓的道德行为。Krugman 和 Rotemberg(1991) 将原来模型拓展到投机者冲击的问题,他们构建的投机型货币攻击模型表明,经济政策目标的内在不一致和经济基本面的恶化是引发危机的根本原因。

根据第一代货币危机理论,危机的发生具有一定的可预测性,通过密切关注并监测一国宏观经济运行状况可以对货币危机进行预测,并在此基础上及时调整宏观经济运行,实施合适的财政、货币政策,保持政策间的协调一致并强化宏观经济基础,维持公众对固定汇率制的信心。这在相当程度上能够避免货币危机的爆发或减轻危机对经济的冲击力度。

第一代货币危机理论强调经济基本面和经济运行的实际状况对金融面的影响,将金融危机的原因归为经济过热、结构失衡等实质因素。经济基本因素决定了货币对外价值是否稳定,也决定了货币危机是否会爆发、何时爆发及影响力与渗透面。正如 Chrystal 所认识到的,20 世纪“80 年代以前的文章,都关注市场的总体情况,并试图解释为什么实际经济活动会出现繁荣与萧条的交替”。实际上,早在欧文·费雪的“债务——通货紧缩理论”中就经济周期的不同阶段尤其是不同时期的交替引发通货紧缩的情况进行了较为清晰和深刻的梳理,由费雪引发的金融危机根源探讨的路线坚持强调结合实际经济因素寻找危机的本质原因。明斯基依据资本主义繁荣和萧条的长波理论提出的“金融不稳定假说”,金德尔伯格的“过度交易”理论以及沃尔芬森的“资产价格下降”理论,都或多或少、直接或间接从费雪的思想火花中得到启发。Minsky 认为维持金融体系稳定的关键在于形成并维护合适的现金流,并将各类经济主体的融资分为套期保值、投机与庞奇三种,^①他认为随着经济的发展和日益繁荣,第一类经济主体在缩小,第二类行为主体和第三种经济主体有发展的趋势。如此一来,各类主体的负债相对于其收入的比例越来越高,负债经营和债务链的存在成为金融体系的明显特征。这种体系下,一旦资金由银行部门流入产业部门的渠道不畅或受阻,债务链条中断,必然引发违约和破产的潮流,最终引发金融危机。Minsky 还用代际遗忘(Generational Ignorance)和竞争压力(Rivalrous Pressure)来解释金融危机重复出现的现象。认为金融危机的根源是脆弱的金融体系,而经济体系实际运行状况的恶化直接引致金融危机的发生,即随着经济的周期演变,金融危机的发生具有客观必然性。金德尔伯格对 20 世纪 30 年代危机的研究也认为人们在实物资产和金融资产之间的转换与经济实际运行状况有关,当过度交易导致人们产生恐慌时经济会出现崩溃;投机行为本身并不会引发金融市场的波动,只有引入信用与货币机制的分析才能找到危机出现的原因。他认为是“系统性的、内在的而非随机的、外在”的货币与信用膨胀加速了投机性狂热,形成经济泡沫,而意外事件的发生则造成信用突然收缩,金融危机自然难以避免。

2、第二代货币危机模型:危机的随机性与不可预见性

对于 1992-1993 年发生的欧洲货币危机,很难用第一代货币危机模型进行令人信服的解释。当时,发生危机的国家拥有大量外汇储备,且宏观经济政策和固定汇率基本协调,道德风险问题也并不严重。以 Obstfeld(1994,1996)、Drazen 和 Masson(1994)、Sachs, Tornell & Velasco(1996) 代表的第二代货币危机理论开辟了货

币危机的自我实现(Self-fulfilling) 机制研究, 拓宽了货币危机研究的思路。

自我实现的货币冲击模型描述了政府政策合理和经济状况良好背景下危机的起源和传导机制。根据第二代货币危机理论, 危机发生的原因与作为经济人的政府的行为有关, 取决于政府对捍卫固定汇率制或放弃固定汇率制的成本与收益的权衡。市场对货币贬值的预期会导致政府放弃固定汇率制, 预期贬值是货币危机的直接因素。当人们预期货币将贬值时, 政府发现维持固定汇率制的成本将上升, 并有可能超过维持固定汇率制的收益, 政府会放弃固定汇率制, 货币危机因此会在政府不作为的信息传导和市场环境下完成自我实现的过程。在第二代货币危机理论看来, 政策和经济之间的互动关系(Masson, 1998) 导致不同行为主体的多种行为选择, 进一步导致经济中存在多维均衡点, 即使经济基础没有意外的干扰因素和太大的变动, 经济也有可能从一个平衡点转移到另一个平衡点。如果投资者的情绪和预期发生了变化, 就会产生从众行为和羊群效应, 引发危机。危机的发生也可能由纯粹的投机者攻击所致, 正如有效市场理论的观点, “汇率的未来变化是不可预测的”, “一般也遵循随机变动规律”,^② 与经济状况无关。由于信息传递的不充分和信息获取成本的存在导致外国投资者的相关决策只能基于有限信息, 因此对市场传闻极其敏感, 会出现盲从效应。一体化的国际市场以及信息传递速度的加快, 又使投资基金放大了羊群效应。而由贸易联系引起的竞争性贬值政策, 导致本币易受投机者冲击。

第二代货币危机理论更注重行为主体的主观心理, 强调经济主体的预期和心理对危机发生的关键作用。然而, 市场预期和人们的心理变化不可能完全是空穴来风, 货币危机与基本经济面和政府的宏观经济政策之间确实存在一定的联系, 在经济的基本因素和经济政策那里仍然可以找到蛛丝马迹的危机根源。

3、蒙代尔——弗莱明的不可能三角与固定汇率制度安排的危机诱导本质

蒙代尔——弗莱明模型指出了资本完全流动、固定汇率制以及宏观经济政策独立性之间的矛盾, 三个目标不可兼得。第一代货币危机理论着重讨论经济基本面, 认为一国货币和汇率制度的崩溃是由于政府经济政策之间的冲突造成的。第二代货币危机理论认为政府在固定汇率制上始终存在动机冲突, 而金融市场具有内在缺陷, 市场投机以及羊群效应会使固定汇率制崩溃, 政府保卫固定汇率制的代价将随着时间延长而增大。第二代货币危机理论重点在于危机本身的性质、信息及公众信心上。从发生货币危机的国家来看, 几乎所有国家发生货币危机时都实行固定汇率制度。Blanchard 认为, “当政府被迫重新调整汇率时, 固定汇率制通常容易遭受危机”。^③ 实际上, 第一、二代货币危机模型都是以固定汇率制为基本前提。固定汇率制人为地确定货币兑换比率, 不能反映实际经济变动对实际汇率造成的影响, 当内、外部经济条件发生变化时, 名义汇率和实际汇率的差距增大, 而名义汇率向实际汇率回归的性质要求可能就会以货币危机的形式得以满足。就本质而论, 固定汇率制更易诱发货币危机, 政府承诺的固定汇率通常等于诱惑外汇投机, 同时实行资本项目开放和固定汇率制的国家最易遭受国际投机性资金的冲击。然而, 正如 Chrystal 所指出的那样, “事实上, 对许多小国经济来说, 除了钉住大国的货币之外没有什么有效的选择, 因为他们的外汇市场如果没有这样的政策来保证交易, 就会出现大幅度而且极具破坏性的波动”。^④

(二) 银行业危机——基于金融中介的解释

第一代货币危机理论和第二代货币危机理论能够较好地解释大量货币危机现象, 从内生、外生的角度以及内、外生因素之间的关系等方面较为全面和深刻地探讨了发达国家、发展中国家以及转轨国家在不同时期出现的各种类型货币危机。然而, 对于 1997 年亚洲危机为代表的金融危机, 第一代、第二代货币危机的相关理论仍然存在种种缺陷, 无法提供具有足够说服力的解释。面对新的危机背景、危机表现形式及危机特征, 一些学者开始跳出传统的分析框架与分析思路, 不再局限于汇率机制和宏观经济政策等宏观经济分析范围, 从金融中介角度分析了危机产生的根源及其演绎机理与路径。

结合历史分析, 不难发现, 金融中介机构的产生与降低交易成本、减少信息成本和克服信息不对称有关, 究竟是什么原因使得润滑经济发展的制度安排变为金融危机的重要中介环节呢? 基于金融中介的危机模型与理论从不同角度和侧面分析了缺乏谨慎监管背景下由于资本结构不合理、资本充足率太低造成的银行业信用过度扩张、过度风险投资以及资产的泡沫化, 从而引发银行业危机并进一步诱发货币危机, 两种危机的自强化作用又进一步导致严重的金融危机, 进而威胁整个经济体系的稳健运行。Kindleberger 认为投机之所以会产生问题, 关键在于信贷与货币机制。“存款可以兑换为某种被普遍接受的外生价值源的能力, 代表了

银行媒介作用的重要基础”，^⑤正是建立在对金融中介关键地位认识的基础上，基于金融中介的危机理论才有理由强调金融中介是金融全球化下金融危机的根源。

托宾的“银行体系关键论”，对银行体系在金融危机中的关键作用进行了分析。Blanchard 和 Watson (1982)、Allen 和 Gale (1998) 构建的资产泡沫化 (Asset Bubbles) 模型强调两个正反馈的自强化过程。第一个正反馈过程是，预期经济增长导致缺乏谨慎监管的金融中介信用过度扩张，资产通常过多配置在风险较大的房地产与股票投资上，从而导致资产结构的高风险化和泡沫化，而金融资产价格的上涨使得金融中介状况表面上更加良好，因而进一步导致过度风险投资；第二个正反馈过程是，泡沫崩溃，资产价格暴跌使得金融中介财务状况恶化，面临流动性危机而不得不收缩信用，抛售资产，加快并加剧资产价格的下跌，非流动性演变成为非清偿性，银行业危机发生。在这两个过程中，自我实现的因素起了很大作用。实际上，1907 年美国银行业危机，1929 年美国股票市场崩溃以及 20 世纪 90 年代的日本经济危机，相当大程度上都是资产泡沫化的结果。

第二代货币危机理论在讨论 1992—1993 年欧洲货币体系危机时，也注意到银行资产结构不合适，货币危机可能引发银行业危机。例如，银行的资产如果以本币为主，而负债以大量外币为主，即资金来源和资金运用的币种结构不匹配，出现外币暴露风险或货币的错误搭配，本币的贬值可能会严重恶化银行财务状况。

Akerlof 和 Romer (1993)、Krugman (1998) 提出的道德风险 (Moral Hazard) 模型，则强调金融中介的道德风险在导致银行过度风险投资继而形成资产泡沫化中所起的核心作用，从微观行为角度更深刻地研究了金融风险产生的主要原因。实际上，道德风险在许多金融危机模型中居于核心地位。Krugman 认为，由于政府对银行和金融机构的隐性担保或显性担保以及监管的不力，使得金融机构存在严重的道德风险问题。由于信息结构不对称，合同签订之前的外生信息与合同签订之后的内生信息分别导致逆向选择和道德风险，进而降低金融市场运行的效率，影响资本和其他资源的有效配置，形成金融风险。有学者认为，信息不对称导致的道德风险和金融泡沫是理解东南亚金融危机的关键。^⑥信息不对称理论首先对有效市场假说发起挑战。由于存在政府公开的或隐性的担保，资本实力有限和监管乏力的金融机构往往倾向于投资高风险领域，导致资产泡沫化。资产泡沫化的微观机制在于金融中介将投资集中在股票、债券和房地产市场，而宏观经济态势及微观经营主体经营前景的错误预期以及各种基金、保险和投资银行机构的大量出现，以及全球电子交易系统和国际游资跨越国界的迅速移动，都在一定程度上助长了资产泡沫的生成、积累与演化。当资产泡沫化破灭时，金融机构的财务状况恶化，陷入困境，而政府因援救倒闭或濒临倒闭的金融机构而导致巨大的财政开支，从而诱发货币危机，这样就出现银行业危机与货币危机的伴生以及相互加强、交织，加剧危机演化进程并恶化危机演化的性质。当商品市场出现总需求不足的失衡矛盾时，资金会由商品市场向货币市场转移，这种转移会通过资产价格上涨出现累积性加速过程。Andy Naranjo 和 M. Nimalendran (2000) 研究了外汇市场上政府干预与逆向选择成本的有关问题，认为“政府的干预加剧了信息不对称的矛盾”，“政府干预导致较高的交易成本具有十分重要的意义”。^⑦

Caprio 将银行体系的净资产降为零或为负值作为判断银行业危机发生的标志，并认为自 20 世纪 70 年代以来有近 70 个国家出现过银行业危机。由 Diamond 和 Dybvig (1983) 提出，Radelet 和 Sachs (1998) 以及 Miller 和 Luangnam (1998) 加以对亚洲危机现实解释的金融恐慌 (Financial Panic) 模型，强调金融恐慌等预期心理因素导致银行业的流动性 (Illiquid) 危机，而政府与国际金融机构的不适当政策将银行业的流动性危机促成为清偿性 (Insolvent) 危机。根据 D-D 模型，“金融机构作为一种设置而出现，通过这种设置，投资者可以在彼此孤立状态和可能不同的投资结果之下改变各自的消费模式……金融机构为个人投资者提供了一种风险保障，而投资者将被迫在一期之后就进行消费，并放弃更长投资期的收益”，^⑧金融中介的重要经济功能就是以短贷长，实现期限转换。但是，这一功能的实现需要非常重要的前提，即所有人不会在同一时间同时提款。D-D 模型可以用博弈论中的纳什均衡理论得以解释。经济中存在两个纳什解，即（存款人不提款、存款人均提款），好的均衡点（不提款）是亚稳定解，而坏的均衡点是稳定的——所有的存款人从个人理性出发必将导致坏的均衡点（均提款），结果所有人都从个人理性出发导致集体的非理性，从而出现最坏的结果。D-D 模型用于解释金融危机时指出，国家投资者出于对新兴市场缺乏充分信息，在一定条件下，投资者的信心突然改变，当看到或预期到其他债权人将要撤离资金时，自己的最优理性选择就是抢在其他投资者撤资前撤资，

结果导致迅速撤离的集体行为。国际投资者的这种集体行为使新兴市场产生流动性危机,并最终导致清偿性危机。

(三) 孪生危机(Twin Crisis)

实际上,货币危机和银行业危机可能有着共同起因,一类危机可能导致另一类危机产生,那么在一国几乎同一时间发生银行业危机和货币危机就不足为怪了。结合 20 世纪 80 年代以后银行业危机与货币危机的伴生性,Kaminsky 和 Reinhart(1998) 分析了银行业危机与货币危机之间的关系以及二者间的自强化机制。Stoker(1995) 认为,货币危机导致了银行业危机。在固定汇率制下,最初的外部冲击导致国际储备下降,在无中和干预情形下导致信用收缩,破产增加,银行业危机发生。Mishkin(1996) 指出,如果银行债务中有大量是由外币计值,当货币危机发生时,银行业面临着严重的问题。而 Velasco(1987) 认为,银行业危机导致货币危机,当中央银行为援救困难的银行业或其他金融机构而印制大量钞票时,导致财政赤字货币化,根据第一代货币危机模型,将导致货币危机发生。McKinnon 和 Pill(1996) 提出的“金融自由化——外资流入——信用扩张——经济脆弱、衰退——银行业危机——货币危机”模型中,认为金融自由化以及一些扭曲的激励机制(固定汇率、政府担保、道德风险等)导致外资大量流入,从而导致信用扩张和消费过度以及经常项目恶化,多数情况下还伴随着股市和房地产市场繁荣;信用过度扩张导致汇率升值,竞争力下降,经济增长下降;当经济进入衰退期,过度扩张的银行业由于不良资产比率上升,特别是贷款过度投向股市和房地产市场等高风险领域而陷入危机;由于经常项目恶化,投资者信心改变,外资撤离,加上金融机构资本实力薄弱,难以捍卫本币,导致货币危机的发生;货币危机进一步加重银行业危机。Goldfin 和 Valdes(1995) 指出,本国金融中介对外资波动和商业周期的放大作用最终将导致银行业危机和货币危机。Kaminsky 和 Reinhart 的相关实证研究表明,银行业危机往往先于货币危机,货币危机又会加重银行业危机,形成恶性循环。而银行业危机和货币危机孪生的危机通常具有共同的宏观经济特征:金融自由化、外资大量流入、信用扩张、汇率升值以及经济衰退。

二、新兴市场经济国家的外资流入与金融危机

对于亚洲金融危机,Radelet 和 Sachs(1998) 认为“核心是在 90 年代被吸引到该地区的大量的资本流动”。世界银行(1997) 和 Calvo(1998) 的有关研究讨论了由外资导致(Capital flow-induced) 的金融危机。金融自由化与外资的流入在导致金融中介信用扩张、资产泡沫化以及产生和放大商业周期中起关键作用。美国哥伦比亚大学的巴格瓦缇、哈佛大学的罗德里克以及斯蒂格利茨等学者指出,新兴市场经济国家过早实行金融自由化,实行资本项目下的自由流动容易招致金融危机。大规模的外资流入通常使得宏观经济稳定性受到影响,导致银行业过度贷款,银行体系更加脆弱。这些讨论侧重于研究外资通过银行业信用过度扩张的传导机制使本国的宏观经济和金融脆弱性加强。一般而言,发展中国家经济改革初期,经济增长前景良好,外资大量涌入,总需求增加,资产价格上升,银行信用扩张。实际经济增长通常会助长人们的乐观预期,银行扩张信用,加大资产价格崩溃的风险,银行贷款结构中消费贷款和投机性贷款比重加大。此时,一旦存在干扰和冲击经济的因素,银行收回贷款、变卖抵押品,资产价格下跌,最终可能出现银行挤提和经济危机。银行业缺乏监管导致商业周期中经济成本加大,当外资大量流入时,银行业对经济周期的放大作用更为明显。外资流入还导致银行信用的过度扩张,使得金融领域和宏观经济脆弱性增强,影响经济体系的稳定。外资流入潜在的不确定性与不可持续性,对发展中国家的金融体系、宏观经济政策提出了严峻的挑战。另外,由于新兴市场经济国家市场发育本身欠完善,银行体系薄弱,金融部门的脆弱和政策缺陷,加上政府在资金配置中不可忽略的干预深度和广度,在国际资本自由流动的制度背景下,出现金融危机的可能性非常大。世界银行研究了 20 世纪 80 年代以来 27 例发展中国家私人非直接投资大量流入与危机发生的相关性,认为大量私人非直接投资流入后,大部分国家出现了银行业危机、货币危机或孪生危机。

即便是推崇金融自由化改革的肖和麦金农,也对新兴市场经济国家的金融自由化不敢持绝对乐观和肯定的态度。肖意识到落后经济中由于环境混乱,金融自由化战略效果是很难预料和测定的,金融自由化和经济发展之间的关系只是充分的,不一定是必要的。麦金农《经济市场化的次序》一书中指出,金融自由化改革必须具备严格的条件,否则,金融自由化的进程将是不确定的。实际上,金融深化和金融自由化的过程本质上就是发达国家的金融结构在发展中国家的克隆。亚洲国家 20 世纪 80 年代初期就开始进行了金融自由化

改革, 由于这些国家未能适时调整宏观经济政策、经济结构以及产业结构, 加上布雷顿森林体系之后的国际货币制度存在不可克服的矛盾, 新兴市场经济国家自身金融体系不健全, 经济波动使得问题凸现, 继而出现金融危机。Stiglitz 就认为亚洲金融危机的根源在于国内金融自由化脆弱的机制与不健全的国际资本市场之间的不良互动。因此, 金融自由化必须结合改革的初始条件, 必须结合经济运行与金融体系的总体状况, 寻找适当的时机推行。

在吸取内生增长理论上, 20 世纪 90 年代的金融发展理论突破了麦金农——肖的框架, 强调政府在流动性提供方面发挥的特殊作用, 强调金融自由化需要一些先决条件。由于发展中国家和转型国家通常不具备金融自由化所需宏观经济环境和微观基础等先决条件, 因而更适合于走“金融约束”的金融发展道路。托马斯·赫尔曼(Hellmann)、凯文·默多克(Murdock)和约瑟夫·斯蒂格利茨(Stiglitz)提出的金融约束, 是指专门对一组金融政策, 如对存款利率和贷款利率加以控制, 对外资进入和对来自资本市场的竞争实施限制等, 目的在于为金融部门和生产部门制造租金机会, 以提供这些部门成长必要的激励, 促使他们在追逐租金机会的过程中将私人信息并入资源配置决策中去, 进而缓解不利于完全竞争和与信息有关的问题。不难看出, 20 世纪 90 年代的金融发展理论强调结合金融自由化的初始条件推崇渐进路径的改革思路。

三、从一国到多国: 金融危机的国际传递

Kindleberger 认为经济繁荣、经济危机和经济恐慌通过套利、货币的流动及转换、纯粹的心理等等一系列因素在各国经济间传递, 尤其强调国际范围内“金融市场之间的心理关联程度”及联系机制, 但他又承认“泡沫与崩溃的国际传递似乎不是一个经济法则, 而更像是一种趋势”。Krugman 甚至认为“所有的金融危机都具有国际性的传播影响”。^⑨IMF(1999)对国际金融危机的扩散效应也十分关注, 分析了单个国家或局部地区的金融危机所产生的国际溢出效应, 并认为“危机的溢出效应和蔓延似乎已变得更为明显、更为广泛”。^⑩

一国或一个地区发生的金融危机尤其是严重的金融危机, 可能通过其国际贸易、国际资本流动等种种渠道传播到其他经济体, 甚至引发国际范围的金融危机, 即出现国际金融危机。IMF 认为, 亚洲、俄罗斯和巴西危机的经验表明, 金融市场动荡和扩散的“严重程度不仅取决于与危机源的经济和金融联系的密切程度, 而且取决于最初危机的根源和性质——包括对危机严重程度的预期——以及受冲击国家的经济基本面和政策是否稳健”。^⑪金融市场国际化是金融危机国际传播的基本前提。20 世纪 80 年代全球金融市场一体化之前, 金融危机的爆发通常是个别国家的现象, 危机一般没有在国际间传递的效应, 真正具有传递效应的连锁性危机都是从 20 世纪 80 年代开始的。金融自由化产生的“新国际金融体系是高度动荡的, 汇率、利率以及资产价格都出现长期和短期的波动”, 其显著特征表现为大量资本的高流动性, “资本流动的速度和规模已经促成了一系列的金融危机”。^⑫90 年代以来的金融危机更是经常通过传染(Contagion)和蔓延(Propagation)传递到相关国家和地区。亚洲金融危机进一步显现金融全球化和市场一体化下金融危机国际间传播的特点。由于货币危机、银行业危机、债务危机本质上往往密切相连, 当一国国内经济状况恶化或金融体系欠稳定时, 比如出现银行业危机或股市危机, 开放经济背景下必然会导致其经济实力、相对价格的变化甚至比较优势的逆转, 最终都会影响国际储备(实际上是一个经济体在特定时期所有对外经济活动动态过程的最终静态表现形式)的不利变化。如果一个经济体资本项目中外资流出额超过国际储备, 加上来自投机势力的冲击, 政府维持固定汇率制的努力可能归于失败, 货币危机的爆发自然水到渠成。当国际间金融市场一体化使得投资行为和预期在国际范围内传递时, 金融危机能以极快的速度和极强的渗透力蔓延开来。在相当大程度上, 可以认为不同表现形式的金融危机可能会出现时间上的相互交叉、空间上的连锁反应以及传导机制方面的传染与渗透。Eichengren、Rose、Wyplosz、Glick 等学者的有关研究表明, 危机在国际间的传递是因为危机发生国家之间存在较为密切的贸易政策, 危机初始国与传入国贸易关系越紧密, 危机的传递越有可能。实际上, 金融危机国际传递和扩散的关键和主导机制是资本项目的资金流动, “日益强化的金融市场的一体化意味着危机比以前更多地涉及资本项目。预期或者投资者情绪的变化会导致资本流动发生急剧的逆转, 从而使一国货币陷入危机。伴随着大量的资本流动, 危机会比以前发生得更迅速。由于溢出效应和扩散性更强, 危机变得更严重、更难以预测, 并且呈波浪式出现”。根据 IMF 有关研究, “当预期是在一种不完全信息及信息不对称的情况下形成的时候, 金融市场的全球化会降低信息收集的动力从而加剧从众效应”, 导致私人资本流动波动剧

烈。国际金融危机的主要表现形式就是汇率危机。当金融危机在国际范围内传递时,最主要的传播机制就是汇率水平的急剧变化以及由此引发的一系列其他问题。货币危机的出现,使得政府为维持汇率不得不提高利率,同样会导致股市大跌和本国企业与银行的大量破产、倒闭。Holger Wolf 曾对金融市场上的传递机制进行了有意义的界定,认为 contagion 是“在经济基本指标没有发生共同变动的情况下,不同市场发生了共同的变动”。¹³

Miller 模型展示了一国国内银行业危机引发另一国货币危机的途径。按照 Miller 的观点,如果一国国内的银行在国外有大量投资和资产,当国内银行由于某种原因遇到严重的流动性问题,则国内银行可能会从国外抽回资产,只要这家银行的实力足够大,很有可能导致原投资国外汇储备的大量下降和货币的贬值。另外,国内银行业危机可能引起国内利率上升,利率上升通常会导致套利资本从国外大量流入,一旦外资出于种种考虑撤资时,很有可能发生债务危机和货币危机。这时候,外资流入成了本国银行的最后贷款人。由马科维茨创建的资产选择理论,经由 Branson 和 Lessard 发展的国际证券组合理论,结合机构投资者日益国际化的投资发展态势,从一个角度也能解释金融危机国际传播的现象。国际游资对金融危机的生成、促进与扩散,具有不容忽略的作用,对整个国际金融市场的干扰和影响值得引起高度关注。金德尔伯格将 1929-1933 年经济大萧条归因于国际金融体系缺乏一个国际性的最后贷款人。在金德尔伯格看来,金融危机的国际传递性以及最后贷款人在一定情形下的有效性,必然可以推论出需要一个国际最后贷款人。但对最后贷款人的危险性,金德尔伯格同样有着清醒的认识,“今天拯救管理不善的机构,会增加明天的不善管理”,¹⁴即存在道德风险和逆向选择的问题。虽然每一笔最后贷款都有公共品的特点,但是,国际范围内的最后贷款人,始终是一个难以解决的问题。

金德尔伯格还将汇率不稳定与世界经济不完全一体化联系起来,认为世界经济不完全一体化既是汇率不稳定的根源,又是汇率不稳定的结果。对麦金农、蒙代尔和其他全球货币主义者的有关理论, Krugman 认为从完全一体化的世界经济简单模型中推倒出的政策建议失之简单化。当然, Krugman 也认识到经济政策和其他潜在力量的不稳定同样是造成汇率波动的重要原因,认为“汇率的不稳定不仅是市场对政策和潜在条件的合理反应,而且也是由国际金融市场失灵造成的”。¹⁵从不同角度对国际金融危机原因的有关研究,在特定的情形下具有特定意义,都具有一定的解释力。

四、结语

早期金融危机的诱发因素主要是战争、农业产量等因素。17 世纪末 18 世纪初随着股份制的发展和股票交易规模的扩大,金融危机的投机因素寻觅到了发展、演化的土壤与空间。1700 年到第一次世界大战期间,信贷活动对金融危机的影响日益重要。金融危机虽然受到实物经济影响,但银行的扩张与收缩机制仍然居于重要地位。虽然历史上每一次金融危机的发生都有具体背景和特定原因,但是,金融危机出现的反复性与必然性也揭示出危机发生的某些共同方面。正如考夫曼所说,“每一次危机都是一个独特的历史事件,它们绝不会完全重复。但是,其中毕竟还有不少值得注意的共同点”。20 世纪 90 年代以来较大规模和影响深远的金融危机,如欧洲货币危机、墨西哥金融危机和亚洲金融危机,虽然其表现形式各异,危机的直接原因和导火线各不相同,危机的演绎过程与影响也不尽一致,然而,这些金融危机确实也存在着共同的因素。首先,相关国家的宏观经济状况都存在某种或某些问题,英国和意大利经济增长长期乏力,实难支撑货币对外价值的坚挺;墨西哥金融危机之前的宏观经济失衡主要表现在国际收支逆差和国际储备的下降;亚洲金融危机的发生也与宏观经济状况的恶化和竞争力的下降有关。而且,这些国家宏观经济层面上的问题都有着深刻的微观经济基础。其次,僵化的固定汇率制度是危机压力积聚和沉淀的外部条件。欧洲货币体系中的各成员国实际上实行的是钉住复合货币—ECU 的固定汇率制度;墨西哥以及泰国、韩国、印尼等亚洲国家实行的是钉住美元的固定汇率制度。分析发展中国家的金融危机,则很难将这些国家的初始条件、改革过程中的相关制度安排与战略选择等等因素排除在外,更不能脱离全球视野分析开放因素与内生演化相对缓慢的非正式制度之间的冲突来研究问题。IMF 认为,20 世纪 90 年代新兴市场经济体中的金融危机,其潜在原因是不断积累的、不可持续的经济失衡以及汇率的错位,同时伴随着金融部门的混乱和弱点。至于金融危机的国际传递,由一国现象演变成为多国现象,更是有着复杂的机理与路径。

当然,有关金融危机原因的研究,还有其他思路。其中,非线性经济学的研究思路值得关注。非线性经济学则对线性经济学的基础发起挑战,对线性经济学把非线性问题用线性化的方法加以处理的作法表示蔑视。传统线性经济学认为非线性系统也在稳定的轨道上运行。实际上,一旦引入非线性方法,参数变化越过线性稳定区之后,就有可能产生分叉,产生多周期甚至非周期的复杂运动;宏观经济增长会由非线性效应产生混乱的轨道,而微观层次上的线性选择也会由于非线性机制导致不稳定的市场行为。这样,在非线性经济学眼里,经济运行是在一个有限的分布域中,存在无数个可能的解,具有不确定的本质特征。

一些学者认为“市场中出现的问题是对过去过度投资的惩罚”,“恐慌犹如不健康的热带气候中的雷雨,会使空气变得清新”,能够“纯洁商业与金融中的要素,使它们恢复活力与健康,促使交易规范、市场发展和市场的永久繁荣”。虽然“股票市场并不全然由市场基础因素所左右,市场心理或制度结构也可能对股票价格产生影响,但是,这并不排除理性预期或有效市场理论背后的基本原理——市场参与者会使未曾被利用的盈利机会归于消失”¹⁶。然而,市场总体有效性并不排除种种市场有效的例外。实际上,金融恐慌很难自生自灭,政府总会感到有干预的必要。只要承认市场存在缺陷,研究金融危机的原因就有乐观的政策意义。

注释:

- ①避免筹资是资产的现金流量大于偿还债务的现金流量;冒险筹资的情形是短期的净现金流量为负,但由于现金流中的收入部分高于负债的利息,长期净现金流量为正数;庞奇筹资是指短期和长期的净现金流量都为负,Kindleberger 甚至将庞奇融资与欺诈联系起来。
- ②参阅: Richard A. Meese and Kenneth Rogoff, 1983, "Empirical Exchange Rate Models of the Seventies: Do they fit out of Sample?", *Journal of International Economics*, 14: 3-24.
- ③参阅: Blanchard O., 1997, *Macroeconomics*, 清华大学出版社、Prentice-Hall International, Inc, 285.
- ④⑤⑧K·亚历克·克里斯托尔:《金融市场的运作》,凯文·多德、默文·K·刘易斯:《金融与货币经济学前沿问题》,陈雨露、王芳译,中国税务出版社、北京腾图电子出版社,2000年版。
- ⑥张维迎:《企业理论与中国企业改革》,北京大学出版社1999年版,251-252页。
- ⑦Andy Naranjo & M. Nimalendran, 2000, "Government Intervention and Adverse Selection Costs in Foreign Exchange Markets", *The Review of Financial Studies*, 13(2): 474.
- ⑨参阅[美]查理斯·P.金德尔伯格:《经济过热、经济恐慌及经济崩溃——金融危机史》,朱隼、叶翔译,北京大学出版社,2000版,59-78。
- ⑩参阅国际货币基金组织:《世界经济展望》(1998年5月),王、郑伍富、曹莉等译中国金融出版社。
- 11参阅国际货币基金组织:《世界经济展望》(1999年5月),杨芳、陈劲、李宁辉等译,中国金融出版社,1999年版63-83页。
- 12[英]约翰·伊特韦尔、[美]艾斯·P.泰勒:《全球金融风险监管》,成家军、郑薇译,北京:经济科学出版社,2001年版4-5、78-79页。
- 13转引自张幼文、周建明等:《经济安全:金融全球化的挑战》,上海社会科学院出版社、高等教育出版社,1999年版。
- 14参阅:[美]查理斯·P.金德尔伯格,《经济过热、经济恐慌及经济崩溃——金融危机史》,朱隼、叶翔译,北京大学出版社,2000年版267页。
- 15参阅:[美]保罗·克鲁格曼:《汇率的不稳定性》,张兆杰译,北京大学出版社、中国人民大学出版社,2000年版74-75页。
- 16参阅:[美]弗雷德里克·S.米什金:《货币金融学》,李杨、施华强等译,中国人民大学出版社,1998年版626-627页。

参考文献:

- [1] Diamond D, Dybvig P., 1983, "Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity," *Journal of Political Economy*, 91: 401-419.
- [2] 1* 2Dinc, I. S., 2000, "Bank Reputation, Bank Commitment, and the Effects of Competition in Credit Markets," *Journal of Financial Studies*, 13(3), 781-782.
- [3] Drazen A, Masson P R., 1994, "Credibility of Policies versus Credibility of Policymakers," *Quarterly Journal of Economics*, 3: 735-754.
- [4] Krugman, Paul. 1979, "A Model of Balance-of-Payment Crises," *Journal of Money, Credit, and Banking*, 11: 311-325.
- [5] Lawrence H. White. 1999, "Why Didn't Hayek Favor Laissez Faire in Banking?" *Journal of Political Economy* 31(4): 751-769.
- [6] Obstfeld, Maurice. 1996, "Models of Currency Crises with self-fulfilling Feature," *European Economic Review*, 40: 1037-48.
- [7] Salant S, Henderson D. 1978, "Market Anticipation of Government Policy and the Price of Gold," *Journal of Political Economy*, 86: 627-648.
- [8] Velasco A., 1987, "Financial and BOP Crises," *Development Economics*, 27.
- [9] [美]查理斯·P.金德尔伯格.经济过热、经济恐慌及经济崩溃——金融危机史[M].北京:北京大学出版社,2000.
- [10] [美]保罗·克鲁格曼.汇率的不稳定性[M].北京:北京大学出版社、中国人民大学出版社,2000.
- [11] 凯文·多德、默文·K·刘易斯.金融与货币经济学前沿问题[C].北京:中国税务出版社、北京腾图电子出版社,2000.
- [12] [英]约翰·伊特韦尔、[美]艾斯·P.泰勒.全球金融风险监管[M].北京:经济科学出版社,2001.
- [13] 国际货币基金组织.世界经济展望(1999年5月)[M].北京:中国金融出版社,1999.
- [14] 国际货币基金组织.世界经济展望(1998年5月)[M].北京:中国金融出版社,1998.
- [15] 国际货币基金组织.世界经济展望:资产定价与商业周期(2000年5月)[M].北京:中国金融出版社,2000.

责任编辑:叶晓军