

新兴市场国家的金融危机及其启示

<http://www.crifs.org.cn> 2005年9月12日 雷薇

内容摘要：20世纪90年代以来，金融危机在世界各地爆发的频率不断加大，造成的损失也愈发严重。随着经济全球化以及我国逐步开放金融业，我国金融体系要完全避免外部金融风险的冲击是相当困难的。近年来国内外不少学者纷纷指出中国经济金融体系内部存在诸多诱发金融危机的因素，严重威胁着中国的金融安全。在此背景下，从其他国家发生的金融危机中汲取经验与教训以增强自身抵御金融危机的能力，具有十分重要的现实意义。

关键词：金融危机，新兴市场，启示

一、20世纪90年代以来新兴市场国家几次主要金融危机回顾

（一）1994年墨西哥金融危机

20世纪80年代末至90年代初，墨西哥进行了全面的市场化改革，大力推进贸易自由化、金融自由化和全面私有化。市场化改革取得了一系列成果：经济增长稳步提高、财政赤字消失以及通货膨胀率稳步下降等。墨西哥市场化改革和经济状况被国际社会普遍看好，从而吸引大量外资涌入。大规模的资本流入（主要是证券投资）增加了墨西哥的外汇储备，但也使其持续严重的经常项目逆差等问题不为人们所关注（事实上，大规模持续的经常项目逆差正是墨西哥金融危机爆发的诱因。）。1994年3月，墨西哥革命组织党的总统候选人遇刺，使人们对墨西哥政局的稳定产生了怀疑，面对外汇储备的潜在流失，墨西哥当局用发行Tesobonos来应对（Tesobonos是以美元指数化标价的国库券。到1994年12月底，国外投资者持有的Tesobonos达到170亿美元。同时，国内投资者也购买了大量Tesobonos。）。1994年的最后几个月，进一步发行Tesobonos也不能弥补，资本外流愈加凶猛，墨西哥政府在两天之内就失掉了40亿~50亿美元的外汇储备。到12月22日，外汇储备几近枯竭，降到了低于1个月进口额的水平，最后墨西哥政府被迫宣布新比索自由浮动，新比索贬值65.8%。在汇率急剧下挫的同时，墨西哥股票交易也崩溃了。

危机给墨西哥带来了严重冲击。大批银行、企业因支付困难濒临倒闭。经济从1995年开始出现全面衰退，GDP下降了6.9%，失业率从3.2%上升到6.6%。墨西哥金融危机还对全球金融和经济产生了广泛影响，其中主要是拉美国家。

墨西哥金融危机爆发的原因是多层面的：

首先，巨额经常项目逆差是诱发金融危机的根本原因，而造成经常项目巨额逆差又有多方面因素。（1）贸易自由化使墨西哥在加入北美自由贸易区后面临空前的贸易危机（美国低技术产业进入墨西哥廉价劳动力市场，而墨西哥的出口产品仍是过去为替代进口而生产的产品，该国的产业升级

并未实现。），进口大幅增加，耗费了大量的外汇储备。（2）在解除资本管制后，钉住汇率制这一隐性的“汇率保障”吸引了大规模私人资本流入，不仅弥补了经常项目逆差，还形成了墨西哥的外汇储备（但这些私人资本流入主要以证券投资的出现，具有极强的流动性和不稳定性，这就造成了某种脆弱性，使国家暴露于外部危机之中。）。（3）大规模的资本流入使得实际有效汇率上涨，导致出口竞争不利，推动了经常项目的进一步恶化。（4）金融自由化为银行的信贷扩张赋予了必要的自由，同时大规模的资本流入又使得基础货币大量投放，两者造成银行体系面向私人部门的信贷快速增长，私人储蓄率急剧下降。

其次，国内经济结构失调是爆发金融危机的深层次原因。（1）民间投资严重不足，而且主要流向不动产、商业和金融市场，第三产业远超前于一二产业，产业发展极不平衡。（2）快速的私有化进程使国有资产大量流失，国家调控经济的能力和实力严重削弱，经济结构失衡问题突出。（3）由于生产性投资不断下降，投机性投资膨胀，经济增长动力严重不足，经济泡沫现象严重。

再次，国内政治冲突以及国际经济金融环境的变化是引发危机的直接原因。国内一系列暴力事件使投资者怀疑投资获利的可靠性，动摇了市场信心。外部因素特别是美国利率的提高和美国经济恢复使投资者的注意力转向。这些都是促成资本抽逃和引发危机的直接原因。

（二）1997年东亚金融危机

东亚金融危机是泰国货币急剧贬值在亚洲地区形成的多米诺骨牌效应。20世纪90年代，东亚各国都加快市场化进程和对外开放，经济发展突飞猛进，成为亚洲奇迹和世界经济的亮点，吸引了大规模的外资流入。1996年，受美元升值和美国利率上调的影响，泰国经济形势发生转折性变化，贸易萎缩和外资流入减速，再加上国内金融市场动荡迭起和政治动荡不断加剧，市场信心下挫，外资开始大量撤离，股市连续下滑，在此形势下国际对冲基金组织了一场对泰铢的大规模攻击，泰国中央银行为维持泰铢汇率几乎耗尽外汇储备，最后不得不宣布放弃钉住汇率制，一时间泰国掀起抛售泰铢抢购美元的狂潮，泰铢急剧贬值，东亚金融危机爆发。

随后危机迅速蔓延到菲律宾、马来西亚、印度尼西亚以及韩国，造成这些国家的汇市和股市连续下挫，大批金融机构倒闭，失业增加，经济衰退。中国台湾、香港及其他东亚国家也承受着巨大的金融市场压力。此后危机还蔓延到世界其它地区，并对全球经济造成了严重影响。

东亚金融危机的爆发有内因也有外因。内因主要包括：（1）尽管危机前东亚各国宏观经济都呈现出良好的发展势头（如高储蓄率和高投资率、强劲的经济增长、财政平衡、温和的通货膨胀等。），但实际上由于过于乐观的预期导致实际资本过度积聚，一些主要工业部门（如电子、汽车制造、家用电器、房地产投资等。）存在大量的生产力过剩，盈利能力根本性减弱（BIS年度报告指出，在20世纪90年代上半年，东亚各国的GDP增长率与GDP对投资比的增长率（即边际资本产出率的倒数）急剧下降，泰国从32.9%下降至20.2%，韩国从32.9%下降至20.2%，菲律宾从20.5%下降至12.2%。）。同时由于缺乏新的主导产业群引导，大量资金转向投机性强的证券市场、房地产市场，形成金融、房地产泡沫。宏观经济抵御各种危害冲击的能力下降。（2）银行对私人部门的信贷持续快速增长（1981~1997年，韩国的实际平均增长率是13%，泰国是17%，印尼是25%。），银行信贷成为企业筹资的主要渠道，由于缺乏完善的内控机制和金融监管机制，在泡沫经济破灭后银行产生了大量不良贷款，直接催化和深化了金融危机。（3）随着资本账户开放，东亚各国都形成了对国外银行的巨额外币债务，且偿债期特别短。而大规模期限短的银行外币借贷对应的是对国内企业按本币

计价的中长期债权，国内银行没有对巨额外债进行期限转换和外汇风险的规避。这是造成各国在危机爆发时耗尽外汇储备的主要原因。（4）钉住美元的汇率制度不仅降低了人们对潜在外汇风险的防范意识，也增加了货币当局宏观调控的困难（如在过热迹象开始出现时，即房地产泡沫和经常项目逆差状况开始恶化时，强劲的资金流入使得货币当局不能有效地提高国内利率。）。同时，由于东亚国家的进出口结构和竞争对手所处的地域，钉住美元汇率制度使这些国家（比拉美国家）更容易受美元对日元和其他欧洲货币汇率变化的影响（Alexandre Lamfalussy, 1999）。

东亚危机爆发的外因主要是全球经济一体化和国际金融市场的内在不稳定性。在全球化趋势中国际金融市场的内在不稳定性主要表现在：资金流动容易受到市场预期和信心变化而出现急剧的逆转；信息技术的进步使巨额资金可以在全球范围内迅捷的实现跨国界流动；国际风险投资基金和投资银行可动用的资金远大于中小金融市场可承受的规模，使得中小金融市场极易受到他们的阻击（林毅夫，2004）。

（三）1998年俄罗斯金融危机

俄罗斯自1992年开始全面的经济转轨以后，一直陷于严重的经济危机中。通货膨胀、投资萎缩、生产下降伴随“休克疗法”和私有化改革的推进而发展。受东亚金融危机的波及，俄罗斯于1997年10月和1998年5月先后爆发了两次金融危机，危机首先反映在货币市场和证券市场上，占俄罗斯国债总额约1/3的外国资本大规模外逃，引起汇率下跌和股市大幅下挫，再贷款利率一度高达150%，股市、债市和汇市基本陷入停盘状态，银行无力应付居民提款，整个金融体系和经济运行几乎瘫痪。1998年8月，政府决定让卢布自由浮动，宣布单方面延期偿付以卢布计价的内债和部分外债，并禁止银行兑现外汇承诺，金融危机全面爆发。

金融危机造成卢布大幅贬值，股票、政府债券价格大幅缩水。大量企业和银行倒闭，通货膨胀加速上涨，经济活动开始衰退。1998年俄罗斯经济增长率为5.5%。俄罗斯金融危机还带动欧洲和中亚地区的股市、债市和汇市全面下挫。乌克兰、土耳其、哈萨克斯坦等国受其影响最大。

俄罗斯金融危机爆发的原因主要有：（1）出口受阻和资本急剧外流导致国际收支恶化。从1994年到1997年，俄罗斯每年都保持着巨额贸易顺差和适度经常项目顺差。但1997年的亚洲金融危机使得全球石油价格与原材料价格下跌，俄罗斯的出口贸易受到沉重打击（俄罗斯的外汇收入主要依靠石油和天然气出口。据统计，1998年俄罗斯石油外汇收入比1997年同期减少了约60亿美元，若再加上其他资源品出口的降价损失，实际外汇收入减少了100亿~120亿美元。）。另一方面，尽管俄罗斯有足够的资本流入（包括适中的国外直接投资、持续的IMF援助以及1996年至1997年间大量的证券投资流入。），但同时也存在巨额的资本流出（这是由两种截然不同的预期所造成的不正常现象。一方认为会继续繁荣，另一方则对此没有信心。），从而造成俄罗斯外汇储备增长缓慢（从1993年底到1997年底仅增加了72亿美元。）。1997年7月，资本流出急剧加速，进一步恶化了国际收支，直接引发了金融危机的爆发。（2）巨额财政赤字与债务负担。俄罗斯自独立以来经济长期处于动荡和衰退的局面，导致财政入不敷出，到1998年财政缺口高达180亿~190亿美元（尽管财政赤字占GDP的比重有所下降，但主要是由于联邦政府支出降低，而联邦政府支出的降低并不是通过实施一套完整的削减政策形成的，而是简单地通过推迟发放工资、养老金，推迟支付商品和劳务供应商的款项来实现的。）。为解决国家财政的困窘，俄政府不得不大量发放短期债券和对外大量借款，从而导致严重的债务危机。1997年底俄罗斯可以确认的对外负债总额为1280亿美元，资产总值为277亿美元，总资产中外汇储备为130亿美元，是对外负债总值的1/10。（3）俄罗斯在制度和结构方面的薄弱性。

这是俄罗斯在经济转轨过程中形成的深层矛盾，主要表现在政府不能制定和实施一个连贯的经济政策；公共管理如同虚设；制度框架要么不存在，要么无法实施；一些法律和制度基础几乎完全缺位等（例如明确的产权界定、清晰的税收体系以及破产法等方面。）（Alexandre Lamfalussy, 1999）。这些都造成俄罗斯经济的动荡和脆弱。（4）金融秩序混乱，不良资产比重过高，本币信誉低下。50%的银行属于资产总额在15万美元以下的小银行，它们主要靠从事高息揽存和金融市场的投机活动生存；商业银行的不良资产约占其资产总额的50%；中央银行作为唯一货币发行机关不具有超然独立地位，不能有效履行货币调控和金融监管的职责；企业和居民对本国金融机构和本币不信任；企业相互间拖欠资金严重；金融犯罪活动猖獗等。（5）政局动荡。政府与议会之间的政治矛盾不断激化，政治危机与金融危机交织在一起，使金融形势更为恶化。

（四） 2001年阿根廷金融危机

1998年下半年，受国际金融形势动荡的影响，阿根廷经济形势恶化，开始了长达4年的经济衰退。尽管2000年底IMF为阿根廷筹措400亿美元紧急救援贷款，但也未能改变阿根廷面临的经济金融形势，国内资本继续流出，利率大幅上扬，消费和生产指数持续下降。到2001年第四季度，受长期衰退困扰及金融和财政形势恶化的冲击，经济大幅下滑，最终陷入经济危机。经济危机引发金融市场恐慌，导致资本大规模外逃和银行挤兑。面对金融危机，政府被迫实行限制居民提款和限制资金外流等金融管制措施，进一步加剧了金融恐慌，引爆了蓄势已久的社会不满情绪与矛盾，全国各地发生大规模的社会骚乱、游行示威和流血事件。长期存在的各种政治矛盾激化，出现严重的政治混乱，在十多天内阿根廷更换了三位总统。国家陷入了以经济持续恶化、社会动荡不安和政治混乱为特征的全面危机。

阿根廷危机对其经济和社会产生了巨大影响。金融系统处于瘫痪状态，银行业亏损严重，大多数银行陷入破产的边缘；生产大幅度萎缩，经济继13个季度持续衰退后于2002年一季度跌到谷底，下降了16.3%，降幅为90年代以来最大；资金大量外逃或退出金融体系和投资领域（据统计阿根廷人在国外的资产与家里的现金加起来共计855亿美元，这相当于公共债务的一半。）；失业率急剧上升到25%以上，失业人口达600万人；贫富差距进一步拉大，从1999年的29倍扩大到46倍；贫困化问题加重，全国约53%的人口（约1900万人）处于贫困线以下（2001年12月，贫困人口比重为38.3%，计1400万人，也就是在短短半年时间内，有500万人陷入贫困状态。），24.4%的人口处于赤贫状态；危机还引发了严重的政治制度危机以及民众对政治制度和政治家的信任危机。

阿根廷危机爆发的原因也是多方面的。首先，阿根廷以偏激的方式实施新自由主义发展模式，是酿成此次全面危机的深层原因。其偏激的方式主要表现在：（1）在实行贸易自由化的同时，膨胀了贸易部门，加重了国民经济对国际市场的依赖；（2）奉行经济自由化，但大大削弱了政府的干预职能；（3）推行国企私有化，但几乎将所有的国有企业都卖给私人（主要是外国投资者），甚至连石油、电信、银行、能源、国防等战略部门也对外开放，使国家丧失了管理与控制经济的重要手段；（4）实行政治分权化，扩大了地方自治权，但地方政府没有承担相应的职责；（5）推行发展外向化，对外资流入流出几乎不设任何限制。其次，政府宏观调控政策的措施不当是引发阿根廷金融危机的直接原因。一是死守固定汇率，没有根据形势的变化及时进行调整；二是政府采取不恰当的财政政策，错失产业结构调整与升级的有利时机；三是长期奉行负债发展战略，导致外债负担沉重。再次，阿根廷危机还是多种国际因素共同作用的结果。一是美国的“见死不救”加快了阿根廷危机的爆发；二是受美国的影响，IMF对阿根廷援救不力，也是阿根廷危机加重并难以结束的原因；三是近年来南方共同市场的变化也是引发阿根廷危机的一个诱因。

二、 四次金融危机的共同特征及原因

通过对20世纪90年代以来新兴市场国家爆发的几次主要金融危机的回顾，我们不难发现，尽管每一次危机的爆发都有其各自的特征、原因和影响程度，但在其错综复杂的因素中也包含着诸多共同之处。下面将对危机的共同特征以及产生的共同原因进行归纳总结，这将有利于我们对金融危机有更深刻的认识。

（一）危机爆发的基本特征

四次金融危机都具备了以下基本特征：

1. 净私人资本流向的突然逆转。受新兴市场经济金融自由化及国内高回报投资机会的吸引，20世纪90年代流向这些国家的资本流入迅速增加，并在许多国家的GDP中占有实质性的比重（如韩国（1991~1995年）为9.3%，马来西亚（1989~1995年）为45.8%，墨西哥（1989~1994年）为27.1%，泰国（1988~1995年）为51.5%。），且在资本流入的构成中私人资本流入已超过官方资本流入，一旦有任何风吹草动这些私人资本就会在较短时间内出现资本流向的大规模逆转，从而对一国的经济造成实质性的损害。

2. 汇率下跌和本国货币大幅贬值。大部分遭受金融危机的国家都较大程度开放资本账户并同时实行固定汇率制度（或浮动钉住汇率制）。金融冲击迫使中央银行放弃钉住汇率，汇率随即下跌，本币大幅贬值。

3. 资产价格急剧下跌。在大规模短期资本外逃后，证券和房地产价格急剧下跌，价格的下降又导致对内的直接投资趋势。例如，在韩国经历了货币贬值50%以及证券市场价值缩水近40%后，出现了极其低价的外商直接投资（FDI）。

4. 大量银行重建或破产倒闭。危机引发金融恐慌，银行面临挤兑压力，大量银行破产倒闭，导致金融混乱和金融体系崩溃。没有破产的银行在危机爆发后信用紧缩，再加上企业本身的困难，导致严重的经济衰退。

5. 危机的蔓延。最初危机的蔓延仅限于区域性，持续的时间也较短。例如墨西哥金融危机主要影响到拉丁美洲各国，泰国危机猛烈传播到韩国和印度尼西亚，程度较低蔓延到马来西亚和菲律宾，甚至波及中国香港和台湾。但俄罗斯危机爆发后，危机的传播范围开始扩大，一方面它开始威胁到拉丁美洲，特别是巴西，另一方面西方发达国家的债券、信贷和股票市场也受到冲击。

6. 危机的影响。从1994年墨西哥金融危机到2001年阿根廷金融危机产生的影响可以看出，金融危机对一国金融、经济和社会发展造成的破坏程度愈来愈重，可以说是从货币危机开始，并逐步演化为金融危机，金融危机扩展到经济领域，导致一国经济运行的混乱和经济发展的倒退（1995年墨西哥经历了一次时间相对较短的经济大萧条；遭受亚洲金融危机打击的主要亚洲国家，1998年GDP下降幅度为5%~8%；1998年俄罗斯GDP猛降8%；2002年阿根廷GDP下降16%。）。金融危机甚至动摇一国政局，引起政党更替和人们对政府的信心危机。

7. 危机的处理。随着时间的推移，IMF牵头的拯救危机计划所需的资金增长惊人。1994年给予墨

西哥的资金总额为530亿美元，1997至1998年给予泰国、印度尼西亚和韩国的资金总额则达到了1180亿美元。此外，IMF还对接受资金援助的危机国家施加种种限制。近期，尤其是在亚洲金融危机后，IMF在要求传统的经常项目平衡的同时，又增加了诸多微观经济因素的考虑，如加强谨慎的规制；外资对国内银行投资的自由化；加强基本法规建设，强化执行机制等。

（二）危机爆发的原因

20世纪90年代以来，在新兴市场国家爆发的几次金融危机，有许多共同原因，主要包括：

1. 巨额的外债负担是导致四次金融危机爆发的最明显的原因。所有危机爆发之前，都有一个快速或持续、且数额巨大的外债形成过程。从债务形成开始到后续阶段，这些资本流入总是包含着比例很高、将在短时间内到期的债权（例如：以美元为主，偿还期不到1年的国外银行债务，在亚洲金融危机发生之前占泰国GDP的45%、印度尼西亚GDP的35%以及韩国GDP的25%。）。以证券投资形式流入的资本虽然不形成债务，但由于它们很大部分都是由机构操作的证券投资组合，而这些机构常积极地变化这些投资组合，而不是从长期立场去持有证券。导致新兴市场国家外债急剧膨胀的原因主要有：国内宏观政策失灵，超出国内当局控制的外部力量（利率或贸易条件变化，汇率波动，经济衰退），国内金融中介逐步呈现出的结构弱点，关键产业出现生产力过剩，钉住汇率制的负效应，或纯粹的政治动荡，都能发挥作用，这些作用是综合的并相互强化（Alexandre Lamfalussy, 1999）。

2. 固定汇率制与经常项目逆差往往是导致金融危机爆发的直接原因。在所有危机中，遭受国都实行的是钉住汇率制，这意味着在资本流入较强的时期，本国货币处于升值压力之下，这一方面造成出口竞争力下降，经常项目恶化；另一方面使货币当局面临国内通货膨胀的压力。经常项目逆差靠资本流入弥补，外汇储备的构成也主要依靠资本流入。在这种情况下，当资本流入减速或撤离时，外汇储备急剧减少，并无力维持钉住汇率和偿还外债，最终导致危机爆发。部分亚洲国家的逆差虽然不像泰国那么明显，俄罗斯的经常项目还是顺差，但是，由于市场参与者都预期俄罗斯经常项目将会出现逆差，亚洲目前较小的逆差将会恶化，从而导致外资的迅速撤离。

3. 国内银行体系的脆弱性在危机形成和加剧危机对实质经济的影响方面起了很大作用。随着金融开放和放松管制，银行业务的扩展与资本市场的开放使得银行更具风险。盲目贷款导致了银行和公司的过度噬合，在利率上升和经济萧条的情况下，大大提高了银行和公司的脆弱性；“货币和偿还期的错配”加深了货币贬值时银行自身易受伤害的程度；同时在汇率处于压力之下时，政府也陷入了困境：在信贷困难中，不管是用紧缩银根来维持汇率，还是使货币贬值，都无法直接或间接的阻止银行及其客户财务状况的继续恶化（Alexandre Lamfalussy, 1999）。俄罗斯银行大规模的倒闭虽未导致信贷困境，但使国内支付系统陷入了瘫痪，这对实质经济产生了同样的危害。在所有这些事例中，银行都是在一个实质上解除了管制、但监管不力的环境中运行的。

4. 对金融自由化处置不当也是造成新兴市场国家金融危机爆发的主要原因之一。金融自由化是一个过程，不仅需要深思熟虑、逐步实施，而且需要在许多关键领域同时进行广泛的机构改革（如现有机构要加强风险评估和风险控制程序；对新机构必须建立适当的机构框架；相关法律法规的制定与修改，尤其是在破产程序的领域内等。）。但是许多新兴市场国家在缺乏以上条件的情况下过快地实施了金融自由化，给银行或金融体系带来了巨大的危机隐患。此外许多新兴市场国家在金融自由化改革过程中，盲目开放资本账户，而国内又缺乏完善的金融监管体系和有效的危机防范机制，结

果导致巨额的国际资本自由流动，这极易造成新兴市场国家的经济泡沫，形成虚假繁荣，其结果是严重误导这些国家的财政货币政策，使其金融的脆弱性不断扩大，最终酿成金融危机。

5. 薄弱的制度建设。许多发生危机的国家都受到政府治理不力，投资保护较差，关联借贷，破产法规及其执行无效率，缺乏透明度以及会计准则的不良应用等问题困扰或损害（Jean Tirole, 2003）。薄弱的制度建设与危机国家市场化进程不相协调，使这些国家更易受到外部不利因素的冲击。

三、 新兴市场国家的金融危机对我国的启示

（一） 实施稳妥的宏观政策

在墨西哥金融危机发生以前，谨慎的货币政策与财政政策被认为是避免危机的最好方式。但这一认识在墨西哥金融危机和东亚金融危机后遭到了质疑。因为危机前，墨西哥和东亚各国的宏观经济政策基本上是令人满意的，宏观经济发展比较稳定。于是不少人认为把实施谨慎的宏观政策作为防范危机的最重要机制已不正确，或至少说不那么重要。但是俄罗斯与阿根廷金融危机的爆发又再次告戒人们错误的宏观经济政策仍是引发金融危机的主要原因。

我们应从几次危机中吸取教训，那就是实行稳定的宏观政策仍是防范金融危机的重要措施。在墨西哥和东亚国家，危机前银行信贷的增长都特别快，造成房地产和股市泡沫的形成，但这种情况并没有以物价不断增长的方式反映出来，这就给货币当局以错误的信息。因此判断货币政策是否稳定不能仅仅以消费物价指数增长率作为依据。同样，财政政策实施的正确与否，也不能仅凭以单一方式定义的财政平衡来评价。因为当政府拥有的开发银行在资金流动中起着很大作用时，要从收入和支出两方面评价财政政策产生的效果，对财政平衡就要有几种定义（Alexandre Lamfalussy, 1999）。

（二） 增强金融体系抵御外部冲击的实力

金融体系的脆弱也是新兴国家易爆发金融危机的主要原因。因此要防范金融危机必须增强本国金融体系抵御外部冲击的实力。其措施主要包括：（1）完善金融体系。一个“好的”金融系统应当具备有效的法律体系，良好的会计标准，透明的金融制度，有效的资本市场和规范的公司治理。实践证明，健全的金融体系将对抵御金融危机起着极其关键的作用。（2）加强法律和制度的建设，这是任何一个运作良好的金融系统应具备的前提条件。其中最重要的内容包括：很好地设计和实施公司法；制定会计和信息的披露原则；清晰的定义产权；商业和金融契约的固定法律框架；破产规则和程序；不同市场参与者的谨慎原则；运作良好的支付、清偿和结算系统；交易组织的流动性和透明度等等（Alexandre Lamfalussy, 1999）。（3）加强审慎的监管体系。审慎监管体系的脆弱性是许多国家爆发金融危机的重要原因。由于明确或潜在的存款保险的存在以及不对称信息的原因，银行体系里将存在大量的道德风险。这样，在发生危机时存款保险或政府会提供担保的预期会诱使金融机构过度承担风险，结果导致金融危机发生的更高概率（Le Fort, 1989）。（4）加强金融中介机构的建设。金融机构的脆弱性往往导致危机中机构的大规模破产和倒闭，加剧了危机对实质经济的影响。因此增强金融机构的实力有利于防范危机发生和降低危机造成的损失。其措施主要包括完善公司治理结构，加强风险评估和风险控制建设，提高资本金比率，降低不良资产比例，提高综合竞争力等等。

（三）实行更有弹性的汇率制度

在大部分情况下，钉住汇率制度是危机产生和加剧的根本原因。但这并不意味着要完全放弃钉住制，让货币自由浮动。自由浮动制有利于国际收支平衡和国内经济管理，但是货币自由浮动会经常产生实际汇率持续和大幅的偏差，造成诸多不利影响。因此一国采用何种汇率制度应由该国实际情况来决定，没有固定的模式。这些实际情况主要包括：国内宏观经济情况；当前通货膨胀水平以及影响通货膨胀的因素；资本项目自由化的程度；与参考货币所在区域经常项目关联的程度等等（Alexandre Lamfalussy, 1999）。更有弹性的汇率制度应符合以下标准：一是汇率能够对大规模、不可预测的资本流动有所反应，并且在货币政策取向与实现国内平衡发生冲突时，能减轻货币政策的压力；二是汇率调整与“基本面”的变化相一致；三是汇率能像锚一样稳定市场预期。

（四）谨慎开放资本账户

许多危机国家盲目开放资本账户，导致大规模短期资本流动和巨额外债负担。资本账户的开放应具备一定的前提条件。Guitian 和Nsouli（1996），以及Mathieson 和Rojas-Suarez（1993）将这些前提条件归纳为：谨慎的财政和货币政策、市场结清的汇率、充足的国际储备、健全的金融体系，以及一个市场导向的激励制度。IMF在其报告（1998）中指出资本账户开放的先决条件主要包括（1）一个健全的宏观经济政策框架；特别是，货币和财政政策同所选择的汇率制度相容。（2）一个强有力的国内金融制度，包括已经改善的监督和谨慎性管制，它涵盖资本的充分性、贷款标准、资产评估、有效的贷款回收机制、透明性、信息披露和会计标准，以及确保资不抵债机构能迅速得到处理的规定。（3）一个有力和有自主权的中央银行。（4）及时、准确和综合性的信息披露，包括中央银行关于外汇储备和远期交易信息的披露。

（五）建立金融危机预警机制。

防范金融危机很难，难就难在不易预测。实际上，1997~1998年的亚洲金融危机，1998年的俄罗斯危机，甚至更近的阿根廷危机（2001年）、土耳其（2001~2002）危机以及巴西（2002）危机都没有真正被预测到。如果不能及时防范或有效控制金融危机，它将会很快扩散到整个金融体系并对经济造成严重损害。金融界和学术界普遍认为，金融当局通常最多只能有48个小时来决定怎样采取措施。这就是所谓“48小时法则”。因此，建立金融危机预警机制对防范危机的发生以及控制将起到十分重要的作用。建立金融危机预警机制是一个系统工程，需要多方面的配合。对于金融体系中的风险因素，尤其是导致金融危机产生的潜在因素，如通货膨胀、汇率、银行体系风险、债务风险都应当纳入金融危机的预警系统；对问题金融机构应尽快建立快速预警纠偏机制，完善与风险处置相关的配套政策，为及时处置风险创造条件；建立反应灵敏、反馈及时、渠道畅通的预警信息系统，完善财务报表上报制度和数据采集系统等等。

参考文献

（1）亚历山大·兰姆弗赖斯（Alexandre Lamfalussy, 1999）：《新兴市场国家的金融危机》，西南财经大学出版社，2002年1月。

（2）江时学：《阿根廷危机反思》，社会科学文献出版社，2004年2月。

（3）郁方：《金融癌症——全球金融风险与秩序重整》，广东人民出版社，2002年9月。

(4) 林毅夫 (2004): “金融一体化和亚洲金融危机的原因与教训”。

(5) Jean Tirole (2003): Financial Crises, Liquidity, and the International Monetary System.

(6) Kaufman, H (1998): Preventing the Next Global Financial Crisis, Washington Post, January 28, A17.

(作者单位: 国务院发展研究中心金融研究所)

文章来源: 国研网 (责任编辑: zfy)