



学术论文

《国际金融研究》2007年第8期

[\[PDF全文下载\]](#)

亚洲金融危机10周年和中国经济

世界经济与政治研究所所长 余永定

东亚模式的主要特点

东亚模式的特点有很多，归纳起来，有两点最重要。

第一点，东亚经济都有非常高的投资率——这种高投资率是以高储蓄率为基础的，但投资率要高于储蓄率。第二点，对外贸易在东亚经济中占有十分重要的地位，进、出口占GDP的比重都很高。东亚国家几乎无一例外，都有经常项目的逆差，但这些国家出口的增长速度都一直非常快。东亚模式实际上存在了二、三十年，这样一种模式之所以能够存在，必有其合理性。但这种模式是否能够持续呢？衡量这种模式能否持续的最重要的指标是什么呢？最重要的指标之一是这些国家的经常项目逆差占GDP的比重，而同这一比例相关的另一比例是外债余额占GDP的比重。这些国家二、三十年间都是经常项目逆差，但是这种模式居然被延续下去了，主要就是在金融危机爆发之前它们的经常项目逆差占GDP的比重并不太高，泰国之所以突然爆发了金融危机，很重要的一点是在1995、1996年它的经常项目的逆差占GDP的比重分别达到了8%和8.1%。墨西哥金融危机之所以爆发，是因为国际金融界发现墨西哥的经常项目的逆差占GDP的比重达到了7.5%。7.5%成了一个诅咒，一旦一个国家的经常项目逆差占GDP的比重达到这个数值，国际金融市场就会发生恐慌，当然还有其他的一些与此相关的指标，经常项目逆差占GDP的比重是否能够维持在一个适度的水平上，这是决定东亚模式是否能够维持的一个重要条件。

东亚模式应该说是成功的，但它也有非常致命的弱点。其最致命的弱点是难以承受国际资本的突然逆转，不仅包括国际资本，也包括本国的资本。如果资本的流动方向突然发生变化，那么这个模式就变得不可持续，而具有这种模式的国家资本流动方向之所以发生逆转，往往是由一些人们预想不到的外部冲击造成的，比如泰国在1996年出口的增长速度就急剧下降，1996年出口速度由1995年的双位数字降到了-1.9%。出口增长速度的暴跌成了泰国金融危机的触发点。

爆发亚洲金融危机的原因与性质

爆发亚洲金融危机的原因很多。概括来主要有5条。其中若干个的组合便构成危机的充要条件。

1. 大量的经常项目逆差。但是大量的贸易逆差、经常项目逆差(当然也不要太大)，并不一定会导致金融危机。泰国在爆发金融危机前20多年基本上都是经常项目逆差。新西兰、澳大利亚还有美国都长期保持经常项目逆差，也没有发生危机。相反的例子则是墨西哥，当经常项目逆差达到7.5%的时候就爆发了金融危机。

2. 汇率政策缺乏灵活性。但是，这也不一定会导致危机。港币是钉着美元的，是货币局制度。但是香港至少没有发生类似东南亚这样的金融危机。另一方面，在金融危机发生之后，如果泰国的汇率制度比较灵活，不是像在1997年5月份以后那样，大量动用外汇储备，与国际资本相搏，死保泰铢，而是让泰铢贬值，泰国有可能避免危机。即便未能避免危

机，危机的程度也要减轻许多，不至于一下子把几百亿元的外汇储备全都赔光。又如英国，英国的资本市场、银行体系各方面都是非常好的，也不存在经常项目的逆差问题，但是1992、1993年却出事了。这同英国当时的汇率制度缺乏灵活性是有关系的。当时为了参加欧洲一体化进程，英国的汇率制是钉着马克的。在遭受抛空的情况下，为了维持英镑对马克的汇率稳定，英国只能提高利息率。但面对严重的失业，英国政府无法长期维持高利率，这种情况让索罗斯钻了空子。事先抛空英镑的索罗斯大赚了一把。如果英国从一开始就让英镑贬值，索罗斯也就无法从中得利了。

3. 资产泡沫严重。资产泡沫不一定导致危机，但是资产泡沫的破裂一般会导致危机，日本就是明显的例子。如果这个泡沫不是特别严重，或银行体系非常健全，则泡沫破灭并不一定会导致金融危机。比如1997年香港回归前，香港股市是有泡沫的，但是没有发生危机。最根本的原因是香港的金融体制比较完善。资产泡沫破灭并未拖倒一批银行。

4. 金融体系脆弱。日本的资产泡沫严重，而且金融体系非常脆弱。泡沫崩溃加上糟糕的银行体系，就一定会发生危机。金融体系脆弱使得一个国家(地区)无法运用利息率武器来保卫本国(地区)货币。香港虽然泡沫破灭，但是由于金融体制比较健全，它没有发生金融危机。在港币遭受投机攻击的时候，又是因为银行体系健全，香港货币当局可以通过提高银行间拆借利息率的办法，反击和惩罚沽空港币的国际投机者。

5. 资本的自由流动。资本自由流动对东亚国家特别是发展中国家是非常重要的。中国和马来西亚在当时的银行体系的健康状况并不好，中国有大量的债权，资本充足率不足，但是中国没有发生危机，马来西亚存在着大量的资产泡沫，马来西亚到处是房子，到现在还卖不出去，但是也没有发生严重的危机，为什么?因为有资本管制。

总的来说，东亚金融危机同上述5条原因有关。这5条都是非常重要的，但是这里有某种组合问题。第一，一国经济出现上述5条中的单独一条，都会出问题，但是不一定会出现危机。第二，如果出现1+2+5就会出现国际收支的危机，这是墨西哥的例子。第三，如果是2+5那么就会产生货币危机，英国就是一个例子。第四，3+4是发生金融危机的充分必要条件，只要有这两条就一定会发生金融危机，到现在还没有发现反例。最后，如果同时出现1+2+3+4+5那就会发生金融危机、国际收支危机和货币危机。这5条的交集是爆发上述三项危机的充分必要条件，东亚金融危机就是这样一种综合性的危机，它不是单独的货币危机也不是单独的经常项目危机或金融危机，所以不能简单地说是金融危机，而不做具体分析。“幸福的家庭大体相同，不幸的家庭各有各的不幸”，要具体问题具体分析。

对亚洲金融危机的定性可以说是众说纷纭。有货币危机、经常项目危机、资本项目危机、国际收支危机和金融危机等等不同的说法。前面提到2+5是货币危机，3+4是金融危机。日本并不存在着货币贬值的问题，也不存在着投机资本冲击的问题，它就是单纯的金融危机。但“泰国金融危机”则是个综合性的危机。货币危机、经常项目危机、资本项目危机、国际收支危机和金融危机的因素在泰国一应俱全。早期，许多人认为泰国危机是国际收支危机，这并不准确和全面。墨西哥金融危机是典型的国际收支危机。但泰国不是，泰国长期有经常项目逆差，但有逆差不一定有危机。汇率灵活也不一定解决问题。事实上，尽管一直维持经常项目逆差，直到危机爆发前不久泰铢一直面临升值压力，而不是贬值压力。因为资本流入的势头始终很猛。直到1997年4月。泰国政府还在美国成功发行了7亿美元的Yankee债券。资本流向是可以突然转变的。一旦发生就会如潮水般流入或流出，特别是流出。菲律宾经济是东亚中最糟糕的，但菲律宾却没有发生危机，其原因是因为没有资本流入。没有资本流入自然也就没有危机了。今年4月，泰国原财政部副部长谈到泰国金融危机时，他把泰国的危机总结为资本账户危机，其总结是有道理的。因为对于泰国来讲，虽然1、2、3、4、5条全有，但是第5条对泰国来讲是非常重要的。他说，他不想把泰国金融危机的原因归结为过早放弃了资本管制，因为“资本管制”是个贬义词；但当时他们没有把资本的流动管理好。恰恰在10年后的今天，泰国再次面临如何管理好资本流动的问题。

中国模式的主要特点

.....

中国模式的优缺点：安全和效率的妥协

.....

中国经济的中长期问题

.....

首先是当前流动性是否过剩的问题。流动性过剩应该说是得到了控制，一个重要例证就是超额准备金率已经降到1%左右了。按照最传统、最标准的定义来看，很难说现在流动性还很过剩。但是，超额准备金率下降这样一种结果是许许多多因素决定的，其含义还需要进一步分析。仅仅根据超额准备金率的变化来判断流动性是否过剩还是不够的。如果商业银行的贷款意愿增加(这可能是种种外生因素所致)，即便央行并未提高法定准备金率，超额准备金率也会因商业银行贷款的增加(因而银行存款相应增加)而下降。在这种情况下，超额准备金率的下降并不意味着超额流动性已被吸干，央行不应该继续使用提高准备金率的方式抑制流动性过剩。在目前情况下，判别流动性是否过剩还是要看通货膨胀率和资产价格(股市和房地产)的变化。当然，其他信息也不能漏掉，特别是通货膨胀率指标有滞后性。总的来说，中国依然存在流动性过剩的问题，但流动性过剩的程度也不是很高。

第二个问题是5月30号之后股票市场发生了变化，今后怎么办?对资产价格的变化是否应该调控?央行货币政策是很难以资产价格为目标的，因为资产价格的波动十分猛烈，货币政策最忌缺乏稳定性，不应该、也难于根据资产价格的变化而逆向变化，以CPI的增长速度作为货币调控目标是有问题的。在西方，通货膨胀率分核心通货膨胀率和总体通货膨胀率(core inflation and headline inflation)。西方的货币政策是针对核心通货膨胀率，即不考虑食品和石油价格的通货膨胀率，因为食品和石油价格波动太厉害，不能老跟着它们变。中国的CPI包括了食品和石油价格，因而中国货币当局对CPI波动的反应可稍微滞后一些。央行对资产价格的政策应该是“关注”，但关注并不意味着袖手旁观。政府不应该惧怕对资本市场进行干预，在必要时甚至应该敢于采取非常规的直接干预。以股市为例，制度建设是中国股市稳定发展的基础。在正常情况下，政府只是市场的“守夜人”，政府应该尽量减少对于股票市场的干预。但是，在非常时期，如果股市疯涨，泡沫严重(这并不是无法判断的)或股市面临崩盘的危险，政府绝对不能听之任之，必须“该出手时就出手”。香港政府在港股发生灾难的时候的做法就是一个很好的例证。政府可以对资产价格的波动预设一个不宣布的大区间，资产价格超过这一区间就加以干预，以保持资本市场的稳定。

第三个问题是中国的投资增长速度是否过高。这本来是一个没有什么争议的问题。但最近许多经济学家指出，中国投资的边际效益很高，因而应该继续进一步提高而不是降低投资的增长速度。这样一来，中国投资增长速度是否过高又成了一个有争议的问题。投资边际效益高很可能是各种价格扭曲的结果。同时，历史上，在经济增长速度较高时期，中国投资的效益一般都是较高的。中国的投资效益基本上是顺周期的。投资增速是否过高，投资率是否过高似乎是不能通过投资效益来论证的。但无论如何，中国的投资增长速度是否过高确实是一个应该进一步研究的问题。由于缺乏令人信服的数据，在这方面很难进行有益的国际比较。在能源与原材料消耗大大超过国际标准的情况下，如不考虑周期性因素，投资效率很高的说法难以令人信服。抑制投资过热依然是我们应该继续坚持的政策。

此外，中国目前的外汇管理问题、特殊国债的发行问题以及央行与财政部在执行货币政策与汇率政策的分工问题、通货膨胀问题和资产泡沫问题等等也是十分值得关注的。

控制流动性过剩是保证宏观经济稳定的关键因素

.....

当前形势中值得注意的几个问题

.....

中国是否面临一场东亚金融危机式的危机?否!

.....

推荐好友

相关文章

- 郎平 全球化时代的中国经济安全思考 《世界经济与政治》2008年第4期 (2008-5-24)
- 余永定：中国经济经得起美国经济减速的考验 《上海证券报》 2008年1月25日 (2008-3-4)
- 访余永定等 减速：2008年中国经济面临的双向挑战 《第一财经日报》2008年2月4日 (2008-2-19)
- Stephen Roach 2008：中国经济面临的全球新挑战 《国际经济评论》200 (2008-2-19)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

[院首页](#)

[网站声明](#)

[会员登录](#)

[联系我们](#)

[下载中心](#)

[院图书馆](#)

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-85126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号