

[文章编号] 1672-7320(2010)02-0231-06

新兴市场与发达市场金融危机的不同特点 与反危机政策比较

——以东亚金融危机和 2008 年美国金融危机为例

马 宇

[摘 要] 新兴市场国家与发达国家的金融危机具有不同特点,因此,在反危机政策方面也存在区别。通过对 2008 年美国金融危机和 1997 年东亚金融危机比较发现:在危机爆发阶段,美国采取了超常宽松的货币政策和财政政策,而东亚国家采取了紧缩的货币政策和财政政策;美国政府出台政策较少考虑外部均衡和汇率问题,而东亚国家则将稳定汇率作为重要目标,通过紧缩货币政策和财政政策平衡国际收支和稳定汇率;美国政府直接对实体经济进行救助,而东亚国家较少救助实体经济。

[关键词] 新兴市场;发达市场;金融危机;反危机

[中图分类号] F831.59 [文献标识码] A

一、引 言

2008 年美国次级贷款市场问题急剧恶化和蔓延,打破了连续十几年的全球经济繁荣。这场危机的爆发再一次提醒我们不能忽视金融风险和金融危机的存在。自从 1980 年代经济全球化快速发展以来,爆发了多次有影响的金融危机,例如:墨西哥金融危机、东亚金融危机、日本金融危机和 2008 年国际金融危机等。这些危机有些发生在发达国家,有些发生在新兴市场国家。发生在发达国家和新兴市场国家的金融危机表现出不同特点,表现形式和影响也有所差别,同时政府采取的反危机政策也随之不同。因此,有必要对发生在发达国家和新兴市场国家的金融危机进行比较。

已经有学者对不同金融危机进行了比较。沈建光、肖红(2008)^[1](第 10-21 页)认为,次贷危机的独特之处在于它是在银行系统看似健康的初始状态下爆发的,直接导火索是金融衍生的产品价格暴跌;美国政府救助措施和及时性不如瑞典和芬兰在 1990 年代危机中的表现,但好于大萧条和 1990 年代日本银行危机。苗永旺、王亮亮(2009)^[2](第 20-30 页)对百年来全球主要金融危机模式进行了比较。彭文平(2009)^[3](第 73-77 页)从自由放任与经济安全的视角比较了东亚金融危机和美国次贷危机。杜晓蓉(2009)^[4](第 34-38 页)比较了东亚金融危机和美国次贷危机的传染性。刘红(2009)^[5](第 32-36 页)对日本和美国治理金融危机的对策进行了比较。

以上学者将美国金融危机与其他金融危机进行了比较,但缺少对发达国家与新兴市场国家金融危机的系统比较。在金融危机成因和影响等方面,新兴市场国家与发达国家并没有太多本质区别,都是

作者简介:马 宇,山东工商学院经济学院副教授,经济学博士;山东 烟台 264005。

基金项目:国家社会科学基金项目(09BJL037);山东省自然科学基金项目(Y2008H34);教育部人文社会科学研究规划项目(09YJA790123)

由“泡沫经济”破灭引起,并给经济发展带来巨大破坏。但是,不同金融危机的危害程度存在巨大差异,主要原因就在于政府的反危机政策是否得力和及时。例如,1987 年的美国“黑色星期一”、1994 年的墨西哥金融危机,影响都较短暂,一两年后经济全面恢复,没有造成经济危机,这与上述国家反危机政策的及时和有力是分不开的。反危机政策的制定必须与当时的具体情况相适应,不同市场条件下应该使用不同的反危机政策。由于新兴市场与发达市场的基础条件不同,所以采用反危机政策也具有很大差异,政策效果也不尽相同,因此,有必要对新兴市场国家与发达国家的反危机政策进行比较。由于 2008 年美国金融危机和 1997 东亚金融危机是经济全球化以来最具影响力和代表性的发达市场和新兴市场的金融危机,因此,以 2008 年美国金融危机和 1997 年东亚金融危机为样本进行比较。

二、不同金融危机的共性

金融危机是指某国或地区的全部或部分金融指标(如利率、汇率和金融机构倒闭数)的急剧恶化。金融危机又可分为货币危机、债务危机、银行危机等,但现在越来越呈现出混合形式的危机。纵观经济发展历史,可以发现比较严重的、有影响的金融危机有一些共同特征:

第一,根源都是“泡沫经济”。任何一场严重的金融危机都与前期形成的“泡沫经济”有密切联系,从本质上来说都是泡沫经济长期积累和最终破灭的结果。无论是 1929 年大萧条、1990 年代日本金融危机、2008 年美国金融危机,还是东亚金融危机、墨西哥金融危机,危机之前都曾经制造出一个巨大的经济“泡沫”,尽管形成“泡沫”的原因不同,但都是“泡沫”破灭引发金融危机,最后波及到实体经济。在“泡沫”形成期,人们都会编造种种谎言使自己和他人相信会出现持久繁荣,从而不断推高房地产、证券等资产价格,使其完全脱离自身应有的价值;当危机来临时,绝大多数人争先抛售手中资产,造成资产价格暴跌,引发金融领域混乱。

第二,需要付出较大成本。每一次较严重的金融危机都会对经济发展带来巨大伤害。金融危机爆发以后,金融市场一片混乱,融资功能和筹资功能被大大削弱,资金紧张,利率上升,企业资金链断裂,危机波及到实体经济。金融危机也很容易带来商品滞销,失业增加,货币贬值,银行倒闭,造成经济增长下滑,甚至陷入长期萧条。例如,日本在 1990 年代曾有“失去的十年”,平均年经济增长率都只有 1% 左右。总之,人们为每次金融危机都付出了高昂代价。

第三,需要政府进行救助才能较快恢复。发生金融危机之后,如果政府不进行救助或者救助方法不适当,危机很可能会愈演愈烈。因此,每次危机来临的时候,政府都会出手救助,反危机的主体是政府。如果救助得力,则会减少损失,如果救助不得力,则会损失增加。几乎每次严重的金融危机都是在政府大规模干预之后才逐渐趋于平息。所以,政府救助就成为金融危机爆发后的必然选择,如何救助就成为人们讨论的焦点。

三、新兴市场与发达市场金融危机的不同特点

目前,如果按照经济发展程度和市场条件来划分金融危机的类型,可以分为新兴市场 and 发达市场金融危机。这两种类型市场的金融危机具有显著差别:

第一,市场基础条件存在巨大差异。市场基础条件包括经济发展阶段、市场发育完善程度、金融监管制度、宏观调控能力等。发达国家经过上百年发展,经济已经发展到工业化和后工业化阶段,经济实力强大;市场发育完善,经济主要依靠市场力量调节;法律法规健全,信息披露制度完善;金融监管制度较为完善,监管较为有效;经历过多次经济起伏和金融危机,政府宏观调控经验丰富,投资者和社会公众对金融波动和经济波动有较强的心理承受能力。而新兴市场国家则处于经济起飞阶段,处于工业化初期和中期阶段,虽然经济增长速度较高,经济建设成就巨大,但经济实力相对较弱;市场发育不完善,市场力量对经济调节的能力不强,存在较多的政府干预;法律法规不健全,信息披露制度不完善,容易出现谣言满天飞和投资者的从众行为;金融监管制度不完善,更容易出现腐败等丑闻,监管部门公信力不高;

由于进入市场经济时间不长,宏观调控对新兴市场国家来说,是个较新鲜的事物,很难较好把握。

第二,货币地位和汇率制度不同。多数发达国家的货币是自由兑换货币,尤其是美国、欧盟和英国的货币都是国际储备货币,能直接对外支付;新兴市场国家的货币不能直接对外支付,对外支付时需要将本币兑换成美元、欧元等国际货币,外部资本流入本国也需要兑换,这样新兴市场国家的汇率问题、国际储备问题和资本流动问题就远比发达国家复杂。主要发达国家实行的是浮动汇率制度,新兴市场国家多数实行的是相对固定的汇率制度,这两种汇率制度在调节对外经济方面不同,浮动汇率制度下汇率随时可以变化,并发挥调节经济的作用,而固定汇率制度则是需要问题积累到一定程度,才能通过汇率变动实现对经济的调节。另外,固定汇率制度条件下,政府通过干预保证汇率相对稳定,这就需要政府有充足的外汇储备,否则在经济形势发生变化而汇率没有相应调整的情况下,可能引发投机攻击,而在发达国家不会出现这一问题。

第三,导火索和焦点问题不同。经济全球化以来的几次有影响的金融危机都表明,新兴市场金融危机的导火索多是源自对汇率的冲击和货币危机,从货币危机开始发展到银行危机、外债危机和综合的金融危机;而发达国家金融危机的导火索一般是大银行倒闭、股市暴跌等。新兴市场国家在金融危机中的焦点问题是汇率大幅贬值的问题和资本外逃问题,而发达国家在金融危机中的焦点问题是市场流动性问题、资产价格暴跌和金融机构倒闭问题。例如,1997年东亚金融危机中,导火索是泰国货币汇率遭到攻击,资本外逃和外汇储备不足;而2008年金融危机中,导火索是美国第二大次级按揭贷款公司倒闭和雷曼兄弟公司破产。

第四,外部压力不同。在金融危机发生以后,新兴市场国家因资本外逃和汇率问题急需外部资金援助,一般由国际货币基金组织(IMF)出面筹集资金借给危机国,而国际货币基金组织提出相应的交换条件,从而使新兴市场国家政府面临巨大压力,如果要获得外部援助,则要放弃一些政策的自主性。发达国家在金融危机的过程中面临的外部约束较小,国际货币基金组织难以对其形成较大制约,因为这些国家本身就是储备货币发行国,也没有严重的汇率问题。例如,2008年金融危机中,美国政府依靠本国增发货币就可以缓解危机,而且借助于自身的国际地位和影响力,与欧洲、日本等发达国家和地区进行了较好地协调;而1997年东亚危机中,泰国等国家政府只能向其他国家政府和国际货币基金组织求助缓解危机,并不得不接受国际货币基金组织提出的苛刻条件。

四、新兴市场国家与发达国家反危机政策比较

由于新兴市场国家和发达国家在市场基础条件、汇率制度、货币地位和外部约束条件等方面存在巨大差异,因此,在金融危机中采取的反危机政策有很大不同。

第一,从货币政策方面来看,美国在金融危机中采取了宽松的货币政策,大量投放货币,降低利息率;而东亚金融危机中以泰国为代表的主要危机国都采取了紧缩的货币政策。金融危机爆发以后,美联储采取了超常宽松的货币政策,主要包括:一是向银行体系大规模注入流动性。粗略统计,自从危机爆发以来,美国基础货币供给从2007年8月初至2009年3月4日增加幅度接近200%,远远超过历史平均水平。二是大幅降低联邦基金利率。到2008年12月17日联邦基金利率降至0~0.25%,已经降至历史最低水平。三是创新了货币政策工具,拓宽了流动性注入渠道。美联储充分发挥其“最后贷款人”的功能,缓解了金融系统流动性紧张局面,避免了更坏情形的发生。由于吸取了大萧条中货币政策操作失误的教训,美联储反金融危机的一大特征是积极主动、反应迅速、动作力度大并具有前瞻性。

东亚金融危机爆发以后,泰国和韩国等东亚国家面临着资本外逃和投机攻击的困境,1997年8月到1998年3月前后,采取了紧缩的货币政策。例如泰国市场利率水平从1997年第2季度12%的水平提高到第3季度的19%;1997年底到1998年初,印度尼西亚政府将利率提高到40%;马来西亚政府于1997年10月要求将国内信贷增长率从1997年25%降低到1998年的15%^[6](第41-43页)。紧缩的货币政策使东亚国家资金严重短缺,一些原本健康的企业也受到拖累,陷入倒闭和破产。

总体来看,在危机爆发的第一阶段,美国采取了宽松的货币政策,降息并向金融体系注入流动性,有效缓解了危机的蔓延;而东亚国家由于面临汇率问题、投机攻击问题以及通货膨胀问题,采取了紧缩的货币政策,虽然有力打击了投机者,但也使经济进一步衰退。

第二,从财政政策方面来看,美国执行了积极的、宽松的财政政策,而东亚国家在危机爆发阶段则执行了紧缩的财政政策。危机爆发后,美国政府出台了大规模财政刺激计划和减税政策。2008年1月20日推出一项总规模约为1450亿美元的财政刺激措施“纲要”,旨在通过减税等手段,刺激投资和消费。另一项是在雷曼兄弟公司倒闭后力推的7000亿美元金融救援计划。奥巴马政府上台后又推出7870亿美元的经济刺激计划,几乎涵盖美国所有经济领域,资金总额中约35%将用于减税,约65%用于投资。大规模财政救助计划的出台,短期内起到了刺激内需、稳定经济和提高消费者信心的作用。

在东亚金融危机爆发期间,在国际货币基金组织要求下,东亚国家基本采取了紧缩性的财政政策。例如,1997年8月开始,泰国采取多项措施来达到财政盈余,以求缩减经常项目赤字;马来西亚政府于1997年10月公布了1998年财政预算,要求减少开支,使联邦政府财政盈余达到国民生产总值的3.7%以内;韩国在1997年10月爆发危机后,政府出台了一系列削减财政开支的政策。这些紧缩性财政政策起到了抑制投资和消费的作用,使危机雪上加霜。

第三,从汇率政策方面来看,危机期间美国并没有对美元汇率给予太多关注,美元汇率也未因危机出现大幅贬值;东亚国家在危机期间则将主要注意力放在汇率方面,力图影响汇率走势。危机期间,美元汇率出现了巨幅震荡,2008年7月后的4个月内,美元对主要货币汇率升值20%,美联储降息后又急跌8%,进入2009年后美元汇率又有所上扬。虽然,美国经常项目逆差占GDP的比例达到5%,但由于美元地位特殊,美元汇率受美国对外经济不平衡影响较小,主要受市场对美元需求预期影响,而美元汇率波动对美国金融危机的影响也相对较小。

东亚金融危机中,汇率剧烈波动扮演了重要角色。因为东亚国家都是非储备货币发行国,因此对外经济交往必须进行货币兑换,外汇储备也多以美元形式存在。东亚国家实行的多是盯住美元的汇率政策,但是多数国家在经济情况和国际收支情况发生变化以后,没能及时调整汇率,因此,出现本币币值高估,引发投机攻击。政府为维持固定汇率,一面提高短期利率以增加投机者成本,另一方面投入外汇储备以维持汇率不变。最终都是以放弃固定汇率而告终,本币大幅度贬值,例如,印尼盾曾贬值近80%。汇率贬值使得东亚国家进口商品价格上涨,带动通货膨胀上升,因此需要采取紧缩政策。总体来看,在危机初始阶段,东亚各国政府都是把稳定汇率作为最重要的政策目标。

美国在危机中可以不受汇率问题制约,能较为自由运用货币政策和财政政策,不必过于重视外部均衡;而东亚国家在危机中,则受制于投机攻击和汇率波动,必须考虑外部均衡以及本币贬值对国内通货膨胀的影响,因此,需要采取紧缩的货币政策和财政政策,但是这又造成国内经济进一步衰退。

第四,从对实体经济救助来看,美国政府救助的规模和速度都要强于东亚国家。在危机中,美国政府除对金融机构注资和救助以外,还对汽车和新能源等产业进行注资和救助。2008年12月联邦政府向三大汽车制造公司提供救助,对陷入困境的三大汽车公司进行重组。奥巴马政府还提出了一个庞大的新能源计划。在东亚金融危机中,各国政府对实体经济的直接救助在力度和时间的及时性方面远不及美国,只是在1998年以后有些国家政府对实体经济进行救助。例如,韩国在1998年12月力促现代、大宇、LG等五大财团同意通过合并及出售资产等方式整合汽车和半导体工业,以降低债务,削减过剩的生产能力。

纵观金融危机全过程可以发现,从危机开始,美国政府就坚决执行超常宽松的货币政策和财政政策,并对金融机构和实体经济直接救助;而东亚国家政府从危机开始到经济稳定下来,经历了本币汇率贬值到稳定的过程,其政策也经历了维护汇率稳定到实行浮动汇率制,从紧缩的货币政策和财政政策到宽松的货币政策和财政政策的这样一个过程。到1998年第3季度以后,东亚各国政府纷纷采取宽松货币政策促进经济发展。例如,在汇率趋稳的情况下,韩国中央银行在1998年第2季度开始下调利率以

刺激经济增长,市场利率从 1998 年第 1 季度的 23.9%降至 1998 年 12 月的 7%,远低于危机前的水平。同时,由于经常项目收支状况好转,财政政策也开始放松,从 1998 年初到下半年,政府预算目标由收支平衡调整为赤字占国内生产总值的 4%^[6] (第 41-43 页);泰国政府将市场利率从 1998 年第 2 季度的 18%降至第 3 季度的 9%,再降至第 4 季度的 3.8%,财政赤字目标扩大到国内生产总值的 4%。各国反危机政策比较汇总如表 1 所示。

综上所述可以看出,东亚国家在金融危机中面临的与美国最大的不同之处在于,东亚国家是非国际储备货币发行国,实行固定汇率制度,用美元充当外汇储备,在本币汇率高估,遭到投机攻击时,政府为打击投机攻击需要提高短期利率,紧缩货币政策,提高投机者的借贷成本。但随着固定汇率被攻破,本币大幅贬值,进口商品价格大幅提高,直接带来国内通胀压力,因此,必须采取紧缩的货币和财政政策抑制国内通胀,并保持国际收支平衡。紧缩的货币政策和财政政策进一步使经济雪上加霜。所以,选择在适当之时放松财政政策和货币政策就成为经济能否尽早复苏的关键问题。

表 1 新兴市场国家与发达国家反危机政策比较

政策类型	以美国为代表的发达国家	以泰国为代表的新兴市场国家
货币政策	从开始就连续降息,注入流动性	危机开始汇率受到投机攻击,为稳定汇率,升息,紧缩货币政策;汇率稳定以后,实行宽松的货币政策
财政政策	出台巨额救助计划和减税措施	为平衡国际收支和降低通胀,紧缩财政支出,汇率稳定以后,实行宽松的财政政策
汇率政策	没有出现本币贬值压力,较少关注汇率	危机开始阶段,稳定汇率成为重要目标,后被迫实行浮动汇率制,本币贬值,力图平衡国际收支稳定汇率
实体经济救助	危机开始不久,救助汽车行业	在形势基本稳定后,对实体经济进行一些救助
问题机构处置	政府接管、注资、并购,让个别机构破产	停业、关闭、并购重组、政府注资和接管,成立资产管理公司
对外合作	多国协调出台政策,召开 G20 会议,加强国际协调	向国际货币基金组织求援,被迫接受紧缩经济等苛刻条件;向其他国家寻求援助

五、启 示

通过对新兴市场国家和发达国家金融危机的比较,可以发现两种类型国家的金融危机存在巨大差别;通过对新兴市场国家和发达国家反危机政策的比较,发现各国政府在货币政策、财政政策、汇率政策和对实体经济的干预等方面都存在重大差异。总而言之,新兴市场国家政府不能完全照搬发达国家的模式,应该具体情况具体分析,在充分吸收发达国家经验的基础上,完善自己的反危机政策。通过以上研究可以得到如下启示:

第一,新兴市场国家的货币地位和汇率制度与发达国家有本质区别,汇率剧烈波动是新兴市场金融危机的重要组成部分,如何避免本币币值高估、投机攻击和资本外逃是一个值得深入研究的问题。在投机攻击较为严重和资本外逃数量较大的时候,采取临时资本流动管制也不失为一种有效手段。

第二,从东亚金融危机中可发现,紧缩的货币政策和财政政策使本来已经出现问题的经济雪上加霜,而美国在金融危机中实行宽松的货币政策和财政政策极大缓解了危机,避免了形势恶化。但是,新兴市场国家在金融危机爆发时往往面临着投机攻击和汇率剧烈波动,不得不实行紧缩货币政策,那么,在什么时机放松货币政策,就成为反危机能否成功的一个关键问题,过长时间的紧缩政策必然导致接踵而来的严重的经济衰退。

第三,从美国政府在金融危机中的救助效果来看,一国政府在面对金融危机的时候,不但要关注金融体系问题,对金融机构实施救助,同时也要关注实体经济问题,对重要产业进行适度救助。处在金融危机中的金融机构具有避险和惜贷的特点,政府对金融体系注入流动性只能是缓解金融机构自身困境,很难实现透过金融机构向实体经济输入资金的目的,因此,政府有必要直接向实体经济注入资金,以避免健康的企业因流动性缺乏而大批倒闭。

[参 考 文 献]

- [1] 沈建光、肖 红:《次贷危机与主要金融危机比较》,载《金融研究》2008 年第 12 期。
- [2] 苗永旺、王亮亮:《百年来全球主要金融危机模式比较》,载《国际金融研究》2009 年第 7 期。
- [3] 彭文平:《自由放任与经济安全——东南亚金融危机和美国次贷危机的比较》,载《东南亚研究》2009 年第 3 期。
- [4] 杜晓蓉:《1997 年和 2008 年金融危机对东亚的传染性比较研究》,载《经济经纬》2009 年第 3 期。
- [5] 刘 红:《日美金融危机治理对策比较》,载《日本研究》2009 年第 1 期。
- [6] 曹 莉:《东亚发生金融危机国家的政策应对及其效果》,载《中国金融》1999 年第 8 期。

(责任编辑 于华东)

The Different Characteristics of Emerging Markets & Developed Markets in Financial Crisis and the Comparison of Anti-Crisis Policy

Ma Yu

(Shandong Institute of Business and Technology, Yantai 264005, Shandong, China)

Abstract: Financial crisis of emerging market countries and developed countries show different characteristics, therefore, in the anti-crisis policy differences also exist. By the 2008 U.S. financial crisis and the 1997 East Asian financial crisis in comparison and found that: The onset of crises, the U.S. has taken extraordinary loose monetary policy and fiscal policy, while the East Asian countries have adopted a tight monetary policy and fiscal policy; The U.S. government's policy of little consideration of external balance and exchange rate, while the East Asian countries will stabilize the exchange rate as an important goal, by tightening monetary policy and fiscal policy, balance of international payments and stability of exchange rates; the U.S. government to directly aid the real economy, while the East Asian countries are less rescue the real economy.

Key words: emerging markets; developed markets; financial crisis; anti-crisis