

亚洲金融危机与金融开放问题

上海社科院世界经济研究所 □周 宇

内容提要 亚洲金融危机向人们显示了金融开放的风险。自亚洲金融危机发生以来,国际社会纷纷就金融开放风险管理问题提出了各种建议,这些建议包括提倡发展中国家限制短期资本移动和谨慎实施资本项目开放等内容。可以说国际社会就这些内容达成了广泛的共识。本文将探讨这一共识形成的背景,并在此基础上分析和总结金融开放的一些基本教训。

关键词 金融开放 资本移动 金融危机 短期资本移动管理

作者简介 周宇,男,上海社会科学院世界经济研究所博士后。

中图分类号:F831.3 **文献标识码:**A **文章编号:**1007-6964[2002]-020111-0014

亚洲金融危机发生以来,国际社会和西方学术界对金融开放问题的看法已发生明显变化。从基本基调来看,在亚洲金融危机发生之前,金融开放乐观派占据着主流地位。认为资本项目越开放经济就越发展,以资本项目开放程度衡量发展中国家经济好坏的做法曾盛行于西方学术界。然而,1998年以后,以上局面开始发生明显变化。受亚洲金融危机的影响,主张谨慎对待金融开放的观点开始占据主流地位。国际社会和西方学术界对金融开放认识的变化主要表现在以下几个方面。

第一,主张发展中国家限制短期资本移动的观点已得到广泛认可。西方学术界普遍认为,在金融体系还不健全的情况下,过早取消对短期资本移动的限制存在巨大风险。短期资本移动自由化应该实施于金融开放的最后阶段,并且应该以建立健全的金融体系为前提条件。第二,资本项目的完全开放

涉及到取消对短期资本移动的限制,考虑到这一因素,一些学者认为发展中国家应该谨慎对待资本项目的开放问题。持有这种观点的学者反对IMF在资本项目开放问题上,对发展中国家施加任何压力。第三,在亚洲金融危机中,不同种类的资本移动显示出不同的风险性质。基于这一事实,经济学家们普遍认为,发展中国家应该按照风险程度的不同,有序地推进资本项目的开放进程。就资本项目开放顺序而言,一些学者认为直接投资应该优先于间接投资,在间接投资方面,证券投资应该优先于借贷投资。第四,由于受以上认识的影响,IMF等国际金融机构和发达国家政府要求发展中国家开放资本项目的压力已明显减弱。虽然,IMF在资本项目开放问题上想增加其影响力,但IMF对这一问题的提法已发生明显变化。在亚洲金融危机发生后,IMF的一些高官反复强调,在资本项目开放问题上,IMF

无意对发展中国家施加压力,IMF的宗旨在于帮助发展中国家有序地推进资本项目开放的进程。

国际社会对金融开放问题的认识转变,是人们金融危机原因进行反省的必然结果。90年代后期,在经历了10余年的金融开放之后,许多发展势头较好的新兴市场国家,都相继遭受了金融危机的冲击。值得注意的是,虽然不同国家的金融危机有着不同背景,但几乎所有金融危机都发生在对外金融相对开放的发展中国家,而且每次金融危机都与短期资本移动有着密切联系。在亚洲金融危机中,这些特点表现的尤为明显。韩国和泰国在进入90年代后开始加速金融开放步伐,这些金融开放措施主要涉及短期资本移动项目。随着这些措施的实施,短期资本流入明显增多。1997年7月以后,短期资本流出成为这些国家遭受金融危机冲击的主要原因。

正因为如此,在亚洲金融危机爆发后,发展中国家金融开放风险问题引起了国际社会的广泛重视。80年代以来,虽然每次金融危机的发生,都曾引起西方学术界对金融开放风险问题的争论,但这种争论主要局限于学术界,而且其规模和影响都非常有限。与以往不同的是,在亚洲金融危机发生后,整个西方学术界、国际机构以及一些国家政府部门都参与了有关金融开放问题的讨论。这场讨论的广度和深度都是前所未有的。这场讨论中所达成的一些基本共识不仅对今后金融开放理论研究的内容,而且还将对发展中国家金融开放策略的制定,以及国际金融体制的改革方向产生深远的影响作用。

一、资本自由化之争

亚洲金融危机发生后,西方学术界就资本项目开放问题展开了广泛讨论。许多著名经济学家,如巴格瓦蒂、斯蒂格利兹、萨克斯、克鲁格曼、托宾、罗德里克、库珀和韦德等人先后发表论文,参与了这场讨论。在这场讨论中,著名学者巴格瓦蒂的论文引起了经济学界的普遍关注。

1. 巴格瓦蒂的《资本神话》

1998年上半年,巴格瓦蒂在美国权威性杂志《外交事务》上发表题为《资本神话》的论文,对IMF

和美国政府推行的资本自由化政策提出了尖锐批评。这篇论文当时在西方学术界引起巨大反响。巴格瓦蒂在其论文中提出了以下主要观点:

第一,资本项目的开放未必有利于发展中国家的经济发展。根据以往经验来看,许多国家在实施资本项目管理的情况下,实现了高速经济成长,一些国家在开放了资本项目后,经济发展速度反而有所下降。因此,那种认为开放资本项目必定有利于经济发展的见解缺乏足够的理论依据。以往主张金融开放的观点,忽视了资本项目开放与金融危机的联系。如果考虑到金融危机的成本,那么在许多情况下,资本项目的开放将弊大于利。

第二,IMF所推行的资本自由化政策是导致亚洲金融发生的主要原因之一。一般来说,直接投资自由化有利于发展中国家的经济发展,但短期资本移动自由化伴随着巨大的风险。IMF要求发展中国家开放资本项目,实际上也包含着要求这些国家取消对短期资本移动的限制,IMF的这种做法给亚洲一些国家带来了灾难性的结果。在这些国家,随着资本项目的开放,短期资本流入明显增多。这些短期资本的流出导致了金融危机的发生。

第三,IMF和美国政府一直要求发展中国家开放资本项目,这一要求反映了美国金融界的愿望。IMF等国际金融机构、美国政府和华尔街组成了庞大的利益集团。美国政府和国际金融机构的许多高官来自华尔街,在他们引退后,一些人又重返华尔街担任金融界的巨头。因此,在IMF、美国政府和华尔街之间形成了一个庞大的关系网,这个关系网从本质上代表着美国金融界的利益。美国的竞争优势在于金融业,而发展中国家开放资本市场,有利于美国金融业实现其利润最大化的目标,这正是IMF和美国政府极力推行资本自由化政策的目的所在。

以上是巴格瓦蒂的主要观点。进入90年代后,新古典派理念开始在经济开发领域占据主导地位,在市场万能主义思潮的影响下,IMF等国际金融机构开始把资本项目开放作为提供经济援助的条件。在亚洲经济危机的初期阶段,虽然一些人已意识到资本项目开放与金融危机的联系,但迫于舆论压力很少有人敢于公开发表这种见解。当时,西方舆论界演出了一场批判亚洲经济开发模式的大合

唱。西方舆论普遍认为,以政府干预市场为特征的亚洲经济开发模式是导致亚洲金融危机的主要原因。正是基于这种考虑,IMF在对东亚各国提供援助时,要求这些国家进一步开放资本市场。在这种大环境下,巴格瓦蒂挺身而出,对IMF和美国政府所倡导的资本自由化政策提出疑问不能不说是一种壮举,这一举动自然引起了西方学术界的震惊。由于巴格瓦蒂的观点在一定程度上反映了客观事实,因此在国际社会引起了强烈反响。巴格瓦蒂的论文成为此后有关资本自由化争论的重要契机。

2. 斯蒂格利兹与萨莫斯的对立

在巴格瓦蒂发表以上论文的同一个时期,斯蒂格利兹和萨莫斯之间的争论同样引起了国际社会的关注。一些评论家把这场争论称为经济学界近十年来最精彩的一场争论。在这场争论发生时,斯蒂格利兹是世界银行副行长兼首席经济学家。而他的对手萨莫斯是哈佛大学著名经济学家,美国当时的财政部副部长。学者兼高官是两人的共同之处。

在亚洲金融危机发生后,萨莫斯坚持美国政府的一贯立场,极力反对发展中国家限制短期资本移动。他认为外国资本之所以撤离亚洲一些国家是因为这些国家经济本身存在着问题。所以,克服这些问题是防止资本流出的唯一有效方法。萨莫斯虽然承认金融开放存在风险,但他认为不应该把这些风险视为限制短期资本移动的理由。为了说明这一道理,他把金融开放比喻为喷气式飞机。虽然喷气式飞机偶然有坠机事件的发生,但这不能成为禁止使用喷气式飞机的理由,因为这种现代化交通工具,可以使人们更快,更舒服地到达目的地。因此它所带来的利益要远远超过成本,这正是喷气式飞机得到普及的原因。

在如何看待亚洲金融危机原因的问题上,斯蒂格利兹的观点与萨莫斯截然不同。斯蒂格利兹认为,盲目的金融开放是导致亚洲金融危机发生的重要原因之一。亚洲各国经济固然存在许多问题,但这些问题是以前就存在的问题,这些问题并没有妨碍亚洲各国实现高速经济增长,因此很难用这些问题解释为什么金融危机发生在90年代后期。如果说在亚洲金融危机发生前,这些国家的经济有什么异变,那就是这些国家放松了对短期资本移动的管

理。这一变化明显降低了这些国家抵抗资本移动风险的能力。

针对萨莫斯喷气式飞机的比喻,斯蒂格利兹把发展中国家比喻为汪洋大海里的一支小船。庞大的国际游资和无序的国际金融市场如同变化无常的大海。在这瞬时万变的大海里,经济实力弱小的发展中国家就像一支漂泊不定的小船。如果气候恶化,海浪过大,小船常常会有翻船的可能。小船之所以翻船,在许多情况下,并不是因为船体不够结实,也不是因为船手的经验不够丰富,而是因为小船过于弱小,根本无法抵抗大海的力量。斯蒂格利兹的比喻揭示了这样一个道理:即在资本项目完全开放的环境下,良好的经济基础条件并不能完全保证发展中国家免遭国际游资的冲击,考虑到这一现实状况,斯蒂格利兹认为发展中国家有必要限制一部分风险较大的短期资本移动。

斯蒂格利兹与萨莫斯的观点,分别代表了当时西方学术界对金融开放问题的两种不同认识。然而从总体上讲,随着亚洲金融危机向俄国和拉美地区的扩散,主张限制短期资本移动的观点开始在学术界占据主流地位,而且这一变化开始影响到一些国际机构和政府部门对金融开放问题的态度。

二、国际机构的观点

在西方学术界展开对金融开放问题讨论的同时,联合国有关组织、IMF和世界银行等国际金融机构也表现出对金融开放风险问题的高度重视。这些机构曾先后组织有关专家专题讨论金融开放的风险问题。

在这些机构中,联合国下属组织更倾向于限制短期资本移动的观点。1998年9月,UNCTAD(联合国贸易开发会议)在其年度报告中强调了发展中国家对短期资本移动进行管理的必要性。就具体管理方法而言,该报告提出了以下建议:第一,监督和限制居民对外借款。在泰国等一些国家,短期对外借款主要发生在离岸金融市场。鉴戒这一教训,该报告主张发展中国家在建立离岸金融市场时,应切断离岸金融市场和国内金融市场的联系。第二,通过

纳税和交纳准备金等方式限制短期资本流入。发展中国家对短期资本流入进行限制,不仅可以缓解资本流入对汇率和物价所形成的压力,同时也可以减少短期资本移动风险。在这一方面,该报告高度评价了智利短期资本管理的经验。第三,发展中国家在面临突发性短期资本流出时,IMF有义务协助这些国家与投资者达成债务延期支付协议。为了减轻金融危机的破坏程度,必要时,可通过建立国家破产保护法,实行强制性债务重组。UNCTAD的这一观点实际上是主张对资本流出实施临时性管理。

另外,1999年1月,联合国经济社会执行委员会(ECES)发表了有关国际金融体制改革建议的报告。在这一报告中,该委员会强调了亚洲金融危机与资本项目开放的联系。鉴戒亚洲金融危机的教训,本报告指出,发展中国家有必要慎重推进资本项目的开放进程。此外,在预防短期资本移动风险方面,该报告同样强调了限制短期资本移动的必要性。

在是否有必要限制短期资本移动的问题上,与联合国有关组织相比,IMF的态度显得非常谨慎。进入1998年后,由于国际舆论开始倾向于赞同短期资本移动管理,IMF主张发展中国家开放资本项目的言论明显减少。但在是否需要资本管理的问题上,IMF一直没有做出明确表态。2000年IMF发表了一篇有关资本管理问题的研究报告,在这篇报告中,IMF肯定了我国和印度资本管理的效果。IMF指出,由于这一管理有效阻止了短期资本流入,因而在预防金融危机中发挥了积极作用。但IMF同时也指出,这种管理方法在金融市场相对发达的发展中国家并未起到预期效果,发达的金融市场为投资者提供了回避政府管理的金融工具,从而降低了政府管理的效果。这是一些国家废除资本管理的重要原因之一。另外,有效资本管理必须是综合性管理,这是因为局部性资本管理容易为伪装资本移动提供渠道。然而,综合性资本管理更容易在资源分配方面产生负面影响。

IMF的以上论述包括两层含义:第一,在金融市场不发达时期,发展中国家可以把直接资本管理作为预防金融危机的过渡性措施。第二,考虑到直接资本管理发挥作用的特定环境和负面影响,不宜

将这种管理方式推广于发展中国家。在短期资本移动管理方法上,IMF更重视智利型间接资本管理。亚洲金融危机发生之前,IMF对智利资本管理的效果持怀疑态度。但在以上所提到的报告中,IMF的态度已经有所变化。另外,前任IMF第一副总裁费雪在其一篇论文中明确表示:在发展中国家内外经济政策目标发生冲突时,即一方面,短期资本流入使本国货币面临升值压力,而另一方面,阻止本币升值的措施有可能引发国内通货膨胀时,IMF支持发展中国家采用智利型资本管理方法限制短期资本流入。

虽然,IMF在表明对资本管理问题的看法时,使用了非常谨慎的措辞,但可以看出,与亚洲金融危机发生之前相比,IMF的态度已发生明显变化。这一变化也反映在对对冲基金管理问题的看法上。亚洲金融危机发生后,对冲基金在危机中所扮演的角色一直是人们关注的问题。针对这一问题,1998年,IMF发表了有关对冲基金的调查论文。在这篇论文中,IMF基本上否定了对冲基金操纵市场的可能性。然而,在2000年的资本市场调查报告中,IMF承认在中等规模的金融市场上,对冲基金具有操纵市场的能力。一般来说,对冲基金不会涉足规模较小,流动性较差的市场,另一方面,对冲基金也很难影响大规模金融市场的价格。但在中等规模的市场上,对冲基金有可能操纵市场价格。这一结论意味着IMF已承认对对冲基金进行管理的必要性。

另外,IMF准备建立国家破产保护机制的打算也在一定程度上反映了该组织对资本管理问题的态度变化。2001年11月,IMF第一执行副总裁库鲁依格正式公布了这一计划。如果这一计划能够实现,它将给国际金融体系带来巨大而深远的变化。实施国家破产保护机制意味着通过强制性法律手段限制资本流出。因此这一做法实际上使临时性资本流出管制合法化。长期以来,IMF对金融危机国家提供资金援助的目的之一是避免这些国家实施外汇管理。为此IMF常常把减少汇率管制作为提供融资的重要条件。国家破产保护机制的出台意味着IMF开始对以往政策做出重大调整,同时也意味着IMF的改革正在向近年来流行的市场理念提出挑

战。

IMF 以上认识的变化在一定程度上反映了 G7 峰会的意向。在亚洲金融危机发生后, G7 财长和央行行长会议曾多次讨论有关对短期资本移动和对冲基金进行监督和管理的问题。1999 年 6 月, G7 财长向 G7 首脑会议递交了《有关强化国际金融体系的报告》。这篇报告强调了对短期资本移动和对对冲基金进行监督和管理的重要性。G7 的这一决定对 IMF 态度的转变起到一定影响作用。

三、G7 首脑会议所达成的共识

在亚洲金融危机的初期阶段, 金融开放风险问题并未引起 G7 峰会的足够重视。和西方学术界一样, 7 国政府对亚洲金融危机原因的分析主要集中在道德风险问题上。在 1998 年 5 月举行的 G7 峰会上, 7 国首脑强调了预防道德风险的重要性。进入 1998 年下半年, 由于金融危机向俄国和拉美地区的蔓延, 同时也由于对冲基金 LTCM 事件威胁到美国金融体系的安定, 国际社会要求限制短期资本移动的呼声越来越高。在此背景下, 是否有必要对国际资本移动进行监管的问题开始成为 G7 首脑会议讨论的重要议题之一。

1998 年 10 月以后, G7 领导人曾多次召开会议讨论这一问题。讨论的焦点主要集中在是否有必要对短期资本移动和对冲基金进行监管的问题上。由于各国政府的态度不同, 这些讨论在最初阶段未能取得实质性成果。在政府是否有必要干预市场的问题上, G7 内部存在两种不同意见: 日本、法国等一部分国家倾向于限制投机资本和短期资本移动, 而美国政府对此持消极态度。然而, 进入 1999 年后, 美国政府的态度开始发生变化, 这一变化首先表现在对对冲基金进行管理的态度上。1999 年 1 月, 巴塞尔银行监督委员会制定了有关限制对冲基金经营活动的具体方案, 这一方案在 2 月份举行的 G7 财长和央行行长会议上得到美国政府的认可。同年 4 月, 美国政府发表题为《对冲基金, 杠杆及 LTCM 的教训》的调查报告, 该报告在分析 LTCM 破产原因的基础上, 进一步强调了对对冲基金进行管理的

必要性。

在 1999 年 6 月举行的 7 国首脑会议上, 各国首脑讨论和通过了由 7 国财长会议起草的《有关强化国际金融体系的报告》。该报告在总结亚洲金融危机和 LTCM 破产教训的基础上, 强调了对短期性投机资本进行监管的必要性。就监管的具体内容而言, 该报告认为先进国家有必要对对冲基金进行间接管理, 对冲基金有义务公开其业务内容。另外, 考虑到短期资本移动风险的危害, 该报告承认, 在金融体系还不健全的情况下, 发展中国家有必要限制短期资本移动。不仅如此, 该方案还承认了在特殊环境下, 发展中国家对资本流出实施临时性管理的必要性。

从以上内容可以看出, 1999 年 6 月的 G7 首脑会议是一个重要的转折点。在这次会议上, 美国政府承认了政府干预资本市场的必要性。这意味着美国政府被迫对华盛顿共识做出了修改, 同时它也意味着以自由放任为理念的新古典派理论终于受到了挫折。

四、金融开放的教训

自从亚洲金融危机发生以来, 国际社会对金融开放问题的认识已发生深刻变化。这一变化主要起因于亚洲各国金融开放的教训。这些教训可以归纳为以下几点。

第一, 在亚洲金融危机中, 亚洲各国受金融危机影响的大小与经济发展水平和金融开放程度有着密切联系。更具体地讲, 抵抗金融风险的能力在一定程度上取决于经济发展水平与金融开放的平衡程度。在亚洲金融危机中, 经济发展水平和金融开放程度都处于较高层次的新加坡和香港保持了本币的相对稳定性。另一方面, 经济发展水平和金融开放程度都处于较低层次的国家, 如我国和印度成功地抵御了金融危机。金融危机主要发生在经济发展水平相对落后, 金融开放程度较高的国家。泰国、韩国、印度尼西亚和马来西亚都属于这一类型。因此保持经济发展水平和金融开放程度的平衡是预防金融危机的基本策略之一。

第二,发达的金融体系和适当的资本管理都具有抵抗金融风险的作用,而是否需要维持资本管理取决于一国金融体系的发达程度。新加坡、香港和先进国家放弃资本管理的背景是这些国家和地区具备了发达的金融体系,中国、印度和智利等发展中国家限制资本移动是因为这些国家还不具备以上条件。以上两种选择都存在客观必然性。前者之所以放弃资本管理,是因为发达、健全的金融体系一方面削弱了资本管理的效果,另一方面也降低了实施这种管理的必要性。而后者之所以需要限制短期资本移动,是因为一方面落后的金融体系不具备抵抗风险的能力,另一方面这一体系又为资本管理发挥作用提供了条件。以上道理说明,资本项目的开放程度取决于金融体系的发展状况,资本项目的完全开放应该以建立发达、健全的金融体系为前提条件。

第三,从东亚各国的经验来看,资本项目开放,应考虑到一国经济对汇率变动的承受能力。这是因为资本项目开放将不可避免地减弱一国政府对汇率的控制能力。许多研究证明资本项目的开放是以放弃汇率稳定为代价的。在亚洲一些国家,资本项目开放和由此引起的短期资本流动是导致固定汇率制(形式上的管理浮动汇率制)崩溃的主要原因。在采用浮动汇率制后,汇率的变动常常受外部环境变化的制约,其结果这些国家的经济不得不承受由汇率变动引起的负面影响。由此可见,在完全开放资本项目之前,首先应该提高本国经济对汇率变动的适应能力。为此,建立发达的衍生金融商品市场、完善金融部门的风险管理机制、提高产业结构的层次、以及改善政府部门对宏观经济的调控能力都是不可缺少的前提条件。

第四,亚洲金融危机发生后,一些西方学者指出,在拥有发达、健全的金融体系之前,发展中国家应该把金融开放的重点放在直接投资和金融服务业务领域,在这一阶段,间接投资的开放应采取谨慎态度。这一意见实际上是参考了我国金融开放的成功经验。80年代以来,几乎所有亚洲国家都加速了金融开放的步伐。所不同的是:我国的金融开放主要实施于直接投资领域,而泰国、韩国等国的金融开放扩大到了间接投资领域。90年代初期,我国

的宏观经济状况不及东南亚一些国家,90年代后期这种状况出现了逆转。这种变化与金融开放的内容有着密切关系。间接投资的开放削弱了东南亚国家维护宏观经济环境和汇率稳定的能力。良好的宏观经济环境和汇率的稳定成为吸引大量短期资本流入的主要原因,而这些资本流入通过恶化国内经济环境,为突发性资本流出提供了诱因。因此,按照风险程度的不同,有选择地推进金融开放进程是发展中国家的明智选择。

以上是亚洲各国金融开放的主要教训,这些教训对华盛顿共识的合理性提出了疑问。从80年代后期开始到亚洲金融危机发生为止,在华盛顿共识的影响下,西方学术界形成了这样一种定论:即金融越开放经济就越发展,而亚洲金融危机彻底打破了这一神话。最近的阿根廷金融危机再次向人们展示了华盛顿共识的危害性。近十年来,阿根廷经济一直被西方国家视为华盛顿共识的标本,阿根廷的速成型资本项目开放曾得到IMF的高度赞赏。然而随着金融危机的爆发,“阿根廷神话”无情地变成了“阿根廷悲剧”。

如果说金融开放的教训给我们留下了什么重要启发,那就是金融开放理论和金融开放政策的制定不应该立足于某种理念之上,而应该立足于发展中国家的现实之中。只有从各国的现实情况出发,客观评价金融开放的风险和利益,才能使金融开放真正造福于发展中国家。□

(责任编辑:陆福英)

主要参考文献

- Bhagwati, Jagdish (1998), "The Capital Myth", Foreign Affairs, Volume 77, No. 3 May/June.
- IMF (2000), Country Experiences with The Use and Liberalization of Capital Controls.
- Krugman, Paul (1998), "Saving Asia: It's Time to Get Radical" Fortune, Vol. 138, No. 5.
- Stiglitz, Joseph (1998), "Boats, Planes and Capital Flows", Financial Times, March 25.
- UNCTAD, Annual Report, 1998.