

迎接下一次亚洲金融危机

——不同的故事、相同的机制

殷剑峰(《国际经济评论》2008年第4期)

去年此时,当我们欢欣地准备着诸如“亚洲金融危机十年祭”之类的活动时,下一场亚洲金融危机,却如《异形》(好莱坞关于外星球怪物的电影)中怪物产下的巨卵一样,在悄悄地等待着。今年此时,越南爆发了金融危机,怪物的巨卵似乎已经破壳。

一、上次亚洲金融危机十一年祭

在讨论可能即将到来的下一次亚洲金融危机之前,首先有必要分析一下引发上次危机的更加基本、但常被忽略的机制:在金融全球化的背景下,不受约束的储备货币变化所引发的流动性膨胀和收缩效应。

1. 危机爆发的基本机制: 外部流动性的膨胀和收缩

经过十年的反思和总结,关于上次危机的成因,已经形成了一些基本的看法:第一,不可持续的固定汇率体制。亚洲国家盯住美元的货币体制与资本项目的完全开放是冲突的,因为资金的自由流入和流出会对固定汇率形成巨大的冲击;第二,不健康的经济发展模式。亚洲国家普遍偏好高投入、高增长的经济发展模式,这造成了财政赤字和经常项目的恶化;第三,经济体中弥漫的道德风险。由于政府对与其关联的金融、非金融企业存在隐含担保,这些机构大肆借取短期外债,然后投入到股市和房地产市场中,推动了泡沫的形成。

如果以上的反思和总结能够构成故事的全部内容的话,那么,我们今天几乎无须担忧亚洲金融危机的再次爆发。因为十年间多数亚洲国家都发生了巨大的变化,固定汇率已经或正在让位于浮动汇率,外汇储备雄厚,财政和经常项目的状况较97年已有较大的好转,对金融机构的审慎监管体系也基本建立。

然而,令人遗憾的是,上述观点忽略了或至少没有重视一个更加基本的机制——金融全球化背景下规模愈来愈大、自由度愈来愈高的资金跨国流动,这样的流动推动了危机当事国流动性的膨胀和收缩。在布雷顿森林体系崩溃之前,资金的规模受制于盯住黄金的储备货币发行机制,滞缓的金融创新和金融全球化步伐使得资金的流动主要取决于各国经济的基本面。可是,在布雷顿森林体系之后的牙买加体系下,跨国流动的资金规模越来越大,速度越

来越快。除了诸如计算机和网络这样的技术因素之外，影响资金规模和速度的因素主要有：第一，储备货币国在发行基础储备货币方面愈发自私、随意的行为；第二，国际银行体系创造派生储备货币的能力日益强大；第三，金融创新、衍生品交易使得货币流通速度越来越快、越来越不可预测。

为了能够直观地说明资金流动对危机当事国经济、金融的影响，我们可以借用一个古老的货币主义衡等式：

$$MV=PT \quad (1)$$

在（1）式的左边，M 代表货币流量，它由央行控制的基础货币和商业银行创造的派生货币构成；V 代表货币的流通速度，MV 就是既定货币流量下能够媒介的交易总量。在右边，P 可以代表一般的物价，也可以代表资产价格；同样，T 可以代表实际的经济交易量（如 GDP），也可以代表能够交易的资产。

按照货币学派的传统观点，在 V 和 T 不变的情况下，价格（物价或资产价格）的上涨/下跌完全起因于（经济体内部）货币的增加/减少。在金融全球化的背景下，这种观点需要进行两个方面的修正：其一，一个经济体内部的货币流量增加并非只来源于本国内部，而是来自于外部的资金流入。在黄金非货币化后的牙买加体系下，新增的资金流量主要就来自储备货币国创造的基础储备货币和国际银行体系创造的派生储备货币；其二，货币的流通速度会因多种因素而发生变化。例如，资产价格飙涨、衍生品交易活跃的时候，货币流通速度会加快；而在资产价格跌落、衍生品交易清淡的时候，货币流通速度会急剧下降。

经过以上的适当注解，公式（1）就可以解释金融全球化背景下金融危机爆发的过程了：外部流动性的输入增加了一国内部可用于交易的货币流量，同时，由于输入的资金通常具有较高的活跃度，货币的流通速度加快。货币流量的增加和流通速度的加快将推动价格（物价和资产价格）的上升和交易量（GDP 和资产交易）的膨胀。随后，由于某个外部事件的爆发，输入的流动性突然反转，这将导致可用于交易的货币流量和流通速度同时下降。此时，不仅资产价格会发生暴跌，而且，任何一个在资产方和负债方出现货币错配、期限错配的经济主体都将受到严重打击。在这种短期的剧烈变化过程中，外部流动性快速的流入和流出是关键，经济基本面如果有用，也只是一个非常次要的因素。

2. 上次亚洲金融危机的根源：日元流动性的膨胀和收缩

在上次亚洲金融危机中，流动性的膨胀和突然紧缩完全归咎于日本。对此，在那篇《十年回望亚洲金融危机》的文章中，沈联涛先生已经明确地指出，亚洲金融危机的根源不在泰国，而在日本，因为日元的套利套汇交易以及随后的资金反转是导致危机的首要因素。

当时，导致日元资金大量流入亚洲国家的因素主要有两个：日本宽松的货币政策和日元对美元的升值。1990年日本的股市和房地产泡沫崩溃后，为了刺激疲弱的经济，日本银行在1991年到1995年间采取了极其宽松的货币政策，推动了日元利率的下行。到1996年，日本银行间拆借利率降至0.5%。与此同时，美联储自1993年开始逐渐加息，美国联邦基金利率由1993年的3%强一直上升到1996年的近6%。这意味着，在1995和1996年，借日元、换美元能够轻松获得5%左右的利差收益。

另一方面，日元自1990年5月开始相对于美元升值。1990年5月，美元与日元的比价是1:156。随着日元的不断升值，1994年7月日元/美元汇率破100，1995年4月美元与日元的比价达到最低的1:80。在日元升值的过程中，日本成为国际金融市场中流动性的主要来源地。日本的银行业一方面直接对亚洲国家大量发放日元贷款，另一方面，也为借日元、换美元的套利套汇交易提供了大量的日元资金。

尤其是在1994年后，随着日元升值前景的逐渐看淡，在国际金融市场上，以极低的利率获得日元，再换成美元，不仅可以轻松获得巨大的利差收益，而且，还极有可能享受未来日元贬值带来的汇兑收益。从事后的角度看，如果在1995年4月借日元、换美元，在1998年8月日元/美元汇率达到144时平盘，则能够实现20%的年均汇兑收益。

这种巨大的利差收益和汇兑收益不仅存在于日元和美元之间，还存在于日元与那些挂钩美元的亚洲货币之间。甚至，在日元和其他亚洲货币之间进行的套利空间要远大于日元和美元之间。因为在泰国、马来西亚、韩国等国家，新兴的股市和房地产市场极易产生泡沫，这将为投机资金带来更加可观的收益。

随着日元流动性的膨胀乃至泛滥，在亚洲国家，银行和非银行金融机构的资产负债表出现了严重的货币和期限“双重错配”的现象：在负债方，积累了大量的以日元、美元记价的负债，并且，这些负债以短期为主；在资产方，存在大量以本币记价的中、长期贷款，贷款的投向又多集中在泡沫严重的股市和房地产市场中。

亚洲国家银行和非银行金融机构的双重错配隐含了巨大的风险，一旦以日元和美元记价的短期负债被强迫性的减少，则以本币记价的中长期资产也将被迫缩减，这将引发严重的信贷紧缩效应，并导致资产价格暴跌和本币的贬值。这种风险很快就变成了现实。1997年，由于国内不良贷款的巨增，日本银行业的资产负债表开始恶化，资本充足率大幅度下降。为了提高资本充足率，恢复资产负债表的健康，日本银行业只能收缩在海外的贷款。而日本银行业的这种行为又在亚洲国家产生了立刻的流动性紧缩的效应，加上对冲基金的攻击，随后的故事就路人皆知了。

二、下次亚洲金融危机的第一阶段：美元流动性的膨胀和输入

日元流动性的膨胀和紧缩是上次亚洲金融危机之所以爆发的根本因素，而可能即将到来的下次亚洲金融危机则有着不同的故事——美元流动性取代了日元流动性、国际活跃银行资产负债表的双重错配取代了十一年前亚洲本土银行面临的困局，但基本机制都是一样的。在这样的机制中，第一阶段是外部流动性的膨胀和输入。

1. 美元流动性的膨胀

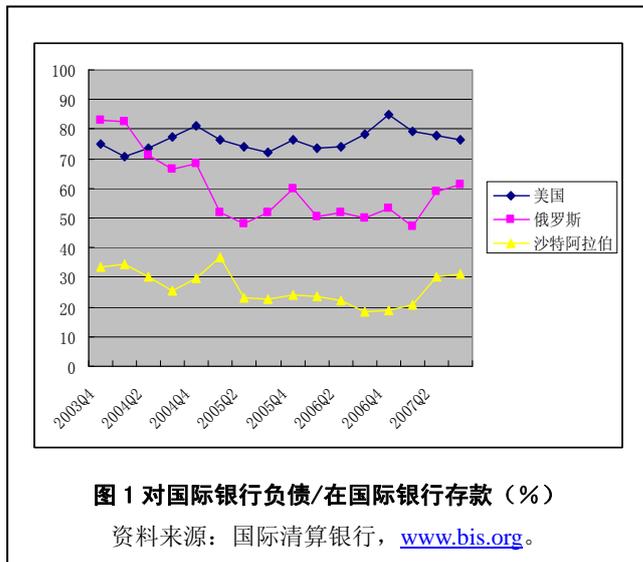
在过去的八年间，全球的流动性得到极大的膨胀。根据国际清算银行（BIS）的报告，自 2001 年以来，国际银行业的跨国要求权（claims）稳步、加速增长，其增速在 2007 年 3 季度达到了 22%。2007 年，银行业的国际资产负债表已经扩张到 2000 年末的 3 倍。以美元计，在 2000 年末，银行业的国际资产只有 12 万亿美元；到 2007 年末，则飙升到 37 万亿。

2000 年以来国际银行资产负债表的扩张几乎完全是因为美元流动性的膨胀，后者又起因于导致美元流量增加和流通速度上升的三个方面因素：

第一，美国宽松的货币政策是全球美元流动性膨胀的根源。作为国际最主要储备货币的输出国，美国的货币政策直接影响到全球各主要经济体的货币流量。自 2000 年美国纳斯达克股市泡沫崩溃之后，美联储持续降息达 4 年之久。之后虽然在 2004 年 6 月至 2007 年 7 月间出现了两年的升息过程，但紧缩的政策在次贷危机爆发后即嘎然而止，并再次转为注入流动性的宽松货币政策。美国在两次泡沫崩溃后的宽松货币政策推动了美元流动性的膨胀，并使得美元自 2000 年以来对欧元持续贬值了六年，贬值幅度已经接近一倍。

第二，油价的大幅度上升和产油国收入的过快增加进一步刺激了全球流动性的膨胀。在 1980 年至 2003 年间，全球原油期货价格一直维持在 20 到 40 美元/桶的价格区间内。随着美元流动性的膨胀，在投机资金的推动下，原油价格自 2003 年开始暴涨，至 2008 年 5 月底，已经超过了 130 美元/桶的水平，为 30 年以来历史平均水平的 4 倍。油价的大幅度上涨至少从两个方面推动了国际货币流通速度的加快，并促进了派生储备货币的创造：其一，投机资金频繁地进入和退出石油、粮食等商品的现货、期货和其他衍生品市场；其二，美元持有者身份的变化。原油价格的上涨使得非产油国的美元存量资金和新增流量资金转移到了产油国，与非产油国不同，产油国的美元资产较少用于进口实体经济所需的资源，而是更多地扮演着在国际金融市场中活跃地投资/投机的角色。

美国宽松的货币政策和产油国意外暴增的收入构成了全球流动性膨胀的两大源泉。对于美元流动性的形成及其形成后注入其他国家的程度，目前一个有用、但绝对不能反映全部情况



况的数据就是各国对国际银行（向 BIS 报告的银行）的负债与各国在这些银行存款的比。这个指标类似于国内通行的贷存比。如果它小于 100%，则意味着该国从国际银行获得的流动性小于其提供给国际银行的流动性，即净输出流动性；反之，如果它大于 100%，则意味着该国从国际银行体系获得了净额的流动性。从图 1 可以看到，美国和两大主要产油国——俄罗斯和沙特阿拉伯在国际银行的负债都小于其在这

些银行的存款，尤其是俄罗斯和沙特两国，在 2007 年 3 季度，两国在国际银行的负债只分别为其存款的 60%和 30%。

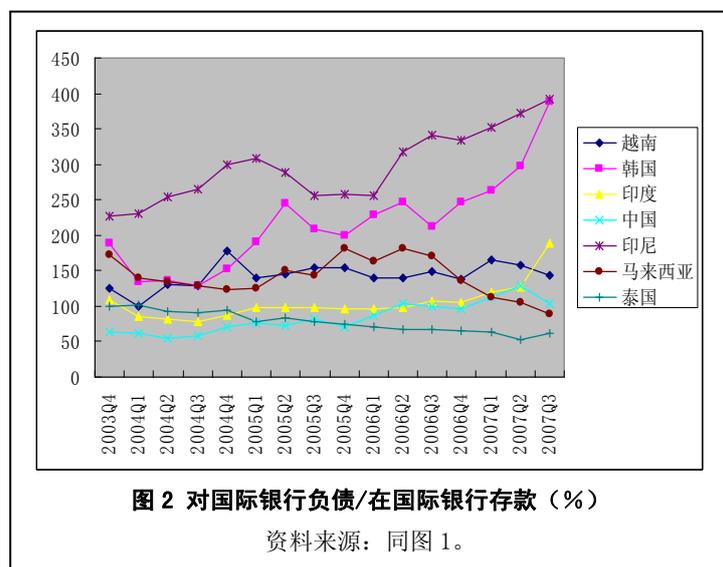
第三，除以上两大因素之外，20 世纪 90 年代以来金融创新的新领域——结构金融（Structured Finance）迅速发展，这极大地提高了美元的货币流通速度，并形成新的美元流量供给。自上个世纪 90 年代中期以来，国际银行业的结构金融活动日趋频繁，这尤其表现在以 CDO（抵押债务权益）为主的资产证券化业务上。在这种业务中，银行业在发放贷款（例如美国的次级按揭贷款）之后，通过贷款的证券化，能够迅速回收流动性，这些流动性又可以用于下一笔贷款业务中。显然，贷款、证券化、再次贷款的过程不仅从金融层面创造了新的货币流量，而且，也提高了既定货币流量下的货币流通速度。

2. 美元流动性向亚洲的输入

很多人在说，今天的亚洲已经与以往不同了，外汇储备大幅度增长，经常项目保持盈余，财政赤字变成了黑字。不过，令人担忧的是，在美元流动性膨胀的过程中，由于国际银行在亚洲的活跃程度大幅度上升，亚洲银行业（包括在亚洲运营的欧洲和美国的银行）的对外负债已经达到、甚至超过了 1997 年亚洲金融危机的水平。根据 BIS 的报告，1997 年亚洲主要经济体（中国、印度、印尼、韩国、马来西亚、中国台湾、泰国）的银行业对外负债为 4000 亿美元，而到了 2007 年，上升到约 9000 亿美元左右，大大超过了上次危机时的水平。换言之，仅仅看这些国家自身银行业的对外负债水平，已经远远不能反映流动性输入的实际情况。

在上次亚洲金融危机之后，随着亚洲各国对本国银行、非银行金融机构监管的加强，美

元流动性注入亚洲的机制已经发生了很大的变化。突出的表现就是，除像越南这样还处于发展初级阶段、没有经受上次深刻教训的国家之外，亚洲各国本身的银行和非银行金融机构已经较少参与借外债、搏本币资产的赌博，相反，在亚洲各国活跃的欧美外资银行正在成为输入美元流动性的主角。



入美元流动性的主角。

为了（粗略地）衡量美元流动性输入不同国家的程度，我们依然用图 1 中的指标，即当事国对国际银行的负债与其在这些银行的存款之比。从图 2 可以看到，除了 1997 年深受亚洲金融危机之苦的马来西亚和泰国之外，其他国家都是流动性的净输入国。其中，印尼和韩国最甚——两国对国际银行的负债与在其存款之比都接近 400%，其后是印度和越南——分别为 189% 和 144%。

以韩国为例。在 1997 年亚洲金融危机爆发时，韩国本国银行的短期对外负债和对外资产分别为 472 亿和 342 亿美元，短期负债与资产之比为 140%；其他银行的短期对外负债和对外资产远小于韩国本国银行，分别为 209 亿和 61 亿美元，短期负债与资产之比为 340%。但是，到 2007 年底，情况发生了很大的变化：韩国本国银行的短期对外负债和资产分别有 535 亿和 341 亿美元，两者之比为 160%；而其他银行的短期对外负债膨胀到 788 亿美元，短期对外资产则只有 94 亿美元，短期负债与资产之比高达 840%！

除了输入流动性的主体不同之外，输入流动性的套利套汇机制也出现了变化。再以韩国为例，在韩国的外资银行进行的套利套汇交易包括几个步骤：（1）以浮动利率 LIBOR 从其海外总部借取美元；（2）进行货币互换交易，将浮动利率的美元借款换成固定利率的韩元；（3）将互换得到的韩元投资于韩国的债券市场；（4）将韩元债券收益的一部分支付给货币互换的交易对手，获得交易对手支付的美元 LIBOR；（5）在上个交易中韩元债券收益与货币互换中支付的韩元固定利率之间的利差构成了在韩国外资银行的利润，同时，交易对手支付的美元 LIBOR 用于偿还其从海外总部的借款。如果在此过程中，韩元相对于美元升值，则还将获得额外的汇兑收益。

三、下次亚洲金融危机的第二阶段：美元流动性的紧缩和流出

目前，当美元和美国资产市场即使还未到底部、也离底部不远之时，当油价、粮价以及亚洲经济体的股价和房价即使还未到顶部、也离顶部不远之时，我们可以有相当把握地说，下次亚洲金融危机的第一个阶段已经或即将完成，第二个阶段正在展开。在将到来的第二个阶段中，外部资产价格的逆转和其他意外事件的爆发将导致美元流动性的突然紧缩，这又将通过那些面临双重错配的银行（如欧洲银行业）资产负债表迅速放大成一次导致美元流动性急剧减少的灾难。在这个过程中，当事国经济的基本面并不是最重要的。最重要的是，它们都曾主动或被动地接受了国际流动性的输入，都曾享受了由此带来的过度繁荣，而当局势逆转时，它们也都将被迫接受流动性突然撤离的苦果。

1. 美元流动性的紧缩

在分析美元流动性可能的紧缩及其产生的影响之前，首先需要注意全球主要活跃银行——美国银行业和欧洲银行业在资金来源与运用上的差异，因为其中蕴涵着下次亚洲金融危机爆发的导火索。

对于美国银行业来说，它们从非银行部门获得美元存款，其净头寸自 2000 年的 2000 亿美元上升到 2007 年底的近 7500 亿；通过国际银行间市场，美国银行业将这些美元资金贷给了以欧洲银行为主的其他银行。对于欧洲银行业来说，它们从国际银行间市场借取美元，其净头寸自 2000 年的 2000 亿美元上升到 2007 年底的 8000 亿美元左右；在获得这些资金后，欧洲银行业又将之投入到美国、亚洲新兴经济体和欧洲相对落后国家的非银行部门。在欧洲银行业的资金运用中，除了投入到亚洲的资金运用之外，令人关注的还包括：（1）美国的次贷，欧洲银行业购买了大量的以次贷为基础资产的 CDO 及其相关衍生品；（2）西班牙发行的基于西班牙住房抵押贷款的证券化产品。

从欧洲银行业的资金来源与运用看，它同样面临着严重的货币、期限双重错配的问题，其中关键在于美元流动性。可以想象，即使亚洲国家本身的经济不发生任何问题，以下几个外部事件也可能将导致欧洲银行业资产负债表的恶化和流动性的突然紧缩：

第一，美国宽松货币政策的终结。美国目前宽松的货币政策是因为次贷危机，然而，次贷危机对美国的影响很可能被夸大了。一方面，发放次贷的美国银行业已经通过证券化，将大多数贷款及其隐含的风险转嫁给了欧洲的银行业；另一方面，从 2008 年四季度开始，进入利率重置的次贷将大幅度减少。加之扩张的财政和货币政策，即使进入利率重置时期，次贷借款人的还债压力也将得到减轻。当次贷危机的艰难时期过去时，高油价引发的通货膨胀压力将成为首要考虑，这很可能导致美国宽松的货币政策发生改变。随着未来美元利率的上升，欧洲银行业的债务压力将愈发沉重，获得美元流动性的难度也将加大。

第二，美元由弱势地位转为强势。从 2001 年以来的弱势美元政策并不符合美国人的根本利益，因为弱势美元除了让美国的石油利益集团获益之外，削弱了美元资产的吸引力和美元的国际储备货币地位，同时，这又在意外间造就了另一个战略竞争对手——因油价上涨而崛起的俄罗斯。可以预料，随着下一届美国总统的就任，这种格局将会出现根本性的改变。而这样的变化又会减少产油国意外增加的美元收入，并最终减少产油国投放于国际金融市场中的流动性。事实上，近期已经出现了这样的苗头：产油国（如图 1 中的俄罗斯和沙特）正在悄悄地减少在国际银行的存款。

第三，欧洲央行的紧缩政策。欧洲的经济增长一向不如人意，而欧洲央行盯住通货膨胀的死板政策将加剧欧洲的衰退。在次贷危机爆发之时，欧洲央行曾经宣布紧急注入欧元流动性。随着美元的继续贬值和油价的继续飙涨，抑制通货膨胀开始成为欧洲央行的第一考虑。然而，欧洲央行并未意识到这种成本推动型的通货膨胀几乎完全是因为美元流动性的泛滥和对石油期货的投机炒作。如果欧洲央行紧随美国实行紧缩的货币政策，将对欧洲银行业形成双重打击：美元流动性的紧缩和欧元流动性的紧缩。

第四，西班牙房地产市场的持续衰退。除了不确定的货币政策之外，欧洲经济的“新增长点”——西班牙的房地产市场也正在经历衰退。西班牙房地产市场的发展离不开西班牙银行发放的按揭贷款，而入不敷出的西班牙银行业之所以有资金来发放贷款，几乎完全是因为它们能够将贷款通过证券化卖给德国和法国的银行业。也就是说，西班牙极度依赖外部输入的流动性。同样以图 1 和图 2 中采用的指标，2007 年 3 季度，西班牙对国际银行的负债已经相当于其在国际银行存款的 250%。一旦市场出现趋势明确的逆转，德国和法国投资者对流动性和本国资产的偏好将会迅速增强，看似铁板一块的欧元区或将四分五裂。

2. 谁将成为牺牲品？

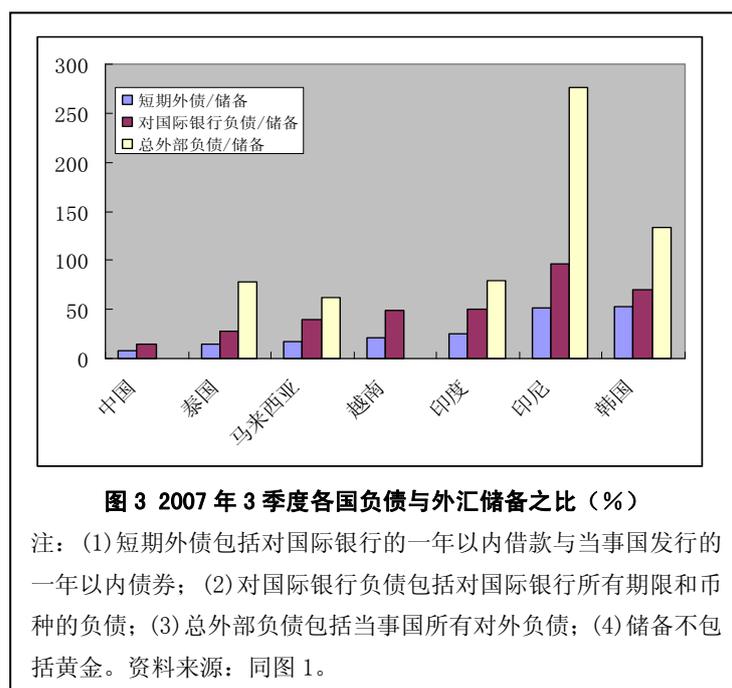
事实上，即使没有上节描述的导致美元紧缩的四个突发事件，亚洲国家本身的经济也正在出现问题。就以我们身处其中、颇多感受的中国经济为例。

自 2001 年以来不断上扬的中国经济景气看起来正在迅速消失：随着产业结构调整的行将结束和房产价格即将面临的拐点，以制造业和房地产业为主的固定资产投资日渐疲弱；短短半年间就损失了 2 万亿财富的股民已经疲于解套，更不用说增加消费了；唯一剩下的就是独木支撑的出口行业，但是，在人民币升值（尤其是当美元开始走强时）、出口退税政策调整和劳动力成本上升三重打击下，出口行业的前景令人担忧。

与此同时，美元流动性泛滥引发的成本（油价、粮价）推动型通货膨胀正在形成愈来愈大的威胁。此时此刻，无论是已经进入危机的越南，还是没有体会到外部流动性紧缩的中国，

都在不折不扣地执行着古典货币学派的教义：提高法定存款准备金率、加息或执行窗口指导之类的政策。殊不知，(1) 式中揭示的情况是，在牙买加体系和金融全球化时代，货币政策的主权已经完全或者部分地丧失了。就此来看，那些言必称通货膨胀必然是货币现象的人没有意识到，即使通货膨胀——成本推动型或需求拉动型——终究属于货币现象，但在这里，它是美元现象，而不是人民币现象。

无论如何，让我们来预测一下谁将成为下一个牺牲品。这件事情，多少仿佛坐在古罗马



的角斗场上观看正在进行的血腥厮杀那样，残酷而现实。显然，在国际流动性膨胀和输入机制已经变化的环境下，如果仅仅以外汇储备能够支付几个月的进口、财政赤字占GDP比重、经常项目状况等传统的指标，似乎已经不能提供完整的信息了。这里，我们以三个指标来描述各国的流动性状况：短期外债与储备之比、对国际银行负债与储备之比、总外部负债与储备之比。

比、总外部负债与储备之比。

按照以上三个指标，最为危险的恐怕就是印尼和韩国（参见图3）：2007年3季度，两国的短期外债与储备之比分别为51%和53%，两国对国际银行的负债与储备之比分别为96%和70%，两国总外部负债与储备之比分别为276%和133%。如果考虑到经济发展水平较为落后，尤其是还未经历过上次亚洲金融危机的洗礼，或许印度更加有可能成为下一个（第一个）牺牲品：在2007年3季度的三项指标中，印度分别为25%、50%和79%。同期（2007年底），印度的财政赤字、经常项目逆差与GDP之比都超过了97年的水平。需要注意的是，与正在遭受资产价格下跌和本币贬值的越南相比，印度的各项指标过之而无不及。

值得高兴的是，在上次危机中惨遭蹂躏的泰国和马来西亚，不仅在财政赤字、经常项目等“传统指标”上得到显著改善，而且，图3中的三项指标也显著低于其他国家。中国的情况更是显著好于其他国家，但是，如果紧缩的调控政策依然不知疲倦，则我们在1996年之后经历的“硬着陆”或许将再次重演，甚至演得更加惨烈。

参考文献

沈联涛(2007):“十年回望亚洲金融危机”,《财经》2007年专刊。

殷剑峰(1999):“汇率制度和跨国资本流动管理的配合”,《经济研究》1999年12期。

克鲁格曼(1999):《萧条经济学的回归》,中国人民大学出版社。

麦金农(1999):“汇率政策协调:战胜东亚货币危机的策略”,《金融研究》1999年1期。

BIS(2008): International banking and financial market developments, BIS Quarterly Review(June 2008), www.bis.org.

BIS(2006): Financial globalisation, Fifth BIS Annual Research Conference, 19-20 June 2006, www.bis.org.