

论现代货币危机的国际传导机制

安刚

1997年7月爆发了亚洲金融危机,至今余波未息,其后拉美、俄罗斯的金融市场也相继处于动荡之中。这次危机的爆发引起了国内理论界关于现代货币危机的相当多的讨论,但它们大多着眼于引发货币危机的原因、其可能造成的影响、国家发展模式与货币危机的关系等。对于货币危机在国家间传递机制的专门研究则少之又少。在国外的理论研究中也是如此。但事实上货币危机的国际间传递机制应该是有关现代货币危机研究的一个重要方面,因为在世界经济全球化的背景之下已使得现代货币危机的发生具有了与以前不同的明显的在国际间传递的性质。要从更深一个层次上去认识现代货币危机,要想在开放的世界经济中防范货币危机,就必须研究它的传递机制。

一、世界经济的全球化使货币危机具有了在国际间传递的性质

经济全球化是世纪之交世界经济的重要特征,是不可逆转的经济和社会进步的大趋势。经济全球化主要表现为贸易的自由化、生产的国际化和金融的全球化。目前世界国内生产总值的三分之一以上直接参与国际交换。在跨国公司的作用下,生产经营也越来越呈现出国际化的特征。尤其令人瞩目的是金融的全球化,由于各国金融市场的逐步开放以及现代科学技术的发展,金融市场已形成一个覆盖全球的网络,国际间资本的流动日趋便利。经济全球化使得资源得以在世界范围内实现最优的配置,降低了生产成本、提高了经济效率、增进了消费者的福利,对于世界经济的发展无疑是具有积极意义的。

世界经济的全球化形成的各个国家在生产、资金、技术、贸易、信息等方面的联系使他们变得更加相互融合和相互依赖。这种密切的联系在促进世界经济发展的同时,也使得一国宏观经济的恶化、金融市场的动荡都会被迅速传递到另一个国家。货币危机的爆发也是如此。以20世纪90年代爆发的三次货币危机为例。1992-1993年欧洲货币危机由芬兰马克脱离欧洲货币体系开始,演化成为整个体系的货币危机。意大利里拉、英国英镑相继退出欧洲货币体系,西班牙比塞塔几次贬值。即使没有宣布贬值的货币如法国法郎、丹麦克郎、爱尔兰镑等也都受到了强烈的货币冲击。1994-1995年墨西哥比索危机同样也使得阿根廷、巴西、秘鲁遭受了强烈的冲击,冲击甚至波及亚

太地区的新兴市场以及加拿大、意大利、匈牙利、西班牙等国。只是由于美国、加拿大等墨西哥的贸易伙伴以及国际货币基金组织、国际清算银行的帮助才使得危机稳定下来。已基本结束的亚洲金融危机更是让人记忆犹新,先是泰国、印尼、马来西亚、菲律宾四国货币的竞争性贬值,接着这种贬值被传递到新加坡、韩国、中国台湾,香港也受到了强烈的投机冲击。一年多之后,危机更是被传染到拉美、俄罗斯的金融市场上。

二、货币危机的传递机制

所谓货币危机是指固定汇率制下对货币的冲击导致该货币的大幅贬值和(或)国际储备的大幅下降。它既包括对某种货币的成功的货币冲击(即导致该货币的大幅贬值),还包括不成功的货币冲击(仅导致国际储备的下降)。货币危机发生于一国的外汇市场上,但其进行国际传递的渠道,则绝不仅限于国际外汇市场,外汇市场只是货币危机最后的表现场所。本文将货币危机的传递渠道大致归为两个:一个是商品市场,一个是金融市场。用商品市场这条传递渠道表示一国货币危机的发生通过商品市场的传递使得另一国实际的宏观经济变量发生改变,从而在另一国产生诱发货币危机的可能。用金融市场这条传递渠道表示一国货币危机的发生通过国际金融市场上迅速的资金流动,从而引发另一国货币危机的可能。严格地说金融市场这条传递渠道所表示的含义并不十分确切,因为一国货币危机引起的国际金融市场上的资金流动,很多时候是由金融市场以外的因素造成的,如金融市场参与者的预期改变等,资金流动只是信息传递后的市场表现。但是为了讨论的方便,本文也将其称为通过金融市场的传递。以下分别就这两个传递渠道讨论货币危机的国际间传递机制。通过金融市场的危机传递应该是最为重要的,但是为了便于说明问题,首先讨论通过商品市场的危机传递。

(一) 商品市场

货币危机在商品市场上的传递,是通过两国之间直接的或是由第三国而产生的间接的联系完成的。

假定A国此时经济稳定,无通货膨胀,汇率水平适当,无国际收支逆差,外汇储备充足,也就是A国此时内外政策协调,

中央银行能够维持其货币的对外汇率水平，外汇市场上并无诱发对A国货币进行投机冲击的动因。如果B国此时发生了一次成功的货币冲击，通过商品市场的传递，有四种可能的方式引起外汇市场上对A国货币的投机冲击。

1. 造成A国的贸易赤字及中央银行外汇储备的减少

(1) 出口数量下降，进口数量增加

成功的货币冲击会导致B国货币名义汇率的贬值，相应地带来实际汇率的贬值。实际汇率的贬值增强了B国商品在国际市场上的竞争能力，如果B国与A国在对C国的出口中存在相似的出口产品，则C国很可能增加B国商品的进口，而减少A国商品的进口。

A国产品出口的下降，还不仅源于A、B两国之外C国市场上B国产品对A国产品的替代，还源于B国对A国产品进口的减少。由于汇率贬值，B国的进口产品变得相对的更为昂贵，这样B国会减少产品的进口，其中当然也包括A国的产品。

出口数量减少的同时，由于B国产品价格的下跌，同C国一样A国也可能增加B国产品的进口。

(2) 出口价格下跌

出口价格的下跌可能是由两个原因造成的：i. 由于B国产品在国际市场上的价格下降，迫使A国生产的在国际市场与B国竞争的产品也被迫降低售价。ii. 如果B国是国际上某一产品的消费大国，由货币危机造成的B国进口的减少也会降低该产品的国际价格。如果A国的出口中该产品占有相当的份额，就会受到冲击。

这样B国的货币危机就通过A国出口数量减少、价格下跌以及进口的增加导致了A国的贸易赤字，而贸易赤字将会导致A国中央银行外汇储备的减少。当A国中央银行的外汇储备下降到难以维持外汇市场上A国货币的汇率水平的时候，就容易诱发对A国货币的投机冲击。

2. 迫使A国采取扩张性的货币政策造成内外政策的不协调

如果A国是以出口为导向的国家，国际市场上对A国产品需求的减少就会恶化A国的经济形势，使经济增长趋缓，失业人口增加。这会迫使A国的中央银行采取扩张性的货币政策，阻止经济的衰退，阻止更多的失业。但是我们知道，固定汇率制下一国的货币政策具有内生性。随着这种扩张性的货币政策的推行，越来越多的人会要求将本币兑换成外币，外汇市场上会不断增加对本币的贬值压力。

3. 迫使A国中央银行提高利率而恶化了宏观经济形势

B国的汇率贬值可能会引起国际投资者撤回其在A国市场上的资金，甚至A国的居民也可能将本币兑换成外币（引起资金外流的原因可能是由于市场预期的变化等，下文将会对此进行讨论）。为了阻止资金的外流，A国央行可能会提高本币的利率。利率的提高虽有可能阻止部分资金的外流，但时间长了必然会恶化实际经济情况。当投资者对该国经济失去信心之后，货币仍不免最终贬值。例如巴西政府在1997年10月为了阻止资金外流维持雷亚尔的固定汇率，不惜将利率提高至

50%，但这是实体经济部门难以承受的。利率的提高最终恶化了巴西的实际经济情况，使巴西于1999年月元被迫放弃了雷亚尔的固定汇率。利率提高虽然不是雷亚尔贬值和巴西经济恶化的决定性因素，但至少是相当重要的原因。

4. 产生多余的货币供给 (Gerlach and Smets, 1995)

在实际经济的运行中，还有一条更为直接的渠道使A国货币易于受到攻击。B国出口商品价格的下跌就是A国进口商品的价格下降，进口商品价格下降又会使整体物价水平下降。如果A国居民的实际货币需求不变，则其名义货币需求会下降，整个经济中就会产生多余的货币供给。这种多余的货币供给只能由中央银行向居民出售外国资产收回本国货币才能消除，而这将使中央银行的外汇储备减少。当央行的外汇储备下降到难以维持外汇市场上本国货币的汇率水平的时候，本国货币在市场上就变得易于受到攻击。

(二) 金融市场

现代化的信息传输方式及金融的电子化极大地加快了全球金融市场上的资金流动。国际清算银行曾估计1998年的全球外汇市场日交易量为1万5千亿美元。外汇市场的交易已脱离了对外贸易的实际需求，达到实际贸易额的60多倍。因此各个国家在金融市场上的相互联系要远大于商品市场。另一方面由于金融资产交易成本较低具有很强的流动性，再加上衍生交易工具的放大作用，使金融市场对于外部事件冲击作出的反应要远远快于和强烈于商品市场。所以金融市场是货币危机在国家间传递的最迅速、最重要的渠道。

1. 通过金融市场上的流动性需求传递的货币危机

Goldfajn和Valdés (1995)的危机传导模型注重了流动性在货币危机传递中的作用。在他们的模型中，投资者以及居民纷纷提取本币形式的银行资产并将其兑换成外币的行为，会造成银行大面积的支付危机。那些在该国银行体系拥有大量资产的国际投资者就会面临流动性的困难，于是他们只能从别国的金融市场上提取资金，以满足流动性需求。当这种提款发生得较为集中时，就有可能引发另一国家的货币危机。

2. 借助于银行体系传导的货币危机

银行是外汇市场的主要参与者，并且向其它的参与者提供相关的支付服务，银行业发生的动荡无疑会波及到外汇市场。从另一个角度说，银行体系的危机会诱发国内存款人和国际投资者对该国银行体系稳健性的忧虑，从而将本币资产换为外币资产。因此银行体系的危机有时就会导致货币危机。当银行危机在国际间传递的时候，就有可能同时传递货币危机。

最容易导致银行危机在国际间传递的是国际金融市场上的银行间多边支付清算系统。这个系统把系统内的所有银行都联系在一起，造成了相互交织的债权、债务关系。一家银行造成的微小的支付困难就有可能酿成全面的流动性危机。一国银行体系的危机通过清算系统会被迅速地传递到其它国家。

3. 市场预期造成的资金的迅速流动

货币危机在金融市场上的国际间传递有时只是由于市场预期的变化造成的。正如上文所提到的，一国发生的货币危机

可能通过商品市场的传递而恶化另一国的经济形势，最终在另一国又引发一场货币危机。这样，在一国受到货币冲击后就会使得金融市场的投资者产生在与之密切联系的另一国也会发生货币冲击的预期。于是在另一国家的经济形势还未真正开始恶化的时候，由于市场预期作用，投资者已开始纷纷抽走资金，最终酿成货币危机。一定意义上说，这种货币危机是提前上演了本该发生的事情。这些情况在这次东南亚金融危机中表现得十分明显。由于相互之间的密切联系，东南亚国家中一国货币的贬值使市场投资者预期到未来其它国家的经济形势的恶化。因此在东南亚国家的货币贬值中表现出了强烈地相互交叠和自我加强的作用。

还有一种观点认为，信息不对称及信息加工能力的限制也会改变市场的预期。受到信息不对称及信息加工能力的限制，投资者很难分清那些有着某些相同特点的国家的不同情况。这些相同的特点可以是地域上的，可以是文化上的，可以是经济发展阶段上的。投资者会把他们中的一个所面临的问题，看作是共同的。一个国家受到的货币冲击，会使投资者产生其它具有相同特点的国家也会受到冲击的预期。于是对于投资者而言，当他得知某一国家正遭受货币冲击的时候，他会立即抽走他在其它那些有着相同特点的国家的资金。即使某一投资者正确地认识到这两个国家的不同情况，在其它投资者都抽走资金时，其理性的作法仍然只能是尽快地抽走自己的资金。这样也是由于市场预期的改变，在别国的外汇市场上造成了自我实现的货币冲击。

4. 机构投资者的运作也是现代货币危机的传导方式之一

随着发达国家机构投资者的增长，它们的运作也极大地影响到货币危机在国家间的传递。据国际货币基金组织（IMF）1997年出版的《国际资本市场报告》估计，目前整个保值性期货买卖基金、自营交易商和投机性互助基金的总资产在1000亿美元以上，而经过一定的投资活动，这些基金可在原有资本基础上放大5到10倍。因此机构投资者资金的运作对国际金融市场的影响是极大的。

大部分的机构投资者都在一定程度上遵循马柯维茨提出的风险分散的投资组合理论。而根据诺贝尔经济学奖得主夏普（W.F. Sharpe）的研究报告，在美国共同基金的抽样数据中，证券月收益差额的90%来源于投资地区的选择，仅有10%来源于证券种类的选择。因此相当多的基金采取了按照地理区域的投资分散方式进行管理。这样一旦某一区域内一国的货币遭受投机冲击，投资基金则可能将属于该板块的证券和货币都抛出去，从而可能引发对该板块内其他国家的货币冲击。

对于基金经理人的不对称激励也有助于解释投资基金减持区域内其它国家货币头寸的原因。比如在亚洲金融危机中，韩国经济与东南亚各国没有太大的联系，东南亚各国的货币贬值并不意味着韩元必须作出相应的调整，但是基金经理人仍然减持了韩元的头寸。因为如果韩元真的下跌而基金经理人未事先减少韩元头寸的话，他就会因为缺乏谨慎而招致基金委托人的指责。

5. 某种货币安排的国家间的货币危机传递

在存在某种货币安排的国家间有一种同信息有关的货币危机传递机制（Caplin and Leahy, 1995）。设想这样一种情况：某些市场上的参与者已经预期到了会发生货币危机，只是对其发生的时间并不确定。如果他们过早地采取行动的话就会有较高的成本。他们不知道别人是否也同样认为会发生一场危机，于是他们在市场上相互交流自己的看法。最终可能市场上所有的人都认为会发生一场危机，但是由于过早行动的高成本使市场参与者仍不会立即采取行动。他们希望根据市场上的某些确切的危机即将发生的信号，在危机发生前采取行动。这样的结果就是尽管市场参与者都认为会发生货币危机，市场仍能在没有任何危机信号的情况下正常运行。但是一旦出现了某种货币危机的信号，市场就会突然崩溃。

这种传递方式的一个例子是1992-1993年的欧洲货币危机。在危机发生前市场已普遍认为如果没有一个新的汇率安排，欧洲货币体系将难以继续运行下去。但自1987年以来该体系的稳定运行，又使市场参与者相信该体系仍将继续运行一段时间而不会立即解体。这样任何市场人士都不会过早地采取行动。但是1992年6月《马约》在丹麦未获通过，在法国全民公决前的民意测验又表明法国公众对《马约》的支持率急转直下。由于法国的否决很可能意味着《马约》及其规划的经货联盟的天折，市场投资者预期到欧洲货币体系将因此而动荡，于是市场上开始竞相抛售弱币，就相继引发了一连串国家的货币危机。

6. N+1货币体系内的货币危机传递

Buiter (1996) 等曾建立一个模型讨论在一个N+1货币体系内的货币危机传递机制。在这个体系内，N个国家的汇率都一起钉住那个剩下的一个中心国家的货币。当中心国家受到负面冲击而提高利率时，会使其它N个国家难以承受。他们中承受能力最弱的国家就会退出这个货币体系。这会使中心国家重新考虑自己的货币政策，为了维持该体系的存在转而采取扩张性的姿态，缓解仍留在体系内的其它国家货币的压力。在这里中心国家的利率提高，迫使一些国家退出了货币体系，但是他们的退出对于其它国家却传递了一种良性的影响，正是由于他们的退出使其它国家得以继续留在该体系内。这是一种正的传导效应。

三、传染性货币冲击的选择性

本文第二部分介绍了一些货币危机的可能的国际传导机制，但是需要强调的是除了Buiter等的模型以外，这里传导的只是发生货币危机的可能性，一国发生的货币危机使另一国也产生了发生货币危机的可能。实证研究表明，世界其它地方出现的货币危机（不论成功与否）在不考虑政治、经济等其它因素的情况下，使本国货币有8%的可能被袭击（Eichengreen et al, 1996）。但是传染性的货币危机真的发生与否，则是同本国的实际经济情况相联系的。从过去的危机中我们发现，易于受

到货币危机传染的国家都有这样的特点：实行较固定的汇率制度，与扩张性货币政策相伴的贸易逆差及外汇储备的减少，政府大量的财政赤字，经济增长的衰退以及失业人数的增加。欧洲货币危机中的芬兰、英国、意大利，墨西哥危机中的阿根廷、巴西，亚洲金融危机中的马来西亚、印尼、韩国等莫不如此。而那些经济健康的国家如荷兰、香港等则可以成功地维护货币的汇率水平。可见传染性货币危机的发生是有一定选择性的。这也给我们启示，要想在开放的世界经济中防范货币冲击最关键的还是保持国内经济的健康以及内外政策的协调。

参考文献：

1. 杰弗里·萨克斯、费利普·拉雷恩：《全球视角的宏观经济学》，中文版，上海，上海三联书店，1997。
2. 于立：《货币冲击的区域传导机制研究》，载《国际金融研究》，1998（8）。
3. Andrew Caplin & John Leahy, Business as Usual, Market

- Crashes, and Wisdom After the Fact, American Economic Review 84, 548~ 65, 1994
4. Barry Eichengreen, Andrew Rose and Charles Wyplosz, Contagious Currency Crises: First Tests Financial Liberalization and Macroeconomics Stability, edited by Anderson, Torben M. and Moene, Karl O., Blackwell Publishers, pp. 1~ 22, 1996
 5. Stefan Gerlach & Frank Smets, Contagious Speculative Attacks, European Journal of Political Economy 11, pp. 5~ 63, 1995
 6. Ian, Goldfajn and Rodrigo, Valdes, Balance of Payments Crises and Capital Flows: The Role of Liquidity, Unpublished Manuscript, MIT, 1995
 7. Paul Krugman, A Model of Balance of Payments Crises. Journal of Money, Credit and Banking 11, pp. 311~ 325, 1979

(作者单位：上海财经大学金融学院 上海 200083)
(责任编辑：陈永清)

(上接第 60 页) 的各种服务，如组织安排各种学习、宣传、教育活动，组织安排各种文化、艺术、文娱活动，组织安排各种体育、健身、医疗活动，组织安排各种旅游、参观、考察活动；(4) 由社区为老年人提供的各种服务，如日间护理中心、老年人饭桌、送餐服务、入户护理、入户家务料理、家庭病床、代购代送物品、老年人应急服务、热线咨询及组织安排老年人的各种文化、娱乐、体育、保健等活动。以上这些由社会提供的各种服务对提高老年人的生活质量是非常重要的，将随社会经济、文化的发展而逐渐在数量和质量上不断发展提高。

3. 老年人的居住方式

居住方式是养老模式的一个重要方面。如前所述，当前中国老年人基本上是分散居住在各自家庭养老，集中居住在各敬老院、福利院、托老所等机构养老者为数极少，不足 1%。虽然今后集中在养老机构中居住的老年人有逐渐增长的趋势，但其比例总会是少数。

从发展来看，主要有 4 种人需要居住在各养老机构集中养老：(1) 个人生活基本不能自理或部分不能自理，又无直系供养亲属的老年人；(2) 个人生活不能自理或部分不能自理，子女不便或不能照料的老年人；(3) 身患重病需要长期在疗养院疗养的老年人；(4) 丧失劳动能力自愿到养老机构过集体生活的老年人。以上 4 方面老年人可能占全部老年人的 10% 左右，当前我国养老机构及其设施与此相差甚远。因此，各级政府要随社会经济的发展逐渐增加老年投资，逐渐增加老年机构和养老设施的建设。

4. 居家养老的内部构成

居家养老方式内部还有不同的形式，如有一个老年人独居养老，有老年夫妻同居养老，有老年人同儿子和媳妇一起居住养老，有老人同女儿和女婿一起居住养老，还有老年人同孙子

女或外孙子女、或同其他亲属一起居住养老等多种居家养老形式。但是居家养老的主要构成是 3 种形式：一是老年人一个人或同配偶一起单独居住养老，二是老年人同子、媳一起居住养老，三是老年人同女、婿一起居住养老，其他形式是极个别的。当前中国居家养老的内部结构（舍弃其他形式），基本上是 3:6:1，即老年人个人或同配偶一起单独居住养老者约占 3/10，老年人同子、媳一起居住养老者约占 6/10，老年人同女、婿一起居住养老者约占 1/10。随着社会经济的发展，有逐渐向 2:1:1 比例转变的趋向。即老年人单独居住养老者约占居家养老总数的 2/4，老年人同子、媳和同女、婿一起居住养老者约各占 1/4。因为随着社会经济和文化科技的发展，两种传统观念和两种生活方式已开始发生变化，并必然成为社会发展的趋向：一是重男轻女和青年夫妇不同女方父母一起居住生活的观念已开始改变，因此同女儿和女婿一起居住生活的养老方式所占比例必然不断上升；二是数代同堂、天伦之乐的观念已开始淡化，中老年人和中青年人都开始重视、尊重自己和他人的独立个性，都倾向于自己选择分开单独居住生活的方式。这是符合人类进步和社会发展需要的。

注释：

- 《中国老龄问题研究》，1998（5），7、8 页。
《中国的养老之路》，54、8 页，北京，中国劳动出版社，1998。
《中华老年报》，1998- 12- 03。
《中国老龄问题研究》，1998（10）。

(作者单位：武汉大学商学院 武汉 430072)
(责任编辑：金萍)