

韩国金融危机的发生机理及其借鉴

胡岳岷

历史经验表明,历史上许多有普遍意义的现象,初始时往往因错综复杂的原因的交织而以特例发生,然后再传布而成为通例。这就是历史上重大的、足以改变人类命运的变革或突发事件的发生机理。1994 年岁末年终,墨西哥爆发了震撼拉美乃至全球的金融危机。墨西哥伤痕刚愈,1997 年 7 月,泰国金融危机又起波澜,并迅速波及其它东亚国家,打破了“东亚经济模式”的神话。在这场亚洲金融危机中,韩国的金融危机极其耐人寻味。本文仅就其发生机理及其对我们的经验教训谈点看法。

一、韩国金融危机发生的微观基础

60 年代初,韩国的国民生产总值仅有 21 亿美元,人均 82 美元,国民储蓄率只有 2.9%,可供投资的资金极其有限。为了加速工业化进程,较快改变落后的经济面貌政府便选择了一条集中资金、优先发展大企业的战略。企业便在发展壮大中,也相应地选择一种多元化战略。现在看来,在某种程度上,正是这种发展战略,构成了此次韩国金融危机的微观基础。韩国大企业多元化经营,几乎普遍采取了把自己的触角伸向各个产业领域的“章鱼战略”。到 90 年代,韩国 30 家大企业,少则介入了五六六个产业,多则介入了几十个产业。多元化经营面临的首要问题是经营每个产业都必须有形成“门槛”的最低资金需求量,加总起来的企业资金需求将远远超过全社会的资金供给。在这种情况下,为了缓解资金约束,韩国政府和大企业均采取了高负债战略,这就不仅助长了大公司的无节制扩张,而且更引发了一系列负效应:(1)大公司的规模扩张和多角化经营,导致国家大量的经常项目赤字。到 1996 年韩国对外直接投资已达到 50 多亿美元,且有很多的投资是重复性投资,或与投资企业本身基本业务毫不相关,甚或很多投资项目是毫无经济效益的。投资过度扩张造成很大一部分的经常项目赤字。1993 年韩国经常项目盈余 10 亿美元,到 1996 年转变为赤字 230 亿美元。(2)工资成本迅速上升。韩国是一个高度工业化的国家,工资上涨很快。

在金泳三执政时期,平均每年上升 10% 左右,基本上每年都超过生产率的增长。(3)韩国出口市场的需求与出口价格都在下降。这些问题在半导体、化学、造船、钢铁市场上尤其尖锐。日本经济萧条削弱了其对韩国商品的需求;同时日元贬值增强了日本产品在国际市场上的竞争力。由于韩国的许多商品与日本商品是相互间直接竞争的关系,所以这对韩国的影响尤其明显。(4)借款成本高。国内贷款利率明显高于国际利率,大约在 13~18% 之间。对中小企业的贷款利率甚至会高达 30%。在这种情况下,就迫使企业更多地从国外资金市场上筹集资金,以保证其正常运转。例如,到 1996 年底,制造业企业的负债占总资产的比重超过了 47%,负债股本比超过了 317%,是美国企业同一指标的 2 倍,是台湾企业的 4 倍。1997 年主要财务指标进一步恶化,负债股本比例高达 700%。30 家最大的企业集团销售额约占全国销售额的 70% 以上,年均资金周转率只有 1.05%,销售利润率仅 0.2%,资产收益率也只 0.21%,而负债股本率超过了 387%,财务状况严重恶化(参见表 1)。

表 1 韩国 10 家最大企业集团的财务状况(1996 年)

	联 属 企业数	负债率	周转率	净利润率	投 资 收益率
现 代	57	436.7	1.29	0.3	0.39
三 星	80	267.1	1.19	0.2	0.24
乐喜金星	49	346.5	1.26	0.8	1.01
大 宇	30	339.5	1.12	0.9	1.01
鲜 京	46	383.8	1.17	1.1	1.29
双 龙	25	409.4	1.23	- 0.5	0.62
韩进(Hanjin)	24	555.8	0.63	- 2.2	- 1.39
起 亚	28	519.0	0.85	- 1.1	- 0.94
乐片(Lotte)	30	192.2	0.93	0.7	0.65
斗 山	25	288.2	0.63	2.7	- 1.70

资料来源:韩国中央银行。

二、韩国金融危机发生的信用基础

1972—1986 年的 15 年间,韩国从海外共引入 492.75 亿美元的长期性资金,其中债务性资金高达 473.42 亿美元,占

96.1%;直接投资只有19.33亿美元,占3.9%。到1996年底韩国对外经济运行的三项主要指标:经常项目差额占国内生产总值(GDP)比重、负债率、外汇储备分别为-4.9%、21.5%、2.8个月进口。其中后两项分别超过20%和3个月进口的国际警戒线,第一项指标也接近-5%的警戒线。对外经济的失衡客观上造成韩元贬值的压力。1996年韩国经常项目赤字迅速扩大,一方面反映出韩国对外贸易存在结构问题,另一方面是外部冲击的结果。韩国的出口长期以来集中在少数几种产品上,如半导体芯片、钢铁和化工产品,其中芯片出口占到20%。1996年世界市场上芯片价格大幅度下跌,其带来的出口收入的减少占到经常项目赤字236亿美元的一半以上。

值得注意的是,在经常项目出现逆差时,韩国主要是通过借用外债来弥补逆差的。外资流入中平均80%以上是借的外债,并且2/3外债流入是商业贷款,新借外债的60%以上的短期外债。外资流入后并未形成足够的外汇储备,随着进口的快速增长,外汇储备支付能力相对减少,到1996年底只相当于2.8个月的水平。在这种情况下,1996年,银行业总体的税后资产利润率为-0.1%。1997年,26家商业银行总计净亏损23亿美元。大企业的倒闭给韩国金融机构带来巨额坏账,到1997年9月底,整个金融系统坏账达32万亿韩元,占GDP的7%,占贷款余额的9%,坏账余额比1996年底翻了一倍。为了偿还巨额外债,金融机构不得不从外汇市场上购入大量美元,给韩元带来了巨大压力。尽管消耗了中央银行100多亿美元的外汇储备,仍不能维持韩元汇率。货币大幅度贬值进一步加大了金融机构和企业偿还外债的成本,加大了亏损,进一步动摇了存款人和投资者对持有本币资产的信心,他们纷纷抛出本币资产(存款和证券)兑换外币,从而导致货币危机的全面爆发并愈演愈烈。在一定意义上说,这次韩国货币危机的爆发是大企业集团倒闭带来的信用危机造成的。

三、韩国金融危机发生的导火索

我们知道,以高额银行贷款建起来的项目,建成后利润低,无法付息还本,银行贷出去的钱就会逐渐变成呆帐、坏帐。这样金融机构可贷资金开始减少,银行资金紧缩,利率提高,还不起银行贷款的企业增加,可贷资金进一步减少,利率进一步提高,金融机构的不良资产便迅速膨胀起来。一方面,这种膨胀一旦到了储蓄者对某一家银行失去信心的程度,该银行就会出现挤提而崩溃。由于银行业务关系到千家万户,储户的从众行为经常会产生多米诺骨牌效应,使许多家银行同时发生挤提,从而爆发金融危机。另一方面,如果经济中已存在房地产泡沫和股

市泡沫,银行可贷资金会迅速减少,利率上升,投资和消费需求下降,经济增长减缓,也可能有导致泡沫经济的破裂而引发金融危机。

以银行贷款来支撑低效益行业的扩张,必然会导致国家的产业政策好高骛远,不切实际,盲目追求产业升级。政府便会为此而人为地压低银行利率,并指令银行贷款支持这类项目。由于产业升级所需的资本规模一般很大,单靠国内自有资金难以支撑,便大量向国外举债。但资本密集型、技术密集型的项目毕竟不是资金相对稀缺的韩国的比较优势之所在。在政府的支持下,这种类型产业可以建起来,但和发达国家相比生产成本较高,只有以亏本的方式才能把产品卖出去,导致投资于这种类型项目的企业无力还本付息,国内外的银行贷款变成呆帐、坏帐。在这方面韩国是一个非常典型的例子。企业集团以债养债,规模越来越大,负债率也越来越高,30家主要企业集团的平均负债率为350%,有些竟达1200%,而资金利润率却越来越低,还不到0.5%。当外债高到一定比例时,外国银行和投资者看到韩国企业利润率低,对还本付息失去了信心,不再给予新的信贷,并开始回收资金。大型企业集团立即陷于岌岌可危的状况,开始有一两家维持不住而倒闭,这影响到投资者对大型企业集团和韩国经济的信心,进而韩国的汇市、股市、房地产市场出现恐慌,在经济扩张期形成的泡沫开始破裂,外汇和金融市场双双出现危机。在国际金融炒家的炒作下,泰国的汇市仅顶了一个月就全线崩溃了。而韩国则更为脆弱,仅被攻击4天就崩盘了。韩元被迫放开汇价,大幅度贬值,韩元对美元的比价,仅一星期多就从1:600贬到1:1800。泡沫破裂,金融危机爆发。

四、韩国金融危机发生的宏观机理

由以上分析可以看出,虽然企业问题是韩国金融危机的重要问题,但韩国金融体系在这次危机中所表现出来的脆弱性十分明显。银行向企业集团贷款缺乏商业取向,带来企业高负债扩张;银行在地产和股市中的投机行为,助长了泡沫经济的形成;银行包括其他金融机构大量借用短期外债,形成债务链条。韩国银行的问题,其实是政府问题。这是因为,韩国的金融系统不是建立在自由和公平竞争的市场机制之上的,而是建立在政府的长期干预之下的。韩国政府首先考虑的是其经济发展计划,出口和战略产业政策;然后再根据这些计划和政策建立发展相应的金融机构和金融市场以满足企业对资金的需求。在必要的时候,政府还颁布紧急法令,管制金融市场,解救陷入破产困境的企业。因此,韩国的金融系统不能够独立于生产系统之外优先发展,而是根据生产部门的发展目标而发展。可以说,

韩国政府是把金融系统作为一个执行宏观经济计划和产业政策的工具。

对于企业来说,一方面,投资于政府制定的战略产业,不但可以得到低于市场利率的低息贷款,而且还可以将部分投资风险转嫁到政府的头上;甚至于借得越多,政府共同承担的风险就越大,企业自身也就越安全。有些企业还将低息借得的贷款投机于地下金融市场和房地产,赚取高额利润。另一方面,由于当时韩国资本市场不发达,企业很难从市场上直接融资。这些对于企业融资的有利和不利条件导致韩国企业普遍通过依赖银行系统进行间接融资,使企业的负债率上升到很危险的程度。

80年代韩国政府也曾试图进行金融自由化改革,但最大阻力是来自政府对70年代重化工业政策遗留下来的低效益产业的重组。开始时,政府试图对金融系统实行重组和调整,进行自由化改革。改革基本上是朝着德国的全能银行体系发展的。但由于种种原因使得一些关键性的措施,如完全放开银行存贷款利率和完全停止政策性贷款等,并未真正地执行下去,导致了金融自由化改革的片面性和不彻底性。它的一个突出的不良后果就是大型企业集团对商品市场和金融系统的垄断。政府害怕由此引起的社会政治动荡和群众的不满会造成自己下台,害怕承担经济结构调整过程中的责任和剧痛,于是不得不重返干预经济的老路。为维持亏损企业的经营,政府强迫商业银行继续向它们贷款,给后者留下庞大的呆帐;同时,为减少企业债务的压力,政府在1988年短暂放开利率后又重新降低了利率。另一方面,企业和非银行金融机构看到政府在企业濒临破产边缘时会出面干预和保护,便更加大胆地借款和放款,使银行的呆帐像滚雪球一样越滚越大。仅1987年一年,商业银行因为企业的呆帐和坏帐所造成的损失达到4500亿韩元,作为补偿,他们从韩国银行得到了大约1890亿韩元的特殊补贴,从而使韩国丧失了一次及时进行经济重组的良机。

进入90年代,韩国政府认识到80年代金融系统改革的片面性和不彻底性后,准备继续加深、加大金融系统的自由化,从而为外资出入韩国外汇市场和资本市场打开了方便之门。但问题是,政府一方面想通过引进外资金融机构提高国内金融系统的效率和金融机构的竞争力,使金融市场早日国际化;另一方面却又紧抓银行的存贷款利率不放,继续对金融市场的干预;这就造成了韩国金融市场的失衡发展。在国内金融市场还未完全成熟,金融机构经营管理方式还存在问题,尚未在完全自由竞争的国内金融市场上优胜劣汰,就过快开放了国内金融市场,让他们与经济、技术和管理上占优势的外资金融机构竞争,势必会造成他们的竞争劣势,使金融机构和企业无法抵御经济

全球化和自由化过程中激烈的竞争和动荡,此时政府的干预和保护,不仅拯救不了濒临破产的企业和银行,甚至连整个国家的经济也陷入一片危机之中。

五、韩国金融危机所引发的政策选择

1. 政府对大企业的扶持应选择正确的路径

在现代经济中,企业实行多元化经营,由于涉及领域过多,人力、物力和财力有限,而且要同时面对多方面竞争,它们就只能直接利用已有的技术和设备,因而很难在某一领域中开发出国际领先的技术。这就意味着企业推行多元化经营,对于发展中国家克服“后发劣势”有着极为不利的影响。而在专业化经营条件方面,由于企业可以集中人力、物力和财力进行研究和开发,也就可能在某一领域处于世界领先水平。对于经济上的“后发”国家,由国家出面推行某种形式的大企业战略,可能是不可避免的。但是,必须实行专业化经营,特别是在产业和市场的“空白点”已很难有新发现的情况下,多元化经营和多元化投资的风险必然很大。于是,专业化就成为企业生存和发展的必然选择,也是最经济的选择。

为了支持大企业的发展,各国政府常常给予政策上的支持。这种支持,对大企业当然是一种优惠,但对国民经济整体和其他经济主体来说,则意味着加大了成本。因此,优惠政策的本质是对非优惠经济主体的强制性剥夺,是将受优惠企业的成本向其他经济主体和社会的转嫁。有鉴于此,从促进国民经济可持续发展的目的出发,政府对企业的支持应当是普惠的,如果确有必要对大企业提供支持,重点也应放在支持它们的专业化经营以及对高技术的研制、开发和应用方面。尤其重要的是,对大企业的支持,绝不能以损害金融系统的竞争力为代价。倘若为了支持大企业,而积累起大量的银行坏帐和“垃圾股”,那对国民经济的发展是很不利的。在这方面,韩国就是前车之鉴。

2. 要充分认识泡沫经济的危害性,警惕泡沫的生成和破裂

这次危机在东亚各国的表现并不完全一致,或表现为汇市剧烈动荡,或表现为股市暴跌,或表现为大银行的频频破产倒闭,其直接成因也不尽相同。但有一个现象却是共同的,即几乎所有的国家在危机发生前的几年里都出现了房地产和股市的过度泡沫化。写字楼、高档公寓已出现大面积过剩,房地产价格开始下跌,泡沫开始破裂。由于房地产开发商的资金主要来源于银行贷款,因而当楼宇大量滞销、市场利率上升时,银行的不良债权便开始膨胀。在政府为了应付国际游资的袭击而不得不大幅度提高利率时,原本已经十分脆弱的银行体系便近于崩溃,并导致泡沫的彻底破裂。应特别指出的是在银行流动性急

剧增加的情况下,由于缺乏有效的金融监管(如对某一部门或行业的贷款比例限制),许多银行纷纷放松风险约束,将贷款投向房地产和有价证券等具有高回报率的投资领域,或是通过参股、控股房地产公司和证券公司,变相将资金投入进去。银行资金的大量流入,使这些部门的资产价格迅速膨胀。而房地产、股票价格的膨胀,又使利用这些资产进行的抵押贷款进一步膨胀。如此循环下去,造成泡沫成份的加速放大,并最终导致泡沫破裂。

要防止出现泡沫经济,就要切实调整经济结构,注意引导外资流向,合理有效地利用外资,使其有利于本国的经济转型,提高科技水平和国际竞争力,实现产业升级。目前,我国利用外资的主要目标似乎应该从总量增长转向优化结构,以利于整个国民经济的结构调整和生产方式质的提高。就韩国而言,它的金融危机表现为外债偿付困难的危机。不顾一切过度投资的大企业和政府控制的孱弱的金融体系相结合,成了韩国金融危机的内在原因。韩国经济的成功在于发展大企业,现在出问题也是由于其大企业盲目负债扩张。韩国企业靠规模大制胜,也因规模大而受累,真可谓成也萧何,败也萧何。这次金融危机已迫使韩国重新思考其发展战略。因此,我们必须建立金融风险防范机制,以便及时发现和化解风险。近年来发达国家和国际金融机构都加强了对金融市场的宏观干预,加强了金融监管,投机资本在发达国家成熟市场进行投机的机会减少,投机活动正在向发展中国家转移。对此决不可掉以轻心,要把发生金融动荡的可能性控制在最低限度。

3. 在开放资本市场过程中,不仅要采取积极稳妥的循序战略,而且要始终对国际短期资本投机提高警惕

菲利浦·鲍林先生在《美国不要教训亚洲》中指出,短期资本的大量涌入和而后的突然撤走是造成这场危机的直接原因。^①约瑟夫·斯蒂格利茨用翔实的数据客观地指出东亚奇迹对亚洲经济的改造是历史上最突出的成就之一;并进一步指出:“这些国家今天所面临的许多问题之所以出现并不是由于政府干涉过多,而是由于干涉过少,也是由于这些国家本身背离了以前几十年已证明非常成功的政策,在建立健全管理框架之前就取消了一些限制。”^②这就是说,国际资本无约束、无节制的逐利活动,是金融货币危机屡屡发生的重要原因。

在市场经济制度下,任何货币资本,不论是长期的还是短期的,也不论是一般的还是投机的,为了追逐利润最大化的机会和空间,都可能会转向投机资本,同时,它还会在如此的市场运作中,加深“机会”的程度,创造更大的收益空间。货币资本无限制的自由流动必定是所到之处的灾难。这是理性分析,也是历史经验。对于短期资本,特别是对于短期资本中的投机资本

的管制,是避免经济和金融灾难以及由此而带来的政治与社会不稳定所必不可少且至为关键的。

虽然国际短期资本并非都是投机资本,也并非它的流动都必然地要带来经济与金融的灾难,但短期资本流动具有强烈冲击力是确定无疑的。不论是否有投机动机,短期资本运动通常在规模较大时,潜伏着风险与危机的因子。这是因为,任何短期货币资本的流入,特别是较大规模的流入,都是对于市场失衡的一种暂时性、强制性平衡,或者是对于相对均衡市场的一种暂时性、强制性破坏,会使市场达到一种新的均衡或是失去原有的均衡。当新的平衡尚未形成又产生新的失衡,期望整个经济体系还能稳定地发展,那简直是不可能的。由此可见,短期资本流动就象人体中的自由基一样,有着对于风险与危机的内在的正相关性。一般的短期资本流动尚存冲击力,投机资本的流动就更令流入的市场恐慌了。与一般的短期资本流动相比,除了炒作者动机上的不同外,投机资本流动具有双重的破坏性。一是流入与流出迅速形成巨大的市场波动,是新的均衡与失衡交替作用的不祥之源;二是货币投机资本具有特殊的“造市”功能,即具有推动特殊市场(如证券市场、金融衍生产品市场等)价格暴涨或暴跌的力量,使投机资本在推动市场的畸形运动中赢得巨额收益。

我国在亚洲金融危机中之所以能够经受住考验,基本原因就是对于货币资本流动的直接管理,或者说,我们没有在条件不成熟情况下完全地打开资本自由流动这扇门。其实,相对于国际短期资本迅速流动而产生投机因素来说,完全打开资本自由流动大门的条件是永远也不会成熟的,因为任何资本都有向短期资本或投机资本转化的内在经济驱动力,那种直接“有备而来”的投机资本的“造市”动机就更是不言而喻的了。就此而论,只有当货币资本消灭时,相应的投机可能性才能消灭,相应的资本流动管制才不必要,但这也就消灭了市场经济的存在。马克思在《路易·波拿巴的雾月十八日》中指出:“黑格尔在某个地方说过,一切伟大的世界历史事变和人物,可以说都出现两次。他忘记补充一点:第一次是作为悲剧出现,第二次是作为笑剧出现。”这也就是历史对未来的忠告和警示。

注释:

①[美]《国际先驱论坛报》,1997—12—09。

②[美]《华尔街日报》,1998—02—02。

(作者单位: 长春税务学院 长春 130021)

(责任编辑: 金 萍)