

Scenario of
Asian Financial
Crisis

亚洲金融危机 风云录

景学成 主编



中国金融出版社

亚洲金融危机风云录

景学成 主编

 中国金融出版社

责任编辑：邓瑞锁

责任校对：刘 明

责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

亚洲金融危机风云录 (YAZHOU JINRONG WEIJI FENGYUNLU) /
景学成主编. —北京：中国金融出版社，2004

ISBN 7 - 5049 - 3173 - X

I. 亚… II. 景… III. 金融危机—概况—亚洲—1997
IV. F833.059

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2004) 第 016709 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010)63286832 (010)63287107 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com> (010)63365686

读者服务部 (010)66070833 (010)82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 北京华正印刷厂

尺寸 148 毫米 × 210 毫米

印张 14.5

字数 460 千

版次 2005 年 1 月第 1 版

印次 2005 年 1 月第 1 次印刷

定价 40.00 元

如出现印装错误本社负责调换

东南亚金融危机与中国的经济稳定*

(代 序)

中国人民银行研究局 景学成

近年来,围绕中国经济发展和宏观经济管理有两个谜:一是为什么在短短几年内就有效地抑制了通货膨胀并且没有损害经济增长;另一个谜就是为什么 1997 年下半年东南亚发生金融风波时中国未直接受其牵掣。要想弄清这个问题,必须从我国经济发展、宏观经济管理、防范和化解金融风险,以及对外开放几个方面来进行分析。总的来看,我国的经济发展总量适当,宏观经济管理适宜,防范和化解金融风险适时,对外开放适度。这样就构成了一个以良好的经济基本面为坚实的底部,以刺破经济泡沫,化解金融风险,加强对外金融管理,特别是加强对资本项目管理为“三道防火墙”的金字塔式锥体,有效地抵御了东南亚金融危机对我国经济的冲击,使中国在亚洲地区一枝独秀。

一、中国经济发展速度适当,通货膨胀受控,综合国力增强,进入经济结构深层次调整时期,经济的基本面呈现欣欣向荣的态势,对外部冲击有较强的阻抗能力

东南亚金融危机的原因是多方面的,既有外部投机势力冲击的原因,也有内部宏观经济管理不善的原因;既有国际经济金融环境变化的客观原因,也有国内经济发展结构失衡、过分依赖外资、银行体系脆弱、监管不力等主观原因。“苍蝇不叮无缝的蛋”,不管怎样,东南亚的

* 此文系作者参加 1998 年 5 月份联合国亚太经济社会理事会在泰国曼谷召开的“东亚危机与宏观经济管理研讨会”时提交的学术报告。

一些国家国内实质经济增长趋缓、经常项目赤字、资产价格出现泡沫和通货膨胀走高等基本经济层面存在的问题是引发外部投机者冲击的主要原因。以泰国为例，从1987~1996年的10年间，泰国经济增长从1987年的9.5%经过1988~1990年的两位数增长，降低到1991~1995年间平均8.5%的增长率，到1996年则下降到6.4%，1997年约为4%。而在经济增长率逐步下降的同时，泰国的消费物价指数却在逐步攀升，由1987年的2.5%，上升到1989~1990年的5.7%，经过1992年、1993年的4.1%和3.3%的回稳之后，又从1994年的5%上升到1995年的5.8%和1996年的5.9%，1997年则超过7%。这就是说，泰国自20世纪90年代以来，正在朝着滞胀的方向，即通货膨胀回升、经济低速增长方向变化。而中国自1987年以来则走出了一条曾经大起大落而后宏观经济“软着陆”的道路：1987年我国国民经济增长10.6%，1988年增长11.3%，尔后两年在国民经济调整中大落为4.4%和4.1%，1991年恢复到8.2%的增速。1992年、1993两年则上升到13.4%和13.1%的双位数水平，经济增长明显过热，同时引发通货膨胀，商品零售物价指数高达13.2%。针对这种情况，中央政府于1993年6月份下发了《关于当前宏观经济形势和加强宏观经济调控的若干意见的通知》（通称“十六条”），国家把控制通货膨胀作为经济管理的首要任务，坚持实行适度从紧的货币政策，严格控制货币供应量。1994年过热的国民经济增长有所回落，为11.2%，零售物价指数则升至21.7%，消费物价指数则更上升到24.1%，尔后到1995年、1996年，生活中过热的经济增长和高企的通货膨胀才逐渐被抑制住。1996年，经济增长回落到10%以内为9.8%，以零售物价衡量的通货膨胀率则为6.1%，消费物价为8.2%，1997年全年，经济增长为8.8%，以居民消费物价指数来衡量的通货膨胀率为2.8%。实现了国民经济的软着陆，在经济仍然保持快速增长的同时，通货膨胀得到了明显的抑制。事实上，到1997年上半年，当东南亚危机开始时，中国的经济发展几乎可以肯定会达到年增长率9%左右，通货膨胀率（年率、消费物价指数）将在5%以下。

在此期间，中国经济实力不断增强，已成为世界第十大贸易国、第二大外汇储备国。同时，中国又不失时机地推进现代企业制度和现代金融制度的改革，以及国家行政管理体制的改革，着手解决国有企业特别

是国有大中型企业亏损的问题，银行体系的不良贷款和管理薄弱的问题，以及政企不分、公司治理结构不完善的问题。换言之，中国进入了深层次结构调整和强化经济金融管理体制的时期。不难看出，中国宏观经济发展和经济金融体制改革的轨迹自 20 世纪 80 年代下半期以来，特别是 90 年代以来，正好与以泰国为代表的东南亚风波地区国家相反。因此，国际投机势力把目标对准东南亚国家是不足为奇的。相对照，中国大陆宏观经济发展的轨迹则足以让国际投机势力三思而止步。国际投机势力也必须在目标的选择上找出综合国力比较薄弱的国家，而不会对蒸蒸日上的中国大陆发动直接的攻势。

中国宏观经济形势好，得以避开国际投机势力的攻击是就中国内地而言的。1997 年 7 月，香港回归中国，从中国整体而言，就不能不包括香港。而香港在回归以后的时间里确实受到东南亚风波的几次冲击，特别是在当年 10 月下旬应该说还受到了相当程度的冲击。然而，由于香港特区政府采取了正确的对策，主要是运用提高同业拆借利率等手段坚决维护联系汇率制度，维护了香港金融市场的稳定，投机者在香港并未得手。客观地说，这里面也有中国内地经济走向软着陆对香港经济的间接支撑作用。内地经济稳定是香港经济乃至东南亚经济稳定的强有力的支撑。因此，从中国宏观经济走向正常化来看待它对东南亚风波的阻抗作用，还应当包括它客观上对香港经济金融稳定所产生的支撑作用。

二、适合国情不断提高宏观经济管理水平，未雨绸缪，及早消除出现在房地产和股市上的经济泡沫，为促进国民经济稳定和初步建立社会主义市场经济框架奠定良好基础，使之对外部冲击具有较好的抗击能力

东南亚危机的另一个重要原因，也是深层次的原因，就是受冲击国家经济结构失衡，泡沫经济严重，而未能及时治理，禁不住风吹雨打。中国的经济结构在其由计划经济向市场经济模式转轨进程中固然也有不合理之处，表现在房地产和股市上的经济泡沫也时有产生，但管理当局均能及时揭露，及早处置，而未使之发展到将国民经济扭曲至难以自拔的程度。

仍以泰国为例，其经济结构失衡并疏于管理，国内投资结构不平衡，许多金融机构将资金投向房地产，形成泡沫经济。据统计，到危机

爆发时，泰国的银行投向房地产的贷款约占其贷款总额的 30%，各类非银行金融机构对房地产的贷款约占其贷款总额的 50%，资产价格大幅攀升。一旦泡沫经济破裂，即资产价格下降，银行坏账增加，即导致支付危机。更为重要的是，泰国在经济高速增长时期曾大量借入短期外债来促进发展，其中 3/4 是高利商业短期外债，而大量流入的外资又主要流向股市和房地产，不但促成国民经济结构的不平衡，而且造成资金抽逃的风险。一旦受到外部冲击，这些“飞燕”式资本会立刻毫不留情地抽走。

从 1992 年到 1993 年上半年，集中表现在 1993 年上半年，中国经济生活中，在经济过热、通胀高企的同时，出现了房地产热、乱集资热、股票热等经济泡沫现象，经济金融秩序较为混乱。针对这种情况，党中央、国务院明确了坚决抽紧银根的调整方针。在这方面，中央银行承受了巨大的压力，当时面临着如何对待已经投入到房地产建设中的 2000 多亿元的人民币资金问题。如果抽紧银根，则无后续投入，一些地区（像海南省）的房地产投资将无以为继，这意味着已投入的 2000 亿元资金将被固定在钢筋水泥中相当长一段时间；如果要拯救起这约 2000 多亿元的投资，国家需要再投入几千亿元的资金，可能相当于一年的固定资产投资额，而这是国民经济所不能承受的，并且也无法把过热的经济增长和过热的通货膨胀降下来。结果是决心紧缩银根，使房地产热降温、冷却。这是一项英明的决策，可以毫不夸张地说，如果当初不是坚决停下来，演变到今天，中国的国民经济很可能是另外一个样子，难免受到东南亚风波的侵袭。

刺破股市“气泡”，规范发展证券市场。对于 1990 年以来国民经济中产生的几次“股票热”，中央政府也采取了有力的措施，加以引导和规范。中国的证券市场建立是以上海证券交易所、深圳证券交易所的成立为标志的。由于是试点，证券市场的法律、法规和监督体系尚不健全，投资者缺乏风险意识，一些地方推行股份制和发展证券市场存在一哄而上的倾向，证券市场管理政出多门、管理薄弱，使证券市场出现了几次过热的景象。1992 年综合股价指数最低为 292.76 点，最高升至 1429.01 点；股指从 1992 年 11 月的 394 点狂升到 1993 年 3 月的 1558.40 点；1994 年股指从 7 月的 334 点升至 8 月底的 1052.40 点。1995 年证

券、期货的工作重点是“加大监管力度，规范市场行为”，无论是对交易所，还是对于证券公司，监管的力度都加大了。例如，查处了“327”事件（原上海万国证券公司大量卖空代码为“327”的1992年5年期国债期货，净亏损10多亿元，后为上海申银证券公司收购），鉴于当时国债期货交易极不规范，风险很大，管理部门宣布暂停国债期货。1995年12月19日，朱镕基视察上海证券交易所，提出了证券市场发展的“八字方针”，即“法制、监管、自律、规范”。这“八字方针”成了中国证券市场发展的主基调。1996年，宏观经济形势出现了前所未有的良好势头，而股市却逐步掀起了过度投机风潮，在10月份以后，各行各业都在谈论股市，各路资金包括生产领域的资金、部分信贷资金也进入股市炒作。从4月1日到12月9日，上证综合指数涨幅达120%，深证成分指数涨幅达340%，这在国际股票市场上也是罕见的。以12月9日为例，上海市场平均市盈率达44倍，深圳市场达55倍，而国际股市绝大多数在20倍左右。10月以后，少数“垃圾股”也被炒到七八元甚至还高，被称为“鸡犬升天”。从成交额来看，沪深两个交易所日均成交额，9月份为87亿元，12月份为200亿元，12月5日这一天竟达350亿元，约相当于香港股市的最高成交额的3倍，而沪深股市的流通市值只相当于香港股市的1/10，这就意味着股市投机过度。在管理层一系列降温措施均难以奏效的情况下，《人民日报》于1996年12月16日发表题为《正确认识当前股票市场》的特约评论员文章，文章一出，股市大跌，投机气氛大减，股市风险迅速释放。实践证明这一道义劝告措施是正确的，避免了更大风险的发生。从1996年中央经济工作会议强调“加强证券市场监管”，到之后采取的一系列措施，又到1997年国务院总理《政府工作报告》强调“增强风险意识”，充分表明中央政府希望股市在稳定中发展。

90年代以来，管理当局在制止信贷资金通过“同业拆借”或假回购的方式流入股市，消除经济泡沫方面做了大量的工作。在经济发展快速的90年代初期，房地产、股市的收益过高，物价上升过快，银行利率过低，市场利率高扬。过高的利率反差诱使金融机构在金融市场上寻租。一些国有银行逃避中央银行的控制，将大量资金以“同业拆借”和证券回购方式投入到股市和房地产市场，尤其是一些拥有超额储备的银

行，基于自身利益的考虑，逃避中央银行的监管，违规搞变相拆借，造成银行系统拆借资金大量上升。1991 年银行系统净拆出资金为 455 亿元，1993 年 5 月末上升到 1059 亿元。1994 年全国国债回购交易量达 3000 亿元，1995 年达 4000 亿元。除投入生产外，这些资金有相当一部分用于股票市场和房地产市场，而将国家重点建设资金和农副产品的收购资金的“硬缺口”留给了中央银行，迫使增发基础货币，事实上是增加了通货膨胀的压力。1992 年，国有银行贷款增加 3526 亿元，中央银行贷款增加 989 亿元，是同期银行贷款的 28.1%；1993 年国有银行贷款增加 4845 亿元，中央银行贷款增加近 3000 亿元，是同期银行贷款的 60%^①。这说明当时国有银行的大量金融性投资主要是依靠向中央银行借入基础货币来实现的。为解决乱拆借问题，中央银行在 1993 年 7 月的全国金融工作会议上“约法三章”，即不准乱批金融机构，乱提利率和停止向自己所办的经济实体注资，制止乱集资、乱拆借和乱提利率的“三乱”行为。后来进一步规定，商业银行应停止在上海、深圳证券交易所及各地证券交易中心的证券回购业务和现券交易，商业银行的证券回购业务只能在全国统一的同业拆借网络中心办理。为了进一步制止信贷资金违规流入股市，中央银行、中国证监会根据现阶段分业经营管理的原则，又在调查研究的基础上提出了严禁商业银行及其分支机构从事信托业务和股票业务；严格管理商业银行与信托投资公司、证券公司以及非银行金融机构之间的拆借业务；规定全国各信托投资公司只能由总部在当地（注册地）融资中心从事拆借业务，其分支机构不得从事拆借业务；各证券公司拆入资金总额不宜超过其实收资本金的 80%，拆入资金只能用于头寸调剂，不得用于证券交易；商业银行与非银行机构、非银行金融机构之间的拆借行为必须通过全国统一同业拆借市场进行，禁止场外拆借行为。同时也规定：企业不得占用银行贷款买卖股票，否则银行要立即收回贷款，并在一定期限内停止对违规企业贷款。通过这些有力措施，又再度捅破了 1995 年持续到 1996 年上半年的股票市场气泡，制止了银行信贷资金违规通过或明或暗的渠道流入股市，变成影响国民经济的泡沫经济。

^① 《中国金融展望》（1994），中国金融出版社，1994 年 6 月第 1 版。

针对 1993 年出现的固定资产投资热，国家计委制定了项目法人制度，规定项目投资要有资本金，投产后要有相应的铺底流动资金，严格限制固定资产投资。自 1993 年以来，固定资产的年增长率是逐年下降的，1993 年、1994 年、1995 年、1996 年分别为 58.6%、36.8%、17.5% 和 18.2%，1997 年固定资产投资增长率则为 10.1%。这就从源头上防范了经济泡沫的产生。

三、正确处理金融制度创新和金融监管的关系，适时整顿银行体系，及早整顿金融秩序，防范化解金融风险，增强金融体系对来自国外的金融风波的抵御能力

东南亚货币危机的一个重要原因和中心环节就是银行体系不健全、脆弱、管理不善。人们评论说东南亚货币危机的背后是金融体系的危机，这是一点不错的。银行体系是宏观经济政策和国民经济运作的血脉，其本身健全与否，金融监管当局对其监管是否得力，直接关系到一国金融秩序的稳定与否。从东南亚危机爆发后反映出的情况看，一些东南亚国家的银行存在着“家族”经营倾向和政府主导倾向。大量贷款通过这种圈内人士分配或政府部门主导的分配方式，流入房地产和股票市场，金融秩序极不正常，而监管当局对此监督不力，听之任之，积久成灾。正因如此，在泰国、印尼以及韩国等国接受国际货币基金组织援助时，都承诺了彻底改革低效率的银行体系。泰国当年 12 月 8 日彻底关闭了 56 家金融机构，这是在停止整顿一段时间后作出的决定；印尼也关闭了 16 家经营不善的私人银行，并把 7 家国有银行中的 4 家合并；马来西亚则要求国内实力薄弱的银行与大银行合并，同时要求商业银行严格控制对非生产性经营提供资金，停止对不能偿还现有债务的个人和企业贷款等等。

另一方面从金融监管角度看，自 80 年代起泰国为促进银行体系的竞争，在当时各国特别是以美国为代表的发达国家金融创新和放松管制的潮流影响下，审批了大量非银行金融机构，逐渐放松了对企业经营的管制，允许商业银行持有 20% 以内的财务公司股权，允许财务公司用较高的利率发行本票筹资，商业银行和非银行金融机构又可以大量借入低息美元（钉住汇率无汇率风险）转成泰铢筹资。到 1996 年底，证券

公司和财务公司等非银行金融机构金融资产占全部金融资产的比重已达 35%。非银行金融机构将大量资金投入到了房地产和股市，当股市和房地产价格下跌，其坏账资产大量增加。由于许多财务公司是上市公司，与银行关系密切，而大多数银行也是上市公司，因此在 1997 年 6 月份宣布银行不良资产增加时，投资者便恐慌而大量抛出股票。加之外国资本在曼谷交易所占其交易额的比重已达 34%，股市下跌，大量外国资本流出加大了外汇市场上泰铢贬值的压力。而贬值则使进一步股市下跌，坏账进一步增加，如此循环往复，这是东南亚危机中的一个自我复制、不断深化的进程。

毋庸讳言，中国的金融体系中也存在某些类似东南亚危机国家的问题。但中国政府更坚定的对内实行金融发展与监管并重的原则，分业经营与分别管理的原则和经过试点推开金融创新的原则，使得那些发生在中国而类似东南亚危机国家所遇到的问题能够及早得到遏制或解决。

首先在继续稳定发展非银行金融机构的基础上开始对非银行金融机构进行清理整顿，实行撤并和脱钩。全国的信托投资公司从 1993 年 394 家下降到 1997 年 6 月末的 244 家，基本完成了银行与信托、证券公司的分业经营。其次，严厉查处违法违规行为，1993 年下半年，落实国务院领导要求的“约法三章”，制止“三乱”，全国共清理违规拆借资金 830 亿元。

1995 年下半年，按照国务院领导指示，又在全国金融机构中开展“四项清理工作”（清理账外账经营、房地产信贷部、国际部、信用卡部），并对部分金融机构特别是广东地区的外汇业务进行全面检查，有力地打击了社会上不法分子出口骗税行为。在总结 1995 年“3.27”上海万国证券公司国债回购事件的基础上全面清理证券回购，将未偿债务从 700 多亿元降到 1997 年末的 165 亿元。这就从行业上建立起了一道屏障，使得商业银行现有的不良贷款基本上不会因与非银行金融机构串联而扩大，同时，停止办理存单抵押贷款、外汇抵押贷款，进一步割断了非银行金融机构吸引外部资金后调换人民币资金的可能，从而在两大类金融机构之间树立起外汇汇率风险传递的屏障。

其次就是贯彻分业经营的原则。对各类非银行金融机构进行规范定位，并将分业经营原则写入 1996 年末制定的“中国人民银行‘九五’

时期金融工作规划”，即“调整和规范非银行金融机构的种类和业务范围”。规定 1996 年要完成国有独资商业银行与所办（或持股）非银行金融机构的脱钩工作；要按照《中华人民共和国商业银行法》调整与其他商业银行和持股非银行金融机构的关系，划清分业经营的界限；明确信托投资公司要以规范的信托业务为主，以手续费或佣金为主要的收入形式，引导信托投资公司向专业化的财产管理机构和中长期投资机构发展；证券经营机构要以证券中介业务为主，不得以任何形式经营存款业务，保证金不付息，不得经营中国人民银行规定的证券抵押贷款以外的贷款业务，不得经营项目融资业务、房地产业务和实业投资；规定财务公司主要是在集团内开展金融业务，只通过吸收集团内企业存款，发行和代理发行债券筹集资金，调剂集团成员单位资金余缺，支持企业集团健康发展，防止财务公司演变为商业银行。并明确，稳步发展证券投资基金、产业基金以及专业基金（资产）管理公司，培育机构投资者。引导居民通过投资基金，扩大对国有大中型企业的投资。为保证货币市场的稳定以及资本市场的健康发展，严格制止信贷资金违规入市，对违规机构进行了处罚。

第三，贯彻市场退出原则。运用改组、接管、关闭、收购、破产清理、债权转股权等措施，例如，1995 年、1996 年顺利接管和关闭“中银信托”和“中农信”两家信托投资公司。对各类金融机构隐藏的金融风险进行了普遍调查，对高风险金融企业实行跟踪监控。

四、对外开放适度，严格资本项目管理，审慎外债管理，保持良好国际收支态势，建立了抵御外部金融风波冲击的“防波堤”

东南亚金融风暴的一个突出特点是国际资本流动冲击引致的一场货币金融危机，它植根于东南亚国家内部经济政策失误，由国际投机资本乘所关联国家对外过度开放之便利条件发动攻击，因此，把它归结为国际资本投机东南亚国家的宏观经济政策是不无道理的。进一步说，过度开放虽可能引致过度风险，但风险是否实际发生取决于一国对外汇市场动荡的干预能力，即其国际收支平衡状况、外汇储备水平。泰国在经济高速增长时期曾大量借入短期外债来促进发展，其中 3/4 是高利商业短期外债，而大量流入的外资又主要流向股市和房地产。这不但促成国民

经济结构的不平衡，而且造成资金抽逃的风险。其次，泰国的国际收支失衡，表现在对外贸易逆差增大，靠借入短期资金平衡。泰国经常项目长期处于赤字状态，且其出口产品单调，出口结构又与其他东南亚国家相近，90年代以来，劳动力成本的上升和来自邻国的竞争，导致贸易赤字恶化。据泰国银行（泰国中央银行）统计，1996年泰国出口增长率只有3%，而1991年为22.5%，其经常账户赤字占国民生产总值的比例由1987年、1988年的-2.6%、3.5%劲升至1990年、1991年的8.5%、7.7%，1995年、1996年仍保持在8.1%、7.9%的高水平，远远超过5%的国际通行的警戒线。

中国在前一段能避免危机发生，正因为在这两个方面与东南亚国家不同，即：一是适度开放，没有过度开放；二是国际收支平衡状况良好，市场干预能力大增，而不是稍事干预即手中拮据。

中国的国际收支平衡自90年代以来得到了明显的改善。这首先是因为外贸维持了1983年以来连续15年的增长，进入90年代以后，中国的外贸出口大于进口。其间除1993年有一次较大的贸易逆差外（这和当时的“进口热”有关），其余均为贸易顺差。而资本项目的情况也发生了显著的变化，自1990年以来，除1992年略有逆差（2.5亿美元）外，其余年份基本上是资本净流入。自1994年以来我国已连续3年吸引外资占全球第二位，占发展中国家第一位。这就为我国发展经济、调整经济结构留下了较大的回旋余地。在外汇体制改革中，我国坚持了一条适合我国国情、稳妥渐进、综合配套的原则。1994年4月份实现经常项目有条件可兑换；1996年12月份，实现了经常项目完全可兑换。人民币汇率市场走势平稳，未来一段时间仍会保持稳定。在实现人民币经常项目可兑换的同时，对资本项目开放采取了审慎的方针，坚持资本项目依法进行管理，严格控制外债规模。银行外汇市场实行实盘交易，对企业保留外汇收入规定限额，外汇指定银行也受到结售汇周转头寸的制约，所有这些管理措施有效地防范资本项目外汇混入经常项目结售汇和付汇，防止了国际资本对我国经济的冲击。

我国国际收支发展健康，人民币汇率形势平稳。我国经常项目收支和资本项目收支呈双向顺差局面，外汇储备自1993年以来呈现上升的态势；对资本项目实行较严格的管理，利用外资结构合理。在利用外资

方面，到 1997 年 6 月末，全国吸引外资 3165 亿美元，其中外商直接投资近 2000 亿美元，外债 1186 亿美元（中长期债务占 88%）。1996 年底，我国外债偿债率为 6.7%，债务率为 75.6%，负债率为 14.3%，均大大低于国际标准。1997 年末我国海关统计进出口贸易总额达 3250 亿美元，顺差 403 亿美元；资本项目仍然收大于支，其中吸引外商投资 430 亿美元（1996 年是 417 亿美元）；外汇储备从 1993 年的 212.4 亿美元、1995 年的 251.6 亿美元劲升至 1996 年的 1050 亿美元、1997 年的 1399 亿美元。作为国际、国内综合国力的一个指标，人民币汇率自 1993 年、1994 年汇率并轨以来表现出了稳中有升的态势。与 1994 年初相比，1994~1996 年人民币实际升值 44.3%。1997 年人民币名义汇率升值幅度虽不大，但相对周边国家与地区货币大幅度贬值，实际上人民币也产生了升值效应。从防范金融风波的角度来说，就是人民币有一定的抗“冲击”能力。

迄今为止，亚洲金融危机虽然没有对我国造成直接的冲击，但对我国对外贸易合作的影响决不能掉以轻心。周边国家与地区货币大幅度贬值对当时我国进出口发展带来了较大的压力，劳务收入也受到影响，从东南亚、日本、韩国、香港等国家和地区的外资流入有所减少。这些影响并未导致我国国际收支逆转，也未造成人民币汇率贬值的局面。由于我国国民经济仍保持较高的增长速度，再加上国家采取了一些鼓励外商投资的措施，流入我国的实际资本总量并未大幅度下降；外贸出口虽受周边国家货币贬值的影响，出口增速有所降低，但在采取措施后，外贸平衡仍有较强的承受力。此外，当时国家拥有 1400 亿美元的外汇储备，国际收支调节余地较大。因此，当年国际收支仍保持平衡。同时，由于近年外贸企业加快技术改造步伐，提高出口商品质量和档次，优化出口产品结构，加强内部管理，降低出口产品的成本，对汇率的承受能力有所提高。从影响汇率的一些关键因素，如外贸盈余、资本流入、国内通货膨胀率、货币供应等都反映出我国的人民币具有升值潜力，而非贬值压力。在我国国际收支状况良好、外汇储备增加的情况下，如果采取人为贬值，不但对提高我国出口竞争力没有益处，还会产生很多消极影响，在国内可能会降低对经济发展的信心，在国际上则增加与其他国家贸易摩擦。因此，保持人民币汇率的稳定符合我国国家利益，有利于巩

固和改革开放的成果，对世界经济尤其是亚洲经济的发展起到积极的促进作用。

五、东南亚金融危机给人们以广阔的思考空间。从中国继续改革开放，保持经济稳健发展的角度，我们应当汲取以下重要启示

1. 必须注意国际资本流动领域拓宽、规模扩大、流速加快的新特点。种种迹象表明，金融市场正向全球化方向迅速发展。流动领域拓宽首先是地域的拓宽，突出表现在 20 世纪 90 年代以来，国际直接投资更多地流向发展中国家。如 1990 年 80.3% 外国直接投资流向发达国家，1996 年则下降到 71.1%；同期发展中国家和地区的份额从 19.6% 上升到 27.0%。其次，是行业的拓宽，从第一产业和第二产业到重点拓展第三产业。再次，是投入的金融品种显著增多，由传统的股票债券的交易发展到各种金融衍生商品的交易。引人注目的是，企业和政府机构越来越依靠发行股票债券和其他有价证券筹集资金，证券化已成为当今金融市场的一个突出特点，而证券市场正日益突破空间地理和人为的限制。一些国家的金融市场也对外国敞开了大门，从而大大促进了证券市场的国际化。更为重要的是，全球金融服务贸易谈判于 1995 年 7 月 26 日达成协议，其主要内容是金融业和保险业的市场准入大大拓宽，全球金融市场资本流通渠道更为广阔和畅通。这就是说，全球 90% 的金融市场将获得开放，其中包括：20 万亿美元的银行资产、20 万亿美元的银行存款、2 万亿美元的保险金和 10 万亿美元的上市债券。流速加快和规模扩大则更为明显。全球外汇市场平均日交易额已从 1989 年的 6200 亿美元、1992 年 8800 亿美元扩大到目前的两万亿美元。随着互联网的延伸，24 小时营运系统的全球外汇市场已经形成。国际直接投资的存量由 1990 年的 1.7 万多亿美元增至 1996 年的 3 万多亿美元，平均年增长率高达约 10%。

2. 必须密切跟踪世界主要货币的升贬跌宕。国际金融环境发生戏剧性的变化。国际金融环境不仅仅是国际资本数量的扩张和流动，同时也有国际货币汇率的变化的影响，对于一个开放程度较高的发达国家和逐渐开放且程度越来越高的发展中国家来说，尤其如此。美元 90 年代初走弱，然而 90 年代中期以来持续走强，发生了重大转折，这不能不

对各国的宏观经济管理产生影响。发展中国家汇率往往高估，如果不能把握国际货币的主要关系变化，及时改革汇率制度或调整汇率制度，而是固守僵化的汇率制度，那就难免影响国内经济发展，特别是使进出口和举债筹措资金受到误导。当失误偏差累积到一定程度，就可能受到国际投机资本的冲击。

3. 必须建立国际金融风险的预警系统和应急处置系统。对于金融危机何时浮现、浮现时的应急处置和相应的结构性调整这一系列问题，可以说大多数发展中国家缺乏基本的经验，特别是在处理金融危机方面发展中国家显然经验不足。正如人不能保证不得大病一样，一国经济也不能保证不遇见大风险甚至危机，因此，有必要对金融风险特别是国际金融风险的凝聚建立预警系统。对风险的化解和爆发的处置要同样作出预先安排。用中国的俗语来表达就是要“未雨绸缪”，有备无患，要作情况严峻时的打算。

为更好地、更快地处置危机，有关国家和地区必须进行政策协调，对于像东南亚这样地区经济来说更是如此。必须在地区一级建立起稳定的协调和预警机制。正如当年李光耀资政在泰国国际学院的演讲中所说：金融危机显示了东南亚国家这些年来变得相互依赖。外来投资者往往将东南亚国家看成一体，致使这次的金融危机产生连锁性影响。经过这次危机，东南亚国家确实想到了本地区的稳定不是一个国家的事情，一个国家的宏观经济政策必须和其他国家相互协调，才能对本地区稳定作出贡献。各行其是，结果大家一起受损。

再如，马哈蒂尔总理曾提出的关于增加外汇交易的透明度，建立限制外汇交易规则问题。只要不是把危机的原因和重点完全归咎于此，而是从防范外汇市场可能产生的风险来说，从市场的管理角度来说，应当说是可取的一个想法。但这毕竟不是一件轻而易举的事情。国际资本交易如此巨大，流动如此频繁，当前，要想给资本流动这匹野马套上适合的笼头是比较难的。而一个国家或地区单独套上笼头，设计规则的效果也会令人怀疑。除非又回到资本流动管制的道路上去，而这在当前的背景条件下，显然是不可取的，甚至是难以办到的。

4. 必须坚持不懈地进行经济结构调整。加强银行体系的管理，及早防范和化解国内、国际金融风险。这是发展、改革之根本，也是一国

免受外部冲击的基石，而不能过多指望外部的援助。中国自身的经历从正面充分说明了这一点。同时还应当看到，化解风险之所以主要靠自身力量是因为国际金融合作和支持既有救短、救急的一面，也有难以从根本上解救受冲击国家问题的弱点。对危机负有责任的国家或国际金融组织往往不能及时介入，或没有能完全正确地介入，或者说使用了并非不正确但容易引起争议的过于传统的方案和措施，从而在短期里并不能建立起危机发生国或所在地区的市场信心和一国或地区的公众对于金融体制的信心，以致危机发生地的经济金融恢复需要相对较长的时间。例如，美国对泰国以至对韩国的危机都因低估了问题的严重性，或认为与自己利益无关而介入迟缓。在全球努力解救亚洲危机的过程中，美国从一个幕后参加者到成为比较明显的领导者，经历了数月的时间。主要责任国不做积极努力，自身疾病缠身也是一个原因。日本则因为自身经济金融体制问题自顾不暇而未能像东南亚国家所希望的那样发挥关键性的作用。

5. 为了地区的经济金融稳定，不仅有关的国际组织，与该地区相关的经济规模较大的国家也必须负起相应的责任。中国为东南亚地区稳定所作的努力就起到了这样的作用。中国宏观经济自1993年以来日益趋向稳定，成为对东南亚经济稳定的有力支持；其次中国在这次危机中通过双边或多边途径向有关国家提供了几十亿美元的援助；再次中国承诺人民币不贬值，更是对东南亚的稳定作出了突出贡献。这是中国作为一个负责任的发展中国家以自己经济利益的牺牲为代价作出的决策。当然也只有这样才能避免地区内的竞相贬值引起新一轮的风波。中国也最终会从中受益——创造中国进行现代化建设的稳定环境。