

THE TIDES OF CAPITAL

HOW ASIA SURMOUNTED FINANCIAL CRISIS
AND IS GUIDING WORLD RECOVERY

失序的资本

QE后遗症·重建亚洲金融新秩序

梁凤仪 著



国际级学者权威推荐

Michael Spence

诺贝尔经济学奖得主

Lord Meghnad Desai

伦敦政治经济学院名誉教授

沈联涛

中国银行业管理监督委员会首席顾问

高坚

前国家开发银行副行长

冯国经

利丰集团荣誉主席

清华大学出版社

THE TIDES OF CAPITAL

HOW ASIA SURMOUNTED FINANCIAL CRISIS
AND IS GUIDING WORLD RECOVERY

失序的资本

QE后遗症·重建亚洲金融新秩序

梁凤仪 著



清华大学出版社
北京

失序的資本：QE 後遺症·重建亞洲金融新秩序

梁鳳儀

978-962-678-858-5

本著作中文简体版，由经济日报出版社(香港)授予清华大学出版社有限公司独家出版及发行，非经经济日报出版社(香港)和清华大学出版社有限公司书面同意，不得以任何形式，任意重制转载。本著作限于中国大陆地区发行。

北京市版权局著作权合同登记号 图字：01-2015-4690

图书在版编目(CIP)数据

失序的资本：QE 后遗症·重建亚洲金融新秩序 / 梁凤仪 著. —北京：清华大学出版社，2015
ISBN 978-7-302-41861-5

I. ①失… II. ①梁… III. ①金融体制—研究—亚洲 IV. ①F833.01

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2015)第 200031 号



责任编辑：陈莉 高 邈

封面设计：周周设计局

版式设计：方加青

责任校对：曹 阳

责任印制：刘海龙

出版发行：清华大学出版社

网 址：<http://www.tup.com.cn>, <http://www.wqbook.com>

地 址：北京清华大学学研大厦 A 座 邮 编：100084

社总机：010-62770175 邮 购：010-62786544

投稿与读者服务：010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质量反馈：010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者：三河市金元印装有限公司

经 销：全国新华书店

开 本：169mm×230mm 印 张：12.25 字 数：96 千字

版 次：2015 年 9 月第 1 版 印 次：2015 年 9 月第 1 次印刷

印 数：1~3000

定 价：38.00 元

产品编号：065767-01

推荐语录

梁凤仪这本书，文字简练、内容精彩、可读性高，写亚洲于金融危机时期犯下的错误及教训，并从中掌握处于危机状态内或外的国际资本流动及账户管理。她所展现的亚洲观点，是创造稳定的国际金融和货币体系的至要关键，原因有许多，其中一个就是亚洲即将于不太遥远的未来主导全球经济。

Michael Spence

诺贝尔经济学奖得主



梁凤仪近距离观察及分析金融发展多年，现写成此书，把历来所得信息集结成文，为现代金融体系实况提供一幅完整的画面。书中详细地阐述了亚洲各国于1997年以前及2008年金融危机发生后犯下的错误。

Lord Meghnad Desai

伦敦政治经济学院名誉教授

作为香港金融管理局高级领导人，梁凤仪是九十年代末管理亚洲金融危机的重要人物，肩负止息经济损害的重任。在此议题上，她提倡的亚洲观点极具启发性，书中探讨了金融灾难重复发生的背后原因，并提出更完善的国际合作框架，助我们应付往后突如其来的经济危机。

高坚

前国家开发银行副行长



有关全球金融危机的书籍曾出版过许多；然而，现今社会似乎仍未从教训中学会建立能让经济持续增长的良好基础。在此领域的芸芸论说里，梁凤仪的著作无疑极具参考价值。我们寻求建立一个全球金融体系的未来，而她踏实地利用亚洲各国政府多样化的政策的建议，非常值得研究深思。

冯国经博士

利丰集团荣誉主席

推荐序

了解市场，才能有效监管市场

在现代金融市场当一个监管者或决策人实在吃力不讨好。毕竟从本质上，市场总是比监管者先行一步，甚至是两三步。首先，丰厚利润是个重大诱因，令市场参与者与学者花大量心血努力去解构市场运作的奥妙。此外，他们不但可以凭信息套利，还可钻税务或监管的空子。

监管者要在不确定的市场状况下执行公共政策及法规，不得不跟市场参与者持续角力。但是，监管者并不能掌握所有市场信息，亦不能担保政策工具能发挥预期效果。顺景的时候，市场中人确信自己眼光独到、运筹帷幄；市况逆转甚或出现金融危机的话，大家便交相指责监管机构办事不力。

在金融市场全球化以前，大家的日子其实比较好过，不管是汇率、利率或存款利率都非常稳定，不会突然变动，更不受他国的变动影响。然而在全球化浪潮下，金融市场每天运作差不多十八小时，每年交易的日子接近三百天。

香港金管局在1993年4月成立，在香港回归中国前开始从政府手上接过监管市场的功能。新闻界出身的梁凤仪也在这个时候加入香港金融管理局，负责对外事务特别是跟市场人士、全球各地监管当局及央行官员合作，推动及建立亚洲债券基金。除了对外事务外，凤仪也负责金管局的有关内地金融市场合作，在引入人民币银行业务、人民币国债及点心债，发挥直接推动的作用。

金管局入市，褻渎利伯维尔场理论？

金管局首任总裁任志刚先生深深明白，新成立的监管机构需要通晓金融市场情况但非传统央行出身的人才，以确保跟市场及其他监管机构及政府官员的沟通和合作。毕竟，弄错市场或官方反应及信息往往导致政策失误，又或令好的政策无法有效推行。

了解市场才能监管市场是金融监管的首要原则。在世纪交替的二十年中，发生了两场惊天动地的金融危机，它们深深动摇了原来被视为金科玉律的金融理论及政策，引发南辕北辙的响应、应对策略及效果。1998年当金管局入市反击炒卖活动捍卫港元及联汇制度时，很

多人批评这做法是对利伯维尔场理论的亵渎。

但当美国、欧洲、日本、英国央行以非传统货币政策如量宽等应付2007/08年全球金融海啸时，他们实际上是把传统的规范都丢到九霄之外，并肆意动用非常手段如把央行资产负债表扩大两三倍及大手购入次贷债券及股票，以防止金融体系崩溃。然而，这次金融危机充分反映发达国家监管机构对本身金融体系的复杂性、脆弱性根本不了解，更不要说能明白新兴市场的情况。

2008年8月，梁凤仪从金管局转投政府，出任财经事务及库务局副局长，因为她深信推动政策不能脱离市场和政治现实。当时正值金融海啸雷曼危机爆发期间，站上政治前线，她设身处地参与政策的讨论、制订及执行，并对各种力量包括立法会、本地、区域和国际传媒及民意如何在政策制订过程中角力互动，有深刻体会。

亲历金融海啸，观察全球复苏过程

2013年底梁凤仪离开副局长岗位，并把她对金融海啸的体验及观察特别是亚洲如何克服困难推动全球复苏写下来。这本著作可说非常

珍贵，因为香港是个资金流动最自由的地方，对亚洲金融发展有独特的位置及作用。“资本洪流”清楚说明庞大资本流动能如何改变金融市场的面貌。

香港向来是各地资金荟萃的地方，它们包括本地资金、内地的储蓄、亚太区各国资金乃至来自发达国家的游资。香港的独特优势在于她位处全球增长最快的地区。一方面，香港毗邻大中华、日本、韩国这个巨大制造业中心；另一方面，香港又跟南部资源丰富的东盟新兴经济体关系密切。

作为地区投资及贸易中心巩固了香港金融中心的位置，实施联汇制度则令资本可以轻易及自由地每天从纽约、伦敦流到香港。凤仪在香港晋身国际金融中心的路上有独特的贡献，除了对发展、保障金融市场的坚定信念外，她还有跟不同阶层的人对话的能力，不管是来自巴塞尔的央行官员、内地官员、散户投资者或国际大型投资银行，她凭耐心及开放的襟怀，善于聆听，建立互信的基础，成功推动政策。她勇于承认自己并非“万事通”，并把身边的人视为良师益友。在变动不定的世事洪流中，开放的胸襟及虚怀若谷是领袖的必要条件。

金融市场已变得如此复杂难懂，实在不容易再找到像凤仪这样的人物，可以化繁为简，深入浅出地解释金融体系及政策，令一般人很容易明白。

处理金融危机，没有“标准答案”

有关亚洲及亚洲金融市场的书可说汗牛充栋，只是大部分都由非亚洲的学者撰写。这本书却截然不同，写的人既了解亚洲特别是中国文化、历史、体制的细致含蓄，又具备国际视野，并亲身见证亚洲的巨变。从这本书你可以体会到在今天如此多变、动荡及不确定的情境下作决策及选择是如何困难。

在1997/98年亚洲金融风暴、2007/08年全球金融海啸以前，大家都以为有“标准答案”应对危机，实际上这些“答案”不但天真、幼稚，更错得厉害。当亚洲各国在金融风暴中丢掉“教科书”的答案，而另行找对策时，西方决策者及学者实时大呼小叫，认为灾难难免，后患无穷。到西方大国变得离经叛道时，像凤仪般的亚洲财政官员冷静应对新的游戏规则，以务实态度面对，始终以政策效果而不是意识

形态为优先考虑。正是这份理性务实令香港特区、中国乃至亚太区保持稳定，从而促进全球金融稳定发展。

金融市场及亚洲金融业依然要在模糊、不确定甚至混乱的状态中前进。正是凤仪等人在过程中为大家点灯引路。我在此大力推荐凤仪这本优秀著作，它是让读者明白资本流动如何冲击全球、亚洲如何应对及适应金融风浪冲击的好书。

沈联涛

中国银行业管理监督委员会首席顾问

作者序

看通世界金融危机

从1997/98年亚洲金融风暴到十年后的全球金融海啸，资本自由流动到底如何定性，是否存在危机的幕后推手呢？

九十年代亚洲国家陆续开放资本账户，吸引了大量低成本的外热钱涌入，换成当地货币短期套利。1997年，海外资金全面撤资，导致小型利伯维尔场难以招架，几近崩盘。对那场席卷泰国、印度尼西亚、韩国和马来西亚的金融风暴，西方社会倾向认为成因归纳为三点：政策不合理、制度不健全和裙带资本主义。这个总结不无道理，却遗漏了一个关键的原因——私人资本流向不稳定性。往后十年，美国等西方国家依然崇尚自由放任资本主义，倡议资金自由流动。

直至2007/08年全球金融海啸来袭，他们才醒觉金融危机不光在新兴市场才发生，政策、制度健全如美国也被杀个措手不及，才开始关注资本流的属性，即不稳定性。西方国家的主流理解和认知悄悄地与亚洲开始接近。

我在香港金融管理局及财经事务及库务局工作了共二十年，见证了两场金融危机，也见证了西方对市场监管的态度渐吹东风。2013年12月31日离开政府前，因公事繁忙，没有计划接下来做些什么。2014年1月2日跟老同事及好友廖洁莹在山顶散步闲聊之际，写一本有关亚洲如何应对全球金融危机的小书的想法突然冒出来。凑巧一个星期后接到国际货币基金机构官方论坛(OMFIF)的David Marsh先生的电话，原来他有意出版一本以亚洲为主轴看金融危机的书。我们一拍即合。David通晓金融事务，写过不少有关欧元的著作，他在此次编辑过程中提供了很多宝贵的意见，他特别鼓励我以第一人称的角度书写，以增加个人感触。洁莹则充当义务研究助理，她查找资料的效率及干劲委实令人佩服。没有两位的鼓励和支持，本书是不可能写成的。

我必须感谢冯国经先生、Arthur Kleinman和高坚先生的帮忙，让我有两个月时间可在哈佛亚洲研究中心埋首研究金融风暴的根源。我也得感谢Dame DeAnne Julius和Paola Subacchi的支持，令我成为皇家国际事务研究所的Julius Fellow，有机会在欧洲继续有关的研究。本

书能顺利面世得感谢多位亚洲、美国、英国的央行同事、监管机构官员及学者慷慨分享他们的分析及观察。当中我特别感谢马来西亚央行行长Zeti Akhtar Aziz的鼓励与支持。Lord Meghnad Desai, John Nugee和Dale Jorgenson教授在我构想本书的架构时给我不少提示，许祖恺在我起草有关香港的章节时提供了大量宝贵意见。原文以英文起稿，首版由OMFIF于2015年1月发行。

原以为一本比较金融专业的书难以在香港这个商业化市场销售。幸好得到《经济日报》的冯绍波先生和石镜泉老师支持，愿意为丛书开拓新路线及培养读者群的国际视野。不过，他们要求我先要把一些艰涩难明的抽象概念，写得明白，让没有金融背景的读者读懂。这回可难倒我了。卢峰是我修读中文大学新闻学系时认识的多年朋友，乃城中有名的主笔。当他知悉我的难题时，便请缨为英文书当翻译。虽然他对我的观点不尽同意，但感谢他原汁原味地把我的看法用生动的笔触演绎出来。

最后，我要感激沈联涛先生为本书作序，沈先生是我在金管局的老上司，无论过去或现在，他提拔后辈，不遗余力。对于经济日报出

版社团队的帮助我既感激又佩服，编辑部认真审阅文稿及设计图片，还有负责后期制作及推广的同仁在此必须向他们一一致谢！

梁凤仪

目 录

第一章 亚洲的机遇	1
亚洲国家逐步建立“自救”计划	4
噩梦的根源：宽松货币环境	10
亚洲欧美财政政策分歧严重	12
美国QE的祸害	15
第二章 美国自行其是：不管他人瓦上霜	21
祸兮福所倚，福兮祸所伏	23
有毒证券，散播全球	25
全球金融危机涌起	28
格林斯潘埋伏危机	34
全力围堵危机	37
压力测试是关键	40

政治这回事	45
第三章 日本的最终希望：安倍经济学	49
“三支箭”策略的决心	51
货币政策朝令夕改?	55
快速响应全球金融危机	60
元高水反效果	61
大规模干预汇市	64
竞相量宽新政	65
第四章 中国：从高速增长到“新常态”	71
改革经济发展模式	74
亚洲出口导向发展模式	79
全球储蓄过剩，贸易顺差不平衡	81