

世纪之交的金融困惑

SHIJIZHIJIAODEJINRONGKUNHUO

岳留昌

路透及时行情图表分析系统的技术支持



身历其中的金融专业人士精道的评论解析

中国经济出版社

世纪之交的金融困惑

SHIJIZHIJIAODEJINRONGKUNHUO

岳留昌

- 大量的跟踪调查
- 敏锐的洞察能力
- 深刻的分析说明
- ~~独到的见解~~ 独到的见解

中国经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

世纪之交的金融困惑/岳留昌 .—北京: 中国经济出版社,
1999.2

ISBN 7-5017-4114-X

I . 世… II . 岳… III . 世纪之交-金融-困惑

IV . F832.0

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (97) 第 24174 号

世纪之交的金融困惑

岳留昌

中国经济出版社出版发行

(北京市百万庄北街 3 号)

邮编: 100037

通县建新印刷厂印刷 新华书店经销

880×1230 毫米 1/32 11.375 印张 237 千字

1999 年 2 月第 1 版 1999 年 2 月第 1 次印刷

印数: 3000 册

ISBN 7-5017-4114-X/F·2973

定价: (精装) 36.00 元

(平装) 24.00 元

前 言

本书作者岳留昌先生是中国年轻一代金融界人士中的佼佼者，曾在中国名列前茅的财经院校——中国人民大学就读，1992年即进入中国建设银行从事国际金融研究工作，并对当时发生的各种国际金融危机作过大量跟踪调查。岳先生凭借自己对金融市场丰富的实践知识和敏锐的洞察力以及深厚的理论基础，对90年代以来发生的各个国际金融大事件作出了全面深刻的分析，并结合现时国内的形势，对风险管理在中国如何运用等势点问题进行了分析说明。

本书涵盖了90年代每一个在国际上引起强烈反应的局部或全球危机，在它们的产生背景，具体原因，详细过程和所得经验教训等方面都有客观独到的见解，是有关风险管理的中文著作中所用资料最新、最全面的一部。

路透集团借助其多年来在国际金融资讯界的雄厚实力，从90年代初开始向用户推出风险管理软件——KON-DOR+，涵括了国际市场上绝大多数金融工具，而且及时结合市场的最新发展，增添许多当前流行的极为复杂的金融衍生品的计算工具或计算模型，并“人民币业务和“欧元”，“2000年问题”都有很好的处理”。国外汇管理局，中国农业银行，中国交通银行，中国建设银行和浦东发展银行都在使用路透集团的风险管理产品。

多年来，路透集团一直在为促进中国金融业的信息化，规范化作出不懈努力。此次岳先生《世纪之交的金融

2697/27-18
困惑》的出版，希望会在中国的金融风险管理领域起到一定影响并由此使中国金融业的风险管理更趋完善。路透亦很荣幸能在此尽绵薄之力。



裴士高 (Richard Pascoe)
路透集团中国，蒙古，北朝鲜总经理

目 录

前 言

□ 欧洲货币危机	(1)
● 欧洲货币危机始末	(1)
● 欧洲货币危机的原因	(4)
● 欧洲汇率机制的年代年表	(11)
□ 欧元诞生——世纪之交的盛事	(14)
● 欧洲一体化进程回顾	(14)
● 欧元的形成与争议	(19)
● 欧元走势分析	(28)
● 欧元对未来国际金融新格局的影响	(33)
● 大中华的货币一体化	(34)
● 一个实际问题的探讨：欧元结算账户行的选择 ...	(36)
□ 墨西哥金融危机	(43)
● 墨西哥金融危机的产生和发展	(44)
● 墨西哥金融危机的根源	(48)
● 拉丁美洲经济与金融状况及其发展趋势	(50)
□ 东南亚金融危机	(54)
● 东南亚金融风波的源头——泰国金融危机爆发	(54)
● 东南亚金融危机的扩散与后果	(58)

- 东南亚金融危机的原因剖析 (62)
- 经济金融危机引发政治危机 (66)
- 香港金融冲击波 (74)

□ “游资”冲击的启示与建议 (90)

- 国际游资探源 (90)
- 国际游资的特点 (95)
- 国际游资投机的手段 (97)
- 游资“纠错”理论和自行调整 (105)
- 游资冲击中国的可能性与对策 (107)
- 港元与美元联系汇率制度考察 (115)
- 附：索罗斯的“炒家” (118)

□ 韩国经济金融危机 (124)

- 韩国“工业巨头”倒下 (124)
- 韩国金融危机爆发 (132)
- 韩国经济危机发生的原因 (137)
- 推进经济金融改革，寻找摆脱危机的良策 (144)

□ 日本经济金融危机 (159)

- 进退维谷的日本经济金融形势 (159)
- 日本金融机构面临着前所未有的严重困境 (169)
- 日元6月危机 (180)
- 日元8月危机后的形势 (188)
- 附1：黑社会与日本金融 (192)
- 附2：日本央行行长速水优：老树新枝 (195)

□ 俄罗斯金融危机 (201)

- 俄罗斯五月金融危机爆发和缓解 (201)
- 俄罗斯八月金融危机极其诱因 (205)
- 俄罗斯金融危机的深层根源 (208)
- 俄罗斯金融危机影响 (216)

□ 金融交易丑闻 (223)

- 巴林风暴——李森搞垮英国老牌投资银行 (223)
- 大和银行美国国债交易案 (224)
- 怡富争斗——“日股神童”岩士唐舞弊饱私囊
..... (225)
- 住友期铜——“5%先生”滨中泰男亏损 18 亿美元 ...
..... (227)
- 美林证券私人银行部明星沃莱士欺诈案始末 (228)
- 高技术的欺诈——国民西敏寺银行期权交易亏损
5000 万英镑 (232)
- 加布莱斯矿务公司盛衰录 (236)
- 明星交易员制度分析 (240)

□ 全球基金业革命时代与我国基金业发展的思考 (248)

- 以美国为核心的全球基金业发展趋势 (248)
- 我国基金业大发展的时机已经基本成熟 (252)
- 借鉴国外经验，正确引导、规范操作迎接基金业革命
时代的来临 (254)

□ 第五次购并浪潮及中国银行业的发展战略 (262)

- 第五次购并浪潮特点及成因 (262)

● 全球银行业的购并浪潮此起彼伏	(264)
● 不同类型的银行购并案例分析	(270)
● 全球银行购并风潮中英国投资银行业日暮途穷	(285)
● 中国银行业发展的战略思考	(288)
□ 当代金融危机呼唤新的国际金融体系	(300)
● 国际金融体系的历史演进	(301)
● 现行国际金融体系的严重不适应性与矛盾积累	(310)
● 当代世界经济、金融发展趋势呼唤建立国际金融 新体系	(321)
● 当前国际金融市场发展的新动向	(329)
● 重建国际金融体系的设想	(339)
● 附：抱负远大的世界银行行长——沃尔芬森	(347)

□ 欧洲货币危机

1992年，欧洲货币体系发生了一场深刻危机，险些令正孕育中的欧元流产，令欧洲货币联盟夭折。危机迫使英镑和意大利里拉退出欧洲汇率机制，国际金融市场上更是风声鹤唳，陷入巨幅动荡之中。即使在欧盟货币一体化已经成为不可阻挡的历史的潮流的今天，英国政府还是迟迟不愿表态加入欧洲货币联盟，英格兰银行更是对那场危机心有余悸，发誓不原谅危机的发动者索罗斯，可以想见危机的惨烈和对英格兰的打击有多么地惨重。

● 欧洲货币危机始末

从20世纪50年代开始的欧洲一体化进程，在德、法两国的极力倡导和其他欧盟成员国的努力下，经过40年的发展，欧共体的成员国已经由原来的6国发展到12个国家，欧共体的政治、经济实力大增，欧洲统一大市场也正在形成。为推进欧洲一体化的进程，1991年12月10日，欧共体12国在风景宜人的荷兰小城马斯特里赫签定了著名的《马斯特里赫条约》（以下简称“马约”），将欧洲一体化向更高级的阶段——货币一体化推进。然而，由于世界政治、经济形势急剧变化以及欧盟内部体制结构缺陷，在游资的冲击下，1992年9、10月间，一直井然有序的欧洲货币体系突然陷入13年来最严重的危机之中，大

量资金从弱币流向强币，全球外汇市场上出现了少有的大混乱，欧洲货币危机爆发。欧洲一体化进程因而陷入停顿之中，欧洲货币一体化的前景也蒙上了一层阴影。

1991年底欧盟首脑会议通过的《马约》在1992年的6月的丹麦全民投票中遭到否决，欧洲货币一体化进程前景暗淡，9月法国将全民投票表决是否通过《马约》更令人们忧心忡忡。在此背景下，外汇市场上欧洲各国货币汇价开始急剧波动。随着法国全民投票的日益临近，大量资金从弱币流向强币，瑞典克朗、意大利里拉、西班牙比塞塔和英镑都跌至欧洲汇率机制所限定的波动幅度的下限，欧洲汇率机制面临一触击溃的境地。

9月4日，为保持意大利里拉币值稳定，意大利央行宣布将贴现率和隆巴特利率提高一点七五个百分点。同时，曾经被人们捧为“硬得不能再硬”的大英帝国的货币英镑也遭到市场的疯狂打压。为稳定英镑汇价，英国财政部在9月3日从欧盟借入160亿“欧洲货币单位”干预外汇市场。虽然意大利和英国央行全力干预外汇市场，但在大量游资的冲击下，干预显得力不从心，里拉和英镑汇价继续下跌。欧洲中心市场的动荡迅速蔓延至采取钉住欧洲货币单位汇率制度的北欧地区，芬兰马克大幅贬值，芬兰央行经受不住货币市场的压力，9月8日宣布让芬兰马克自由浮动，切断与欧洲货币单位的联系，芬兰马克汇价急剧下挫。同一天，瑞典央行将隔夜拆借利率提高到500%，并大举吸收瑞典克郎以保持与欧洲货币单位相联系的汇率制度。

到9月10日，英国首相梅杰拒绝英镑在欧洲汇率机制内贬值的计划，认为这是对未来的背叛，继续捍卫英镑

汇价。9月11日（星期五），本就疲弱的意大利里拉终于抗不住市场的攻击，意大利里拉跌破欧洲汇率机制下跌2.25%的幅度。周末，欧洲财政部长召开紧急会议，确定意大利里拉贬值7%。在各方面的压力下，9月14日，德国央行宣布将隆巴特利率下调0.25%，贴现率下调0.5%。德国利率下调似乎有利于意大利里拉和英镑币值的稳定，然而由于其下调幅度远低于市场预期，加上9月20日法国全民公决《马约》的前景并不乐观的预期，此时的市场更加恐慌，市场继续抛售弱势货币——意大利里拉和英镑，抢购德国马克，英镑和意大利里拉压力继续增加。

9月16日，是英国人的“黑色星期三”，市场发起对英镑的疯狂攻击，英国央行创下现代货币历史上一天之内两次加息的纪录，将基本利率从10%提高到12%，再由12%提高到15%，于9月17日实行。然而市场并不理会英国政府的干预，继续抛售英镑，英镑汇价跌破欧洲汇率机制定限定的6%的波动幅度。英国政府一片混乱，立即召开紧急会议。同时国会和政界又传出要求梅杰首相引咎辞职的强大呼声，在此巨大压力下，晚上英国财政大臣莱蒙特不得不宣布英镑暂时退出欧洲汇率机制，等市场条件许可时再重新加入，并将基础利率下调至12%，随后再度下调至10%。失去保护的英镑更是一跌千丈，日不落帝国的货币成了人见人怕的瘟疫，英镑象废纸一样成了人见人弃的垃圾。英镑退出欧洲汇率机制，意大利里拉更是不堪一击，意大利里拉随后宣布退出欧洲汇率机制。

虽然9月20日法国全民公决以微弱多数通过《马约》，但压力并未减轻，西班牙比塞塔、法国法郎、丹麦

克郎、爱尔兰镑也受到市场投机力量的冲击，均跌至欧洲汇率机制波幅的下限。一直到 1993 年 8 月 1 日，欧盟召开财政部长和央行行长紧急会议，对欧洲汇率机制的进行大幅调整，除德国马克和荷兰盾继续保持 2.25% 的波动幅度外，其他欧洲汇率机制成员国的货币的波动幅度均为 15%。至此，欧洲货币市场终于稳定下来，欧洲货币危机结束。

● 欧洲货币危机的原因

爆发于 1992 年秋季的欧洲货币危机，其背景和原因极其复杂，然而条分缕析主要有以下几点：20 世纪 90 年代初，国际政治经济形势发生了急剧变化，世界经济进入严重的衰退时期，各国货币政策缺乏协调，僵硬的欧洲汇率机制和国际金融市场上不断游弋的大量投机资金，其中《马约》在各国争取通过和批准成为导火索。

1991 年 12 月底在荷兰马斯特里赫欧共体首脑会议上，以《政治联盟条约》和《经济货币联盟条约》为主要内容欧共体首脑签署了旨在推进欧洲货币联盟进程的《马约》。

根据《马约》规定，货币联盟建设分三个战略步骤。第一个阶段，从 1990 年 7 月 1 日至 1993 年底，实现资本自由流动、基本上所有成员国加入欧洲货币汇率运行机制，扩大欧洲货币单位的运用范围；第二个阶段，1994 年初至 1996 年底或 1998 年底，各成员国加强政策协调，尽可能强化欧洲货币汇率机制，缩小汇率波动幅度，建立未来欧洲中央银行的雏形——欧洲货币局（EMI）；第三个阶段，从 1999 年初至 2002 年 6 月底，建立欧洲中央银行

体系，实现不可逆转的欧洲货币间的固定汇率制，引进欧元（EURO），同时各国货币退出流通。

根据《马约》第 109 条及相关条款的规定，欧洲货币联盟的加入标准是：

1. 实现高度民主的价格稳定与趋同，这是入盟的首要条件。以参加国中三个通胀率（以消费价格指数衡量）最低的成员国平均水平为基准，其他成员国通胀率不得高于入盟前一年这三个最低国通胀平均数的 1.5%。

2. 实现各国政府财政状况的稳定，即政府财政预算或决算不得出现过度赤字。标准是入盟前各成员国预算或决算赤字不得超过其 GDP 的 3%，公共债务总额不得超过其 GDP 的 60%。此项标准有一定的灵活性，即超过标准不多的成员国，其财政赤字率和公共债务率若以令人满意的速度在逐步接近条约规定比率，亦可认为达到了标准。

3. 各国货币间的相对稳定，即至少在两年时间内遵守欧洲货币汇率机制所规定的正常波动幅度，不得对其他任何成员国货币贬值，两年后方有资格加入欧洲货币联盟。

4. 长期利率（以长期国债或类似的债券利率来衡量）的趋同。即在入盟前一年，各成员国利率水平不得超过三个通胀率最低国家长期利率平均数的 2%。

《马约》的签署不仅再次明确制定出欧洲经济货币联盟具体实施过程，更为重要的是制定出欧盟趋同标准，为加入欧洲货币联盟的国家制定出了具体的可操作的标准，令欧洲经济货币联盟的进程大大加快。然而这正应了一句俗话“欲速则不达”。《马约》令欧洲一体化进程的步子迈得太大，在当时的环境下，成立欧洲货币联盟的时机显然是不成熟的，1992 年 6 月丹麦全民投票否决了《马约》，

为欧洲货币联盟的进程蒙上阴影，因为《马约》规定必须由12个成员国全部通过才能生效。欧洲货币市场开始动荡。9月法国全民共决是否同意《马约》，更成为市场关注的焦点。如果欧洲一体化的“发动机”法国再否决《马约》，那欧洲一体化的前景更为暗淡。正是在这样的背景下，无论是投资者、国际银行还是投机者都大肆抛售弱币，抢购强币，最终引发欧洲货币体系的危机。

固然《马约》在各国争取通过和批准成为这次危机的导火索，但如果东西德不合并，德国专注于欧洲货币联盟的事务，英国不急于加入欧洲货币机制，国际货币政策能很好地协调起来，欧洲汇率机制更富有弹性的话，危机不致于造成那么大的影响和伤害。

20世纪90年代初，国际政治经济形势发生了天翻地覆的变化，苏联解体、东欧四分五裂，冷战结束，全球政治经济陷入急剧动荡之中。同时，世界经济也进入严重的衰退时期。1991年随着柏林墙的倒塌，因政治和意识形态原因在二战后分离40年的东西德终于走向统一。由于东西德在经济发展水平上有很大的差异，政治上统一实现了，但东、西德要重新融合在一起，就不是早夕之功所能奏效的。

在欧共体一体化的进程中，德、法、英的作用最为突出，但由于英国一直偏安英伦三岛，对欧洲大陆的事务并不热心，加上80年代英国国内“欧洲怀疑派”势力强大，英国政府执行起“退出欧洲大陆”的旁观政策，使得推动欧共体一体化的重任落到德、法身上，德、法也当仁不让，自称为“欧洲的发动机”。欧洲共同体在七、八十年代的一系列成就，与德、法的协调和努力分不开，而要进

进一步深化，法、德积极联手推动非常必要。

然而，此时德国统一了，其国内问题顿时压倒一切，而且，融合东、西德的工作长期而艰巨。若德国政府要想守住统一这一政治成果，必须投入大量财力，以填平东西德发展上的差距。这就出现了一个矛盾：关注国内，将使德国对欧共体事务的关注减弱；当国内问题与欧共体一体化进程出现两难时，德国将更多地考虑国内利益。事实也正式是如此，1992年9月间，德国央行行长施莱辛格在一次名流聚会上演讲说，欧洲货币体系如果出现不稳定，只有通过让一些货币贬值才能得以调整。如果投资者认定“埃居”[欧洲货币单位(Ecu)]是一种一篮子固定货币单位，那就大错特错了，虽然当时施莱辛格所明确针对的是比英镑更疲软的意大利里拉，但施莱辛格这一姿态使得投机者确信，即使英镑出现问题，德国的态度也是一样。

在欧洲实行货币汇率机制的过程中，英国一直不是很积极。除了政治上那些“欧洲怀疑派”的牵制外，另一个很重要的原因就是英国经济状况不太景气。撒切尔夫人当政所搞的私有化运动等措施，并没有使英国从经济衰退的阴影中摆脱出来。如果在这时候过多地参与到欧洲一体化进程，缺乏竞争力的英国经济将在统一大市场吃亏。基于此，英国对欧共体一体化进程的态度不如德国那么积极。

到了1990年，事情起了一些变化。英国人大概看清了欧共体的经济一体化已是大势所趋，德、法的领头作用已经相当明显。如果英国还置身欧洲大市场的核心建设之外，等于主动放弃了对欧洲大陆的影响。因此，“欧洲怀疑派”的政策发生了动摇。在主动介入欧洲事务的政治愿望推动下，英国政府不顾自身经济上的弱势，决定尽快赶

上欧洲一体化的快车。便是在这一年里，英国政府决定让英镑参加“欧洲货币汇率机制”。英国政府的决定仅从政治和外交影响上的角度出发，没有考虑到介入一体化进程的负面影响，而且，在1990年时，这种负面影响还不突出，因为一体化进程由德、法全力推动，英国不用出什么力，同时，英国是欧洲共同体中除德、法外实力最强的国家，从欧洲大市场中得到的好处最多。按英国政府的如意算盘，英国只出名，不出力，却可以搭顺风车，净得利。然而就是这种不顾实际情况的一厢情愿，种下了1992年英镑危机的祸根。

1992年的英国还没有从经济不景气中缓过起来，统一后的德国在经济上呈现弱势，德国的不景气对经济本来就困顿的英国无疑雪上加霜。英国本来想借欧洲统一大市场带动经济的复苏，然而德国统一后出现的高通胀、高失业率和经济的低增长立即影响到英国，在世界经济进入衰退时期，靠出口带动经济增长成了泡影，英国经济一下子象虚脱了一样，国内市场更加疲软，企业投资严重不足，经济增长陷于停顿。在欧洲汇率机制内，强势货币的英镑走到其辉煌的尽头。

在全球金融市场一体化，资本市场自由化的国际环境中，增加了以邻为壑政策的潜在危险。金融放松管制意味着货币政策传递机制越来越依赖于市场价格即汇率和利率等竞争性变量，容易引起一邻为壑的政策。加之一些主要国家如美国、德国的货币政策对其它国家会产生溢出效应，因此各国间货币政策的协调更为重要，即大国在决定货币政策时应该考虑对其它国家的溢出效应。但是美、德两个大国的货币政策南辕北辙，均采用以邻为壑的政策。