

Financial Crisis, Contagion, and Containment

From ASIA To ARGENTINA

金融危机,蔓延与遏制 ——从亚洲到阿根廷

[美] 帕德玛·德塞 著
Padma Desai

Financial Crisis, Contagion, and Containment

From ASIA To ARGENTINA

金融危机,蔓延与遏制 ——从亚洲到阿根廷

[美] 帕德玛·德塞 著
Padma Desai

郭多祚 校
王远林 王立元 徐占东 译

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机, 蔓延与遏制: 从亚洲到阿根廷/ (美) 德塞著; 王远林等译.

北京: 中国人民大学出版社, 2006

ISBN 7-300-07636-X

I. 金…

II. ①德…②王…

III. 金融危机-研究-世界

IV. F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2006) 第 158179 号

金融危机, 蔓延与遏制

——从亚洲到阿根廷

[美] 帕德玛·德塞 著

郭多祚 校

王远林 王立元 徐占东 译

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京新丰印刷厂

规 格 155 mm×230 mm 16 开本

版 次 2006 年 12 月第 1 版

印 张 22.25 插页 2

印 次 2006 年 12 月第 1 次印刷

字 数 308 000

定 价 36.00 元

版权所有 侵权必究 印装差错 负责调换

前 言

借钱享乐是 20 世纪 80—90 年代全球经济的普遍现象：80 年代，^{iv} 日本的企业债台高筑却投资不慎；90 年代后期，美国的家庭超负荷安排债务融资；企业、银行和几个新兴的市场经济国家的政府累积了大量不具可持续性的对外债务。

但是在这一过程中，处于国际金融体系中心地位的发达市场经济国家集团和处于周边地位的脆弱经济体之间却存在着差别。发达市场经济国家的借款人，倚仗资金来源的多样性和可用期限的便利，可以随心所欲地管理着他们的债务。他们的政策制定者采取“国产化”措施回应着高负债引发经济膨胀而产生的各种后果。与此相反，本书所分析的新兴市场经济国家却因带来动荡的外国资本流而给本国经济体带来了金融和货币危机。这些资金流之所以会产生，是因为上述国家在“温室效应”不良后果的压力下过早地开放了本国的金融体系，而这种压力正是来自于以美国为首的发达的“中心”国家的私人机构和放款人。从 1997 年的亚洲到 2002 年的阿根廷，这些国家始终在同外部强加的金融危机以及由于国际货币基金组织（IMF）指定实施本国原本没有的政策所产生的不良后果作斗争。

我在本书中采用了对比性质的“中心—周边”分析框架，以期回顾金融危机的缘起与扩散。我采用这种分析方法还为了论证新兴市场经济国家，由于其机构弱小、政府操控，因而不可能在一个资本流动不受限制、汇率自由浮动的世界里躲过危机，而后两者恰恰是 IMF 最新宣布的杀手锏。即使是美国、欧元区、日本这样机构实力雄厚、对开放经济有较强适应性的经济体，据我分析，它们在为寻求经济稳定增长而实施最适当的政策的过程中，也会面临问题。

本书还以那些被危机扫荡过的国家的经验数据为基础，提供了一些

简单的分析模型，以分解极具变动性的短期资本流在策动危机和跨国传播危机方面所产生的影响。我的政策判断来自相关的事实和公开披露的事件，而不是来自秘而不宣的主观臆断或是随机的样本抽取。我还尽量避免在对待全球化问题上的面面俱到，把注意力集中于危机中的 IMF、
V 该组织对受制于危机的国家进行救援时引人质疑的历史记录，以及该组织已经披露的政策日程表中那些对未来可能的危机予以优先援助等不够明确的承诺。我感觉，IMF，不必论及其是是非非，它已是无可救药了。

我要感谢 Manmohan Agarwal 对初稿提出的中肯意见，Emil Czechowski 在设计地图、图表，跟踪信息来源等方面提供的帮助，以及对阿根廷和土耳其的情况所提供的建设性研究成果，Bikas Joshi 编写的危机编年纪事以及创作的与亚洲金融危机相关的卡通图片，Nyree Hartman 和 Nelly Nyambi 所提供的关于巴西的信息。这本书的完成得益于我与哥伦比亚大学学生的合作，以及来自各种学术会议上世界各地商业界、金融界的参与者的影响。通过这本书，我希望向学生们以及那些已不是学生的读者证明一点：金融全球化是一个复杂的过程，它可能极具破坏性。我的主张是，采取一种具有多种选择的模式实现全球化，这样，处于世界经济中心地位的发达国家的放款人，和处于边缘地位的借款人都可以从全球资本流动中得到收益。

目 录

1 引 言	(1)
2 转型中的美国经济	(14)
3 欧元：举步维艰与步履蹒跚	(50)
4 日本：在政策无效中度过了 90 年代	(75)
5 亚洲金融危机	(93)
专栏 1 什么是基本面问题？什么是结构问题？	(106)
专栏 2 经常项目与汇率	(114)
专栏 3 金融自由化、资本项目解除管制与管理体制	(117)
专栏 4 东亚危机：来自过度投资、缺乏管制还是资本流动的 过早开放	(124)
6 亚洲危机纪事	(127)
7 1998 年 8 月卢布崩溃	(145)
专栏 5 过早地实行卢布资本项目可自由兑换	(166)
8 从卢布蔓延到瑞亚尔	(172)
9 曼谷之外：布宜诺斯艾利斯和波斯普鲁斯海峡的经济危机	(183)
10 蔓 延	(208)
11 IMF 的营救：进展如何？糟糕透了！	(224)

专栏 6	亚洲金融危机中存在道德危机吗？	(254)
专栏 7	腐败程度有多大？腐败至关重要吗？	(259)
专栏 8	智利的资本流入税	(265)
专栏 9	中国与印度资本项目的可兑换性：两个国家具有警世 意义的故事	(268)
12	危机的防范与遏制：金融改革的下一步	(274)
参考文献		(295)
词汇索引		(304)

1 引言

全球经济在 20 世纪 90 年代经历了一场非同一般的变革，这些变革在 90 年代末对发达国家和发展中国的经济前景都产生了重要影响。¹

这场变革的惊人特征之一，就是两个集团都曾普遍地、大规模地借债。就美国而言，在克林顿执政期间，政府的预算赤字大幅度削减，但是美国的居民和企业却在 90 年代后半叶前所未有的经济繁荣期间大量地借款。日本的企业和金融部门也一样，并将这些借入资金不明智地投资于地产和其他不动产，结果不具可持续性的经济膨胀在 80 年代末终止的时候，日本的银行背上了巨额不良贷款的负担。在这一点上，欧洲货币联盟（EMU）的投资人——因其成立于 1998 年而成为这一舞台上的后来者——却是一个例外。他们利用不断扩大的、以单一货币“欧元”计值的债券市场，在美国的实业和金融活动中进行投资。

欠发达集团中的国家作为借款人也不甘落后。在本书的分析中提到的东亚国家群——印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、韩国和泰国，这些国家的政府融资基本平衡，但企业和银行却大量借入外币短期资金，并投资于长期的、价值不明的国内资产。俄罗斯、巴西、阿根廷和土耳其政府积累了大量的外债负担，却没有能力偿还，甚至不关心它们是否有能力以出口收入来清偿这些债务。

这两大集团借款行为的主要区别在于决策的过程。本书中的三个在全球经济中占统治地位的地区——美国、欧元区和日本，其借款人，不论是官方的还是私人的，在借款和偿债的决策上都是不受外部压力影响的自由主体。与此相反，上述第二集团中的经济体却因其借款活动而引致了金融与货币危机，这种危机在那些过早开放本国资本市场以便短期的、投机性资金自由进入的国家中更容易发生。发达国家的放款人，包

括私人机构和机构，他们所提供的优惠政策，在推动前述国家涉及外汇的金融和资本账户交易急速自由化方面，起了一定的作用。

在以债务支持的经济膨胀停止时，上述两大集团国家在政策反应上的区别也是明显的。经济的膨胀在日本于 1990 年终止，在美国于 2000 年年中结束。东亚经济体在 1997 年年中发端于泰国的、由资本外流引致的金融与货币危机中被横扫一气。在 1998 年 8 月的俄罗斯、1999 年 1 月的巴西、2001 年年初的土耳其、2001 年 12 月的阿根廷，货币体系因汇率不断变动而一片混乱。日本和美国先后实施旨在促进经济稳定增长的经济政策（事实证明，日本的政策是失败的，而美国基本走上正轨，尽管有“9·11”恐怖袭击的负面影响）。与此相反，那些受制于危机的经济体却在 IMF 的援助下丧失了政策的自主性，那些援助包含有极端的货币和财政状况要求，以及不现实的三大政策安排——浮动汇率、资本自由流动和 IMF 认为的独立货币政策。IMF 寻求一种让本已显露衰退迹象的经济体实施更为严苛的紧缩政策的方式解决来自外部的危机，那些紧缩政策，即使对于一个处于经济下滑中的发达经济体来说都是不可思议的。在资本流动不受限制和汇率自由浮动的情况下，这些国家无一为将来通过实施独立的货币政策以实现危机后稳定增长做好了充分准备。IMF 推崇的这三大政策安排，对于那些市场更为灵活、机构更有活力、对银行和其他金融部门监管更为充分的发达经济体来说更为适合。

在这一章里，我介绍了本书的主题，即，对比分析世界经济发达的中心地区和欠发达的周边地区近年来面临的各种经济新问题和相应做出的政策回应之间的相互影响。

发达国家：事件与结果

在新千年开始的时候，三大主要经济体——美国、欧元区和日本——的政策制定者致力于维持一种零通货膨胀的稳定增长。美国经济以股票市场繁荣为标志的前所未有的扩张终止于 2000 年年中，这引起了关于

刺激增长的一揽子措施的政策辩论，这些措施导致了经济的下滑，而这种经济下滑在“9·11”事件之后最终演变为衰退。欧洲联盟十五国中的十二个国家^①于1998年5月成立了一个经济与货币联盟，以放弃本国各自的货币转而接受欧元的方式，将它们的货币政策自主权让渡给了欧洲中央银行。20世纪80年代日本投资膨胀的终结给银行留下了大量的坏账负担，这对日本当局实施引导经济稳定增长的政策提出了极难应对的挑战。

2002年，三个地区初步的政策结果显现出明显不同的情况。在第一季度，美国走出了“9·11”之后的衰退，事实证明，这次衰退时间短暂、程度尚浅。美国的经济复苏得助于联邦储备局货币供应总量的放松以及政府的预算刺激。生产率的连续提高更为2002年的可持续增长前景锦上添花。欧元区的经济复苏落后于美国，因为欧洲中央银行一边要终止劳动力市场的自由化，以及成员国企业部门放松监管的改革，一边断断续续地实施着为达到零通货膨胀经济增长而采取的措施。日本的表现最为糟糕：持续了很长时间反反复复的系列政策措施，包括放松货币供应、税收改革和银行债务清算等，并没有能把日本经济最终拉出物价连续下滑的痼疾。结果是，消费者推迟了消费支出，公司为了奋力抵消通货紧缩对盈利的影响而推迟了资本性支出。日本带着这种经济不景气进入了2002年。

发展中国家：过早的资本流动及其后果

我曾经指出，20世纪90年代的最初几年，资本曾大量地流入废除了资本项目管制和刚刚实现国内信贷与金融市场自由化的发展中国家。

这些资本，在华盛顿那些胸有成竹的决策者的推动下，在华尔街那些望眼欲穿的资本家的支持下，流入刚刚开放的发展中国家，其规模巨大、期限短暂、富有投机性并给经济带来了不稳定。借款国的银行和金

^① 经济与货币联盟创始国为十一个，疑误。——译者注

融机构没有得到有效的监管，它们的资本充足率十分低下。这些贷款的借贷双方以专业的方式、按照金融惯例的传统标准联系在一起。资产组合的风险管理不健全，用硬通货借入的短期贷款被以长期的方式贷放给国内的借款人，他们又将这些资金投入了不动产和一些真实价值有问题的企业。当那些债台高筑的借款人不能清偿债务，宣布破产时，外国贷款人便撤走资金，这使得那些借款人的融资状况进一步恶化，并且使其投资所涉及的货币的价值大幅下降。1997—1998 年从曼谷经莫斯科传播到巴西的那场金融危机演变成为了一场货币危机。

20 世纪 90 年代世界经济的标志性特征就是增长，同时也伴随着亚洲几个发展中国家经济的急剧转向。东亚几个国家——印度尼西亚、马来西亚、韩国和泰国——在 90 年代的最初七个年头里始终保持着高速增长、低通货膨胀和政府预算平衡的纪录。与此同时，菲律宾的经济按这些标准衡量也在稳步增长。这五国的经济，在 1997 年年中始于泰铢崩溃并于 1998 年扩展到俄罗斯和巴西的金融与货币危机中受到重创；由于 IMF 强加给它们严厉的货币和财政政策措施——尽管这些政策是为在上述五国经济体系中恢复货币稳定和重建外国投资者信心而设计的——这些国家经历了严重的经济衰退。

与危机前 10 年东亚国家健康有活力的宏观经济指数相反的是，俄罗斯的经济状况极不稳定。通货膨胀率能否从 1992 年的四位数水平控制到此后的两位数很不明确，占国内生产总值（GDP）7% 的预算赤字居高不下，1997 年的经济增长因随之而来的严重的经济紧缩（自 1991 年以来物价下降了 50%）而显得微乎其微。巴西，因采纳 1994 年 7 月“瑞亚尔计划”而成功控制了通货膨胀并实现了经济的正增长，即便如此，其效果也被最终扩展到经常项目赤字的高额预算赤字抵消。作为试图从计划指令经济向市场经济进行痛苦转型的后来者，1997 年的俄罗斯在宏观经济稳健性方面远远不及巴西。当危机开始从东亚传播、外国投资者撤走其以卢布和瑞亚尔计值的资产时，面对危机的蔓延，俄罗斯也显得更为脆弱。1998 年 8 月 17 日，俄罗斯当局宣布了对政府卢布债务的单方面违约，严禁商业银行清结其对外负债，宣布卢布从 1 美元兑

6 卢布贬值为 1 美元兑 26 卢布。1997 年最后几周里,巴西的外国投资者也曾紧张地撤走其资产,作为对这一类似行为的回应,巴西政府将预算支出削减了 GDP 的 2.5 个百分点,中央银行将基准放款利率推高到 43.5%,并最终于 1999 年 1 月允许瑞亚尔自由浮动。

2000 年,东亚的“危机五国”和巴西分别以 2%~3% 不等的速度恢复经济的增长。更为引人注目的是,俄罗斯经济在石油部门繁荣以及卢布大幅贬值从而给国内工业带来相对的价格优势的驱动下,以 8% 的速度开始增长。正当这些国家把衰退的各种迹象抛在身后时,2000 年年末,债务压制下的阿根廷和土耳其发生的金融与货币动荡再次激起了人们的恐惧心理。在阿根廷,由货币委员会协议安排担保的比索与美元之间的稳固联系在 1998 年之前对抑制通货膨胀、促进经济增长曾有过很大帮助。然而,随着 1999 年 1 月巴西瑞亚尔的贬值,这种联系使得进口增长放慢,并启动了一场先影响税收收入进而导致持续预算赤字的衰退。这种日益加剧的不确定性增加了投资者对债务违约和比索贬值的恐慌,结果两种情况在 2001 年 12 月都发生了。由于地方预算赤字和直到 2001 年仍维持在 60% 的高通货膨胀,土耳其里拉在 2000 年末就感受到了贬值的压力。2002 年,阿根廷经济上的不稳定由于没能尽快解决,也很快地扩大到政局的混乱。土耳其能否实现稳定的、低通货膨胀的经济增长,取决于它的政策制定者能否在有争议的政治格局下控制其预算赤字,而土耳其的政局,随着 2002 年 8 月国会的解散以及新一轮大选的宣布而进一步恶化。在巴西,因为在 2002 年 10 月公众民意调查中,选民表现出支持左翼总统候选人的偏好,因而激起了人们对市场化改革逆转的担心。IMF 于 8 月 7 日宣布了一项 300 亿美元的救援方案,以寻求缓解瑞亚尔因资本流动引起的贬值压力。

上述两大集团中的各国,不论是从紧随繁荣过后的经济下滑或衰退中反弹(如美国、日本和东亚的“危机五国”),还是在高达四位数的通货膨胀之后维持稳定增长(如俄罗斯、巴西、阿根廷),抑或在并未消除经济过热或通货膨胀后遗症的情况下实现低通货膨胀的稳定增长(如欧元区 and 土耳其),它们的经济表现和政策记录是有重要区别的。

差异：中心与周边，内生与外生的动乱

第一，在美国、欧元区和日本这些发达的经济体中，美国的处理方式适应了开放的市场经济的要求（尽管最近曾爆出公司治理方面的丑闻），它受诸如分割的劳动力市场、受严格管制的企业部门，以及过高的福利等结构性瓶颈的阻碍是最少的。它拥有一个复杂的金融机构网络，其中包括受监管主体监督的商业银行。美国迅速、大规模地采用信息技术使得它的经济在生产力绩效方面独占鳌头。美国从理论到实践一如既往地贯彻着熊彼特（Schumpeterian）“创造性破坏”的思想，居民和企业能对各种政策信号做出灵活的反应，更是鼓励了美国的这一做法。虽然经济政策问题各不相同，但是这种“二元体系”还是促进了自由企业制度的进步。得益于上述因素的综合影响，美国在克服经济波动和维持零通货膨胀稳定增长方面，较之欧元区和日本还是略胜一筹。在美元浮动、资本自由流动、联邦储备局独立执行放松或抽紧银根这种三位一体的政策安排下，美国政府也很容易地就能发挥作用。

- 6 第二，从历史的观点来看，发达集团（包括“经济合作与发展组织”的其他成员国）在机构潜能、适当的政策设计、有内聚力的政策决策，以及技术和管理的适应性方面，都比发展中集团（以及其他本书并未聚焦的经济体中的国家）先进得多。发达集团对应付开放的全球经济产生的竞争压力具有很强的驾驭能力。发达集团处于世界经济体系的中心，不仅仅是因为在全球收入中它占有主导性的份额，还因为它有实力阻止处于周边的发展中国家扩大它们的蛋糕份额。在这不公正的游戏领域里产生了一个速度问题，即，周边的发展中国家，以什么样的速度来接纳中心发达国家的法律规范和经济惯例，又以什么样的速度与发达国家相互整合，以便使双方都能从发达国家流向发展中国家的资本中获利。不管是否为这种整合做好了充分准备，那些已经向资本流动开放了国界的欠发达经济体，称为新兴市场经济体——是我在本书的分析中采用的称谓。

第三,随着几个新兴的市场经济国家,因过早而且迅速地放开其资本的自由流动而卷入了1997年始于东亚危机的那场经济动荡,这种不平等的“中心—周边”关系在20世纪90年代成为激烈争论的焦点。新兴市场的政策制定者,除了中国和印度几个少数的例外,几乎都是在那些美国领导下的国家中支持此种资本流动的官方或私人的推动下,在承受高压的环境下进行政策操作的。因此,20世纪90年代这种经济体由之而生的经济和政治不稳定是外部施加的,而美国、欧元区和日本的经济问题和面临的艰巨挑战则是内生的。

第四,这种内生—外生的差异也扩展到政策措施上,新兴市场经济体的政策措施是被危机扫荡后寻求IMF救援时,不可避免地被迫实施的。与此相反,这些政策在美国的成功、在日本的失效和在欧元区的缓效是上述国家/地区在本国/本地区设计和实施它们的结果。寻求IMF援助的国家并没有“自己”的应对计划,唯一的例外是马来西亚,该国实施了资本项目管制以阻止资本外流。IMF旨在恢复投资者信心和阻止货币贬值的严厉的财政货币政策太过剧烈,因为那些金融支持尚不足以填补因投机资金突然而又大规模地外流所导致的流动性崩溃。IMF只是原则上反对那些被危机冲击又寻求其支持的国家采取以市场为基础的资本项目管制,虽然这些措施本来可能减少IMF必要的资金援助。⁷ IMF也没有能够为阿根廷这样高负债的援助对象启动及时、全面的债务重组,正因如此,IMF的预算赤字目标变得毫无关联,它的货币紧缩处方也不再具有可信度。偶尔地,那些经济援助的规模、时机和频度还会受到美国领导的中心国家示意下的非经济因素的影响。在金融危机中,IMF远远不是一个客体,也完全没有为新兴市场充当合格的最后放款人,它实际上是在以“七国集团”领导下的一个机构的身份,代表七国集团在尚未准备就绪因而极具金融脆弱性的新兴市场,侵略性地推广一种不可逆转的资本流动。

基于这些观点,我在本书中采取了一种比较式的、“中心—周边”分析框架。我的分析并没有将注意的焦点集中在危机的起源、或有或无的危机蔓延、一些新兴市场经济体能够在危机后迅速恢复而另一些却不

能的主要原因，以及 IMF 政策处方的失败等问题上，这些工作此前已有人做过，但是我在这种比较分析的框架中，将系统的经验论据与严密的逻辑分析结合起来，以期达到某种政策判断。

比较的观点

本书的主题以宽泛的、全景式的视角集中探讨了四个主要观点。第一，即使在发达集团内，一些国家也比另外一些更易于从经济下滑或衰退或者银行危机中反弹。例如，美国就比其他国家能够更加灵活而迅速地平安度过经济的各种起伏。第二，暂不考虑其影响和持续时间，20 世纪 90 年代发达的中心国家的那些经济痼疾是源自国内的，其对策方案也是国内启动的。与此相反，周边国家的金融危机却是来自经济体外部。第三，周边经济体过早地向来自发达国家的资本流开放是基于这样一个假设，即，它们与中心国家那些富有活力的经济主体在承受能力方面相似。资本市场全球化的倡导者们忽略了一个事实，那就是，处于周边的国家，缺乏能使投资者和借款人从资本流动中获利的必要的法律法规以及足够的企业实践经验。最后，IMF 对资本流入新兴市场的偏好、对危机扫荡国接受援助而必须在财政货币政策方面达到的标准、在启动特定国家政策对策方面（比如债务的优先重组）的缺乏灵活性，以及在

8 浮动汇率、资本自由流动和独立货币政策这种“三位一体”的政策安排方面的固执己见，使得在新兴的市场经济国家形成了一种对其资本项目自由化政策日程表的很不友好的看法。特别需要指出的是，这种“不付出就没有收获”的理念意味着，近年来反复发生的金融危机使周边国家为了收获金融全球化的最终利益而必须承担那些随金融全球化范围扩大而不可避免要发生的成本。

周边的借款国在吸纳资本流入时，金融机构和经济结构都缺乏足够的准备，这与自主引入这些资本，并为保持经济稳定增长做好了充分的准备的中心国家形成了鲜明的对比。

发达的中心国家之政策及绩效：对比

在全球三个主要的经济中心区，美国（第2章将详细讨论）比欧元区（第3章讨论）和日本（第4章讨论）更擅长通过机构、结构支持与政策信号之间的相互作用来消除其经济波动的内部根源。美国的自由企业模式，由其企业实力和技术创新能力支持，并以企业、居民对适当政策信号的灵活反应为特征，很难植入欧元区和日本，尽管后两者也都有机构能力强大、对开放经济适应性很强的市场经济制度。美国联邦储备局在为实现零通货膨胀下的增长而实施浮动美元、资本自由流动、独立货币政策“三位一体”的政策方面尤为成功，当然，这种政策也同样为日本和欧元区所采纳。尽管对美国联邦储备局的货币政策有效性、时机与时滞，以及2002年，经济从2001年的下滑以及随之而至的“9·11”后的衰退中反弹等各种经济迹象的识别一直存在争议，但是，这种模式由不断提高的生产力绩效支撑的灵活性是不可否认的。与此相对照，欧洲中央银行，受欧元区不够完整、监管不充分，以及生产力增长率较低的制约，一直艰难地游走于经济增长与控制通货膨胀这两难选择之间。欧洲货币联盟在推动建立一个统一的自由企业区方面落后了，这种自由企业区可以削减养老金、降低预算赤字、拥有不受管制的劳动力市场和较低的公司税率，可以将其企业推上生产力高速增长的快车道。

虽然有这些鲜明的对比，经济中心国家依然是“自己”制造了经济问题并“自己”开出药方。而新兴市场，却经历了因外部压力而向短期资本流入开放国门所产生的金融与货币动荡，并遭受了因IMF援助条件的苛刻所带来的严重衰退。

金融危机与蔓延

9

我从金融不稳定风险的角度分析了亚洲的九个借款国家和地区（第5章），这种金融不稳定源自短期的资本流入。我把它们划分为三类：

危机波及经济体（印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、韩国和泰国）、危机免疫经济体（中国大陆、中国香港和中国台湾）、未受危机影响的经济体（新加坡）。这三类经济体有类似的高增长、低通货膨胀的强大的宏观经济基础，有较高的储蓄率和投资率，在危机袭来之前的几年有低到近乎为零的预算和经常项目赤字。然而第一类经济体在 1997—1998 年的金融与货币动荡（对此我在第 6 章详述）中被摧垮，完全是因为它们那些与外汇收入有关的短期资本流入规模巨大，并导致了国内借款人的过度负债和货币供应量的过度增长。与此相关的是，1998 年 8 月俄罗斯卢布的崩溃（第 7 章讨论）和 1999 年 1 月巴西瑞亚尔的急剧贬值（第 8 章讨论），也是由于恐慌而导致了短期资金撤出，尽管巴西经济的短期风险相对于外国长期投资来说不确定性略小一些。

土耳其和阿根廷的金融与货币问题（第 9 章讨论），在 2000 年末加速凸显出来，这与亚洲的经济痼疾并无关系。它们也在危机管控和危机后经济复苏问题上提供了一个对照。本书中提到的从亚洲到拉美的新兴市场经济体，它们的机构脆弱、由政府支持，而且存在结构性障碍。但是，在危机发生前的几年里经济基础较强的亚洲“危机五国”比之土耳其和阿根廷在迅速恢复经济增长方面更具潜力，其中，前者财政政策有失误并有高于两位数的通货膨胀，而后者却因比索与强势美元的固定联系而背上了沉重的政策枷锁——虽然这种货币关联曾成功地消除了经济中高达四位数的通货膨胀，但为时已晚。阿根廷经济的不断下滑最终使得它无力偿还债务，也没有可以选择的政策以快速启动经济复苏。

1997—1999 年从曼谷蔓延到巴西的那场危机（第 10 章分析），就传导机制来说是金融领域特有的，不同于此前几十年里与贸易有关的危机蔓延。这种通过金融渠道传导的危机的蔓延并没有在 2000—2001 年的阿根廷和土耳其危机之后发生，因为注重贷款质量的普通放款人，并没有大量投资于除中国和墨西哥之外的新兴市场经济体，并预见了阿根廷的债务违约且及时对其做出了调整。这两种并列的危机蔓延情形再一次突出了短期金融资本在策动全球危机蔓延方面所起的作用。

由于没能堵住资本的外流以及稳定本国货币，遭受金融危机困扰的