

对 中 国 经 济 和 金 融 的 反 应 和 影 响

RMB Derivatives

人民币 衍生产品

— 第四版 —

(第二册)

张光平◎著

(荣获“货币三极”大奖的书籍分别为《嚣张的特权：美元的兴衰和货币的未来》、《欧元的故事：一个新全球货币的激荡岁月》、《人民币产品创新》，作者分别为巴里·埃森格林、戴维·马什、张光平。)

 中国金融出版社

人民币衍生产品

(第四版)

第二册

张光平 著



中国金融出版社

目 录

第一册

第一篇 经济、金融和金融衍生产品

第1章 经济、传统金融与金融衍生产品	3
第2章 国际金融危机和金融创新	25
第3章 国际化趋势下人民币产品创新和风险管理的迫切性	47

第二篇 中国经济和金融市场

第4章 中国经济	65
第5章 中国的银行体系	133
第6章 中国资本市场	189
第7章 中国外汇市场	240
第8章 中国的国际投资头寸及其国际比较	270

第三篇 国际外汇、债券和其他衍生产品市场

第9章 外汇市场、债券和股票市场	293
第10章 远期和掉期	311
第11章 无本金交割远期和掉期	329
第12章 金融期货	351
第13章 期权	400
第14章 场外柜台交易期权	453

第二册

第四篇 亚洲金融危机前后的金融衍生产品和跨境资金流动

第15章 亚洲金融危机	489
-------------------	-----

第 16 章	亚洲金融危机中的外汇远期	505
第 17 章	亚洲金融危机期间的外汇无本金交割远期	512
第 18 章	外汇掉期	520
第 19 章	期权、结构性票据和其他产品	525
第 20 章	中国香港应对亚洲金融危机过程中金融产品发挥的作用	532

第五篇 国内人民币衍生产品

第 21 章	商品期货	551
第 22 章	可转换债券和其他有嵌入式期权的债券	568
第 23 章	人民币外汇远期结售汇和远期交易	587
第 24 章	影响人民币远期和即期汇率的因素	614
第 25 章	债券远期	688
第 26 章	认股权证	697
第 27 章	人民币外汇掉期和货币掉期	717
第 28 章	人民币利率互换	734
第 29 章	人民币远期利率协议	755
第 30 章	黄金期货和期权市场	761
第 31 章	股票指数期货	783
第 32 章	信用风险缓释工具	848
第 33 章	人民币外汇期权	861
第 34 章	国债期货/利率期货	879
第 35 章	股指期权	910
第 36 章	国内理财市场介绍和简析	956
第五篇	总结	993

第三册

第六篇 境外人民币产品

第 37 章	境外人民币远期	1000
第 38 章	影响人民币无本金交割远期市场的因素	1040
第 39 章	境外人民币远期的应用	1159
第 40 章	境外人民币外汇期货	1181
第 41 章	境外人民币外汇掉期和货币掉期	1206
第 42 章	境外人民币外汇期权	1220
第 43 章	境外人民币利率互换	1275

第 44 章	人民币结构性票据	1282
第 45 章	人民币结构性存款	1294
第 46 章	H 股指数期货	1305
第 47 章	H 股指数期权和 H 股股票期权	1318
第 48 章	人民币升贬值预期的量度及其对人民币资产价格的影响	1339
第六篇	总结	1347

第七篇 境内外产品市场的关系及未来的发展

第 49 章	韩元远期与韩元无本金交割远期的关系	1353
第 50 章	境内人民币远期和境外人民币远期之间的关系	1369
第 51 章	国际货币基金组织对跨境资金流动的监控要求	1395
第 52 章	人民币升贬值压力与我国外汇储备变化的关系	1405
第 53 章	虚假贸易等导致“热钱”流入和流出动的规模估算	1437
第 54 章	人民币升值对国内金融和经济的影响	1478

第四册

第八篇 人民币国际化趋势下产品创新和未来发展

第 55 章	国际贸易和结算及人民币跨境贸易结算的相关进展	1495
第 56 章	国际外汇储备资产构成和人民币国际储备的进展	1536
第 57 章	货币在外汇市场活跃度简介和货币国际化程度量度的探讨	1576
第 58 章	日元国际化的经验和教训	1614
第 59 章	货币国际化的利弊简析	1642
第 60 章	境外人民币中心的现状和发展	1665
第 61 章	离岸人民币市场	1702
第 62 章	亚投行、金砖银行和“一带一路”战略与人民币国际化的 相互推动关系	1733
第 63 章	人民币国际化的现状及风险防范	1773
第 64 章	人民币国际化趋势下的人民币产品创新和市场发展	1854
后记		1890
相关重要网址		1897
参考文献		1902

第四篇 亚洲金融危机前后的金融衍生产品和跨境资金流动

1997年7月爆发的亚洲金融危机震撼了全球金融市场，对全球金融体系的影响在很多方面都可与2008年爆发的国际金融危机相比。亚洲金融危机爆发后，世界上许多学术机构、学者和主要的国际组织都对此做了大量研究，即使是简单回顾这些研究也需要花费很长的篇幅。这些研究或是关注导致危机的经济基础面的原因、政府采取应对危机的措施的有效性分析，或是关注未来如何能够预测危机的再次发生。但是对金融危机期间衍生产品的研究，特别是这些衍生产品的详细描述和交易数据却相当有限。本篇的目的是介绍外汇衍生产品在亚洲金融危机中的作用，回顾和分析危机期间涉及的衍生产品和这些产品在亚洲金融危机前后起到的作用。

亚洲金融危机前后的各类衍生产品的交易皆是基于亚洲货币贬值期望下的投机和避险交易，而我们在本书介绍和分析的各种人民币衍生产品从2002年到2007年大多是基于人民币升值期望下的类似投机交易，二者的区别只在期望从“贬值”变成了“升值”，因此，相应的交易策略也变换了方向，而从2008年9月到2009年3月的半年时间内人民币兑美元重新回到了贬值预期；2009年4月到2014年9月，人民币兑美元总体升值预期减缓，而2014年10月以来人民币兑美元再次回到了贬值预期。亚洲金融危机前后国际流动资本向东亚地区的流动幅度近年来也随辖内货币兑美元升值和贬值而变化。正是由于这个原因，我们用6章的篇幅来介绍亚洲金融危机前后外汇衍生产品的作用，从而使我们更容易理解目前活跃于境外离岸市场而且今后数年会更加活跃的人民币衍生产品并且了解国际短期资本在人民币升值过程中的作用。

虽然亚洲金融危机爆发到现在已经整整18年过去了，它对整个亚洲经济和金融产生了巨大的影响和冲击，许多国家在很多方面似乎已经吸取了教训，然而在风险管理、跨境资金流动监管等方面的教训似乎还未得到多数国家的足够重视。

亚洲金融危机已经过去，但是境内外至今仍然对其进行反思。因此，我们继续保持本篇在本书中的位置，并对之前的内容进行了一定的更新。本篇的结构如下：第 15 章概括介绍亚洲金融危机前后主要的东亚经济和金融市场以及金融衍生产品在其中起到的作用；第 16 章介绍亚洲金融危机期间外汇远期的作用；第 17 章介绍亚洲金融危机前后无本金交割远期的作用；第 18 章介绍亚洲金融危机前后不同类型的掉期的作用；第 19 章介绍期权在亚洲金融危机中的作用；第 20 章介绍中国香港在亚洲金融危机期间的主要措施并总结本篇。

第 15 章 亚洲金融危机

亚洲金融危机在 1997 年 7 月 2 日爆发,持续时间超过一年,不仅影响了所有的东亚经济和金融市场,也很快影响了拉丁美洲和俄罗斯,最终导致了“最好的、最耀眼的、最傲慢的”美国长期资产管理公司 (LTCM) 的破产 (Marthinsen, 2003), 这使全球的金融行业都为之震惊。亚洲金融危机虽然已过 18 年了,但是很多相关问题并未过时,对整个亚洲,特别是中国大陆仍有着许多需要继续深入思考的问题。本章我们将简要介绍亚洲金融危机期间东亚的金融市场以及金融衍生产品在这场危机中所起到的作用。

15.1 泰铢的浮动和危机的开始

众所周知,1997 年 7 月 2 日泰国政府未能防御泰铢而使之自由浮动,亚洲金融危机便从泰国开始爆发。随着泰铢的贬值,其他东南亚货币在接下来的两个月放弃了和美元的挂钩,也开始贬值。在 1997 年第三季度的外汇市场上,泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚都经历了最严重的压力,同时新加坡和其他一些亚洲国家也都受到了影响。表 15-1 给出了从 1997 年 7 月 1 日到 1998 年 2 月 3 日这些地区的主要货币贬值比率,从中可以观察到印度尼西亚的卢比贬值了 85%,同一时期,韩元、泰铢和马来西亚林吉特分别贬值 49%、48% 和 47%,其他货币贬值的程度要低一些。

表 15-1 东亚主要国家货币兑美元外汇贬值情况

国家	货币	贬值比例
泰国	泰铢	48% (从 26.07 到 50.00)
马来西亚	林吉特	47% (从 2.50 到 4.75)
菲律宾	比索	27% (从 30 到 41)
印度尼西亚	卢比	85% (从 2500 到 17100)
韩国	韩元	49% (从 900 到 1750)
新加坡	新加坡元	19% (从 1.25 到 1.55)

资料来源:张光平(1998)。数据来自 1997 年 7 月 1 日到 1998 年 2 月 3 日。

张志伟(2001)用自动回归条件损失模型来研究亚洲金融危机期间的投机冲击确定了亚洲货币受冲击的时间。我们在表 15-2 中列出了他研究的结果。

从表 15-2 可以观察到泰铢早在 1997 年 5 月就受到了冲击（在第 16 章我们将做详细介绍），印度尼西亚卢比、马来西亚林吉特和菲律宾比索在泰铢刚刚浮动后的 7 月也受到了冲击，韩元则在 1997 年 10 月受到了冲击。

表 15-2 亚洲主要货币受冲击的时间

月份（1997）	印度尼西亚	韩国	马来西亚	菲律宾	泰国
一月	0	0	0	0	0
二月	0	0	0	0	0
三月	0	1	0	0	0
四月	0	0	0	0	0
五月	0	0	0	0	1
六月	0	0	0	0	0
七月	1	0	1	1	1
八月	1	0	1	0	1
九月	0	0	1	1	0
十月	1	1	0	0	0
十一月	0	1	0	0	1
十二月	1	1	1	1	1

资料来源：张志伟（2001）。

15.2 新加坡和中国香港

所有亚洲国家和地区都受到了危机的冲击，包括新加坡和中国香港这两个地区性金融中心。

15.2.1 新加坡

作为东南亚金融中心以至亚洲金融中心，新加坡元受到了亚洲金融危机直接的冲击，新加坡元从 1997 年 7 月 1 日（泰铢浮动的前一天）的 1.25 新加坡元/美元的高价跌到了 1998 年 2 月 3 日的 1.55 新加坡元/美元，跌幅为 19.35%。然而，从表 15-1 可以看出，其他地区性货币在同一时期的贬值幅度更大。这意味着新加坡元兑换美元虽然是贬值了，但它兑换其他地区性货币如泰铢和印度尼西亚卢比却是升值了。

新加坡股票市场也受到了危机的严重冲击。1997 年 1 月新加坡海峡时报指数（straits times index）为 2055.44 点，到 1998 年 9 月该指数跌到了截至当时 10

年的最低点 856.43 点, 20 个月跌幅接近 60%。从房地产市场上可以看到, 私有产权指数从 1997 年第一季度的 270.0 点跌到 1998 年第四季度的 163.7 点, 一年时间内下跌了 40%。如果政府没有在 1996 年 5 月采取紧急措施冷却房地产市场泡沫, 新加坡房地产市场的跌幅会更大。

1998 年新加坡的商业银行活动和离岸金融业务皆有收缩。商业银行的保险业务量从 1997 年的 20 亿美元跌至 1998 年的 5.48 亿美元, 保险业务费用从 1997 年的 1240 万美元缩减到 1998 年的 320 万美元, 商业银行的费用收入也跌了 4%。但是, 合并、收购和其他金融咨询服务的费用却从 970 万美元增加到了 1800 万美元 (新加坡货币当局 1999 年数据)。

15.2.2 中国香港的“双向操作”

亚洲金融危机期间, 港元受到四次主要冲击。首次冲击开始于 1997 年 8 月 15 日, 当天港元/美元溢价从 178 点增加到 826 点, 并在 8 月 18 日进一步上升到 1157 点。在前一周新台币贬值之后, 10 月 20 日港元面临的冲击达到最高点, 10 月 23 日港元溢价达到 2840 点的最高点。

银行利率被投机交易推到了历史高位后, 对香港经济和社会产生了严重后果。由于 1997 年 10 月 21 日和 22 日抛售港元的交易强化, 10 月 23 日中午, 香港银行间利率高达 280%, 当天恒生指数下滑 10% 以上。为了对抗在香港外汇市场和股票市场的双重冲击, 香港政府采取了果断措施, 从 1998 年 8 月 14 日到 28 日, 香港金管局在香港股票市场买入总数为 150 亿美元的股票和股指期货, 占当时整个香港股票市场总市值的 7%。购买的这些证券由香港外汇基金投资有限公司 (Exchange Fund Investment Limited) 持有并管理 (细节参阅 Chakravorti 和 Lall, 2000)。

香港特区政府入市目标被解释为针对特别的投机者群体, 他们操纵香港股票市场和外汇交易市场, 其利润源自“双向操作”, 也就是对股票市场和外汇市场的同时冲击 (Tsang, 1998)。专家观察到投机者以卖出港元来抬高利率, 从香港联系汇率安排的调整机制中获利, 同时起到打压股票价格的作用, 进而从股票期货市场上建立的空头仓位赚取利润。

中国社会科学院金融和政治研究所所长余永定教授在亚洲金融危机爆发不久就带领数位研究人员对香港十多家金融机构和香港金管局进行调研, 在调研的基础上于《国际经济评论》1998 年第 3~4 期发表了《对香港股灾发展过程的经济分析》的文章 (其他两位合作者为王洛林教授和李薇博士)。该文章对亚洲金融危机在香港的过程, 特别是对投机者的投机战略和操作过程有系统、深入和全面的研究和分析。现在看来, 该文有极强的参考意义。我们在本篇第 20 章专门引用余教授的研究成果, 对香港应对亚洲金融危机进行系统地介绍和

分析。

15.2.3 两个金融中心银行的业绩

Weston 和 Ford (2002) 的研究发现, 对比泰国、马来西亚、韩国和印度尼西亚, 中国香港和新加坡银行部门的表现相对较好。虽然这一期间新加坡和中国香港银行的业绩下降, 但并没有像泰国、马来西亚、韩国和印度尼西亚那样发生银行破产的现象, 原因是新加坡和中国香港的银行拥有更充足的资本金和更丰富的职业经验以及更好的风险防范体系。

15.3 跨境资金流动和亚洲金融危机

国际货币基金组织 (IMF) 1998 年的经济和金融调查显示, 外国直接投资 (FDI) 的稳定增长是 20 世纪 90 年代私人资本大量流入新兴市场的重要表现。从 1991 年到 1996 年, 流入亚洲的私人资本总量有相当大的增长, 平均每年增加 40%。本节主要介绍短期流动资本对亚洲金融危机的作用。

15.3.1 资本流入亚洲市场

表 15-3 给出了从 1991 年到 2000 年流入亚洲国家和地区的净私人资本流、净直接投资、净组合投资、储备金变化、其他净私人资本流量和经常账户。从表 15-3 可以看出, 净资本流入总量从 1993 年到 1996 年持续增长, 年增长率分别为 61.5%、16.5% 和 64.6%, 三年累计净增长了两倍多, 但 1996 年到 1997 年却下降了 114.0%, 变成了净流出; 1991 年到 1996 年直接投资变化幅度较小; 组合投资资本变化幅度巨大, 从 1994 年的 113 亿美元增长到了 1996 年的 263.2

表 15-3 流入亚洲各国的各类资本数据 (1991—2000 年) 单位: 亿美元

年份 资本类型	1991	1992	1993	1994	1995
净私人资本流	249.3	208.9	206.5	333.5	388.5
净私人直接投资	59.6	63.4	66.7	65.3	88.1
净私人组合投资	25.3	94.9	170.9	113.0	176.5
其他净私人资本流量	164.4	50.6	-31.1	155.2	124.0
净官方流入量	34.1	26.8	32.7	8.6	149.4
储备金变化	-96.8	-180.9	-205.9	-61.0	-189.9
经常账户	-251.9	-162.9	-135.3	-232.1	-391.0

续表

资本类型 \ 年份	1996	1997	1998	1999	2000
净私人资本流	639.6	-89.8	-327.1	-90.6	-101.6
净私人直接投资	98.3	104.9	109.1	78.3	85.9
净私人组合投资	236.2	72.1	-92.8	36.2	40.0
其他净私人资本流量	305.1	-266.8	-343.4	-205.0	-227.4
净官方流入量	-38.5	145.8	178.0	-55.7	25.5
储备金变化	-54.5	394.5	-469.5	-393.3	-229.1
经常账户	-530.3	-254.6	699.0	629.5	448.0

资料来源：国际货币基金组织（IMF）：《世界经济展望》，基本数据表格，2001。

亿美元，两年累计增长一倍多，但到 1997 年却突然下降了近 700%；其他私人资本这几年变化的情况与总净私人资本和组合投资资本趋势相似，但 1996 年到 1997 年下降的幅度比前两者更大。

由于统计系统误差，国际货币基金组织认为 1997 年从亚洲新兴市场流出的资本流的统计数据相当保守，实际数据应该比表 15-3 所示数据还要大。

15.3.2 亚洲金融危机爆发后美国银行的借贷量

表 15-3 的数据针对的是整个亚洲地区，表 15-4 给出了 1997 年 9 月到 1998 年 12 月主要东亚国家/地区、俄罗斯和巴西从美国银行获得的季度贷款总量及相应季度增减率。从表 15-4 我们可以观察到从亚洲金融危机开始的 1997 年第三季度到 1997 年第四季度，泰国、新加坡和俄罗斯 1997 年 9 月到 12 月的下滑应该不是受亚洲金融危机的影响，因为 1998 年第一季度比 1997 年第四季度又有所回升，而 1998 年第三季度和第四季度连续 69.7% 和 43.1% 的下滑幅度明显表明俄罗斯政府债券违约后的影响。从美国银行获得的贷款数额下降速度最快，下滑速度超过 17%，中国香港、中国内地和韩国的下降幅度均超过 10%。但随着危机的加深，各国/地区下滑的幅度加大，其中泰国、马来西亚和印度尼西亚下滑幅度分别为 44.9%、33.6% 和 30.3%，中国内地、中国香港、中国台湾、新加坡和韩国的季度下降幅度也在 12% 到 23% 之间。1998 年第二季度之后下滑的幅度开始有所减缓，这表明危机最剧烈的时期已经逐渐过去。表 15-4 的数据及其变化明显表明了国际资本在亚洲金融危机中起到的作用。

表 15-4 美国银行向亚洲相关国家和地区的季度借贷

(1997 年 9 月到 1998 年 12 月)

单位: 百万美元, %

国家/地区	1997 年 9 月	1997 年 12 月	1998 年 3 月	1998 年 6 月	1998 年 9 月	1998 年 12 月
中国大陆	2595	2275	1758	1618	1351	1161
季度增长率		-12.3	-22.7	-8.0	-16.5	-14.1
中国台湾	3539	3728	3211	3106	2661	2686
季度增长率		5.3	-13.9	-3.3	-14.3	0.9
印度尼西亚	4593	4349	3031	2331	2194	2057
季度增长率		-5.3	-30.3	-23.1	-5.9	-6.2
韩国	15019	13487	11778	10102	8601	7836
季度增长率		-10.2	-12.7	-14.2	-14.9	-8.9
马来西亚	1805	1900	1262	1042	630	746
季度增长率		5.3	-33.6	-17.4	-39.5	18.4
菲律宾	2029	1991	1807	1730	1617	1556
季度增长率		-1.9	-9.2	-4.3	-6.5	-3.8
泰国	3382	2806	1546	1397	1157	887
季度增长率		-17.0	-44.9	-9.6	-17.2	-23.3
中国香港	5837	5053	4054	3362	4341	3198
季度增长率		-13.4	-19.8	-17.1	29.1	-26.3
新加坡	3821	3131	2698	2540	2675	3502
季度增长率		-18.1	-13.8	-5.9	5.3	30.9
俄罗斯	6318	4382	5086	4842	1467	835
季度增长率		-30.6	16.1	-4.8	-69.7	-43.1
巴西	16881	17434	19400	18058	14710	14080
季度增长率		3.3	11.3	-6.9	-18.5	-4.3

资料来源: 美国联邦金融机构检查委员会 (Federal Financial Institution Examination Council, FFIEC), 美国向不同国家和地区的季度贷款报告, 1997 年 12 月、1998 年 3 月、1998 年 6 月、1998 年 9 月和 1998 年 12 月。

15.3.3 十多年来亚洲金融危机后美国银行向亚太地区借贷量变化

表 15-4 的数据针对的亚洲金融危机爆发后 6 个季度主要东亚国家和地区等从美国银行获得的季度贷款总量及相应季度增减率, 表 15-5 给出了 1997 年到 2014 年亚太主要国家和地区从美国银行获得的季度贷款总量及相应季度增减率。表 15-5 显示, 1997 年到 2000 年, 美国银行给主要东亚国家和地区的总贷款 3

年持续下降, 3 年累计降幅 45%, 接近一半; 2000 年到 2001 年虽然从 212.8 亿美元微增到了 213.0 亿美元, 2002 年比 2001 年进一步下降了 5.1%, 但是 2002 年到 2007 年 5 年持续显著增长, 5 年累计增长 209.1%, 年均增幅 25.3%; 受国际金融危机冲击, 2008 年比 2007 年下降了 30.2%, 略低于 1998 年比 1997 年的降幅 39.0%; 2009 年主要东亚国家和地区从美国银行获得的季度贷款总量比 2008 年增长了 203.7%, 2009 年到 2012 年 3 年累计增幅 25.2%, 显示美国量化宽松政策对主要东亚国家和地区的重大影响; 虽然 2013 年比 2012 年下降了 5.9%, 但是 2014 年比 2013 年又增长了 21.6%, 表明 2014 年美国宣布退出量化宽松政策后其银行对主要东亚国家和地区的总贷款并未出现如 1997 年和 2008 年两次金融危机后的显著影响。

表 15-5 美国银行向亚洲相关国家和地区的借贷 (1997—2014 年)

单位: 百万美元, %

年份 国家/地区	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005
中国大陆	2275	1161	963	761	937	769	1921	1866	5526
年增长率	-12.3	-14.1	-13.2	-6.5	-1.1	-19.6	31.3	10.7	5.9
中国台湾	3728	2686	2198	2110	2740	2699	3142	3795	3699
年增长率	5.3	0.9	-9.9	14.0	8.6	-5.0	-7.2	-3.3	1.2
印度尼西亚	4349	2057	2039	1665	1055	648	553	579	1064
年增长率	-5.3	-6.2	-15.5	-8.7	-11.1	-6.1	-21.5	9.5	4.3
韩国	13487	7836	7624	6588	6485	7051	8136	7498	8059
年增长率	-10.2	-8.9	-12.7	-2.6	5.4	2.3	6.8	-13.1	-8.1
马来西亚	1900	746	834	1072	722	916	1323	1650	1233
年增长率	5.3	18.4	-22.5	6.0	17.4	25.5	20.6	0.8	-8.4
菲律宾	1991	1556	1662	1391	1772	1444	1644	1546	2122
年增长率	-1.9	-3.8	6.1	-1.1	10.3	-7.8	-4.8	-5.0	15.4
泰国	2806	887	714	689	452	434	528	633	616
年增长率	-17.0	-23.3	-1.8	-8.0	-19.7	-25.4	-0.4	35.0	-22.8
中国香港	5053	3198	2760	4095	3812	4126	5050	6192	7222
年增长率	-13.4	-26.3	-4.5	-3.6	9.6	4.2	7.2	3.2	-0.6
新加坡	3131	3502	2484	2904	3324	2131	2235	2969	3342
年增长率	-18.1	30.9	-16.1	1.3	-12.9	-10.3	-5.7	1.0	-3.0
合计 (亿美元)	387.2	236.3	212.8	212.8	213.0	202.2	245.3	267.3	328.8
年增长率		-39.0	-9.9	0.0	0.1	-5.1	21.3	9.0	23.0

续表

年份 国家/地区	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014
中国大陆	14433	10972	6402	50855	46456	47576	45306	49750	66741
年增长率	52.5	-25.7	-44.1	56.3	-6.3	-12.6	9.5	-5.7	18.5
中国台湾	5031	5604	2475	12091	21276	15575	13367	13477	16882
年增长率	-12.4	22.0	-50.0	28.6	20.6	-17.4	-2.9	-31.6	4.7
印度尼西亚	1565	4268	2616	3711	8603	8371	8911	7344	8500
年增长率	18.5	22.8	-31.1	-5.4	9.7	-3.4	18.0	-2.2	10.8
韩国	13367	18809	14889	36572	33693	32141	36729	31207	37536
年增长率	-8.1	7.9	-32.5	15.1	-14.1	-4.7	7.2	-10.3	6.1
马来西亚	2003	2765	1902	3487	5542	6251	9000	5432	3917
年增长率	6.2	-15.2	-15.8	-12.9	12.8	6.1	-2.4	-7.9	-39.0
菲律宾	1307	1489	1283	1097	2445	2385	3107	3185	3336
年增长率	0.0	-0.2	-19.3	-31.3	69.6	2.9	19.3	6.1	19.2
泰国	2329	1520	830	1104	2976	1925	4630	2923	2092
年增长率	-18.2	-17.8	30.5	19.9	51.0	-48.9	13.7	-36.8	7.2
中国香港	10488	9525	8075	14698	18117	18247	21226	19903	21825
年增长率	10.9	-15.0	-28.1	7.7	4.2	-20.5	0.2	-3.4	1.9
新加坡	4407	7536	5138	8849	13893	24649	23545	22837	28984
年增长率	5.6	-9.8	-16.3	15.6	-0.8	-14.5	-21.1	-21.1	-6.5
合计（亿美元）	549.3	624.9	436.1	1324.6	1530.0	1571.2	1658.2	1560.6	1898.1
年增长率	67.0	13.8	-30.2	203.7	15.5	2.7	5.5	-5.9	21.6

数据来源：美国联邦金融机构检查委员会（Federal Financial Institution Examination Council, FFIEC），美国向不同国家和地区的季度贷款报告，1997年12月、1998年3月、1998年6月、1998年9月和1998年12月。

15.4 与资本流动相关的衍生产品

资本的流出流入与相关衍生产品的交易在亚洲金融危机中扮演着重要角色。亚洲金融危机前不同形式的外国资金流入亚洲不同的国家和地区，这些不同形式的资本流入与各种衍生产品密切关联。本节我们将重点分析与资本流入相关的衍生产品的规模和程度。

与外来资本相关的金融衍生产品包括外汇远期、外汇无本金交割远期、外

汇掉期、利率掉期、利率远期、利率期权、信用掉期等柜台交易的金融衍生产品。

要获得柜台交易衍生产品的交易数据不是件容易的事,同样,要获得亚洲金融危机期间各种衍生产品的交易数据则更加困难,但是我们仍然可以从美国联邦金融机构检查委员会 (FFIEC) 季度数据中获得一些相关的数据。美国货币中心银行是世界主要的借款和相关衍生产品交易的参与者,它们的活动不仅包括借款,还包括伴随衍生产品的外汇头寸对冲交易。Kregel (1998) 利用美国 FFIEC 提供的数据对衍生产品和国际资本流进行了很好的研究。我们扩展了 Kregel (1998) 的研究成果,加入了中国大陆、中国台湾、新加坡和中国香港以及稍后受亚洲金融危机影响的其他两个国家俄罗斯和巴西,结果如表 15-6 所示。

表 15-6 美国货币中心银行的国家和地区风险头寸 (贷款和衍生产品)

单位:百万美元, %

国家/地区	贷款总额 (除了衍生产品外) (A)	由于汇率和衍生品导致的跨境风险 (B)	B/A (1997 年 12 月)	B/A (1998 年 3 月)
中国大陆	1683 (1294)	375 (380)	22.3	29.4
中国台湾	2580 (2068)	171 (159)	6.6	7.7
印度尼西亚	3000 (2284)	2266 (1612)	75.5	70.6
韩国	9791 (9155)	4633 (2890)	47.3	31.6
马来西亚	1543 (1070)	555 (266)	36.0	24.9
菲律宾	1533 (1357)	40 (157)	2.6	11.6
泰国	1771 (920)	2509 (1145)	141.7	124.5
中国香港	4039 (2956)	2190 (1318)	54.2	32.6
新加坡	1986 (1793)	1565 (1268)	78.8	70.7
俄罗斯	4982 (4621)	49 (117)	1.0	2.5
巴西	11813 (13157)	537 (575)	4.5	4.9

资料来源:美国联邦金融机构检查委员会 (Federal Financial Institution Examination Council, FFIEC), 美国向不同国家和地区的季度贷款报告, 1997 年 12 月和 1998 年 3 月; 表中 A 和 B 两列中小括号内的数据为 1998 年 3 月 31 日的数据, 括号外的数据为 1997 年 12 月 31 日的数据, 格式与 Kregel (1998) 相同。

表 15-6 中的美国货币中心银行包括美洲银行、信孚银行、大通银行、花旗银行、第一芝加哥银行和 JP 摩根银行。表 15-6 给出了这六家货币中心银行向相应国家和地区的贷款总额、因汇率和衍生产品导致的跨境风险以及两者在 1997 年 12 月底和 1998 年 3 月底的比例。

表 15-6 显示, 1997 年底泰国由于汇率和衍生产品导致的跨境风险与泰国从美国货币中心银行总贷款比例最高, 达 141.7%, 其次是新加坡、印度尼西亚

亚、中国香港、韩国、马来西亚和中国大陆，相应比例分别为 78.8%、75.5%、54.2%、47.3%、36.0% 和 22.3%，显示了这些国家或地区与美国货币中心银行之间衍生产品交易的程度。1998 年第一季度末，除中国大陆、中国台湾、菲律宾、俄罗斯和巴西的相应比例略有上升外，其他国家和地区的比例皆显著下降，泰国相应的比例仍然最高，达 124.5%，其次是新加坡、印度尼西亚、中国香港、韩国和马来西亚，相应比例分别为 70.7%、70.6%、32.6%、31.6% 和 24.9%，显示出这些国家或地区与美国货币中心银行之间的衍生产品交易活动在金融危机半年之后有显著下降。

15.5 外汇远期市场的波动、交易成本和流动性

当市场缺乏流动性的时候，衍生产品的交易成本就增加了。伴随着外汇市场的波动，即期、远期和其他外汇衍生产品市场的交易成本增加，流动性下降。1997 年下半年其他新兴市场上也存在流动性压力，特别是在拉丁美洲、东欧和俄罗斯。亚洲货币的大幅度贬值严重损害了已经被削弱的资产负债表和没有对冲的国内金融机构和公司，导致非盈利贷款的急剧增加。结果，1997 年我们看到了自 20 世纪 90 年代以来新兴市场的私人资本流量的首次大量减少，以及资本市场对新兴市场风险的重新全面估计。

在经历了 1997 年下半年大幅度贬值和剧烈波动之后，很多亚洲货币开始在 1998 年早期有所恢复，这时这些地区的资本流出缓慢，经常账户则很快回流。韩国与国际货币基金组织的协议提高了该地区的恢复信心，恢复和重建了韩国的外部短期银行债务。但印度尼西亚的经济和政治情况不稳定造成了市场恶化，汇率波动仍然剧烈。很多亚洲新兴市场的货币在日本经济严重恶化的预期情况下面临恢复压力，日元也面临了下跌压力。

15.6 对冲基金

对冲基金在亚洲金融危机期间相当活跃。虽然很难得到特定国家涉及的对冲基金的金融产品数据，但是它们的作用是非常重要的。在国际货币基金组织深入研究泰铢受冲击的过程后，市场参与者估计泰国银行的远期账户在 1997 年 6 月底前有 260 亿美元，其中宏观对冲基金占了 70 亿美元，超过总量的 1/4。

一些实证研究注意到了对冲基金对外汇市场的动态影响，这些研究试图确定这些投资者可以直接“转移”到偏好的这些市场，或者通过他们自己的行为或其他市场参与者跟随他们领导的趋势来达到他们的目的。美国总统的金融市场工作团队关于《对冲基金、杠杆和 1999 年 4 月长期资本管理公司》的深度报