

硬道理·专家书系

大 警 示

冷观亚洲金融危机

郑振龙 著

中国发展出版社

硬道理·专家书系

大 警 示

——冷观亚洲金融危机

郑振龙 著

中国发展出版社

·北京·

图书在版编目 (CIP) 数据

大警示：冷观亚洲金融危机/郑振龙著. —北京：中国发展出版社，1998. 6

(硬道理·专家书系)

ISBN 7-80087-323-4

I. 大… II. 郑… III. ①金融危机-分析-亚洲 IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (98) 第 15200 号

中国发展出版社出版发行

(北京市西城区赵登禹路金果胡同 8 号)

邮政编码：100035 电话：66180781

北京地质印刷厂印刷 各地新华书店经销

1998 年 6 月第 1 版 1998 年 6 月第 1 次印刷

开本：1/32 850×1168mm 印张：12.75

字数：344 千字 印数：1—21000 册

定价：23.50 元

本社图书如有印装差错，可向发行部调换

前 言

经过整整两个月的日夜奋战，本书终于如期完成了。面对书桌上这 35 万字的书稿，我有一种如释重负的感觉。抬头望着窗外，海面上已露出晨曦。而此时的东亚诸国也刚刚渡过金融危机的危险期，虽然还处于黑暗之中，但黎明不久就将来临！

可以说，没有哪次金融危机像此次亚洲金融危机一样给我们那么多的震撼，引起我们那么多的关注。毕竟，中国和东亚国家唇齿相依，经济结构、发展道路、发展战略、文化传统又存在诸多相似之处。此次危机给我们提出了众多问题和悬念：为什么被称为“东亚奇迹”的东亚地区突然爆发了如此严重的金融危机？这次危机是有其内在的必然性，还是由于投机资本的冲击造成的？它将给东亚国家和全世界特别是中国造成什么样的影响？东亚各国（地区）在反危机中采取了什么措施，其效果如何？IMF 的援助效果如何？IMF 开出的药方是否带有发达国家偏好的痕迹？此次危机与 90 年代另外两次危机比较有何异同点？危机过后东亚奇迹能否再现？资本项目自由化在危机发生和反危机中都起了哪些作用？香港为何能成功击败投机冲击，联系汇率制（货币局制度）起了什么作用？这次金融危机给我们留下了什么启示？今后如何预警和防范金融危机的再度发生？

带着这一系列的问题，我通过国际互联网从各国际金融机构、各国中央银行、各大高校和科研机构、新闻媒体获得了数以千万字计的有关资料，组织了一个 12 人研究小组，在中国发展出版社

社长朱兵先生的大力支持和鼓舞下，经过日夜奋战，终于向广大读者交了这份内容丰富但不算完满的答案。本书是集体合作的结晶，参加写作的有：郑振龙、陈蓉、吴靖乐、周婉波、李建斌、刘宁、金立、刘晔、江孔亮、黄毅风、沈丽秀。书中除了附录中的内容是对此次金融危机的全过程做实况报道外，各章均是在掌握大量资料并借鉴同行研究成果的基础上形成的自己的观点。由于我们水平有限，不当之处敬请读者指正！

郑振龙

1998. 4. 15

目 录

第一章 亚洲金融危机原因剖析.....	(1)
第一节 缺乏约束机制的金融体系.....	(2)
第二节 僵化的汇率制度	(13)
第三节 过早的金融自由化	(22)
第四节 其他因素对东亚地区的影响	(29)
第二章 国际投机性资本冲击与亚洲金融危机	(34)
第一节 索罗斯其人其事	(35)
第二节 索罗斯投资哲学	(42)
第三节 投机性资本冲击的作用机制	(47)
第四节 投机性资本冲击作用评价	(56)
第三章 亚洲金融危机的传导机制	(62)
第一节 危机传导机制的模型解释	(62)
第二节 亚洲金融危机传导机制的实证研究	(74)
第四章 亚洲金融危机效应分析	(93)
第一节 内部效应分析	(93)
第二节 国际效应分析.....	(108)
第五章 东亚奇迹能否再现.....	(135)
第一节 东亚经济增长的理论分析.....	(136)

第二节	东亚各国(地区)经济高速增长的原因分析·····	(141)
第三节	东亚国家经济发展的问题和困难·····	(150)
第四节	东亚经济奇迹的展望·····	(156)
第六章	亚洲金融危机对策评析·····	(164)
第一节	各国经济重振计划透视·····	(164)
第二节	各国经济重振计划评析·····	(178)
第三节	国际货币基金组织的反危机作用评析·····	(182)
第七章	90年代三次金融危机比较·····	(194)
第一节	1992~1993年的欧洲货币危机·····	(194)
第二节	1994~1995年的墨西哥比索危机·····	(204)
第三节	三次金融危机比较·····	(215)
第八章	资本项目自由化探析·····	(227)
第一节	泰国、韩国和印度尼西亚经济金融 改革进程回顾·····	(227)
第二节	东亚三国改革经验教训的比较分析·····	(238)
第三节	对发展中国家的启示·····	(240)
第九章	货币局制度是金融危机的隔火墙吗·····	(247)
第一节	联系汇率制与货币局制度·····	(247)
第二节	货币局制度的历史及评价·····	(252)
第三节	香港地区的货币局制度及在危机中的作用·····	(259)
第十章	亚洲金融危机反思录·····	(267)
第一节	对国际金融体系的思考·····	(267)
第二节	对新兴市场经济国家发展战略的反思·····	(274)
第三节	亚洲金融危机对中国的启示·····	(281)

第十一章	构筑金融危机防波堤·····	(287)
第一节	建立货币危机预警系统·····	(287)
第二节	构筑金融危机防波堤·····	(296)
附录	亚洲金融危机全程实录·····	(308)
参考文献	·····	(400)

第一节

缺乏约束机制的金融体系

一、国家保护与道德风险

尽管西方国家的传播媒介通常将此次亚洲金融危机称为“货币危机”，但实际上，货币危机仅仅是更广泛意义上的金融危机的一部分。与以前几次金融危机不同的是，此次金融危机与货币问题或财政问题的关系并不大，相反，却与金融中介有着极为密切的关系。可以说，金融中介的作用（以及与之相联系的道德风险问题）在此次危机中是不可忽视的。因此，我们的分析先从金融体系开始。

在过去的二十多年里，东亚各国（地区）的经济迅速发展，创造了令世人惊叹的“亚洲奇迹”。由于东亚各国（地区）普遍推行固定汇率制，加之其经济增长率又远远高于世界平均水平，因此，世界其他地区的机构与个人纷纷将资金注入亚洲。然而，在许多新兴的国家中，尽管金融机构的数量在大量增加，但其金融体制的发展却未能与经济步调保持一致，国家对金融机构的监管不够，其内部的管理也存在许多问题。面对复杂多变的经济环境，金融业者的决策行为不当，是造成其后金融机构大量破产的首要因素。但需要指出的是，此前政府对金融机构所做出的或明示或暗示的救助保证，是促使金融机构做高风险性投资的很重要的前提。

众所周知，若金融机构的负债得到政府的救助保证，就会引发所谓的道德风险问题。这是因为：

1. 若银行资本较少，且能得到政府明示或暗示的救助承诺，那么银行股东就会乐于冒险贷款给高风险的项目。

2. 银行存款者得到明示或暗示的存款保险，也就没有了制约银行的动力，对于银行如何使用储户的钱，未形成有效的监督。

3. 有了当地政府的救助承诺，连国际银行也敢于向此类地区的银行大量贷款。换句话说，甚至国际银行也存在着道德风险问题。

关于道德风险引发的银行业危机并不鲜见。比如美国 80 年代的储蓄贷款机构大灾难就是一个典型的例子：由于储户得到联邦储蓄贷款保险公司（FSLIC）的存款保险，因此就不再费心去监督他们存钱的机构如何安排贷款与投资；而对储蓄贷款机构的所有者来说，既然他们无需动用太多自己的资本来冒险，他们就有十足的动力利用储户的钱来赌一赌运气，赌赢了利润归他们，赌输了则是储户受损失。

同样的投机心理再次使亚洲的金融机构铤而走险，并为金融危机的发生埋下了隐患。

一般情况下，东亚地区金融机构的债权人并没有获得政府明确的救助保证。然而新闻媒体却处处在暗示那些给金融机构提供资金的人们，他们将会得到风险保护——因为绝大多数金融机构的董事都与政府有着密切的联系，都有着相当的政治背景。甚至有些机构还直接或间接地为政府所控制。实际上，这些保证在危机发生后的确也得到了兑现。比如，所有泰国金融公司的存户都受到了保护；韩国则因法律允许私人的银行债务不履行清偿义务而使银行债务变为政府的债务。因此也就不难理解，许多金融中介机构能以普通利率筹集到大量资金，而将这些资金以较高的风险利率贷给金融业的投机者。当然这类中介机构并不只为追求高风险而投资，他们最终希望的是那种带有赌博性质的投资，这类投资的预期收益并不高，但若幸运的话，可以获得很高的回报率，尽管损失惨重的可能性同样很大。但是如果金融机构本身的自有资本并不多的话，那么首先，损失的大多数要由储户来承担；其

长率高达 152%，泰国为 51%，马来西亚则为 27%。在其他国家和地区虽没这么大但也不算小。比如韩国为 17%，新加坡为 16%，香港 14%，印尼 12%，只有中国最小，仅为 9%。与墨西哥危机时的墨西哥、阿根廷和巴西相比，这三个国家 1990~1994 年的贷款增长率分别高达 116.2%，57.1% 和 68.3%^①。由于以上只考虑了接受储蓄的银行，其他金融机构因缺乏数据而未考虑在内，因此实际数字还应更高，比如泰国的金融与证券公司的贷款增长率就是 133% 而非 51%。总之，我们可以看出，这一比率较高的菲律宾、泰国和马来西亚也是 1997 年最先受到货币冲击的国家。

在这种过度投资冲动的带动下，东亚国家和地区为弥补所需资金的缺口及经常项目的逆差，便在国际资本市场上大量融资；同时由于最初国外投资者对东亚地区的经济发展前景相当看好，其汇率又较为稳定，因而使其得以举借到大量的外债。根据世界银行的报告（见表 1.4），90 年代，印尼、菲律宾的外债均超过 GDP 的 50% 以上，最高达 71.45%。但总的来说东亚各国的外债是呈下降趋势的，比如印尼由 1991 年的 68.21% 降为 1995 年的 53.35%。然而世界银行公布的数据就长期债务而言是精确的，但若考虑到短期债务，特别是银行系统的对外负债，则显不足。若根据国际清算银行的统计结果，则到 1996 年底，东亚国家和地区单欠工业化国家银行的债务占 GDP 的比率（见表 1.5）就分别达：新加坡 305.07%，香港 301.29%，泰国 53.61%，马来西亚 26.33%，印尼 24.85%，韩国 22.44%。如果将欠上述国家非银行的债务及欠其他国家的债务也算在内的话，上述比率就更高了。考虑到新加坡和香港是国际金融中心，有许多外国银行在其中运作，而中国台湾省的外国资产大于外国负债，因此在外债负担上

^① Sachs, Jeffrey, Aaron Tornell and Andres Velasco, 1996, "Financial Crises in Emerging Markets: The lesson of 1995" (新兴市场的金融危机：1995 年的教训), *Brooking Papers on Economic Activity*, No. 1, 147-219.

情况较严重的国家依次为：泰国、韩国、印尼、马来西亚和菲律宾。

表 1.4 外债占 GDP 的百分比

国 家	1990	1991	1992	1993	1994	1995
韩国	13.79	13.51	14.34	14.18	14.32	#VALUE
印度尼西亚		68.21	68.74	56.42	54.58	53.35
马来西亚		38.59	34.76	40.74	40.73	39.34
菲律宾		71.45	62.29	66.08	62.41	53.21
新加坡	0.09	0.05	0.02	0.01	0.00	0.00
泰国		38.19	37.56	34.17	33.60	33.91
中国	13.57	14.72	14.39	14.00	18.59	

资料来源：世界银行公布数据。

表 1.5 对工业化国家银行的负债
(占 GDP 的百分比)

国家和地区	1993	1994	1995	1996
韩国	13.59	16.01	18.24	22.44
印度尼西亚	23.54	23.53	24.21	24.85
马来西亚	24.96	19.96	21.48	26.33
菲律宾	12.16	10.21	10.88	15.93
新加坡	400.24	349.10	330.15	305.07
泰国	27.79	38.03	55.04	53.61
中国香港	356.15	377.60	366.13	301.29
中国	8.08	10.44	9.61	9.77

资料来源：国际清算银行。

由于短期负债对于偿债资金的影响较大，在此有必要考察一下东亚各国（地区）的短期负债对外汇储备的比例（见表 1.6）及债务的还本付息总数和短期负债的总和与外汇储备的比率（见表 1.7）。根据表中世界银行所提供的资料显示，到 1995 年这两个比率就已经显示出相当危险的征兆了。比如对印度尼西亚来说，这两个比率分别达到 147.47% 和 267.25%，菲律宾为 82.85% 和 166.46%，等等。一旦偿债资金出现问题，外汇储备将不足以满足债务还本付息的需要，从而难以避免债务危机。

表 1.6 短期债务占外汇储备的比重 (%)

国 家	1990	1991	1992	1993	1994	1995
韩国	72.13	81.75	69.62	60.31	54.06	
印度尼西亚		124.59	130.69	134.29	146.06	147.47
马来西亚		19.05	21.12	25.51	24.34	30.60
菲律宾		152.28	119.37	107.68	95.00	82.85
泰国		71.31	72.34	54.69	47.86	50.89
中国	22.87	23.58	52.60	60.51	29.10	

资料来源：世界银行公布数据。

表 1.7 外债还本付息额加短期外债的总和占外汇储备的比重 (%)

国 家	1990	1991	1992	1993	1994	1995
韩国	127.43	125.90	110.35	105.66	84.90	
印度尼西亚		248.54	249.91	259.43	263.69	267.25
马来西亚		46.61	45.86	42.37	48.44	58.07
菲律宾		256.96	217.08	212.62	172.06	166.46
泰国		99.34	101.34	82.53	74.79	71.83
中国	46.42	42.49	94.39	105.93	50.15	

资料来源：世界银行公布数据。

如果说世界银行的统计尚不精确的话，那么再看国际清算银行更为精确的统计，即国内的银行与非银行机构在工业化国家银行中的国外资产与负债情况（见表 1.8）。可以看出，世界银行对此的统计结果已是严重低估了。另外值得注意的是，这些负债主要是国内银行对工业化国家银行的负债，而不是企业或非银行公共部门对后者的负债。例如，到 1997 年第二季度止，韩国对工业化国家的债务 77% 为韩国银行所有。这表明，东亚国家大部分向外国银行的借款是以国内的银行系统为中介进行的。根据国际清算银行的报告，东亚国家与地区外国资产与负债的比率（见表 1.9）已高于警戒标准，而且所有发生危机的国家在 90 年代这一比率都严重恶化。如表中所示，泰国是 1112%，韩国从 1993 年的 297% 增至 1997 年的 319%，印尼则为 552%。情况较严重的还有

菲律宾 214% 及马来西亚 119%。其他国家和地区情况不太严重。有趣的是中国台湾省是惟一资产超过负债的地区，其净资产 1997 年 1 月相当于 122 亿美元，其中 75 亿美元为银行系统所有。这些数据显示出东亚国家（地区）资产与负债的不匹配。由于国内银行向外国银行举债过重，这些资金又主要贷给国内投资者，因此本币贬值会导致银行系统的财务困难（特别是当用外币向国外借款而用本币向国内放款时）。一旦国外银行不再展期短期贷款时，就会产生信用危机。这一悲剧在 1997 年的亚洲不幸再次重演。

表 1.8 对外资产与负债情况（对工业化国家银行）

单位：百万美元

	1993	1994	1995	1996	1997 第一季度	1997 第二季度
国外资产	45.22	60.97	83.26	108.79	112.50	116.82
对外负债	15.20	20.54	25.10	29.97	33.51	36.60
净资产	30.02	40.43	58.16	78.83	78.98	80.23
非银行国外资产	10.59	13.49	17.91	23.87	25.65	26.22
非银行对外债务	1.45	2.29	3.58	3.47	3.39	3.07
净资产	9.14	11.20	14.33	20.40	22.26	23.15
银行国外资产	34.63	47.49	65.35	84.92	86.85	90.61
银行对外负债	13.75	18.25	21.52	26.50	30.12	33.53
净资产	20.88	29.24	43.83	58.43	56.72	57.08

表 1.9 负债与资产的比率（对工业化国家银行的资产、负债）

国家和地区	1993	1994	1995	1996	1997
韩国	2.97	2.97	3.32	3.63	3.19
印度尼西亚	2.96	4.01	4.26	4.19	5.52
马来西亚	0.83	1.40	1.44	1.48	1.19
菲律宾	1.14	0.97	1.10	1.69	2.14
新加坡	1.51	1.62	1.66	1.62	1.50
泰国	6.93	7.73	7.81	10.75	11.12
中国香港	1.42	1.43	1.56	1.66	1.70
中国	0.99	0.94	1.17	1.19	1.31
中国台湾			0.61	0.61	

资料来源：国际清算银行。

若是考虑到短期外债占总债务的比重（见表 1.10）以及全部短期外债与外汇储备的比率（见表 1.11），那么东亚地区金融系统的脆弱性就更为显著了。到 1996 年底，短期负债与外汇储备的比率在韩国、印尼和泰国都超过了 100%。这就意味着一旦出现偿债危机，而国际清算银行系统又不愿将短期外债展期的话，那么上述三国的外汇储备是不足以应付偿债要求的。若是考虑到长期负债还本付息的需要，则菲律宾与马来西亚的外汇储备同样难以应付偿债的要求。因此亚洲几个国家在 1997 年因私人银行的外部负债而引发一场债务危机也就不足为奇了。

表 1.10 对西方工业化国家银行短期外债占总外债的比重（%）

韩国	印度尼西亚	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国	中国香港	中国	中国台湾
67	61	50	58	92	65	82	49	84

资料来源：国际清算银行。

表 1.11 对西方工业化国家短期外债与外汇储备的比重（1996 年底）（%）

韩国	印度尼西亚	马来西亚	菲律宾	泰国	中国	中国台湾
213	181	47	77	169	36	84

东亚各国（地区）不仅外债期限结构不合理，它们的资本流入结构也不够合理。我们知道，合理的资本流入结构对一国货币的稳定具有重要影响。一般而言，短期资本比长期资本危险，股权性的资本流入比债务性的资本流入稳定，外国直接投资方式的资本流入比其他形式的资本流入稳定。并且资本流入还是弥补一国经常项目逆差的重要途径。统计资料表明，绝大多数东亚国家和地区在 90 年代外资的流入量均超过其经常项目逆差，从而导致了外汇储备的增加。1990~1996 年间，各国和地区的外汇储备增长情况分别为：菲律宾 985%，中国 261%，泰国 183%，马来西亚和新加坡 176%，香港 159%，印尼 144%，韩国 127%。关键

是这些大量流入的外资中，外国直接投资仅占较小的比例，而其他形式的外资流入却占较大比例。其中最突出的是韩国和泰国，1996 年底外国直接投资与经常项目逆差的比例仅分别为 10% 和 16%。更糟糕的是，韩国和泰国本身对外直接投资很大，从而使外国直接投资对弥补经常项目逆差的净贡献度很小，甚至为负。比如韩国在 70 年代的对外直接投资额年年都超过外国对韩国的直接投资额，1996 年泰国的外国直接投资额对弥补经常项目逆差的净贡献度也只有 9%。相反，短期贷款等投机性热钱所占比重却逐年增高，在不知不觉中使债务问题成为一颗埋在东亚国家的重磅地雷，一旦被触动引信，便会发生大爆炸。

以投机性热钱和银行借款为主的大量外资流入，一方面使本国货币在基本面决定贬值时不但没贬值反而升值，从而加大了货币高估的程度；另一方面导致了这些国家货币供应量和贷款快速膨胀，同时还使本国面临较大的游资快速外逃的风险。这一点对中国吸引外资的形式与结构，也提供了前车之鉴。

事实上，东亚国家和地区尽管有沉重的外债负担，投资过度膨胀，但根本的问题是这些资金的投向和质量都存在着严重的问题，才使得最后无力偿还债务而引发危机。

首先，许多资料都表明，这些投资大多投向非贸易部门（如房地产、证券市场及其他不可贸易服务业），而这些投资对弥补经常项目逆差毫无帮助。如果是投资于贸易部门的新增生产能力上，则可以通过扩大未来的出口能力来偿还外债。因为外债是需要贸易与经常项目的盈余来偿还的。如果新的投资是在非贸易部门，它们生产出的物品无法在国际间进行贸易交换，那么长期内一国通过贸易盈余来偿还外债的能力就会受到限制，从而产生许多问题。亚洲许多国家在 90 年代出现大量的并且不断增长的经常项目的逆差（见表 1.12），正是由于过度投入非贸易性部门的结果。

大量投机资本追逐数量有限的房地产和股票，使东亚国家和地区大多出现房地产和股票泡沫。当这些泡沫相继爆裂时，依靠

表 1. 12

经常项目收支占 GDP 的百分比

国家和地区	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
韩国	-1.24	-3.16	-1.70	-0.16	-1.45	-1.91	-4.89
印度尼西亚	-4.40	-4.40	-2.46	-0.82	-1.54	-4.25	-3.41
马来西亚	-2.27	-9.08	-4.06	-10.11	-11.51	-13.45	-5.99
菲律宾	-6.30	-2.46	-3.17	-6.69	-3.74	-5.06	-5.86
新加坡	9.45	12.36	12.38	8.48	18.12	17.93	16.26
泰国	-8.74	-8.61	-6.28	-6.50	-7.16	-9.00	-9.18
中国香港	8.40	6.58	5.26	8.14	1.98	-2.21	0.58
中国	3.02	3.07	1.09	-2.17	1.17	1.02	-0.34

资料来源：国际货币基金组织公布的统计数据。

贷款的投资者和投机者自然就遭到灭顶之灾。而汇率的对外贬值更使对外债务的成本大幅提高，进而殃及贷款给这些机构与个人的银行。由此可见，在经常项目逆差的情况下仍过度投资于非贸易部门是极不明智的，也是极其危险的。

其次，国内投资的过度膨胀必然导致投资收益率的大幅下降，甚至低于借款成本，从而使靠借款来投资的机构和个人陷入财务困境。用贷款进行的投资本应做到收益不低于债务成本，否则，当一个公司借债过多而最终其投资项目又失败时，它就可能出现财务危机。若公司的多数投资都失败时，它很可能会破产。亚洲金融危机的部分原因也正是由于投资效益低下造成的。这些不良投资行为与前面所说的道德风险问题有关，归根结底是由政府明示或暗示的救助承诺引发的。

为了了解贷款的质量，我们可以衡量一下不良贷款占总贷款的比重。根据统计，在危机开始前，不良贷款占总贷款的比重依次为：泰国 19%、印尼 17%、韩国 16%、马来西亚 16%、菲律宾 14%、新加坡 4%、中国香港和台湾约为 4%，中国估计约为 14%。这些数据显示出危机的严重程度与不良贷款之间的正相关性。许多资料还显示，由于投资的低收益，使得企业部门的财务问题传导给了贷巨款给他们的金融部门。以韩国为例，到 1997 年