

对中国经济和金融的反应和影响

人民币 衍生产品

(中册)

第三版

张光平◎著

RMB
Derivatives
III



 中国金融出版社

目 录

上 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 金融危机和金融创新	19
第 3 章 人民币升值与境内外人民币产品创新	37

第二篇 中国经济和金融市场

第 4 章 中国经济	53
第 5 章 中国的银行体系	104
第 6 章 中国资本市场	152
第 7 章 中国外汇市场	210
第 8 章 中国的国际投资头寸及其国际比较	237

第三篇 国际外汇市场与其他衍生品市场

第 9 章 外汇市场、债券和股票市场	255
第 10 章 远期和掉期	270
第 11 章 无本金交割远期和掉期	288
第 12 章 金融期货	305
第 13 章 期权	337
第 14 章 场外柜台交易期权	387

中 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	421
---------------------	-----

第 16 章	亚洲金融危机中的外汇远期	434
第 17 章	亚洲金融危机期间的外汇无本金交割远期	441
第 18 章	外汇掉期	450
第 19 章	期权、结构性票据和其他产品	456
第 20 章	香港股灾发展过程中金融产品发挥的作用	463

第五篇 国内人民币衍生产品

第 21 章	商品期货	483
第 22 章	可转换债券和其他有嵌入式期权的债券	500
第 23 章	人民币外汇远期结售汇和远期交易	519
第 24 章	影响人民币远期和即期汇率的因素	542
第 25 章	债券远期	610
第 26 章	认股权证	619
第 27 章	人民币外汇掉期和货币掉期	639
第 28 章	人民币利率互换	653
第 29 章	人民币远期利率协议	667
第 30 章	黄金期货市场	673
第 31 章	股票指数期货	694
第 32 章	信用风险缓释工具	755
第 33 章	人民币外汇期权	768
第 34 章	国内理财市场介绍和简析	783

下 册

第六篇 境外人民币衍生产品

第 35 章	人民币无本金交割远期	817
第 36 章	影响人民币无本金交割远期市场的因素	849
第 37 章	人民币无本金交割远期的应用	945
第 38 章	人民币无本金交割外汇期货	961
第 39 章	人民币无本金交割掉期	973
第 40 章	人民币无本金交割期权	980
第 41 章	人民币无本金交割利率互换	1026
第 42 章	人民币结构性票据	1030
第 43 章	人民币结构性存款	1040
第 44 章	H 股指数期货	1051

第 45 章	H 股指数期权和 H 股个股期权	1064
第 46 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	1074
第 47 章	香港人民币离岸市场的形成和发展	1082

第七篇 境内外产品的关系及未来的发展

第 48 章	韩元远期与韩元无本金交割远期的关系	1095
第 49 章	境内人民币远期和境外人民币无本金交割远期之间的关系	1109
第 50 章	国际货币基金组织对跨境资金流动的监控要求	1123
第 51 章	境外人民币升贬值压力对跨境资金流入和撤离中国的影响	1133
第 52 章	人民币升值对国内金融和经济的影响	1164

第八篇 国际化趋势下的人民币产品创新

第 53 章	国际储备货币的功能和货币国际化程度量度的探讨	1179
第 54 章	日元国际化过程中的经验和教训	1206
第 55 章	人民币国际化的现状、未来发展及风险管控	1221
第 56 章	人民币国际化趋势下的产品和市场发展趋势	1249

重要相关网址	1271
--------------	------

参考文献	1275
------------	------

古希腊的明灯在初点燃的土地上熄灭。罗马的威力被埋葬在它广大帝国的废墟之下。但是建筑在社会与人的精神理想基础上的文明仍然活在中国和印度。从今天机械强力的角度来看，这（文明生命）可能显得弱小，然而，正像活的种子一样，天上降下滋润的雨水，它就会发芽、成长，伸展它造福的树枝，开花、结果。

——泰戈尔 1916 年在东京帝国大学演讲

不是所有民族都已产生真正的思想体系，只有少数几个民族的思辨可以说具有历史。许多民族没有超过深化阶段。甚至东方民族如印度人、埃及人和中国人的理论，主要是神化和伦理学说，而不是纯粹的思想体系：这种理论同诗和信仰交织在一起。

——梯利著，伍德增补《西方哲学史》

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。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。除此之外，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有了类似的恢复。正是由于这个原因，我们用包括六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。

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 章介绍香港在亚洲金融危机期间的主要措施并总结本篇。

我们就像狼群站在高高的山脊之上，俯视着一群麋鹿。泰国的经济看起来与其说是一头亚洲小老虎，不如说更像一只受伤的猎物。我们选择病弱的（进行猎杀），是为了保证鹿群整体上更健康。

——《时代》1998 [Eugene Linden, How to Kill a Tiger
(Time Magazine Asis November 3, 1997)]

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。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。

本章结构如下：第 15.1 节介绍危机的开始和亚洲货币在亚洲金融危机爆发半年多贬值的幅度；第 15.2 节简单介绍亚洲金融危机对新加坡和中国香港两个金融中心的影响；第 15.3 节介绍跨境资金流动与亚洲金融危机的关系；第 15.4 节介绍与跨境资金流动相关的衍生产品；第 15.5 节介绍外汇远期市场的波动、交易成本和流动性；第 15.6 节简单介绍对冲基金在亚洲金融危机中的作用；第 15.7 节介绍亚洲金融危机涉及的主要金融机构；第 15.8 节简单介绍亚洲金融危机爆发的原因；第 15.9 节介绍亚洲金融危机对主要亚洲国家和地区经济的冲击；第 15.10 节总结本章。

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 亚洲主要国家货币兑美元贬值情况
(1997 年 7 月 1 日至 1998 年 2 月 3 日)

国家	货币	贬值比例
泰国	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 2 500 到 17 100)
韩国	韩元	49% (从 900 到 1 750)
新加坡	新加坡元	19% (从 1.25 到 1.55)

资料来源: 张光平, 1998。

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 14-2 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 月就受了冲击 (在第 15 章我们将作详细介绍), 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
1 月	0	0	0	0	0
2 月	0	0	0	0	0
3 月	0	1	0	0	0
4 月	0	0	0	0	0
5 月	0	0	0	0	1
6 月	0	0	0	0	0
7 月	1	0	1	1	1
8 月	1	0	1	0	1
9 月	0	0	1	1	0
10 月	1	1	0	0	0
11 月	0	1	0	0	1
12 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，新加坡元受到了危机直接的冲击，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中可以看出，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（strait times index）为2 055.44点，到1998年9月该指数跌到了10年来的最低点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1 240万美元缩减到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1 800万美元（新加坡货币当局1999年数据）。

15.2.2 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1 157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2 840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）。

中国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，其利润源自于“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的介绍和分析。

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 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。

表 15-3 流入亚洲各国的各类资本数据 单位：十亿美元

资本类型 \ 年份	1991	1992	1993	1994	1995
净私人资本流	24.93	20.89	20.65	33.35	38.85
净私人直接投资	5.96	6.34	6.67	6.53	8.81
净私人组合投资	2.53	9.49	17.09	11.30	17.65
其他净私人资本流量	16.44	5.06	-3.11	15.52	12.4
净官方流入量	3.41	2.68	3.27	0.86	14.94
储备金变化	-9.68	-18.09	-20.59	-6.10	-18.99
经常账户	-25.19	-16.29	-13.53	-23.21	-39.10
资本类型 \ 年份	1996	1997	1998	1999	2000
净私人资本流	63.96	-8.98	-32.71	-9.06	-10.16
净私人直接投资	9.83	10.49	10.91	7.83	8.59
净私人组合投资	23.62	7.21	-9.28	3.62	4.00
其他净私人资本流量	30.51	-26.68	-34.34	-20.50	-22.74
净官方流入量	-3.85	14.58	17.80	-5.57	2.55
储备金变化	-5.45	39.45	-46.95	-39.33	-22.91
经常账户	-53.03	-25.46	69.90	62.95	44.80

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。

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 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 则给出了 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借贷

(1997 年 9 月到 1998 年 12 月)

单位: 百万美元

国家/地区 \ 时间	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	2 595	2 275	1 758	1 618	1 351	1 161
季度增长率		-12.3%	-22.7%	-8.0%	-16.5%	-14.1%
中国台湾	3 539	3 728	3 211	3 106	2 661	2 686
季度增长率		5.3%	-13.9%	-3.3%	-14.3%	0.9%
印度尼西亚	4 593	4 349	3 031	2 331	2 194	2 057
季度增长率		-5.3%	-30.3%	-23.1%	-5.9%	-6.2%
韩国	15 019	13 487	11 778	10 102	8 601	7 836
季度增长率		-10.2%	-12.7%	-14.2%	-14.9%	-8.9%
马来西亚	1 805	1 900	1 262	1 042	630	746
季度增长率		5.3%	-33.6%	-17.4%	-39.5%	18.4%
菲律宾	2 029	1 991	1 807	1 730	1 617	1 556
季度增长率		-1.9%	-9.2%	-4.3%	-6.5%	-3.8%
泰国	3 382	2 806	1 546	1 397	1 157	887
季度增长率		-17.0%	-44.9%	-9.6%	-17.2%	-23.3%
中国香港	5 837	5 053	4 054	3 362	4 341	3 198
季度增长率		-13.4%	-19.8%	-17.1%	29.1%	-26.3%
新加坡	3 821	3 131	2 698	2 540	2 675	3 502
季度增长率		-18.1%	-13.8%	-5.9%	5.3%	30.9%
俄罗斯	6 318	4 382	5 086	4 842	1 467	835
季度增长率		-30.6%	16.1%	-4.8%	-69.7%	-43.1%
巴西	16 881	17 434	19 400	18 058	14 710	14 080
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。

15.4 与资本流动相关的衍生产品

资本的流出流入和相关衍生产品在亚洲金融危机中扮演着重要角色。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相关。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，加入了中国内地、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 15-5 所示。

表 15-5 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）	由于汇率和衍生产品 导致的跨境风险（B）	B/A （1997 年 12 月）	B/A （1998 年 3 月）
中国大陆	1 683 (1 294)	375 (380)	22.3%	29.4%
中国台湾	2 580 (2 068)	171 (159)	6.6%	7.7%
印度尼西亚	3 000 (2 284)	2 266 (1 612)	75.5%	70.6%
韩国	9 791 (9 155)	4 633 (2 890)	47.3%	31.6%
马来西亚	1 543 (1 070)	555 (266)	36.0%	24.9%
菲律宾	1 533 (1 357)	40 (157)	2.6%	11.6%
泰国	1 771 (920)	2 509 (1 145)	141.7%	124.5%
中国香港	4 039 (2 956)	2 190 (1 318)	54.2%	32.6%
新加坡	1 986 (1 793)	1 565 (1 268)	78.8%	70.7%
俄罗斯	4 982 (4 621)	49 (117)	1.0%	2.5%
巴西	11 813 (13 157)	537 (575)	4.5%	4.9%

资料来源：美国联邦金融机构检查委员会（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 15-5 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 15-5 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15-5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、中国香港、韩国、马来西亚和中國大陸，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的下降。

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，和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的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》的深度报告也给出了长期资本管理公司在金融危机后期的作用。

15.7 涉及的机构

亚洲金融危机涉及很多国际金融机构和相应各国的国内金融机构,了解危机期间市场上的主要参与者可以帮助我们更好地理解危机的发生。

15.7.1 美国货币中心银行

表15-5显示美国货币中心银行广泛参与了亚洲金融危机前后的各类活动,我们在本部分后面几章的介绍中还会了解到美国金融机构参与的更具体的例子。很难发现美国货币中心银行在亚洲金融危机中关于衍生产品的损失方面的数据。根据美国审计总署(General Accounting Office, GAO)的报告,1997年第四季度,美国JP摩根银行核销了2400万美元的“亚洲衍生产品”,并认定5.87亿美元的亚洲衍生产品合约为“不良”合约;花旗银行公布由于亚洲金融危机收益下降了2.5亿美元;大通银行报告了与亚洲金融危机相关的0.78亿美元的税前损失。这些数据也从另外一个侧面反映出美国货币中心银行在亚洲金融危机前后参与该区域衍生产品的交易情况。

15.7.2 欧洲金融机构

除美国货币中心银行之外,欧洲的金融机构也积极地参与了亚洲金融危机前后的很多交易。根据报道,德意志银行提取了7.77亿美元(双倍于1996年的损失)来弥补在韩国、泰国、印度尼西亚和马来西亚交易衍生产品的损失(Aandrews, 1998)。法国兴业银行核销了1.64亿美元来弥补68亿美元总头寸(包括主要借给韩国公司的40亿美元)(Lavin, 1998)。其他欧洲银行也参与了很多交易,我们会在本部分后面的章节中提及。

15.7.3 地区投资银行

除了美国和欧洲的金融机构之外,很多地区性的金融机构也不可避免地卷入了金融危机之中,最具代表性的是百富勤证券。从某种程度上讲,百富勤在亚洲金融危机中的作用比很多国际金融机构更大。

在1998年1月倒闭前,百富勤急速增长,成为除日本以外亚洲最大的投资

公司。百富勤的增长和亚洲 20 世纪 90 年代的投资银行活动有紧密联系，它是亚洲固定收入市场的先驱，是亚洲最大的股票承销商，也是亚洲衍生产品比如外汇掉期、亚洲债券和股票总回报率提高收益掉期的主要参与者，百富勤的活动开拓了亚洲地区的外汇债务市场。百富勤的活动包括了整个投资银行领域，包括证券承销、高收益债务融资、资产管理和衍生产品。百富勤还与韩国公司和其他区域机构投资者有着密切的业务往来。

百富勤印度尼西亚公司的衍生产品头寸是它通过直接债务工具得到的直接债务的 10 倍。值得注意的是百富勤倒闭之前并没有注册投资银行业务，所以它很少受到管制。但事实上它是由 200 个各种各样的子公司或者离岸公司组成，其中大约 175 个是有特别目的的特殊公司，它们中的大部分是在离岸市场上注册的。百富勤的破产主要是受了所承销的印度尼西亚公共汽车公司和另外一个公司大笔债务存货的压力。在波动的亚洲金融市场环境中，百富勤没能卖出这些票据，导致自己账上持有 2.70 亿美元此类票据，占总资产的 1/3。随着印度尼西亚卢比的崩溃，这些债务存货无法兑现，最终导致了百富勤公司的倒闭。^①

15.8 亚洲金融危机爆发的原因

早在 20 世纪 90 年代初，香港中文大学校长刘遵义（Lawrence Lau）在《东亚新兴工业化国家经济增长的源泉》和《东亚是否是一新的墨西哥》等论文中，首先提出了东南亚国家经济发展中的缺陷，如经济增长主要依赖高投入、缺乏技术进步等问题，及对亚洲经济的可能影响，他的一些假设和结论在后来的亚洲金融危机中得到了证实。他指出，东亚在技术进步方面没有赶上西方发达国家，因此一旦其生产和劳动成本升得太高时，新的经济增长基础就不复存在了。美国经济学家保罗·克鲁格曼（P. Krugman）引用和总结刘遵义的分析结果，在美国的《外交》（*Foreign Affairs*）杂志 1994 年第 6 期上发表了题为《亚洲奇迹的神化》（*The Myth of Asia's Miracle*）的文章，对东亚的经济奇迹提出质疑。保罗·克鲁格曼认为，东亚奇迹远不是人们所认为的那样了不起，因为东亚地区的经济增长主要是通过大量投入资本和劳动取得的，而不是通过提高总和要素生产率实现的，因此东亚的经济增长不可能持久。不幸的是，果真如刘遵义和克鲁格曼等人所预言的那样，1997 年亚洲经济真的出现了问题。

尽管学术界对东亚经济增长模式的研究也有与刘遵义和克鲁格曼等人的结果不一致的，经济学界围绕着亚洲金融危机的成因作了种种不同的解释，其中比较有影响的解释主要有宏观经济基础恶化论、金融体系脆弱论和金融恐慌论等。

^① 国际货币基金组织：《亚洲危机：资本市场动态和溢出》，1998。

但是亚洲金融危机的爆发及对地区大多经济体的巨大冲击在很大程度上证明了他们研究的正确性。从宏观经济方面看,东亚国家的高增长所造成的后果是产业结构失衡、产品的国际竞争力下降、高新技术产业发展滞后、出口产品结构低级化、经常项目增长等问题确实是亚洲金融危机爆发的重要原因。

15.9 亚洲金融危机对区域主要经济体的影响

虽然亚洲金融危机到现在已经接近 14 年了,然而它对亚洲以至全球经济的影响至今让人印象深刻,有很多方面的教训仍然值得我们认真地总结并引以为戒。整体研究亚洲金融危机对亚洲经济的影响比较复杂,超过了本章的范围,这里我们可以利用国际货币基金组织的数据,容易地计算出亚洲主要国家和地区花费了多长时间才使其经济恢复到了亚洲金融危机之前的水平。表 15-6 给出了这些结果。

表 15-6 1996 年到 2006 年主要亚洲国家和地区国内生产总值

单位:十亿美元

年份 国家/地区	1996	1997	1998	1999	2000	2002	2003	2004	2005	2006	恢复到危机 前水平年数
中国	856	953	1 019	1 083	1 198	1 454	1 641	1 932	2 257	2 713	1
印度	379	424	428	457	480	514	595	690	810	908	1
中国台湾	288	299	275	299	326	301	311	340	365	376	2
韩国	573	532	358	462	533	576	644	722	845	952	7
马来西亚	102	102	73	80	94	101	110	125	138	157	7
新加坡	95	99	85	85	94	91	96	113	125	145	7
巴基斯坦	77	76	76	71	74	73	84	98	110	127	7
菲律宾	84	84	67	76	76	77	80	87	99	118	8
印度尼西亚	251	238	105	155	166	196	235	257	286	364	8
中国香港	159	176	167	163	169	164	159	166	178	190	8
泰国	182	151	112	123	123	127	143	161	176	207	10

数据来源:国际货币基金组织网站。

表 15-6 显示,中国大陆和印度受亚洲金融危机的冲击较小,1997 年和 1998 年经济仍然保持了一定幅度的增长;中国台湾受亚洲金融危机影响也较小,1997 年的生产总值没有下降,1998 年虽然略有下降,但是仅仅用了两年时间,到 1999 年经济就恢复到了与危机前相当的水平;韩国、马来西亚、新加坡和巴基斯坦四个国家用了 7 年的时间经济才恢复到了 1996 年或者 1997 年的水平;而