

亚洲金融危机：

最新分析与对策

• 权威机构 • 专家学者 • 深层思考 • 理性分析

刘溶沧 刘树成 主编
科学文献出版社

亚洲金融危机： 最新分析与对策

主 编 何秉孟 刘溶沧 刘树成
副主编 左大培 谢曙光 孙 杰
李 千

社会科学文献出版社

图书在版编目(CIP)数据

亚洲金融危机:最新分析与对策/何秉孟等主编. - 北京:
社会科学文献出版社,1998.7

ISBN 7-80149-052-5

I. 亚… II. 何… III. ①金融危机-经济分析-亚洲
②金融危机-预防-措施-亚洲 IV. F833

中国版本图书馆 CIP 数据核字(98)第 17777 号

亚洲金融危机: 最新分析与对策



主 编: 何秉孟 刘溶沧 刘树成

责任编辑: 张敏英

责任校对: 昆 鹏

封面设计: 缪 萌

责任印制: 盖永东

出版发行: 社会科学文献出版社

(北京建国门内大街 5 号 电话 65139963 邮编 100732)

经 销: 新华书店总店北京发行所

排 版: 北京中文天地文化艺术有限公司

印 刷: 北京人民文学印刷厂

开 本: 889×1194 毫米 1/32 开

印 张: 15.75

字 数: 395 千字

版 次: 1998 年 7 月第 1 版 1998 年 7 月第 1 次印刷

印 数: 00001-10000

ISBN 7-80149-052-5/F·013

定价: 29.80 元

版权所有 翻印必究

各章作者

第一章	左大培	
第二章	孙杰	
第三章	李千	
第四章	马汝骏	
第五章	刘秀莲	
第六章	石明礼	
第七章	王晓龙	
第八章	殷存毅	
第九章	魏燕慎	
第十章	朴键一	
第十一章	张舒英	
附录一	江时学	
附录二	陈秀英	何新华

序

亚洲金融危机早已为世人所关注，至今依然是全球经济中的一个热点问题。其影响非短期内所能消除，其教训更值得认真总结和反思。

本书是中国社会科学院部分学者的研究之作。与同类或相似的著述相比，我们的出发点或本书的主要特点在于，首先，它不是一本写真式、描述式或报道式的著作，而是着重从亚洲金融危机的现实情况出发，进而引出相关的深层次思考的专著。其次，此书不仅有对危机事实、发展过程和扩散效应等的写真，而且有深入的实证性分析和理论探讨，是一本注重理论与实践紧密结合、“虚”“实”两相兼顾的著作。再则，针对亚洲金融危机对我国所产生的广泛影响，本书作者着力进行了相关的对策研讨，从而具有很强的现实意义和重要的决策参考价值。

此外，正如亚洲金融危机迄今尚未结束，其震荡效应亦很难准确估计一样，本书所作的分析与思考因受实践的局限，也必然带有阶段性认识的印记，在此就教于大家，以期能发挥抛砖引玉的作用。我们的研究还在继续，希望今后有机会把更新更好的研究成果奉献给读者。

编 者

1998年6月于北京

目 录

序 言	1
综论 理论分析与深层思考	
第一章 亚洲金融危机与中国：分析与对策	3
第二章 IMF 的药方：理论与行动	68
上篇 引爆：危机的探源	
第三章 泰国：为何首遭劫难	117
第四章 印度尼西亚：沦为重灾区的多重缘由	166
第五章 马来西亚：投机者该不该负责	187
第六章 菲律宾：内因与“龙舌兰”酒效应	216
中篇 震荡：危机的发展	
第七章 新加坡：重灾区中的轻灾国	259
第八章 台湾：新台币贬值始末	295
第九章 香港：危机中的国际金融中心	320
下篇 冲击：危机的深化	
第十章 韩国：大财阀战略的误区	357

第十一章	日本：步履蹒跚的金融改革·····	390
附录一	墨西哥金融危机的来龙去脉·····	434
附录二	东亚国家（地区）主要宏观经济 与金融指标简析·····	462

综 论

理论分析与深层思考

左大培

第一章 亚洲金融危机与中国： 分析与对策

本书主要分析与说明了 1997 年以来东亚各国所发生的货币金融危机。作为参照，也附带介绍了 1994 年底的墨西哥金融危机。这两次危机具有许多共同点：在危机中，整个国家陷入对国外的支付危机，本国的外汇储备不足以应付各种到期的对国外的支付；货币贬值，本国货币兑换外国货币的汇率大幅度下跌；国内的许多银行陷入支付困境，无法履行其付款义务，如果没有本国中央银行的援救就会破产倒闭；股市崩溃，股票价格指数大幅度下跌。这样的货币金融危机实际上是对外经济关系中的货币危机与国内的金融危机交织并发而成的。

为了便于读者阅读和理解，我们参照新帕尔格雷夫大词典中有关危机和金融危机的词条，先对各种不同的危机概念加以明确的界定和区分。

经济危机指的是市场经济运行过程所受到的猛烈冲击，它突出表现为由于破产或金融上的重大崩溃而使大批企业被清算，这种冲击使市场经济的运行过程陷于有可能中断的境地。而经济危机的深层表现则是社会的生产和流通过程由于总需求和销售的急剧萎缩而陷入混乱。

金融危机是社会的金融系统中爆发的危机，它集中表现为全部或大部分金融指标急剧地、短暂地和超周期地恶化，这些恶化

的金融指标包括短期利率、证券、房地产和土地等资产的价格、企业破产数和金融机构倒闭数。

货币危机的根源是过多的某一国或几国的货币要兑换为其他国家的货币，它通常表现为迫使这些国家货币贬值的巨大压力，而其结果则往往是这些国家的货币大幅度贬值。

债务危机是无法偿还到期的债务的危机。国际间的债务危机是某些国家无法偿还它们欠别国的到期债务的危机。

支付危机意味着无法履行其支付义务。国际间的支付危机其实就是国际收支危机，是某些国家无法履行它们支付国外货币的支付义务。

上述各种危机各有其特点，不完全是一回事，不能把它们完全等同起来。它们之间当然有着紧密的联系，但是这种联系也是很复杂的，无法一概而论。

东亚的危机是货币金融危机，并且很可能演变成真正的经济危机。这场危机中最令人瞩目的就是东南亚国家和韩国的货币危机。正如前边所述，货币危机和金融危机不是一回事。一般来说，货币危机表现为某些国家的货币无法按现行的汇率兑换为其他的货币。它不同于经济危机，也与金融危机不完全等同。金融危机可以由国际货币危机引起的，也可以是由于金融领域中的其他因素引起的整个金融关系的大变动或大调整。理论上说，一个国家既可能发生货币危机而不陷入金融危机，也可能陷入金融危机而不发生货币危机。但是，在目前国际间的经济关系如此紧密的条件下，一国的货币危机常常会引发金融危机，金融危机也常常会引起货币危机，两种危机相互引发、相互作用，造成一国货币危机和金融危机并发的局面。

近年来发生货币危机或金融危机的国家不仅有东南亚国家，而且有韩国、日本和拉丁美洲的墨西哥。这些国家在两个意义上都可以分为两种不同的情况在第一种意义上，除了日本以外，这

些国家都是新兴的工业化国家，而日本则早就是一个工业化的国家了。在第二种意义上，日本的危机也与这些新兴工业化国家所发生的危机不同。日本的危机基本上是一种金融危机，而不带有货币危机的性质。虽然日本的金融危机曾多次使日元的汇率大幅度下跌，但是这种下跌的幅度和影响都很难说达到了发生货币危机的程度。而墨西哥和东南亚国家的危机则首先是真正的货币危机，当然这些货币危机也引发了本国的金融危机，或者与本国的金融危机交织在一起。而韩国则是首先发生了金融危机，然后才陷入货币危机的。总的说来，这些新兴工业化国家大多是货币危机与金融危机交织并发的。仔细读一下本书也可以发现，日本近年来的金融危机与那些新兴工业化国家的货币金融危机在性质上是极不相同的。日本的问题需要有专文论述，本章只说明新兴工业化国家货币金融危机的经验教训、东亚货币金融危机对我国的影响以及我国所应该采取的对策和做法。

第一节 危机的酝酿和爆发

1997年席卷东亚各国的货币金融危机开始于7月初泰国货币——泰铢汇率的暴跌。因此，直接从现象上看，这次泰国以致东亚的货币金融危机与1994年底墨西哥的货币金融危机一样，是在政府经济政策的同样一种戏剧性变化下爆发的政府放弃了实行多年的固定汇率（或盯住汇率）的制度，允许本国货币的汇率自由浮动；而该国货币的汇率随即猛烈下跌，引发了一场剧烈的货币金融危机。墨西哥危机的爆发即是如此。1994年12月20日，墨西哥财政部长塞拉突然宣布，墨西哥比索对美元汇率的浮动范围将被扩大到15%；由于人们纷纷抢购美元，2天后墨西哥政府又被迫允许比索自由浮动，从而完全放弃了实行多年的盯住美元的汇率政策；其结果是到1995年1月，墨西哥比索已经贬

值了 30%，股市价格则下跌了 50%，墨西哥陷入了严重的货币金融危机。而泰国及东亚危机的爆发也同样是如此：1997 年 7 月 2 日，泰国中央银行宣布放弃维持了 13 年的对美元的固定汇率，让泰铢对美元自由浮动；泰铢的汇率立即下跌 17%，以后又不断下跌，使得从 2 月到 9 月中，泰国的货币泰铢贬值了 42%，股票的市场价值则下跌了 48%，东亚的货币金融危机也由此开始。^①

当然，决不当由这个表面的现象就得出错误的结论，认为这些国家的货币金融危机起因于偶然的政策错误，是由于在不适当的时候从固定汇率制转向了浮动汇率制。其实，在墨西哥和泰国放弃固定汇率制以前，它们的货币金融危机就已经酝酿成熟，宣布放弃固定汇率制不过是“压倒骆驼的最后一根稻草”，是直接引发危机的诱因而已。危机的发生自有其更深层的根本原因。就是这两国政府宣布放弃固定汇率制（或盯住汇率制），在很大程度上也是在当时形势下所不得不为。到了它们宣布放弃固定汇率制时，货币金融危机的爆发已经几乎是必然的了。

墨西哥和泰国当时之所以宣布放弃固定汇率制，是因为它们已经陷入了严重的对外经济不平衡之中，出现了国际支付上的危机。按照原来官方的固定汇率所规定的兑换率，它们可以动用的外汇已经明显少于按政府自己的规定所必须履行的外汇支付。在这种情况下，政府就无法再维持本国货币原来的汇率。而让本国货币贬值则可以使同样数额的本国货币只能换得较少的外国货币，在短期内就可以大大减少本国所必须支付的外币数额。这是想遵守市场经济所允许的规则的国家在出现国际支付危机时所不能不走的道路。最近几年陷入货币金融危机的新兴工业化国家都

① 见本书有关墨西哥的一章和朱民、方星海：《货币危机、银行危机、宏观危机和政策危机》，载于《国际金融研究》，1997 年第 11 期。

是由于出现了国际支付危机而只好听任本国货币大幅度贬值的。

根据国际金融的基本常识，一国之所以会出现国际支付危机，是由于该国的外汇储备已经不足以弥补它的经常项目和资本项目逆差的总和。墨西哥和泰国都长期有经常项目逆差，靠大量借入外国资本来弥补这一逆差。一旦经济或政治上的某些事件导致外资的净流入停止，它们的外汇储备很快就会枯竭，陷入无法履行国际支付义务的困境，从而爆发货币金融危机。

在危机爆发前的 1994 年，墨西哥的经常项目逆差达 289 亿美元，主要靠投机性很强的短期外国资本、靠所谓的“间接投资”来弥补逆差。而由于墨西哥的政局多次出现不稳迹象，从 1993 年底开始，墨西哥多次出现大量外资逃离的现象，使该国的外国间接投资从 1994 年第一季度的流入 200 亿美元变为第四季度的流出 200 亿美元。其结果是，在墨西哥政府最终宣布允许比索自由浮动的 12 月 22 日之前，墨西哥的国际储备从 12 月 19 日的 110 亿美元降低到 22 日的 60 亿美元，而墨西哥政府至少需要 100 亿美元来兑付 1995 年第一季度到期的短期国债。这终于迫使墨西哥政府放弃了固定汇率制，陷入了货币金融危机。

泰国近年来一直有巨额的经常项目逆差，这一逆差占 GDP 的比重还从 5% 上升到了 8%。在这种情况下，泰国的国际收支一直是靠巨额的国外资本净流入来平衡的。而由于 1996 年以来出口增长乏力和银行金融业陷入危机，国外资本净流入的势头明显减弱，越来越难在原来的汇率水平上弥补经常项目的逆差了。由于看到了这一点，人们对泰铢汇率稳定的前景产生了疑问，国际投机资本更抓住了这种动向而从事迫使泰铢贬值的投机。在这种情况下，泰国的货币危机实际上在 1997 年初就开始了。从 2 月份开始货币市场上就不断出现抛售泰铢、买入美元的风潮，泰铢的汇率几乎每个月都受到猛烈的攻击。为了保卫泰铢的汇率，泰国的中央银行不得不动用外汇储备干预外汇市场，抛出美元、

买入泰铢，以防止泰铢的汇率暴跌。其结果是泰国的外汇储备从1996年末的377亿美元降低到了1997年的333亿美元；而在这333亿美元中，有234亿美元是泰国中央银行为保卫泰铢而买进的在未来12个月内要支付的远期调期外汇。由于实际可以动用的外汇储备有枯竭的危险，泰国中央银行才不得不于7月2日宣布让泰铢对美元自由浮动，从而引发了泰国以致整个东亚的货币金融危机。^①

墨西哥和泰国货币金融危机的爆发过程表明，新兴工业化国家的货币金融危机一般是由两个因素相互结合酝酿而成的：一个因素是长期持续的巨额经常项目逆差，另一个因素则是用于弥补这种逆差的国外资本净流入大幅度减少。其中又以前一个因素为酝酿货币金融危机的最基本根源。

长期持续的巨额经常项目逆差是造成货币金融危机的最基本因素，对这一点的最清楚的证据就是近年受货币金融危机打击最重的那些新兴工业化国家，如墨西哥、泰国、印度尼西亚、马来西亚和韩国，几乎都是连续多年有着大量的经常项目逆差，从而积累了大量的外债。而同样处于东亚地区的中国台湾，在最近的东亚货币金融危机中却幸免于难，其主要原因之一就是台湾多年来一直具有经常项目顺差，从而外债数额也微不足道（参见本书有关各章）。

新兴工业化国家爆发货币金融危机的直接原因是用于弥补经常项目逆差的国外资本净流入大幅度减少，这种减少的原因可能是政治性的，也可能是经济性的。

在墨西哥货币金融危机的酝酿过程中，政治因素起了很明显的作用。在危机爆发前的几年中，流入墨西哥的外资总额中有

① 见本书有关墨西哥的一章和朱民、方星海：《货币危机、银行危机、宏观危机和政策危机》，载于《国际金融研究》，1997年第11期。

2/3 是间接投资，其中很大部分是投资于股票市场和短期债券的国际投机资本。这种外国资本流动性极强，一有风吹草动就可以马上大量撤走。而在墨西哥，政治上的偶发事件所造成的对执政党执政能力的怀疑和对能否形成北美自由贸易区的疑问，以及萨帕塔民族解放军领导的印第安农民起义，都很快造成墨西哥的国外资本净流入急剧减少。这些无疑都对墨西哥货币金融危机的形成起了有力的推动作用，甚至直接引发了这场危机。但是，即使在墨西哥，使国外资本净流入大幅度减少的原因也不仅仅是政治上的。经济上的原因也同样起了作用，只不过政治原因在墨西哥所起的作用过于明显，以致于掩盖了这些经济上的原因。这种使国外资本净流入减少的经济因素就是墨西哥银行信贷业的经营不善。在这些年中墨西哥的银行坏账比重不断上升，这显然也动摇了外国投资者的投资信心（见本书有关墨西哥的一章）。

在东亚货币金融危机酝酿的过程中，使国外资本净流入大幅度减少的因素主要是经济上的。这种使国外资本净流入大幅度减少的经济因素主要是：这些国家的各种经济问题和经济事件暴露了它们的银行和金融业进行不正当经营所造成的融出资金无法收回的前景。

这里所说的“不正当经营”，是指银行和金融机构在融出资金时没有采取足够的措施来保障资金的收回的行为。

在一国的整个银行和金融业进行不正当经营的情况下，势必会形成该国银行的大量坏账和金融业的大量无法回收的不良资产。一旦银行和金融业经营不善的情况暴露，就会使向该国的银行和金融业融通资金的外国债权人撤出其资金，甚至使其本国的资金所有者们设法将其资金抽逃到国外，从而使该国的国外资本净流入大幅度减少，甚至造成资本净流出。这一点在泰国和韩国表现得特别明显。这两国都有大量外债，其数额都大大超过其国际储备，而这些外债又大多是通过它们的银行和金融机构再贷放

出去的。1996年泰国的房地产业开始从过热转向萧条，导致对房地产业大量贷款的大批金融机构陷入困境，呆账急剧增加，而这些金融机构的很大一部分资金是从国外融通来的。金融和房地产业的危机使人们感到将资金投在泰国风险太大，从而使资本净流入的意愿大大降低，而资本净流入意愿的降低又导致人们对泰铢的汇率丧失信心，以致酿成抛售泰铢的风潮和货币金融危机。韩国1997年发生了一连串大公司破产的事件，拖带对这些大公司有巨额贷款的银行和金融机构陷入困境。在这种情况下，早在2月初日本的金融机构就拒绝向韩国各银行驻日本的支行提供短期资金，使韩国各银行开始出现资金危机。这标志着资本向韩国净流入的意愿极度降低，而韩国却有着大量到期的外债需要偿还。经常项目的巨额逆差、国外资本净流入的减少和到期需要偿还的外债三者相结合，使韩国终于陷入了国际支付危机和货币金融危机。^①

受1997年东亚的货币金融危机打击较重的其他国家，如印度尼西亚、马来西亚等国，也都在不同程度上存在着与泰国和韩国相类似的上述问题。正是这样一些问题的存在使它们同样落入了货币金融危机。

从上述对墨西哥和东亚货币金融危机酝酿和爆发过程的分析中，我们可以得出许多对我国也十分有用的经验教训。在对危机爆发过程作这样一个简单回顾的基础上，进一步地分析使我们可以概括出东亚爆发金融危机的原因。我们概括的这些原因不是同一个层次上的。按照从比较浅的层次到比较深的层次的顺序，我们可以把东亚货币金融危机的原因概括为：

① 参见本书有关泰国、韩国、国际货币基金组织的各章和朱民、方星海：《货币危机、银行危机、宏观危机和政策危机》，载于《国际金融研究》，1997年第11期。