

谢世清 著

东亚金融危机的 根源与启示



中国金融出版社

东亚金融危机的 根源与启示

谢世清 著



中国金融出版社

责任编辑：高 露

责任校对：刘 明

责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

东亚金融危机的根源与启示 (Dongya Jinrong Weiiji de Genyuan yu Qishi) / 谢世清著. —北京: 中国金融出版社, 2009. 2

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4898 - 4

I. 东… II. 谢… III. 金融危机—研究—东亚 IV. F833.105.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 191923 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

装订 三河平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 20

字数 270 千

版次 2009 年 2 月第 1 版

印次 2009 年 2 月第 1 次印刷

印数 1 - 3000

定价 45.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4898 - 4/F. 4458

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

前 言

1997年东亚金融危机是当今世界所经历过的最严重的金融危机之一。其所造成的巨大损失不仅是在金融行业，而且还连带地引发了一系列的经济危机、政治危机和社会危机。如今，尽管东亚金融危机已经过去了十年，但世界经济仍存在着许多不稳定的因素。事实上，随着金融全球化的加深，不断爆发的金融危机已是当今世界经济一个无法回避的现象，甚至连拥有全球最大、最成熟资本市场的美国也未能幸免。受次贷危机的影响，美国金融界目前正经历着一场百年不遇的金融“海啸”，不仅淹没了华尔街的五大投资银行，而且还波及欧洲乃至全世界。因此，仍然有必要对东亚金融危机进行重新思考。

尽管东亚金融危机引起了学术界的广泛兴趣，出版了大量的文献，但在国内似乎还没有一本专著能够全面、系统、深刻地论述东亚金融危机的根源。本书旨在填补这一学术空白。目前，学术界对这次危机发生的根本原因仍存在着许多争议。即使是颇为流行的新古典主义和国家主义两大学派，也没能对这一问题给出令人信服的答案。我深切地认识到，东亚金融危机必须得到认真的审视和合理的解释。因为这不仅关系到能否正确理解新兴市场出现的金融危机，而且关

系到中国经济在日益全球化的过程中能否防范或者化解金融危机，以确保我国经济和金融的安全和健康发展。

本书是我多年潜心研究、不懈努力的结果。本研究历时十年，分为三个研究阶段。第一阶段是我在美国马里兰大学攻读博士时期（1998—2000年）。本书的基本框架是我在此期间研究撰写的博士论文。第二阶段是我在世界银行总部研究局、世界银行学院和东亚局工作时期（2003—2007年）。我在此期间收集了大量的研究资料，整理充实了本书的前八章。第三阶段是我在北京大学经济学院任教时期（2007年至今）。我在此期间增加了本书的最后两章，并全面修订了全书。

在本书出版之际，首先，我要感谢在马里兰大学的博士生导师 Ernest Wilson III 教授，以及博士论文答辩委员会成员马里兰大学的 Virginia Haufler 教授、Margaret Pearson 教授、Roger Betancourt 教授和美利坚大学的赵全胜教授。他们给予我的严格学术训练以及他们对学术精益求精的态度使我终身受益。此外，马里兰大学商学院金融系的 Haluk Unal 教授也提出过有益的指导建议，从他给 MBA 学生开设的两门课程中所学到的金融知识让我受益匪浅。

其次，我要感谢我在世界银行工作期间有关领导和同事的不断鼓励。世界银行研究局的 Shahid Yusuf、王水林，世界银行学院的王燕、Anwar Shah，以及东亚局的 Greg Bowdery、李果给我提供了许多从事世界银行研究项目的机会。这些使我积累了丰富的研究经验，有机会成为大型国际组织的专业研究人员。与此同时，也极大地提高了我的研究能力，加深了对东亚金融危机根源问题的认识。

本书还得到了北京大学经济学院有关师生的大力支持。

经济学院副院长、风险管理与保险学系系主任孙祁祥教授对本书颇为关心。北京大学经济研究中心 2008 级硕士研究生茅锐、经济学院风险管理与保险系 2008 级硕士研究生平小虎做了大量的研究助理工作。该系 2005 级本科生刘源、陈澍、周聪分别对本书各章做了认真的校对工作。在此一并致谢!

最后,我还要感谢中国金融出版社,感谢张驰和高露两位编辑,她们细致、高效的编辑工作确保了本书的顺利出版。

谢世清

二〇〇八年十月一日于北京大学蔚秀园

摘要

本书除第一章导论之外，分为三大部分。第一篇（第二章和第三章）是“构建模式”，在对新古典主义和国家主义这两大主流学派理论批判的基础上，提出关于东亚金融危机根源的四种可供替代的模式。第二篇（第四章至第七章）是“检验模式”，分别将投机攻击模式、全球化模式、政治危机模式和经济结构不平衡模式代入到东亚八个危机案例中去加以检验，以考察其适合程度。第三篇（第八章至第十章）是“总结模式”，综合比较、分析所有模式的检验结果；回顾东亚各经济体在危机后十年的经济复苏状况；最后归纳和总结中国应当从中吸取的经验教训。

第一章“导论”，笔者提出了三个主要论点，以期挑战新古典主义学派和国家主义学派关于东亚金融危机根源的习惯看法。为了纠正它们在内容上对危机根源的误解，论点1集中挑战新古典主义学派的“裙带资本主义”根源论，论点2则重点应对国家主义学派的“亚洲高负债模式”根源说。为了纠正它们在形式上对危机根源过于简单化的解释，论点3将综合本研究的主要发现，挑战新古典主义和国家主义两大学派关于东亚金融危机根源的单一原因说，以提供一个对危机根源系统的、多维的和多层次的合理解释。

第二章“理解东亚金融危机”。本章介绍了有关东亚金融危机的事实性的总体背景。首先分析了东亚金融危机的发展

演变过程；考察了危机对八个东亚经济体的 GDP 增长率、汇率、股市和私人资本净流动等方面所造成的冲击和影响；按危机影响程度的不同，把八个金融危机案例分成三类，即危机影响最大、中等、最小的经济体；最后简要总结了东亚金融危机的四个特点。本章主要描述了东亚金融危机期间究竟发生了什么，从而为读者了解东亚金融危机的全貌提供了背景知识。

第三章“从奇迹到危机：理论与模式”。本章概述了新古典主义和国家主义两大流派有关“东亚奇迹”与东亚危机的理论与解释。首先回顾了新古典主义学派的理论渊源，以及关于“东亚奇迹”和危机的解释；随后梳理了国家主义学派的理论渊源和有关“东亚奇迹”与危机的论点；在此基础上，构建了四个可供替代的危机根源模式并阐释了这些模式与两大流派之间的关系。本章主要为接下来的四个检验模式的章节（第三章至第六章）奠定理论基础。

第四章“投机攻击模式”。本章首先回顾了投机攻击模式的理论基础，特别是“第一代危机模型”和“第二代危机模型”。该模式强调了国际资本投机攻击的危害以及固定汇率体制本身的脆弱性。本章对对冲基金给予了特别的关注，并列举了对冲基金通常所使用的攻击手段。随后，分别检验了投机攻击模式对八个案例的适应程度，并挑选了香港的金融危机作为该模式的典型案例。最后，探讨了投机攻击模式的政策启示。

第五章“全球化模式”。本章在分析金融全球化与金融脆弱性的基础上，构建了全球化模式的逻辑框架，指出一些东亚国家和地区的金融危机的根源在于在不断对外开放的全球化过程中，因放松政府监管而导致的金融部门（特别是银行系统）的脆弱性。本章着重考察 20 世纪 90 年代初，东亚经济体伴随着全球化运动所出现的资本账户开放与金融体系的

放松监管；也仔细分析了其他变量，如净资本流入、经常项目、外债（特别是短期外债）、外汇储备、汇率等。本章选取了泰国作为全球化模式的代表性案例。

第六章“政治危机模式”。本章引入了一系列导致政治危机发生的因素，如政治继承人危机、民主危机、种族危机、社会危机、政局的不稳定性以及政策的不确定性，来说明政治因素对金融危机的影响，以便更好地解释危机根源。该模式强调了政治脆弱性，指出政治危机是很重要的因素，至少能恶化或加深金融危机的程度。同前两章一样，政治危机模式被分别代入了八个危机案例，以检验其解释危机根源的适合程度。本章选取了印度尼西亚作为政治危机模式的代表性案例。

第七章“经济结构不平衡模式”。本章反驳了新古典主义学派的“裙带资本主义论”和国家主义学派的“亚洲高负债模式论”，并进一步指出，国家干预可能会导致经济结构的失衡，而不是一般所认为的裙带资本主义的腐败和企业的高负债经营。该模式认为金融危机爆发的真正根源在于政府过度干预所造成的经济结构失衡，即少数高外债大企业集团在国民经济中占据支配地位，它们的倒闭会连累整个国民经济。该模式强调经济结构的脆弱性。本章特别考察了韩国的案例以说明经济结构的不平衡会导致经济危机和金融危机。

第八章“对四种危机根源模式的总结”。本章综合了前四章把四种模式代入八个危机案例的检验结果，在此基础上，得出了十个重要结论。首先进一步探讨了当同一个案例适合于多种模式解释时，这多个危机根源模式的重要程度排序的逻辑关系。然后用四种危机根源模式重新解读了东亚金融危机。最后，本章总结了本研究对国际政治经济学以及金融危机研究的理论贡献，以及对预防金融危机的一般启示与教训。

第九章“东亚金融危机后十年的东亚经济”。本章首先梳

理了东亚经济危机后十年的复苏状况，其中重点考察了汇市、股市、GDP增长率、利率、私人资本流动、外国直接投资和失业率在这十年里的变动及其趋势。然后分析了“四小虎”经济体和“四小龙”经济体在各阶段的经济复苏政策，特别是对金融部门重组改革政策与实施效果进行了评估。最后，比较分析了“四小虎”经济体和“四小龙”经济体经济复苏政策的异同。

第十章“对中国的启示”。本章回顾了东亚金融危机以来中国在经济和金融方面的发展概况，尤其是中国在金融体制改革方面采取了哪些措施。在对中国经济形势和改革措施加以评论的基础上，探讨了中国发生金融危机的可能性。通过回顾本书前几章中总结的东亚金融危机模式以及东亚各经济体在危机后的经济复苏政策，本章将归纳总结中国应当从中吸取的经验和教训。

目 录

第一章 导论	1
一、分析框架	4
二、主要论点	10
结语	16

第一篇 构建模式

第二章 理解东亚金融危机	19
一、危机发生的过程	19
二、危机发生的程度	25
三、危机发生的特点	32
结语	39
第三章 从奇迹到危机：理论与模式	41
一、新古典主义学派	43
二、国家主义学派	50
三、四种可供替换的危机根源模式	57
结语	61

第二篇 检验模式

第四章 投机攻击模式	65
一、投机攻击模式的基本概念与逻辑框架	66
二、投机攻击模式的案例检验	77
三、投机攻击模式的典型案例研究	91
四、投机攻击模式的政策启示	95
结语	97
第五章 全球化模式	99
一、全球化模式的基本概念与逻辑框架	100
二、全球化模式的案例检验	106
三、全球化模式的典型案例研究	121
四、全球化模式的政策启示	124
结语	125
第六章 政治危机模式	127
一、政治危机模式的基本概念与逻辑框架	128
二、政治危机模式的案例检验	133
三、政治危机模式的典型案例研究	148
四、政治危机模式的政策启示	152
结语	153
第七章 经济结构不平衡模式	155
一、经济结构不平衡模式的基本概念与逻辑框架	156
二、经济结构不平衡模式的案例检验	161
三、经济结构不平衡模式的典型案例研究	178
四、经济结构不平衡模式的政策启示	185
结语	186

第三篇 模式的总结

第八章 对四种危机根源模式的总结	191
一、检验结果与基本结论	191
二、多种模式之间的关系	195
三、用模式来重新诠释复杂危机案例	200
四、研究的理论意义与贡献	205
结语	208
第九章 东亚金融危机后十年的东亚经济	210
一、危机后东亚经济的复苏	211
二、东南亚“四小虎”的经济复苏政策	215
三、东亚“四小龙”的经济复苏政策	225
四、东亚经济复苏政策的比较分析	232
结语	234
第十章 对中国的启示	236
一、中国近年来的经济发展和金融改革	237
二、中国出现金融危机的可能性分析	244
三、东亚金融危机根源模式对中国的启示	247
四、东亚经济复苏政策对中国的启示	252
结语	259
参考文献	262
后记	299

第一章 导 论

1997年夏，始于泰国并传染到印度尼西亚和韩国的全球性金融危机是现代史上影响深远的重大事件。资本主义系统性的失灵正好落到了那些曾经被认为是工业化效率楷模的亚洲“四小龙”经济体的身上，没有人确切知道这场危机要在什么地方结束。

——布鲁斯·卡明斯，芝加哥大学

为什么在1997年东亚会爆发金融危机？或者说，东亚金融危机的根源究竟在哪里？找到这一问题的准确答案，不仅对防止未来在东亚出现新一轮的金融危机，而且对改革东亚金融体系、稳定东亚金融市场、振兴东亚经济都是至关重要的。此外，对于日益融入全球化的体系，特别是加入世界贸易组织后逐步开放金融市场的中国，如何从东亚金融危机中获得正确的启示和教训，以防止将来在中国出现类似的金融危机，也具有特别重要的现实意义。

1997—1998年东亚金融危机令世人瞩目。学术界发表了大量的文章来解释这一事件，并形成了两种占据支配地位却理论上相互冲突的学派，即新古典主义学派^①（Neoclassical）和国家主义学派

^① 新古典主义学派强调过多的政府干预是东亚金融危机的主要原因。新古典主义学派的评论往往将东亚国家和政府所主导的资本主义发展模式视为“裙带资本主义”所带来的腐败、任人唯亲和裙带关系。在他们看来，危机标志着东亚经济发展模式的失败和“东亚奇迹”的终结。新古典主义学派的著名代表人物之一是美国联邦储备委员会前主席格林斯潘（Greenspan）。具体见 *New York Times*（1998-02-13），*International Herald Tribune*（1998-01-20），*Wall Street Journal*（1997-12-03）。

(Statist^①)。然而即使是这两种表面上看起来颇为流行的解释,也很难提供令人满意的答案。迄今为止,对这一事件发生的根源依然存在许多误解,并且很少有注意力来寻求并批评性地检验其他可供替代的解释。

缺少对其他可供替代解释的关注,并不是由于缺少学术兴趣或经验数据。实际上,东亚金融危机已在全球范围内引起了许多学者、评论家、政策制定者的强烈兴趣。特别是在东亚和西方发达国家里,相继发表了一系列含有丰富实证数据的研究文章。导致这种对其他可供替代解释忽视的重要原因可能有两个:第一,从长达30年之久的“东亚奇迹”^②到突然出现的1997—1998年东亚金融危机,充满戏剧性的变化;第二,新古典主义学派和国家主义学派在如何解读“东亚奇迹”与东亚危机现象上有着在意识形态上的尖锐对立。

首先,金融危机在东亚这个过去几十年里一直保持极为强劲经济增长的区域突然爆发,使危机本身充满戏剧性。在危机爆发的前三十多年里,东亚经济取得了持续高速增长。该区域23个经济体的平均增长速度明显高于其他区域经济体的平均增长速度,并且收入的差距也大为缩小(World Bank, 1993)。这一具有传奇性色彩的惊人发展成就,被人称为“东亚奇迹”,并主要归功于九个高绩效表现的亚洲经济体:日本^③,东亚的“四小龙”^④(中国香港、韩国、新加坡、中国台

① 国家主义学派则强调政府本身不是危机的根源,危机主要是由国际投机性资本的投机性攻击造成的。许多国家主义学者认为东北亚国家和地区如日本、韩国、中国台湾的发展模式是发展型国家模式,这是一种高负债的模式,在这种模式下,企业负债股本比必须保持较高的水平,以便企业在国际市场上赢得市场占有率。他们认为这种高负债模式本身就比较容易受到国际投机性资本的攻击和国际市场波动的影响。国家主义学派的著名代表人物是布朗大学教授 Robert Wade。具体见 Wade, 1998a; Wade, 1998b; Wade, 1998c。

② “东亚奇迹”主要是指东亚地区二十三个经济体,特别是八个高绩效亚洲经济体。它们1960—1993年取得持续高速增长,缩短了贫富差距。具体见 World Bank, 1993; World Bank, 1991; Campose 和 Root, 1996; Root, 1996; Vinod, 1997; Weronoff, 1986; Ohno, 1996; Haggard, 1990; Vogel, 1991。

③ 本研究主要是选取东亚的“四小龙”和东南亚的“四小虎”作为研究对象。日本没有被包括进来,主要是因为日本的案例比较特殊。尽管日本的经济也受到东亚金融危机的传染和影响,但它的问题主要在于东亚金融危机爆发之前十年的“泡沫经济”破灭所造成的脆弱的银行系统。

④ “四小龙”是俗称,英语原文其实是“tigers”。

湾), 东南亚的“四小虎”(印度尼西亚、马来西亚、泰国、菲律宾^①)。

然而, 1997年7月, 一场严峻的大规模金融危机几乎席卷了整个东亚地区。危机首先在泰国爆发, 然后波及东南亚的马来西亚、印度尼西亚、菲律宾, 随后蔓延到新加坡、中国香港和中国台湾, 最终到达韩国。这样, 1997年7月爆发于泰国的金融危机很快就演变成东南亚金融危机, 到10月时已发展为亚洲金融危机, 并最终演变成整个亚洲地区的大萧条(Wade, 1998b)。在这一危机中, 资产价格的下跌幅度、银行和企业的倒闭数量以及区域经济增长放慢程度远比初始预期要严重得多^②。这次危机突然加剧了亚洲上亿人民的不安全感与贫困, 并成为20世纪世界上重大的经济灾难之一(Wade, 1998b)。确实, 这次危机的程度之剧烈、涉及的范围之广令人震惊。许多学者对这一突发事件没有任何准备, 只好套用原有的理论来解释新情形, 从而忽略了去寻找其他可能的答案。

其次, 新古典主义学派与国家主义学派在如何解释“东亚奇迹”与东亚危机上存在意识形态上的尖锐对立。新古典主义学派认为, 过度的政府干预容易滋生腐败、贿赂、道德风险、裙带资本主义等。因此, 以政府为主导的东亚经济发展模式本身是造成这场危机的主要原因。这种亚洲特有的国家资本主义, 充满着政府对市场的干预, 往往被西方学者称为亚洲式“裙带资本主义”。这种模式不可避免地产生腐败、寻租、投资错位、不断下降的投资回报率和越来越脆弱的金融部门(Krugman, 1998)。因而, 可以将危机理解为是由于东亚模式的结构缺陷而造成的结果。在新古典主义学派看来, 这场危机标志着

^① 尽管世界银行1993年出版的《东亚奇迹》没有把菲律宾列为八个亚洲高绩效经济体, 但有许多学者习惯于把菲律宾作为东南亚“四小虎”之一。虽然, 菲律宾在“四小虎”之中的经济绩效表现是最差的, 但由于菲律宾也受到这次东亚金融危机的影响, 所以本研究还是把菲律宾包括进来。

^② 见 *The Economist* (1997-11-20, 1997-12-20; 1998-01-03, 1998-01-10); *The Wall Street Journal* (1997-11-26, 1998-01-08); *New York Times* (1997-11-03); *Time* (1998-01-26); *News Week* (1998-01-26)。

“东亚奇迹”的终结、亚洲国家资本主义的灭亡以及东亚模式的失败。国家主义学派则反驳道，东亚金融危机的爆发并不是因为有太多的政府干预，相反，恰恰是因为有太多的市场自由。时任世界银行的首席经济学家斯蒂格利茨（Stiglitz）指出，这场危机主要是由于缺少政府的监管所造成的。著名国家主义学派的代表人物、布朗大学的 Wade 教授认为，东亚经济发展模式是一种高负债模式。太多的市场自由使得该模式容易招致国际金融资本的投机性攻击。因此，这一派学者把危机视为大规模市场失灵。那些全球性的、没有被很好监管的跨国金融公司也要对此负责。对于自身的金融专长和全球经营经验的盲目自信，使它们不顾风险地过度投资到亚洲新兴市场。对国家主义学者来说，这场危机标志着对市场开放信念的幻灭和金融全球化的失败。

新古典主义学派与国家主义学派的长期尖锐对立导致了两派学者忙于寻求新的有利证据来证明各自学派解释的合理性，从而忽略了对其他答案的寻找与检验。因此，非常有必要批判性地检验其他有关危机根源可供替代的答案，并系统地总结这场危机的经验和教训。本研究旨在填补这一学术缺失。

一、分析框架

本研究的主要目的有五个：（1）挑战新古典主义学派和国家主义学派关于东亚金融危机根源的习惯看法（Conventional Wisdom）；（2）提供一个有关东亚金融危机根源模式的分析框架；（3）对东亚危机根源予以系统、多维、多层次的重新解读；（4）总结东亚在处理危机上以及危机后恢复期间所获得的经验；（5）寻求对全球化条件下金融市场日益开放的中国的启示。

本研究首先构建四种可供替代的危机根源的解释性模式，然后用八个案例——“四小龙”和“四小虎”在东亚危机期间的金融和经济表现，来批判性地检验这四种模式的适合程度。本研究认为，两大学派有关东亚金融危机根源的习惯看法过于简单并且容易引起误导。事