

[马来西亚]

沈联涛 著

杨宇光 刘敬国 译

FROM
ASIAN
TO GLOBAL
FINANCIAL
CRISIS

十年轮回

从亚洲到全球的金融危机


上海遠東出版社

十年轮回

从亚洲到全球的金融危机

[马来西亚]

沈联涛 著

 上海远东出版社

图书在版编目(CIP)数据

十年轮回：从亚洲到全球的金融危机/(马来)沈联涛著；杨宇光，刘敬国译. —上海：上海远东出版社，2009

(全球化·金融创新·风险管理)

ISBN 978-7-5476-0015-3

I. 十… II. ①沈…②杨…③刘… III. 金融危机—研究—世界 IV. F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 133354 号

本书中文简体版由作者直接授权上海远东出版社独家出版。
未经出版者书面许可，本书的任何部分不得以任何方式复制或抄袭。

责任编辑：匡志宏

封面设计：李 廉

版式设计：李如婉

责任制作：李 昕

十年轮回 从亚洲到全球的金融危机

著者：〔马来西亚〕沈联涛

译者：杨宇光 刘敬国

出版：上海世纪出版股份有限公司远东出版社

地址：中国上海市仙霞路 357 号

邮编：200336

网址：www.ydbook.com

发行：新华书店上海发行所 上海远东出版社

制版：南京展望文化发展有限公司

印刷：昆山亭林印刷有限公司

装订：昆山亭林印刷有限公司

版次：2009 年 8 月第 1 版

印次：2009 年 8 月第 1 次印刷

开本：710×1000 1/16

字数：449 千字

印张：26 插页 1

印数：1—11 000

ISBN 978-7-5476-0015-3/F·388 定价：38.00 元

版权所有 盗版必究(举报电话:62347733)

如发生质量问题,读者可向工厂调换。

零售、邮购电话:021-62347733-8555

总序

经济全球化以及伴随着全球化而发展的金融市场融合与开放,构成了20世纪末期和新世纪金融业发展的基本背景。在这一背景下,传统的金融业经营模式正在被能够适应金融环境和金融需求变化的新模式所取代;过去带有明显国家或地区色彩的金融市场交易规则与金融活动规范,正在被相互融合的国际规则和惯例所取代;区域性或国家内的金融发展与竞争格局,正在被国际化的发展与竞争所取代;简单的以货币信用为基础的金融工具,正在被日益精细和复杂的以综合信用与风险为标的的金融产品所取代。同时,金融交易的速度也随着信息技术的发展步入便捷、高效的年代。

许许多多的金融机构已经看到了金融业发展环境所发生的重大变化,并据此开始重新规划自己的发展战略,调整企业的行为模式,重构金融业务和产品的流程。在这一过程中,金融创新被赋予了新的涵义。创新已不再是以简单地增加业务或产品种类、优化交易方式为主,而是围绕着如何切实提高金融机构的竞争能力,培育出适应社会分工变化、符合金融发展趋势、各有所长的相对竞争优势,不断展开的一系列制度、组织管理和业务产品的再造与更新。正是这种变化,使得近20年来金融创新层出不穷,金融创新的广度和深度达到了前所未有的境地。

然而,近些年出现的一些重大的金融风险案例表明,金融创新一方面为金融机构提供了更多、更有效的风险对冲、分散和交易的工具与手段,有助于金融机构更加科学、准确地按照各自的风险管理策略和风险偏好管理风险,但另一方面,不断提高的金融市场和金融创新的复杂性与技术性,不仅形成了许

多新的风险,而且对金融机构的风险管理提出了新的要求。金融机构风险管理水平的改进,能否适应金融风险的发展变化,满足市场对风险管理的要求,已经成为金融机构能否经受市场冲击,保持持续健康发展的关键。

20世纪90年代以来,以资产证券化、CDO和CDS为典型代表的金融风险转移技术以前所未有的速度创新,提高了金融资产的流动性,增强了商业银行资产负债表的弹性,一定程度上有助于改善金融资源配置效率。但是,我们必须认识到,风险只是被转移,并没有消失;随着风险在更大范围内的扩散,原本分离、性质不同的风险之间传染性增强,增加了金融体系的脆弱性,导致系统性金融危机的发生概率明显上升。以衍生产品为代表的金融创新一方面具有对冲风险的功能,另一方面也满足了投机的需要。衍生品距离基础金融产品越远,越具有投机性,越可能演化为“大规模杀伤性武器”。

全球化要求金融机构要“因势而变”,主动变革与创新;而变革与创新又要求金融机构具备更加有效的风险管理体系作为基本保障。可以预言,在经历了价格竞争、服务竞争之后,风险管理以及建立在其基础上的金融创新必将成为金融竞争的核心和战略要点。金融机构能否在全球化、国际化中取胜,关键在此。

对本轮全球性金融危机滋生和扩散过程的分析结果表明,在“发起一分散”的创新商业模式下,金融机构普遍形成了“风险转移幻觉”,变得更加短视,抛弃了传统的行之有效的风险管理手段和工具,滋生了严重的道德风险。引发这次危机的美国次级贷款就是对原本不具备授信条件的借款人发放贷款,并且贷款合同约定贷款人对借款人没有追索权,信用风险完全取决于超出贷款人控制范围的抵押品价格变化,严重违背了审慎授信的基本原则。

就我国的金融机构而言,由于历史的原因,金融创新和风险管理从来都不是我们的强项,而我国作为最大的发展中国家,又不可避免地承受着巨大的全球化与国际化的冲击。如何科学把握全球化的发展趋势,切实提高中国金融业的创新能力和竞争能力,在融入国际竞争之中的同时尽快提升我们的风险管理水平和能力,已经成为中国金融界需要不断研究和探索的重要课题。“他山之石,可以攻玉。”只有充分地学习和借鉴历史经验与成功金融机构的发展经验,展开多方位的思考和探索,萃取更好的技术和方法,才有可能形成我们的“后发优势”,促进中国金融业国际竞争能力的

真正提高。

正是基于这种想法,我们联合了金融理论界和实务界的专家与同仁,编辑了“全球化·金融创新·风险管理丛书”。这是一套兼顾前沿性、完整性、适用性和实用性的参考书。它采用开放式架构,分辑推出,著译并重,力图通过介绍金融市场全球化、金融创新与风险管理领域的最新发展,拓展金融业者的视野;通过介绍发达国家金融业相关时期的经验和案例研究,为我国金融业从业人员,特别是中高级管理人员,提供借鉴。

刘明康 吴敬琏

2008年12月

全球化·金融创新·风险管理丛书

主 编

刘明康 吴敬琏

专家委员会

(以姓氏笔画为序)

尹 龙	文远华	王华庆	王洁风	刘立新	刘 俏
刘晓勇	约翰·霍克		宋宏谋	张瑞莲	杨大和
沈明高	沈联涛	阿琼·马特拉尼		陈 颖	陈德霖
周永汉	杰拉尔德·科里根	赵晓菊		钱 俊	顾向圣
黄金华	韩明智	廖 岷	蔡洪滨		

执行编辑委员会

主 任

韩明智 廖 岷

副 主 任

尹 龙

执行委员

陈 颖 匡志宏

委 员

刘晓勇 宋宏谋 杨东宁 巴劲松 曾智萍 姚 洛

谨以本书献给

我的母亲全慕贞和妻子林瑄宝，正是她们百般的耐心以及不断的鼓励和支持，才使拙著问世。

致 谢

本书得以写就付梓,我要衷心感谢过去和现在的所有朋友、同事和老师,他们人太多了,无法在此一一提及。我在马来西亚国家银行(Bank Negara Malaysia)、世界银行、香港金融管理局(简称“香港金管局”)、香港证券及期货事务监察委员会(简称“香港证监会”)、国际证监会组织(IOSCO)和中国银行业监督管理委员会(简称“中国银监会”)的经历,使我形成了自己的观点,并且加强了 my 的分析能力。我特别感谢马来西亚国家银行已故的敦依斯迈莫阿里(Tun Ismail Mohd Ali),旦斯里·阿兹斯·德哈(Tan Sri Aziz Taha)和旦斯里·林思源(Tan Sri Lin See Yan),旦斯里遮蒂·阿兹斯(Tan Sri Zeti Aziz),世界银行的米勒德·朗(Millard Long)和艾伦·盖尔布(Alan Gelb),香港的曾荫权特首、许仕仁、任志刚和简达恒以及中国银监会主席刘明康与他的同事们的指导和支持。我要感谢国际清算银行的马尔科姆·奈特(Malcom Knight)及其同事,因为我于2005年冬天曾与他们一起度假,为写作本书开展研究。在学术界,我获得了敦依斯迈莫阿里教授席位,因此有机会到马来西亚国家银行赞助的马来亚大学,与经济和管理学院的教师共事。我还有幸与清华大学经济管理学院同事们合作,而且也在伦敦经济学院和斯坦福大学国际发展研究中心度过美好的时光。查尔斯·古德哈特(Charles Goodhart)的真知灼见更使我获益匪浅。

莎弥拉·莎玛(Sharmila Sharma)女士愉快地承担了本书的研究工作,干练且一丝不苟,尽管我的日程安排很满,她总是耐心地埋头处理我的草稿、数据和分析。我在中文《财经》杂志上发表过一系列论述1997~1998年亚洲危机和当前危机的文章,首次对本书的论点作了检验。那些文章是我在清华大学时能干的助手程九雁翻译并由中国银监会同事苏蕻茗精心润饰的。我尤其要感谢陈玉蕊女士和迈克尔·波默里诺(Michael

Pomerleano),他们最早对本书各章的初稿提出了意见。

在剑桥大学出版社,斯科特·帕里斯(Scott Parris)、亚当·莱文(Adam Levine)和三位不署名的读者都对本书稿作出了深刻的评论和贡献,帮助本书杀青。而在本书中文版的出版过程中,译者杨宇光与刘敬国用最短的时间提供了高质量的译文,我在中国银监会的同事蔡敏男也做了大量工作。上海远东出版社为保证本书的顺利出版提供了全方位的支持。对于各位的襄助,我永远铭感在心。他们应当得到称颂,而我个人应为本书的任何错误、疏漏和受到的批评承担责任。

目 录

总序	刘明康、吴敬琏	i
致谢		xi
导论		1
第一章	分崩离析	21
第二章	日本和亚洲危机	43
第三章	仁者见仁 智者见智	69
第四章	银行业：最薄弱的环节	83
第五章	华盛顿共识和国际货币基金组织	103
第六章	泰国：全球化的业报	119
第七章	韩国：外强中干	145
第八章	马来西亚：特立独行	165
第九章	印度尼西亚：从经济危机到政治危机	189
第十章	中国香港：非常之时需用非常之策	215
第十一章	中国：龙的腾飞	237
第十二章	从危机到一体化	255
第十三章	金融工程的新世界	275
第十四章	金融监管出了什么问题？	297
第十五章	全球金融崩溃	319
第十六章	治理危机	339
附录一	从亚洲到全球的金融危机：大事记	353
附录二	缩略词英汉对照表	366
参考文献		370

图表目录

- 图 A 组织机构生命树 17
- 图 1.1 亚洲四小虎和四小龙货币和股票指数(1997年7~12月) 41
- 图 2.1 日元对美元汇率每月平均波动(1957~2007) 49
- 图 2.2 日本向亚洲的直接投资(1965~2004) 50
- 图 2.3 日本向发展中国家的资金流量净额(1994~2004) 51
- 图 2.4 亚洲经济增长率和日元对美元汇率的变动(1980~2007) 53
- 图 2.5 日本银行对亚洲各经济体的综合债权(1983~2007) 59
- 图 2.6 日本债权资产与亚洲其他国家的债务负担 67
- 图 2.7 日本对外直接投资资产与危机五国加上新加坡的外国直接投资债务 67
- 图 4.1 东亚经济发展与人口变迁模型(1945~2025) 91
- 图 4.2 新兴市场信贷息差(1992~2005) 95
- 图 9.1 印度尼西亚外债净值(1970~2004) 208
- 图 11.1 工龄人口占全部人口的百分比(1950~2050) 245
- 图 13.1 全球杠杆和流动性——不稳定的金字塔 282
- 图 13.2 影子银行系统：证券化和表外负债移动(1987年与2007年) 285
- 图 13.3 金融市场模型：以代理为基础的行为 291
- 图 15.1 全球实际货币和信贷增长(1984~2008) 321
-
- 表 2.1 日本向亚洲的直接投资(1965~2004) 51
- 表 2.2 日本向发展中国家的资金流量净额(1994~2004) 52
- 表 2.3 日本银行对亚洲各经济体的综合债权(1983~2007) 60
- 表 2.4 部分亚洲经济体：国际投资净额 66
- 表 4.1 部分亚洲经济体：金融结构 88
- 表 4.2 部分亚洲经济体：银行业在危机前的状况(1997年) 92
- 表 4.3 部分亚洲经济体：20世纪90年代的危机损失 94
- 表 4.4 新兴市场信贷息差(1990~2006) 96
- 表 4.5 部分亚洲经济体：市值及股票市场交易量(2008年7月) 96
- 表 6.1 泰国：部分实体经济指标 120
- 表 6.2 泰国：部分货币和经常账户指标 121
- 表 6.3 泰国：部分外国资本指标 125
- 表 6.4 泰国：部分息差 126
- 表 6.5 泰国：金融结构 128
- 表 6.6 泰国：曼谷国际银行信贷 128
- 表 6.7 泰国：部分资产价格 130
- 表 6.8 泰国：部分金融部门指标 131

表 6.9	泰国：部分外汇储备和外债指标	132
表 6.10	部分亚洲经济体：长期外债的货币结构(1996 年与 1997 年)	133
表 7.1	韩国：部分实体经济指标	146
表 7.2	韩国：金融结构	149
表 7.3	韩国：部分金融部门指标	151
表 7.4	部分亚洲经济体：流入的外国直接投资总额	152
表 7.5	韩国：部分息差	153
表 7.6	韩国：外汇储备及外债指标	155
表 7.7	韩国：部分货币和经常账户指标	157
表 7.8	韩国：部分外国资本指标	158
表 8.1	马来西亚：部分实体经济指标	166
表 8.2	马来西亚：部分货币和经常账户指标	167
表 8.3	马来西亚：部分外国资本指标	168
表 8.4	马来西亚：部分外汇储备和外债指标	169
表 8.5	马来西亚：金融结构	171
表 8.6	马来西亚：部分金融部门指标	173
表 8.7	马来西亚：部分资产价格	174
表 8.8	马来西亚：1997 年 6 月末按类型和部门划分的部分银行贷款	175
表 8.9	遭受危机的经济体：净权益负债组合	176
表 8.10	马来西亚：外国直接投资和证券投资净值	179
表 8.11	部分亚洲经济体：股市崩盘	180
表 9.1	印度尼西亚：部分实体经济指标	191
表 9.2	印度尼西亚：部分货币和经常账户指标	192
表 9.3	印度尼西亚：股票市场指标	196
表 9.4	印度尼西亚：金融结构	199
表 9.5	印度尼西亚：部分金融部门指标	200
表 9.6	部分亚洲经济体：公司平均杠杆率	201
表 9.7	印度尼西亚：部分息差	209
表 9.8	印度尼西亚：部分外汇储备和外债指标	210
表 9.9	印度尼西亚：部分外国资本指标	211
表 10.1	香港：汇率体制	218
表 10.2	香港：部分实体经济指标	219
表 10.3	香港：外汇储备和境外财产指标	221
表 10.4	香港：部分金融部门指标	222
表 10.5	香港：部分资产价格	223
表 10.6	香港：金融结构	227
表 10.7	部分亚洲经济体：1997 年银行实力衡量概要	228
表 11.1	中国：部分实体经济指标	238
表 11.2	中国：金融结构	240
表 11.3	中国：外汇储备和外债指标	240
表 11.4	中国：部分货币和经常账户指标	242

- 表 11.5 中国：股票市场指标 249
- 表 11.6 中国：部分外国资本指标 251
- 表 12.1 亚洲金融危机期间股票市值从高峰到低谷的损失 257
- 表 12.2 日本：1998 年低谷至 2003 年低谷期间股票市值总额的损失 258
- 表 12.3 亚洲部分经济体：通货膨胀情况 261
- 表 12.4 遭受危机的经济体：1997~1999 年人类发展指数 262
- 表 13.1 2007 年全球金融资产 281
- 表 14.1 金融监管的八步 SPISSPER 流程 308

导论

1929年的经济繁荣和崩溃这个史实本身就值得阐述。当时发生了不少明显反常的重大事件。但是我们回忆历史还有一个更加严肃的目的。思故忆旧有助于防止产生金融幻觉或失常,比法律要好得多。如果我们对1929年灾难的记忆淡薄了,法律条例就不再够用了。为了保护人们免受别人和他们自己的贪婪的伤害,历史的经验是极具实用价值的。

——约翰·肯尼斯·加尔布雷思^①(John Kenneth Galbraith),《1929年大崩盘》1975年版序言

2008年12月,我在手机上收到一则短信,想必这则短信已经被转发了一百万次:“一年前,苏格兰皇家银行花1000亿美元收购了荷兰银行。如今同样的金额可以在收购花旗银行(225亿美元)、摩根士丹利(105亿美元)、高盛(210亿美元)、美林(123亿美元)、德意志银行(130亿美元)和巴克莱银行(127亿美元)之后,还剩下80亿美元……。用这笔零钱你可以收购通用汽车、福特汽车、克莱斯勒汽车和本田F1车队。”如果六个月前我对别人说,当前的危机可能导致政府持有西方银行系统四分之一的资本,大多数人会以为我发了疯。

^① 约翰·肯尼斯·加尔布雷思(1908~2006),美国经济学家,新制度学派主要代表人物。1954年获得美国加利福尼亚大学博士学位,曾任教于哈佛大学和普林斯顿大学。主要著作有:《美国资本主义——抗衡力量的概念》(1951)、《丰裕社会》(1958)和《1929年大崩盘》(1975)等。——译注

有朋友问我：为什么再要写一本关于亚洲和全球金融危机的书？我说了四个理由。第一，1993~1998年，我担任过香港金融管理局(HKMA)负责对外事务和储备金管理的副总裁一职，亲眼目睹了亚洲的危机。我出席过一些有关政策和国际金融体系设计的重要讨论。参与讨论的大多数关键人物都是我的朋友或同事，是我早年在马来西亚国家银行当首席经济学家和(负责银行和保险业监管的)助理行长期间逐渐深交的中央银行家和决策者。像拉里·萨默斯(Larry Summers)^①、斯坦利·费希尔(Stanley Fischer)^②和乔·斯蒂格利茨(Joe Stiglitz)^③等重量级人物，我也在1989~1993年间借调至世界银行时与他们一起共事。其他人，例如前纽约联邦储备银行行长、现在奥巴马政府中担任财政部长的蒂姆·盖特纳(Tim Geithner)^④、“日元先生”神原英姿(Eisuke Sakakibara)^⑤和河合正弘(Mashiro Kawai)^⑥，是我在亚洲危机中结识的，我们一同在波澜壮阔的危机中经受了煎熬，所以金融危机尽管已被人说过多遍，但还是有些内容值得我们再说说。

应当记住，在亚洲金融危机和2000年网络泡沫之后，世界各国在会计、公司治理、管理条例和本国金融结构等方面进行了自20世纪30年代以来最彻底的改革。我在担任香港证监会主席时，积极地参与了金融体系改革的设计，我是在新兴市场工作过的少数几个亚洲代表之一。我与英格兰银行行长(当时任副行长)默文·金(Mervyn King)联合主持了关于透明度和问责制工作小组会议，这个小组是1998年由G22建立的。1999年，我主持了金融稳定论坛关于规范实施问题特别工作组的活动。从2003年到2005年，作为证券条例国际标准的制订机构——国际证监会组织(IOSCO)技术委员会的主席，

① 拉里·萨默斯(1954~)，美国经济学家，曾任美国财政部长，哈佛大学校长。——译注

② 斯坦利·费希尔(1943~)，国际货币基金组织前任常务副执行董事，现任以色列银行总裁。——译注

③ 乔·斯蒂格利茨(1943~)，即约瑟夫(Joseph)·斯蒂格利茨，美国经济学家，哥伦比亚大学教授，前世界银行首席经济学家和高级副总裁，2001年诺贝尔经济学奖获得者。——译注

④ 蒂姆·盖特纳(1961~)，美国经济学家。曾就读于美国达特茅斯大学和约翰·霍普金斯大学，获国际经济和东亚研究硕士学位。克林顿政府时期曾任财政部副部长，处理过20世纪90年代国际货币市场危机和华尔街危机。2003年至2008年担任纽约联邦储备银行行长、美国联邦储备委员会委员。2009年起任美国财政部长。——译注

⑤ 神原英姿(1941~)，出生于日本神奈川，1965年毕业于东京大学，1995年任大藏省国际金融局局长，1997年升任财务省次官。因为主管利率、汇率等货币金融政策，被称为“日元先生”，当年在国际金融界影响力不亚于格林斯潘，拥有极高的学术声誉。1993年退休，担任日本庆应大学教授，并担任大藏省顾问。——译注

⑥ 河合正弘(1947~)，亚洲开发银行地区经济一体化办公室主任。——译注

我与一些专家共事，例如前美国证券交易委员会主席阿瑟·利维特(Arthur Levitt)、前荷兰金融市场监管局主席兼欧洲证券监管委员会主席阿瑟·多克托斯·范勒恩(Arthur Docters Van Leeuwen)、前国际清算银行总经理兼金融稳定论坛主席安德鲁·克罗克特(Andrew Crockett)、前英国金融服务监管局(FSA)主席霍华德·戴维斯爵士(Sir Howard Davies)、前法国证券监管局主席、国际证监会组织技术委员会主席兼执行委员会主席迈克尔·普拉达(Michel Prade)以及其他许多权威人士，一起推动了会计和证券管理规范方面的改革。然而，这些工作都不足以阻挡当前危机的发生。有些工作也许反而促进了这次危机。我个人也需要认错。

一个亚洲人的观点

第二，危机时期，在亚洲官场高层身居要职的人几乎毫无关于危机的著述，也许我们既没有时间，也没有想到要按自己的观点和经历来著书立说。由于我们没有完善的理论来解释亚洲经济奇迹的成因，我们就更不会想到去解释亚洲危机的来龙去脉了。但是为了我们的子孙后代着想，亚洲人对事件的看法，是值得一说的。

首先我要强调，尽管我是以一个亚洲人的身份讲述对金融危机的观点，但我并不是亚洲价值观的辩护者，因为我确信勤劳、节俭、忠诚和社会良知这些公认的价值观念是普遍存在的，并非亚洲独有。在金融危机时，弗朗西斯·福山(Francis Fukuyama)^①曾全面阐述过亚洲人的价值观，并说“当前的危机是由专断、腐败和裙带资本主义的统治者拙劣的商务决策造成的。只有民主改革，才能避免将来重蹈覆辙。”^②唉，如今我们不仅没能稳操胜券，而且金融危机在专制社会和民主社会都发生了，它们都遭受到不同形式的裙带资本主义之害。

狂妄总会变成虚伪而告终。下面的事实极好地证明了这个道理的普适性：为了对付当前危机而正在采取的所有措施，正是在亚洲金融危机时华盛顿共识告诉我们不能做的。他们说过不能做的事情有：干预市场，提供全面

① 弗朗西斯·福山(1952~)，日裔美国学者，曾任美国霍普金斯大学国际关系学院院长，著有《历史的终结》等。——译注

② Fukuyama (1998)。(本书脚注中的文献统一采用作者加年份标注，具体可参见本书参考文献。——编注)