

第一章 概 论

自 1997 年 10 月《世界经济展望》发表后，始于该年 6 月份的东南亚经济、金融危机在深度和广度方面都在继续发展。随着投资者对新兴市场国家信心的消弱，这场危机不仅扩展到了亚洲的其他几个国家，而且全世界的金融体系都感觉到了金融危机传播的影响。

这场金融危机给那些认为易受冲击国家的货币带来很大的贬值压力 特别是那些由于东南亚国家货币大幅度贬值而使竞争力受到消弱的国家 那些存在潜在的、不可维持的经常项目赤字的国家 以及那些一直严重依赖短期借债的国家。此外 许多新兴国家正在经历着股票市场价格的大幅度下跌，同时发达国家也经历了股票市场的小幅振荡。汇率的大幅度下降和股票价格的下跌反过来又暴露和加剧了许多国家金融业的脆弱性，包括最近韩国反映出的情况。

日本银行业的问题也变得更加严重，而经济的缓慢复苏也将进一步受到其亚洲贸易伙伴国金融危机波及的影响。日本经济复苏已经在 1997 年上半年受到了财政支出减少的影响。

这次地区性及全球性金融市场动荡的诱因是对泰国和其他几个东盟成员国市场信心的转变。事实证明，这场金融危机的深度和广度要比几个月前认识的更为严重。现在可以看出金融危机对经济的影响要比预计的严重的多。由于资本流入的大幅度减少，需要采取严厉措施来扭转国内经济和对外收支的平衡，以及为了恢复和保持信心，许多新兴市场国家将会在未来一段时期内经历一个国内需求和经济活动减弱的过程，进口和对外收支赤字都会明显下降。这种减弱将会对其他国家的经济产生不利影

响。在发达国家中虽然北美和欧洲的对外贸易将会有所下降，但日本将会受到更为明显的影响。

在撰写本文时，市场的动荡何时结束还远不清楚，而且比通常情况更不确定的是对未来发展的信心评价。基金组织工作人员修正后的基本预测是，投资者对新兴市场国家的信心将在 1998 年得到恢复；在经过 1998 年的明显下降后，受金融危机影响最严重的国家将于 1999 年逐渐恢复增长，尽管这种增长的恢复可能不像墨西哥和阿根廷两国在 1994 - 95 年金融危机后所经历的 V 字型恢复。如果能够及时进行宏观经济调整、金融业重组和其他改革，上述结论完全是可能的，而且如果考虑到亚洲国家中期宏观经济基本因素，则这种可能性更大。根据这种分析，亚洲经济增长速度的放慢及对其他国家的影响则可能是相对轻微的和暂时的。但是如果政策和改革措施不充分，则信心的危机可能持续下去，并继续波及到其他新兴市场国家。这种情况会在更长时期内对这些国家的资本流入产生严重影响，这些国家经济增长速度的放慢会持续更长的时间，而且其不利因素对发达国家的影响会更加严重。

本篇中期评估报告包括对亚洲金融危机的初步分析。报告首先回顾了造成当前金融危机的背景和分析了亚洲及其他新兴市场国家正在发展的困难的各个阶段。报告其次讨论了主要发达国家的经济发展及金融条件，指出了当前形势与 1997 年 10 月（《世界经济展望》发表时的不同。报告然后归纳了基金工作人员对全球发展预测的修正，并讨论了金融危机进一步发展的可能前景。报告的结论部分提出了有助于控制金融危机的政策建议。

第二章 当前困难的累积

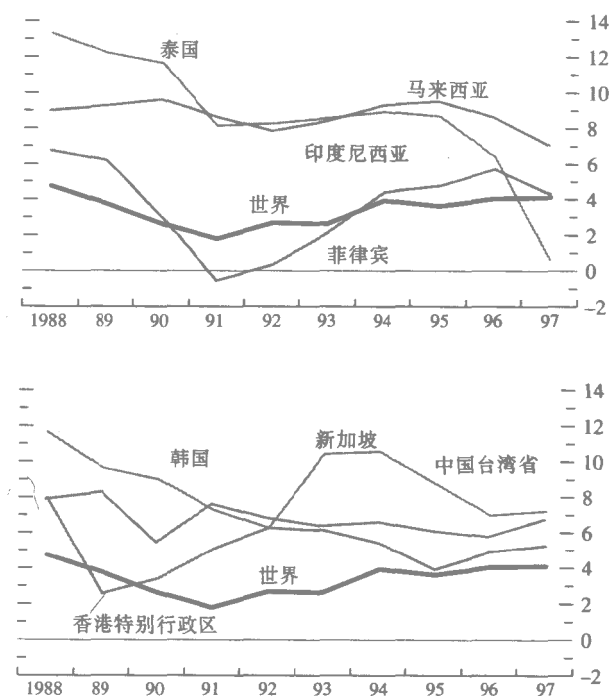
近期东亚发生的金融危机是由于资本大规模流出国内金融市场而引发的，最初开始于泰国。分析金融危机产生的原因需要分析在过去几年中一直发挥作用的 4 大因素的重要性。这些因素集中在一起有助于解释 1990 年初以来流入这些经济体的资金规模，以及经济体使用这些流入资金过程中的问题和这些经济体金融体系的缺陷以至于最终无法维持而导致崩溃的原因。首先是关于经济发展成功的因素；第二是关于发展初期各种有利的外部经济环境（其中包括促进资本流入）以及 1996-97 年间在几方面转为不利的原因；第三是关于国内宏观经济和汇率政策的缺陷和不协调；第四是关于各种结构性缺陷，尤其是金融业的缺陷导致这些经济体，特别是金融体系日趋脆弱，对经济发展极为不利。只要认真研究这些政策教训，尤其是研究那些已经遭受金融危机国家的政策教训，特别是第三和第四个因素最为重要，而其他因素也有助于解释金融危机产生的基本原因。

当然，本章将分析的因素不能完全解释金融危机产生的原因，尤其是对在金融危机产生和发生“接触传染”过程将在第三章中讨论中起主要作用的市场心理因素的变化，特别是对金融危机产生的具体时间不能仅用基本经济因素来作出充分的解释。

成功的发展

首先，大多数东南亚经济体发展的奇迹，在许多方面是由于 90 年代初期到中期，资本向该地区净流入的快速增加而产生的随着巨额资本的流入也

图 1. 若干亚洲经济体：实际 GDP¹
(年度百分比数)



阴影部分是基金组织工作人员预测值。

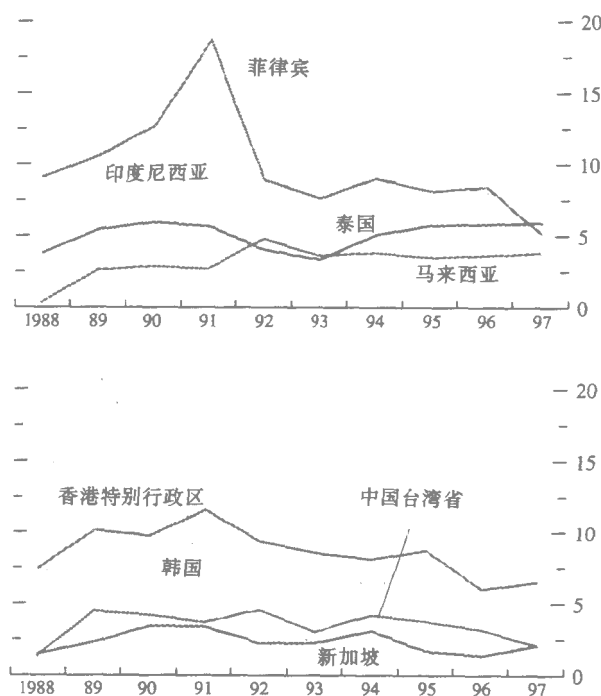
增加了对政策的挑战。1992-95年,亚洲发展中经济体实际GDP平均增长高于9%,大大超过了近几年来历史平均水平。同样大小规模的任何经济体合在一起,大概都未曾达到这一发展水平。虽然中国经济二位数字的增长率构成本地区增长发展的一个最大的组成部分,然而在这一时期中,印度尼西亚、马来西亚和泰国的增长率也超过了7%(见图1)。菲律宾是东盟4国(其他为印度尼西亚、马来西亚和泰国)中唯一发展落后的国家,但是其增长率在1995-96年期间也逐渐提高到了5%以上。在亚洲新兴工业化经济体中,1994-95年年产量增长达到7.5%,其中新加坡1993-94年增长超过10%,韩国1994-95年增长接近9%。随着亚洲经济体的发展,其对外贸易也得到了相应地增长,它表明了这些经济体外向型经济的增长战略。

外向型经济的快速增长成为这些经济体吸引外商投资许多特点中的一个。在多数情况下,标准的宏观经济指标表明经济是稳定的,通货膨胀率是适度的,至少以发展中国家的标准来讲是如此。自80年代末以来,只有中国和菲律宾的通货膨胀率曾明显超过10%(见图2)。另外,在多数情况下均未出现严重的财政失衡现象,使得宏观经济政策得以奏效:在东盟4国中,只有菲律宾于80年代末和90年代出现过连续政府赤字,相反泰国在1988-96年期间保持逐年政府财政盈余(见统计附录表A1)^①。由于多数情况财政状况良好,因此对外经常项目支出持续上升(马来西亚和泰国最明显)反映的并不是公共部门收入不足,而是私人储备相对于私人投资的不足。可以这样认为,如果货币政策适度而且私人部门决策不存在严重扭曲,那么此类经常项目赤字就不构成政策担忧的问题(如可以通过税收机制人为刺激消费和投资)见图3和图4)^②。再进一

没有香港特别行政区、印度尼西亚、韩国和中国台湾省广义公共部门的财政余额数据,其他国家此类数据显示的情况大体相同。

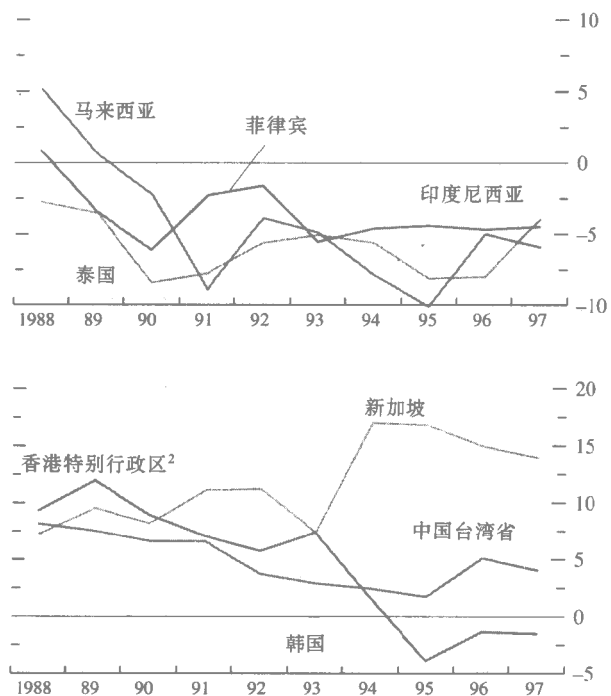
这种观点有时被称作“劳森学说”,由英国财政大臣尼格尔·劳森(Nigel Lawson)在1988年9月的国际货币基金组织和世界银行年会讲话中提出的;见基金董事会第43届年会汇编摘要(1988年华盛顿)第78-85页。它的局限性除了英国本身经历的结果中已经显示出来以外,在墨西哥金融危机中尤其明显。

图 2. 若干亚洲经济体：消费物价上涨率¹
(年度百分比数)



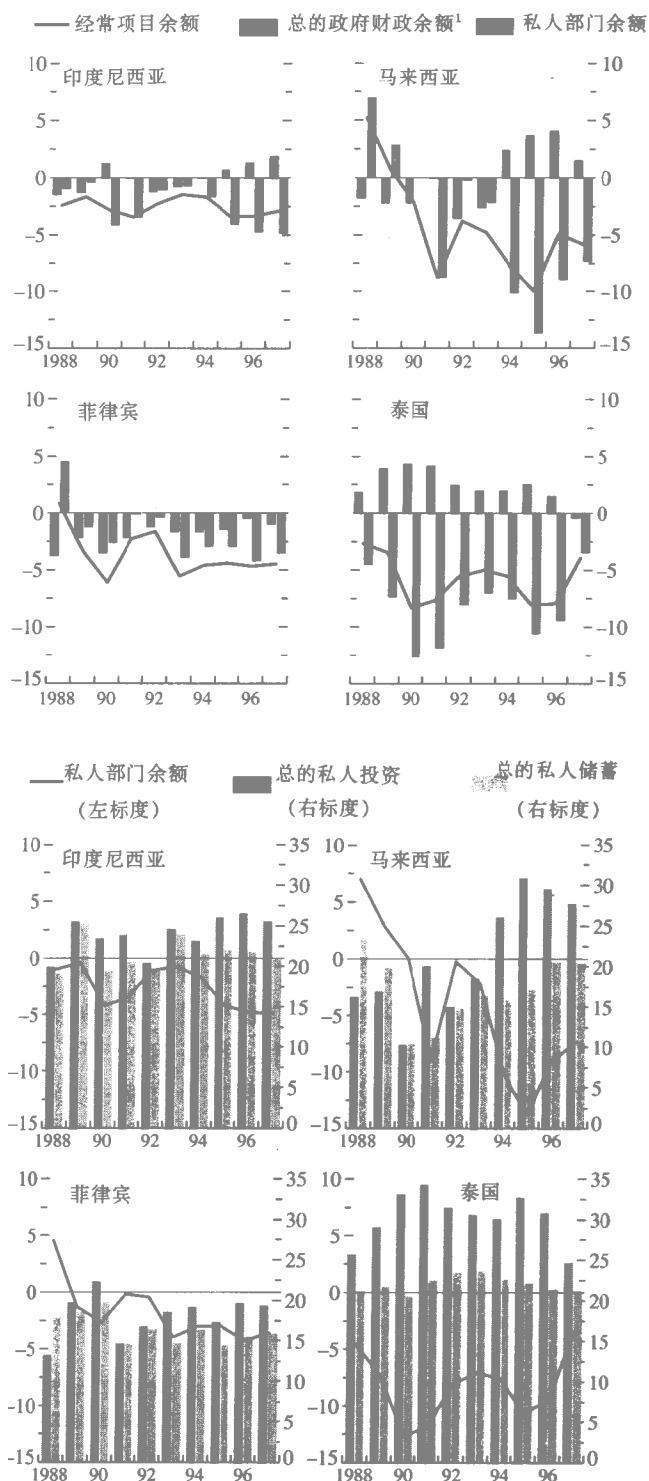
1. 阴影部分是基金组织工作人员预测值。

图 3. 若干亚洲经济体：经常项目余额¹
(占 GDP 的百分比数)



- 1. 阴影部分是基金组织工作人员预测值。
- 2. 只包括货物和非要素服务。

图 4. 若干亚洲经济体：各部门收支状况¹
(占 GDP 的百分比数)



- 1. 阴影部分是基金组织工作人员预测值。

步讲，私人储备不足并不是因为储蓄率低而是因为非正常的高投资。产生高投资的原因在于这些国家的经济表现，未来劳动生产率的提高和未来潜在外汇收入的增加（在这方面与 1994 年墨西哥金融危机完全不同，见专栏 1）。看来很自然，相当一部分比类投资是由被高回报率所吸引的外国资本投入的。

但是，这些成功也带来了各种问题。就这些国家生产力的发展和通过尚不发达的金融体系对金融机构实施审慎管理来说，对消化流入的资本提出了难题。资本流入潜在的不确定性不仅对金融体系，同时也对宏观政策和汇率政策提出了挑战。由外商直接投资和流入的长期资本所带来的挑战，要比流入的短期资本特别是流入银行和其他金融机构的资本所带来的挑战要小得多。由此产生困难的大小取决于宏观经济政策、稳健的金融体系和下面将讨论的几个因素。资本流动分类的统计数据显示，中国和越南的直接投资占私人净资本流入的主要部分，因此相对来说不用担心，而印度尼西亚、韩国、马来西亚和菲律宾由于大量流入的是短期资本，因此更加让人担心。最危险的是泰国，泰国短期资本流入占全部资本流入的主要部分。在 1994 - 96 年期间占到当年 GDP 的 7% - 10%，而直接投资则仅占到 GDP 的 1% 左右（见表 1）。大部分短期流入的资本为国际银行贷款，其中欧洲和日本银行一直在亚洲新兴市场国家的借贷中十分活跃（见表 2）。大家知道，资本流动及其分类的统计数据是不严格的，特别是一些统计到直接投资类的流入资本更多地带有国外借款的特征。

加强这些经济体还须消除这些经济体存在的严重薄弱环节。其中包括应付巨额资本流入采用的对策，投资质量以及金融体系和宏观经济政策框架的缺陷，这些将在下面章节中进一步讨论。

外部环境的变化

导致近期金融危机产生的第二大因素是这些国家外部经济环境的变化。90 年代初期到中期资本

涌入新兴市场的原因是由于工业化经济体资本收益的下降。这一时期中，许多工业化经济体经济发展表现不佳，导致了这些经济体调整其货币政策，降低利率，出现过多的流动性，这些因素又造成了股票市场价格的上扬（最明显的是 1995 年尤其是 1995 年以后时间内的美国），使公司股息收益和公司收入与股本价值比率的下降。工业化国家资产收益的下降，增加了对新兴市场投资的吸收力，而且使收益利差明显缩小（见第三章中的图 14），这表明投资者对新兴市场国家投资偏好的增加（资产市场中风险酬金也在缩小，这明显表明资金向高收益方向转移和愿意承担更大风险的趋向）。这些也许是由于成熟经济体的财富持有者希望其资产组合多元化的愿望在不断增强，而且还似乎是由于对新兴市场经济体的信心表现增加而产生的。特别是经历了 1994 - 95 年墨西哥金融危机之后，在资产倾向转移亚洲新兴市场。除了资本涌入和由此而出现的难题之外，这些变化增加了潜在的金融危机，即如果工业化国家的收益率提高，或者是资产偏好转移到新兴市场以外的其他地区，就可能发生相反的情况。在 1997 年初的几个里，不仅是美联储由于国内经济继续强劲扩张而率先提高了短期利率，而且由于欧洲和日本的增长势头，也产生了对其收益率将全面上升的预期。这些变化将在第四章中进一步讨论。

近几年主要货币汇率的变化已经成为另一个重要的外部因素。由于东盟 4 国、香港特别行政区和中国台湾省都实行与美元挂钩的汇率安排，因此汇率变化对这一地区的国际竞争力有着重要影响。具体地讲，当美元在 1994 - 95 年初呈弱势时，美元兑日元汇率一直走跌，尤其是在 1995 年第二季度。由于这些经济体按贸易额加权计算的汇率贬值（见图 5 和图 6）^③，使这些经济体增强了竞争力。相反，当美元从 1995 年开始至现在的两年里兑日元汇率大幅度回升时，这些经济体则遭受到了竞争力下降

图 6 中标出的实际有效汇率是按消费价格指数编制的，其中含非贸易商品价格。因此，在衡量贸易商品和服务的国际竞争力方面有缺陷。

专栏 1. 过度消费和过度投资：墨西哥金融危机与泰国金融危机的比较

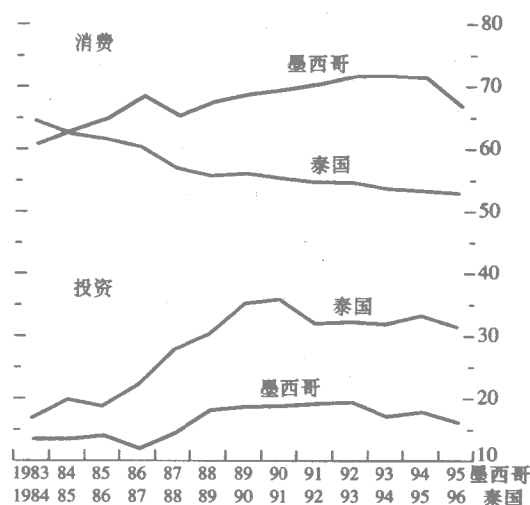
泰国金融危机积累的原因与 1994 年爆发的墨西哥金融危机的原因有些类似。在墨西哥金融危机之前，泰国经历了短期资本的大量涌入。私人部门信贷快速增长，经常项目赤字大幅度扩大。虽然导致金融危机的直接原因不同，但是均涉及巨额经常项目赤字和因实际汇率升值而使竞争力遭受损失。此外，虽然泰国情况严重和由于私人部门大量对外负债更直接地导致金融危机，但两国均同样存在金融体系的脆弱性。

但是墨西哥和泰国金融危机也存在着很大不同。泰国是将流入资本用于投资需求的增加，而墨西哥则将流入资本用于维持不断膨胀的私人消费。自 1983 年以来，泰国投资率稳步增长，从 1983-89 年年均 28% 上升到 1990 年的 40% 左右，且 90 年代以来一直在 40% 左右波动。公共部门和私人部门投资率得到了提高。公共部门投资主要集中于基础设施项目，而私人部门投资一部分用于提高生产能力，而另一部分则用于非生产性房地产建设。虽然国内储蓄仍在增长，但相对于高投资仍显得不足。特别是 90 年代以来私人储蓄一直在占 GDP 21% 的水平上不变动。国内储蓄和投资之间的巨额缺口由资本净流入和经常项目赤字来弥补（见正文表 1 和图 4）。

提高生产能力和扩大房地产投资产生了两个重大风险。首先，刺激需求继续快速增长，特别是出口需求增长，因为需要吸收消化已形成而尚未实现的生产能力。第二，对房地产进行投资。一方面，随经济过热，造成财富价值的涨价，另一方面，增加了银行系统贷款和贷款质量对房地产价格稳定的依赖，因为房地产是银

的实际损失，对净出口和经济增长产生了不利的影
响。由于日本是这些经济体最大的或者是第二大的
贸易伙伴国，因此意味着这些经济体对日元 / 美元

墨西哥和泰国：私人消费和私人固定投资总额
(占 GDP 的百分比数)



行业贷款的主要抵押品。而且经济中除这些已出现的风险外，90 年代以来的投资对经济增长的有效性比 80 年代的投资要低。1983-89 年期间，投资率平均约为 GDP 的 28% 左右，经济增长率为 8%；而 1990-96 年期间，虽然投资率在 GDP 的 40% 以上，但是增长率却仅提高到 8.5%¹。结果是 1996 年由于房地产价格下跌和出口大幅度下降，导致对通过国外借款来保持如此之高投资

1 这意味着在第一阶段，与资本产出边际增长率约为 3.5，而第二阶段约为 4.7。提高资本含量可以想象得到是与增加长期经济发展潜力的资本密集型产品结构转移有关。然而即使如此，在短期到中期内——即在向较高长期增长道路转型期间——投资的收入增长能力下降会增加对偿还借款本金能力的关注。

汇率的变化十分敏感。竞争力的变化不仅影响着国际收支中的经常项目，而且主要通过对贸易商品和服务的利润的影响以及投资者对未来汇率变化的预

率的能力的关注，这种关注造成了资本流向的逆转进而触发了金融危机。

在墨西哥，在 1994-95 年金融危机的积累过程中，维持私人消费（见图）是造成巨额经常项目赤字和私人部门信贷增长的主要结果。在过去几年里，当 1987 年实行的稳定计划改革措施出现成效，特别在降低通货膨胀率，经济前景改善和增加了对未来收入和财富的预期时，这种情况使私人消费急剧增加以及私人储蓄下降。私人部门储蓄，由 1988 年约占 GDP 的 20%，降到 1990 年的 13%，1994 年继续下降到 11%。在泰国则明显相反，在危机之前，投资率一直在 GDP 的 21% 左右波动。尽管公共部门储蓄在 1989-92 年期间出现回升，但是投资与国内储蓄之间的缺口继续扩大。以泰国为例，投资与国内储蓄之间的缺口导致经常项目赤字由 1988 年约占 GDP 1% 上升到 1994 年约占 GDP 的 7%，赤字主要由私人资本流入来弥补²。

两国金融危机原因的不同，对经济复苏过程有重要的影响。尤其是墨西哥，虽然金融业受到国内高利率，比索贬值和经济活动中国内居民无力支付借款利息的严重影响，但几乎未遭受到资产价值下跌的影响。在泰国，由于有大量外国借款进入不动产，而且外国借款在商业银行资产负债表和股票市场占有重要份额，所以房地产急剧贬值和紧缩将需要花费很大力气去重新调整金融业。如果金融业复苏迟缓，反过来将严重阻碍经济的复苏。因此，当局对待这一挑战的决心将是复苏过程的关键。

· 2 对墨西哥金融危机详细分析，见 1995 年 5 月《世界经济展望》附件。

期影响着国际收支中的资本项目^④。

1996 年，在一些东亚国家经济遭受国际竞争力损失的同时，这些国家也感受到了另外一个外部

变化——出口市场增长明显放慢（见图 7）。这其中除了刚刚讨论过的由于竞争力损失，使某些出口商品价格竞争力下降以及不同的国别因素导致大多数东亚国家，尤其是钉住美元的国家在 1996 年出口收入大幅度下降的原因之外，另外的原因是中国、韩国、马来西亚、新加坡和泰国的出口速度大幅度放慢（见图 8）^⑤。

按贸易伙伴国的贸易加权平均进口增长计算，东盟 4 国出口从 1994-95 年的 11%-12% 下降到了 1996 年的 8% 左右。韩国和新加坡也遭遇到了相同的经历。香港特别行政区和中国台湾省下降幅度最为明显。导致出口增长减慢变化的一系列原因是：部分地区由于欧洲经济萧条和减少存货，使得工业化国家进口大幅度减少；全球电器产品市场饱和，价格大幅度下跌严重影响到韩国、马来西亚和新加坡的产品出口；亚洲地区本身增长放慢，其中包括中国、印度、马来西亚和泰国的增长放慢。增长放慢的一部分原因是为抑制已经开始出现的经济热压力而采取的一项对策。

宏观经济管理和汇率安排

宏观经济和汇率管理的困难与缺陷是导致亚洲金融危机产生的第三大因素。尤其是多数危机国家采用的是“钉住制”或是相对固定的汇率制度（自 1996 年以来韩国是唯一的例外）。

④ 一些观察家认为，1994 年初人民币贬值对东南亚国家的竞争力有严重的不利影响。从总表的汇率上看，人民币官方汇率和市场汇率并轨意味着人民币贬值 50%，这相当于 1995 年年中至 1997 年年中日元贬值的幅度，然而自 1993 年后期，大部分（估计为 80%）的外汇交易已经基本上按市场汇率进行，所以实际贬值估计不到 10%。进一步从贸易格局看，基金组织计算的东盟 4 国、韩国、新加坡、中国台湾省的实际有效汇率，中国的权重比日本要小（在该权重中，虽然考虑了第三国竞争，但其中有一些为估算数）。因此，人民币贬值对这些国家国际竞争力的影响远远小于 1995-97 年日元贬值的影响。中国的结构改革是近几年来改善其国际成本竞争力的一个主要原因；这些也许不会在实际有效汇率中得到充分反映，而且可能会极大影响中国亚洲竞争者的业绩。

⑤ 国别因素中的一个因素是中国出口商品增值税退税逐渐减

表 1. 若干亚洲经济体：资本流动¹
(占 GDP 的百分比数)

	1983-88 ²	1989-95 ²	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
中国									
净私人资本流动 ³	1.2	2.5	1.7	-0.9	4.5	5.6	5.2	4.7	3.7
净直接投资	0.4	2.9	0.9	1.7	5.3	5.9	4.8	4.6	4.3
净债券投资	0.2	0.2	0.1	—	0.7	0.7	0.1	0.3	0.2
其他净投资	0.5	-0.6	0.7	-2.6	-1.5	-0.9	0.2	-0.3	-0.8
净官方资本流动	0.3	0.5	0.3	0.8	0.9	0.4	0.3	0.2	-0.1
储备变动 ⁴	-0.4	-2.2	-3.7	0.5	-0.4	-5.6	-3.2	-4.0	-4.5
印度									
净私人资本流动 ³	1.5	1.2	1.0	0.3	1.4	1.7	1.5	2.0	2.9
净直接投资	0.1	0.2	0.1	0.1	0.2	0.4	0.6	0.6	0.7
净债券投资	—	0.5	—	0.1	1.1	1.2	0.8	0.8	0.8
其他净投资	1.5	0.6	0.9	0.2	0.1	0.1	0.1	0.6	1.4
净官方资本流动	0.7	0.7	1.1	1.0	0.8	0.4	-0.1	0.3	0.2
储备变动 ⁴	-0.1	-0.7	-0.9	-0.5	-2.6	-2.0	0.3	-1.1	-1.5
印度尼西亚									
净私人资本流动 ³	1.5	4.2	4.6	2.5	3.1	3.9	6.2	6.3	1.6
净直接投资	0.4	1.3	1.2	1.2	1.2	1.4	2.3	2.8	2.0
净债券投资	0.1	0.4	—	—	1.1	0.6	0.7	0.8	-0.4
其他净投资	1.0	2.6	3.5	1.4	0.7	1.9	3.1	2.7	0.1
净官方资本流动	2.4	0.8	1.1	1.1	0.9	0.1	-0.2	-0.7	1.0
储备变动 ⁴	—	-1.4	-2.4	-3.0	-1.3	0.4	-0.7	-2.3	1.8
韩国									
净私人资本流动 ³	-1.1	2.1	2.2	2.4	1.6	3.1	3.9	4.9	2.8
净直接投资	0.2	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2	-0.3	-0.4	-0.4	-0.2
净债券投资	0.3	1.4	1.1	1.9	3.2	1.8	1.9	2.3	-0.3
其他净投资	-1.6	0.6	1.3	0.7	-1.5	1.7	2.5	3.0	3.4
净官方资本流动	—	-0.3	0.1	-0.2	-0.6	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
储备变动 ⁴	-0.9	-0.8	0.4	-1.1	-0.9	-1.4	-1.5	0.3	-1.1
马来西亚									
净私人资本流动 ³	3.1	8.8	11.2	15.1	17.4	1.5	8.8	9.6	4.7
净直接投资	2.3	6.5	8.3	8.9	7.8	5.7	4.8	5.1	5.3
净债券投资
其他净投资	0.8	2.3	2.9	6.2	9.7	-1.2	4.1	4.5	0.6
净官方资本流动	0.3	—	0.4	-0.1	0.2	-0.1	-0.1	-0.1	-0.1
储备变动 ⁴	-1.8	-1.7	-2.6	-11.3	-17	4.3	2.0	-2.5	3.6
菲律宾									
净私人资本流动 ³	-2.0	2.7	1.6	2.0	2.6	5.0	4.6	9.8	0.5
净直接投资	0.7	1.6	1.2	1.3	1.6	2.0	1.8	1.6	1.4
净债券投资	—	0.2	0.3	0.1	-0.1	0.4	0.3	-0.2	-5.3
其他净投资	-2.7	0.9	0.2	0.6	1.1	2.5	2.4	8.5	4.5
净官方资本流动	2.4	2.0	3.3	1.9	2.3	0.8	1.4	0.2	0.8
储备变动 ⁴	0.5	-1.1	-2.3	-1.5	-1.1	-1.9	-0.9	-4.8	2.1
新加坡									
净私人资本流动 ³	5.0	3.8	1.7	-2.7	9.4	2.5	1.3	-10.1	-5.5
净直接投资	8.7	6.0	8.8	2.1	5.5	4.8	4.9	4.3	5.3
净债券投资	-0.5	0.1	-2.1	3.3	0.5	1.1	0.9	-16.2	-14.4
其他净投资	-3.2	-2.4	-5.1	-8.0	3.4	-3.4	-4.6	1.8	3.6
净官方资本流动	—	—	—	—	—	—	—	—	—
储备变动 ⁴	-6.1	-10.3	9.6	-12.3	-12.9	-6.7	-7.2	-11.1	-14.6
中国台湾省									
净私人资本流动 ³	0.2	-4.0	-1.2	-3.2	-2.1	-0.6	-3.6	-3.2	-3.8
净直接投资	-0.2	-0.2	-0.3	-0.5	-0.7	-0.5	-0.4	-0.7	-0.6
净债券投资	-0.3	—	—	0.2	0.5	0.4	0.2	-0.4	-0.6
其他净投资	0.7	-2.8	-0.9	-3.0	-1.9	-0.5	-3.3	-2.1	-2.6
净官方资本流动	-0.3	—	—	—	—	—	—	—	—
储备变动 ⁴	-13.5	-0.6	-5.4	-0.6	-0.7	-1.9	1.5	-0.4	0.7
泰国									
净私人资本流动 ³	3.1	10.2	10.7	8.7	8.4	8.6	12.7	9.3	-10.9
净直接投资	0.8	1.5	1.5	1.4	1.1	0.7	0.7	0.9	1.3
净债券投资	0.7	1.3	—	0.5	3.2	0.9	1.9	0.6	0.4
其他净投资	1.5	7.4	9.2	6.8	4.1	7.0	10.0	7.7	-12.6
净官方资本流动	0.7	—	1.1	0.1	0.2	0.1	0.7	0.7	4.9
储备变动 ⁴	-1.4	-4.1	-4.3	-2.8	-3.2	-3.0	-4.4	-1.2	9.7

1. 净资本流动由净直接投资，净债券投资和其他长期和短期净投资构成，包括官方和私人借入。阴影部分是基金组织工作人员预测值。

2. 年平均数。

3. 由于资料有限，其他净投资可能会包括在一些官方流动中。

4. 负号为增加。

表 2. 国际银行对东亚的贷款¹
(10 亿美元)

	美国 银行	日本 银行	欧盟 银行	国际贷款 合 计
中国	2.7	17.8	26.0	55.0
香港特别行政区 ²	8.7	87.5	86.2	207.2
印度尼西亚	5.3	22.0	21.0	55.5
韩国	9.4	24.3	33.8	100.0
马来西亚	2.3	8.2	9.2	22.2
菲律宾	3.9	1.6	6.3	13.3
新加坡 ²	5.7	58.8	102.9	189.3
中国台湾省	3.2	2.7	12.7	22.4
泰国	5.0	37.5	19.2	70.2
越南	0.2	0.2	1.0	1.5
东亚合计	46.4	260.6	318.3	736.6

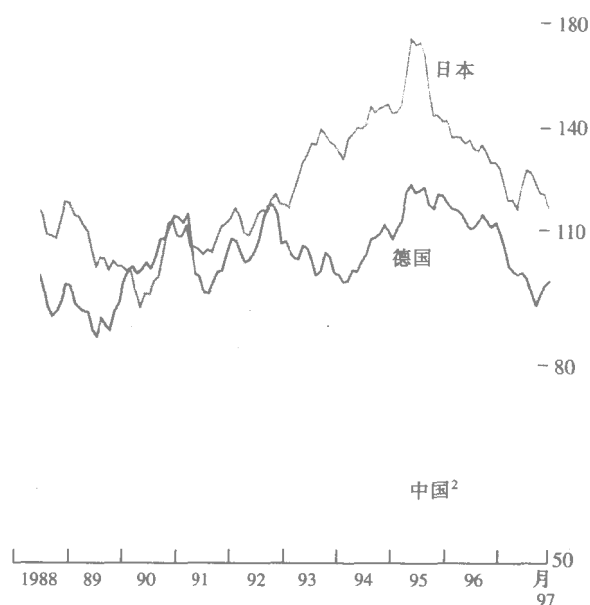
资料来源：国际清算银行。

1. 1996 年末偿还贷款余额。
2. 香港特别行政区和新加坡的数据反映了它们作为国际金融中心的作用。

东南亚国家在 90 年代初期到中期最让人担忧的是经济过热的问题，之后便是汇率政策承受力问题。尽管在产出价格上没有表现出高通货膨胀的信号，但是国际收支中经常帐户赤字的大幅度增加，已经显示出需求的增长明显正在对资源造成压力和出现竞争问题。尤其是马来西亚和泰国，而印度尼西亚、韩国和菲律宾的情况较这两国稍好些。1993-96 年期间，多数国家的通货膨胀率均略高于其贸易伙伴国的加权平均通货膨胀率，还有资产价格明显膨胀的迹象，包括不动产经济、股票价格（1994-95 年泰国价格大幅度上涨，马来西亚住房市场 1995-96 年一年上涨了 15%，新加坡仅 1994 年一年就上涨了 40%）和股票市场，因此使得这些国家的竞争力受到了削弱。

在一些国家中，包括韩国和马来西亚，虽然由于预算外和准财政业务使这些国家的实际财政状况并不真正像说的那样紧。但是导致需求压力的主要原因是金融系统对私人部门信贷的增长。在 1992 年和 1994-95 年之间，东盟 4 国私人部门信贷均有大幅度增加（见统计附录表 A2）。以泰国为例，私人部门信贷从 1992 年的 20% 上升到 1994 年的 30%，是名义 GDP 增长率的 2 倍多。1995 年下降到

图 5. 若干经济体：与美元的双边汇率¹
(对数标度：1990 年 1 月 = 100)



1. 美元为货币单位。
2. 官方汇率。

图 6. 若干亚洲经济体：汇率
(对数标度：1990 = 100)

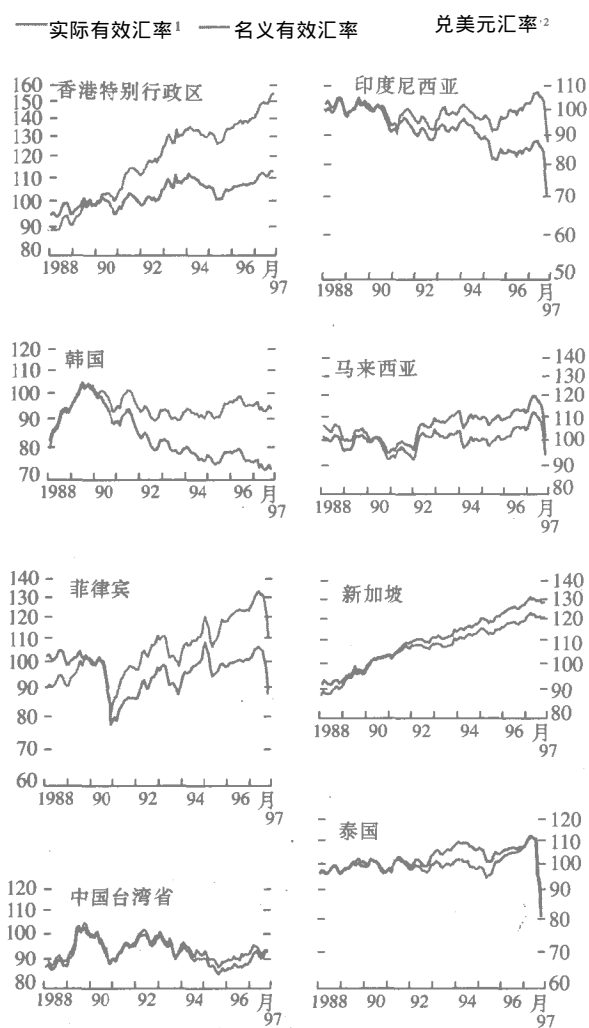
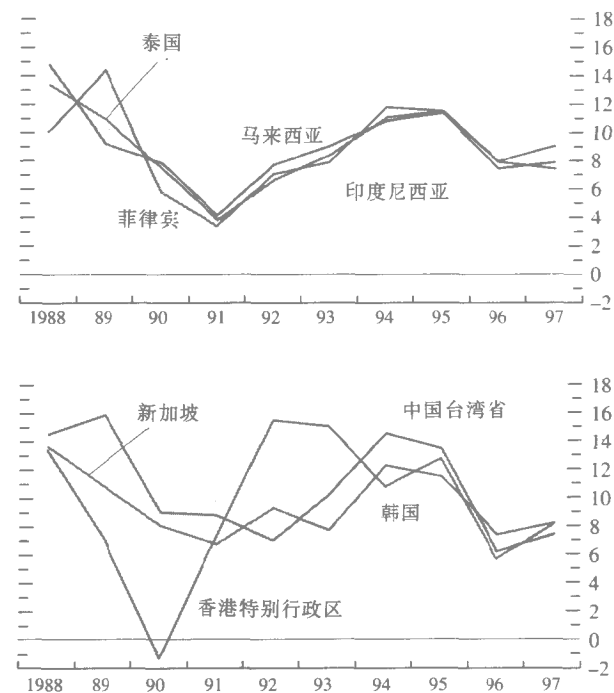


图 7. 若干亚洲经济体：出口市场增长率¹
(年度百分比数)



1. 按伙伴国进口量平均增长率为权重计算；每一伙伴国权重为该国出口占伙伴国出口的比例。阴影部分是基金组织工作人员预测值。

1. 按消费物价指数变动和 1988 - 90 年贸易权重计算。
2. 美元为货币单位。

了24%。私人部门信贷增长的主要原因是由于资本流入而产生的，其中包括直接流入银行体系的资本。直接流入银行体系的资本反映在官方储备的增加、商业银行流动性的增加和商业银行国外负债的增加上（见图9）^⑥。从1992年初至1996年初，泰国外汇储备增长了3倍多，同期商业银行国外负债从50亿美元上升到460亿美元，或者说由占总负债的6%增长到占总负债的24%。按国际标准来说能够刺激海外借款的条件是相对较高的国内利率和能够保证外币价格上升不超过利差的汇率政策。

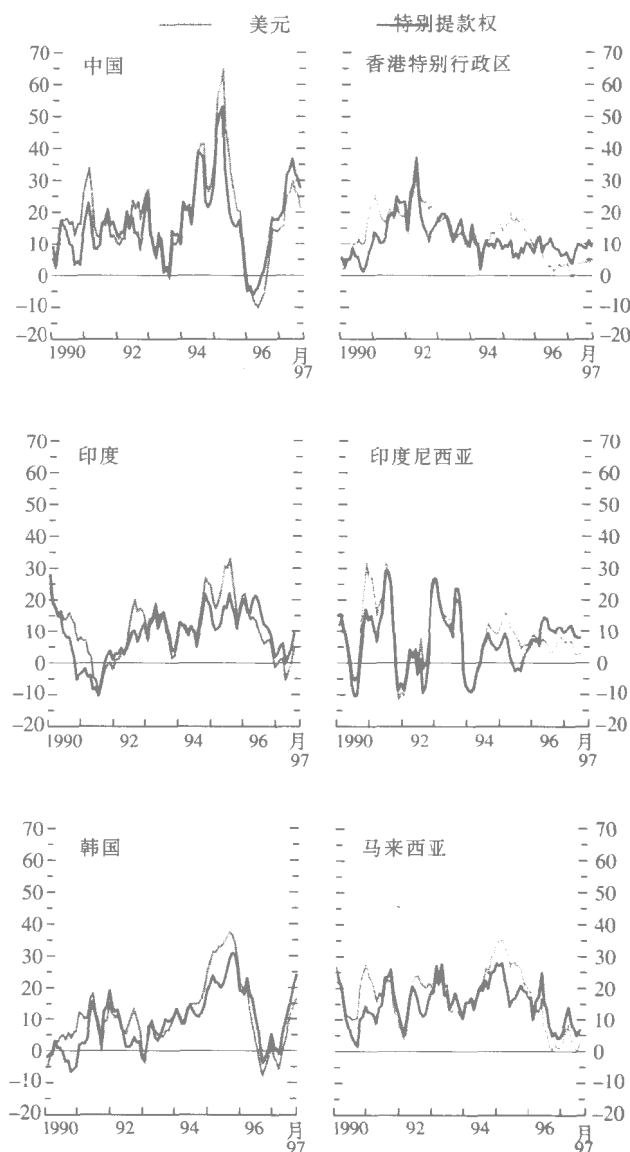
针对经济过热、过度信贷增加和巨额资本流入，原本可以着手采用一些货币政策工具来解决上述问题，但是每一项政策工具都存在着缺陷，采用中和流入资本的方式，将会承担着高预算和低效益的代价。因此，在既定的、健康的公共财政状态下，面对财政支出需求的不断增加，特别是内部结构和人力资本方面支出需求不断增长的情况下，财政调节通常很难到位；采用货币紧缩措施将会刺激更多的资本流入；采用资本控制措施将会对当局已经承诺并实施的、以市场为基础的政策产生疑问，并将会降低效率；而增加汇率的灵活性将会通过名义汇率的升值使竞争能力下降并进一步使经常项目恶化，除非实施货币贬值，从而有效地抑制资本流入。前三种选择曾经在一些国家中采用过，但是效果并不十分理想。

金融业和其他结构性问题

导致亚洲金融危机发生的第四大因素是，这些国家的金融业和经济体系中产生低质量（或过度）投资和使经济发展易受不利因素影响的结构缺陷。

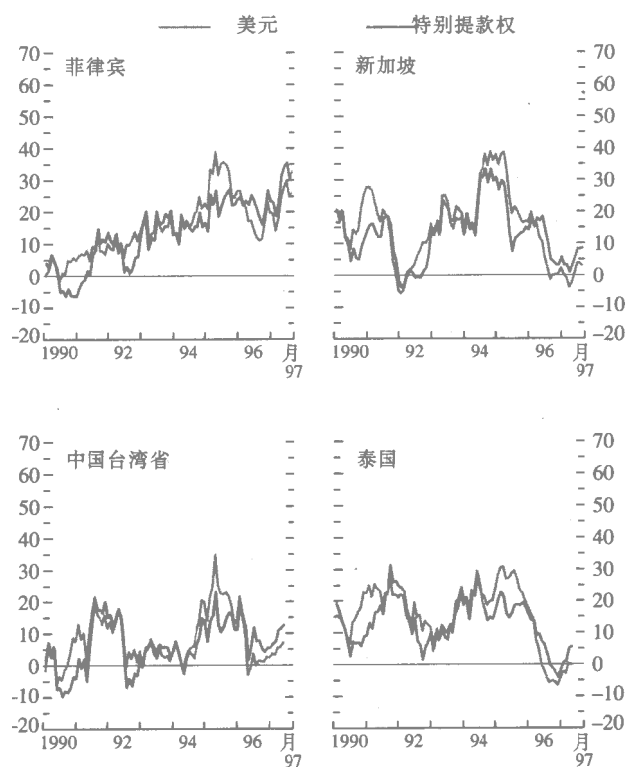
当问题暴露出来时，在泰国、印度尼西亚和韩国，尽管由于缺乏透明度而延迟了公众对问题严重

图 8. 若干亚洲经济体：出口收入增长率¹
(百分比数为 12 个月以前变化；3 个月移动平均数)



^⑥ 私人部门信贷增加，尤其在1993-94年期间，还部分地反映了非银行对外借款作为通过新建立的曼谷离岸金融业务机构借款而重复统计，并归入到了国内银行业务的一部分。

图 8. (续完)



1. 货物和服务贸易。

性的认识，但是金融业的问题却已经明显暴露出来了（相反，由于香港特别行政区和新加坡非常稳健的金融业有利地抵御了传染）^⑦。由于金融机构的管理和监督手段不充足（价格和风险管理经验不足，缺乏商业意识，管理不利善缺乏内部的、有效的控制），在面临向自由化方向转变和激烈的竞争压力下，便产生了不审慎的贷款，包括关系人贷款和腐败行为^⑧。由于金融机构的脆弱性而导致资产质量恶化在 1996-97 年度变得更加明显。出现这种现象的原因是经济增长放慢，偏紧的财政政策，国内房地产和股票市场价格下跌以及最终因货币贬值使持有未采取保值措施的外汇债务的客户出现困难。这些最终形成规模较大的不良贷款威胁到了金融机构的流动性和支付能力。

特别是在韩国，金融业积累的困难是由于金融业自身，或者更广泛地说是由于韩国经济的融资结构所造成的。大财团严重依赖借债而不是采用股票方式融资，大量的公司债券是直接从金融机构或者是通过金融机构的担保而取得的。陷入经济和财务困难的公司错误地采取进一步增加贷款来维持发展，这种贷款一般是在政府的命令下而取得的。银行体系脆弱性的增加不仅是由于对大财团巨额贷款的风险，也是由于指令性贷款（要求银行按一定比例向小型和中型企业发放贷款），政治贷款和鼓励公司通过金融体系转借国际贷款的管理方式和管理机构等因素。大量外币信贷通过韩国金融机构直接或间接地提供给了韩国国内和海外企业。许多韩国

^⑦ 详细内容见《国际资本市场：发展、繁荣和关键政策问题》（华盛顿 IMF, 1997）第 149-153 页。

^⑧ 近几年来，一些国家在金融机构管理和监督方向进行改进，但普遍效果不明显。印度尼西亚于 1993-94 年按国际标准对银行管理进行了改进，但在实施过程中，尤其是涉及有关贷款限额的管理方面不顺利。马来西亚在 80 年代中期金融业发生危机之后，也开始进行了此项完善工作，并在 90 年代加速了进程。菲律宾从 1994 年起，在银行业管理中进行了若干项改革，包括提高最低资本——资产比例，严格的外币敞口管理，引入资本净值与风险比例，以及限制对房地产的贷款等。泰国于 1995 年加强了有关银行净外币敞口头寸的管理，降低了存贷比例，提高了非居民泰铢的存款准备金率。紧接着于 1996 年 6 月，提高了金融机构短期国外借款的准备金率，并且还提高了最低资本充足率。

图 9. 若干亚洲经济体：外汇储备
(10 亿美元)

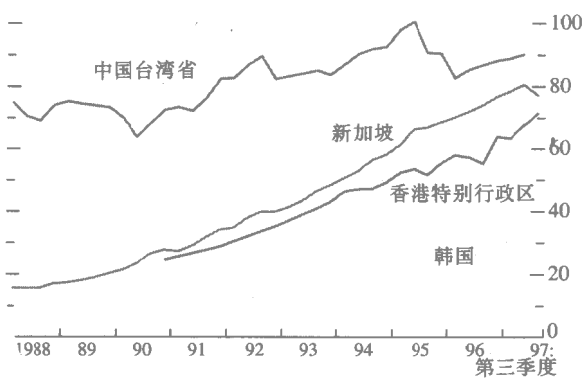
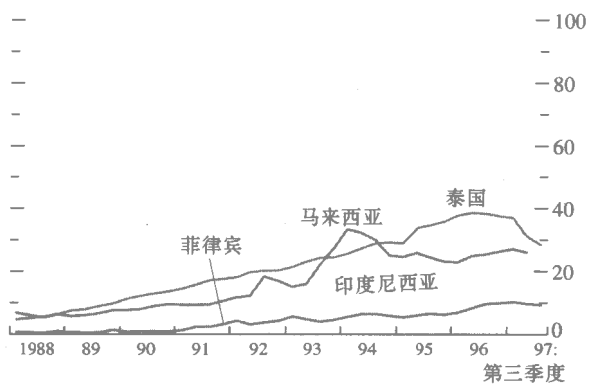
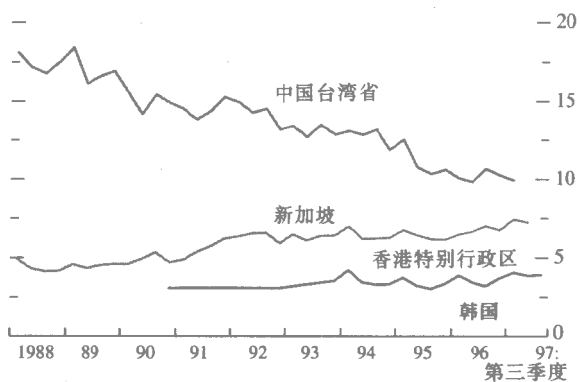
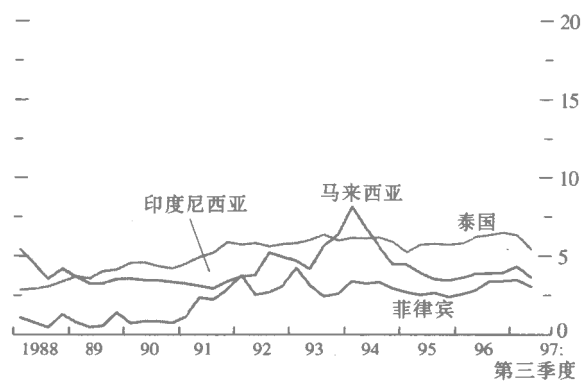


图 9. (续完)
(月进口数)



公司增加了短期外币债务，但却几乎未曾考虑过对这些债务进行风险防范。

其结果是由于金融体系的脆弱而使国际投资者的投资热情发生了转变，使投资增长速度放慢。银行贷款的组合也反映了韩国非金融公司困难的不断增加。金融机构的经营、监督和管理很少注意审慎分析和风险控制。截止到 1996 年底，根据非官方估计，银行的不良贷款，净准备金已几乎占到总资本的 70%，而实际资产质量却要比这一数字糟得多。在 1997 年，由于钢铁和汽车行业中的过度投资和周期性下降等几个因素作用的结果使得利润减少，导致空前数量的大财团破产。企业财团的破产使金融体系不良贷款大幅度增加；截止到 1997 年 10 月，根据非官方估计，韩国 20% 以上的贷款已难回收。与此同时，由于股票价格下跌而使银行的资本金价值量减少，并进一步减少了这些银行的资本净值。

泰国也是一样，由于持有外币负债的企业受到货币贬值的风险而使金融机构受到不利的影 响。导致泰国银行体系脆弱的另一个因素是银行对持有大量国内房地产市场投资的非银行金融机构进行了投资。

在印度尼西亚，不良贷款几乎占到 1997 年 6 月末国家银行贷款总额的 14%，而且由中央银行给予补贴允许一批资不抵债的机构继续经营。货币结构不合理使金融机构的净资产很容易受到本币贬值的影响，这一点在后来表现得十分明显。

在菲律宾，尽管已经采取了措施来满足审慎性管理的要求，但是由于 90 年代初大量涌入的资本

导致银行信贷快速膨胀和银行体系对房地产投资的风险，仍然引起人们对银行体系资产质量的担忧。

部分地是由于限制竞争而导致的金融体系的低效率，也可能极大地促进了资本的流入，因为按照工业化国家的标准来讲，国内金融机构存贷款利差大造成了相对高的贷款利率，这一点与汇率政策一起鼓励了借款人从海外寻求资金。一些与金融体系无关的结构性缺陷，在一些情况下也变得明显：

- 在韩国，由于指令性贷款和或明或暗的补贴，使工业结构受到政府的严重干预。由于缺乏市场自律机制而产生的非生产性的过度投资是近期累积金融危机发生的一个因素。
- 在印度尼西亚，贸易限制、进口垄断和管制等损害了经济效率和竞争力，并降低了投资的质量和投资形成的生产能力。
- 在泰国，由于 1996 - 97 年几次政治动乱，其中包括 1996 年大选期间的风波，推迟了必要的政治政策的实施。
- 在以上和其他情况中，代表特殊利益的权力通常对预算资源配置和其他公共政策行动具有很大的影响。
- 在相当多的一些国家里，信息披露不充分和数据不全已经增加了不确定性和对信心产生了负面影响，特别是关于预算外的财政收支、中央银行的准财政性活动、指令性贷款、金融机构的有问题贷款、官方外汇储备及其管理、私人部门的短期债务信息和数据等。通常还缺乏政策实施的透明度，例如有关公共基础设施项目和实际免税的决定等。

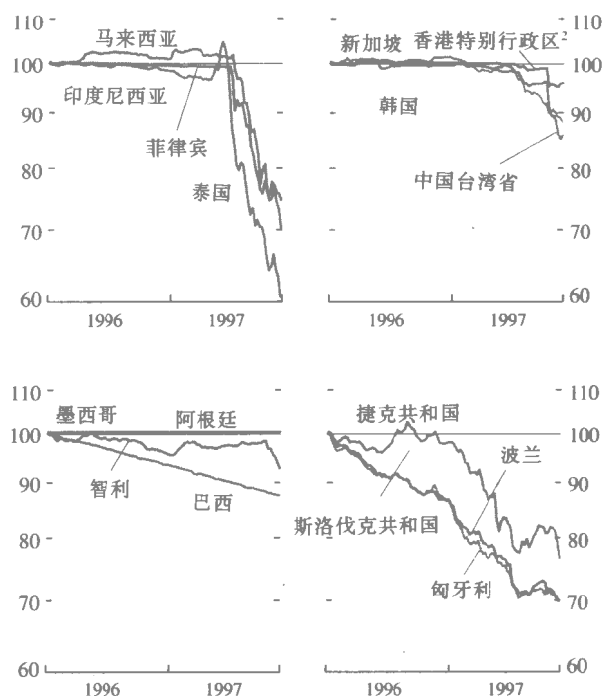
第三章 金融危机爆发及其演变

1997 年东亚金融危机对世界经济的影响日益明显，其发展和广泛影响可以划分为四个主要阶段：（1）泰国外汇市场危机的诱因；（2）泰国金融危机及初期对东欧和东南亚等对外收支状况脆弱的新兴市场经济体的传导影响；（3）东盟 4 国金融危机向广度和深度发展；（4）金融危机的压力波及到亚洲其他经济体和出现对世界金融市场产生广泛影响的金融危机状况。

1996 年在泰国受到几次投机冲击之后，面对经常项目巨额赤字，高比例的短期外债，房地产价格爆跌和部分地由于美元对日元继续升值（见图 10）导致对其产品外竞争力下降，增加了人们对钉住美元的汇率制度能否维持下去的担心，使泰铢于 1 月下旬和 2 月初再次受到了下跌的压力。在以往情况下，当局可以通过对外汇市场即期和远期交易干预以及临时提高利率（见图 11）来阻挡住对泰铢的压力。但是市场认为采取这些措施是不够的，尤其可能认为对金融业存在的问题缺乏行动，所以股票价格继续保持自 1996 年初（见图 12）开始的剧烈下滑的势头。

此时，相邻的东盟 4 国市场对于形势的发展几乎没有任何紧张的迹象，其中印度尼西亚和菲律宾几乎没有受到本地区 1996 年出口放慢的严重影响，而且 4 个国家经常项目赤字均处在较低水平。的确，

图 10. 若干经济体：与美元的双边汇率¹
（对数标度，1996 年 1 月 5 日 = 100）

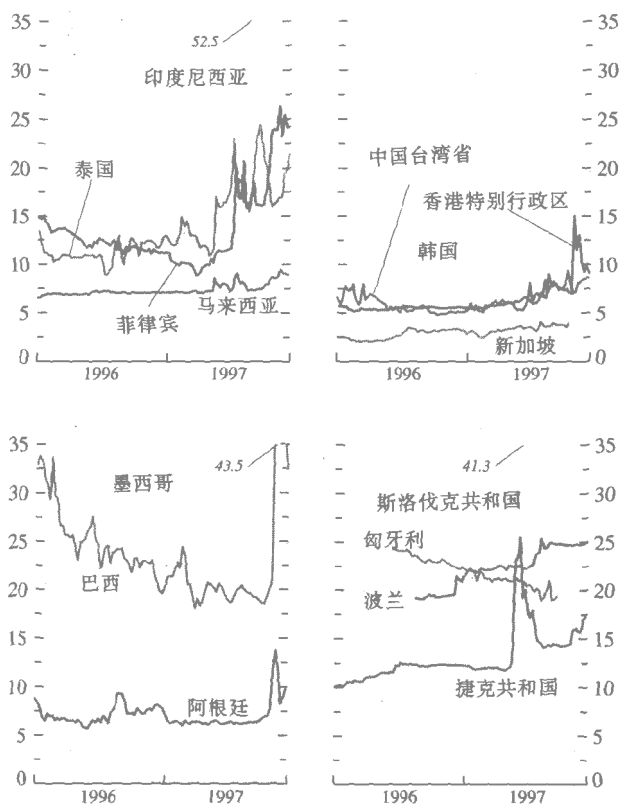


资料来源：Bloomberg 金融市场统计。

1. 美元为货币单位。图中最新数据取到 1997 年 12 月 5 日。

2. 12 个月远期利率。

图 11. 若干经济体：3 个月利率¹
(年度百分比数)



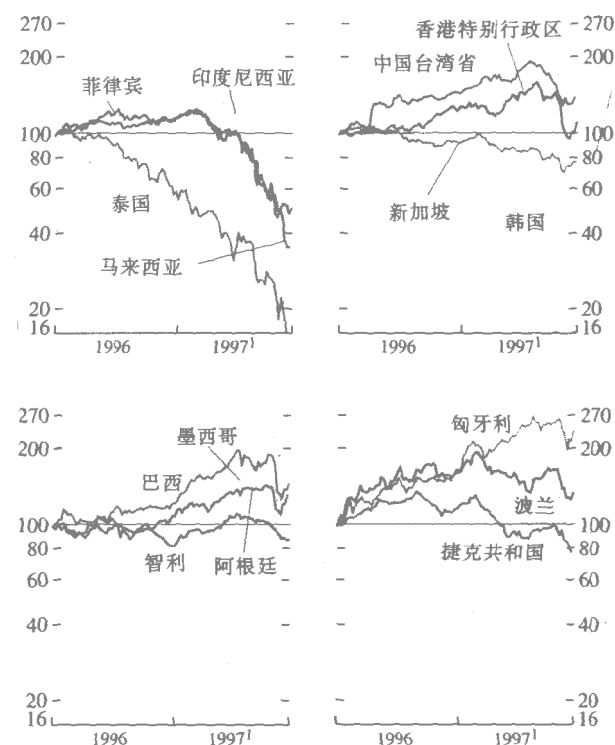
资料来源：Bloomberg 金融市场统计。

1. 银行间利率：捷克共和国，香港特别行政区，印度尼西亚 (JIBOR) 马来西亚，菲律宾，波兰，新加坡，斯洛伐克共和国，中国台湾省和泰国。

存款利率：阿根廷，巴西 (30 天)，匈牙利和韩国；拆放利率：墨西哥。

2. 图中最新数据取到 1997 年 12 月 5 日。

图 12. 若干经济体：股票价格
(美元；对数标度；1996 年 1 月 5 日 = 100)



资料来源：国际金融公司和路透信息。

1. 图中最新数据取到 1997 年 12 月 5 日。

在 1997 年初，这些国家的货币仍处在升值的压力下，股票市场价格达到了空前的高水平。但是，随着泰国情况的恶化，由于担心这些国家金融业也可能在房地产业中投入了大量资金，因而导致了这些国家股票价格的下跌，特别是马来西亚和菲律宾。在其他地方，韩国 1996 年经常项目状况急剧恶化，国内需求不旺，股票价格继续下跌，公司资产负债表中过去扩张时期发生的债务受到急剧收缩的影响。但是由于韩国比较灵活的汇率政策（允许韩元于 1996—97 年初对美元下跌）和其尚未完全开放的金融业被认为是缓冲了一些投机活动的突然袭击。在捷克共和国，股票价格急剧下跌，触发股票价格下跌的部分原因是怀疑其经常项目赤字的承受能力。然而，除了这些孤立的主区域性的问题之外，尽管受美联储紧缩行动和担心美国可能进一步提高利率的影响，3 月份出现了临时性的小幅度调整，但是发达国家和新兴市场国家的金融市场仍然保持着活力。

第二阶段（1997 年 5—6 月初）：泰国金融危机

5 月初，再次形成了对泰铢的强大压力，在 5 月 15 日实施资本和汇兑管制并允许提高利率之前，中央银行开始对即期和远期市场实行了大量干预。但是这些措施并没有起到恢复对泰铢信心的作用，5 月的下半月和 6 月份，泰铢继续受到更大的压力。这时，虽然相邻的东盟 4 国也受到了一定的波及和影响，但是在当局对外汇市场进行干预和提高利率之后（马来西亚还对非居民非商品交易项下的调期交易实施了限额限制）很快减轻了压力，由于“传染效应”而影响到亚洲以外地区的第一个信号是捷克共和国和斯洛伐克共和国的货币于 5 月中旬受到了下跌的压力。1997 年 10 月出版的《世界经济展望》已经讨论过，这两个国家与泰国相比，在投资者的意向突然改变而使其变得特别脆弱方面具有一些共同的特征（这些特征包括巨额经常项目赤字，严重依赖短期私人流入资本和相对僵化的汇率制度）。

这些货币冲击的背景是全球金融条件趋紧，原因是日本突然提高了债券收益率和日元急剧反弹，这样减少了从日本贷款向其他高收益市场（包括泰国）投资的吸引力，它标志着那些严重依赖短期流入资本的新兴市场经济体潜在融资困难的增加。由于国际投资者（商业银行、投资银行和投资基金）认为在即定的单方面锁定的钉住制汇率，不利的经济因素和相对偏低的基金成本条件下，持有泰铢空头有利，因此他们似乎与国内投资者一道在持有泰铢空头中起了作用。

捷克共和国在经过短期急剧提高利率和大规模干预并未能阻止住货币跌势之后，当局于 5 月底放弃了克朗汇率的目标区间。在明显出现货币压力的初期和中央银行实际状况尚未受到损害之前放弃钉住制汇率，有助于奠定一个汇率尽早回复并稳定在一个适度贬值水平上的基础。最初采取的支持性措施，包括紧缩通货和其他抑制过度需求的措施也在这方面起了重要的作用。斯洛伐克共和国虽然在扩张性财政政策情况下，对外状况仍然比较脆弱，但是当局能够在干预区间内，通过紧缩流动性状况和实施行政限制避免了异常变化。

世界其他地方没有出现更为广泛的、对全球金融市场丧失信心的迹象。由于减少了对美国将进一步紧缩货币的担心和增强了对欧洲经济和货币联盟将扩大最初参与国并能够按计划正式启动的预期，使全球债券收益（日本除外）下降，包括发达国家和新兴市场经济体（包括一些亚洲经济体）在内的股票市场收益全面增加。在韩国，虽然对公司连续破产仍然存在着担忧，但是随着出口收入的增加和经常项目赤字的不断减少使信心受到了一定的鼓舞。在拉丁美洲，股票价格收益尤其看好，布雷迪债券收益利差急剧缩小（见图 13）。

面对大量资本继续流出，泰国于 7 月 2 日放弃了钉住美元的汇率制度，允许泰铢浮动。泰铢最初下跌了 10%，在以后的几周里，由于对不确定政治局势的担心以及在采取一项综合经济一揽子措施来支持新汇率上动作迟缓和当时金融体系中存在着弊端的担心使得泰铢汇率继续下跌。泰铢下跌立即引起了对周边国家汇率安排能否维持的怀疑。