

十年回眸：东亚金融危机

刘遵义

东亚金融危机的原因

首先，让我们重新检讨一下 1997~1998 年的亚洲货币危机（也称作东亚货币危机），看看它基本的源头在什么地方？为什么会发生货币危机？另外，笔者 10 年前曾提出过一个观点，就是掠夺性的投机。掠夺性的投机当年在东亚危机里面扮演着一个很重要的角色。其实掠夺性的投机是可以双向的，就是说，卖空货币也可以，买多货币也可以。所以它现时也有发生的可能性。现在大家都十分关心的是会不会再有一次货币危机？

在 1997 年 6 月下旬的时候，泰国的货币危机就已初露端倪。当时泰国的中央银行已经用光了所有的外汇储备，但值得注意的是，泰铢在 6 月下旬还出现了小幅升值，因为泰国政府还希望能跟投机者较量一下，但由于缺乏足够的外汇储备而以失败告终。

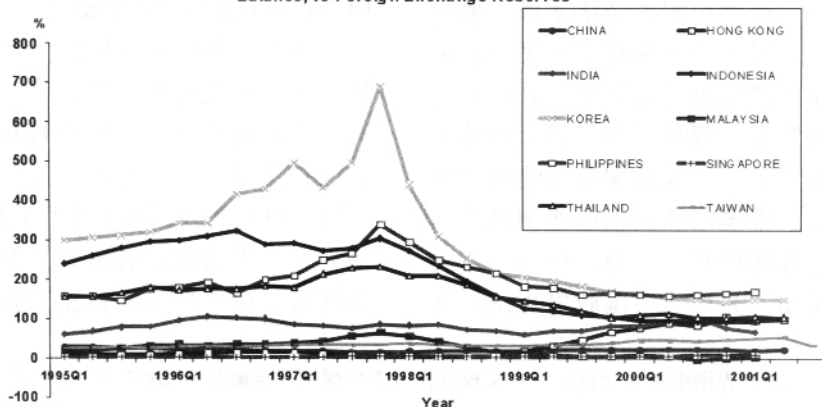
亚洲货币危机中只有两种货币没有动：一种是人民币，一种是港币，东亚的其他货币都有相当幅度的下调，虽然后来恢复了一点，但是始终没有回到过原来的水平。特别要指出的是，中国在这个危机当中做出了很大的贡献。当时中国政府在朱镕基总理领导下，决定维持人民币汇率不变，这对中国的经济来说，要付出相当大的代价。因为中国维持了人民币汇率的稳定，才能让亚洲危机平稳下来，其他的经济体才能够开始复苏。假如当年人民币贬值的话，恐怕就不得了了，其他的国家可能再继续贬值，这样的话，中国以及其他的亚洲经济体就都没有今天这样的好日子，所以中国当年的这个政策非常重要。另外，中国政府也跟好几

个国家签订了外汇储备互助的协议，帮助它们的外汇市场在短时期之内恢复正常的运作。其实经过这次危机之后，东亚国家，一般来说都对中国非常感激，因为在最关键时刻，中国没有让人民币贬值，它们才有一个复苏的机会。

为什么当时会提出有货币危机的可能呢？1995 年，在南非的一个研讨会议上——由诺贝尔经济奖得主劳伦斯·克莱因（Lawrence R. Klein）教授领导的一个研究项目（Project LINK）的年会，笔者第一次提出东亚货币危机的可能性。那时，笔者提出在东亚会不会有第二个墨西哥？1994 年，墨西哥爆发了很严重的货币危机，但是，最后美国政府出面解决了。劳伦斯·萨默斯（Lawrence Summers，当时还没有任美国财政部副部长）提出了用 500 亿美元支持墨西哥的比索。其实美国政府提供的 500 亿美元用得很少，但因为有美国政府的支持，这场危机被化解了。这个事件告诉我们，要化解危机并不是一定要花钱，但是首要条件是要有足够的外汇作为后盾。后来笔者在 1996 年北京演讲时亦再次提到（当时任中国人民银行行长的戴相龙先生亦在座），东亚为什么会有可能出现货币危机，当时的韩国和印尼是最有可能有危机的，其次就是泰国和菲律宾，结果 1997 年就不幸应验了。中国大陆、香港和台湾地区当时没有太大的问题，因为它们有足够的外汇储备。

判断一个国家（地区）是否会发生货币危机，最重要是要看一个国家（地区）究竟有没有足够的外汇储备？如何判断储备够不够？足够的定义是什么？有以下几个因素：一是能够维持一段时间（例如 6 个月）进口所需的外汇。假如存在本币贬值的预期，本国（地区）的出口商为了保证自己的利益，会把它赚的外汇先

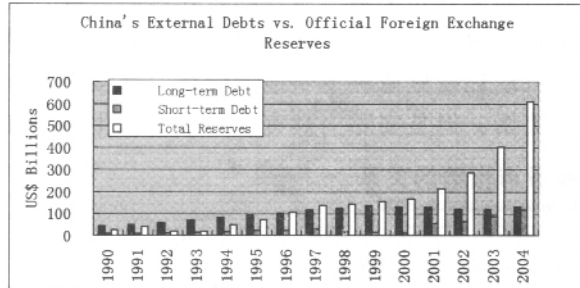
当时在中国，这三项的总和与外汇储备的比例是很小的，但是其他国家的总和与外汇储备



的比例却很大。三项总和与储备的比例如果较低，发生危机的可能性也相应的较小。但如果较高，就容易发生危机。所以对于货币是否贬值的预期是很重要的，但是更关键的是看一个国家（地区）是否有足够的能力去承受。一家银行不会发生挤兑现象，决定于它的存户认为银行是否有足够现金来承受所有存户的提款。这跟一个国家（地区）的货币一样，是否有足够的外汇储备来应付所有对外汇的需求？如果大家相信这个国家（地区）有足够的能力来解决问题，外资或许不会选择撤离，而危机也因此不会发生。

我们将这个比例称为 LL 比例（Liquefiable Liabilities Ratio），墨西哥在 1994 年的时候，LL 比例接近 2500%，也就是说能够撤离的外汇是储备的 20 倍以上，在这种情况下，危机发生是必然的。如果这个数据不能说明问题，可以看一下韩国。在 1997 年，韩国的比例超过 500%，就是说能够撤离的外汇是储备的 5 倍以上。假如真的要有事情发生的话，超过 80% 的人会拿不到外汇。有这个预期的话，大家都会抢先选择离开，危机自然就发生了。当时中国是很稳定的，基本不会出问题。因为短期能出去的外汇不多，虽然当年的储备比现在少得多，但是当年能出去的外汇也比今天少得多。

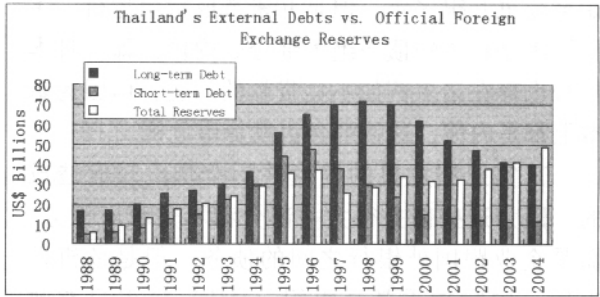
图 3 中国历年短期外债、长期外债和储备的对比



中国的外债结构，一直是长多于短。但从 2000 年开始，短期外债持续增加，现时已超过长期外债了。时到今日，中国的外汇储备非常高，完全有能力应付所有国内外的外汇资金需求。但为什么近几年中国的短期外债在持续增加？中国其实不需要再借外债，即使有外汇资金需求也应去银行借，而不是借外债。可能是中国很多企业也预期人民币会升值，所以它们从外国借了短期外汇资金，再通过各种途径把

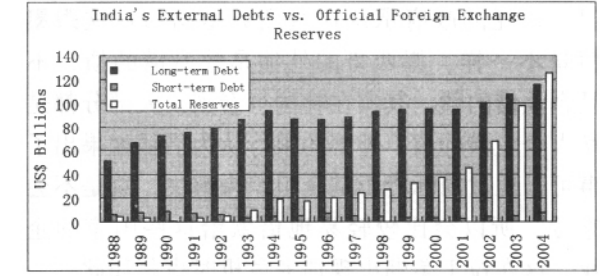
外汇资金调回中国变成人民币，买国内的股票和不动产，等待升值。不过这样做绝对是不符合中国的整体利益的。

图 4 泰国历年来短期外债、长期外债和储备的对比



在 1996 年和 1997 年的时候，泰国短期外债还没有加上进口的需求就已经超过外汇储备，发生危机是必然的。2005 年泰国的外汇储备远远超过短期的外债，这里不需要考虑长期的外债，因为长期外债暂时不要还，并不会给外汇储备带来压力。

图 5 印度历年短期外债、长期外债和储备的对比



印度历年短期外债、长期外债和储备的对比是比较奇特的。短期外债基本上没有，但国家的外汇储备早年并不多，虽然最近也有显著增加。很明显可以看出，上世纪 90 年代的危机以后印度只有很少的短期外债。

外汇储备的另一个作用是充当国际交易的媒介，即通常说的流动资金。10 年前，中国贸易都要支付美元。现在，其实很多人都愿意接受人民币。国际贸易一般都是要用美元来交易，所以说美元是交易的一个媒介。因此外汇储备的数量应该跟一个国家的国际贸易的规模成比例。进口和出口都需要有足够的流动资金。所以近年中国外汇储备的增加，也跟中国国际贸易大幅度增加有直接的关系。

货币危机发生也有一些微观的因素。例如贷款的比例不对称，用短期的贷款做长期的投资，货币币种的不对称（比如借外币的贷款，但是没

有外币的收入)，债务对资本金比例过高等。债务对资本金比例过高本身并不会引起货币危机（如果不借外债的话），但是如果借外债的话就容易出现问題。日本经济的不景气从1990年开始至今也有很多年。但是并未造成货币危机，主要原因是日本的债务绝大部分是内债，即使日本银行也存在诸多例如不良贷款的问题，但因为基本上都是内债，这就不会引发货币危机。

其实亚洲危机的发生并不全是由政府造成的。因为这些债务很大一部分都不是政府债务，而是企业跟国外银行之间的债务。但是危机发生后，国际货币基金组织（IMF）提出只有政府承认这些债务是国家债务，它们才会施予援手。其中的主要原因是国际货币基金组织在很大程度上是维护外国银团的利益的。外国银团借钱给韩国、泰国的企业，这是私人的交易，但如果这些企业不能还钱，国外银行会蒙受很大的损失。所以它们通过国际货币基金组织来逼迫东亚的政府承认这些债务是国债！这跟墨西哥不一样，墨西哥的外债是政府借的债，不是企业借的债。其实在韩国、泰国，大部分都是私人企业借的债。外国的银行认为借钱如果出了事可以通过国际货币基金组织来解决，总是不会吃亏，所以会比较轻易地借款给这些国家的企业。这在拉丁美洲出现债务危机时也是如此。

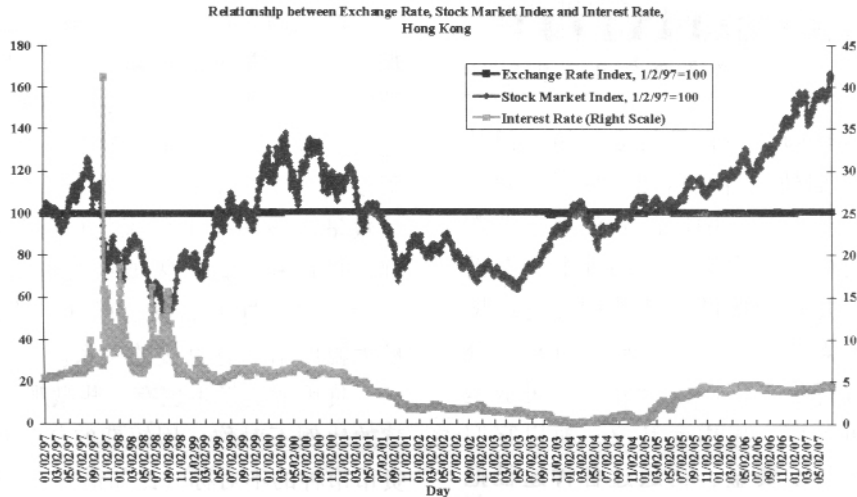
双向的掠夺性投机

掠夺性的投机是东亚危机里的一个重要因

素。索罗斯（George Soros）1990年也成名于此。他在自己的一本书里介绍如何跟英格兰银行角力。他采用的方法其实是很容易明白的经济原理。如果他卖空英镑，英格兰银行为了维持英镑的汇率，就必须用国家外汇可能是美元来购买抛出的英镑。他一边在市面上借英镑卖空，英格兰银行在另一边收购，此时市面上流通的英镑就会越来越少，银根就会紧缩起来，紧缩的时候市面的利率就会上去。假如有债券的话，利率上升，价格就会下降。索罗斯在卖空英镑的同时又卖空债券，这样他总是能赚一边或者赚两边。假如英格兰银行为了维持汇率不变，利率肯定会上升，债券价格会下降。下降的时候他再把债券补回来。假如汇率下降，他也可以把卖空的英镑补回来。结果英格兰银行的汇率没有维持好，债券的利率也上升了。那次的投机让他赚了10亿美元上下。其实这种投机在亚洲货币危机时也常见。东亚虽然没有债券，但是有股票，其实和债券是一样的，利率上升，股票价格就会下降。所以投机者在香港和其他地方，到处卖空股票，卖空股票指数的同时卖空货币。这就是‘掠夺性投机’。

图6是香港利率和股市指数的关系。每一次投机者卖空港币的时候，金管局买进，市面银根便紧缩，利率上升，股市就下降。利率和股市的关系几乎是一对一的。在当时香港，有个笑话说只要通过这样的投机操作就能从香港的自动提款机源源不断地取到钱。这虽然是一个笑话，但是实际上是有这种事情发生的，在

图6 香港汇率、利率和股市指数的关系



其他的国家也一样。

上文所提到的掠夺性投机是把货币与股票两项都卖空，但是这种投机反方向操作也是可行的。假如用外汇购买大量泰铢，期待泰铢升值。泰国银行为了维持泰铢的汇率，必须要放泰铢出来，市面泰铢多了，利率自然就会下降，这样股市就会上升，债券也会上升。所以如果同时购买泰铢和泰国的股票或是指数，结果是一样

的，两边最少有一边会升上去，也能获利，所以反方向操作是可行的。风险基金为了赚钱，什么事情都可能做。但要注意的是，一定要有很大的规模，才有成功赚钱的可能。

图 7 是韩国的情况。因为是本地货币，汇率往下走的时候表示升值，股票指数就开始往上走，就是说外国人就是在买韩元，同时也买韩国的股票，结果两边都赚了钱。

图 7 韩国汇率、利率和股市指数的关系

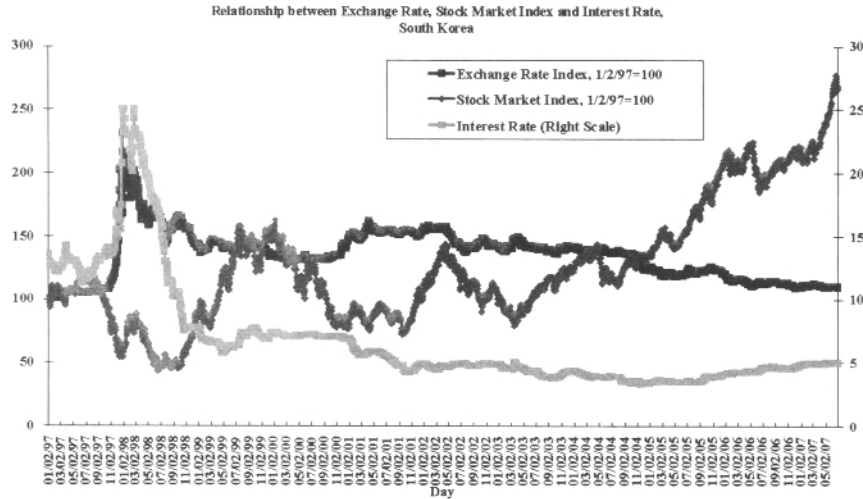
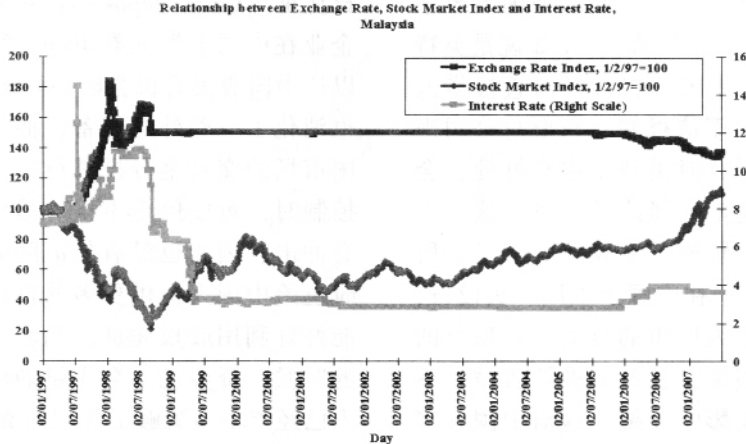


图 8 是马来西亚的情况。因为是本地货币，往下走表示升值，股票指数就开始往上走，实际

上是很多投机性的资金在流动，这会给外汇市场带来很大的冲击，也造成汇率的不正常波动。

图 8 马来西亚汇率、利率和股市指数的关系



外国进来的资金，尤其是短期资金，迟早是要走的，走的时候自然需要有外汇储备才能让它走，才能维持汇率不变，不然汇率的变动也会带来股市的波动与经济的冲击。这是很重要的一点，所以中央银行便不能不干预。假如中央银行不干预，让这些钱流进来，外汇储备

就不会增加，但短期可以流出的外币负债与外汇储备的比例（LL）自然会越来越高，高到一定程度就容易出问题。假如是有完全干预的话，有新的外汇进来时，中央银行完全把它买下来，然后再做冲销的工作，这样才能够维持这个比例，不让它升得太高。当然更好的办法就是不

让这些热钱流进来。

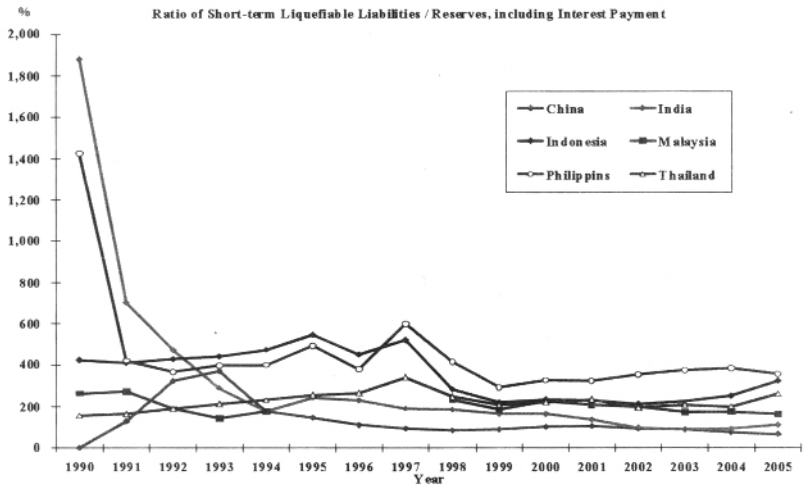
再次发生金融危机的可能性

有没有可能再次发生这样的危机呢？图 9 是到 2005 年的数据，虽然还没有达到 1997 年

的水平，但有若干国家，例如菲律宾、印尼和泰国，LL 比例已超过 200%，同时还在继续上升，所以也不能不作任何准备。中国和印度的 LL 比例倒是非常的低，尤其是中国，反映它的外汇储备实在是太高了。

假如中国要避免外汇储备增加，又不想大

图 9 历年各个国家和地区短期可以流出的外币负债跟外汇储备的比例



幅度升值的话，可以考虑做三件事情：首先，国家可以不欢迎短期的外国投资，要来就要来长期，短期资金利少弊多，远远不如外国直接投资。短期外资不进来的话，就不会引起 LL 比例或外汇储备的增加。其次，假如外国人要来中国做直接投资（或长期投资），比如说是英特尔（Intel）来投资，中国的银行可以直接借人民币给它。英特尔的债信很好，只要总公司来个保证，就可以了。这对英特尔也有好处：全世界都没有长期规避汇率风险的工具，这等于为它提供了一个长期规避汇率风险的工具。所以假如它能够借人民币在中国建工厂，买设备，变成人民币的资产跟人民币的负债。它每季的报表，就没有外汇损失，也没有外汇收益，不会因为汇率的波动而影响业绩。这对中国其实也是有好处的，避免了外汇进来，不会冲击外汇市场和汇率，同时对中国的商业银行来说也

拥有了一个好客户，至少英特尔还钱的机率比起中国的一些企业尤其是民营企业要高一点，而中国的外汇储备也不需要增加，所以这是一个双赢的做法。第三，中国可以多使用所谓股权凭证（China depositary receipt），给予境外的企业在中国上海证券市场发行的权利，这样可以让中国股民有机会购买外国例如微软的股票，也消化了一些外汇储备。而且股权凭证进入中国市场的交易是分批进行的，当国家认为需要控制时，可以停止审批。另外这对外汇市场没有冲击，因为也没有外汇随时进出的问题，同时也给中国人提供更多的投资工具。假如中国能好好利用股权凭证，到真正要开放资本市场的时候，资金也不会大量的流出去，因为中国人已经差不多买够了外国的资产。

（责任编辑：李楠）