

1998 年贸易和发展报告

联合国贸易和发展会议

秘书处的报告

报刊、广播电台或电视台不得在 1998 年 9 月 16 日 22 时
(格林威治时间)前引用或摘引本报告内容

UNCTAD/TDR/(1998)		前言 目录 说明 缩略语 概述
UNCTAD/TDR/(1998)(Vol.I)	第一部分 第一章 第二章 第二章附件	国际金融的不稳定和世界经济 世界经济：实绩和前景 东亚危机对贸易的影响 亚洲危机对特定商品的影响
UNCTAD/TDR/(1998)(Vol.II)	第三章 第三章附件 第四章	国际金融的不稳定与东亚危机 在布雷顿森林时代之后发生的三次金融危机 金融危机的管理和预防
UNCTAD/TDR/(1998)(Vol.III)	第二部分 导 言 第一章 第二章	从比较的角度看非洲的发展 非洲的增长和发展:趋势和前景 农业的作用、结构和实绩
UNCTAD/TDR/(1998)(Vol.IV)	第三章 第四章 第五章	农业政策、价格和生产 贸易、积累和工业 政策挑战和体制改革

第 三 章

国际金融的不稳定和东亚危机

A. 导 言

在从 1997 年中算起不到一年的期间，一度成为近代史上最成功发展典范的东亚经济已经陷入停滞与衰退。多年来平均每年 8 至 10% 的增长率已经降为负数，历来持续实现高度就业并且出现劳动力短缺的国家或地区目前失业人数普遍而且迅速地增加，曾经将全球多样化导入新兴市场的股票市场资产价值掉落了一半，甚至不只一半。一度被捧为谨慎和可持续经济政策典范的亚洲经济，在许多人的心目中，已经从经济“奇迹”成为无法拟订其本国经济政策的结构不稳系统，只好请求国际货币基金组织指导，这种势头比从 1929 年股市崩盘到引起 1930 年代大萧条还要迅猛。

东亚危机是在 1997 年 7 月初拉开第一幕的，当时泰国银行放弃了对泰铢的支持，容许它滑出与美元之间的联系轨道，东亚其他国家很快就仿效了这种做法。但是，改采让汇率浮动的办法以后，不但不能产生增加竞争力和调整国际收支，以便持续迅速增长，反而触发了整个东亚区域的资本外流，证券价格和币值掉到历来最低的水平。通常与战争和自然灾害相与俱来的经济损害是在外汇调整变成使整个区域陷入金融大恐慌的毒症时造成的。

一般对这次危机的解释认为它主要是由货币和证券市场对国际收支失衡和经济基本要素弱化的反应引起的。人们最常提到的一个成因是对金融部门的管制和监督松懈。人们认为这个原因连同默示的政府担保造成了道德上的危险，产生了过多的外债。此外，政府普遍干预经济决策的结果形成了贪污腐败和任人唯亲的局面，扭曲了奖励结构，减损了投资效率。

虽然这些判断包含了真相的一些要素，对于大恐慌为什么会在当时当地发生，发生以后为什么又会蔓延到整个区域，并没有提供令人满意的解释。更加重要的是，对于危机的这种解释完全着眼于东亚各国经济部门的特性，而忽略了在社会经济制度相当不同的发达国家和发展中国家发生的经济危机的类似性质。的确，自从 1970 年代后期以来，金融动荡事件频频发生，具体事例包括南美洲南锥体的银行业务和债务危机、1980 年代的拉丁美洲债务危机、从 1970 年代后期开始持续十多年的美

国银行业务和房地产危机、以及全球股票市场在 1987 和 1989 年大跌。尽管健全的宏观经济政策日益落实，1990 年代的价格较为稳定，每次危机都使金融部门动荡了两年左右：先是 1992 年的欧洲货币体系危机，接着是 1994 年的墨西哥危机，而后又有 1997 年的东亚危机。东亚危机，尽管具有它的特征，乍看起来却象是形成全球化经济的地方特性之危机的一部分。

本章打算从系统性全球金融动荡的背景来解释东亚危机。B 节探讨 1970 年以来历次金融危机所体现的若干要素。C 节载述对危机爆发前促使东亚金融部门疲弱诸因素的分析，和对于使该危机蔓延到整个东亚和全世界的一些基本要素的评量。由于有明显的证据表明：针对该危机所作的政策性反应起到了百上加斤的作用，D 节研讨了这个问题，E 节则载述该危机的社会后果。本章最后简短地讨论了这次危机中涉及东亚经济发展模式的一般问题。

B. 剖析布雷顿森林时代之后发生的危机

自从布雷顿森林体系崩溃以来，在全球资本流动性增加的同时，发达国家和发展中国家发生金融危机的频率也都增加了。这种金融危机以若干形式表现出来：影响银行业和(或)金融市场的国内金融危机、货币混乱和外债危机。经验显示：发展中国家的国内金融危机往往转化为货币混乱、收支失衡、甚至发生外债危机。同样，外来资本倒流或对货币的袭击几乎总是威胁到发展中国家的国内金融稳定。反之，工业化国家的货币混乱通常不会蔓延到国内金融市场，国内金融干扰也不一定导致货币和支付危机。欠下外债和南方各国经济“美元化”是造成这种差异的主要原因。

本章附件摘要叙述布雷顿森林时代之后发生的危机中三个事件的显著特征：货币危机、银行业务危机、国内外金融市场同时动荡其中包括无力偿还外债的危机。在第一个事件——1992 年欧洲货币体系危机中，货币市场极为混乱，但并没有威胁到有关国家的银行和金融体系。在第二个事件——美国银行业务和房地产危机中，主要的困难是在国内金融部门，但没有进而导致币值不稳定。1987 和 1989 年全球股票市场暴跌和 1994 年债券市场崩溃时，也没有进而导致币值不稳定。但是，在这三个事例中，困难只发生在金融市场，对银行部门产生的影响极小。第三个事件——1970 年代后期和 1980 年代初期的南锥体危机——有一些特点类似于最近的东亚危

机：国内外的不稳定同时存在，结果在偿还外债方面发生困难。在这两个事例中，同 1994 年墨西哥危机和 1980 年代拉丁美洲债务危机都不一样的情况是，举借外债的几乎完全是私营部门。

虽然，每一个事件都有它自己的特性，布雷顿森林时代之后发生的历次危机却也存在若干共性。首先，这些危机中有好几次是在经济部门——主要在金融界——实行自由化以后发生的。尤其，有人说，发展中国家在实行金融松绑和资本帐户自由化以后就会发生金融危机，这样的预言是相当灵验的。其次，货币市场开始动荡时，首先是资本内流量急剧增加，接着发生同样急剧的资本外流。这种资本倒流涉及对内或对外政策的变化，这种变化促使国内金融状况同世界上其他地区背道而驰。这种分歧常常由利率差值和资本盈利体现出来。资本倒流往往、但不总是伴随着接受国宏观经济条件的恶化。但是，这种恶化往往是资本内流本身和国外事态发展的影响造成的，而不是国内宏观经济政策改变的结果。最后，金融危机往往与若干类型的资金流动和若干级别的贷款人和借款人有比较密切的关系，其次才涉及其他因素。但是，发生这种危机时的状况就资金流动的类型以及就借款人和贷款人的级别来说，都有很大的差异。

1. 自由化与国际套利

自由化、利率差值和名义利率稳定是吸引资本内流的基本因素。快速自由化往往引起人们对改善经济基本要素、获取大量资本盈利和认定风险减少的期望。利率差值大大鼓励了国内公司和银行为了减少其资金成本而采取向国外借钱(利率套汇)，并容许外来投资者分散其证券投资和把钱借给发展中国家以增加其资本盈利。这种差异来源于风险因素，但也可能归因于通货膨胀率的差值或货币政策的态度。在汇率大体稳定的情况下，贷款人和借款人往往愿意承担相当大的外汇风险。在最近解除规章限制的经济中，当地借款人并不总是充分觉察到借用外币的风险，对于这些人来说，上述论断尤其真实。在大多数情况下，汇率稳定是经济政策的一部分。资本内流本身往往从通往升值的方向加强了一般人对外汇市场风险的预想。

的确，利用国际利率大差值的大量套利资本似乎是布雷顿森林时代之后发生的每一次货币危机的重要组成部分。在南锥体的事例中，由于解除对资本内流的管制而不实行抽紧银根政策，连同采用固定汇率，便促成了大量资本内流。在拉丁美洲

债务危机中，由于全球流动资金过剩、国际利率比较低、石油危机以后工业化国家缺乏有利可图的投资机会这些综合因素，便形成了鼓励借钱给发展中国家的势头。在 1992 年欧洲货币体系危机中，利率差值又在发挥重大作用了——意大利和联合王国利率高相对于德国和美国利率低，由于意大利决定解除一切余下的管制资本流动措施，在汇率机制中采用狭幅汇率联系，便吸引了套利资本。在导致 1994 年墨西哥危机的过程中，资本内流的原因是美国为了解决债务减缩而采取了低利率政策、墨西哥采取了以汇率为基础的稳定化政策、普遍实行企业私有化以及股票市场出现热络的投机活动。东亚危机根源于同一时期，美国的低利率驱使投资者到新兴市场去寻求较高的盈利。东亚经济增长率高、利率也高，在美洲市场存在困难的情况下，便产生了使国际投资者无法拒绝其吸引力的重大优势。东亚各国的货币曾在十年内钉住美元，对美元的汇率波动幅度不超过 10%，使投资者受到鼓励。

在其传统的观念中，套利不是长期的，终究会在这样做的过程中予以终止。但是，国际利率套利资本流动往往是自行终止的，因而使得国内政策的持续实行更加困难。如果不阻止套利资本发生作用，它就会促使货币升值，从而促进资本流动，减损支付外汇的能力。阻止套利资本发生作用的措施，首先是增加国内储备金，使人们以为汇率具有坚强的后盾。但是，必须为此发行国债，也就对利率形成升高的压力，增加利率差额，引来更多的套利资本。而且，通过发行高利率国债的办法来阻止套利活动发生作用可能造成财政赤字。因此，在没有管制的情况下，资本内流通常会形成实际汇率升高、外汇赤字和(或)财政赤字增加这样一种无法持续的局面。

2. 资金流动的性质

布雷顿森林时代之后发生的历次危机经验中明显不同的一个因素是资本流动的形式。在南锥体危机中，它主要表现在外国银行借出的形式，在发生拉丁美洲债务危机以前，为了解决使石油生产商超额生产的石油再循环，演变为由银行联合企业借出的形式。在 1982 年债务危机以后，由银行借出的方式几乎不存在了，取而代之的办法是发行债券。这个过程首先表现在布拉迪债券的发行，接着是发行国债用于支付未清偿的外债。在墨西哥危机中，注入的资本基本上是证券投资和政府的债务，其面值都是以皮索计算¹。亚洲危机时回复了由国际银行贷款的方式，相当大一部

分是短期贷款。于是，贷款的方式绕了一圈——先是个别银行贷款，接着是银行联合企业贷款，再来是发行政府债券，证券投资，然后又回到银行贷款。亚洲国家起初有较大一部分外国直接投资，自从墨西哥危机以来，流入拉丁美洲的这种投资大大增加了。

同样，资金的到期情况先是以短期占大多数，接着是中期(一些联合企业贷款的还债期限为十年)，长期(债券和证券)，后来又回到短期。贷款利率有固定的，也有浮动的。但是，尽管在借出方式、期限和条件上有上述的不同，历次危机期间的资金流动量极其不稳定，却是一个固定不变的因素。任何国家并没有由于接受资本的方式不同，而在这些资本对国内情况的影响和这些资本后来的撤回方面造成重大差异。

借用资金的人也不只一种。在南锥体危机中，借钱的主要是私营银行和厂商，在东亚危机中，情况也一样。虽然人们常常认为，1982年拉丁美洲债务危机由于主权国借款人居于支配地位因而属于不同情况，这种说法并不十分正确。有主权国担保的贷款居于支配地位是在危机已经爆发而且试图整顿债务以后才出现的情况²。危机的最终解决也就需要由银行会同政府着手，重新安排偿债办法的讨论也是在银行与政府之间进行的。

对私营部门和公营部门的债务加以区别具有一定的重要性，因为私营部门的借款是响应市场信号借入的，而公营部门的借款照说是由政治上的权宜加以驱动的，往往导致以缺乏效益的方式使用资金。这种见解便是著名的劳森学说。它认为，如果私营部门储蓄短缺，而向国外借款以弥补国际收支赤字，并不需要采取任何行动以补救这种收支失衡状况，因为这只是消费的修匀，也就是私营部门的储蓄将会增加，使国家能够偿还债务。另一种情况是，如果外债是用于筹措投资资金，预期从目前投资得到的较高盈利将会产生收入以供偿清外债。但是，对未来情况的期望可能落空，期望得到的未来储蓄或较高盈利可能无法实现，由于收支失衡，就会产生危机。的确，后布雷顿森林机构时代的经验显示，借款人的性质并没有切实改变发生危机的可能性。

有借款人，就有贷款人。在布雷顿森林时代之后，资本流动量的增加主要涉及各工业大国商业银行的业务危机。在1970年代初期的美国，由银行仲介的总资产的份额开始减少。此外，随着银行以外的金融仲介人增加，银行失去了优等的借款人

和低利率的赚头。扩大向国外贷款能够使他们在认为风险增加程度可以接受的范围内增加利率赚头。在拉丁美洲事件中，有人认为，把钱借给政府不会有信贷风险。同时，综合贷款的国际多样化是为了减少银行收入的易变程度。由于银行试图以增加其国外贷款的方式增加考虑了风险因素的资产盈利，资本供应量也就增加了。但是，事实上，这种增加所依据的假设并没有应验。

不过，为解决 1980 年债务危机而先后发行布拉迪债券和新的政府债券来重新安排还债办法以后，银行已经能够在第二市场交易债券以赚取利润，也可以从涉及新政府债券和企业私有化方案的咨询工作和包销中赚取费用和佣金。因此，银行在 1982 和 1994 年拉丁美洲危机中的不同作用显示：它们已经把重点从通过利率差值增加收入转移到从风险较小的证券包销和买卖中赚取更多的费用和佣金。这是资本流动从联合贷款转变为证券投资的一个主要原因，因为目前银行鼓励投资者使用其服务进入新兴市场投资。在发生欧洲货币体系危机的时候，商业银行已经成为大型投资银行和套利资本持有人的筹资来源。于是银行接受信贷风险，但是市场风险和汇率风险由套利者承担。在亚洲危机中，银行通过资本帐户的交易采取了套利战略。如果不是银行受到压力而必须另外开辟生意来源以增加资本盈利，资本流量的增加和资本在各国之间配布情况的变化几乎大多不会发生。因此，由解除规章限制引起的金融业内部竞争也是促使金融市场更加动荡的原因。

3. 资本反向流动和金融的不稳定

最近金融危机的一个共同特性是大量增加的内流资本终究会在促成内流的条件逆反时或当资本的内流使得国内政策和条件无法持续下去的时候，以同样大的数量快速倒流。总的来说，发展中国家几乎所有资本外流和债务危机事件都涉及国际利率升高。而且，货币升值和(或)外汇赤字增加都是涉及这些危机的主要特征。在迅速增长的情况和资本大量内流的情况下看来可以持续的国内政策在资本外流的时候看来就较难持续了。

大量资本内流通常导致银行贷款过多，一旦由于市场动荡或银行体系崩溃造成资本倒流，这种贷款就面临危险。目前有一种趋势倾向于把这种市场动荡归咎于金融部门的国内规章条例不适当或对规章条例执行情况监督松懈，并且强调必须把握实行自由化的适当时机，拟订稳妥的规章制度。这是令人欢迎的，但却是亡羊补牢。

例如，在世界银行于拉丁美洲债务危机十周年从中吸取的十个经验教训中，突出了进入国际资本市场的重要性，但没有提到自由化的时机序列或稳妥的规章条例。³ 另一方面，如同下一章将讨论到的，稳妥的规章条例所能发挥的作用是有限的。虽然，在智利、墨西哥和东亚危机中，的确银行体系刚刚实行自由化和取消规章限制，管制人员和辅导人员动作缓慢无比，没有就金融市场的结构和活动变化情况进行调整。但是，无论在任何发达国家或发展中国家，如果银行流通手段大量增加，肯定会导致贷款过多、资产质量下降和风险评估更加松懈。

银行之所以易于在发生危机以前的期间超额贷款，总的来说，主要由于他们能够从国外借到资本，借款利率比他们在国内贷出时所索取的利率低得多。固然他们能够从这种贷款得到更大的赚头，却往往疏忽了对信贷风险的估算。在大多数危机中，银行之所以增加贷款额度是由于他们初次涉足某一活动领域，银行贷款主要是用于为资产价格迅速增加的炒作——所谓资产泡沫——提供资金。财产和证券价格很快增值，就智利的情况以及导致墨西哥危机的情况和大多数东南亚国家的情况来说，都是这样。在几乎所有的上述事例中，银行都是初次向住房和商业财产提供贷款，并且把资本投入金融公司和财产公司。由于初次从事这种活动，银行的贷款员通常对估算担保品价值的专业知识极为缺乏，因而往往接受可能远远超出任何可靠的清算价值估计数的市场价格。

除了欧洲货币体系危机以外，资本倒流都有银行体系危机伴随着。其原因不仅是上一段中所说的超额贷款，还在于资产负债表中存在着大量的货币配置不当，这是为了从利率差值赚取利润而借入外币所致。在智利危机中，信贷扩张主要表现在美元贷款；拉丁美洲危机几乎完全涉及银行联合企业的美元贷款；亚洲危机也表现在银行和公司都有大量未经套期保值的外币。只有欧洲货币体系危机不存在这个因素。在那种情况下，投资者都在进行通过利率变更赚取国外资产的投机活动，但即使是这样，为避免货币风险而套购外汇的需要也终于促使危机爆发。

未经套期保值的外币对金融稳定构成两种风险。一个是利率风险，因为外币借款通常是短期的，很快就对国际利率的变动作出反应，从而使得差值容易改变。第二个是汇率风险。汇率的重大变化会使外债的国内价值迅速改变，但不会使资产价值产生任何实质的相应改变——对于没有国外销售额的银行或公司来说，就不会立即影响资产价值。因此，汇率降低的结果是相对于资产的未清偿债务增加，导致即

时的资本损失，并且促使证券资本减少。汇率变动的幅度够大就会使得借用外汇的人不仅缺乏流通资金，而且缺乏偿付能力。由于资本外流通常会造成货币危机和贬值，银行的金融脆弱程度和公司的孱弱程度会随着自动增加。偿还债务或为了避免剩余的风险而套购外汇以制止损失的努力会对货币形成更大的压力。因此，在银行外币贷款和公司外币借款数额很多的情况下，资本外流会引起银行联合企业 and 公司破产。

4. 一个典型的布雷顿森林时代之后发生的危机

由于布雷顿森林时代之后发生的历次危机有许多共同成因，所以有可能把国内外市场都动荡不安的典型金融危机的特性摘要列出。这种危机的形成必须是利率差值增加，往往同时采取紧缩货币政策以实现或维持价格稳定。解除对金融市场的规章限制和实行资本帐户自由化是在维持正常汇率稳定的货币体制中采取的措施。上述因素一并发挥作用，使得套利赚头大到足以吸引容易变换现金的财产和短期资本并且加强联系汇率制的稳定。自由化和解除规章限制以后，银行能够在国内把业务扩展到新的商业领域，国内公司也能够从国外借款，可以避免支付国内高利率，但却使得未经套期保值的外币数额越来越多。对通货膨胀和名义汇率稳定的控制都获得成功势必造成货币价位的实际上升，削弱维持收支平衡的能力。试图断绝资本内流对国内信贷扩张的影响会对利率造成更大的压力。由于发行国内债券以便为断绝内流对信贷扩张的影响筹措基金，该基金随即被作为储备按低利率保存在国外中心，财政状况势必因而恶化。

最后，国际收支平衡或财政收支平衡失去控制，而国内财政状况大为恶化(或两者并发)，由于对市场前景不再乐观和汇率价位上升，资本开始迅速外流，终于破坏汇率的挂钩关系，使得持有未经套期保值的外币的银行和公司资产负债表上出现资本损失。为了弥补上述损失会促使对外汇的需求增加，这种情况会引起货币价位暴跌，导致普遍破产。

在涉及借款人、贷款人和资金流动类型的各种情况下会发生这样的过程。其发生不是由于采取了不可持续的政策，而是由于采取了意图维持宏观经济稳定并将经济同全球体系接轨从而利用全球市场机会的政策。但是，在缺乏有效控制的情况下，资本流动的影响扭曲了政策的效果，使得有关政策很难实现原来的目标。

C. 金融脆弱性和东亚危机

1. 资本流入与对外脆弱性的形成

东亚危机如同其他地方的危机，在危机爆发之前流向该区域的资本几乎都急剧增加。从 1990 年代初期开始，商业银行向该区域的银行和公司提供的贷款迅速增加。亚洲经济除了长期维持高储蓄率以外，也举借外债，但其外债与出口的比例从来没有达到类似于 1980 年代在拉丁美洲各国产生不同程度影响的那种水平；的确，亚洲经济被认为是成功管理外债的样板。在这一点上，有一部分原因是政府以暗示或明示方式提供指导以确保外债用于为能够产生出口收入的投资筹措资金，另一部分原因则是政府的全面预算赢余意味着国家的债务很少。⁴

1990 年代，有些国家或地区——例如中国香港、马来西亚、和新加坡——主要依靠外国直接投资，而另一些国家其中包括菲律宾和大韩民国则主要通过国际发行的证券投资取得外部资金。⁵ 在拉丁美洲债务危机以后几乎绝迹的银行贷款除了印度尼西亚以外并不值得注意，到了本十年的中期，银行才成为日益重要的资金来源。银行的贷款大部分借给金融部门以外的私营企业借款人，但是就大韩民国的情况来说，金融部门也是重要的借款人，其他地方的金融部门就没有借用那么多的资金(表 25)。同银行联合企业在 1970 年代贷款的情况相反，这种贷款基本上并不是由银行联合企业提供的，其中大部分是短期贷款(表 26)。

之所以出现这种对亚洲供应方和需求方提供的短期银行贷款都增加的情况是有若干理由的。在 1990 年代初期，各工业大国为了治理衰退而降低利率，日本由于经济未能从 1989-1990 年财产和股票市场泡沫中恢复过来而急剧降低利率。亚洲国家和地区历来汇率比较稳定，在增长率高、风险低的情况下资本盈利较高，因而成为具有吸引力的投资地点。墨西哥危机加强了这种市场观点。到了 1994 年，这种投资数额越来越多，它是想从利率差值套利的短期资金，而不是想从生产性投资赚取利润的长期资金。

表 25

1997 年 6 月底按部门开列国际清算银行各报道银行
向亚洲若干国家或地区贷款的情况

国家或地区	所有部门	银行	银行以外的私营部门	公营部门
	(百万美元)	(百分数)		
中国香港	222,289	64.8	33.9	0.5
印度尼西亚	58,726	21.1	67.7	11.1
马来西亚	28,820	36.4	57.1	6.4
菲律宾	14,115	38.9	48.0	13.1
大韩民国	103,432	65.1	30.6	4.2
新加坡	211,192	82.8	16.6	0.5
中国台湾省	25,163	61.6	36.8	1.6
泰国	69,382	37.6	59.5	2.8

资料来源：国际清算银行，1997 年上半年国际银行贷款的到期年月、企业部门与国家或地区分布情况，1998 年 1 月巴塞尔。

说明：所列数字为以所有货币合并计算的跨界申报数值和以非当地货币就地申报的数值。由于有些数值未经分派，银行、银行以外的私营部门和公营部门的份额并不总是能够凑足 100%。

表 26

国际清算银行各报道银行向亚洲若干国家或地区贷款到期年月分布情况
(百万美元)

国家或地区	所有贷款			贷款的到期年月					
				1 年内到期			1 至 2 年		
	1996 年 6 月	1996 年 12 月	1997 年 6 月	1996 年 6 月	1996 年 12 月	1997 年 6 月	1996 年 6 月	1996 年 12 月	1997 年 6 月
中国香港	211,238	207,037	222,289	179,784	170,705	183,115	5,119	5,248	4,417
印度尼西亚	49,306	55,523	58,726	29,587	34,248	34,661	3,473	3,589	3,541
马来西亚	20,100	22,234	28,820	9,991	11,178	16,268	834	721	615
菲律宾	10,795	13,289	14,115	5,948	7,737	8,293	531	565	326
大韩民国	88,027	99,953	103,432	62,332	67,506	70,182	3,438	4,107	4,139
新加坡	189,195	189,235	211,192	176,080	175,228	196,600	2,707	1,799	1,719
中国台湾省	22,470	22,363	25,163	19,405	18,869	21,966	585	483	236
泰国	69,409	70,147	69,382	47,834	45,702	45,567	4,083	4,829	4,592

资料来源：国际清算银行，1997 年上半年国际银行贷款的到期年月、部门和受贷国分布情况，1998 年 1 月，巴塞尔。

说明：所列数值涉及以所有货币申报的跨界合计数值和以非当地货币申报的当地数值。

亚洲公司从国外借入短期低利外币资金，能够减少其资金成本并且不必受制于往往为了抑制经济以便控制国际收支的国内货币政策。而且由于一系列的外部 and 内部因素导致这些公司收入减少，它们便寻求较低的资金成本。虽然 1990-1991 年各工业大国经济衰退以亚洲各国的出口增长影响很小，似非而可能是的情况在于，当这些国家在 1994-1995 年开始恢复过来的时候，由于其进口势头减弱，贸易业务却开始清淡了。由于国外需求减少而出口价格下降，1996 年整个区域的出口收入增长率显著降低，尤其是马来西亚(减少了 15%以上)和泰国(减少了 20%以上)。

1996 年贸易和发展报告中已经表明，对于许多东南亚国家来说，由于低成本制造商加入竞争，要在劳力密集的制造业中维持竞争力是越来越困难了。这个事实表现在全球供应过剩和东亚出口的许多制成品价格迅速下降。正当发达国家着眼于实现更高扩张率并且日益集中于技术上比较先进的生产时，许多东南亚国家的贸易条件却随着低技术制成品进一步“商品化”而迅速恶化。许多亚洲国家或地区相应增加生产设备投资，希望增加市场份额并把业务扩展到新的生产领域，却因此而使得全球供应量更加过剩。

增加生产设备和市场份额的经营方针表现在：已经处于高水平的投资与产量的比率(表 27)继续升高，能够以较低成本取得外国资金是促成这种情况的原因。这种扩大生产能力的情况发生在该区域的增长率从大约平均 10%降为 8%左右的时候，两者表明投资盈利下降。的确，大韩民国财阀资产的盈利下降到 1%左右，尽管它们以资产抵押的融资数额很高。印度尼西亚、泰国和马来西亚的证券在 1992 和 1996 年之间的盈利下降到低于国内短期利率。⁶ 因此，各公司有强烈的诱因，想要设法减少资金成本或增加证券盈利。为了增加证券盈利，需要提高以资产抵押的融资数额，而为了减少资金成本，则设法从外国银行借入短期低利资金。

这些结构上的困难由于美元对日元的汇率走势不利而加剧。稳定汇率是东亚国家面向出口的发展战略的重要组成部分。在“飞鹅”型区域分工背景下进行的接轨过程中，更是必须稳定汇率。由于亚洲的出口高度集中在以美元计价的市场上，该区域相对于美元的汇率虽然不是固定的，1980 年代以来，却在约为 10%的升降幅度内大致维持稳定。(见框 2)。

表 27

1986-1995 年亚洲若干国家或地区投资数额占国民生产总值的百分率
(年度平均值)

国家	1986-1990	1991-1995
中国	27.8	35.3
印度尼西亚	26.3	27.2
马来西亚	23.4	39.1
菲律宾	19.0	22.2
大韩民国	31.9	37.4
新加坡	32.4	34.1
泰国	33.0	41.1

资料来源：贸发会议秘书处根据亚洲开发银行提供的各期数字算定的亚洲及太平洋国家主要指标。

1990 年代，日元对美元的汇率变动极大，日元价位大约上升了 40%，于 1995 年春天达到 80 日元对一美元，接着又在 1997 年底下跌到 130-135 美元，价位的下挫幅度超过 50%。虽然早先日元对美元的升值增加了以日元计值的债务负担，但利率降低了，日本在东亚和东南亚的投资也增加了，这是拉丁美洲在 1980 年代遇到美元升值时所没有过的情况。反之，日元贬值不仅减少了日本公司到东亚投资的诱因，也减少了对美元维持稳定汇率的东亚生产商的竞争力。大约在全球的需求和贸易条件开始恶化的时候开始的美元升值导致竞争力下降、来自日本的外国直接投资减少、向日本及其他市场出口活动也降低了。而且，在同一期间，中国采取了一些措施，对人民币与外币的兑换价位进行了调整，从而进一步对东亚新兴经济形成富有竞争力的挑战。

框 2

东亚的汇率制度

危机开始的时候，受影响最严重的东亚经济(中国香港除外)所实行的汇率制度是由中央银行按照明确的准则进行干预，以稳定现货汇率。对于中国香港来说，它由货币委员会安排，让港币同美元挂钩。其指导方针要么着眼于实现某一货币或一揽子货币的稳定，要么期望逐渐升值或贬值。例如，泰铢联系着一揽子泰国主要贸易伙伴的货币(其中美元的份量占 80%)，在 1990 年代危机爆发以前，泰铢对美元的汇率一直在一个狭小的幅度范围内移动。印度尼西亚容许卢比对美元的汇率在中间价位上下的一定范围内波动，但向下调整 4%以抵销国内及国际通货膨胀率之间的差值。马来西亚和菲律宾拟定了干预措施以稳定其货币对美元的汇率。马来西亚从 1990 年代初期以来，在采取干预政策的同时也促使马元零吉逐渐升值，而菲律宾皮索从 1993 年以来对美元的汇率变动很小。新加坡为了稳定新加坡元对依贸易数值加权的一揽子货币的汇率采取干预措施，同时容许实际汇率的名义价位每年升值 3.5-4.0%。大韩民国容许韩圆对美元的汇率每天上下浮动前一天平均值的 2.25%。从 1994 年至 1996 年中期，韩圆对美元的汇率价位略有上升，随后经历了一个价位下降得较为迅速的时期，从 1996 年 5 月开始的 12 个月内，下降了 13%。

这些国家在 1990-1996 年间的实际汇率变动大半相当有限：印度尼西亚的汇率稍有下降，接着又回升，马来西亚的价位稍有上升，大韩民国价位下降到 1993 年然后回升，泰国在 1993 至 1996 年间稍有上升。另一方面，菲律宾和新加坡的汇率大大上升——菲律宾的汇率上升了将近 30%。

1990 年代，在面临资本大量内流的时候，政府通常采取干预措施以防止货币价位上升。泰国为阻止内流资本的影响采取了有限度的措施，实行财政盈余政策并将收入存放在中央银行。印度尼西亚在 1990-1993 期间发行了印度尼西亚银行存款证，随后将财政盈余用于阻隔内流资本的影响。马来西亚的对策起初是由中央银行向各银行大量借款，但当这个手法证明无效以后，政府也实行资本管制了。

丧失竞争力和出口收入减少导致外汇风险程度提高，因为以外币借入资金的面向出口的公司无疑是以出口收入避免外汇风险的。由于早先有过外汇收入迅速增加的经验，也就期望这样的增加能够持续下去。于是，在汇率相对稳定了十年，出口增长持续居高不下的背景之下，外国贷款中的货币风险需要直接套头的极少。同样的一些因素也导致出口公司的债权人鉴于货币价位波动而认为无需就信贷风险直接套头。随着出口增长减速，内含的套期保值作用变小了，各公司所面临的风险越来越大。

因此，1995 年以后，迅速增长的东亚国家或地区由于全球金融环境改变，其收入和投资盈利状况恶化了。虽然短期国外借款稍为缓解了资金困难，它也使得一些公司很难经受汇率和国际利率改变的打击，这种情况很象 1980 年代初期南锥体危机(见附件)。

2. 金融自由化和投机泡沫

在发生上述情况的时候，该区域的金融体系也发生了带根本性的变化。某些方面要求东亚国家或地区跟随日本走金融自由化的道路，允许金融机构在作出借款和贷款决定方面有更多的自由，并且解除规章管制，采取以市场为基础的货币政策。大韩民国放弃战后对私营部门向国外借款施加限制的作法，企图借此加入为经合组织的成员。但是，金融自由化进一步在第二批新兴经济中推行起来。泰国设置了曼谷国际银行设施以诱导预期会投注到第二批亚洲新兴经济(柬埔寨、老挝人民民主共和国、缅甸和越南)的外国投资，使这些资本不致投注到新加坡或中国香港。实际上，该设施成了为已经自由化的泰国银行和金融业者借入短期外国资金的管道。

由于亚洲发展资金强调把信贷分配给面向出口的制造业，当金融机构获得更大自由以后，他们就把证券投资多样化以获取较多的盈余。鉴于私人储蓄数额大，要扩大消费性借款几乎是不可能的，与此同时，一般认为制造业的利润率正在下降。在东南亚，由于经济迅速增长和国外利率日益上升，商业和住宅产业浮现为有吸引力的高利润投资领域。于是，银行从盈余期望值和多样化的观点判断，认为建筑和产业开发是个良好的投资项目，而十年前刚刚被松绑的美国储蓄和贷款协会也认为这是个良好投资项目(见附件)。

据估计，1998年泰国、马来西亚和菲律宾的房地产贷款占银行贷款数额的25-40%，在很大程度上是由外国短期资金提供的。例如，泰国银行体系的外债净额是其国内资产的20%。泰国从1994年以来国内生产总值的三分之一到二分之一来源于与财产有关的活动，财产价格以及产业投资和开发公司的证券的价格因而急剧上涨，这种现象连同股市投机资金借款数额增加，在泰国股市产生了泡沫。结果导致以资产抵押的贷款增加，这种情况使得上述公司和为它们提供资金的银行的成功需要依靠财产价格继续上涨。支配银行借款担保物价值的因素是认为资产价格会上涨的期望心理，而不是对于该资产能够在比较持平的环境中变为现金的价格的实际假设。因此，银行和产业公司要是遇到资产价格下降、利率上升或泰铢贬值的情况，那就不堪一击了。

尽管东亚各国着手改善其管制和监督体系的时日比大多数其他发展中国家早得多，这些体系并不能有效地核查其金融部门是否累积了过度的风险、是否不够健全

(见框 3)。由于估计资产价值的依据是对于未来收入增长的期望值，就产业公司的情况来说，往往认为市场价格是估价的正确依据，银行监督人员很难防止房地产泡沫，这是从所周知的事实。要估计变现价值就更难了，因为财产往往预示它具有某些实际客观价值，虽然这种考虑因素与提供资金的银行是否健全无关。此外，不仅亚洲国家管理人员和银行监督人员在应付新自由化的体系方面缺乏经验，许多金融机构基本上也没有受到管理，在没有适当规则可据以报告哪些贷款是呆帐而会计标准⁷不严格的制度下，监督人员对于他们所面临的风险没有清楚的认识。最后，向国际银行借款的有许多是银行以外的公司，这种私营公司在大韩民国占三分之一，马来西亚和泰国占 60%，印度尼西亚甚至更多(表 25)。

寻求低成本的新资金来源和需要高度担保的新型贷款的结果使得短期国外借款和国内贷款都因而迅速增加，在马来西亚和泰国，这种情况最为显著(表 28)。这种结果与美国在 1980 年代的情况极为类似，当时迅速增加的商业财产贷款产生了一种实际收入增加的预感，但在实际生产活动中没有任何根据，而且往往掩盖了实际经济所面临的结构性和周期性的困难(见附件)。但是，在亚洲的情况下，这种杠杆是以国外借款为支点。从国外借来的资金不是用于开创出口基地，以赚取偿还外债所需的外汇，却投入财产和其他非贸易部门，对增长起到相当的促进作用。结果，增长的持续能力就依靠资金继续流入，以提供低利率资金。

更加依赖外国资本和外债新结构这两个因素使得该区域在遇到国外资本内流速率发生变化时更加难于应付。这种情况的最显著结果是 1990 年代国际收支情况恶化，流入这个区域的资本的数额与组成同时发生变化(表 29 和 30)。这种恶化情况表现在泰国，内流资本日益注入非贸易部门，而不是创汇活动。

国际贷款人和投资人在 1997 年注意到使得东亚经济越来越无法应变的这些因素，他们可能也了解到上述因素显示东亚区域的增长势头即将发生变化。但是，也在应变能力日益减损的同时，也出现了一些积极因素。宏观基本要素状况良好，财政运作上也谨慎将事。多边金融机构一贯对本区域各国的经济管理表示赞扬。在对外贸易和国际收支情况失衡的情况下，曾经采取一些政策措施，在大多数情况下，尤其是在马来西亚和大韩民国的情况下，取得了确切的成效；短期外债也开始减少。在有明确动荡信号的金融部门，管制、监督和坏帐的披露标准更加严格，限制外国人拥有财产的规则却予以放宽。

框 3

东亚银行管制

东亚国家的财政管制质量彼此之间差异相当大。作为特例，新加坡和中国香港都有发达的体系，反映在其银行实力中(资本与考虑到风险的资产值之间比例高和按照区域标准来说呆帐在贷款总额中的比例低等特性)。值得注意的是，中国香港的银行为财产承担的风险特别大。由于认识到银行很难顶住风险，当局硬性实施了特别严格的规则，把允许贷款的数额与财产价值联系起来。¹ 在受到这次危机影响的其他国家，银行部门大部分在某些或所有领域具有弱点，例如信贷和市场风险的管制，² 对货币配置不当的管制，呆帐的分类和防备，以及银行监督的品质。自从 1990 年代初期以来，就已经普遍采取措施以采用适当的银行管制制度，但是当危机爆发的时候，在法律体制上还是存在重大差距，往往无法全面实行现有规章条例。

例如，巴塞尔俱乐部于 1993 年在泰国制订了信贷风险资本标准，并于 1995 年 1 月正式生效，这是个稍为宽松的标准，从 1994 年 7 月开始，已经在为一些公司供资时适用这个标准。许多同这次危机有关连的问题是由于下列因素造成的：金融公司‘在对上述风险缺乏适当控制的管理体系中存在市场风险，对呆帐进行分类与防备的标准不合适，财产贷款的担保要求不严格，和对货币危机缺乏适足的控制。’在大韩民国从 1995 年开始实行巴塞尔资本标准并且拟订了对金融管理与监督体系进行详细检查的计划。但是，直到 1997 年，资本还是普遍没有达到 1995 年的要求，由于会计标准不过严格，无法进行适足的报道。后者在呆帐方面特别重要，一般普遍认为，公开宣布的呆帐数额和为注销坏帐编列的防备款太少。在印度尼西亚发生危机以前，银行照说应该遵守巴塞尔标准，但是对于这些标准和其他规章的执行是迟钝的：1996 年若干银行的资本比低于 8% 这个最低限度的规定数值，而且也普遍未能遵守其他必须慎重实施的规则，例如有关外汇暂借款净额的规则。

东亚危机导致广泛加强管制制度的努力，有许多措施是为了履行国际货币基金组织资助一揽子所附带的条件而采取的。泰国在这方面加强管制的做法是对金融公司提出更高的资本要求，对呆帐进行更加严格的分类并制定破产法。在大韩民国，资本比率低于 8% 的银行必须在两年内分期达到这个水平，并且在同样的时限内为注销坏帐编列足够的防备款。印度尼西亚决定关闭 16 家破产银行作为取得国际货币基金组织一揽子资助的条件以后发生银行大恐慌，管制措施的变革是，规定当地成立的有限责任银行必须为对其债务提供广泛的担保，并且以印度尼西亚银行改组局(银改局)作为履行银行标准的工具，将无法达到若干标准的银行移交银改局。马来西亚银行问题比上述三个国家少，正在加紧采取措施严格执行关于呆帐分类和坏帐注销的规则，使银行的资本比率从 8% 升为 10%，并且将资本额度要求提高到足以应付市场风险的程度。此外，印度尼西亚、大韩民国和泰国都放宽了关于外国参加当地银行股权的规则。人们希望，这项自由化措施将导致外国股本注入，以促进这些国家银行体系的资本调整，据估计，所需费用为国内生产总值的 20 至 30%。上述变革表明了有关国家的政策重点，但是这些措施的落实预期会相当缓慢。

¹ 这些规则虽然有用，却无法对由于资产价格大变动而减损银行利润的情况提供全面保护，1997 年 10 月股票下挫的幅度说明了这一点，这意味着财产价格相应下跌了 50%。见 J.P.MORGAN,《新兴市场数据测报》，1997 年 10 月 24 日，P.5。

² 信贷风险是向银行借款的一方可能不履行其债务，市场风险指由于银行资产的升值未能变现或其贬值未能冲销而造成损失的风险。

表 28

1981-1997 年向亚洲若干国家或地区提供的银行贷款情况			
(百分数)			
国家或地区	年度平均扩大比率 a/		占国内生产总值的百分数
	1981-1989	1990-1997	1997
中国香港	13	8	157
中国台湾省	15	13	138
印度尼西亚	22	18	57
马来西亚	11	16	95
菲律宾	-5	18	52
大韩民国	13	12	64
新加坡	10	12	97
泰国	15	18	105
备 注:			
美国	5	1/2	65
日本	8	1 1/2	111
欧洲十个工业大国 b/	6	4	89

资料来源：国际清算银行，第 68 次年度报告，巴塞尔，1998 年 6 月，表 VII.1。

a/ 按消费物价指数平减的现值；1997 年的数值是暂定的。

b/ 比利时、法国、德国、意大利、荷兰、瑞典、瑞士和联合王国。根据 1990 年国内生产总值和购买力平价对汇率的比率加权的平均数。

因此，在 1997 年初期，虽然有孱弱和动荡不安的明显迹象，却也存在一些令人鼓舞的因素，其中包括政策行动。泰国经济中国际收支失衡和金融部门动荡不安的症状最为明显。但是，外国投资者继续把资本投入这个区域并不是意味着他们没有认识到麻烦所在，而只是认为积极因素的份量超过了消极因素。事实上，在实际发生危机以前，国家信贷评级还是很优良。

表 29

1994-1998 年亚洲五国 <u>a/</u> 经常项目收支与外来资本					
(以 10 亿美元为单位计算)					
	1994	1995	1996	1997 b/	1998 c/
经常项目收支	-24.6	-41.3	-54.9	-26.0	17.6
外来资本	47.4	80.9	92.8	15.2	15.2
直接注入股本	4.7	4.9	7.0	7.2	9.8
证券投资	7.6	10.6	12.1	-11.6	-1.9
商业银行贷款	24.0	49.5	55.5	-21.3	-14.1
银行以外的私人贷款	4.2	12.4	18.4	13.7	-3.3
官方流入额净值	7.0	3.6	0.2	27.2	24.6
储备金变化值	-5.4	-13.7	-18.3	22.7	-27.1

资料来源： 国际金融研究所，“流向新兴市场经济的资本”，华盛顿哥伦比亚特区，1998 年 1 月 29 日，p.2.

a/ 印度尼西亚、马来西亚、菲律宾、大韩民国和泰国。

b/ 估计值。

c/ 预测值。

d/ 负号表示增加。

3. 危机的爆发和蔓延

那么，是什么使得外国投资者突然灾难性地改变继续持有泰国资产与债务的意愿呢？要查明市场观念改变的特定原因并不容易。由于需要采取强有力的措施对国际收支失衡和金融部门日益动荡的情况进行补救，当时政局不稳这一因素显然是重要的。的确，从 1996 年以来，泰铢就断断续续地受到投机性的压力，但是中央银行的干预成功地把货币的价位维持在一定的波动幅度内。

表 30

1989-1997 年亚洲若干国家或地区 经常项目收支占国内生产总值的百分率									
国家或地区	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
中国	-1.3	3.9	4.3	1.4	-2.7	1.3	0.2	0.9	1.2
中国香港	11.5	8.5	6.6	5.3	7.0	2.1	-3.4	-1.0	-1.0
印度	-2.3	-2.2	-1.5	-1.5	-1.5	-0.9	-1.7	-1.2	-1.1
印度尼西亚	-1.2	-2.8	-3.7	-2.2	-1.3	-1.6	-3.4	-3.4	-3.6
马来西亚	0.8	-2.0	-8.9	-3.7	-4.4	-5.9	-8.5	-5.3	-5.9
菲律宾	-3.4	-6.1	-2.3	-1.9	-5.5	-4.4	-4.4	-5.9	-4.5
大韩民国	2.4	-0.9	-3.0	-1.5	0.1	-1.2	-2.0	-4.8	-3.9
新加坡	9.6	8.3	11.2	11.4	7.3	15.9	17.7	15.0	13.7
中国台湾省	7.6	6.9	6.7	3.8	3.0	2.6	1.9	3.8	3.1
泰国	-3.5	-8.5	-7.7	-5.7	-5.6	-5.9	-8.0	-8.0	-4.6

资料来源：贸发会议秘书处根据国际及国家统计数字计算。

似非而是的情况在于，促成危机的最重要因素似乎是 1997 年初期美元对日元的汇率突然回转因而使得人们普遍预期日本的利率会上升。这一情况促使短期套利资本从东南亚流回日本，从而产生对泰铢的强大卖压。由于全力拉抬泰铢，泰国银行到该月月底的外汇储备金净额只剩下 25 亿美元。虽然官方发布的数字是 300 亿美元左右，该银行主要由于承付期货交易，几乎用尽外汇净额，除非从国外大量买进，再也顶不住对泰铢的卖压。因此，对货币的进一步拉抬必须依靠行政管理措施和进行有选择的市场管制，包括对将泰铢卖给非居民的交易进行限制。由于金融部门几乎崩溃而又没有储备金，泰国银行只得向市场压力屈服并且于 7 月 2 日正式放弃联系汇率制。

由于亚洲国家或地区金融体制脆弱，汇率调整的主要影响是银行、商业和财产开发商蒙受外汇风险。第一、泰铢的波动显示未套头的外债风险。第二、泰国公司所举借外债的泰铢价值突然增加，除了从事出口的公司以外，其资产赚取收入的能力并没有相应增加(上文 B 节叙述了这个问题)。第三、它为支付外债利息承付的现

金增加了。于是，第一个反应是压低公司的现值净额；的确，由于货币贬值的谣传支配着市场，证券价格终年下跌。银行由于没有外国投资收入作为缓冲，处境更是困难。

国外贷款人认识到未讨回的贷款面临越来越大的风险，便在贷款到期的时候向公司和银行追回贷款。为了减少汇率风险和外债的还本付息费用，各公司要么必须对现有的风险进行套头交易或偿还外汇债务以消除风险。无论采取哪一个对策，都需要卖出泰铢换成美元。由于新汇率没有指明新的联系幅度而是任凭货币浮动，公司、银行与外国贷款人尽快采取行动是合理的。随着汇率继续下挫，拖延的代价越来越大，卖压越来越紧张。因此，对汇率的压力日益增加的主要原因是各公司与银行企图套购美元或还债，以及外国银行讨回现有贷款。

作出让泰铢浮动的决定以后，历来借以掀起区域发展势头的汇率稳定这个假设便受到质疑，一旦泰国宣布任凭泰铢浮动，菲律宾皮索和马来西亚零吉就马上受到压力。在经由提高利率对市场进行干预以后，便任凭皮索与零吉浮动了。因为一般认为，印度尼西亚的经常项目等经济基本要素较佳，经过相当时日以后，卖压才涌向该国。印度尼西亚政府迅速采取对策，扩大干预幅度，企图阻止投机活动蔓延，但是，卢比也在卖压下迅速下挫了。

随着大恐慌蔓延到整个区域，货币价位暴跌，为了偿还外债，国内现金需求日益增加，现金流量日益减少，以致不敷所需，除了外汇交易商和投机商人以外，越来越多的国内公司与金融机构也卖出泰铢，以避免资产与负债失衡。这种情况触发了债务减缩的螺旋下降特性，各公司力图避免破产的努力只是使得汇率和资产的价位更加下挫而使得资产负债状况恶化。

危机蔓延到东北亚的原因是投资者认为东南亚汇率的调整扰乱了整个东亚区域的相对竞争力。中国台湾省和中国香港先后遭受压力。基于同一原因，大韩民国韩圆也受到投机性的攻击。虽然大韩民国没有出现投机性的财产泡沫，若干大公司却破产了，有一种猜测认为，相关损失已经减损该国银行的实力。此外，虽然中国台湾省宣布不拟采取干预措施拉抬新台币，也无助于保住多少外汇储备金。由于亚洲其他地区的汇率都受到压力，市场参与者很快就觉察到几乎所有国家的金融体系都一样脆弱，储备金也都不够。随着货币贬值，由于国内债务人意图套购或减少外汇，东南亚的危机景象也就照样出现在东北亚。于是，过去支配着金融行为的稳定汇率

这一默契假设不再成立，代之而起的是对于汇率暴跌的预期心理，进行套汇不仅为了防止目前价位下降，也防止将来的价位下挫，对价位的螺旋下降起到了催促作用。

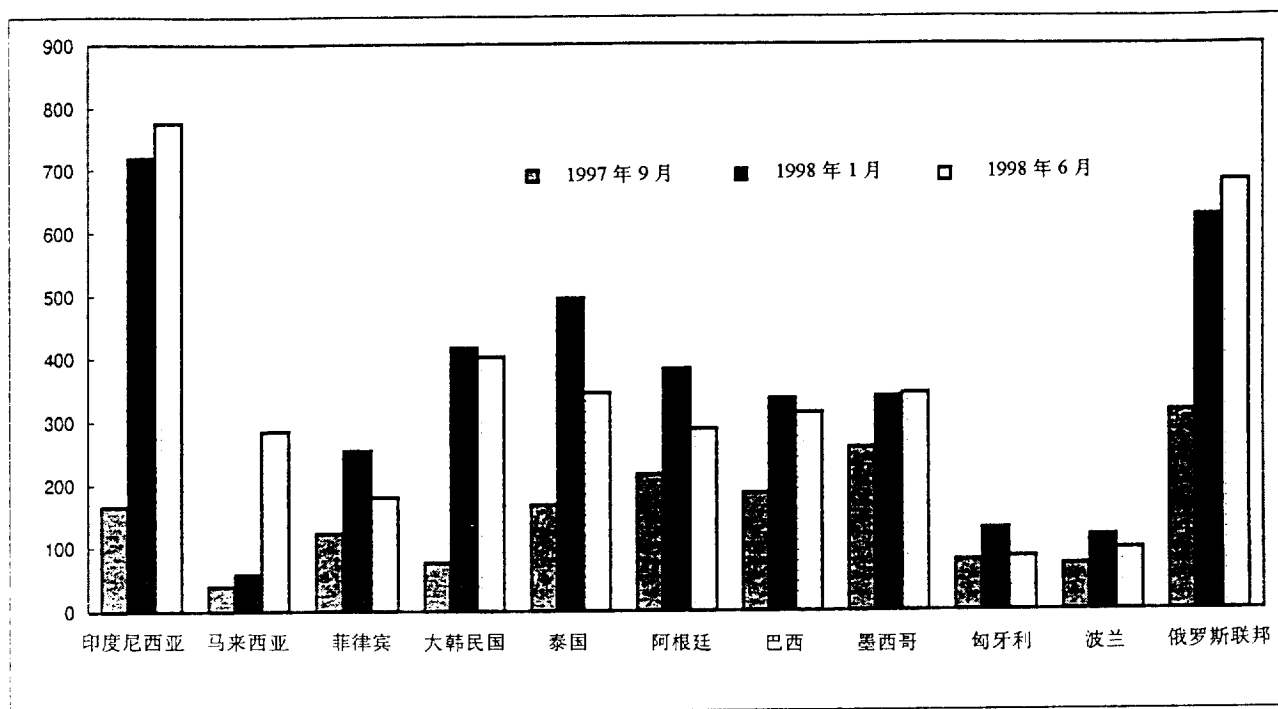
危机对汇率和资产价格的影响并不限于亚洲。凡是有大量外国借款流入的市场，在贷款人企图将资本送回本国的时候，就会对汇率造成压力。最初是南非、拉丁美洲和东欧的汇率受到攻击。南非、巴西和俄罗斯联邦都发生过大量资本外流。虽然捷克共和国在泰国发生困难以前已经被迫放弃联系波动制，它的货币受到了更大的压力。

由于机构投资者往往将新兴市场作为资产类，对某一市场投资损失的预期心理很快就会蔓延到其他新兴市场而不管其经济基本要素如何。无疑这是危机蔓延到东欧和拉丁美洲的一个因素。但是，金融关系日益全球化也起到一定作用。例如，大韩民国和中国香港的银行在印度尼西亚和巴西等发展中国家和俄罗斯联邦等经济转型国家都拥有以资产抵押的投资。由于这种投资都是借来的资金，一旦汇市动荡导致借款利率上升而资产价值下挫，很快就蒙受损失，促使银行从上述国家抽回资本，以便转开投资和减少损失。这个因素导致银行抛售拉丁美洲布拉迪债券和俄罗斯国库券，并且促使危机从亚洲传递到其他新兴市场。这种相互关系的紧密程度表现在：亚洲和拉丁美洲债券在第二市场的交易数量都增加得非常迅速，其赚头超过美国政府债券基准数值的情况也互相类似(见图 2)。

大量类似情况的存在，例如具有实际升值倾向的联系汇率制，以及经常项目恶化与财政赤字，也促使投资者重新评估他们在巴西的投资状态。在攻击了港币以后，投资者复核了阿根廷货币交易所制度的实力。在 1997 年 10 月全球市场投机买卖中，巴西和阿根廷都有大量资本外流和货币卖出。巴西的对策是将利率调高 40% 以上，并且采取成套财政紧缩措施。10 月和 11 月间损失了大约 100 亿美元的储备金以后，对这两个国家市场的信心又恢复了，到了 3 月间，储备金的数额已经超过发生危机以前的水平。阿根廷愿意实行国际货币基金组织的方案，但它并不是意图提取资金或者需要这么做。

图 2

若干新兴国家或地区的市场债券：超过美国
国库券利率的赚头平均值
(基点)



资料来源：贸发会议秘书处根据 DATASTREAM 整理的数据算定。

这次危机对流入亚洲新兴市场的资本数额产生重大的影响：1996年流入量为971亿美元，1997年的外流量几乎达到120亿美元。1998年不会有任何净流量。许多金融机构目前的预测值显示：流入拉丁美洲和东欧的资本不致大量减少。有一种估计指出，流入拉丁美洲新兴市场的私人资金净额将稍为减少，从1997年的954亿美元减为1998年的948亿美元，流入东欧的数额则从609亿美元减为588亿美元。⁸但是，值得注意的是，对1997年秋天急剧上涨的新兴市场债券加上的赚头并没有真正减少，这就说明了：投资者仍然认为这些市场具有高度风险(图2)。这种情况同拉丁美洲和东欧国家经常项目赤字增加的情况联系起来，就说明了这些债券的价位面临着严重下挫的风险。

D. 政策反应

和 1982 年的拉丁美洲债务危机非常相似，对亚洲危机的性质和程度的看法随着时间的推移出现了明显变化。如同 1982 年那样——当时，这场危机一开始被视为一种短期流动资金问题，亚洲的问题一开始被认为是汇率和支付调整问题。因而，人们将这场危机作为一种由于银行系统的结构性弱点而加剧的“传统”支付危机加以处理。的确，货币基金组织的一份工作文件认为，“(a) 如同处理任何其他国际收支问题一样，对金融危机的处理需要基金组织采取相似的对策，但这种对策应当快于而且可能范围大于传统情形中的对策”。⁹ 因此，标准的紧缩银根和财政以及提高利率的作法被作为问题的解决办法，尽管收支不平衡既不是由于预算赤字造成的，也不是由于国内通货膨胀引起的竞争力丧失造成的。

看来，采用传统的政策对付危机有两个主要依据。首先，人们希望这些政策能够有助于恢复市场信心，阻止汇率的下降并扭转资本外流局面。其次，这些政策被认为是纠正基本要素主要是减少收支不平衡所必须采取的政策。财政约束，也被认为是在不影响财政剩余的前提下为政府提供银行系统的资本结构调整方面的开支所需的手段。然而，这些政策未能成功地实现前一个目标，并且对后一项目标来说也是不必要的。鉴于负债公司在财政上的脆弱性，这些政策只是加剧了债务紧缩，使经济陷入更为严重的衰退。

高利率总的来说未能制止汇率不断下降的趋势。高利率几乎没有对公司和银行降低汇率风险的决定产生影响，反而使利用国内资金来源这一点变得更加艰巨。所采取的对策不是要减少为支付外债或对其作套期保值而出售本国货币，而只是要变现资产并降低活动程度。例如，印度尼西亚的利率曾经达到 100%，但仍没有对抛售货币产生任何明显影响，尽管当时货币交易者称，印度尼西亚具备强有力的经济要素，该国货币不可能崩溃。虽然印度尼西亚和泰国的利率高于马来西亚，但前者在货币和股票市场遇到的困难要大于后者。同样，严格采用正统的做法并没有使菲律宾摆脱同样的困境。

在这方面，可从先前的经验中得出有益的教训。例如，在同亚洲货币危机有着一些惊人的相似之处的 1992 年的汇率机制危机中，高利率未能有效地抵御市场压

力，因而很快就被放弃了。因此，在这场危机之后，受危机影响最大的国家成功地执行了调整政策，低利率和财政扩张是这项政策的组成部分。

显然，当时需要减少泰国的收支逆差，这样做需要使货币贬值并适当放慢增长，但当时大韩民国和印度尼西亚的情况并非如此，因为这两国的国际收支项目逆差逆差较小。这几个国家都不是特别需要大幅度减少国内吸收，因为纠正汇率本身就可望通过恢复竞争力并通过它对负债银行和公司的不利影响来实现所需的大部分调整。更为重要的是，由于这场危机不是由进出口之间的开支不平衡引起的，因此，把政策重点放在收支调整上面加剧了金融动荡局面。

形势的特点是存量不平衡，而不是流量不平衡，可以通过削减开支得到纠正。由于多数外部借款借入的是外币，未作充分的套期保值，货币贬值造成了负债银行、房地产公司和企业的资产负债失衡；就是说，按新汇率计算，未偿还外债的总额变得太大，以致于预计的收入额无法承受。因而，公司的价值乃至总的资产价格下跌。由于这些资产是多数已经增加了的贷款的抵押品，银行贷款的质量自然就下降了。所建议采用的对策并没有通过提供更多的信贷来缓解重新筹资对国内公司的负担，而是设法提高利率。这就进一步压低了资产价格，增加了公司资产负债表上的亏损，并使其更加需要通过变现资产和抛售本国货币来偿还外债或对外债作套期保值。

尽管采用了以往一贯采用的政策来对付这场危机，但货币基金组织贷款的目的却偏离了传统的调整方案，在传统的调整方案中，此类贷款通常是为了支持再调整后达到的新汇率。在东亚，汇率处于自由浮动状态，因为人们希望市场力量能够产生新的稳定的汇率，而且贷款的目的是注入市场信心并恢复资本流动。因而，基金组织的贷款不是为了保障新汇率，而是旨在确保维持本国货币的自由兑换和资本的自由流通，并确保向国外贷款人偿还债务。与国内贷款人不同的是，这场危机并没有使国外贷款人遭受重大损失，尽管后者和其他贷款人一样同意承受风险。

这次货币危机得以持续是由于债务人试图对其资产负债表作存量调整，因此，处理这场危机的唯一有效的办法是阻止存量调整或放慢调整速度。显然，这是一个时际分配问题。受挤提影响的银行缺少支付给每个存款人的流动资金，但是，如果该银行有时间让其投资到期，它就能最终支付存款。银行只有在证券投资的最终收回价值低于其债务的情况下才会陷入困境，因为到那时银行就失去了偿付能力。东亚一些从事投机活动的债务人，即使汇率不崩溃，也可能处于此种境地。然而，对

多数人来说，这场危机一开始属于流动资金危机，而不是偿付能力危机。目前没有证据表明，在东亚各国充足的时间实现投资的前提下，它们无法凭借能够恢复竞争力的汇率调整值(譬如说 10%至 15%)，创造支付其外债所需的外汇。储蓄率在 40%左右而且出口能力强的国家，不应当在一段合理时间内偿还债务方面遇到困难。

但是，高利率的采用，货币贬值的程度以及增长率的降低为债务紧缩创造了条件，并且很快影响到了金融机构和公司负债表，引起了偿债危机。正如下一章所讨论的，在此种某一货币持续遭受不利影响的情况下，适当的做法是迅速设法解决这一时际问题，办法是停顿一下，让借款人和贷款人聚集在一起，重订还债办法，甚至在货币基金组织投入资金之前就这样做。大韩民国最后根据需要做到了这一点。债权人同意推迟足够数额的短期贷款的偿还时间，以使该国能够偿还债务。但是，更好的做法是一开始就进行这种谈判，而不是提供资金来支付债权人，并拟订一项附带条件的贷款一揽子计划，因为后者会使破产增加，并造成收入减少和债务收缩，而这几方面本身会损害偿还能力。迅速进行债务结构调整并且注入流动资金，以支持货币并为经济提供流动资本，也就能够执行使美国得以迅速摆脱 1990 年代初的债务紧缩和衰退局面的那一类政策(见附件)。

亚洲经济目前依然面临的基本问题是重订累积债务的偿还办法问题。可以通过把这一债务同拉丁美洲 1982 所欠银行的累积债务相比较(表 31)来衡量目前这场危机的严重性。东亚累积的外债大大超出了拉丁美洲危机中累积的外债，大韩民国除外。此外，目前这场危机的特点之一是，外债在很大程度上造成了国内贷款的增加。将两个时期的内部负债情况作一比较可以看出，就外部借款所引起的内部贷款数额而言，亚洲危机中的这一数额要比拉丁美洲危机中的数额高得多(表 31)。有数字显示，由于当时阿根廷、巴西、墨西哥和拉丁美洲其他债务国在消除危机和重订偿债办法方面需要得到特别援助，因此，消除亚洲危机也将需要得到此种援助。

这一点也可以通过对亚洲国家将面临的总体债务负担的估计值看出。表 32 中 1998 年的定期利息支付数字，是根据现时 3 个月银行间利率得出的。应当指出，由于利率差别，商业借款人支付的利率要高得多。显然，亚洲国家面临的调整方面的主要问题不是偿还外债，而是消除国内债务负担。由于在债务危机爆发之后实行的高利率，利息负担在国内总产值中所占的比例明显增加。与可行的收入增长率相关

的未来收入的净现值很可能少于未来需支付的利息的净现值，这就意味着，如果不注销国内债务，仍将有许多企业破产。

表 31

1982 年和 1997 年一些发展中国家的外债与国内总产值的比较 (百分比)		
	外债	内债
东亚(1997 年)		
印度尼西亚	217.9	65.5
马来西亚	62.4	213.5
菲律宾	74.4	105.7
大韩民国	50.9	181.0
泰国	74.1	137.9
拉丁美洲(1982 年)		
阿根廷	51.7	154.1
巴西	30.4	28.9
墨西哥	47.6	38.3
委内瑞拉	53.7	32.6

资料来源：德意志银行研究，“亚洲债务能够持续吗？”，市场问题，1998 年 5 月 25 日。

E. 危机的社会后果

东亚的金融危机和所采取的对策对经济增长和发展产生的不利影响，正在证明比原先预料的要大得多。在国际货币基金组织/世界银行于 1997 年 9 月在中国香港举行的年会上，人们普遍认为，亚洲金融市场正在遇到的麻烦并不严重，只会造成暂时的挫折。例如，1997 年 10 月，在泰国货币崩溃之后两个月，货币基金组织的《世界经济展望》曾预计，这些麻烦只会使该区域的增长略微减慢(表 33)。然而，在不到三个月时间里，货币基金组织调低了估计数字，并且在 1998 年 5 月进一步调低了估计数字。一些机构目前(1998 年 6 月)所作的预测将前景描绘得更加暗淡。对这场危机可能持续的时间所作的初步估计也证明是过于乐观了。货币基金组织一开

始曾估计受影响的国家到 1998 年就能摆脱危机,但现在估计这些国家至少要到 2002 年才能摆脱危机。

表 32

1995-1998 年一些亚洲国家的利息在国内总产值中所占的百分率				
	1995	1996	1997	1998 _{a/}
外债利息支付				
印度尼西亚	3.4	3.2	4.0	9.5
马来西亚	2.4	2.3	2.7	3.9
菲律宾	3.2	2.9	4.3	4.6
大韩民国	1.2	1.2	1.5	3.1
泰国	2.6	2.9	3.6	4.9
内债利息支付				
印度尼西亚	7.0	7.5	16.5	31.7
马来西亚	8.9	11.5	13.7	17.9
菲律宾	9.7	11.6	15.8	13.0
大韩民国	19.0	19.5	30.1	42.8
泰国	12.6	11.4	21.0	26.7

资料来源: 见表 31。

a/ 估计数。

在经历了数十年的收入增加和生活水平的提高之后,受金融危机影响最重的亚洲国家的家庭收入下降,失业人数急剧增加。所有收入组别都受到了影响,富人也不例外,由于股票和不动产价格下跌,后者的财富净值下跌。不过,尤为令人关注的,是失业对低收入城市工人造成的影响以及城市和农村的贫困者又一次遭受的影响。

经济收缩程度越严重,经济恢复拖得越久,新加入贫困者行列的人摆脱贫困,恢复原先的职业和生活水平的可能性就越小。如果小学入学率下降,儿童营养不良问题更加严重,人力资源所受到的影响就可能甚至波及下一代成年人。

失业现象并不仅限于债务负担沉重的面向出口的制造公司和建筑部门,为国内市场提供服务的公司的失业现象也很严重,这类公司内债负担沉重,而且受到国内

金融关系崩溃所产生的影响。这些公司一般是制造或服务部门的劳动密集型企业，曾经通过吸纳大量技术程度低的工人来帮助减轻贫困，这些工人有许多来自农村。食品价格的上涨和社会开支的减少进一步恶化了社会条件，使得一些有关国家的贫困现象加剧。

表 33

一些东亚国家或地区 1998 年的国内总产值增长预测						
国家/地区	货币基金组织《世界经济展望》				SSB a/	
	1997 年 5 月	1997 年 10 月	1997 年 12 月	1998 年 5 月	1998 年 6 月	贸发会议
中国	8.8	9.0	7.5	7.0	6.0	6.0
中国香港	5.0	5.0	4.1	3.0	-2.0	-2.0
印度尼西亚	7.5	6.2	2.0	-5.0	-14.0	-12.0
马来西亚	7.9	6.5	2.5	2.5	-3.0	-2.5
菲律宾	6.4	5.0	3.8	2.5	0.8	1.0
大韩民国	6.3	6.0	2.5	-0.8	-6.5	-6.0
新加坡	6.6	6.0	6.2	3.5	0.9	1.0
中国台湾省	..	3.0	..	5.0	4.8	5.0
泰国	7.0	3.5	0.0	-3.1	-8.7	-8.0

资料来源：货币基金组织《世界经济展望》，暂时的估计(Interim Assessment)，各期。

a/ 设在中国香港的投资机构 Salomen Smith Barney 所作的预测，法新社，1998 年 6 月 12 日报道。

从表 33 中可以看出，到目前为止遇到最严重危机的国家是印度尼西亚、泰国和大韩民国。这些国家就业和社会条件的恶化导致了社会动荡，大韩民国的工人举行示威游行，印度尼西亚发生了骚乱，骚乱造成 1,000 多人死亡。

由于经济衰退程度严重，人口多，人均收入低，印度尼西亚目前受到很大的打击，该国就业不足和贫困的增加程度将比以往任何时候都高。卢比的崩溃和通货膨胀的加速(1998 年可达到 80%以上)进一步恶化了社会条件，削弱了购买力，并使储蓄的实际价值减少。如果数百万印度尼西亚工人被从马来西亚和新加坡驱逐，致使印度尼西亚经济不得不吸纳这批工人，该国群众的生活和该国社会将遭受更大的压

力。此外，印尼籍华裔公民如果再次受到种族敌对行为的伤害，危机就会进一步恶化，对经济恢复至关重要的今后的国内私人投资将受到阻碍。

结合上述考虑，印度尼西亚中央统计局预测，1998年失业人数可达1,500万，占劳动力的17%。由于失业救济方案缺乏，多数被解雇的工人将转向非正式部门，以寻求生计，而不是无限期地处于失业状态。由于经济收缩程度很严重，贸发会议秘书处估计，到1998年底将陷入贫困状态的印度尼西亚人在人口中所占的比例将比1996年增加50%。

其他亚洲国家遭受的影响虽然没有象印尼那样严重，但失业率也上升到了创记录的水平。具体来说，泰国的失业率由1997年占劳动力的5.4%增加到1998年2月的8.8%。到目前为止，受影响最大的部门是建筑部门，该部门由110万工人被解雇。这些人大约有一半来自缅甸，并且已被从泰国赶回缅甸，余下的工人多数是泰国人，他们多数已经返回农村原籍地谋生。贸发会议秘书处估计，由于就业机会丧失，农村和城市失业人口增加，城市工人给在农村的家庭的汇款减少，到1998年底，贫困者在泰国人口中所占的比例将增加大约三分之一。家庭收入的减少使得家庭更加难以负担子女的学费，因此，据报道，泰国小学的失学人数与一年前相比几乎增加了两倍。

大韩民国的就业条件也严重恶化。截至1998年6月，失业率为7%，而1997年10月则为4.4%。有三类工人受危机的影响最大。第一类是建筑部门的工人，该部门的就业率在同期内下降了22%，而制造业则为14%。第二类是中小企业的零散工人，这类企业同财阀(chaebols)公司的多数企业不同，很难获得贷款，因而正在迅速破产。第三类是女性雇员，有大量女性雇员首先被解雇。除了失业率上升以外，实际工资减少2.3%，原因是加班费和年度奖金被削减。今后几个月中，形势将明显恶化，到1998年底，失业率可能达到10%，因为最大的30家财阀企业中有12家公司计划裁减20-50%的员额，而且政府打算在不久的将来削减10%的公务员。随着越来越多的工人为了保住自己的工作而选择削减工资，实际工资还可能进一步减少。

由于失业救济方案的存在和扩大，这场危机给大韩民国造成的社会影响得到了缓解，但是印度尼西亚缓解的程度却要低得多，后者作为一个较为贫困的国家，所实行的安全网措施极为有限，泰国的缓解程度也要低得多，该国几乎没有保护失业者和就业不充分者的方案。以往在安全网应付措施方面的乐观态度和准备不充分是

可以理解的，因为有关政府长期以来一直合理的认为，快速、持续的经济增长本身会提高收入，减少失业并减轻贫困。

在经济产出恢复之前，有必要采用安全网来抵御危机对人口中的易受打击者和贫困者造成的影响。在印度尼西亚，国际社会正在为此安排提供 10 多亿美元的短期人道主义援助。这项一揽子援助计划将包括：执行一项公共工程方案，吸纳被解雇的城市工人，进口大米和药品，稳定工资承受得起的价格并满足基本需求，提供技术援助，以促进农村发展。这几项内容应当证明有助于减轻危机对贫困者的影响。另一项有利措施是扩大为小企业家执行的微型信贷方案，这尤其是因为此类做法和公共工程项目不同，既能使男子参与并从中得益，还能使妇女参与并得益。

然而，安全网措施在缓解社会困难方面发挥的作用很小，而且是暂时的。这些措施决不是解决社会危机的长期办法。要扭转经济收缩造成的不利影响，并使失业和贫困程度再回到危机前的水平，恢复高速、持续增长是必不可少的。在这方面，坚持提高国内利率并平衡预算产生了和期望相反的效果。为了克服财政困难并恢复国内需求，有必要实行增加国内开支和降低利率的政策。如果不这样做，该地区的经济就会继续萧条，因而对该地区的社会和政治稳定造成影响。

F. 结论：危机和亚洲发展“模式”

正如已经指出的，一些西方评论家认为，东亚的危机是由有关国家的结构和体制性缺陷造成的，这些缺陷来自经济运行的环境。概括而言，有两个原因被视为该地区金融危机的根源：政府和企业界关系密切，市场出现扭曲，使企业不受竞争力影响和市场纪律的约束。一些评论家甚至表示，这场危机标志着“亚洲发展模式”的终结。虽然他们承认，这一“模式”在实现前所未有的快速的工业化和增长方面以及在消除贫困方面极为成功，但他们认为，这一模式现已过时，而且已经抵挡不住全球市场力量，正如西方的自由市场资本主义战胜了中央计划经济那样。

无疑，东方的经济运作和企业运行的方式在相当大的程度上不同于“西方模式”。但是，本章提出的分析表明，东亚的危机在基本特点上和在各种机构性和社会经济体系之下组织起来的发达国家和发展中国家所经历的危机并没有不同之处，和在西方也没有不同之处、英美模式之下运行的国家所经历的危机。这场危机是自《布

雷顿森林协定》瓦解以来，并且随着浮动汇率的采用和金融资本不加约束的流动，不断在发生、而且频率在增加的一系列危机中的又一场危机。

此外，东亚经济在体制和经济结构上有很大的不同。¹⁰ 的确，在这场金融危机之前，人们倾向于区分东南亚发展模式和东北亚国家或地区(日本和第一批新兴经济，中国香港除外)所采用的发展模式，并将前一种模式推荐给其他发展中国家以供仿效，理由是前者依赖干预主义政策较少，而依赖保守的宏观经济管理以及自由贸易和直接外资政策较多。¹¹ 值得注意的是，两个“干预主义”经济——新加坡和中国台湾省——都没有经历严重的货币动荡和金融危机。尽管这两个经济和依靠强有力的贸易和金融纽带而同该地区建立起联系的许多其他国家一样，遭受了外部效应产生的影响。在东南亚，印度尼西亚和泰国面临的问题与马来西亚所面临的问题又有很大的不同，后者推行了似乎比前者更为积极主动的政策。

如同发展中国家前几次金融危机和货币混乱崩溃一样，东亚的这场危机的前奏是金融自由化和放宽限制，这在某些情形中在很大程度上偏离了以往的做法。从这一意义上说，根本问题并不是政府的干预和控制太多了，而是太少了。世界银行总经济师 Joseph Stiglitz 提出了类似看法：

一些理论研究者针对目前困扰东亚的问题指出，国家进行积极干预的制度是问题的根源……但是，我认为，目前的问题的根源总的来说并不是政府做的太多，而是政府做的太少了……问题并不是政府对信贷的指导有失误，而是政府缺乏行动，低估了金融管理和对公司的管理的重要性。

东亚的危机并不能用来反驳东亚奇迹。华盛顿协商一致意见这种教条式的看法，并不能为理解东亚经济的成功和它们目前遇到的麻烦提供正确的框架。对付东亚的危机的手段以这种对世界的看法为基础，就很可能至少存在很大的缺陷，甚至可能产生和希望相反的效果。¹²

背离过去的做法这一点就大韩民国来说特别明显，该国同日本和中国台湾省一道，曾普遍被视为现代工业化最为成功的“模式”，而当时人们持这种看法所依据的特点目前被认为是危机的根源。但是，造成该国危机的主要根源并不是该国追求这种“模式”，而是该国偏离了这一模式。此种偏离似乎发生在两个至关重要的方面：对外部借款的控制和国家对私人投资的指导。该国在战后的工业化进程中，利用外资主要是通过向国际银行借款，但这几乎是一律必须得到政府批准和担保的。另一

方面，尽管私人投资是工业化的推动力，但政策总是在协调投资决策方面发挥着重要作用，这样做是为了避免出现过分竞争和生产能力过剩。放弃这种协调似乎是分配失当和过分投资的主要原因之一，同时，政府放弃对金融部门的管制这一点造成了该国易受外债挤兑影响和该国货币受到打击这一结果。

取消这些领域的制约和平衡证明对有关公司投资和资金的传统的机构安排是极为不利和有害的。公司的杠杆作用很大，这是造成战后增长和积累迅速的主要因素之一，¹³ 但这一点在下列情形中证明是极为有害的：公司可以在不受传统的监督和控制的情况下到国外筹集资金，将借入外债和贷出内债视为致富捷径，即便没有与国内最后贷出者相对应的国际机构来解决清偿困难。因此，这一问题与其说和杠杆作用有关，不如说与自由化有关……印度的例子很好地证明了这一点：在印度，一些最大的公司在很大程度上都采用国际标准，但由于该国在资本帐户自由化问题上采取了渐进和谨慎的作法，该国经济没有遇到东亚金融场所遇到的危机。¹⁴

至于第二批新兴经济国家，当时尚无定论，即使在危机的首批信号显现之前也是如此。正如贸发会议秘书处在《1996年贸发报告》和其他文件中较为详细探讨的那样，¹⁵ 这些国家在执行更为自由的政策的同时，极为成功地调动了本国资源并建立了具有竞争力的资源和劳动密集型工业。据认为，此类政策在出口促进的初步和较为容易的阶段的确是恰当的，但这些政策已经到了极限，因而需要采用北方邻国实行的那种战略，只有这样，才能在工业化和发展方面取得进一步进展。紧接着结构性困难而来的是金融自由化，这种自由化使这些国家更加依赖外来资源，因而更容易受国际金融形势动荡造成的影响。泰国的情况也许最能说明这一点，在该国，国际金融机构的设立(上文C节对此作了讨论)，金融部门的自由化以及取消对房地产投资的管制等，是造成危机的关键因素。

《1997年贸发报告》发表了这样一种看法：现代工业化的成功例子的特点是对利润和融入全球经济进行管理的方式。这是从日本和第一批新兴经济的战后经验中得出的主要教训之一。亚洲危机的主要教训使这一结构不会动摇：一旦在资本和融入的管理方面缺乏果断、有利的政策，国际金融就可能对一国经济造成无法估量的损害。预防和更好地管理这种危机方面的国家政策自然还有相当大的改进余地。但是，这些危机属于系统性问题，因此，还需要在全球一级采取行动。下一章将论述这些更为基本和系统性的问题。

注 释

¹ 但是，外来资本开始撤走的时候，面值为皮索的étes 都按照美元指数兑换为 tesobonos。

² 贷款几乎都是通过贷款联营组织核发，其中 53%是由美国商业银行在 1974-1977 年间承办的，1978-1982 年间核发的占 39%。1981 年有 50%以上贷给私营部门借款人，1979 年的相应数值为 45%。美国银行贷出的款项约有三分之二贷给私营部门借款人。1983 年是进行债务整顿的第一年，由政府担保的贷款增加到三分之二，后来在 1985 年达到 85%。例如，阿根廷的报告指出，1979 年外国银行有风险贷款总额的三分之二贷给了私营部门的借款人，1982 年的相应数字为 75%，1986 年这一数字少于 25%。私营银行国有化导致政府贷款统计办法的一些改变；见联合国跨国公司中心，《跨国银行与国际债务危机》(联合国出版物出售品编号：E.91.II.A.19)，1991 年，纽约。

³ M.AHMED 和 L.SUMMERS，“债务危机十周年报告”，金融与发展，第 29 卷，第 3 期，1992 年 9 月。

⁴ 根据世界银行的分类，印度尼西亚才是“严重负债国”，马来西亚、菲律宾和泰国只是“中等负债国”，见世界银行，《1998 年全球开发资金》(华盛顿哥伦比亚特区，1998)，PP.65-73。

⁵ 见 1996 年贸易和发展报告，表 11。

⁶ 世界银行，同前，P.33。

⁷ 在这方面，某些案例没有关于产业集团统一会计办法的明确规则，这一点特别值得注意。

⁸ 国际金融研究所，“资本流入新兴市场经济”，华盛顿哥伦比亚特区，1998 年 4 月 30 日，P.5,表 4。

⁹ J.M.Boughton，“从苏伊士到特基拉：货币基金组织作为危机管理者”，货币基金组织工作文件第 97/90 号(华盛顿哥伦比亚特区：货币基金组织，1997 年)。

¹⁰ 结合贸发会议对东亚工业化问题的研究编写的一些论文讨论了东亚经济的共同和不同的特点；《发展研究学报—东亚发展专刊：新视点》，第 34 卷，第 6 期，1998 年 8 月。

¹¹ 世界银行，《东亚奇迹：经济增长与公共政策》(牛津：牛津大学出版社，1993 年)，关于对这个问题的讨论，见 Y.Akyuz 等，“对东亚发展的新视点”，载于前一注释中提到的《发展研究学报》的专刊。

¹² J.Stiglitz，“更多的手段和更广泛的目标：走向达成华盛顿协商一致意见以后的时代”，1998 年 WIDER 年度讲座，赫尔辛基，1998 年 1 月，p.3。

¹³ 见 R.Wade 和 F.Veneroso, “亚洲金融危机: 货币基金组织战略的高债务模式与未经认识到的风险”, 第 128 号工作文件(纽约: 罗素圣贤基金会, 1998 年)。

¹⁴ 见 A.Singh, “亚洲资本主义与金融危机”, 全球稳定与世界管理会议上提交的文件, 鲁宾逊学院, 剑桥, 联合王国, 1998 年 5 月; 并见 J. Glen 和 R. Matthias, “新兴市场的竞争力有多大? 对 9 个新兴市场中公司利得率的分析”, 货币基金组织研究部讨论会上提交的文件, 华盛顿哥伦比亚特区, 1998 年 7 月。

¹⁵ 见前面提到的《发展研究学报专刊》。

第三章附件

布雷顿森林会议之后的三次金融危机

一、南锥体的经验

拉丁美洲南锥体国家 1970 年代末和 1980 年代初的情况(尤其是智利在这一阶段进行的试验)和东亚最近的金融危机有着许多相似之处:由最近被取消了的管制的银行作为中间机构,从海外借贷大量外币,而没有对固定汇率条件和很大的利息差额作充分的监督,最终引起了大量破产,以及金融和外汇危机。¹

在智利,自由化进程始于 1974 年,通过得到慷慨的信贷安排支持的拍卖,完全国有化了的银行重新归私人所有。为了消除对金融的抑制,利率被开放,准备金需要量被削减,新建立的金融机构可以不受任何限制地开展业务活动。尽管主管机构早些时候曾宣布,不办理存款保险,并且将不采取任何救援措施,但 1977 年,当一家重要银行遇到严重困难时政府尽力作了干预,并使存户和银行都摆脱了困境。

1979 年,这一试验出现了另一个转折,当时,比索对美元的名义汇率被固定,对自由兑换和资本流动包括私人海外借贷的限制被放松。货币基金组织一位高级官员当时提出了放松这些限制的依据,他指出:

就私营部门而言,我认为,除非政府干预偿还额的转移或采取其他明显不恰当的政策,内债和外债之间的差别,如果有,也是不大的。与国外借款相关的汇率风险估计已被考虑在内,与借款相关的其他风险也不例外,不论这种风险来自国内还是国外。一般来说,私营公司自然会仔细评估同成本净值相比将从资金借款中获取的纯收益,因为这关系到这些公司的生存。²

1981 年,资本流入量猛增,而且实际汇率迅速上升。这是一个急剧抬高美元利率的时期,这一时期可能出现资本外流,但国内实际利率却超过了 30%,这是因为,鉴于货币增值,消费增加以及金融和不动产方面的高风险投资造成了国际收支经常项目逆差的迅速上升,货币政策没有放松,随着进口消费品的猛增,贸易逆差由 1979 年的 3.5 亿美元增至 1981 年的 27 亿美元。为了降低筹资成本,国内借款人迅速由比索贷款转向美元贷款,他们指望国际利率会比国内利率降得更快。流入的资本主

要是国际银行提供的美元贷款。这些贷款多数为由刚刚私营化的银行转贷给本国借款人的美元贷款：1981年，当地银行贷给建筑部门的美元贷款增加了280%，而比索贷款只上升了13%。增加的贷款多数用来为购买正在私有化的公有资产供资。多数经济部门的银行债务与收入的比率猛增至50%以上，大型集团公司债务对产权比率超过了90%。

汇率制度于1982年崩溃。当1980年外国贷款开始迅速增加的时候，金融系统很大的一部分已经丧失偿债能力。1981年，政府清理了三家商业银行，四个金融机构和一家开发银行，这些银行和机构占贷款总数的35%。1983年，又有八家银行被中央银行接管，这八家银行的贷款占金融系统贷款的45%，到1988年，中央银行接管的无法偿还的银行贷款大约相当于国内总产值的20%。只有一家商业银行在没有得到政府支持的情况下渡过了难关。只是到了这时，人们才开始认真考虑如何对银行系统进行谨慎的监督和管理这一问题。

二、美国的金融和不动产危机以及债务紧缩

美国的利率的急剧上升在1980年代初给拉丁美洲的借款人造成了困难，也给美国的储蓄贷款协会造成了困难。³ 由于使得联邦储备机构有权限制存款利率的《管制条例Q》逐步废止，从1980年起，银行间以及银行和其他机构之间吸引存款的竞争加剧。随着竞争将存款利率抬高，储蓄和贷款协会剩下的是大量利率很低的30年期固定利率抵押贷款。因而，这些机构多数很快就会失去偿付能力，它们面临着这一选择：要么提高存款利率，使其高出他们提供贷款所得的利率，要么眼看着存款枯竭，直到他们再也没有流动资金来应付提款。因而，这对解除对资产负债表的资产部分的管制形成了压力，最终造成过度冒险和过度举债。国会赋予储蓄和贷款协会更大的自由，使其能在收益更大的新的活动领域开展经营活动，包括非投资级(高风险)债券、期货和约定购买权合同、商业不动产贷款、消费和信用卡贷款等，同时，享受联邦存款保险担保的最低存款数额有了增加。实际上，新立法等于鼓励储蓄和贷款协会通过投资于高风险、高收益资产来摆脱困境。

这就为欺诈行为和道德风险的出现提供了可能性。由于多数储蓄和贷款协会都已经不具备偿还能力，它们求得生存的唯一可能性是进入高风险活动领域，所需资

金来自存款，存款获得担保的上限现为 10 万美元，但不再受最高利率限度的约束。投资银行很快出现了有担保的存款经纪人这一有利可图的行业，这些经纪人向储蓄和贷款协会提供一笔笔 10 万美元的由联邦机构担保的资金，储蓄和贷款协会转而将这些资金投入高风险项目。商业银行、退休金基金和保险公司等都在提供收购、开发和建筑贷款方面仿效储蓄和贷款协会的做法，这些贷款引起了房地产市场的高风险投资。在始于 1983 年的恢复时期内，还通过向消费者提供贷款，并通过为兼并和收购提供杠杆作用很大的资金来为替代性经营活动提供机会。

在这一过程中，公司和消费者将其所欠债务提高到了前所未有的水平，同时，金融机构增加了对风险资产的贷款。因而，公司和家庭的收入和开支变得越来越容易受利率的影响。因此，随着联邦储备委员会在 1987 年股票市场崩溃之后为了遏制资产价格膨胀而开始收紧货币政策，出现了经济衰退，这是战后最严重的衰退之一。房地产价格的下跌造成了资本损失和大量机构失去偿付能力，削弱了银行贷款以及公司和消费者开支的意愿和能力。不过，针对金融体系和经济疲软这一情况，短期利率在 1990 年代初被降低，从实际值来看几乎降至负数，从而不仅使银行而且也使公司和家庭摆脱了困境，使其能够实现收益，并且以特别低的偿还利息的成本来为偿债重新筹措资金。这最终使证券市场兴旺起来，从而降低了长期利率并有助于恢复资产付债状况的平衡，从而使经济呈现强有力的恢复势头。

美国的金融自由化方面的经验可以使人受到一些很大的启发。首先，美国的事例证实了从智利的经验中得出的教训，即，必须在加快放宽对存款机构的限制的同时实行恰当、谨慎的管理。其次，美国的经验表明，尽管存款保险极少在最初造成使银行陷入困境的道德风险行为，但一旦银行发觉自己陷入困境，存款保险的存在就能引起此种行为的发生；接着，由于不再有任何下降的风险，此种保险会造成极大的额外损失。恰当的对策并不是取消保险，而是确保立即予以关闭，这样，无偿还能力的银行就无法利用存款保险从事投机活动，指望收入会回升，这一点现已成为联邦正式的谨慎管理措施的一部分，这些措施为迅速关闭或接收陷入困境的银行提供了准确的指导方针。

最后，1990 年代初执行的政策可起到示范作用，因为这些政策处理了债务紧缩问题，从而使美国经济在战后的恢复期成为最长的之一。

三、欧洲货币体系的货币危机

和亚洲危机一样，1992年发生的迫使意大利和联合王国退出汇率机制的欧洲货币体系危机，是受到面对利率差额以及固定汇率和国际收支更加失衡条件下的资本收益前景而出现的大规模短期套汇资金流动驱使的。套汇资金的外流是由欧洲汇率的上升和德国利率的上升触发的。这场危机的直接表现是：使意大利里拉贬值的决定导致了大量对英镑的投机活动，这些活动最终使这两种货币退出汇率机制，间接表现是，1993年夏季出现了对法国法郎的投机活动。此外，这场危机还牵涉到解除管制，因为于1991年意大利取消了所有剩下的对资本帐户的限制，并采用了狭窄的波动范围。

由于1987年之后汇率相对稳定，人们普遍预计，当时采用的汇率机制汇率将保持稳定，并将成为经济和货币联盟第三阶段中单一欧洲货币的确立所需的折算率。在意大利和联合王国的高通货膨胀率、高增长率的经济中，这一时期的汇率稳定是通过实行严格的货币政策来实现的，这些政策造成了同欧洲其他国家尤其是德国之间的极大的利率差值。这就引起了大量的资本流入，这些资本来自德国和美国提供的低息贷款。这些流入的资本最初主要由美国银行提供，这些银行还估计，共同货币的确立会使利率呈现下降的趋同趋势，因而使其持有的意大利和英国证券产生资本收益。因此，和东亚不同，银行贷出的是本国货币，目的是获取预计的资本收益。另一方面，汇率风险预计较小，因为欧洲货币体系总是作“范围内”的调整，可能出现的最大幅度的汇率浮动将不到4.5%。

美国银行还在这些高收益市场投入借贷的美元资金，但是，由于美元与欧洲货币的比价是自由浮动的，因此，货币风险更大。然而，由于防范里拉贬值的套期保值有困难，还由于差额数目极大以及美元疲软，最初没有对这些头寸作套期保值，随后通过德国马克作了套期保值，以防范美元的升值，这样做基于这一推测，即里拉/德国马克的汇率偏离的幅度不会超过4.5%这一狭窄汇率浮动范围。对英镑可作直接套期保值。

利率差额引起的大量资本的流入和资本收益的前景加强了里拉和英镑的地位，而且，储备的大量增加使人们相信这些货币是稳定的。然而，由于通货膨胀差额，也引起了实际增值和国际收支经常项目的逆差增加。1992年初的情况表明，外部逆

差的增加已无法维持，而且有大量资本流出意大利。美元的持续贬值使竞争力遭到更大程度的丧失，同时，由于联邦银行决定提高利率，套汇收益的吸引力下降。以下一种看法越来越为人们所接受。即，需要对里拉作大于传统的“范围内”规定的调整，调整幅度或许为 10-15%。随着意大利的储备减少，各市场于 1992 年 9 月迫使里拉贬值，结果出现一种证明无法维持的汇率，贬值压力迅速波及到了英镑，意大利和联合王国接着宣布暂时退出汇率机制。和东亚不同的是，这两国依靠出口的强有力的增加，很快实现了复苏，利用在货币政策方面得到的余地降低利率，使其低于德国的利率。⁴

注 释

¹ 关于这一试验，见 C.Diaz-Alejandro, “告别金融抑制，迎来金融危机”，《发展经济学报》，第 19 卷，NO.1/2, 1985 年；S. de la Cuadra 和 S.Valdes, “智利金融自由化的神话与事实”，载于 P.L.Brock(编)，《如果德克萨斯州象智利那样：银行改革入门》(旧金山：当代研究出版社，1992 年)；并见 R. Ffrench-Davies, M.Agosint 和 A.Uthoff, “智利的资本运动，出口战略，和宏观经济稳定”，载于 R.Ffrench-Davies 和 S.Griffiths-Jones, 《治理资本巨浪：资金回到拉丁美洲》(博尔德，科罗拉多：Lynne Rienner 出版社)。

² 这番话是由当时的货币基金组织西半球司司长 A. W. Robichek 说的，Diaz-Alejandro 作了援引。

³ 关于对这次危机的较为详细的讨论，见《1991 年贸发报告》第二部分第二章；《1992 年贸发报告》第二部分第二章，以及《1994 年贸发报告》第二部分第二章。

⁴ 关于对这些动态的进一步讨论，见《1993 年贸发报告》第二部分第一章和《1994 年贸发报告》第二部分第二章。

第 四 章

金融危机的管理和预防

A. 导 言

本章讨论有关金融危机的管理或遏制和可能有助于预防金融危机的政策关键问题。在此，需要将银行危机(其中经常包括向银行业的某些部分被挤提存款)和货币危机(涉及到居民和非居民抛售本国货币)这两者加以区分，尽管这两者可能相联，而且(如第三章所述)在发展中国家通常都是密切相联的。就银行危机而言，不可能从概念上合理地把管理与预防区别开来，例如，加强财务条例和监督的力度显然就是要同时达到这两个目标。第三章和第四章主要侧重于在货币受到冲击时银行系统同时也受到威胁的危机。在这类情况下，将管理有别于预防是有益处的。随后关于危机管理和解除的一节讨论的是，为了制止或扭转货币冲击以便将由此而造成的损害压缩在国内经济范围之内而可予采取的应对政策。

在危机管理之下处理的议题是，宏观经济政策、储备管理和信贷准入、国际最后贷款者的供资、以及对债务国实行的国际暂停偿债和整顿程序。由于依靠受冲击债务国的国内政策和目前已经到位或有理由指望的外部供资安排代价甚高，结果不明，因此，对刚才提到的后两种方法给予了特别注意，即暂停偿债程序和整顿程序。

预防危机的措施可在全球、国家或区域各级实行，本文采用的处理方式是，在顺序与此大体相同的标题之下一一阐述各项政策和建议。但是，所阐释的政策和建议并非始终丝毫不差地合乎这一规律。例如，全球监察显然属于所述三个档次的第一档，区域协商和协作属于第三档。但就其他一些措施而言(如财务条例、管制国际贷款和证券投资、资本管制和汇率政策)，虽然通常是在国家一级采取行动，但近年来，这类措施越来越多地成为全球或区域主动行动的话题，因为国家一级的措施具有重大的跨界外溢作用，引起一些搭便车、占便宜的问题(一国因其他国家遵守它自己不遵守的规则、标准或准则而占尽便宜)，或限制了国家政策的自主性。如下所述，对于有关财务条例和监督的国际行动，对于防止货币市场混乱和竞相将货币贬值的区域和全球多边合作而言，前两类考虑尤其重要。在第三类考虑的推动之下，为现行国际交易建立了全球性货币兑换制度，也推动一些较小的国家集团为消除资本交

易受到的限制商定了多种制度。世界贸易组织的国际商品和服务贸易制度体现了所有这三类考虑，它的各项协定中含有为处理其中每种考虑因素之下的问题而作的明文规定。

B. 金融危机的管理和解除

1. 急于脱身的债权挤兑

尽管发展中国家的每场金融危机各不相同，但都有一个共同点：投资者和债权人蜂拥抽资，引起金融恐慌。事实上，无论金融危机的直接原因或引发货币冲击的事件是什么，发展中国家的国际投资者和债权人不但在投资或放款方面，而且在抽资方面都经常表现出羊群般的行为模式。在 1980 年代的债务危机期间，各国际银行大规模削减了对主权债务国的放款，而在 1994-1995 年的墨西哥危机期间，国际债权人抽资风潮的表现形式是，迅速变现政府债券并将收益兑换为美元。同样，在较为近期的东亚风暴中，短期贷款的延期遭到拒绝，加上未作套期保值的债务人企图躲避汇率损失，是使这场危机愈演愈烈的主要原因。

债权人对债务人的资金困难反应过度往往被解释成一种集体行为问题。虽然如果债权人都继续延长对债务人的到期债权作为整体而言会获利更多，但是，各个投资者总有一种急于脱身的冲动。如果拒绝延长到期债权的债权人超过一定数目，一个通常能够生成足够资金为全部未偿债务还本付息的债务人就会面临清偿手段问题。在得不到流动手段的情况下，债务人就会被迫收缩经营项目或赔本出售资产，这反过来又会减少其收入和财产，使还本付息的能力进一步受到限制，从而使债权人作为一个整体的利益受到损害。从这个角度看，债权挤兑反映出的是，市场未能通过协调各个单项决定造成一种对债务人和债权人都有利的优良结果。

因丧失信心引发的国际债权人普遍性债权挤兑所造成的后果比国内债务人的债权人进行债权挤兑的后果严重得多。此种行为可通过改变关键资产价格、利率和汇率很容易地把清偿手段问题转变成为普遍性的资不抵债和违约拖欠问题。如果没有大量储备金或得不到国际流动资金，一个发展中债务国按照要求偿付所欠全部短期外债的能力，不会比一家银行应付存款户挤提的能力更强。在外债是以本国货币为面值的直接证券的情况下，如墨西哥的国库证券(cetes)和国库债券(tesobonos)，债权

人会直接索取外汇。就银行放款而言，外国债权人撤销贷款可能会引发未经套期保值的债务银行和企业纷纷购入外汇以求偿债或保护自己未结清的期货合同。这种行为反过来会压低本国货币的价值，提高利率，使得债权人更难以还本付息，被迫变卖资产，进而加深债务通货紧缩进程。不仅是国际债务人会因此而受到伤害，还将发生更广泛的宏观经济后果，包括就业和产出的锐减。

汇率和资产价格受到的进一步压力还会源于另外两个方面。第一，居民表现出逃避本国货币资产的倾向，而且，在经济美元化和可以方便地获得外汇资产时这很容易做到。第二，在外国债权人进行债权挤兑的同时，还往往发生非居民抽逃持有的非债务票据，尤其是逃离产权投资市场。由于这类投资者在变现手中的股票、债券时面临价格下跌，货币市场上的抛售压力就会减弱。另外，由于他们还会受到贬值带来的损失，撤资的吸引力也可能会较弱。然而，投资者的过度反应仍然可能夸大产权市场与货币市场之间不利于稳定的种种反馈。实际上，在发展中国家近期的一幕幕金融危机当中，产权价格下滑与汇率暴跌之间有着非常密切的关联，在东亚，这种关联尤为明显。

从理论上讲，有四条防线可用来对付债务国货币受到的大规模冲击：

- 用以恢复市场信心和制止挤兑的国内政策，尤其是货币和利率政策；
- 通过保持充分的外汇储备和贷款限额做好套期保值；
- 利用某一国际最后贷款者办法取得必要的清偿能力；
- 单方面暂停偿债及实行汇况管制，并为有条理地进行债务整顿开始谈判。

后三种机制不仅影响到危机管理，而且也由于阻遏货币挤兑而影响到债务危机发生的可能性。单方面暂停偿债的威胁还可能减少短期资本流入量，从而缓解对外金融脆弱性的形成。

以下各节讨论的是建立和(或)利用此种机制的可行性和代价及收益。对债权挤兑的政策反应一般而言已经证明是无效的，而为了顶住投机行为的冲击而积累储备代价极高，难以实行。另外，建立一个国际最后贷款者办法为顶住某种货币受到的此类冲击提供一种必要的清偿力，也有着重重严重困难。应付这类冲击的一种有效方法是，建立一个暂停偿债和整顿债务的国际框架，防止清偿手段危机演变为完全丧失清偿力。

2. 货币政策和市场信心

利率差值无疑是国际资本流量的一个重要决定因素。如果其他条件不变，提高国内利率将能增加在外币市场套汇的获利率，从而刺激资本的流入量。而且，当某些宏观经济不平衡引起货币压力的威胁时，提高国内利率还可表现出政策制定者决心消除此类宏观经济失衡状况，如国内开支过多和出现巨额的对外收支逆差。在这类情况下，限制性的货币政策和较高的利率可发挥稳定资本流量的重要作用。

然而，如东亚的事态所示，在金融市场发生恐慌时，货币紧缩和提高利率可能对资本流量产生的种种效应差异甚大，因为这对信贷风险产生了强大的影响。外国贷款的撤资和货币抽逃的开始首先是因为贷方和投资者不再指望自己的资产能够获得收益。利率的提高只不过说明借贷信誉的下降和违约拒付的风险增加，而针对风险加以调整的预期回报率将会随利率的抬高而趋于下降。

对于持有美元债权的国际贷方，债务国国内利率的提高不会改变其资产的回报率。但由于这会增加其债务人的资金困难，减少其收入和净资产，也就会加大违约拒付的可能性。因此，提高利率不会刺激外国的贷方延长现有贷款的期限或提供新的信贷。

另外，对于因估计会发生大幅贬值而引发的资本逃入外币的现象，高利率并不总能起到有效的抑制作用。即使是两位数的利率，如果人们认为这种利率在政治上难以为计，就象 1992-1993 年欧洲货币体系危机过程中在一些欧洲国家所发生的那样，而且国内资产拖欠风险很高，那么就仍然无法说服人们把资本留在以本国货币为面值的资产当中。

货币紧缩和高利率如果能够坚持实行，就会加剧债务人的各种困难，加快破产和清偿能力的丧失——也就是，通过少出售、而不是多购买本国货币，从而最终肯定能使货币稳定下来。随着债务通货紧缩和衰退的深化，债务人的偿付能力越来越低，无力筹措资金购买外汇用以偿债或针对汇率风险套期保值。然而，市场将会由于压缩经济和增加拖欠而不是吸引外国资本回头而获得稳定。

除了紧缩货币难于抑制自我形成的债权挤兑之外，从经济上看，以提高利率为代价维护汇率也没有多少理由。贬值往往首先伤害在资产与负债中货币配置不当不当的人，这种配置不当反映的往往是投机行为。相比之下，提高短期利率也会使债

务期配置不当的国内投资者受到打击。另外，各商品交易部门因高利率受到的损失甚于贬值带来的损失，要想立足于扩大出口、而不是压缩进口来进行收支调整，也就更难了。

3. 储备政策

有时人们提出，债务国应当保持适足的储备金以履行短期偿债义务，以求避免在遇到外国贷款和投资大规模撤出时发生货币风暴。主张这种政策的人都引证具有大量储备金的国家或地区(例如中国、中国台湾省、中国香港)的经验，在这方面认为，大规模的储备还能对威胁货币的投机性冲击起到威慑作用。

但是，举债建立大量储备与通过贸易顺差逐步积累储备有着截然不同的后果。建立此种储备的一种方法是，封存流入资本的一大部分，即通过发行国内债券购进收益。但是，这种战略存在着一定程度的流通性。这实际上意味着，一国只有在不用此种贷款的收益提供投资和进口资金时才应短期借债。由于外汇储备得到的收益通常低于向外举债的成本，因此，一国经济可能会为这种战略付出极高的代价。

而且，冻结私人借债的代价完全落在公共部门的肩上。实际上，公共部门的损失将会超过持有此种储备的外汇成本，因为政府债务的实际国内利率大大高于通过储备得到收益的利率。这样，除了整个经济需要付出的净成本之外，还会发生从公有部门向私有部门的净转让。经验确实表明，这种战略可能会引起巨额财政赤字或中央银行损失(准财政赤字)。

这一主张的一个变种是，由公有部门在国外长借短投，由公有部门完全负担私有部门的短期外债。然而，并非所有政府都能借到长期外债。更重要的是，这种运作方式的成本可能会令人望而却步，尤其是在国际长期利率大大高于短期利率，长期国家债务的风险溢价很高时，更是如此。

与此类似的一种战略是，保持对国外私人银行的信贷限额，在遇到冲击时使用这类限额，这等于是安排一种私人最后贷款者办法。但是同样，这种办法只有在数额较小时才有用。另外，需要付出的成本可能很高，在发生外国贷款大量抽离时，无法保证银行将会遵守此种安排。

另外一个问题是，经不起撤资的并不仅仅限于短期债务。在这方面，清偿能力比债权是否到期更为重要。资金大量撤离产权和(或)债券市场可能会在货币市场造

成类似的困难，即使此种资产价格的下跌势必缓解汇率受到的压力，仍会发生这些困难。在股票和债券市场较具规模，外来活动比重较大时，此种市场的看跌心态可能很容易演变成脱离本国货币的一场抽逃，因而不得不进行大规模干预以稳定汇率。为了应付说不定哪一天会发生这种情况而保留数额够多的储备金，必须付出令人缩手的高昂代价。

4. 紧急救援手段和国际最后贷款者办法

由某一国际最后贷款者提供偿债能力以稳定货币市场并不是应付发展中国家货币危机的对策。相反，经国际货币基金加以协调的援助通常是在货币崩溃之后发放，采取的形式是，为满足债权人的要求和防止发生违约拒付而设计的救急作业。但是，由于一些原因，此类作业会形成一些问题。首先，这种作业保护债权人免于承担不良放款决策的全部代价，把负担全部置于债务人头上。第二，这类业务因此而具有使国际放款者在道德上出现纰漏的倾向，鼓励不够慎重小心的放款作法。这类作业并不单单是减轻了债权人对清偿力风险的关注，而且由于取得了国家对私人债务所作的事后担保，往往倾向于降低对违约拖欠风险的原有估计。第三，所需要的国际融资牵涉的数额越来越大，难以筹措。

但是，为了避免这些问题建立起真正的国际最后贷款者也有一些严重障碍。这样一种设施的有效运转取决于两项条件：应当具有合理制定的，借方必须遵守的规则和条件；最后借款者应当具有建立清偿能力以发挥这一职能的自行决定权。

在提供外部资金的现有多边安排当中，欧盟之内的现有办法或许最接近于符合这两项条件。这些办法对参加欧洲货币体系汇率机制的欧盟成员国及未参加这一机制的其他方面提供短期支助，并提供其他较长期的资金。对于汇率机制的某一参加国，保证提供短期外部融资以干预汇兑市场，使其货币保持在规定的浮动限度以内；在这一机制之下借款只有在初始期之后续延贷款到期日时才会附加其他条件，初始期可长达约两个半月。在一定限度之下，经过根据既定程序达成协议，可向欧盟成员提供其他短期外部融资。如果就借款国的需要(在考虑到该国为克服种种困难而采取的政策之后)达成了类似的多边协议，也可按照具体规定的限度提供中期外部融资。

严格地说，货币基金组织并不符合上述两项条件中的任何一项，并没有作为最后贷款者的资格。实际上，最初成立该机构时并不是要向在资本流动方面遇到清偿力问题的成员国提供融资。《协定条款》第6条特别排除了为资本持续外流提供融资的职能。到目前为止，在这方面的干预中，货币基金组织一直是依靠主要股东提供资金。在墨西哥危机即将发生之前曾有人提议，“为此”设立一个新的“短期融资设施(短融设施)”。¹ 这个办法将由与国际资本市场密切融合的国家，包括工业化国家和新兴市场经济国家使用。但是，这项建议也提出了一些困难问题。

第一个问题涉及到，向面临清偿力问题的国家提供融资所应当遵守的条件。在关于短融办法的建议中，设想了两种提款：一种是自动提款权(以黄金份额作为比照)，一种是经执行董事会批准提款。据认为，通过这种双轨制，就能在速度和风险之间取得平衡。虽然自动提款能够确保对压力作出及时反应，但也可能加大货币基金组织面临的风险，并会引起借方的道德风险。相比之下，有条件提款会降低基金面临的风险，但谈判和批准过程可能造成长时间的拖延和各种不定因素，反过来会进一步瓦解市场信心。货币基金的该份文件说，关于有条件提款，应在按照第四条进行磋商时提出申请，不应当用这一设施为不能持续的经常项目赤字供资。按照这种理解，基金同意提款就意味着对一国基本国际收支状况盖上了认可的印记。

在原则上，能否利用最后贷款者办法应当取决于是否满足了特定条件，并不是取决于在危机发生之后采取某些行动的承诺。这类条件可能不仅涉及到汇率和往来帐户状况的可持续性，而且还可能涉及到影响金融稳定的一些因素，如外债的数额和到期结构及有效的审慎规章。最后贷款者应当有监督这些条件在何种程度上得到满足并就是否符合资格作出判断的权力和能力。

然而，执行这样一种程序的难度极大。首先，这可能需要大为延长就有关资本帐户的事务进行的第四条下磋商，而且也不清楚，这是否需要修订《协定条款》以便赋予基金有关此类事务的管辖权。第二，商定有关的一系列政策和制度可能是不容易的。例如，对于货币基金组织作为大韩民国救急方案一部分的政策，就曾经出现过大量争议，而事实上，所规定的条件有些被看作是“不必要地”干预了“主权政府的应有管辖权”，而并没有被视为处理收支问题的技术事务。² 另外，当一国与国际资本市场接轨时，有关汇率可持续性和金融稳定的国家政策是否恰当涉及到一系列解释问题，超出了国际货币基金组织监察之下通常所提出的问题。因而，在

货币基金组织与有关成员之间就满足资格条件的问题进行第四条磋商的过程中，可能出现重大分歧。最后，虽然经验有力地表明，即使有审慎的规章和有持续性的宏观经济地位，金融危机仍可发生，但却存在一种倾向，以为金融危机主要是由政策不良和体制结构薄弱造成的。例如，东亚各国政策和体制中的一些缺陷仅仅是在危机发生之后才为人所知，尽管这些国家的政策和绩效早先收到了高度称赞。如果把发生危机的简单事实看作是政策和体制的表面证明，发展中国家或许就永远不可能从最后贷款者办法中得到帮助，而同时又不必作出采取某些行动的附加和尚未明言的承诺。

第二组问题涉及到资金的准入水平和适足程度。在 1994 年的提议中，这两者被设想为与各国可能遭受的储备损失数额相称，但并没有把这一办法设想为提供充分资金抵抗冲击。限额的 300%被认为是可能的上限。就突然外流引起的可能需要而言，这一数额实在不大，但却能够消耗货币基金组织的一大部分资源。例如，在 1994-1995 年墨西哥危机中，货币基金组织最初提出的供资 78 亿美元是该国限额的三倍。尽管后来这笔资金的数额增加到了 178 亿美元，并未超过救急方案总额的三分之一，但人们普遍认为，这一数字对于货币资金来说高得反常，风险极大。

同样，货币基金组织最近在东亚的干预程度远远超过了有关国家的配额，是通过墨西哥危机之后建立的应急供资程序之下的特别安排供资的，假设前提是，“预计此种应急程序的使用是罕见的，货币基金组织的作用将保持为促进性质”。³ 随着东亚危机的加深，货币基金组织执行董事会 1997 年 12 月批准了“补充储备办法”，在一种条件严格的“后备或扩展安排”下向遇到特殊收支困难的国家提供融资，期限最多为一年。⁴

从理想上说，特别提款权在建立一种最后贷款者办法方面可发挥关键作用，这样就能够成为一种真正的信托资产，增强其在全球储备中的作用和份额。事实上，在墨西哥危机爆发之后，货币基金组织总裁 1995 年 3 月在哥本哈根社会问题最高会议上的发言中说，有效的根治办法取决于“说服我们的成员在货币基金组织一级保持适度数额的资金，以便在发生类似危机时能够加以制止”，他还说，“这将意味着一项决定，除其他外，就特别提款权在为全世界建立一种最后贷款安全网方面可发挥的作用开展进一步工作”。⁵ 这一步骤将需要修订《协议条款》，并可能遇到一些主要工业国家的反对。由于人们坚持，货币基金组织应当大体上保持为一个在配额

基础上运作的机构，由该机构通过发行债券供资的办法也被否决。这样就使货币基金的经常资金加上它的借款办法成为仅有的可能供资来源。但是，单靠这些办法，就不能以货币基金和其他来源在近年的墨西哥和东亚危机中供资的规模提供融资。

因而，货币基金组织的救急作业将继续依靠与主要工业国家达成的临时性特定安排。由于公众对于分摊负担和道德风险表现出日渐增强的关注，此类作业的规模和风险也不断加大，没有人能保证今后总是可以得到所需的资金。此类作业没有透明度受到了越来越多的批评。而且，人们还对提供救急资金的国家面临的违约拖欠风险感到关注。虽然墨西哥把从美国借的资金投入国际资本市场再融资，从而很快地偿付了在救急作业中对美国欠下的债务，但无法保证其他负债沉重的借方将能同样做到这一点。所以也就有人怀疑，外债的这种转换，假如不通过货币基金组织的救急作业和不对债权国的纳税人构成风险，是否就不可能实现。⁶ 在这方面，适用下一小节讨论的破产原则可能会提供一种有效的替代办法。

5. 破产程序与国际债务危机

(a) 破产原则

贸发会议秘书处在就十多年前的 1980 年代债务危机发表评论时，对债务国面临的主要困境发表了如下看法：

由于在解决国际债务问题方面没有一个明确和公正的框架，就出现了有一部分已经成为重大事实的危险，即国际债务国可能经受两种最糟的情况：它们可能(许多债务国已然如此)被认为事实上已经破产，面对金融和经济上的耻辱，并承受由此造成的信誉和未来借款方面的一切后果。同时，它们一般都得不到财政救济和财政改组的好处，而以与美国的《破产法》第十一章相类似的方法处理的法律上的破产，则能得到这种好处。⁷

破产程序对于由清偿力引起的国际债务危机来说尤为相关，因为这类程序是针对整顿金融结构而不是清算所制定的。在美国的《破产法》中，这类程序引以为据的前提是，企业继续经营的价值应大于清算时的资产价值，不指定接受人或受托人接手管理债务人的商务，债务人通常独立拥有自己的财产，具有受托人的全部权利。⁸ 这些程序的目的是便于分三个阶段有条不紊地整顿债务。

这种程序首先允许自动暂停偿债，为有资产所有权的债务人提供避开债权人压力的喘息机会，债权人不得提起诉讼或强制索债。自动暂停条款作为依据的认识是，“债权人“争抢”资产既有害于债务人，也有害于作为一个整体的债权人。这项规定使债务人有机会制定一项整顿计划，确保所有债权人得到平等对待。提出破产申请还能冻结对债务的所有债权，自申请之日起，申请之前所欠债务的未来权益的债权停止积累，并不得向债务人追讨。

在第二阶段，从提出申请起，经过整顿债务人的业务直到走出破产，《破产法》为债务人提供经营业务所必需的周转资本准入，办法是，规定提出申请之后欠下的债务具有优先地位。这种有资产所有权的债务人融资办法并不需要得到现有债权人的同意，只要经过判断，认为企业继续经营将能增加其价值，即予批准。

最后一个阶段是整顿债务人的资产和债务及其业务。《破产法》不鼓励某一类别的债权人拒不让步，并加快推动求得迅速解决的进程。整顿计划不需要得到债权人的一致支持(债权人数的 50%和债权的三分之二予以同意即可)，根据“填鸭式强制”条款，债务人可得到法院对整顿计划的批准。

此类程序不仅用于私人债务。《破产法》第九章涉及到公共债务人(市政当局)，并适用了与第十一章相同的原则。最近的奥兰治县债务顺利整顿就是根据第九章进行的。在多数其他工业化国家也有类似的安排。虽然在保护债务人的利益和需要方面，这些国家的安排并不能一向达到美国的程度，但它们都没有采用僵化的法律办法不顾一切地维护债权人的利益。⁹

(b) 国际适用

国际私有债务人可依照与债权人的契约条款享有破产保护，尽管此种条款的适用涉及到一些复杂的法律问题，如确定相关的法律和机构及执行问题。¹⁰ 但是，在债权挤兑之下，即使外债的大部分是私人银行和私有企业的债务，此种保护对有关国家也起不了多少救急作用。如果债务人很多，就很难同时对所有这些债务人实行破产程序以制止债权人的“争抢”。另外，如东亚的情况所示，多数私有债务人可能实际上有偿付能力，因此不愿意申请破产，但国家可能已经没有用来满足外汇需要的储备。¹¹ 可是，如上所述，债务挤兑可能使此种债务人丧失偿付力，而且，在外债为私有部门所欠，外汇管制已经取消的情况下，这种危险更大。对于主权国债务，

货币“争抢”是有限的，汇兑管制将有助于遏制居民抽逃本国资产。需要政府完成的任务是，采取行动，实现破产程序之下规定的那种保护，尤其是暂停偿债。

不过，主要工业化国家的当前司法实践和政府政策不允许债务国政府在偿还外债的事务中获益于暂停偿债条款(见框 4)。就此产生的一个问题是，国际货币基金组织《协定条款》的有关规定是否能为债务国政府借助于汇兑管制采取行动提供法律依据。与此最为相关的条款见第八条第 2 款(b)项：

依照本协定维持或实行，涉及任何成员货币的货币，与该成员的汇兑管制规章相背的汇兑合同，不得在任何成员的境内执行。另外，成员可通过相互协议，为使任何一方成员的汇兑管制规章更为切实有效而合作执行措施，但此种措施或规章需符合本协定。

此项条款引起了一些互有歧义、相互抵触的解释。¹² 有一种意见认为，该条允许政府采取暂停偿还债务的单方面行动，因为根据第六条第 3 款，成员可自由实行资本控制，不必获得货币基金组织的批准。如果此类管制符合《协定条款》，成员国的法院不得拒绝承认。因而，结合货币基金组织批准的汇兑管制实行任何暂停偿债措施，将使债务合同无法在货币基金组织任一成员的法院强制执行。

另一种看法认为，这不是该项条款的最初用意。关于汇兑管制和汇兑合同这类概念，的确存在着许多模糊之处，使人可以作出不同的解释。法国的法院似乎赞成较广义的解释，而美国和联合王国的法院倾向于将汇兑合同界定为仅包括把汇兑国际支付手段作为直接目标的合同，并不包括影响到一国外汇储备的任何合同。因此，按照这种解释，国际贷款协议不是“汇兑合同”，因此不属该条范围之内。¹³

在实践当中，即使发生了金融恐慌这种极端事件，政府也不愿意采用单方面暂停偿债和汇兑管制这类措施。货币基金组织就此提出的解释是：

由于不存在在此种情况下可加适用的界定明确和得到公认的法律程序，通过非自愿整顿的办法解决债务的进程必然无常规可寻，产生的结果难以确定。债权持有人可能会试图扣留借款者的资产或以扰乱贸易和收支体系相威胁，力求以个别或协调的方式求得补救……。 “搭便车的”也可能会试图追索其个人债权，对任何谈判解决办法起破坏作用。另外，非自愿的债务整顿将有损借贷信誉，而且可能会增加今后进入国际市场的成本。¹⁴

但是，货币基金组织也承认，“在未来的较高融资成本与迅速和深刻的国内调整带来的沉重损失之间加以权衡取舍，再以这种经济演算支持非自愿整顿，在经济上和政治上是有道理的”。¹⁵

框 4

美国法院关于对国际债务适用 《破产法》第 11 章的裁决

1982 年，收支困难致使哥斯达黎加政府暂停三家国有银行支付外债。最初，债权人 1993 年在纽约区法院提起的诉讼被驱回，理由是，哥斯达黎加政府的这一行为是一种国家行为，即在性质和目的上都属于“政府性质”（相对于商业性质）。¹ 上诉法院维持了这一裁决，但提出了不同的理由，即这一行为是符合美国的法律 and 政策的，其中还特别提到了《破产法》第 11 章。上诉法院裁定，哥斯达黎加的行为“并不是拒绝付债，只不过是推迟付款，同时它也在本着诚意重新谈判偿债义务”，而且“完全符合破产法的精神，一切文明国家都承认破产法对那些受司法管辖的人的约束力”，这在金融报界引起了诸如纽约“是贷款协议的不安全之地”的评论。²

然而，这家法院在重新审理该案之后于 1984 年推翻了自己的裁定，当时它被“美国政府直言不讳的告知，该法院早先的裁决错误地把美国政策解释为支持执行哥斯达黎加的政令”。³ 该法院裁定，司法部的要求显然证实，政府的政策是支持“在国际货币基金组织主持下运作的债务解决程序”，而“哥斯达黎加试图单方面整顿私人债务……不符合这一国际合作和谈判的制度，因而就不符合美国政策”。

这一最后裁决实际上认定，哥斯达黎加政府如果要在美国的法院享受破产保护，其行为为不仅应符合美国法律，而且还应符合美国有关调整国际债务的政策。事实上，这一裁决引起了如下一些评论：“在不存在一种国际破产行为守则的法规或其他依据时，难以牵强附会地用现行美国法律生造出这样一种结果……。在没有关于本着诚意重新谈判国家债务的某些准则的条件下，中止债权人的法律补救办法可能会使某一外国主权在直接影响美国银行和间接影响美国银行制度的稳定的事务中单方面任意行事”。⁴

¹ 有关本案的详尽讨论见 L.C.Buchheit 著，“国家行为与礼让：近况”，同前，及《1986 年贸易和发展报告》框 6。以下摘引的法院裁决也取自这两个资料来源。

² 1984 年 5 月 24 日《金融时报》。

³ Buchheit, 同前, P.103。

⁴ 同上, P.102。

由于目前应付债务危机的体制安排有种种缺欠，金融市场带来严重损害的能力又不断加大，现在人们日益认识到改革的必要性。如上所述，用本国破产程序解决

国际债务危机有着严重困难。而且，也难以在国际一级把这些程序照搬用于跨国贷款合同。另外还不得不承认，重整国际债务不可避免地具有实在的政治因素。在制订一种处理国际债务问题的全球框架时，必须考虑到这一切。

到目前为止，改革讨论侧重于国家债务和在国际上适用类似美国《破产法》第11章(或第9章)的破产原则和程序的方式方法。有一种建议是，建立一个国际破产法院，适用以所有联合国会员国批准的一项国际条约为形式而制订的一种国际“第11章”。在这种安排之下，该国际法院不仅有权实行自动暂停偿债和批准有资产所有权的债务人融资地位，还有权整顿债务和批准减免债务。仲裁人将由债权国和债务国双方任命，为确保公正，不应由债权国或债务国的法院主持诉讼。¹⁶

一种着眼点较低和或许是较为可行的备选办法是，为对国际债务人使用关键的破产原则，即为暂停债务和拥有资产所有权的债务人融资建立一个框架，将这些原则与整顿债务的既定做法包括有货币基金组织参与的谈判结合起来，在这两项原则的适用方面，货币基金组织将发挥重要作用。

有一种看法认为，暂停偿债须经货币基金组织批准：“经货币基金组织执行董事会确定，债务国政府将受到保护，不受债权国为立即收债而提起的法律诉讼”。¹⁷这就需要对第八条第(2)款(b)项作广义的解释，这种解释即可由货币基金组织执行理事会作出，也可通过修正《协定条款》完成，将暂停偿债列入。只要储备金的某一比例受到损失和(或)货币值低于某一限度，即可批准暂停偿债。

另一种看法是，一种较不正式的程序就足以解决问题：

鼓励货币基金组织就暂停偿债的理由(或无理)向债务国或另一机构提出建议，将使货币基金组织发挥一种重要的信号发送职能；被批准暂停偿债的一国政府在信誉上将会受到相对很小的损害，而基金不予批准的可能性又会对政府出于计谋利用这种办法起到阻止作用。很自然，货币基金组织应当限制自己事前对债务国政府的咨询并仅在事后才向市场公布自己的见解，以避免激起恐慌。即使第八条第(2)款(b)项在国家法院不具法律效力，对该项明确地加以重新解释也会有利地支持货币基金组织发挥这个作用。¹⁸

但是，对给予货币基金组织如此之大的权力，有人以利害冲突为理由提出了一些反对意见。有人说，货币基金组织执行董事会不是一个中立的机构，不能指望它

作为一个独立的仲裁人行事，因为受其决定影响的国家同时也是其股东。而且，由于货币基金本身是一个债权人，是增投货币的一个财源，并且是对借款国规定附加条件的权力机构，与债务人及其他债权人之间都可能发生利害冲突。¹⁹

在这种情况下，一种替代程序是建立一个独立的专家委员会确定有关国家是否有理由根据第七条第(2)款(b)项实行具有暂停偿债效果的汇兑限制。为使债务国能够享有破产保护，这种裁决必须在国家法院有法律效力。暂停偿债的决定可由债务国单方面作出，然后送交专门委员会在一定时间内予以批准。这种程序将有助于避免“激起恐慌”，而且与允许各国采取紧急行动的世贸组织保证条款相似。

为了补充债务国的储备并提供周转资本，还将需要把暂停偿债与拥有资产所有权的债务人筹资相结合。这就意味着货币基金组织“对欠款放款”。这种紧急放款的所需资金将会大为低于救急业务的规模。另外，货币基金组织还可帮助安排从地位优越的私人资本市场提供紧急借款。

关于对私人债权人欠下的国家债务，可通过与债权人谈判予以重新安排，可望货币基金组织在这方面继续发挥重要作用，提供论坛，使所有债权人加入与债务国政府的谈判。由于债券往往较难整顿，可能需要有特殊安排。关于私人债务，在实行暂停偿债之后可马上开始与私营部门的债权人谈判。另外还可以根据处理所涉合同的法律和机关对个别债务人适用法律程序。如债务国有正常的破产程序，就能极大地便利法律程序的适用。

在过去的债务危机浪潮中，当发展中国家的政府被迫承受贷款损失时，谈判解决的办法往往造成私人债务的社会化。²⁰这不仅致使债务国的财富发生倒退性质的再分配，而且还引起私有债务人和债权人的道德风险。实行自动暂停偿债，同时由拥有资产所有权的债务人筹资，可帮助减缓此种压力。

为了制订各种程序，保护债务人免受急于脱身的债权挤兑的种种影响，并使他们能够在不造成滥用汇兑管制的道德危机和机会的条件下从事经营，一些问题确实需要加以解决。最近的东亚危机再次表明，需要保护债务国免受金融市场反应过度的冲击，这“完全符合破产法的精神，一切文明国家都承认破产法对那些受司法管辖的人的约束力”(又见框4)。²¹实行对国际债权人和投资者自动暂停偿债的原则肯定是可以朝着这一方向迈出的最有帮助的步骤之一。

C. 金融危机的防止

1. 全球监察

全球监察未能成功地防止国际金融危机，这种失败的部分原因是现有程序未能对大量的自主私人资本流动引起的问题及时采取应变措施，迄今为止仅采取了部分措施。但是，更根本的问题也许是这些程序并不妥当，对少数经合组织国家货币政策在国际上造成的极大影响没有任何认识。

鉴于金融市场的规模和一体化程度日增，当前每次重大金融危机均产生全球性影响。因此，不仅直接卷入危机的国家关心如何防止危机，密切纳入全球贸易和金融体系的其他国家由于在若干方面受到影响，对此也都关心。上文已经指出，世界上各主要金融机构和市场之间的流动资金和信贷具有相互依赖关系、期望对汇率进行具有竞争力的调整和对某类市场风险的认识发生变化等因素，都是导致危机蔓延的原因。因此需要对国家政策进行全球监察，以确保汇率和国际收支状况稳定而且能够持久。

然而，金融危机并非总是由当地因素引起的。上一章已经指出，国际金融危机通常是首先出现危机的国家外部的宏观经济指示数发生重大转变引起的。1980年代的债务危机和亚洲金融危机均属于这样的情况。1980年代债务危机的成因是经合组织各主要国家为对付通货膨胀压力而改变宏观经济政策。美国的货币政策紧缩，财政政策反而扩张，而其他工业大国的宏观经济政策则一律紧缩，这种态势导致美国利率急剧上升和美元升值，这两个因素在发展中国家债务危机中起了关键作用。²² 亚洲危机受到类似因素的影响。危机爆发之前向东亚国家的大量资本流动(超出它们经常帐户赤字融资所需量)始于1990年代初，其原因在很大程度上一方面是主要经合组织国家货币条件放松，另一方面则是亚洲国家利率高和汇率相对稳定。如上文所述，这些流动的逆转又与美国和日本汇率和货币条件的动荡密切相连。在这方面，可以很容易地列举外来因素对资本运动和货币市场产生影响的许多其他最近事例，如美国货币条件改变是流入拉丁美洲国家私营部门的外资发生波动的重要决定因素。实际上，计量经济学上的研究结果表明：就1990年代初拉丁美洲资本活动激增的原因来说，内部和外部因素同样重要。²³

货币基金组织正式宣布其监察目标限于汇率政策，重点主要放在汇率和国际收支状况能否持久和单个国家的有关经济政策是否适当等方面。然而，其范围随着时间的推移而扩大。例如，1977年拟订的监察方针明确提到其成员有义务避免为获得对其他成员不公平的竞争优势而操纵汇率或国际货币制度。²⁴到了1980年代，货币基金组织的主要成员赞成范围较宽的解释因而认为，“对汇率的监察必须评估会影响贸易、资本运动、外部调整的所有政策和国际货币制度的有效运作”。²⁵

然而，美国和少数其他经合组织国家货币和汇率政策变化造成的单向冲击对国际竞争力和资本运动有很大影响，货币基金组织的监察模式并不包括应付和处理这种冲击的方式。除了在货币基金组织的监察下进行的审查以外，世界经济体系中的其他国家并没有采取与之相联系的同类奖励措施和执行程序，现有的全球经济管理制度仍缺乏针对这些冲击进行纠正或解决争端的机制。在这方面，全球金融领域的管理落后于国际贸易的管理，这种机制是世贸组织制度的一部分。²⁶

临时委员会认识到为了适应全球金融的更加一体化和一再出现的金融危机造成的情况需要加强货币基金组织的监察。例如，该委员会在1998年4月举行的会议上议定：货币基金组织“应加强对金融部门问题和资本流动的监察，要特别重视政策的相互依存和危机蔓延的危险，确保基金充分了解市场看法和观念”。委员会特别提到资本流动突然逆转构成的危险并提到基金和世界银行需要努力帮助成员国加强其金融部门并改善货币基金组织与成员国之间的沟通，请执行董事会“分批答复”，对它认为政策严重偏离轨道的国家提出逐步严厉的警告。²⁷

然而，尽管这些提议提到相互依存，并没有显示它们触及由于现有程序不稳妥而产生的弱点，其注意力的焦点仍然是国内政策在造成金融脆弱和危机中的影响而不是各工业大国的货币和汇率政策造成的外来影响。

此外，即使在目前监察的局限内，货币基金组织对金融体系脆弱因而难于经受外部打击的成因所作的诊断也是对错互见的。临时委员会所通告的后续行动是为根据第四条进行的监察制定更具体的准则，因此，在拟定这些准则所应采取的方针时应该研讨最近经验中产生的各种问题：

- 在这种监察中，能否放手从事能力建设，以查明有可能在资本流动日益自由的世界中造成金融危机的因素？²⁸

- 在没有这种能力的情况下，当然应该更加依靠在国家一级针对外部资产和债务实行资本管制和其他措施(如下文第 5 分节所讨论的)，这难道不是比较谨慎的做法吗？
- 如果采取后一种处理办法，货币基金组织监察工作的新方针岂不是应该指明基金应实际建议实行或加强资本管制的情况呢？
- 货币基金组织的监察应在多大程度上扩大到包括诸如金融条例和金融报告和会计的标准等主题？
- 货币基金组织的政策监察与区域机构的协调和协作程序之间应该是何种关系？将来这种程序可能不仅包括欧共体那样的现有协定，还会包括发展中国家之间的新协议，下文第 7 分节介绍了这方面的例子。
- 最后，如何更有效地执行作为监察工作的一部分而提出的政策建议？

显然这些是微妙的问题，不仅涉及适当框架的制订和技术能力的开发，也涉及货币基金组织以外的多边机构已经进入的领域的能力和责任。

2. 信息与透明度

亚洲金融危机促使各种主动行动加快出台，更加及时地提供宏观经济中主要变数的优质信息以及银行和金融业以外的公司的财务报告。货币基金组织临时委员会在 1998 年 4 月关于加强国际货币体系的构造的提案中认定上述的第一个主题具有重要地位。

货币基金组织自己在该领域的倡议以在 1996 年 4 月制订的特别数据传播标准为其中心内容，指导成员国如何在谋求和维持国际金融市场准入的背景下向公众传播经济和金融信息。当时人们希望涉及特别数据传播标准的、更加严格的新规则起到早期预警作用，有助于防止未来的金融危机。然而，这些规则毕竟没有在亚洲危机中作出这样的贡献。

加入特别数据传播标准的国家承诺遵守下列四个领域中有关数据传播的某些标准：报道的定期性和及时性；公众索阅机会；数据保全程度；数据质量。涵盖的主题包括国家核算、生产、劳动市场条件、价格、政府财政平衡的决定因素和主要特点以及债务状况、中央银行和金融部门的核算(其中包括累计货币总额与信贷)、利率和股票价格、国际收支状况和国际储备、国际投资以及现货和期货汇率。1998 年

4 月，临时委员会提议扩大特别数据传播标准，显然这在一定程度上是受到被视为亚洲危机中信息不足所起的作用的触动，因而该制度也将包括额外的金融数据，如净储备(扣除中央银行根据期货交易或衍生交易的债务)、经济代理人的债务(特别是短期债务)和对金融部门的稳定有影响的其他指示数。

虽然象特别数据传播标准一类的主动行动能够向投资者和决策者提供更多、更及时和可靠的信息，强调信息不足是未能预测亚洲危机的主要原因的人似乎把重点放错了地方或过于夸张。有关国家的下列主要变数的数据通常是有办法取得的，例如各国的国际收支状况、短期和长期外债以及对外资产净值(主要载于国际清算银行有关国际银行贷款的定期报告)、各国的资本内流量、银行和其他金融公司对不同部门或类别的经济活动承受风险的情况、房地产部门的问题和(大韩民国)金融部门以外许多公司资产负债情况失衡以及最近利润率低落的情况。市场危机暴露了现有信息未能反映政府管理资本流动和外债之能力的弱点：例如，在某些情况下，现有数据系统未能提供适足的迹象以显示亚洲各银行在该地区其他国家所冒风险的程度和性质以及涉及上述银行间国际贷款的最终风险国。但是，预测危机失败的关键因素并不在于这些弱点，而是未能根据现有资料适当评估各国继续从国际金融市场获得资金的机会。

此外，应该指出，能够迅速获得宏观经济及金融信息可能也是市场动荡的原因。普遍传播某些最新数据(包括对各国的国外资产和债务会产生影响的不利情况的一些有关数据)实际上会加剧资本流动的起伏。因此，如果必须作出限制信息的决定，以避免行情的波动，就得决定只对哪些人透露信息，这个选择不容易做，也许会招致不满。

亚洲危机发生以后，人们也特别注意会计和金融报告标准。在危机发生之前，为了振兴亚洲和其他地区的金融市场，已经在这些领域进行努力。但是，危机发生以后，该进程作为加强银行条例和监督的一部分产生了更大的冲力，适当的会计和报告是银行条例和监督不可分割的组成部分。

3. 国内金融条例和监督

信贷评价不力、提供投机性贷款以及没有管制银行和其他金融公司之间的货币风险是导致亚洲金融危机爆发及其严重后果的原因。当可疑贷款和呆帐增加时

候，有些国家的金融业者普遍破产，这种情况将对政府预算造成一些重大难题，并且会在相当长的时期内牵制贷款来源。人们普遍认为，条例的改革对于加强和改组多数受危机影响国金融部门是个不可或缺的部分。然而，这种改革尽管能够减少发生金融危机的可能性并且有助于限制其影响，却不是防止金融危机的万全之计。

近几年，各国改革和加强金融条例的事例十分普遍，提高规章标准和增进监督者之间合作的国际倡议也越来越多。基本上是对金融自由化和全球金融一体化的关注在驱动着这些进程。一方面，由于金融服务多样化和随着自由化而加剧的竞争，金融公司已经面临新的风险，因而有必要彻底检查金融条例和公司的内部管制制度。另一方面，随着全球金融一体化，各国在更大程度上面临着各自的金融和宏观经济情况的风险，市场动荡的影响更有可能蔓延到其他国家。1970年代初以来发生的各种事件已使这种风险加剧。例如，1974年两个国际银行(赫什塔特银行和法兰克林国民银行)破产的事例已显示：金融公司破产的影响有可能蔓延到其他国家，使人们初步针对金融条例和监督采取国际主动行动。随后为加强该领域的标准和国际合作所作的努力在一定程度上也是针对下列事件所作的反应，其实质内容受到这些事件的影响：1980年代发展中国家的债务危机和安布罗夏诺银行(1982年)、国际信贷和商业银行(1991年)和巴菱银行(1995年)等个别金融公司的破产，每一个事件都以不同的方式暴露了银行业务条例的弱点和银行业务监督机构之间跨界合作的短处。

在国际上推行金融条例与监督倡议的主要组织除了巴塞尔银行业务监督委员会以外，还有另一些组织，它们都与国际清算银行、其他金融监督机构、交易所协会和关注会计标准的组织有密切联系。巴塞尔委员会在其倡议中制订了一些原则以确保没有任何国际银行逃避适当监督，并且规定了与银行所冒风险成比例的资本数额：它针对后一主题，于1988年达成了关于信贷风险的协议，并于1996年达成了关于市场风险的协议。²⁹ 巴塞尔委员会也相当重视银行内部管制制度的改善，它与国际证券管理委员会组织(证管委组织)针对银行和证券公司应如何透露其交易活动和衍生活动共同制订了一些指导方针。此外，支付和清算制度委员会提出了若干提案，设法减少金融公司在国际交易中由于对方不支付而引起的风险。

有些组织与国际清算银行有联系，它们关注银行业务监督的各个方面情况，其成员资格仅限于少数国家。然而，已经为促进巴塞尔准则与银行业务的另一些监督

机构集团进行联系；最近特别重视对新兴金融市场的条例和监督。这些努力的一个重要结果是在最近发表了“有效监督银行业务的核心原则”声明，起草过程中曾与发展中国家的伙伴进行广泛磋商。这些原则的内容包括：允许经营的银行业务、核发许可证的标准、审查银行的控制股权、资本和风险管理、向有关公司和个人贷款的准则、“旨在防止利用银行犯罪的“了解你的客户”程序、为进行有效监督所需要的信息和办法、监督机构的权力和国际银行的联合监督。然而，需要经过一段相当期间才能够在这个领域内推行更加完备的标准，不可能在不久的将来体会目前国际倡议的充分益处。另外，国际条例和监督的合作范围还不全面，其效能仍受到限制：国外金融中心与投资基金等在国际资本流动中日益重要的机构仍然仅在一定程度上参加了这种合作或根本没有参加。为了有效执行国际协议，目前正在金融监督机构之间发展必要的合作网络和信息交换网络。

健全的金融条例充其量只能减少发生金融危机的可能性。但是，自 1980 年代初以来，美国、联合王国和北欧的一些工业国每隔一段期间就爆发银行业务危机，这就证明了光靠金融条例无法消除危机，其中有一部分原因是：规章条例本身并不完善，往往赶不上金融公司做法的改变，也难以硬性规定金融公司在规章方面的透明度。³⁰ 就条例效能的评量来说，也许比较带根本性的原则是不应将银行资产负债表上所列的贷款或其他资产笼统地分类为“好”。无论经理部门同意提供贷款的原始决定多么合理、银行业务监督机构起初将该贷款定为低风险的理由多么充足，该贷款的状况最终仍有可能恶化。在这方面，经常被提到的一个因素是宏观经济条件(即来源于外部、也源自内部的不利变化)。其实，许多贷款状况的恶化是经常伴随着金融危机的、市况由旺而衰的固有特点。在这一过程中，风险经过一段期间才形成，变得十分明显。的确，在一定时期内，贷款的质量可由包括该贷款在内的丰沛资金对价值产生的影响予以证实、甚至予以提高。因此，在市况畅旺时，许多人受到一些诱因的驱使而盲目行动，这样的人并不限于投机贷款者。结果，“以风险为基础的竞争驱使整个制度走向欠债过度的程度”，³¹ 但是，旺市本身产生的过热(这一点在美国储蓄和贷款危机期间得到广泛证实，第三章附件对此进行了讨论)和金融公司过分扩张的状况最终会显露出来，常常同时出现利率上升或经济活动滑坡现象。

这个领域的专家普遍认为，金融条例防止危机的潜力受到限制，³² 因此认为，其首要目标主要是如何减少金融公司的流动资金和偿债、保护存款者和防止因危机

蔓延而造成的制度风险。这并不否认：条例、奖励措施和内部管制之间的有利联系能提高金融公司的安全。资本要求如果能够与这些公司承担的信贷和市场风险相适应，就可以改善其贷款和证券管理的质量，因而能够以更好的价格提供其服务。但是，上文的论点已经显示，金融公司面临的一些风险来源于它们很难控制或无法控制的情况。金融条例为防范这种风险作出严格规定，就能够为单个公司和整个金融体系起到缓解作用。然而，事实一再表明，健全的金融条例所能提供的保护并不完全。

如果连受到较健全的条例和监督制度管理的金融部门也得不到完全的保护而免于陷入危机，那么，绝大多数受到较不健全的条例和监督制度管理的金融部门会落到完全得不到保护的下场，就可想而知，不足为奇，上文第三章讨论的一些事例用图表说明了发展中国家的弱点。此外，发展中国家的金融部门常常经受宏观经济冲击，其程度比工业化国家金融部门所受冲击严厉。³³ 宏观经济政策并不总是能够减少这种冲击的严重性和频率。当然，金融条例和监督可以不断完善，以达到当前最佳做法的水平(不过上文已经指出，这通常需要几年)，但即使达到那样的水平，金融危机还是会发生。

4. 加紧对国际贷款和证券投资的管制

从理论上说：在运行状况良好的世界经济中，除了为来源国和接受国的国内金融公司制订谨慎条例和为有组织的交易所和其他金融资产和证券市场制订发行及交易程序之外，并不需要为国际贷款和证券投资制订另外一套规则或限制。在这个世界中，国际资本流动将与国际贸易和投资中的支付和融资密切相关，各公司和其他接受国的经济基本要素会驱使国际资本流动。但现实情况并不是这样。人们把大量的银行贷款和对短期债券的证券投资用于谋求利率套期交易的赚头--这种利率差值来源于货币政策上的需要，能够长期持续(最终常被大幅度的贬值所抵消)，或者利用各国对国外借款的管制和税收待遇的差别谋利。此外，对短期资本利得和亏损的期望值比单个公司的长期经济前景更能促使许多国际证券投资机构作出反应，在许多情况中，国际证券投资资金的流入或流出是决定投资盈亏的一个重大因素，因为许多股票市场的融资总额有限，而各工业大国的投资机构都拥有大量基金，这两者之间的差额对股价造成影响。影响国际贷款和综合证券投资的力量与经济部门和公

司的基本要素之间的联系常常十分微细，两者一起决定着融资市场的兴衰，与放在国内金融条例的主题下叙述的国内银行贷款作一类比，其波动有许多相似之处。

在这个体系中，亏损的风险分布不均。在金融危机期间，股票市场的外来投资者可能遭到巨大损失，而银行常常用各种方式保护其国际贷款不受损失——由借款国政府对其国内银行(常常是从国外所借大量资金的接受者)提供防止破产的正式或非正式保护，³⁴ 在有些情形下，由政府用存放在其银行的外汇提供明确担保并且(如第三章所指出的)由货币基金组织予以保护。

对国际贷款和证券投资的管制可由资本来源或接受国实行或双管齐下。由接受国实行的管制属于对资本交易的管制，这个主题已在上文讨论过。提议在来源实行管制的动机是认为：这种管制的责任和费用不应该全部由接受国承担，即使接受国已经制订管制办法，从来源实行管制能够进一步减少发生资本市场动荡和金融危机的潜在可能性。近几年提出了从来源管制资本流动的许多意见，其中涉及国际银行贷款的若干意见当初是针对发展中国家 1980 年代债务危机提出的。³⁵ 限制国际银行贷款过多的建议通常涉及据以确定外债最高限额的机制(不能期望通过竞争性金融市场的运作产生这种机制)——例如实行类似于银行联合企业的安排，规定国家信贷额度或由贷款人接受由多边机构为某一国家的借款确定一个可持续的额度的准则。亚洲金融危机起到了促使人们提出新建议的作用，对发生 1980 年代债务危机时并不显著的证券投资的资本流动情况更加注意，这是不足为奇的。下文对各种提案讨论的一般结论是：比较剧烈的主张具有使它们无法获得通过的特点，而看来较有可能着手进行的改良性变革所起到的作用并不是要使接受国不再需要实行资本管制。

有一个能够顺便对国际贷款实行更佳管制的建议主张彻底加强对金融公司的现有监督，建立一个国际组织——主要国际机构和市场监督人委员会，赋予对商业银行、证券业务和保险(目前在有些情况下由金融联合企业经营活动)实行监督和管理广泛权力。为此目的，使它“有权为所有大机构制订可相互接受的标准、为开放的信贷市场制订统一交易、报告和披露标准，并且监督在其管辖下的机构和市场的运行状况”。³⁶ 该建议要求处理仍然表现在各国金融管理制度中的重大区别的有关问题。上文已经提到，这种区别与实际经济活动的联系往往不多，却会助长以国

际银行贷款为其形式的资本流动。但是，尽管目前关于金融管理和监督的国际倡议企图实现既提高标准、又使各国制度更加趋同的目标，这项建议似乎陈义过高。

另外，有一项建议比较狭隘地着重国际银行贷款，主张成立国际信贷保险公司，“作为货币基金组织的姐妹机构”。³⁷ 该机构将为国际贷款担保，适当收费，但它愿意承保的特定国家的借款确定最高限额。借款国必须向信贷保险公司提交一切借款的数据，信贷保险公司以将对这些数据的评量为依据确定该国的最高借款限额。因此，各国将能够在不超过其最高限额的情况下举借低利率贷款，如果超过限额，贷方将谨慎得多，会在贷款利率中计入数额不小的风险保险费(或者根本不给贷款)。这样一来，信贷业务过分扩张的可能性将减少，发生金融危机的可能性也会相应减少。

这项建议提出了关于可行性、信誉定级的质量和赋予该机构的权力等问题。可行性并不是克服不了的问题：信贷保险必须更广泛地援用公认的模式。这种模式的内容包括风险标准的确立、根据这些标准评定某一借款人的信誉等级从而确定其保险费用、和保险设施的管理。经合组织国家的出口信贷机构已经执行这些任务。国际信贷保险公司的主要区别在于它是负责对其保险设施所涵盖的贷款评定风险标准和信誉等级的单一机构。³⁸ 其行政工作实际上可能由出口信贷机构等现有机构执行。然而，鉴于该领域当前的最新水平，国际信贷保险公司能否拟定公认的指示数的确令人怀疑。例如，信誉评级机构在评定发展中国家借款人的信誉程度方面的记录显示它在进行所需评价时遇到困难，尽管国际信贷保险公司不需要象信誉评级机构那样有时候主要依靠已经发表的资料。³⁹ 另一方面，货币基金组织的监察所涉及的评价在有些方面与为信誉评级进行的评价相类似，不仅有时未能查明会导致金融危机的弱点，也反映了透露官方多边机构的评价结果会影响一些国家的信誉因而具有政治敏感性(即使在这种情况下透露评价结果并不直接影响获得贷款的机会，建立国际信贷保险公司的建议中所主张的那种透露则会直接影响获得贷款的机会)。尽管如此，有了关于借款人的更加有利的资料，就能够及时改善对国家借贷信誉的评价。⁴⁰ 不过，就上文提出的涉及国际信贷保险公司权力的最后一个问题来说，由国际社会达成协议而将这种权力交给某一个新设或现有国际机构的前景似乎十分渺茫。

在辩论以何种方式对国际银行贷款实行更好的管制时，也已经把注意力放在银行间的资金流动。人们普遍认为，改善对这种流动的监督有助于金融市场的参与者

作出更好的决策，并且有助于更好地管理国际金融制度。⁴¹ 但人们也认为，银行间借贷的原因往往是从从事信贷评价的能力薄弱和银行的资本数额不足以反映所涉及的信贷风险。例如艾伦·格林斯潘就因此认为需要改变国际银行间借贷的规章条例，以便提高借贷银行的成本，使它们更好地体现借贷的风险。⁴² 这方面的步骤扭转了减少国际银行借贷成本的长期趋势。⁴³ 在这方面采取行动的一个可能的起点是1988年巴塞尔资本协议，根据该协议，为了计算资本需求，把经合组织地区以外剩余偿还期不超过1年的银行债权和经合组织地区内所有的银行债权定为低(20%)风险。然而，国际银行短期借贷是最近外债危机的主要特点。因此，为了加紧管制国际银行间借贷，可能在确定资本需求时增加对这种借贷的风险加权。

上述步骤应该促使银行对这种国际借贷风险进行更好的内部核算，但它仍然只能粗略地处理银行间在信誉等级不断下降的国家承担风险所造成的问题。比较灵活的处理办法是为了对银行实行监督，依据现有的针对具体国家的程序监测银行对外承担的风险。这些程序常常授权监督机构确定适合银行对外风险的储备水平，可以很方便地使用这些程序来严格处理银行间给风险较大国家的借贷(当然该措施的效率仍将取决于监督机构的信贷评级制度的质量)。

上文已经指出，由亚洲危机引起的管制资本流入的建议也涉及到银行贷款以外的资本流入形式。有一项建议主张增进互助基金对发展中国家的实体所发行的证券投资的稳定性，要求这种基金持有流动储备，其数值应达到证券价值的一定比例。⁴⁴ 随后如果证券市场价值大幅度下降，即可利用这些储备偿还，以免为了获得所需现金而抛售证券。此外，人们表示希望，尽管这种储备要求会减少互助基金在新兴金融市场投资的投机性利润，但由于市场风险将因而减少，还是会增加这些市场对长期投资者的吸引力。

对互助基金持有这种流动储备的强制性要求意味着对现有管理做法的彻底决裂。此外，该建议的另一项内容是这些流动储备要求将因互助基金投资所在国的信誉程度而异(用作者的话来说，这叫“风险加权”)，该项内容要求对这种基金采用类似于对银行实行的那种监督程序(需要为此商定一个信誉评级制度——这项工作涉及已经提到的一些问题)。

但是，虽然该建议引起了一些问题，却试图处理注入新兴金融市场的资本流动的潜在波动根源，此类资本流动对新兴金融市场日益重要。因此，它有可能激起同

样能够达到这个目的的其他措施的讨论。例如，有些互助基金规定成员在退出的时候必须缴费，替代性的处理办法不妨以撤出费为其基础。⁴⁵ 这种费用可因投资持有的期限而异，因而可望起到抵制投资者谋求短期利润的作用。如果认为这种处理办法恰当，可以设法使新兴市场互助基金的撤出费普遍化。这种处理办法的优势在于能够利用现有市场做法。然而，它需要由新兴市场基金的主要东道国达成协议，以防止这种基金逃往不收取这种撤出费的管辖地区，但要达成这种协议并不容易。

5. 资本管制和管理对外资产和债务的其他措施

一国的对外资产和债务的管理与经济政策的许多其他方面有联系，例如良好的宏观经济基本要素、有效的金融条例和监督、甚至良好的公司管理。然而，经验表明这些都是必要的条件，但还不是足以避免金融危机的充分条件。经验还表明：在这里起关键作用的是专门针对对外资产和债务的政策——最重要的是资本管制，但还有旨在影响借款、贷款和资产拥有的某些其他措施。

对资本流动的管制是为了进行宏观经济管理，也是为了实行涉及国家经济发展和自治的长期政策目标。基于宏观经济理由实行的管制通常与其他货币和财政措施密切相联，它们的职能是加强这种货币和财政措施，或在认为所依赖的其他政策手段有可能缺乏效能或有可能引起利率和汇率等关键变数发生不受欢迎的大幅度波动时，以这种措施予以取代。第二种情况中实行的管制是为了保证一国居民的资本在当地投资，或将某些类型的经济活动的一部分或全部保留给居民经营。

受资本管制的交易是多种多样的，从某些角度讲，应该避免简单的分类。例如，企图区别短期和长期交易时应该考虑到这一点：某些资产或证券显然多数或完全与短期交易有关，但另一些资产或证券可以用作短期交易，只要存在使用它们的流动资产次级市场，也可以用作较长期的交易。⁴⁶ 此外，国家资本管制制度体现的法律和行政区别与经济学家使用的概念分类并不一定吻合(例如，直接投资对证券投资)。涉及资本交易的资产清单可包括直接投资、长期和短期贷款、拥有国外房地产、国内和国际发行的股票和债务(后者按照满期年月有短期的投资证券，也有较长期的票据和债券)、集体投资证券(如互助基金中的股票)、在银行和其他金融公司的存款、担保和金融后备设施、人寿保险合同、与个人的资本运动有关的各种资产(如礼物、嫁妆和遗产)、非居民拥有的被封存的资金和衍生票据，该清单绝非包罗无遗。

由于金融系统的体制和管制特点以及对奖励因素的影响，对资本流入或对外债务实行的管制也可能影响资本外流和对外资产，反之亦然。例如，这种影响可体现在对证券产权和直接投资的管制，在这方面，有关资本汇回本国的规则显然会影响资本流入的积极性。同样，在从事对内和对外投资交易的自由等问题方面，对外国公司证券适用的有关规则也会影响到它们通过直接投资建立商业存在的意愿。比较概括地说，对一国金融公司开放的跨界资本交易的有关规则以及金融公司以不同货币持有资产和债务的搭配情况会影响到它们依赖这种资本流入方式的意愿和吸引这种资本流入的努力。

鉴于资本管制与某些其他政策手段两者之间关系密切，对无论哪一种情形下的措施进行分类都可能有点主观武断。例如，银行向非居民所负债务的特别储备要求(这是下文讨论中经常提到的一种政策)可被合理地列为货币政策手段或一种资本管制。此外，鉴于这种要求影响到金融公司的资产负债状况，它们也可以被(并常常被)列为“谨慎”措施。对银行以外国货币持有的资产或负债净值的限制也可以作类似的替代性分类。

传统上，资本管制主要集中在居民和非居民的跨界交易方面。然而，由于放松管制和银行技术的发展有可能供应越来越多的多样化服务，现在，居民们常常可以使用外汇帐户和外汇交易，以与跨界金融交易极为类似的方式影响宏观经济条件，特别是汇率。

管制资本流动可以采用许多不同措施，有些针对财产所附带的权利和义务进行管制，另一些则针对狭义的交易。对直接外资流入和证券产权投资(上文提到，在条例中作出的区别并不总是十分明确)的管制可采取许可证、外国拥有国内公司产权的最高限额、发行国际股票的官方许可、在机构和可容许的业务活动方面适用于国内和外国公司的不同条例和各种二级市场。例如，在二级市场，由非居民对一国证券进行的投资可限于从其他非居民手中购买证券，用于这种交易的该国货币的转让可能限于非居民购买和出售这种证券而产生的货币(这个措施是为了减少证券价格下跌同时货币贬值或储备减少的可能性)。

对债务证券——包括债券和其他票据--的资本流动也可以实行上述的某些管制。因此，可以对此类流入征收特别税或只许它通过二级市场进行交易。可以对非

居民持有公司或政府债券的数额规定上限(最低有可能为零)或规定凡是外国人购买这种债券都必须得到批准。此外,可以不让非居民参与政府债券和政府票据的拍卖。

其他各种管制措施通常用来限制通过银行向外国举借的贷款:上文已经提到向非居民举债的特别储备要求(提高资本转借费用并降低其利润);禁止银行对非居民的存款支付利息——甚至要求对这种存款实行反向利率(“手续费”);对从外国举借的贷款征税以消除国内外利率之间的套利;⁴⁷ 要求金融公司和金融部门以外的公司在中央银行存放与其外债成相当比例的现金存款(这是德国于 1972 年开创的措施,称为“现金存款”)。

对直接和证券产权投资的对外交易实行的管制可适用于居民和非居民。可限制非居民往本国汇回资本,例如限制容许汇回资本之前的法定期限或制定根据外汇拥有情况或维护该国货币市场秩序的需要分期汇回资本的条例。可以直接限制居民对外国股票的拥有,或对容许该国投资基金拥有的证券施加限制。也可以使用双轨汇率限制居民的国外投资,为此规定其国外资本交易必须以比目前交易通常使用的汇率不利的汇率进行。这些办法有些也用于购买国外发行的债券和举借其他形式的外国贷款。可以用法律限制国外居民开设银行存款帐户。

上文已经提到,管制“美元化”的问题——特别是居民在银行的外币存款以及银行向居民提供的外币贷款——也属于资本管制的范围。这种贷款和存款会加剧各种货币搭配不良的状况,它是金融不稳定的潜在根源,在金融危机期间促成和助长了货币之间的大量转换,对汇率造成压力,使得债务人普遍破产。

亚洲危机促使人们注意值得在管理国外资产和负债措施的标题下单独叙述的一些问题。在这场危机中,注意的焦点是本国货币贬值以后逃向外汇,但是无法区别投机性外逃和为了消除外汇风险而进行补救的外逃。不过,第三章已经讨论过,金融部门以外的公司和金融公司的资产和负债所使用的各种货币搭配不良的状况的确对助长外逃起到了重要作用,容易举借外币贷款和银行在有些情况下让居民开设外汇存款帐户都加剧了搭配不良状况。⁴⁸ 如果这种负债有以同样货币为单位的资产(包括贷款)作后盾,外汇风险就转移到借方,对借方来说这种风险可用出口收入两面下注,但常常变为信贷风险。如果这种负债没有上述资产作后盾,由此产生的风险就直接落在银行头上,因此如果这种资产和负债普遍存在,就会对金融体系构成威胁。

严格执行涉及金融公司资产与负债之币种搭配的谨慎规则并且通过征税、特别储备要求或在中央银行存放现金来增加向国外借款的成本，就能够解决一部分问题。此外，上文已经指出，可以对“美元化”本身实行更加严格的限制，为此限制银行贷款和外币存款，并对银行外币存款帐户实行无息储备要求，以减少或取消其利息，从而减少其吸引力。

亚洲危机也突出地表明，如果一国银行的国内外活动不加以适当的区别就会产生风险。若干亚洲国家成立了在活动上受到较宽松的管制并且享受某些税收特权的国外中心，主要是为了便利它们的银行参与区域或全球银行业务。泰国于1992年成立的曼谷国际银行设施就是这样一个中心。第三章中已经指出，曼谷国际银行设施实体日益成为国内和国际金融市场之间的套利管道，经由这种套利所产生的融资多半用于为股票和房地产投机供资。

泰国这种相对而言不加管制地利用国外融资的做法与新加坡于1968年成立的国外银行中心的职能形成鲜明的对照。⁴⁹新加坡的国外银行业务由亚洲货币单位进行，它是领有执照的各银行的组成部分。实际上，除了在核算、财税和管理上的活动有分工以外，亚洲货币单位并没有有别于其所在地之银行的特征。亚洲货币单位的法律框架旨在便利它们参加区域银行业务，对使用新加坡元作为国际货币的范围施加限制并且对亚洲货币单位介入国内银行业务的程度实行管制。亚洲货币单位接受非居民和其他银行及金融公司以新元存款的条件是存款必须达到一定数额，以新加坡元对国内公司提供贷款的数额也有上限。1983年以来，亚洲货币单位必须得到官方批准才能向非居民提供500万新元以上的信贷设施或向居民提供用于国外的贷款，这项要求是为了防止在货币交易中卖空新元和防止非居民利用这种设施进行证券和房地产投资。

这些政策在保持新加坡亚洲货币单位海外特点方面取得的成功可由它们的资产和负债数据来说明：它们1996年负债的63%来源于国外，其资产的42%由借给国外银行的贷款构成。相反，据估计，曼谷国际银行设施实体筹集的资金中用于向国内提供贷款的部分高达95%。亚洲货币单位的事例证明，不让海外银行插手国内市场的措施是可行的，有利于促进金融稳定。

资本管制的做法在过去几十年里十分普遍。在战后的早期年代里，出于宏观经济原因，通常对资金外流实行资本管制，作为处理国际收支困难以及避免或缩小贬

值幅度之政策的一部分。此外，出于上文提到的较长期的发展或结构原因，发达国家和发展中国家均对资本流入普遍实行管制。1960年代起恢复较为自由的资本流动以后，大量的资本流入在不同时期给德国、荷兰和瑞士等工业国政府造成问题，作为对策它们实行了各种管制，例如上文已经讨论的对非居民购买国内发行的债券和非居民的银行存款实行管制。最近，由于大量资本流入而经历类似宏观经济问题的若干发展中国家也实行资本管制，作为其政策性反应的一部分。⁵⁰

- 马来西亚起初依靠封存措施起到扩大国内利率和国外利率之间的差距，导致短期资本流入加速飙升。1994年1月政府以实行下列资本管制作为对策(从1995年起逐步取消)：对银行与贸易或投资无关的外债规定最高限额；禁止居民向非居民出售短期金融票据；要求商业银行将外国银行拥有的马元帐户资金无息存放到中央银行；并对商业银行获准与外国人进行的直接报价和换汇交易施加限制。⁵¹
- 智利1990年代初为对付日益增加的资本流入也依赖封存措施，保持利率上升和流入加速。结果，政府不得不采取各种政策以放慢短期流入，甚至鼓励某种类型的外流，包括要求外国借款提供20%的无偿储备(随后提高到30%)，在中央银行存放一年。
- 哥伦比亚最终放弃了作为对付1990年代资本流入的封存措施，而代之以对偿还期为5年的贷款(与贸易有关的短期信贷除外)实行的储备要求，在贷款的整个期间必须维持该储备要求，偿还期越长则储备数额越少。
- 巴西于1994年中期执行货币改革以后，除了为对付资本流入增加而制定封存政策以外，还增加巴西公司对国外发行的债券支付的税、开始对外国人在股票市场的投资收税并且提高外国人购买国内固定收入投资的税率。
- 捷克共和国由于1994-1995年资本流入大幅度增加，起初实行封存政策，随后以0.25%的税率对与银行进行的外汇交易收税，对银行和其他公司的国外短期借款施加限制并且规定这种借款必须获得官方批准。

对这些管制的评价表明，在多数情形中，管制取得不同程度的效果：在实行了这些管制以后，除了巴西和哥伦比亚以外，资金流入数额在内产总值中所占的百分比大幅度下降，在一段时期内，智利和马来西亚的短期流入数额实际上成为负数；智利和哥伦比亚的短期流入在资金流入总额中的比率正在减少。

最近这种采取资本管制的做法有时持续相当长的时期，它是在许多国际倡议要求限制各国采取这种措施的自由背景下进行的。这些倡议的一个主要对象是适用于资本流动的唯一全球体系，即货币基金组织。⁵² 该体系涉及这种流动的首要原始目标是消除对目前交易的限制以便促进世界贸易和经济活动。资本流动自由并非货币基金组织原始协定条款的原则。实际上，其第六条第3节明文规定成员有管制国际资本流动的权利，只要这种管制也不限制目前的交易；第六条第1(a)节规定，基金一般资源帐户的资源不得用于为大量或持久的资本外流供资。⁵³

然而，1970年代以来的若干决定和其他改革已逐步放松当初对货币基金组织参与资本交易自由化所施加的限制。1978年生效的协定条款修正案文第四条载明，国际金融制度的主要目的是为便利国家间的资本交换提供一种框架。1995年4月，基金与接受货币基金组织对其汇率政策进行监察的一个成员国所讨论的事态发展清单扩大到包括“不可持久的私人资本流动”。⁵⁴ 补充储备设施于1997年12月获准成立，根据该设施提供经济援助的对象是由于市场受到干扰，以致投资者突然对它失去信心，使其资本帐户和储备受到压力因而在国际收支上遇到困难的国家。最后，根据临时委员会核准的目前倡议，基金的条款应予修正，将资本流动自由化列为该组织的目标并将其管辖范围正式扩大到这种流动。⁵⁵

这样一种修正如获得通过会给其他国际商定的规则产生规范化效果。例如，根据世贸组织管理货物和服务贸易的协议，当一国为维护其国际收支平衡而诉诸限制时，这些限制必须符合货币基金组织协定的条款规定的义务；货币基金组织应该根据该国国际收支状况和储备状况评价这些限制的理由。将货币基金组织的正式管辖权扩大到资本交易的结果可能减少各国根据世贸组织制度对资本交易进行管制的现有自主权。⁵⁶ 但最近的金融危机和各国为遏制资本流动的起伏所产生的影响而经常采取管制措施都说明应该继续给予各国政府这种自主权。本章的讨论并不说明已经能够在全球一级上消除由于扩大全球金融一体化而引起的金融震动的跨界蔓延或能够消除会触发金融危机的资本流动所引起的其他压力。由于现有政策措施中存在

着这些弱点，人们对目前为了促进资本流动自由化而当作国际政策目标采取的步骤是否恰当，提出了严重怀疑。实际上，可见的将来所需要的似乎是灵活性而不是额外的限制或义务。

6. 汇率政策

稳定的汇率(伴随着短期对外借款过多，货币风险增加)在形成东亚金融体质脆弱中所起的作用和随后的汇率波动对于引起危机和使得危机蔓延到整个东亚地区中所起的作用使人们对汇率制度与金融危机之间的联系提出了疑问。下文的讨论所得出的结论是，任何制度都不可能为防止这种危机提供万全的保护。然而，对汇率进行管理并且对资本交易进行管制，对于防止资本流动的大幅度波动能够起到很大的作用，从而为宏观经济稳定作出重大贡献。

如框 2 所述，危机爆发时，除中国香港以外，受严重影响的东亚经济实行的外汇制度是中央银行进行干预，根据普遍理解的准则稳定现货汇率，而中国香港则由金管局安排，在 1990-1996 年期间，许多东亚和南亚国家是大量资本流入的接受国。面对这种流入，东亚接受国货币当局能做的是，要么让货币升值、要么进行干预以防止升值，结果多半选择了进行干预以防止升值的办法。

问题在于：自由浮动汇率是否比若干东亚和南亚国家在发生危机以前所实行的管理汇率更为可取。如果在 1990 年代初期实行浮动汇率，也许会导致超出实际水平的大幅度升值，那就会由于对出口的影响而遭致强烈的政治抵抗，这一点几乎是可能肯定的。如果浮动汇率使得相对汇率更不稳定，它们可能会抑制套汇流动，但最终也会威胁到作为该地区经济发展支柱的相对稳定的汇率格局，并有可能使得贸易关系趋于紧张。

在另一极端，有人认为，设立货币理事会制度，将汇率严格与一固定货币挂钩，也许能避免出现亚洲那样的危机。根据这样的制度，货币当局明确承诺按固定汇率供应或赎回货币债务。这些是进行此类债务交换的唯一条件。这类制度中，特别著名的是阿根廷和中国香港的制度，但包括一些经济转型国家在内的另一些国家也实行这种制度。按照其最纯正的形式，货币理事会不能向政府、银行制度或其他借款人提供信贷，利息由市场决定，货币基础与该国外汇储备密切联系，只要货币理事会的对外储备超过国家或地区的货币基础(中国香港最近就出现这样的情况)或只要

法律框架允许使用外汇以外的形式持有作为货币基础支柱的一些储备(如阿根廷),就不必严格遵守上述条件。

主张成立货币理事会的人指出,它的好处在于这样一种制度能使货币当局树立威信,消除借款的货币与由借款供资的活动产生收入的货币两者搭配不良所引起的外债管理问题。然而,最近的经验已经表明,这种制度并不能使一国家或地区避免外来不稳定的影响,因为资本流入和流出的影响会通过它们对货币基础的作用影响经济活动水平和货物与资产价格。此外,在没有最后贷款者的情形下,按照这种制度的运作方式,资本流出以后通常会引起存款收缩,从而威胁到银行制度的稳定。⁵⁷ 货币理事会制度在若干情况下能够实现某一重要目的,例如制止恶性通货膨胀。但随后政策自主权的减少意味着只有少数国家适于采用这种制度因而予以接受。

因此,没有理由依据最近的经验来谴责对汇率进行管理的制度(尽管东南亚国家的货币市场如果不重新建立较有秩序的条件,就不可能恢复这种制度)。如果不实行浮动或严格固定的汇率而采用其他办法,其代价也会超过其效益。然而,最近的经验也表明,实行管理汇率制度以后,很可能积累大量短期外部银行债务和可能不稳定的其他外部投资。偶尔,用扩大干预幅度来实行更大的稳定性会帮助消除单向赌注和抑制套汇流动。但只有同时对外部债务实行积极管理,才有可能使这种制度长期凑效,往往需要为此采取资本管制手段。

7. 区域协商和协作

区域经济安排常常包括相互协商和协作的模式,讨论一系列经济政策的主题。这些模式的目标之一常常是防止成员国中出现金融危机,因为它们可能会产生不利的跨界影响,从而阻碍有关安排的目标的实现。

欧洲联盟有一整套此类程序,目标在于确保共同市场的职能不受成员国的宏观经济或金融动态的不利影响。成立欧洲经济共同体的罗马条约(第三部分——标题二,第 1-3 章)涉及到成员之间就金融和其他相关的政策以及国际收支差额进行合作和协商。例如第 107 条要求成员将汇率政策作为一项共同关注的事务来处理。⁵⁸ 此外,协商和监察是欧共体向成员提供金融支持对货币市场进行干预和帮助解决国际收支差额困难的程序的一部分。

其他地方也提出了在区域一级进行协作和协商的提案，目的是帮助预防金融危机，这种倡议的主要动力是避免传染影响的目标。这方面提出的一些主张涉及到相互监察，目的旨在帮助保证货币基金组织制订的经济和金融稳定政策得到适当实施。但是，具体政策并非为谋求金融稳定而进行区域协作和协商的组成部分。例如东盟正在进行中的一项主动行动涉及到监测各成员的经济状况和政策各个方面的机制，以各成员为此目的相互商定的准则为指导。

在危机发生之前和走向危机的期间东盟成员显然已意识到需要进行合作，防止金融危机。例如，在 1997 年 3 月的会议上，东盟财政部长承认可能需要为此目的成立区域监督机制。两个月后，对泰国铢的压力促使若干亚洲中央银行采取协调干预行动，支持该货币。然而，在 1997 年 7 月普遍放弃管理汇率制度时却没有发生这种干预，这一事实说明了政府的决定，即在该阶段维护汇率的尝试代价将太大。

尽管如此，东盟内部就相互监察问题继续协商，在 1997 年 12 月的会议上，东盟财政部长建议执行成立区域监察机制的提案，随后成为东盟监察机制。监督机制的职能将是帮助东盟各国政府防止未来的金融危机，除了其他外一方面作为一种早期报警制度，使各国能单个的或集体的采取纠正行动；另一方面，在全球金融一体化进程中通过审查国际论坛提出的金融和货币问题来保护该地区的利益。该主动行动符合东盟成员中迫切感到的需要但也可能最终导致向其他亚洲国家扩大这种合作。如果将来东盟和可能的话其他东南亚国家作出一项决定，为提供相互外部金融支持作出比 1997 年 5 月为维护铢所部署的更加正式的安排(可能与上文提到的一些欧共体设施相类似)那将有可能设想这些安排与届时已经建立无论何种监察机制之间的联系。

注 释

¹ 这一设想实际上是在 20 国委员会中提出的。货币基金组织在 1994 年又把它提了出来，并由管理方在一份文件中作了说明，“一种短期融资办法”(国际货币基金组织，华盛顿哥伦比亚特区，1994 年 9 月)。对提出的问题进行的讨论，参看 E.V.K.Fitzgerald，“干预与管制：国际货币基金在危机的预防与管理方面的作用”，贸发会议评论，1996 年；见 J.Williamson，“国际货币基金的一种新办法”，贸发会议，《1990 年代的国际货币和金融问题》，第六卷(联合国出版物出售品编号：E.96.II.D.7)，纽约和日内瓦，1995 年。

² M.Feldstein，“东亚的过度反应”，《外交事务》，1998 年 3 月/4 月，p. 26。

³ 货币基金组织调查资料,《关于货币基金组织的补充材料》, 1996年9月, p.15。

⁴ 货币基金组织调查资料, 1998年1月12日。

⁵ 货币基金组织调查资料, 1995年3月20日。

⁶ 参看, A.J.Schwartz, “世界的中央银行: 是关闭紧急社会基金与货币基金的时候了”(华盛顿哥伦比亚特区: 国家经济研究局, 1998年), 油印本。

⁷ 《1996年贸易和发展报告》第六章附件。

⁸ 参看 J.Sachs, “外债、结构调整与经济增长”, 载于贸发会议, 《1990年代的货币与金融问题》, 第九卷(联合国出版物出售品编号: E.98.II.D.3), 纽约和日内瓦, 1998年; 和贸发和发展会议《1992年世界投资报告》, 框十一.1。

⁹ 对于美国、联合王国和德国的破产法的比较, 见 B. Eichengreen 和 R. Portes, “危机? 什么危机? 为负债的主权国有秩序地拟订策略”(伦敦: 经济政策研究中心, 1995年); 和 J.Franks, “主权国债务与苦恼的整顿工作中的一些问题”, 同上, 附件 2。

¹⁰ 对于上述问题, 可参看 D.M.Sasson 和 D.D.Bradlow(编), 《国际还债义务的司法执行》(华盛顿哥伦比亚特区: 国际法研究所, 1987年)。

¹¹ 在 1994—1995 年期间, 墨西哥政府有清偿历史也是这种情况, 当时它可以偿付以比索为面值, 与美元挂钩的国库债券的全部未得偿付的持有人, 但合同银行没有足够的储备金使这些持有人将比索兑换为美元。

¹² 见 L. Nurick, “国际货币基金组织协定条款”, 载于 Sasson 和 Bradlow(编), 同前; 和 Eichengreen Portes, 同前。

¹³ 基于这种解释的若干裁决, 见 Nurick, 同前, pp. 111-113。

¹⁴ 《国际资本市场。发展、前景与政策问题》, (华盛顿哥伦比亚特区: 货币基金组织, 1995年), p.11。

¹⁵ 同上, p.11。

¹⁶ K. Raffer 提出了这种意见。参看他的“对国际债务适用第 9 章的破产原则和程序: 富有人情味的经济上有效的解决办法”, 《世界发展》, 第 18 卷, 第 2 期, 1990 年。

¹⁷ Sachs, 同前, p.52。

¹⁸ Eichengreen 和 Portes, 同前, pp.49-50。

¹⁹ 关于上述反对意见的讨论, 见 Eichengreen 和 Portes, 同前, pp.43-44; 和 Raffer, 同前。

²⁰ 最为人熟知的案例之一是, 由所谓南锥体自由化试验造成的 1980 年代初的智利债务危机。智利在 1970 年代后期和 1980 年代初期所欠外债的很大一部分是私营银行和企业积累起来的, 没有政府担保。“这些私人债务被包括进了智利国家与外国银行智利咨询委员会所谈判的重定偿债办法。显然, 智利政府在银行咨询委员会的压力之下作了让步……。外国银行为彻底表明自己的立场, 显然在 1983 年第一季度严格控制了对智利的短

期商业信贷，据说这是在此前十年对同一国家使用的办法，有一定的成功之处。在重定偿债办法方面，国际货币基金组织也是积极的，并没有公开反对这一威胁“(C. Diaz Alejandro, “告别金融拟制，走向金融危机”，《发展经济学报》，第 19 卷，No.1/2, 1985 年 9 月/10 月，p.12)。

²¹ 摘自纽约上诉法院 1984 年对哥斯达黎加案的裁决。

²² 见《1986 年贸易和发展报告》。

²³ G. A. Calvo, “The management of capital flows: Domestic policy and international cooperation”, in UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the 1990s, Vol. IV(UNCTAD/GID/G24/4), New York, 1994。

²⁴ 执行理事会 1977 年 4 月 29 日第 5392 - (77/63)号决定。

²⁵ Group of Ten, “The functioning of the international monetary system”, a report to the Ministers and Governors by the Group of Deputies(Washington, D. C., June 1985), para. 40. For further discussion see J. Williamson and M. Gavin, “International monetary issues in 1985”, and Y. Akyüz and S. Dell, “Issues in international monetary reform”, both in UNCTAD, International Monetary and Financial Issues for the Developing Countries (United Nations publication, Sales No. E. 87. II. D. 3), New York and Geneva, 1987。

²⁶ 在相对短的时期内，一国的实际有效汇率与其平均关税水平相抵用百分比表示会有很大数额的差异，由此产生的变化，甚至偏离该国汇率的均衡水平，会持续一段时间。因此汇率波动产生的经济影响会大大超过多边商定的关税变化，尽管估计的贸易流动对关税变化的弹性大大高于对汇率差异的弹性；例如见 C. F. Bergsten and J. Williamson, “Exchange rates and trade policy”, in W. Cline (ed.), Trade Policy in the 1980s (哥伦比亚特区华盛顿，国际经济研究所，1983 年)。

²⁷ 1998 年 4 月 16 日临时委员会公报。

²⁸ 最近对货币和银行危机的决定因素作了大量经济计量学分析，这是研制货币和银行危机主要指标的尝试的一部分。虽然这些工作有助于澄清研制这种指标所涉及的问题，但是似乎不大可能在很大程度上依靠这些指标预测全球间事项的金融危机(实际上它们已被银行监督者和投资银行的金融分析家目前使用的现有数量和质量更具灵活性质的指标取而代之)。迄今为止的努力产生的指标大大夸大了对银行危机的预测。有关这些问题的扼要讨论，见 M. Goldstein, “Early warning indicators of currency and banking crises in emerging economies”, in Financial Crises and Asia, CEPR Conference Report No. 6 (London: Centre for Economic Policy Research, 1998)。

²⁹ 贷款危机是银行客户有可能不履行其义务的结果；市场风险是因银行资产的市场价值在某种方法偿清或抵销之前发生的变化而造成的损失的结果。

³⁰ 例如纽约联邦储备银行董事长 William McDonough 指出：“……过去，人们可通过一金融机构资产负债表迅速了解其贷款和风险。今天就该目的而言资产负债表的信息显然不够……在今天市场上活动速度之快使金融报表几乎在编写之前就已过时”。见 J. A. Leach, W. J. McDonough, D. W. Mullins and B. Quinn, “Global derivatives: Public sector responses”, Occasional Paper No. 44(Washington D. C.: Group of Thirty, 1993), pp.15-16。

³¹ R. Dale, *The Regulation of International Banking* (Cambridge: Woodhead-Faulkner, 1984), p. 83。作者的论点涉及到国际银行贷款方面的危机，但可很容易地扩大到更为普遍的金融危机。

³² 例如见 M. Goldstein, “The case for an international banking standard”, in *Policy Analyses in International Economics*, No. 47(Washington, D. C.: Institute for International Economics, 1997), p.33。

³³ 见 M. Goldstein and P. Turner, “Banking crises in emerging economies: Origins and policy options”, *BIS Economic Paper No.46*(Basle: BIS, 1996), pp.9-14。

³⁴ 最近出版的关于亚洲金融危机的著作很好的描述了这些担保的性质：“在每个经济、公共当局是其国内金融制度活力的后盾……这不能被解释为市场扭曲现象；它是资本主义经济的一个特点，在资本主义经济中金融资产市场是一不可缺少的特点。然而，这些市场不能以货物市场的同样方式实行自由化……这至少开创了一个默认的如果不是明确的话，保证，即金融当局支持外国债务至少是其金融制度明确监督的部分的原则”。M. F. Montes, *The Currency Crisis in Southeast Asia*, updated edition (Singapore: Institute of Southeast Asian Studies, 1998) p. 26。

³⁵ 有关对该危机产生的提案的调查，见 D. F. Lomax, *The Developing Country Debt Crisis* (London: Macmillan: 1986), pp. 255-280。

³⁶ H. Kaufman, “The reasons to reform”, *Euromoney*, November 1992, p.57。Kaufman 自亚洲危机爆发以来重新回到该提案，例如他在 1998 年 2 月加拉加斯 24 国集团特别部长会议上的讲话记录。

³⁷ G. Soros, “Avoiding a breakdown”, 《金融时报》，1997 年 12 月 31 日和 1998 年 1 月 1 日。

³⁸ 多边投资担保机构是世界银行的一个附属机构，为与外国投资和若干其他国际交易包括与担保的投资相连的贷款有关的某些风险(如转让风险)提供保险。它的保险设施与国家出口信贷机构的保险设施有些重叠，但后者对与国际借贷有关的风险的保险范围通常更广，因而作为国际信贷保险公司的模式更合适。

³⁹ 例如见 S. Irvine, “Rating agencies: Caught with their pants down”, *Euromoney*, January 1998。

⁴⁰ 然而应该指出最近危机期间在新兴金融市场出现的这种传染影响从保险角度而言与自然灾害有些相同之处，将此制定国际信贷保险公司收取多少保险费的工作复杂化。在发展中国家 1980 年代的危机后，经合组织国家的多数出口信贷机构的业务中经历了长期的现金流动赤字。

⁴¹ M. Mayer 认为：“国际社会需要某种登记处，提请注意任何银行或国家银行系统从金融公司的短期借款的持续增加”。对于属于国际金融市场的重要参与者的多数公司来说，这种信息存在于国家一级(尽管对一个市场来说如银行之间的交易的市场，选择何时必须透露银行间的头寸并非易事，因为银行间的交易是持续不断进行的)。见 M. Mayer, “The Asian disease: Plausible diagnoses, possible remedies”, Jerome Levy Economics Institute Working Paper No.232(Annandale-on-Hudson, New York, April 19980, pp.31-32)。

⁴² 正如《金融时代》1998 年 5 月 11 日社论所报道的。

⁴³ 这些倾向在银行的欧洲货币业务活动中特别明显。通常，这种业务活动被界定为除参与银行东道国货币以外的货币中的业务活动(起初主要是美元，但随后也有其他主要经合组织国家的货币)。但是，随着在美国和日本国际银行设施的成立，该定义扩大到银行用其国内货币主要与非居民或与国际活动有关而进行的具体交易，受一种管制制度的约束，这种制度类似于传统的欧洲货币业务活动的管制制度。这些制度一般的特点是管制比对国内银行的管制要松(尽管最近放宽管制导致这方面的区别减少)，它们也常常受益于税收优惠。

⁴⁴ 见 S. Griffith-Jones, “Regulatory challenges for source countries of surges in capital flows”, in J. J. Teunissen (ed.), The Policy Challenges of Global Financial Integration (The Hague: Fondad, 1998)。正如这些著作中所指出的，该提案用了“慎重的资本收费”的某种不恰当的措词来描绘互助基金的流动储备要求，其债务包括股东资本的机构。

⁴⁵ 该主张是在下列著作中提出的：A. Cornford and J. Kregel, “Globalization, capital flows and international regulation”, Jerome Levy Economics Institute Working Paper No.161 (Annandale-on-Hudson, New York, May 1996), p.29。有关互助基金退出费的进一步细节，见 J. C. Bogle, Bogle on Mutual Funds(Burr Ridge, Illinois: Irwin, 1994), pp.193-194。

⁴⁶ 派生物使这种情况进一步复杂化。最近的革新日益有可能涉及“合成”金融票据和证券，经过一定的时间后才有与更为传统的资产的流动相符的现金流动。结果，如果一国政府希望将某些传统资产作为管制资本流动中的目标，它可能需要将其行动范围扩大到“合成”票据或证券。

⁴⁷ 这种税有时称为“利率平衡税”。如此规定的原始税是由美国对外国贷款实行的，最初于 1964 年对偿还期在三年以上的外国证券征收这种税，随后于 1965 年扩大到银行贷款。

⁴⁸ 在受危机影响的最严重东亚国家有以外汇为单位的帐户，以多数情形中仅受到有限的限制。但在多数经合组织国家，这种帐户的拥有是相对而言最近的事态发的，是资本交易自由化的产物。直到 1980 年代中期在有些情形中仍不允许开此种帐户。

⁴⁹ 关于新加坡海外银行的根源，见 M. Ishihara and H. C. Kim, “Financial system of Singapore”, in R. C. Effros (ed.), *Emerging Financial Centres* (Washington, D. C.: IMF, 1982)。关于较近的动态，案文中讨论依据的是 M. F. Montes and T. K. Giap 未发表的论文。

⁵⁰ 接下来对若干发展中国家资本管制的叙述大量依据 C. M. Reinhart and R. T. Smith, 未发表的论文, “Temporary Capital controls”, 1997 年 8 月(油印本); 和依据 V. G. Le Fort and C. L. Budnevich, “Capital-account regulations and macroeconomic policy: Two Latin American experiences”, in UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. VII (联合国出版物, 出售品编号 E.97.II.D.5), 纽约和日内瓦, 1997。

⁵¹ 直接期货汇兑交易涉及到双方同意在从此时起的两天以上的期间以后交换货币，而外汇交换有两个单独的阶段：一个包含销售和购买外汇，另一个包含在随后的日期再购买或再销售该货币(从而将第一步骤倒过来)。

⁵² 发达国家也受该领域根据经合组织资本流动自由化法和(为欧盟成员制订的)欧经共同体委员会 1988 年关于资本流动的指示和马斯特里赫特条约规定的义务的约束。一些发展中国家以承担这种义务，作为友好、商业和航行条约的一部分或区域协定的一部分，如北美自由贸易协定。

⁵³ 该限制不一定适用于货币基金组织使用借来的资源的特别设施。

⁵⁴ 货币基金组织执行董事会 1995 年 4 月 10 日第 10950-(95/37)号决定(修正 1977 年 4 月 29 日第 5392/[77/63] 号决定)。

⁵⁵ 货币基金组织给大韩民国政府提出一揽子金融拯救计划载有与资本交易自由化有关的条件。

⁵⁶ 关于进一步讨论，见 A. Conford and J. Brandon, “The WTO agreement on financial services: Problems of financial globalization in practice”, section E, in UNCTAD, *International Monetary and Financial Issues for the 1990s*, Vol. X (即将出版)。

⁵⁷ 为了避免另一次流动资金抽紧的情况，如 1995 年墨西哥危机后因资本外流而经历的情况，阿根廷安排了备用融资设施，资金来自私人国际银行，以便再次发生这种外流时使用。

⁵⁸ 这些条款经马斯特里赫特条约修正，规定成立欧洲经济和货币联盟。