

# 二十一世紀評論

## 論亞洲金融風暴

### 東亞金融危機

王于漸

近月的東亞金融危機，令不少東亞經濟體系在經濟上採取緊縮措施。這一連串發展無疑出乎人們的意料，但之所以會造成長期的、嚴重的後果，歸根結底是東亞不少地區經濟脆弱，令公眾失去信心、政府失去公信力所造成的。

近月的東亞金融危機，早在1996年秋即在泰國發難。當時泰銖的投機對沖活動日增，泰國中央銀行致力反擊，耗盡了外匯儲備。翌年7月，泰銖被迫與美元脫鈎，自由浮動。馬來西亞、印尼、菲律賓和韓國等等泰國的鄰國和競爭對手，迅速受到泰銖大幅度貶值的衝擊。新加坡和台灣亦被波及，尚幸頂得住風浪，以小幅度貶值渡過難關。香港則由於貨幣和匯率制度 (foreign exchange system) 與東亞其他地區有別，港元得免貶值。人民幣則由於兌換程度低，亦得免於難。

事件中，上述不少經濟體系的貨幣貶值一半以上，銀行和金融體系搖搖欲墜。風暴的源頭是國際收支危機，迫使貨幣大幅度貶值，觸發經濟和政治信心危機，最終令不少東亞經濟體系在經濟上採取緊縮措施。這一連串的發展無疑出乎人們的意料，但之所以會造成長期的、嚴重的後果，歸根結底是因東亞不少地區經濟脆弱，令公眾失去信心、政府失去公信力所造成的。

#### 一 危機早有先兆

多恩布希 (R. Dornbusch) 與沃納 (A. Werner) 在闡釋墨西哥披索貶值的經濟根源時所用的「匯率高假設」(overvaluation hypothesis) ①，有助我們了解東亞近期的經濟表現。東亞不少貨幣匯率之所以偏高，以致被迫貶值，是當地經濟因素和政府政策造成的：首先是各地政府決定貨幣與美元掛鈎，但與美元自由兌換；二是內外因素發生變化，令經濟基本因素惡化，進而令經常帳逆差惡化；三是利用引入短期的外資以填補經常帳逆差，支撐匯率於一時，期望基本經濟

因素會好轉；四是流入的短期資金主要是貸款而非直接的外來投資，令經濟體系更容易隨市場情緒波動；五是外資貸款使用不當，未能改善基本的經濟因素。投機對沖者眼看當地基本因素日益惡化，遂伺機衝擊其貨幣；六是當地政府領導無方，對抗投機對沖無力。一旦外匯儲備耗盡，除了貶值外別無選擇。但到了這個地步，政府威信已蕩然無存。最後，信心危機由外匯市場蔓延至公眾，匯率危機提升為金融、經濟和政治危機。

劉遵義與帕克(J. S. Park)借助多恩布希、沃納的架構，嘗試找出東亞金融危機的早期徵兆<sup>②</sup>。他們在1996年就匯率危機的先兆總結出十項經濟指標(參見下表\*)，但並未按照各項指標的輕重次序排列，以預告危機來臨的時刻。下表是劉遵義與帕克為東亞國家和地區列出的經濟警號：

國家地區 \ 指標	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
墨西哥	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓	✓
中國內地			✓							
香港特區—中國										
印尼	✓		✓			✓			✓	
韓國			✓		✓			✓	✓	
馬來西亞	✓			✓	✓				✓	
菲律賓	✓	✓	✓	✓	✓		✓	✓		✓
新加坡	✓				✓			✓		
台灣										
泰國	✓	✓		✓				✓	✓	✓

\* 劉遵義與帕克提出的十項經濟警號指標分別為：(1)實質匯率下跌，(2)實質本地生產總值增長緩慢，(3)通脹率高於全球水平，(4)名義息差高於全球利率水平，(5)息差擴大，(6)實質利率偏高，(7)本地儲蓄率偏低，(8)貿易逆差龐大，(9)經常帳逆差龐大，(10)外幣資產組合相對外來直接投資偏高。

有趣的是，上述十種先兆墨西哥全都不缺。東亞方面，菲律賓以八種指標高踞榜首；泰國六種居次；接着印尼、韓國和馬來西亞各有四種；新加坡三種；香港、台灣和中國內地則一種也沒有。

## 二 日本與東亞金融危機

東亞金融危機的遠因可上溯至80年代後期日本地產市場崩潰，令日本的銀行和金融機構的貸款出現大量壞帳。銀行照理必須按市值撤帳，自收益中剔除

虧損額。但撇帳有損銀行的資本比率 (capital ratio)，令銀行無法發放新貸款為商業活動融資，繼續從事一貫的業務。

日本的銀行監管當局擔心，撇帳有損銀行的資本，凍結流動資金 (liquidity freeze-up) 會對經濟造成嚴重的損害。他們希望問題純屬過渡性，只要撐住壞帳的企業，讓其繼續周轉，那麼壞帳也就不是壞帳了。而且，只要經濟迅速復蘇，所有表面上的壞帳最終都能清還。

當時日本股市興旺，日本股票帳面上的資本增值令銀行獲得源源不絕的資金儲備 (store of capital)，很可能沖淡了日本的危機感。及至日經225平均指數 (Nikkei 225 Average) 掉頭持續下跌，這筆緩衝用的帳面資金也宣告枯竭。及至1996年日經指數跌到14,000點上下，緩衝資金已告枯竭。

為了令銀行的資金復原 (restore capital)，日本大藏省 (Ministry of Finance) 面對幾種抉擇。一是勒令銀行撇帳，另行向外集資。但這不僅對股東有損，也會迫使日本的銀行與外資分享控制權。大藏省選擇了另一條路，亦即決定壓低短期利率，此舉動搖了東亞地區的金融體系。此後一段時間，日本利率之低僅次於歷史上美國30年代的大蕭條。大藏省自然是希望，國內的銀行用低息借入的短期貸款購買高息的長期證券，所得收益可作為資金。不料，日本的銀行把借來的短期資金轉借給東亞其他地區。日本的銀行當時還希望在海外賺了錢後，會為日本本土的壞帳撇帳。其時日本正當經濟衰退，日圓升值的可能性不大，這個如意算盤應該可以打得響。事實上，在經濟衰退和低息的雙重作用下，日圓匯率持續下跌。

東亞金融危機的真正罪魁是日圓疲弱。更禍不單行的是，日圓滑落的同時，美元攀升。由於泰國和東亞其他國家地區的貨幣均與美元掛鈎，當日圓疲弱而美元強勁時，自然使到與美元掛鈎的貨幣匯率看上去偏高，成為投機狙擊的目標，國際投機活動的機會也就更多。

東亞金融危機的真正罪魁是日圓疲弱。更禍不單行的是，日圓滑落的同時，美元攀升。由於泰國和東亞其他國家地區的貨幣均與美元掛鈎，當日圓疲弱而美元強勁時，自然使到與美元掛鈎的貨幣匯率看上去偏高，成為投機狙擊的目標，國際投機活動的機會也就更多。

### 三 東亞的信用風險

中國內地的出口對泰國出口的影響尤其大。泰國當局眼看經常帳逆差惡化，為了維持泰銖與美元掛鈎，遂借入短期外債以填補國際收支逆差，然後把短期貸款轉借給基建和地產發展項目，用作長期投資。

相比之下，其他東亞經濟體系受中國內地出口的影響較小。但是，這些國家和地區也向外借入短期貸款，大量投資於基建和地產等沒有把握的長期計劃。以馬來西亞、印尼、韓國來說，其中部分壞帳並非一般的商業貸款，而是工業政策引發的政治性貸款。為這類壞帳撇帳，無疑會令政府感到尷尬。

上述不少國家和地區在加息和匯率下跌雙重打擊下，顯得特別脆弱。其中尤以泰國為然。東亞地區的銀行和企業不僅靠借入短期貸款用作長線貸放，甚至短線借入美元或日圓等外幣，然後長線貸出本地貨幣。一旦某地區貨幣對美

元的匯率大幅下調，則當借入的美元和日圓短期浮率貸款需要續期時，若以當地幣值計算，箇中成本將會極高。而一旦加息，借入外幣者同樣也受到雙重的打擊：所借出的長期貸款資產值下跌，而短期貸款續期的成本上升。

為東亞借方提供美元和日圓短期貸款的，主要是日資銀行，但並不限於日資。日資銀行本來就已被壞帳壓得搖搖欲墜，現在再來一次重整，因為貸款招致的虧損和呆壞帳必將大大增加。由於壞帳太多，日資銀行在國內以至整個亞洲的正常放款業務已基本上凍結。日本對外收縮信貸和日本政府的對策，是東亞金融危機的根源。在日本回復正常以前，東亞的危機難以消解。

#### 四 匯率危機

泰國的經濟和金融問題較早受到關注，故最先成為外匯狙擊的目標。泰國央行利用加息和收緊市場流動資金 (market liquidity) 反擊投機者，這是因為加息可增加投機者借入泰銖進行拋空 (sell short) 活動的成本。可惜，加息不僅未能打擊投機者，反而令一些早就在遠期市場 (forward exchange market) 上拋空泰銖的投機者大獲其利。此外，加息也對國內造成嚴重的打擊。何況正如上述，不少泰國機構借入短期貸款作為長期放款用。

泰國央行竭力不讓外界得悉其外匯儲備的狀況。在央行有多少美元和其他外匯儲備可以用來應付投機、保衛泰銖的問題上，當局放出煙幕，堅稱儲備充裕，說服了國民，卻瞞不過投機者。後者清楚得很，真正的戰場是遠期市場而非現貨市場 (spot market)。泰國央行反擊的方法是在遠期市場上買入 (long position)，與投機者拋空 (short position) 對沖。這在短期內的確能在帳面上造成大量的外匯儲備，但其實，這批儲備已在遠期市場上售出 (committed)。

作為中央銀行，泰國央行無法無限期地押後收回抵押貸款，最終只好承認耗盡了外匯儲備。消息公布後，公眾紛紛把手中的泰銖換成美元。至此，泰國面對的問題由反擊外來投機蛻變為遏止國民資金外流。既然最可靠的央行也蓄意瞞騙國人，泰國其他金融、政治以至所有機構的公信力也就蕩然無存。本來泰銖在這場危機中只要貶值10-15%就可以應付過去，但現在卻釀成了大災難。

泰銖崩潰後，緊接着馬來西亞、印尼、菲律賓和韓國也遭遇到類似的命運。但正如上述，台灣和新加坡得免於難，港元更穩守在東亞金融危機爆發前的水平。香港之所以頂得住衝擊，原因是港人對政府仍然有信心，也相信當局的承諾，會致力捍衛港元與美元的聯繫匯率，保護港人畢生的積蓄。只要公眾保持信心，純粹的投機活動對市場的影響也就有限。何況，香港實行貨幣發行局制度 (currency board system)。理論上，金融當局以維持聯繫匯率為首要的任務，不會因旁騖而分心。事實上，只有當金融當局對本身的角色有所誤解、企圖扮演中央銀行 (像泰國那樣以加息來反擊外來投機) 時，才會使聯繫匯率受到威脅。

泰國央行竭力不讓外界得悉其外匯儲備的狀況。在保衛泰銖的問題上，當局放出煙幕，堅稱儲備充裕，說服了國民，卻瞞不過投機者。最終耗盡了外匯儲備消息公布後，公眾紛紛把手中的泰銖換成美元。既然最可靠的央行也蓄意瞞騙國人，泰國其他金融、政治以至所有機構的公信力也就蕩然無存。本來泰銖在這場危機中只要貶值10-15%就可以應付過去，但現在卻釀成了大災難。

## 五 結 論

要問金融風暴往何處去，不同地區的答案大不相同。對香港來說，答案簡單不過。香港的銀行與日本、韓國不同，它不論就財務和管理的健全性或是就監管的誠實度來說，在全球中都數一數二。此外，由於香港實施貨幣發行局制度，因而免卻了中央銀行的通病。所謂魚與熊掌不能兼得，事實證明，要同時維持貨幣的內在和外在價值是不可能的事。

港元堅定不移地與美元掛鈎、維持穩定的匯率，這無疑是正確的。誠然，出口商（這在香港還包括旅遊業）必然會為港元貶值搖旗吶喊，但港人必須了解，港元貶值只能換來暫時的好處，因為其他國家和地區必定會相應地下調價格。香港的進口價格很快就會進行調整，令本地出口商的競爭力回到從前的水平。反過來，香港將會因此失去歷來享有的金融穩定美譽，這是一項無價之寶。

至於一些銀行體系脆弱的國家地區，也就是除了香港，或許還包括新加坡和台灣以外的東亞大多數地區，則必須採用較為合理的壞帳確認制度。這需要注入巨資，令銀行得以擔當金融中介人的角色。而且，有關的國家和地區必須認識到，只有一種途徑可以提供這許多資金：外資。而除非後者對資金的管理享有相當的控制權，顯著高於目前各地願意與外人分享的程度，否則不會出資。

使各地銀行得以恢復元氣的上述步驟雖然甚為迫切，但也只是短期的對策。從長遠而言，亞洲各國必須在資金上減少對銀行的依賴。因此，以加強發展資本市場、穩步擴大現有的市場渠道、增加新的渠道等方式代替銀行貸款，並讓融資渠道朝向分散 (decentralization) 和多樣化 (diversification) 發展，而非一味寄望各大銀行和監管者的表現，這才是應對之策。

從長遠而言，亞洲各國必須在資金上減少對銀行的依賴。因此，以加強發展資本市場、穩步擴大現有的市場渠道、增加新的渠道等方式代替銀行貸款，並讓融資渠道朝向分散和多樣化發展，而非一味寄望各大銀行和監管者的表現，這才是應對之策。

### 註釋

① R. Dornbusch and A. Werner, "Mexico: Stabilization, Reform and No Growth", *Brookings Papers on Economic Activity*, no. 1 (1994): 253-97.

② L. J. Lau and J. S. Park, "Is There a Next Mexico in East Asia?", Department of Economic (Stanford University), 1-17. Paper prepared for presentation at the Conference on China: Toward a Modern Financial System in Beijing, China (August 23-24, 1996).