

学校的理想装备

电子图书·学校专集

校园网上的最佳资源

《金融风暴》——东南亚金融危机实录


eBOOK
网络资源 免费下载

《金融风暴》——引言

东南亚金融危机不期暴发，顷刻之间，震荡亚洲，波及欧美，危及全球金融市场乃至世界经济，亿万资财倾荡而尽，多少富豪沦为赤贫，股市汇市波谲云诡，经济世界分崩离析……

泰国由一个昔日雄心勃勃的猛虎，变为病虎，上千亿美元化为乌有，由从不向世界金融机构举债的国际新星，沦为开口要 1500 亿美元的国际乞丐；马来西亚总统降尊纡贵，一改首相风度，破口大骂金融大鳄索罗斯；菲律宾每况愈下，据说离谷底还远得很；印度尼西亚的币值莫名其妙消失了三分之一；新加坡经济晃动不已；香港股市一度暴跌，台湾外汇储备大幅减少，缅甸风雨飘摇；这场风波像病毒一样，猛烈冲击了巴西证券市场和波兰货币兹罗提，使美国市场进入敏感期，伦敦市场亦咳嗽不止。

德意志银行亚太处首席经济学家说：“这仅仅是一个开端。我们现在所看到的一切只不过是烟花燃放前的几个小鞭炮而已”。

这次危机无疑是一场风暴！

与两年前对亚洲经济一片赞扬声相反，现在全世界以紧张和惋惜的心情关注着东南亚局势的发展：东亚奇迹真的就此消失，这场风暴的边界在哪里，这噩梦何时能结束，世界是不是从此进入多事之秋，是否每一个国家和地区，每一个人都不可幸免于难。

因为在金融市场的全球化、全球资金的一体化以及资讯技术的高度发达使得国际资本能在全球范围内高速流动的今天，世界并没有“一块安定的绿洲”。

当然人们更关心的是这场危机发生的原因。

有人说索罗斯搞的鬼，他参与了九十年代以来的三大货币危机，用十几亿美金把世界闹得天翻地覆，为此，马来西亚和印度尼西亚的政要们声称欲以颠覆罪加以论处；更多的人则认为是东南亚自身的经济基础和结构性原因；还有人还以全球经济分野的重新布局在世纪末的这一时点上必然却以骤然形式遽变视之。

象进入九十年代以来发生的欧洲货币危机和墨西哥金融危机那两次世界性重要事件一样，这次发生在我们家门口的这场危机无疑会告诉我们许多新的东西。

从这些事件中，至少有两点依稀看得清楚：

- 一国经济的健康持续发展是由一些更深刻、更高层次和更大范围的因素决定的。

- 对市场深刻的感悟和相应的谋略足以颠覆一国经济，足以敌挡亿万资财。

从这些意义上讲，我们所知道的许多经济常识和理论，可以说是业已过时，或者说是毫无用处。

东南亚金融危机是发生在离我国最近并且关系甚大的全球性经济事件，它已经波及到香港和台湾，并将影响到我们的出口，影响我们的股市。如果我们盲目应对，我们以血汗积累起来的 1200 多亿美元的外汇储备，有可能被一个谋略，一次冲击吞食殆尽。所以我们有必要加以关心。

但我们需要以客观的和分析的眼光看它。

这本依据国际互联网搜集的全真资料和众多国际专业人士的深刻分析

所编纂的书，就是为了提供这种眼光，提供一种不同于教科书上所描述的经济危机实感。

《金融风暴》——东南亚金融危机的来龙去脉

早有预见

与两年前对亚洲经济一片赞扬声相反，从去年下半年开始，西方舆论对东南亚各国的经济形势放出各种惋惜和悲观的评论，有的认为“亚洲经济奇迹逐渐褪色”、“经济形势令人失望”；有的则说当年的“小虎”已成了“病猫”，“亚洲虎失去了锋利的牙齿”。日本《选择》月刊认为，美国经济学家保罗克鲁格曼过去指出的亚洲经济偏重于投入型的做法犹如当年苏联的模式，其结果必然造成资源破坏、经济停滞，这个判断现在已经应验了，亚洲虎真的出了问题。

国际货币基金组织去年曾向泰国提出警告，它那蓬勃的经济就快遇到麻烦。

我国著名经济学家高尚全在今年初就指出，要密切注意国际汇市中游资的动向，提防东南亚货币成为这股投机势力冲击的目标和猎物。

泰国“虎”病了

泰国的经济曾被称为东南亚发展最快的经济，而现在即使最为乐观的预测，都预言经济恢复将是很缓慢的。泰国官方预测，今年的国内生产总值增长率将低于6%，而1995年的增长率为8.7%。从今年年初起，就有人预言泰国货币将会贬值，泰国企业界将有一批公司被淘汰。

全球经济对市场开放的回报是很迅速的，但是对那些准备不充分的市场的惩罚也同样很迅速。对开放市场半心半意以及监察不严是泰国发生金融危机的核心原因，这都是缺乏远见的政治领导人遗留下来的问题。

泰国去年的出口增长率为零，今年迄今为止经济仍处于呆滞状态，经济发展速度减慢反映出更深一层的问题——泰国不仅面对新的竞争未能灵敏地作出反应，而且未能提供基础设施和教育来吸引新的投资。

泰国是怎么陷入这一困境的呢？

新加坡一家地区经济研究所的负责人尼尔·萨克尔认为，这都是“荒唐的货币”造成的：在90年代中期，正当出口开始走下坡路的时候，低息的外国资本涌入泰国，其中大部分是短期资金。

大多数分析家认为，从某种程度上说，形成这场危机的根源在于泰国对外国资本敞开了大门。

泰国从1992年开始放宽限制，允许国内投资者通过曼谷国际银行获取低息的外国资金。但是它犯了个错误，那就是让泰国铢的汇率与美元挂钩。泰国人对货币贬值问题根本不关心，轻率地大量借钱，没有采取任何预防风险措施。经济学家斯科特·克里斯坦森说，这个教训是：“不能将放开货币比值与非自由汇兑控制混在一起。”

流入泰国的美元利率大大低于国内银行提供的美元利率。1992年泰国的外债为200亿美元，但到1995年底增加到了750亿美元，目前达890亿美元（其中约半数欠日本银行）。

就连猜瓦利总理都承认，肆意借贷是产生这场危机的根源。他对记者说：“在过去10年中，我们一直在挥霍借来的钱。我们欠了很多债，我们只

有精明地、正确地使用这笔钱，才能减少债务”。

然而，流入泰国的这些资金，只有极少几个领域能够让这些投资产生效益。其结果是：资产膨胀，尤其是房地产。

与公众的想法相违背的是，这些资金并没有完全用于房地产投资。当贷款利率陡然下降时，人们对许多收益很差的行业投入了资金。在泰国证券交易所上市的非金融类股票的收益率从 1990 年的 26.6% 下降到 1996 年的 7.7%。这在很大程度上说明，资本投向了贪得无厌的钢铁业和化工业。

泰国这场危机的结局将会如何呢？政府面临货币贬值或紧缩经济的选择，政府选择了后者，它采取限制货币商获得泰国铢的措施来保持高利率，对货币实行有效控制。

由于经常项目的国际收支逆差已达 6 至 7 亿美元，因此这种战略带有造成储备大量减少的风险：政府必须保持足够的支出才能让铢的下跌速度不超过政府希望的速度。今年 3 月份的官方数字表明，外汇储备比一年前下降了 8 亿美元，现在为 373 亿美元——这个数字并没有反映出据估计政府为了保护铢在过去几个星期中支出的 20 亿美元。

泰国公司出现的资本净流出和股本收益下降问题，进一步加深了人们认为经济状况不佳的看法，而这种看法反过来又对铢的贬值施加了压力。但是铢的贬值有可能使许多全部依靠外国低息贷款的公司倒闭。

进一步放松控制可能会进一步增加这个体制的清偿能力。许多分析家认为，泰国政府应该迅速放宽对外国人在金融和房地产业中所有权的限制。

根据设想的最佳情况，恢复出口能力或许会挽救这一切。事实上，出口增长大概是政府唯一能够对外宣布的好消息。不过，单单是出口增长并不能解决危机。萨克尔说：“经济增长的幅度在提高，但是房地产业留下的后遗症还会延续好几年。”

泰国公司面临的选择是技术升级或是将公司业务迁至成本低的国家。泰国迫切需要工程师和经营人员，但是它的教育机构只能满足每年对这些人员的需求额的 40%。

教育跟不上并不是唯一制约泰国出口的问题。阻碍贸易发展的最大障碍之一是泰国海关。这个机构不仅条例过时、手续繁琐，而且还有各外国公司深为关注的腐败问题。

政治家本身有时也是现代化的障碍之一。泰国与新加坡和马来西亚不同，它的领导层似乎对未来缺乏远见。

索罗斯暗地使法

索罗斯和其他一些大投资者悄然地频繁进出泰铢市场，自今年 2 月份以来一直对铢发起进攻。

从 4 月下旬起，以美国避险基金为主的巨额国际游资就大量抛出泰铢，买入美元。据说单单索罗斯就持有 40 亿美元的泰铢淡仓。而泰国中央银行仅仅在汇率达到一定程度时才进行干预。这时，泰国货币铢的对外价值已从 1 美元兑换 24.5 铢迅速下跌到 1 美元兑换 29 铢。

直到泰国政府终于屈服，使铢与受美元主宰的货币体系脱钩。这些游资才转而狙击菲律宾比索和马来西亚元，将金融动荡的范围扩大到整个东南亚。

国际游资是近年来形成的为数巨大的一股资金力量。据估计，总额已达 1 万亿美元以上，其特点是流动性强，善于投机；通过左右外汇、期货、

证券等市场的行情获利。一般认为，1994年底的墨西哥金融危机就主要是国际游资在作怪。当时墨西哥比索20天内极不正常地贬值40%，利率攀升，股市大跌，并波及阿根廷、巴西等拉美国家。

以索罗斯为代表的国际投机者是通过“高卖低买”的手段获取巨额利润的。以此次投机为例，他们在东南亚国家大量抛售当地货币，迫使当地货币贬值，然后再将贬值后的当地货币买回。因为东南亚各国的货币基本是在当地流通，所以国际投机者大都是从当地银行大量贷出该国货币，抛向外汇市场，兑换美元等硬通货，待该国货币贬值后，再以较低的价格购回，除归还银行贷款及利息外，还可获得巨额利润。以泰国为例，这次危机从24.4泰铢兑1美元，贬值至35.6泰铢兑1美元，这之间平空获得25%的暴利。

当然，关于索罗斯对于这次东南亚金融危机的作用，一直存在着很大的争议。

美国副国务卿艾森施塔特针对《南洋商报》记者询问马来西亚首相要求美国政府考虑采取适当行动，以对付涉嫌在东南亚货币市场兴风作浪的大炒家索罗斯时说：若凭个人的力量，是难以在货币市场上取得推波助浪作用的。摩根公司主管亚洲的首席经济学家埃施魏勒说，投机者们“不是这场游戏中的恶棍”，是泰国政府自讨苦吃，泰国政府坚持固定不变的汇兑率时间太久，同时又忽视金融部门的彻底改革。

但东南亚国家和地区的领导人却认定是索罗斯等人在暗地使法。马来西亚首相马哈迪尔数次大骂索罗斯，并呼吁本区域各国联手以颠覆罪加以论处。印尼外长阿拉达斯针对美国人的说法辩解道，要谈论良好经济基础，东南亚国家中的新加坡、马来西亚及印尼等，近来年的经济都有优越的表现，各方面的基础也稳固，为何会同时面对货币被冲击的问题，若根据经济因素，东南亚国家的货币是不应该出现如此不寻常的剧烈波动；实际情况却相反，不负责任的投机客冲击东南亚货币，尤其是在东南亚决定让缅甸正式加盟的时刻发生，索罗斯对后者是心存敌意的，这之间难道存有很大巧合？

幡然醒悟

面对每况愈下的局面，泰国政府自今年初以来致力进行许多重大的改革，包括泰国总理宣布政府将在新的财务年度中减少财政支出，搁置多项军备采购案以及要求金融业提高资本额，提升金融业的国际竞争力等。但这些措施似乎并未抓住根本，情况在进一步恶化。

5月中旬开始出现投资者纷纷抛售泰铢、买进美元的风波。为了避免眼看要发生的货币贬值和“消灭”投机者，泰国中央银行不惜血本，仅在5月份就抛出了约40亿美元，以挽救市道，这相当于泰国外汇储备的将近1/9。可这是徒劳的。在曼谷的一家德国银行的代表说：“放开汇率是不可避免的，是早就该发生的事情”。

到了7月2日，泰国政府终于幡然猛醒：以自身如此不良的经济状况、如此薄弱的缺乏有效监管的金融体系去维持如此高估的汇率，实在是不堪重负，于是只好被迫宣布与美元脱钩，实行浮动汇率制度，顺应市场规律。

金融危机的爆发

7月2日泰国中央银行宣布泰铢实行浮动汇率制，取代现行的泰铢对一揽子货币的固定汇率制。当天泰国铢应声下跌20%。在泰铢大幅贬值的金融恐慌之时，平民百姓为了保值目的，纷纷将银行存款取出，购买黄金。7月11日，泰铢在菲律宾比索大幅贬值的连锁反映下，又继续下跌。到7月16

日新加坡的外汇市场上，泰国铢与美元的比价为：29.85 泰铢兑 1 美元。

泰国黄金在 7 月 2 日的那一周暴涨 7.2%。曼谷的黄金价格由 7 月 1 日的每条（15.2 克）4150 泰铢几天之内狂升至 4450 泰铢。分析家们指出，黄金价格上涨的主要原因是浮动汇率下的泰铢贬值。而国际黄金市场由于澳大利亚 7 月 3 日国家银行宣布大量抛售黄金储备，跌至 12 年来的最低点。对泰国百姓来说，国内外黄金价格逆向走势不知是福还是祸。

泰国金融崩溃的导火线是房地产业的投机。5 月中旬，在房地产业投资了大量资金的金融机构就发现，他们的利润要比预期的下降。据法国《解放报》的统计，泰国的金融机构近几年在房地产业的投资已达 2300 亿法郎，无力偿还的贷款总额达 700 亿法郎。在近 60 万平方米的办公楼中有近一半无人问津。

那些在房地产业投资的国内外投资商们，无法按时收回他们的资金，从国际金融市场中借来的资金也因此无法如期归还。他们紧张而侥幸的心情一直保持到泰铢的危机爆发。

泰国金融危机的爆发给那些依赖外国资金进行生产并用泰铢偿还外债的泰国企业带来的，是一个晴天霹雳。

金融危机的蔓延

泰国金融危机象瘟疫一样传染到世界各国，特别是东南亚国家和地区以及南美国家。

泰国金融危机首先对菲律宾、印度尼西亚、缅甸及马来西亚的货币市场产生了巨大的冲击。

菲律宾比索在投机商的压力下频频退低，于 7 月 11 日，菲律宾央行宣布允许比索在更大的范围内与美元兑换，事实上同泰国一样开始实行浮动汇率。当天比索暴跌至 29.45 比索兑 1 美元，跌幅达 11.5%，创 4 年来的最高跌幅。一星期后，比索的下跌幅度依然在 11%的水平上。

在 7 月 11 日的同一天，缅甸缅元也受到打击，从 160 缅元兑 1 美元下降到 240 缅元兑 1 美元。

7 月 11 日受泰国金融危机的影响，马来西亚货币零吉当天以 2.5047 兑 1 美元收市。7 月 14 日零吉以 2.5350 兑 1 美元收市。在此期间，马来西亚中央银行对外汇市场进行了干预。马来西亚代总理易卜拉欣和财政部长安瓦尔表示马来西亚将决心维护零吉的稳定。马来西亚中央银行也于 11 日决定将银行利率从前一天的 9%上调至 50%，以抑制猖獗的市场投机，阻止零吉的进一步贬值。以上这一系列措施都是为了维护零吉 2.550 兑 1 美元的心理关口。

7 月 14 日，印度尼西亚当局宣布，放弃维持其货币与美元之间比价的努力，今后，盾与美元的比价将由市场来决定。印度尼西亚为了支持盾已经动用了大量外汇储备。在听任比价波动的决定发布后，盾对美元的比价立即从 2680 盾兑换 1 美元跃至 2800 盾兑换 1 美元，而在泰国铢贬值之前，这一比价为 2450：1。这就是说，从 7 月 2 日以来，印度尼西亚的盾大约贬值了 14%。

在 7 月 21 日到 25 日的一周里，泰国的金融危机进一步动荡。泰国央行入市干预，却毫无用处。到周末，泰铢已跌至今年的最低点 32.7 泰铢兑 1 美元的历史位，跌幅达 21.5%

在同一周，马来西亚的零吉也下跌到 1 美元兑 2.6530 零吉，为马来西

来 38 个月来的最低汇率。

新加坡元亦随之下跌而至于 1 美元兑 1.47 元，为 32 个月的历史低位。

稍后一些时候，香港的外汇市场受到冲击。一些大投机商开始大手买进港币期货以期出现抛空现货港币的机会。香港货币当局采取措施，大力干预市场，在外汇市场大量抛售美元，以 7.71% 的利率水平卖出 1 月期港币期货。这一利率水平高出 6.56% 的市场水平。将港币基本维持在 7.74 的水平上。然而群魔环伺，凶吉难卜。

这场金融危机又冲击了巴西证券市场。拉美最大的股票交易所——圣保罗股票交易所的指数下跌了 15% 这相当于道·琼斯工业股票指数下降 1200 点。阿根廷《号角报》7 月 22 日说，东南亚金融危机在这壁发生，而在遥远的太平洋的另一头——西半球立即产生了反响：拉美的巴西和阿根廷感到了地震，股市普遍下跌，巴西货币雷亚尔也受到贬值的威胁。

波兰货币兹罗提也受这场金融危机的冲击，紧接着金融危机又袭击了台湾省、南韩和希腊。

当这场风暴在国际货币基金组织和东南亚地区各国政府积极干预和援助下稍稍喘定，一些国家和地区以及一些舆论亦认为风暴最危险、最困难的时期已过，8 月下旬，狂风骤雨又突然再度袭来。

一些国家和地区的货币再次急挫：马来西亚货币零吉的比价在 8 月 25 日到 8 月 29 日一周内下降了 5%，下跌到历史最低点：2.932 零吉兑 1 美元；泰国铢、印尼盾和菲律宾比索以及通常坚挺的新加坡元都在零吉之后相继下跌；泰国铢再创新低，报 34.15 铢兑 1 美元；印尼盾最低时降至 3070 盾兑 1 美元；菲律宾比索下降到了创记录的水平，为 30.45 比索兑 1 美元；新加坡元降为 1.5185 新加坡元兑 1 美元。

受货币汇率下跌风暴的影响，东南亚股市更是狂泻不止：菲律宾股市跌幅惊人，8 月 28 日一日创下 10 年来的最大单日跌幅：9.28%，差点 2000 点不保；印尼股市飞流直下，一举跌破 500 点大关，8 月 29 日报收 493.96 点。

顿时，一种无休无止、无边无际风暴的阴影再次笼罩在人们的心头。

改旗易帜

尾随泰国实行浮动汇率之后，一贯主张应严格控制本国外汇制度的菲律宾马来西亚和印度尼西亚也纷纷“改旗易帜”，决定放宽本国汇率管制，将传统的固定汇率制度，或变为浮动汇率制，或放宽了本国货币的交易范围。这一举措表明东南亚国家和地区已经逐渐对原来的固定汇率制失去信心。

美林公司新加坡分公司一名高级经济学家指出，汇率自由化是发展趋势，因为加强国家整体经济的发展要比靠地方保护来维护货币稳定更切合实际。泰国、菲律宾等国放宽汇率管制将有助于东南亚各国冲破教条主义的限制，将本国货币推向国际市场。

美林公司所作的是一种理论的，乐观的推测。而这些改旗易帜国家政府的当事人，对于前面的路，心中不能说都很有底。因为正是固定汇率制带来了东南亚这十多年来的高速发展和繁荣昌盛，放弃它而采用浮动汇率，福兮祸兮，难以逆料。

日本试图扑灭这场大火。

在泰国金融危机暴发时，日本这一亚洲经济实力最强的国家，企图平息这场危害亚洲经济发展的灾难。日本当局决定立即提供 10 亿美元的资

金以维持泰国铢的稳定。东京称此举的目的是为了防止再度出现 1994 年墨西哥金融危机那样的大灾难。

在泰国之后，日本几乎对于受金融危机波及的国家都送去了 10 亿美金。

《日本经济新闻》7 月 19 日报道说，泰国财政部长赴日本访问，以谋求日本方面向泰国提供资金援助以帮助它渡过这个金融困难时期。日泰财长对帮助泰国渡过这个危机提出了一揽子计划，其主要措施为三个：第一个措施是日泰联合行动买进泰铢，以干预泰铢的进一步下跌。第二个措施是日本银行继续向泰国中央银行提供贷款，日本将向泰国发放 400 亿美元的贷款。第三个措施是通过国际货币基金组织和日本输出入银行等金融组织提供金融援助。日本劝说亚洲开发银行参与这一行动。在日本的影响下，香港和新加坡以及中国也参与了此次拯救行动。

如此关切！但日本为什么要这样做？这些年来，东南亚国家和地区正在慢慢进入日本的轨道，它们同日本的贸易日益增加。日本与美国和许多亚洲国家之间出现了大量贸易顺差，虽然随着时间的推移亚洲的这种不平衡现象会渐渐减少。日本很可能将增加在亚洲的投资和扩大对这个地区的出口，而减少对美国市场的依赖。今后，日本也许用它与亚洲之间的贸易逆差来抵消它与美国之间的贸易顺差。泰国、菲律宾、印度尼西亚，可能还有马来西亚的货币贬值必将影响到日本的地区战略。这也许是一种解释。

而美国《华尔街日报》指出，在泰国大多数冒有风险的投资商们并不是把他们的存款投入新兴市场公共基金的那些美国人（比如向墨西哥投资的那些人），而是日本银行。依赖出口的日本（比美国依赖出口的程度要大得多）对让较小的亚洲国家通过货币贬值获得具有竞争力的贸易优势地位感到不安。

有人认为，也存在着这样一种可能性，即日本人愿意给泰国及东南亚人钱而宁可维持现状，不愿他们进行必要的政策改革。

列入国际货币基金组织的救援名单

东南亚国家金融危机的蔓延已引起了国际社会的高度重视。国际货币基金组织很快派出专家组到泰国进行考察，了解泰国金融危机的真实情况。并首次利用“紧急筹款机制”向菲律宾提供 10 亿美元的贷款，以帮助减轻菲律宾比索所承受的贬值压力。

在这之前，国际货币基金组织向泰国的贷款为零，而这一次泰国打算充分利用国际货币基金组织的短期临时贷款安排，筹措必要的储备金以确局势稳定。国际货币基金组织亦不断提高救援金额，到本书截稿时为止，金额数已达到 172 亿美元。这是国际货币基金组织和以美国为首的援助国自 1995 年为墨西哥融资将近 400 亿美元以来，对单一国家所提供的最庞大贷款计划（美国这回未承诺援助，但它将通过参与该基金组织的职务来支持这个拯救计划），其中，除了货币基金组织和日本各承诺贷款 40 亿美元外，澳洲、马来西亚、新加坡和香港也各承诺贷款 10 亿美元，韩国和印尼将各提供 5 亿美元贷款，中国同亚洲发展银行和世界银行可能提供总共 30 亿美元的贷款。

泰国向世界银行申请的贷款额亦达到 1500 亿美元。

这样一来，泰国从具有雄心壮志的亚洲虎之一沦落到国际货币基金组织需要救援的名单中。

然而国际金融组织的一些分析人员指出，此举未必能从根本上解决泰国及东南亚国家的经济缺陷。因为东南亚国家正是在长期依赖外国资本发展

本国经济的同时，又没有及时提高本国产品的竞争力，使贸易逆差巨大，导致金融危机的。

采取挽救措施

这场货币危机直接是由投机浪潮引起的，所以东南亚各国的政府反应和所采取的应急性挽救措施明确指向了投机活动。

作为打击投机活动的措施之一，是严肃市场交易规则。菲律宾中央银行于7月22日宣布，停止美元期货交易3个月。菲律宾还将商业银行原获准持有相当于资金总额二成的外汇减为一成，并宣布凡违反规定的银行将被责令停业整顿。马来西亚为了打击货币投机大户，规定从8月4日起，本国银行同每一个外国客户进行的马货币林吉特的掉期交易最高额为200万美元，超过限额的银行必须暂停与有关外国客户的同类交易，直至符合规定为止。

东南亚国家采取的第二个重要措施，是整顿金融体系，建立银行风险防范机制，避免金融业出现新的问题而影响经济发展。泰国政府于8月5日宣布，它将关闭42家有问题的金融公司，并建立银行储备金保险项目。前几年，泰国、菲律宾和马来西亚等国房地产业盲目发展，供过于求，呆帐严重，给金融业带来了巨大风险。根据这一教训，东南亚国家目前都明确规定，银行给某一行业的贷款不能超过贷款总额的20%。泰国、菲律宾等国家开始改革国内的金融体制以适应新的金融形势。韩国也开始了金融监管制度的改革。

东南亚国家采取的第三个主要措施是努力保持物价稳定。在菲律宾，石油等能源产品依赖进口，比索贬值之后，能源产品价格的提高促使其它产品价格上升。为了减轻货币贬值对人民生活的影响，菲律宾政府从7月底开始，恢复了国家物价监督委员会，督导全国各地消费品价格，处理哄抬物价的不法商人。其他国家也针对本国实际，采取了稳定物价的措施。

在这场危机中，投机商之所以连连得手，一个重要的原因是东南亚国家的外汇储备普遍不足，使中央银行干预市场的行动难以奏效。对此，马来西亚、菲律宾、泰国、新加坡和印度尼西亚等国于7月25日签署了一项协议，将8月初到期的通货交换条约延长一年，以联合打击货币投机活动。根据协议，任何签约国遇到国际收支周转紧急需要时，其他国家将提供短期流动性资金予以援助。

鉴于金融危机的爆发与蔓延同大多数东南亚国家近年来经济增长速度减缓，出口商品的竞争力下降的现实情况密切相关，这些国家开始把考虑重点放在实行更为有效的吸引外资的能力，提高本国产品的出口竞争能力的措施上。他们利用这次货币贬值的机会，大力促进产品出口。泰国投资委员会在7月9日发表的声明说，将进一步采取措施以提高本国经济的出口能力和发挥该国的人力优势。泰国、菲律宾、马来西亚和印尼等国采取各种措施，对出口型企业进行扶持，鼓励增加出口商品生产。泰国中央银行建立了200亿泰铢的基金，为全国主要的出口型企业提供低息贷款。目前已有13个大企业申请了这类贷款。泰国投资委员会最近还对珠宝业等创汇企业提供优惠条件，并首次允许外国人在珠宝业方面建立独资企业。

脆弱和多变的市场

二个多月来，东南亚国家和地区的汇市股市翻云覆雨，起起落落，这场风波何时了结，很少有人能够说得清楚。到现在为止，货币市场和股市的

回稳、腾升至少有了三次了，但接下来的是更深的跌落和更大的震荡。恐怕在一个较长时间内，我们对于暂时的回稳和没有把握的飚升，都应该保持一种冷静的态度。因为这是一个脆弱多变的市場。

8月21日，即东南亚市場第二次回稳后，新加坡研究公司标准与普尔一名分析员，在其操盘战术性文章中表现出了这种态度：投机热钱昨日暂停攻击东南亚货币，促使本区域货币回稳，这可能是暴风雨前夕的宁静。东南亚货币的回稳将为时短暂，一旦新因素涌现，货币市場可能掀起另一场“狂风暴雨”。现阶段，零吉只是巩固美元也出现一些套利活动；马币兑美元汇率昨日回稳，最低曾做2.7832，过后在2.7710左右水平徘徊，闭市报2.7665/95，不过，马币在伦敦市場开市再跌，兑美元汇率跌至2.7832，惟在早市曾做至2.7680水平。交易商认为，如果零吉未再扬升，则料将在2.75至2.80水平巩固。看样子，货币市場昨日的回稳只是暴风雨前的平静，目前断定美元兑本区域货币汇率已经见顶仍言之过早，许多护盘基金只是先套利，以在月杪时结帐。印尼盾和泰铢昨日也同样回稳，分别在岸外市場以2.864和32.675水平交易。港元在现货市場也持稳，兑美元汇率报7.74水平。交易商指出，由于本区域的货币不稳定局势料将持续，因此香港的银行同业拆息率料将继续保持水平。惟香港金融管理局仍没有进场干预的迹象，显示该局有信心可赢得银行界的支持。另一方面，菲律宾中央银行昨日宣布冻结隔夜借贷，以抑制比索贬值所掀起的通胀压力。接近菲央行的消息指出，冻结隔夜借贷的行动将是暂时性的，惟目前仍不知将为时多久。菲央行以18%隔夜利率，每日借贷比索给银行。交易商指出，这可能是菲央行调高银行的法定准备金的前奏，以减少市場上的货币流通量。这是央行控制通胀率的其中一项可行方法。菲比索兑美元汇率昨日以29.98开市，并在29.98至30.15之间窄幅波动，平均报30.024。银行界担忧，如果比索继续贬值，菲央行将调高利率抑制通胀。

9 根据海外传媒引用的全球14名外汇专家的预测，东南亚地区一些国家货币在本年底前仍会进一步走软，其中泰铢到近年年底对美元的比价可能还会下降5.5%，菲律宾比索可能再跌2.3%，马元跌1%，印尼盾跌1.3%。这就是说，东南亚国家的货币仍会时起时伏地动荡，总的走势可能趋软。

对于东南亚发生的这场金融风波来说，真正平息下来，还须假以时日，尚需要解决更深层次的东西。而这些东西我们至今还没有完全认识到。

东南亚金融危机对东亚奇迹的挑战

东亚经济的高速增长被世界誉为“东亚奇迹”。在高速增长的同时，也积累了大量的问题。这次东南亚金融危机是东亚经济近年来高速增长时积累起来的一系列问题的一个爆发。因此，从这个意义上说，东南亚金融危机对东亚经济的发展道路提出了挑战。

事实上，近年来东亚经济的增长幅度明显地放慢了。从1995年起，中国香港和台湾省经济相继步入了调整时期，GDP的增长速度大为减缓。从可预见的时期内，台港经济在1997年并无强劲回升。

南韩的经济在经历了94年和95年两年的高速增长后，由于出口支持乏力，设备投资不足，今年的增长幅度要大大放缓，预计要在1997年后才能有明显的复苏。

日本的经济受大量的金融呆帐制约，而且近来被野村和山一等公司的金融丑闻闹得沸沸扬扬。因此日本经济即使在“泡沫经济”崩溃后零增长了

几年，今年的经济也只能见到复苏的迹象，不可能有强劲的反弹。

泰国的经济增长与东亚其他国家的经济一样，从 1994 年起就出现后劲乏力的迹象。泰国国内的私人消费按现价计算 1996 年比 1995 年增长了 13.4%，货物和劳务的进口同比增长了 14.0%，但是货物和劳务的出口却只增长了 9.2%。因此，泰国的出口商品的国际竞争力和劳务的输出正在下降。1994 年泰国的经常项目的收支就出现赤字。1995 年泰国的外贸平衡出现 100.7 亿美元的赤字，1996 年为 139.2 亿美元的赤字，增长 38.2%。

现在泰国的经济增长速度比预期的 5—6% 低 4 个百分点，只能达到 1—2%。经济增长速度减缓了，气球被吹破了。企业的资金大量被套死在土地上和闲置卖不出去的商品房上。银行收不回贷款，外资对泰国金融的信心产生了怀疑。国际金融市场的投机商于是兴风作浪，购买美元，抛售泰铢。泰国的经济和金融形势就这样一日之间大厦将倾，垮将下来。

亚洲金融市场专家指出，大力发展直接融资市场如股票市场和债券市场，对东南亚国家的金融形势来说是有利的。因为这样可以减轻东南亚国家对外资的过分依赖，同时也可以提高国内储蓄的利用效率。东南亚国家对外国资本的长期过分依赖是这次金融危机发生的根本原因。

大多数东南亚国家的货币都是以各种方式钉住美元，泰国也不例外。但是泰国长期以来的国际收支不平衡，使得泰铢很难保持与美元的比率。东南亚国家要么提高本国利率以吸引外国资本来弥补国际收支赤字，要么任其本国货币贬值。

主动让本国货币贬值、降低国内利率以提高本国产品的国际竞争力是一个成功的办法。韩国、印尼和菲律宾这样做了，他们成功了。他们的经济得以重新活跃起来，而泰国不这样做则吃了苦头。

东南亚及东亚未来走什么样的路，肯定需要重新检讨。

《金融风暴》—东南亚金融危机为什么会爆发？

冰冻三尺，非一日之寒

昔日亚洲“四小虎”之一的泰国，其经济曾经被称为东南亚发展最快的经济，一夜之间突然陷入金融危机之中，成了这次东南亚金融风暴的发源地。到 9 月 4 日为止，泰国在汇率、股市双双重挫下，其经济体质在东南亚各国中目前可能是最差的：出口不振，经常项目赤字不断扩大，外汇储备急剧下降，房地产市场泡沫破灭，贷款人还不出钱，银行不良资产膨胀。仅房地产公司这块的银行坏帐目前已达 155 亿美元。究其原因，其危机的隐患在 90 年初就已经埋下。

从 1990 年起，泰国的外贸逆差逐年递增、经常项目赤字连年居高不下、外汇储备每年只减不增：其 1990 年外贸逆差、经常项目赤字和外汇减少额分别为：74.94 亿美元、72.82 亿美元和 32.3 亿美元，到了 1994 年已分别增加到：92.68 亿美元、82.22 亿美元和 41.75 亿美元。另一方面，泰国的外债从 90 年代开始也急剧膨胀，1990 年其外债为 280 亿美元，到了 1996 年已膨胀至 900 亿美元，仅 1998 年即将到期的短期外债就达 400 多亿美元，超过其全部的现有外汇储备。

问题还不仅限于此，一方面经济增长速度放缓，另一方面直接借来的

庞大外债却在大部分领域不能产生收益，这种状况严重削弱了投资者对泰国的信心。人们普遍认为泰国汇率严重偏离泰经济实绩，泰铢因此一直就面临贬值压力。

另外，90年代以来，泰国为吸引外资，先后推出了一系列金融改革措施。1990年4月正式接受国际货币基金组织协定的有关义务，取消了经常项目国际支付的限制。1991年，开始减少了对资本项目交易的外汇限制。1992年又对外资开放，允许国内投资者直接通过银行获得低息的外国资金，立刻就吊起了人们肆意借贷低息资金的胃口，一发而不可收。1994年又进一步放松了这方面的限制，比如放宽出入境时可携带的外币限额；允许持有泰国离岸银行执照的外国银行在泰国各城市设立分支机构等等。但是，在实行金融自由化的同时却未能完善金融管理体系，缺乏有效的金融监管。不经意间使外汇投机的渠道增加，引“狼”入室，门洞大开，从而加剧了投机者对泰国金融稳定性的冲击。

盲目金融自由化

在泰国铢贬值之后，尽管国际货币基金组织采取了一个试验性的拯救计划，以消除泰国铢贬值产生的冲击波，然而一切都无济于事。东南亚国家的货币仍然受到投机资金的沉重打击。由于人们担心危机的蔓延以及对东南亚地区的不信任情绪，使得该地区的形势日益恶化。印度尼西亚接着成了投机者（尤其是国际风险投资基金）的又一个牺牲品。

同该地区其他国家一样，印度尼西亚当局8月14日宣布，放弃维持其货币与美元之间比价的努力，让印尼盾与美元的比价由市场决定。

印度尼西亚作出不再向金融市场投放十几亿美元以维持盾与美元比价稳定的决定是不可避免的。自从东南亚刮起金融台风之后，印度尼西亚为了支持盾，已经动用了大量外汇储备。

但在听任比价波动的决定发布后，盾对美元的比价立即从2680盾兑换1美元跌至2800盾兑换1美元，而在泰国铢贬值之前，这一比价为2450:1。这就是说，从7月2日以来，印度尼西亚的盾大约贬值了14%。

对于印度尼西亚、泰国、马来西亚、菲律宾乃至韩国来说，货币的下跌有些出人意料。当然，从理论上来说，国际货币基金组织以及世界各大国财政部所采取的紧急援助行动可以使它们很快度过这个艰难时期。亚洲所有的“小龙”如今都进入了衰退期，甚至进入了一个令人害怕的阶段。可以预料，这些国家未来的调整将是十分艰难的。在东南亚货币危机爆发之前，这些国家的货币都与美元挂钩。过去一段时期以来，比价一直过低的美元与世界主要货币的比价不断回升。对亚洲国家来说，美元的回升意味着它们出口产品价格的上升，从而导致出口额的下降。这些都是过去的事情了。现在的情况怎样呢？一个更大的灾难正在酝酿之中。从理论上讲，货币的贬值将会导致出口的增加。然而，事情并没有如此简单。

许多观察家都意识到，这些国家的出口是靠相当高的进口额来维持的。也就是说，如果对进口加以限制的话，想平衡外国的欠款以及稳定国内市场都是十分困难的。泰国一个国家的外债总额就超过900亿美元，占其国内生产总值的50%以上；印度尼西亚的外债总额达1000亿美元，马来西亚的外债总额为290亿美元。这些外债中大部分款项是短期信贷，都要在一年内偿还。加上这些债务是按美元来计算的，美元的比价越高，各国的债务就越沉重。

更糟糕的是，如果外国投资者为了追求更高的回报率而加快从该地区撤资速度的话，那么这些国家就可能出现支付危机。

如今越来越多的亚洲国家意识到，它们的问题不仅仅出在竞争力的下降上。80年代末出现的一些有关金融自由化的新名词对该地区产生了巨大的冲击：打破条条框框、取消中间商以及经济全球化等等。在这种思想的影响下，亚洲国家同世界其他地区一样变成了一个完全流动的大市场。但它未像西方那样建立起一些“护栏”，金融市场毫无防范地放弃了现代经济所必需的一些制约，吸引资金成了唯一的目标。这种体制在东南亚运行了近8年，使这一区域成了投机的天堂。

如今，身背重债的亚洲“小龙”们在苏醒后突然发现，它们的经济年增长率已经从过去的10%跌到了2.5%左右，而社会方面的后果可能会更加严重。

放松银根，不良资产膨胀

人们在分析东南亚金融风暴的发源国泰国的金融危机成因时普遍认为，经常项目赤字膨胀、肆意借贷外资、房地产的过度投机及政府采取的本国货币与美元挂钩的不当货币金融政策是主要成因，其实这只是表面现象。其本质原因在于造成经常项目赤字的资金和肆意借贷的外资之投向，只有在极少几个领域能够产生效益。

90年代以来，东南亚一些国家普遍放松银根，并将资金投入低收益的企业。这些企业随着清偿能力紧缩和利率提高而债台高筑。这样，金融机构的不良资产便迅速膨胀起来。这种膨胀一旦到了投资者的信任危机阈值，金融危机就不可避免地会爆发。

一个有说服力的例子是美国。美国的财政预算赤字和外债以及外债占外汇储备的比重皆膨胀得都很快，但这些资金大都投向了收益较好的行业和企业，没有形成不良资产膨胀。金融危机产生的可能性也就不存在。但泰国却不是这样。泰国总理猜瓦利对《民族报》记者的一番讲话便很能说明问题。他说，“在过去的10年中，我们一直在挥霍借来的钱。我们欠了很多债，我们只有精明地、正确地使用这笔钱，才能减少债务”。但在泰国，能够精明地、正确地使用借来的钱的，却很少。

金融系统管理混乱

世界银行去年就开始研究东亚的金融业是否会影响本区域的经济奇迹，经过整年的研究后，世行的答案是：肯定会影响，除非政府彻底改善和加强它们的金融系统。

在东南亚国家和地区，普遍存在着不适当的银行监督，缺乏透明度，政府指令性贷款，政治压力贷款等问题，这些都是导致本区域银行的坏帐多达6600亿美元（9900亿新元）的因素。在这些坏帐当中，泰国可能占了20%。

经常项目长期发生逆差

一国市值强弱大致反映其国际竞争力高低，泰国、菲律宾之货币被迫进行大幅贬值，显示了其国际竞争力低落的事实。国际竞争力如何，可以从各国经常项目收支窥知。

据国际货币基金组织统计，泰国经常项目赤字在1995年增至135亿美元，而今年第一季度泰国贸易逆差已达33亿美元。至于菲律宾近两年经常项目赤字约30亿美元，照说情况并不严重。但今年前四个月贸易赤字暴增

为 38 亿美元。事实上自 1994 年以来，(除中国以外)东亚国家的经常项目赤字状况一直在恶化，已不再能用流入这个地区的长期资本来弥补。印尼、马来西亚和菲律宾的经常项目赤字对国内生产总值的比例，分别为 4%、5.5% 和 13%。东亚出口的进退维谷局面是这样的：根据实际经验估算，全球金融市场只能弥补相当于国内生产总值 5% 或低于 5% 的经常项目赤字。有赤字的东亚大部分国家远远达不到这个目标。那意味着这些国家只能在通过扩大出口降低经常项目赤字的情况下才能使经济“增长”。这是一个大挑战，因为亚洲国家的进口增长速度往往相当于国内生产总值增长速度的一倍半。这意味着出口也必须搞得很好才行。在东亚，保持国内生产总值 7% 到 8% 的增长率意味着必须继续增加经合组织的进口份额。所以，为了弥补经常项目逆差，近年泰菲两国大力吸引外资以为挹注，勉强维持整体国际收支之平衡。

但经常项目长期发生逆差，为基本经济结构失衡，理应让货币随市场力量贬值，期能振兴出口，抑制进口，改善贸易收支。然而泰菲两国货币当局却刻意维持高估的市值，使得调整汇率平衡贸易收支的机能无法运作。尤有甚者，两国中央银行为支持汇率，不断在市场上抛售外汇，使得国内银根紧俏，利率不断腾升，进一步打击房地产与股市。而外资稍早虽受高利率吸引而流入，但在货币贬值迹象明显化以后，大举密集撤出，短期内反而加重货币贬值的压力。

近期泰菲两国央行决定松手让货币作较大幅度贬值，这是正确的作法。由于贬值预期心理去除大半，外资重新涌入，使股市回升，利率下降，金融市场暂时恢复安定。由此可知，国际竞争力低落与政府不当的货币金融政策，是近期东南亚诸国金融危机的主要成因。

继亚洲四小龙之后，马来西亚、印尼、泰国、菲律宾亦因经济成长迅速，有“亚洲四小虎”之称，其发展潜力向为各方所看好，何以近期表现不如预期？一般的看法是，中国大陆近年经济成长迅速，出口强劲扩张，已带给新兴工业国家很大的压力。据统计，今年前五个月中国大陆出口值达 655 亿美元，比去年同期增加 26.4%，享有贸易顺差 139 亿美元。由于亚洲四虎产业结构与中国大陆较为接近，而国际市场同类产品胃纳有限，因而四虎首当其冲。

相对而言，台港新韩企业赴大陆投资者甚众，不但分享大陆市场，亦可以大陆为生产基地强化其出口竞争力。且亚洲四小龙近年致力于资讯科技产业发展成效显著，因此能维系其国际竞争力不坠。

进一步而言，亚洲四小虎中马来西亚与印尼之经常项目收支佳，似不致发生货币大幅贬值现象，至于新加坡则因地缘关系受波及。因此我们亦不可轻率认定所谓货币贬值之骨牌效应会继续蔓延。

至于拉丁美洲国家，巴西的经常项目赤字在 1994 年为 14 亿美元，1995 年增至 181 亿美元，其后仍维持在前述偏高的水准，难怪会引起国际金融圈之关注。至于墨西哥在 1992 年至 1994 年经常项目赤字均逾二百亿美元，但金融危机发生后市值大贬，现今其经常项目收支勉强可维持平衡。凡此均显示，改善经常项目收支是避免金融危机的重要关键。

出口增长速度放慢

前几年亚洲各国出口增长很快。而从 1996 的下半年起出口增长率普遍下降。1995 年上半年，泰国出口增长 23%，1996 年上半年只增长 5.8%；新

加坡从 28.2%降到 10.4%；马来西亚从 26.8%降到 11.6%。亚洲国家在欧美市场的份额已停止增长。东亚的出口增长在 1996 年下半年已降到零，从那以后没有出现重大的恢复。经合组织国家的进口仍继续健康增长，美国进口不断增加的份额来自拉美和中国，而欧洲的进口正越来越多地来自东欧。出口增长率下降的一个直接后果就是外贸逆差增加。香港有影响的怡富证券公司报告指出，东南亚各国的对外贸易，已从经济的推动者变成拉地区后腿的因素。

外汇储备量少

东南亚国家的外汇储备量又普遍不多，在关键时刻拿不出足够的外汇同投机商较量，达不到预期的干预效果。这也是东南亚国家外汇市场动荡的重要因素。泰国、菲律宾、印度尼西亚正是因为外汇储备少而成为这次金融风暴的漩涡；新加坡、台湾和香港之所以能够在这场危机中保持相对稳定，则与它们拥有较高的外汇储备不无关系。

对外国资本敞开大门

泰国、菲律宾等国家当局对外国资本敞开大门，一方面对外大量举债，另一方面又向外国和本国银行提供毫无约束的美元贷款。这为国际资本投机创造了温床。

国际资金有相当部份流入了亚洲的东南亚地区。按国际金融协会提供的数据，1997-1996 前几年东南亚经济高速发展，日本金融机构给该地区的融资额也相应扩大；但近年来东南亚的经济发展速度减慢，有的国家融资增加过多，已达到信用额度的上限，日本银行对它们的放款转趋谨慎。这时，欧洲资金后来居上，大举进军东南亚地区。据国际清算银行发表的调查报告，1996 年欧洲银行加速进入亚洲市场，给东南亚的放款已超过日本，达到 1160 亿美元。据日本报纸报道，1995 年底时日本金融机构给中国内地、印度尼西亚、韩国、马来西亚、菲律宾、台湾地区和泰国等地的融资余额约为 1090 亿美元，高于欧洲英、德、法、荷、比等国银行的 870 亿美元。而一年以后的 1996 年底，日本的融资余额上升到 1140 亿美元，欧洲银行则已增加至 1160 亿美元。

在不加监控的情况下，东南亚一些国家的银行，例如泰国，把近 30% 的贷款投放到当地房地产业，促使地产业盲目发展，导致房地产业供大于求，造成银行呆帐额激增。估计今年泰国银行呆帐总额将增至 200 多亿美元。

未能动员国内储蓄

香港货币当局负责人任志刚指出，如果能有效地动员国内的储蓄以满足国内的经济建设，或者说大力发展直接融资市场对东南亚国家的金融形势来说是有利的，因为这样可以减轻这些国家对外资的过分依赖。东南亚国家对外国资本的长期过分依赖是这次金融危机发生的根本原因。

政治不稳定

国际货币基金组织去年曾向泰国提出警告，它那蓬勃的经济就快遇到麻烦，提出减少国际收支经常项目赤字，实施更灵活的汇率措施，提高税率，削减开支以及著手改革银行体制。但泰国政府没有理会这个劝告。据说，泰国人告诉基金组织人员，他们必须延迟采取行动，因为受“国内约束”。这是指泰国五党联合政府内在的决策耽搁。印度尼西亚《共和国日报》载经济观察家迪汀达曼胡利文章言，某些个人或集团利用当前的金融情势来达到其政治目的，据推测，某些政治集团可能与外国投机商串谋，在印尼盾危机

中有三种集团参与其事，即外国投机商，本地投机商及意图改变印尼政治的某些集团。

在 9 月 5 日，泰国财长塔农曾指出，泰铢止跌回升的主导因素完全要看目前泰国的政治问题能否解决。一位泰国银行交易员也指出，泰国执政党与反对党之间的政治问题，是左右泰铢涨跌的关键，但泰政府是否会通过正在国会辩论的新宪法草案而平息一场政治风波，则是一项未知数。

僵硬的汇率政策

德国《经济周刊》发表题为“早该放开汇率”的文章，认为东南亚国家采取钉住特定“通货篮”汇率制度这种作法，长期造成货币市值高估，而奉行僵硬的汇率政策实际上是剥夺了自己金融政策的灵活性。过去一段时间，尤其是自 1985 年西方七大工业国协议降低美元对日圆汇率以来的 10 年中，这一汇率政策无疑是有利的，各国货币对日圆不断下降吸引了日本资金的不断流入，也刺激了出口；但自从 95 年初以来，美元对日圆不断回升（升幅已达三成），情况出现逆转，暴露出早一阶段以汇率优势促进出口的不足；一个新的课题已摆在面前：如何以提高生产效率、教育水平和技术水平以增加出口；但在同时还需要采取灵活的汇率政策；如果美元仍在不断对日元升值，而汇率政策仍不加改变的话，结果是出口增长放慢；所以，与美元挂钩的稳定汇率虽然为东南亚各国银行和筹资机构带来似乎是有利可图的生意，例如摆脱了管制，但由于他们在风险管理方面并不具备经验，在国外借低息贷款，用于在国内高息放出，结果是吹起了一个巨大的信贷气泡。

竞争力下降

美国劳工部公布的数字表明，韩国、台湾、新加坡和香港的工资在 1996 年增长 7% 以上，这说明这些国家和地区的劳工竞争力已降低了。毫无疑问，其他方面的竞争力也在降低，这些影响都集中体现在出口竞争上。

政府采取措施不力

中国《世界知识》马燕冰撰文认为，在稳定金融市场的过程中，中央银行采取了合并有问题的公司、暂停所有金融机构和银行进行股票交易、为周转不灵的金融机构和证券公司注入新的资金等措施；为了政治上的稳定，政府开始一直给投资者打气，尽量冲淡经济危机的气氛。在危机严重、货币面临抛售的强大压力时，又一味捍卫货币，忽视解决国内金融和房地产方面所面临的迫切问题。泰国央行虽然曾与其他国家央行联手与投机者进行角逐，打退过投机者的进攻，暂时稳定了汇率，但却耗费了大量的外汇储备，伤了自己的元气。

在危机出现后，印尼总统苏哈托已下令印尼银行限制向过多的房地产企业发放贷款，推延巨型项目的建设；菲律宾和香港为了抑制房地产投机已提高了抵押贷款的预付定金；亚洲地区的 11 个国家和地区中央银行行长 7 月在中国上海开会时指出，“资产价格泡沫”——即把股票和房地产价格提高到荒唐的高度——“可能对经济活动、金融制度的健康发展和通货膨胀产生重大影响”，这是承认他们遇到了共同危险，但这种承认来得太晚了。而政府对于这一切应该承担怎样的责任呢？

脱离美元圈，向管理浮动汇率转化的代价

如何医治经济增长危机的症状：出口没有竞争力和过去的经济繁荣带来的投资遗留问题，东亚地区许多国家的医治办法是切断同美元的联系、使货币贬值和降低利率。其中有成功的，例如南韩等。东南亚各国这次实际是

借鉴这种做法。

但与过去美元不断贬值的情况不同，进入 90 年代后，美元持续走强，而与处在全面上升时期的美元挂钩，这实际上就是一种引爆剂，它使宏观经济的失衡变得无法忍受，也使汇率过高难以忍受。

1995 年 4 月以来国际上美元汇率就开始不断在升值，由于日本是东南亚的主要竞争者，东南亚各国央行便被迫追随美元对日元的比价的升降趋势。这样一来，东南亚各国的外汇同日元的比价实际上已过高了。从而导致各国的出口出现大滑坡，进一步加剧了经常项目赤字，大大减缓了经济发展速度，使得货币贬值的压力日益积累增大。

东南亚各国货币主要与美元挂钩。一年多来，美元对其他主要货币的比价不断上升。对东南亚各国来说，美元比价的上升意味着出口的下降。7 月 2 日泰国铢首先与美元脱钩，随后泰铢暴跌，接着多米诺骨牌效应迅速波及到其他东南亚各国货币，菲律宾、马来西亚、印尼、新加坡、韩国等国的货币纷纷不支，相继与美元脱钩，顷刻间东南亚的美元区支离破碎。这个过程不能不视作与美元挂钩乃至脱钩的痛苦代价。

国际汇市的“热钱”

当今金融市场的全球化和全球资金的一体化，以及资讯技术的高度发达，使得国际资本能在全球范围内高速流动。国际汇市交易额过去三年急剧增加。据世界各国中央银行最近进行的调查报告显示，现货、期货和外汇交易合同每日平均交易额为 1.23 亿美元。目前国际金融交易额是国际贸易交易额的 50 倍。自 1995 年 1 月墨西哥金融货币危机后，国际资金突然撤离该国而四处流窜。早有金融分析家认为，东南亚国家经常项目赤字的扩大和政治的不稳定，其货币很容易成为这股投机势力冲击的目标和“猎物”，这股投机势力财力雄厚，蓄势待发，伺机而动。事实证明，东南亚真的成了国际汇市的“热钱”。

索罗斯搞的鬼

在这次东南亚金融风暴发生后的蔓延过程中，一些东南亚国家的政府官员纷纷指责美国金融专家索罗斯的金融投机活动在东南亚货币、证券市场兴风作浪，是造成东南亚金融风暴的罪魁祸首，其中以马来西亚总理马哈迪尔的指责尤为激烈，以至于要追究索罗斯“恶意”投机的法律责任。这里我们姑且不去澄清索罗斯是否“恶意”投机，而是要反问自己，为什么以金融投机作为职业的索罗斯瞄准了东南亚货币、证券市场，并投机成功？本来，在任何一个货币、证券市场，只要存在交易，就必然存在投机，并且投机是活跃交易市场的润滑剂、兴奋剂，只要不过度，不违规，投机是合法的也是合理的。事实上，在市场经济中，只要有“机会”谁不愿意合法地去投入呢？回顾一下索罗斯的一些投机活动前后的言行，就不难明白上述问题的答案。今年索罗斯用数十亿美元的力量，加入市场投机泰铢，他利用泰铢与美元挂钩的固定汇率制度与市场决定的泰铢价值之间的摩擦，适时地进出泰铢市场，赢得了又一次巨大的投机成功。然而，索罗斯却以哲学家的姿态坐在投机而来的财富堆上，谆谆告诫我们，“市场中留有投机空间是各国政府的错误”，“我只能一而再地对盲目信任市场的魔力发出警告”。这就再也明白不过了，是各国政府自己创造了市场投机机会，换了索罗斯，别的人只要看到了机会，同样会来投机，同样会赚钱，不同的只是程度大小而已。事实上，正如法国储蓄及信托银行负责新兴国家的经济学家法迪勒·拉库阿所说：“东

南亚大部分国家都面临着工业投资过多、房地产危机、进口增加、经济增长放慢以及结构不合理等问题”，而且同时，这些国家的货币以这种或那种方式同美元挂钩，使得其货币的市值高估无法反映其国际竞争力与经常项目收支，市场的“机会”就是这样被创造出来。自己的“蛋”有缝，谁能阻止“苍蝇”不来叮呢？此外，在这次东南亚金融风暴中，与美元挂钩的货币中只有港元一枝独秀，依然汇率相对稳定，颇引得世人的注目，就连索罗斯也不得不承认市场压力不会动摇港元的地位，而冲击港元的投机者不会因此致富。其原因就在于香港经济状况良好，正处于回升阶段，金融体系较东南亚各国健全、银行能自律配合，加上香港发行港币现钞有充足的美元储备作保证，而且在管理机制上，对金融市场的监管更加完善，可及时掌握炒家的动向。这也从另一方面印证了这么一个浅显的道理，苍蝇只叮有缝的蛋。

受全球基金沽压

美林证券发表全球调查报告显示，东南亚股市受到全球基金的强大沽压，情况较九五年初墨西哥金融危机更严重。报告显示，基金经理鉴于东南亚货币大幅贬值，而且区内利率上升，纷纷减持太平洋盆地股份，理由是担心区内短线经济前景。这项全球调查访问了 259 家机构，所管理基金总值 55500 亿美元。美林全球策略分析家沙亚称，区内的利淡情绪严重，基金经理的抛售已到极端水平，因此投资者在后市应会入市吸纳。在日本的调查显示，受访者中没有看好亚洲股市的，看淡者占 78%。英国的调查显示，抛售亚洲股份的意欲是 1990 年以来最大；在亚太区，投资者涌往未受危机影响的市场，如澳洲及印度。美林把对东南亚股市的投资评级由减持调高为中性。在亚太区调查中发现，利率上升对金融及地产股产生负面影响，看淡区内金融股的比看好的要高出 27%。另外，美林与盖洛普于 8 月 28 日至 9 月 3 日间进行的另一项调查显示，美国基金经理正减持股份及吸纳国库债券，理由是愈来愈多基金经理预期联储局联邦基金利率在未来一年上升。该调查共访问 41 家美国大户，共管理总值 18800 亿美元的资产。调查显示增持国库债券的较减持的高出二成。差别是 1994 年 12 月以来最大的，当时长债孳息高达八厘，较目前约六厘半为高。调查亦发现抛售美股的较吸纳美股的高出 12%。美林表示，投资情绪转变，理由是愈来愈多基金经理预期联邦基金利率在未来一年上升，九月份调查占 54% 高于八月份调查的 43%。美林全球策略分析家沙亚称，基金经理一向能准确评估债市价值，这反映国库债券后市看俏，调查发现看好美国债市中线前景较看淡高出 19%，两看好股市中线前景较看淡仅高出 5%。

美日贸易大战的牺牲品

日美贸易关系一直伴随着风风雨雨、磨擦不断，从旷日持久的汽车大战到医疗保险协议，还有近年来围绕富士与柯达胶卷之争的胶卷大战。

在对美贸易中，日本一直是存在巨额贸易顺差。美日两国每年都要为这一头痛问题进行磋商，但每次都不能取得令双方都满意的结果。谈判年年进行，日本对美贸易顺差就是年年增加。关于两国之间的贸易磨擦问题，今年 6 月中旬在丹佛八国会议召开的前一天，克林顿总统与桥本首相就两国间的贸易磨擦问题交换了意见。但我们可以预测，日美两国贸易磨擦将不可能在可预见的时间内解决，将长期存在。

美日两国间的贸易磨擦对东南亚的经济有一定影响，这一影响主要是通过日美向东南亚国家转移投资，建立产业来间接实现的。美日两国贸易竞

争主要集中在技术含量高的产业和金融服务业方面。两国特别是日本为了降低本国的生产成本大量向东南亚国家输出劳动密集型工业和落后技术产业。数十年前，日本大公司将生产线迁到泰国与马来西亚等国，利用当地劳工成本低的条件。在七十年代，日圆与美元汇率上扬，东南亚成为消费市场，日本大公司更加扩大在东南亚的生产。日本的跨国公司为了配合其全球公司战略，把一些装配部门、加工部门、高耗能高污染部门转移到东南亚国家。美国在东南亚国家的投资也在急剧增加。

美日在东南亚国家的大量投资，一方面解决了这些国家为发展经济而缺乏资金的困难，加了本国经济的发展。另一方面，则把美日之间的经济摩擦以及美元和日元的汇率风险也带入了东南亚各国的经济体和整个经济圈。美日在亚太地区的经济较量，汇率引起的种种风波，自然使东南亚国家成了牺牲品。

在未来的几个月中，美日汇率风险还会加剧。日圆会有较大的波动。美国经济在通胀受控下，持续复苏，由于它与日本的贸易矛盾，使美元兑日圆汇率升越 120 关口，预料在破关後可企稳在现有水平，美元在此盘暂时上落在 120 至 123，中期挑战 127。而这一形势对于东南亚各国未必有利。

未能有效展开区域经济合作

东南亚国家相互戒心较深，它们大都是在二次大战后才陆续摆脱殖民地统治成为独立国家，由于长期受殖民统治，相互隔绝，彼此了解不多，各国的社会文化传统也不尽相同，历史上有过冲突，一些长期遗留下来的矛盾和问题不易解决。每个国家都担心他国借合作之名，在本国蒙受损失的情况下获利。因此，他们所进行的合作和建立的区域性组织，例如东盟，主要带有浓重的政治色彩，而经济上的有效合作并不多。一方面，各国只在本国实际利益不会受到损害并能从合作中得到明显好处时才同意合作，另一方面，在合作中，彼此都有拒绝为促进合作的发展而作出牺牲。经济合作是这些国家始终未能很好解决的问题。区域性经济和金融体系上的薄弱环节很多，易于招受国际投机力量的狙击。在这次风暴来临前，东南亚各国及地区的中央银行已有预感，好几个国家都签署了在货币买卖方面攻守同盟的协议，而且也开动了操作系统，抵御投机者的来犯，但以目前的成绩看来，效果并不好，整个操作显露出弱点，特别是受到冲击的国家要利用自己的资源开辟更多的战场，拉长战线，反而首尾无法兼顾。

最大的问题是信心危机

《时代杂志》指出，东南亚各国目前面临最大的问题是信心危机。尽管泰国政府接受来自国际货币基金 170 多亿美元的援助，情况似乎没有好转。泰国副总理坦承指出，“我们公布一些数据指标之後，民众却认为实际情况可能更糟”。泰国政府公布实际的资料之後，反而使得汇市、股市进一步下跌。这是由於金融市场长期缺乏透明化的资讯，使得投资人对於政府的信心不足。东南亚整个地区一片愁云惨雾，悲观的心理有点过头了，没有人敢预期东南亚的经济状况马上会有好转。通常的状况是，经济崩溃了，市场跟著完蛋；但东南亚的情况正好相反，先是投资人的信心危机，股市跟著崩盘，接着利率飙涨，企业筹资金困难，经济成长迟滞，投资人对於市场的信心持续悲观。

综合因素造成的

东南亚国家将这场危机归咎于外国投机商操纵货币投机，甚至称这是

西方国家针对亚细安的一次阴谋。然而不少国际级的经济学家指出，这场危机更深层的原因还在于东南亚国家在经济发展过程中所存在的一些共同问题，其中包括房地产过热导致银行出现大量呆账，汇率政策不合理，经常项目赤字和外债占国内生产总值的比例过高，外汇储备太低，短期贷款和投资过多等等，是一些综合因素的产物。

康德苏称泰金融危机本可避免

国际货币基金组织执行总裁康德苏认为，泰国的问题在 1996 年初已表现明显，如及早采取严厉措施，本来是可以以较小的代价得以解决的。国际货币基金组织执行董事会迅速批准了对泰国的救援计划是向全球金融市场表明，在 1995 年墨西哥危机之后建立起来的安全网络已开始运转，快速行动对于越来越走向全球一体化的当今金融市场来说，尤为重要。

美国在扮演暧昧角色

香港《文汇报》发表乐亨的署名评论，言：好端端一个东南亚，突然金融大乱，货币骤贬，股市狂泻。而且这一切都发生在五月以来，时间不过三个多月。就在这三个多月之内，星、马、泰、菲以及印尼，经济面临危机，人民损失惨重，国家外汇储备被掠劫一空。这是怎么回事？这个期间，笔者正在美国度假，就此曾请教几位专家。他们泰然回答，这是由于这些国家的金融制度不健全，货币超值，发展过速所致，与政治无关。此话听起来似乎符合经济理论，实际上未免欺人无知。

东南亚诸国这场灾难，是以索罗斯为首的美国一群金融投机者肆意制造的。这群人虽然在国际上挂著商人招牌，从事经济活动，然而其最终目的，却有明显的政治企图。这也和当年东印度公司贩运鸦片一样，都是政经双赢的经济侵略。索罗斯等人这次在东南亚大展拳脚，是一次预谋已久的突然袭击。他们的“成功”，博得美国上层人士的喝彩。美国政府也公然支持他们。今年八月中，东盟会议期间，马来西亚总理马哈蒂尔在会场上对索罗斯等人的行径严加谴责。在场的美国国务卿奥尔布赖特即刻站起来，为其辩护，气氛相当紧张。

关于索罗斯等人的“胜利”，《华尔街日报》曾多次报道和评论。最露骨，也最惹人注目的一次，是八月十八日发表的文章。该篇文章不但对这帮人的行径大加赞扬，而且称之为壮举和成功。更有甚者，还透露了下一个进攻目标——香港。文章大言不惭地说，“他们在星期四（8月14日—作者）打垮了印尼盾之后，星期五（8月15日—作者）就把矛头指向了港元”。文章的作者像啦啦队一样，为索罗斯及一些基金经理呐喊助威，说他们有能量，有信心，把港元打成泰国铢、印尼盾，不达目的，决不罢手。拜读《华尔街日报》，做为香港市民，笔者不能不问，美国的金融大亨们，为什么不早不晚，恰恰在香港回归一个多月之后，对港元发起这场经济战？难道只是为追求经济利益吗，先生们，搞经济你们或许是一群行家，搞政治你们是否太幼稚了。

美国朋友们辩护说，索罗斯等人没有政治目的。他们并未先搞香港，而是先搞了星、马、泰、菲以及印尼，最后才轮到香港。不错，进攻的顺序确实如此。这正是他们聪明之处。先搞垮东南亚，成为“胜利之师”，再把矛头指向香港，自然就能威胁香港。到时大举进攻，即使港元不垮，港股也将大跌。用《华尔街日报》的话来说，这首先就对香港造成惨重损失，事实的演变正是如此。港股果然波动起来，恒生指数连连下挫，索罗斯的支持者

们已经弹冠相庆了。为迎接胜利，已经准备香槟了。《华尔街日报》几乎连日发表评论，指港元必垮，金融必乱，香港必然不再是香港。

索罗斯及其支持者能否得逞，笔者不是金融专家，不敢妄做论断。但是，从政治和历史两个角度来看，这只是索罗斯及其一伙人代表某些人对香港做一次最後的表演罢了。

美国政府为什麼支持索罗斯一伙的行径，看一看近两年来东南亚政治形势的变化，就会明白。东南亚诸国，本来是美国的盟邦，但近两年来和美国的关系趋淡。本来不是中国的盟友，近两年来和中国关系趋善。这是美国政客们不愿见到的。但是索罗斯一伙的行径能否改善美国和这些国家关系，恐怕恰恰相反。受害诸国的经济成就，是几十年艰苦奋斗得来的，三个月被人搞乱搞垮，引发危机。诸国政府和人民对肇事者的愤恨，可想而知，谈何改善。

欧美以及日本，有那麼一批人，对东南亚崛起，尤其对中国崛起，以及对香港回归，很不以为然，颇不习惯。然而这是事实。面对事实，正确的态度应该是适应，而不是否认和反对。否认和反对，无济於事。主张落後者永远落後，先进者永远先进，这是自欺欺人，贻笑天下。经济这个玩意儿，历史证明，谁都可以搞，谁都可以搞好，没什麼神秘。

五十年代初，中国要重建鞍钢，当年昭和制钢所（鞍钢前身）的日本老板说，“中国人也想炼钢，种高粱去吧”。现在总该承认中国人也会炼钢吧。十几年前有人说，中国经济永远不能起飞，现在起飞了吧。又说中国的通胀问题永远不能解决，现在解决了吧。又说人民币永远不会被国际承认，现在承认了吧。这些人的论断统统成了笑柄。十三年前有几个人相信，今天的香港能继续安定繁荣，今天都相信了吧。

有些人就是不愿意相信，东方人、中国人同样有智慧，能够搞好经济，由落後变先进，由贫穷变富裕。

公平的逻辑应该是，今天你发达，明天我也发达，大家都发达，同是地球一份子，大家必须和睦相处。做梦都打主意搞垮别人，难免有朝一日自己垮掉。

《金融风暴》——东南亚金融危机的结局是什么

东南亚货币危机影响不大

中国副总理、外交部长钱其琛指出，东南亚最近发生的货币金融危机，只是亚太地区经济发展过程中的短暂波动现象，影响不大。东亚经济总体上保持了增长势头，仍然是世界经济发展最快的地区，发展前景看好，亚太经济目前以经济改革、区域经济合作、经济合作同政治安全对话相结合等三个方面的表现最为引人注目。在经济改革方面，东南亚、中南半岛和南亚发展中国家的经济改革已经取得成效，经济结构调整逐渐深化，竞争能力不断提高，正形成多个经济增长点，亚太区域内与区域间的经济合作日趋活跃，亚细安自由贸易区、南亚区域合作联盟、湄公河盆地发展等次区域合作步伐加快；而亚太经合论坛和亚欧峰会也正将经贸、投资、技术合作的共识转化为实际行动；亚细安区域论坛、亚细安与对话伙伴国外长扩大会议等机制，使亚太区域经济领域的互利合作同政治安全领域的对话与合作相辅相成，促进

了本区域的稳定与发展。不过，亚太地区的发展仍然面对许多不容忽视的挑战，这些挑战包括地区内发展仍不平衡，发展中国的经济科技水平与发达国家相比仍有很大差距，在市场准入、贸易条件、技术转移等方面仍然受到不公平、不合理的外部条件制约等因素。

货币危机不完全是件坏事

中国外经部首席谈判代表龙永图认为，这次货币危机是一次很好的演习，从中可以看到在环球经济化过程中，国与国之间的联系交往越来越多。中国看到了东南亚国家体现出来的团结和唇齿相依的关系，这也将推动中国通过亚太经合论坛等途径，进一步加强和东南亚各国之间的关系。没有理由因为最近东南亚货币动荡，而对东亚以及亚洲国家的经济前景产生怀疑。因为市场在这里，单以中国来看，就有 12 亿人口的市场，只要有市场在，经济坏不到哪里去。龙永图也以“隔岸观火”、“落井下石”和“幸灾乐祸”来批评西方国家在东南亚货币危机中所采取的“不正常”的态度。他以美元兑马克汇率为例说，近年马克兑美元贬值了多少，但就没有听到欧盟说要采取什么行动，有时是“人言可畏”而导致人心惶惶。他也说，“我是相信‘风水轮流转’的，现在世界经济的重点就是在亚太市场，西方不应当一直将这个趋势，当作是它们的危机，准确的讲，应该是它们的商机，”因为亚洲国家合理的劳动力成本和庞大的市场，提供了它们技术转移和再发展的机会，还可以帮助它们“减少转型和调整的阵痛”。龙永图说，一位西方外交官曾向他用一个非常生动例子来表达某些国家的心态，这位外交官说，西方现在象是一个年华已逝，红极一时的女主，由于做惯了主角，现在还是喜欢站在舞台最瞩目的位置，面对许多年轻漂亮的新秀，虽然知道她们迟早会代替她，但心里总是酸酸苦苦的。

东南亚货币动荡将是短暂的

一些研究东南亚问题的专家们说，为其经济而自豪的东南亚国家可能只需度过一个短暂的痛苦时期。东南亚各国自从让其货币随行就市以来，这些国家遭受了货币动荡的沉重打击。对于把货币稳定视为经济长期增长基础的各国政府来说，刚刚过去的是恶梦般的二个月。分析们家说，这一波动和几个股票市场所出现的相应动荡可能将是短暂的，只要各国政府和各公司都迅速适应浮动货币汇率而非受管制货币汇率的新时代。

所罗门公司（新加坡）首席地区战略专家卡波尔说：“如今经济理性主义的复兴占了上风。坦率他说，我并不悲观失望。”另一位专家苏波尔说，浮动货币汇率举措是“正视现实的一服良药”。

货币危机不会阻碍东南亚经济正常发展

保罗·克鲁格曼具有一种未卜先知的预见能力。两年前，美国麻省理工学院的这位经济学家认为亚洲的经济奇迹与其说是由于良好的计划和生产率提高，还不如说是由于有充足的劳工和资本。他的这种看法使他闻名遐迩，但却遭到亚洲的鄙视。他写道，如果不在技能和教育方面更多投资，亚洲的增长曲线最终必然下跌。

但是克鲁格曼现在并不洋洋得意。他说：“这种情况来得如此突然和如此具有戏剧性，这就表明，这不是他所预测的长期（增长）下降，而是一种暂时下降，因而亚洲能恢复过来”。他又说，目前发生危机的原因之一是，过多的投资者、借债者、企业和官员认为：过去的快速增长率会永远继续下

去。现在看来很清楚，事情不会这样。举例来说，资本日益稀少。货币混乱使亚洲许多公司的筹资计划落空。

银行家们说，国际货币基金组织在救援的同时，会迫使泰国做当选政府可能认为不合自己口味的东西，例如坚持让数以百计的金融公司和房地产开发商破产；坚持增税和加速出售国有资产以弥补政府自己的损失；坚持更加开放市场和从长远考虑更加放宽对货币的控制。这对于东南亚国家是有益的。

荷兰一家银行的一位经济学家说，东南亚的经济发展基本因素仍然有效。他认为这是短暂的喘息而不是崩溃。他承认：“9%和10%的增长已结束东南亚不得不回到4%、5%或6%的水平”。

新加坡的一位企业领袖在再次观察了东南亚的经济情况后说：“长期的基本因素：相当稳定的政府、出口势头强劲、人口年轻，仍然存在，即使出下降仍是高速增长”。

金融危机不会导致东南亚经济进入衰退期

部份经济学家认为，已持续两个月的东南亚货币市场危机，虽导致区域内的金融市场动荡不安及资金外流，但东南亚经济不会因此进入衰退期，反而会在电子业复苏下，带动出口增长。

由于本身货币大幅度贬值，东南亚各个金融市场的监管机构，相继对资本市场和外汇市场实施更严厉的管制措施，导致投资者纷纷把资金撤走，各地股市也因此狂泻。另外，东南亚货币兑美元的币值疲弱，虽令它们的出口更便宜，但为了防止币值进一步滑落而调高利率，却使它们必须付出更高的代价偿还外债，包括巨型发展项目的推延。分析家们认为，这一切都可能令东南亚经济陷入衰退，但所幸的是全球对电子产品的需求就将强劲复苏，令它们的出口受惠。瑞士联合银行负责区域经济的研究主管巴苏认为，现在根本谈不上经济衰退，因为在过去15个月表现欠佳的全球电脑市场，刚开始强劲复苏，整个区域将因此得益。电子产品是东南亚出口中的重要成分，只有连续两个季度出现负增长后才算是步入衰退。但这是不会在马来西亚或印尼发生的。新加坡在7月份连续两个月取得出口增长，证明电子产品的需求正回复成长；泰国的出口在6月份取得96年4月以来的最大幅度增长9.3%，在一定程度上给泰国心理上的支持，也是本区域经济的一线曙光。唯高达拉士的区域经济分析员认为，经济成长会放慢但不会出现不景气，因为东南亚的出口业向来都有很好的表现。实际上，它是区域货币目前唯一的依靠，建筑业和银行业的表现则会较弱。最坏的情形是区域房地产市场崩溃，引发坏帐问题，令整个金融业动摇，就象泰国曾经经历过的。但房地产市场的危机不会在短期内发生，一切就看政府如何处理。国际评级机构标准普尔在新加坡开设的博讯国际(MMSInternational)总经理认为，东南亚的出口竞争力可能因为这次的货币危机而加强，成为个“超级具竞争力的区域”。但外国投资者可能也因此对它失去信心。如果它们持续性地无法恢复信心，流入本区域的外资将减少，经济复苏的步伐也会放缓。东南亚在过去20年大量地吸收外资。所以能取得近年来的快速经济成长。

东南亚金融危机还会持续

一些市场分析员发出警告，自今年7月初以来本区域货币虽已由泰铢自由浮动掀开大幅下跌的浪潮，但这场风波仍未有平息的迹象。他们认为，以目前的走势来看，这场风波还会延续一段时日，而且市场还须经历更多类

似的震荡，而最值得担心的是，这场风波对整体经济所带来的灾难。有人认为，本区域暗淡的经济前景，再加上不稳定的对应策略，使得商业信心大减，接下来许多外国资金便会陆续抽离本地区市场。英国国民西敏寺银行的一份预言，东南亚区域的货币危机不会在 1999 年之前结束。新元、零吉和印尼盾最早会在 1998 年下半年恢复某个程度的稳定，菲律宾比索和泰铢则要等到 1999 年中或 1999 年底才会稳定下来。

亚洲问题专家尼尔·萨克尔说，泰国铢的贬值还会使局势进一步恶化，而且这种贬值尚未结束；它将阻止银行向外贷款，将会重新引起通货膨胀并使经常项目赤字扩大。

BZW 的货币研究室主任德蒙·苏普勒说，货币危机一个接一个地蔓延到东南亚所有的国家，结果是，“今天在这个地区的投资风险增加了，原因是它们的经济增长不稳定”。

亨达国际金融投资有限公司董事总经理邓予立认为，东南亚金融危机还未告一段落，各国货币仍要经受考验。邓予立指出，国际狙击手近日仍然持续不断地狙击东南亚货币，而区内的货币开始呈现强弱悬殊的局面。泰国铢及印尼盾还是处于下挫的轨道。投机者趁泰国与印尼等地经济基础不稳与外汇储备有限，而推低当地币值和股市。东南亚货币现时无疑处于超卖，却未有迹象回稳。金融危机暂时未算平息下来。马来西亚与印尼等国先后推出若干金融措施应变，但估计这在短期是不容易收效，要在中长线才会有良性的效果。东南亚国家要积极地花相当多时间去重新改善经济基础和金融货币结构，才有可能击退外来的狙击。

美国可能会使这个进程恶化

美国《华尔街日报》指出，要提防艾伦·格林斯潘。

从部分程度上讲，墨西哥的问题是在联邦储备委员会 1994 年 2 月开始提高利率——以便把资金从新兴市场收回到美国去——时开始出现的。迄今为止，没有通货膨胀这种令人震惊的现象使得联邦储备委员会没有提高利率的借口。如果委员会主席格林斯潘利用他交给国会的半年度报告提醒每个人他仍担心通货膨胀的压力，人们对美国利率的满意心情到明天就可能消失。格林斯潘先生的几句话就可能停止美国股票和证券市场的乐观情绪，并迫使世界范围内的利率上升，给大多数脆弱的发展中国家带来特别沉重的负担。

当然，美国的短期利率在 1994 年曾经格外低，而今天却不那么低了。但是，欧洲大陆，特别是日本的利率现在很低，因此肯定会上升几个点。泰国不是墨西哥，但是这场戏还没有完。泰国的危机将使来自亚洲其他国家的资金逐渐减少，而不管从基本原则上说是否完全合理，结果是提高了利率。美国可能使这个进程恶化，因为联邦储备委员会只是刚刚开始提高利率。

后果不一

BAAsia 的首席经济学家安德鲁·弗雷里斯说，这些国家的情况相互之间有很大的差异。比如，泰国和菲律宾之间的差别：泰国的银行系统陷入危机，因为不动产部门纷纷破产（银行对不动产部门的贷款过多），银行自己欠了一身以坚挺外汇偿还的债务；而在菲律宾，银行系统健康得多，它在不动产方面的介入也很有限。

里昂信贷银行亚洲证券公司的吕塞尔·纳皮那也重复了这一区别，他指出：泰国银行是被迫将泰国铢贬值的，而菲律宾中央银行则是抓住时机使其比索贬值，因为它知道比索使其工业付出的成本太高；东南亚国家的经济状

况迥然不同，但“感染”是难以抗拒的，泰国铢和菲律宾比索的贬值迫使其他国家流出以保持自己的竞争力。今天，几乎可以说该地区的中央银行在自愿地调整方向。但是，无论是被迫的贬值还是想要增强竞争力的贬值，经济都会产生许多严重的后果。纳皮那说：“泰国将会陷入严重的衰退，因为目前15%的实际利率将会导致一系列的企业破产。”

对于菲律宾，人们的预测分歧比较大。亚洲问题专家尼尔·萨克尔预测，菲律宾将是一个不平静的地区，因为银行出于减少外币债务的考虑维持高利率和限制贷款。吕塞尔·纳皮那则认为，“出于增强竞争力而进行的贬值”将会带来有益的结果。马来西亚可能也会从完全改变汇率政策中获益，萨克尔说：“由于缺少劳动力而使工资过高，马来西亚的增长速度将会大大放慢”。纳皮那认为：“在维持经济增长和保护货币之间，货币当局更愿意让林吉特下跌，以便能够降低利率并支持经济活动”。

东南亚经济圈将同美国分离

里昂信贷银行亚洲证券公司的吕塞尔·纳皮那指出：“这些货币的浮动是该地区长期以来最重要的事件。”从亚洲奇迹开始到现在，东南亚的中央银行第一次要有一个独立的货币政策。这将导致东南亚地区经济圈同美国的分离，同时将导致一个新的地区经济集团的诞生。也许恢复了自由，但是这种自由是在痛苦中获得的。

会产生一些积极的影响

综合开发研究院（中国·深圳）傅诒辉博士认为：这次金融危机应该能够引导有关国家的当局与国际货币基金组织联合在一起，制定一些更能经得住中长期考验的宏观经济政策，并由此而使得这些政策更加可靠。在这种情况下，就必须考虑到各国不同的特点，根据不同国情采取不同的措施，而不是采取那些一般性的做法。目前的困难也可以说给人们提供了一个机会，它可以促使人们对规章条例的使用范围，对信贷机构、保险公司、资本市场的监督管理机构加以改进。与国际惯例接轨，这很好，而且这也是绝对必要的。如果能够注意使那些与各机构的偿付能力、与风险分担相关的规章制度得到具体实施，那就更好了。

目前金融市场上出现的这种混乱，也会促使该地区各国在货币与金融方面进一步合作。当时对墨西哥，国际货币基金组织就曾不得不依靠美国的联邦储备委员会。今天，日本银行，作为与这一地区有关系的“参照性”中央银行，它也将依靠国际货币基金组织来进行干预。出于历史和地缘政治的原因，亚洲国家的货币合作没有给自己订出要实现的目标，而欧洲进行的货币合作在不久以后将要实现的目标是统一使用欧元。亚洲（或者说亚洲的一部分地区）；需要的显然是区域性的货币合作，尽管这种合作还达到该地区国家间在贸易上相互依赖的地步，但这种货币合作最终是能够具体实现的。

目前的事态还显示出亚洲国家有一个强烈的要求，那就是希望在货币和金融方面实现多样化。现在，美元已压倒日元成为亚洲的货币。但美元的升值，鉴于它对竞争力造成的许多限制，使得它作为挂钩货币的吸引力不如以前了，而且它的反复无常仍会使各类投资者感到不安。

一扇“窗户”打开了，但窗户的打开并不是为了要取代美元的地位，而是为了支持这种希望实现多样化和稳定的要求，并使这种要求得到满足。日元在短期内可以利用这扇窗户从中得到好处，但由于各种原因，它的这种抱负能否实现还要看日本的态度及世界经济的发展。

坏事可以转变成好事

综合开发研究院（中国深圳）傅贻辉博士认为：被这次东南亚金融风暴席卷的各东南亚国家，不仅货币、证券市场遭到重创，其经济发展亦受到相当深远的负面影响。泰国，现在舆论最乐观的预测都预言其经济恢复将是很缓慢的，从现在起还将持续漫长的艰难岁月；菲律宾，人们已纷纷猜测她会不会成为下一个泰国？无容置疑这次东南亚金融风暴，对一些东南亚国家而言是灾难性的，但是人们对这次金融风暴的处理过程以及痛定思痛后的反思，也产生了一些积极的影响。第一，国际金融联手扶危，将成为对付局部地区金融危机的自发行动，也是稳往突发性的金融动荡局面的最有效的重大举措。亚洲国家没有像欧洲国家那样有货币合作计划，但由于全球经济一体化的迅速发展，世界各国金融关系日益密切，多米诺骨牌效应十分显著。因此，在泰国政府未发出救援呼声之前，包括中国在内的亚洲国家及有关国际组织 8 月 11 日在东京举行援泰会议，承诺为泰国提供总共 160 亿美元的救援贷款。此举对稳定东南亚金融动荡局面有十分积极的作用。历史已证明，国际金融界联手扶危有着不可替代的作用，是人类社会发展的一大进步。1995 年墨西哥发生了比泰国更为严重的金融危机。在国际社会联合援助下，不仅未使金融危机大面积蔓延，而且使墨西哥经济迅速复苏。因此，没有理由不相信这次联手扶泰会成功。第二，这次金融风暴应该能够引导东南亚有关各国的当局与国际货币基金组织联合在一起，制定一些更能经得住中长期考验的适合本国国情的宏观经济政策（泰国已经开始做了），并由此使得这些政策更加可靠。目前的困难也可以说是给人们提供了一个机会，它已经促使东南亚有关国家采取种种措施，制止房地产业的盲目发展，严肃金融纪律，改进金融管理，争取与国际惯例尽快接轨。第三，目前在东南亚金融市场上出现的混乱，也会促使这地区各国在货币与金融方面进一步合作。由于历史和地缘政治的原因，亚洲国家的货币合作没有给自己订出要实现的目标，但是至少显然需要区域性的货币合作，尽管这种合作近期内还达不到该地区国家间在贸易上要相互依赖的地步，然而这种货币合作最终是能够具体实现的。第四，目前的事态还显示出东南亚国家已认识到要在货币和金融方面实现多样化，要遵循市场规律。现在，美元已压倒日元成为亚洲的货币，但目前美元的升值对东南亚国家的竞争力造成许多限制，因此，东南亚各国已逐步认识到美元作为挂钩货币的吸引力远没有想像的那么好，逐步实行独立浮动汇率才是长久之计。第五，东南亚国家货币贬值尽管有些是出于无奈，但毕竟增强了它们产品的出口竞争力，因此，可以预期今年这些国家的出口形势普遍看好。

亚洲经济很快能从货币危机中复原

香港行政长官董建华认为，亚洲经济的基础稳固，预料很快就能从这次的货币危机中复原。最近东南亚金融市场和股市出现的动荡不安，对本区域经济来说是个严重打击，但这也让受影响国家和地区认识到，开放经济和市场不只带来好处，也会引进外来压力，而且是那些会暴露本身弱点的压力。香港这回也不能幸免于难，不过香港在 10 年前发生的股灾中便已意识到，要做为亚洲的金融中心，必须采取适当的管理方式；做为一个开放经济体，它必须尽力维持市场的透明度和效率，确保公共部门遵守金融纪律，金融机构也妥当地管理它们的投资及风险。我们虽然能够对付货币投机者，但那些需要资金应付其他市场资金需求的投资者，还是转到本区域流动量较高

的市场套现；此外，海外基金经理在不考虑本区域经济表现下，便调整他们在这里的持股量，这是根本错误的。

货币贬值会使东南亚因祸得福

菲律宾总统拉莫斯认为，菲律宾比索虽然在国际投机袭击下贬值了，也许菲律宾会“因祸得福”。菲律宾货币在这次金融危机中受到打击，但是，由于我们经济的基本情况是好的和强有力的，所以比索与美元的汇率现在已经稳定了。比索贬值将使我们有机会提高比索的竞争力，有可能减少贸易赤字，进而改善比索的汇率。菲律宾的经济自由化和全球化政策是不会逆转的。目前菲律宾面临的机会与危险很多，但经济开放政策已经使菲律宾进入了全球商业主流。

东南亚货币危机给亚洲敲响警钟

美国《商业周刊》驻东南亚各国记者认为：在7月2日促使泰铢被迫贬值18%后，货币投机商们又把矛头对准了其汇率与美元挂钩的邻近国家。菲律宾、马来西亚、印度尼西亚的货币相继下跌，并可能会进一步贬值。下一个有可能轮到新加坡元，特别是因为该国经济尚未从去年的衰退中恢复过来。新加坡股市今年已经下跌了16%。香港贝斯腾亚洲公司经济师约翰·西尔警告说：“人人都有危险。”亚洲的灾难是5年来震撼了全球货币市场的竞争性贬值当中最新的一场。

东南亚的情况比其它地区要严重。该地区的确有一大长处：一些国家的经济增长率、储蓄率和投资率是世界最高的。但是，像拉美人一样，亚洲人曾经花钱大手大脚。现在，像欧洲人、墨西哥人甚至日本人一样，亚洲人正在为此付出代价。麦克格劳-希尔公司亚洲经济学家奥罗拉说，亚洲人还被迫“对必须采取什么措施才能保持经济的长期健康持较为现实的态度”。这些国家的中央银行只有恢复其对货币政策的控制，才能重新获得信誉。各国必须对从资金市场到产业规划的一切都进行改革，才能避免殃及邻国的进一步货币贬值。

然而目前，明确的对策是依靠贬值的货币来实现出口增长。亚洲的货币灾难对取得了多年惊人增长的一个由出口带动的经济模式的根基是一个考验。但是，由于十多年来大量出口半导体等货物，决策者们和货币市场被冲昏了头脑，没有认识到东南亚人用来经济增长的体系的缺陷。这包括倒闭的银行、过热的房地产市场、不断拉大的贸易逆差、工厂过多和中国的激烈竞争。”实际上，中国制造商在其比价被人为压低的人民币帮助下，正在把东南亚的服装、电器和电信设备生产者挤走。与此同时，在钢铁和石油化工等重工业中，小虎们与韩国和前苏联国家遇到困难。

在全东南亚，经济回升和将被银行系统的薄弱所掣肘。除非决策者们迅速制订方法来实现银行呆帐的证券化并摆脱这种负担，否则一些国家的政府可能到头来不得不把不多的财力用于紧急财政援助。银行向创造就业机会和经济增长的新创建企业贷款的能力将会减弱。

这场危机还迫使各国政府对经济增长采取现实态度。它们将必须开发金融市场，以便于银行将房地产贷款证券化，并使各公司实现外汇储备多国化。麦希公司的奥罗拉说，更重要的是，领导人们必须“找到新途径来到给其经注入活力，鉴于劳动力和资本都不再像以前那样廉价”。

吉隆坡国际招商银行执行董事甘朋说：“吃一堑长一智，今后要量入为出。否则金融市场就会强迫你这样做。”经过本月的风风雨雨，这是东南亚

人将很难忘的一次教训。

经济增长率将降低

美林证券一份分析报告指出，东南亚地区货币危机爆发后，预计受影响地区的货币兑美元平均贬值达两成。该行亦因此调低对区内国家今年的经济增长预测约 2.5 至 3 个百分点，估计平均仅有 5% 的增长。

摩根银行的地区经济学家伯恩哈德&埃施魏勒说，印尼、马来西亚、菲律宾和泰国明年的增长率将大大降低，而消费品价格上涨幅度将大大高于投资银行 6 月底的预测。泰国的经济调整将是最严厉的，1998 年国内生产总值的实际增长率预料也会比早先的预测低一到两个百分点。为保护脆弱货币不让它们继续大幅度下跌，东南亚国家普遍提高的利率已降低了他们的进口、投资和消费，也使股市受到影响，这种情况还可能引起经济进一步减速。

虽然货值下跌可能为这个地区的出口和经济增长强劲回升奠定基础，但从短期看，这种情况会破坏投资商和企业的信心。

设在香港的亚洲戈德曼&萨克斯经济研究公司在一份报告中说，预料亚洲货币市场的动荡至少会再持续三个月，会使这个地区的经济增长减慢。

另一家公司的估计更可怕，并预料这个地区的货币动荡要至 1999 年才能结束。

英国威斯敏斯特银行下属的投资银行说，到 1998 年下半年新加坡元、马来西亚零吉特和印尼盾就可能取得“一定程度的稳定”，但是菲律宾的比索和泰铢则必须分别等到 1999 年 6、7 月和 1999 年年底。

伦敦独立战略研究所所长戴维&罗奇说：亚州的经济增长是投资带动的，因而会因投资额下降而受到影响。最令人担心的方面是利率的前景如何。亚洲许多国家的政府认为货币会使利率降低，但是外国的钱不会流回去，因而亚洲在货币不进一步贬值的情况下几乎没有大幅度降低利率的余地。

所罗门兄弟公司预测，泰国、马来西亚、菲律宾、新加坡和印尼五国今年的平均增长率将从 1996 年的 7% 下降到 5.1%；预计明年这五国的平均经济增长率大概只有 3.2%。综合开发研究院研究人员袁国润认为，这些国家的经济增长率已不再是 10% 以上或者 9%、8%，他们的国家在目前的可预见的条件下至多只能达到 3—4%，或者更低。

在金融风暴影响下 泰国与菲律宾政府先后表示要调低各自的经济增长指标。泰国政府已将泰国第八个“五年计划”(1997-2001)的年均经济增长率从 8% 调低到 4.9%；菲律宾总统拉莫斯也表示，由于比索贬值，菲律宾将“适度”调整 1997 年度的经济增长率。

对外资流入亚洲将产生不利影响

国际金融协会预测，由於最近发生货币危机，亚洲新兴国家 1997 年私人资本净流入估计将减少 25%；亚洲地区 1997 年私人资本净流入金额将在 1071 亿美元，较 1996 年的 1418 亿美元大幅减少，1998 年净流入应会回升到 1127 亿美元，但仍不及 1996 年数字及 1995 年净流入金额 1222 亿美元。该协会指出，亚洲金融危机对全球新兴市场吸收外资也产生不利影响，整体而言将由去年的 2810 亿美元下降为 2610 亿美元，拉丁美洲预计将由去年的 914 亿美元下降为 833 亿美元，欧洲新兴国家则由去年的 421 亿美元成长到今年的 572 亿美元。资本流入衰退主要集中在商业银行放款，例如对於泰国，该协会预见外国银行只会把到期的短期贷款展延，而不会提供新的贷款，泰国今年甚至可能产生资本净流出的状况。国际金融协会也预测，商业银行今

年对中国大陆、印尼、马来西亚和菲律宾的放款也将会下降。另外，南韩今年预计将吸收 140 亿美元的商业银行贷款，较去年的近 190 亿美元大幅降低。

国际对外投资策略转向以欧洲中美洲为重点

面对东南亚金融风暴毫无缓和迹象，甚至波及东南亚整体股市，台湾现行鼓励向东南亚投资的对外投资策略将全面转向。台湾经济部长王志刚表示，未来的对外投资将以欧洲及中美洲为重点。至于对外经贸拓展方面，则是以日本为外贸市场拓展重点。过去配合李登辉破冰之旅而以东南亚为对外投资重点的政策将全面转向。至于如何拓展日本市场，由于受到口蹄疫影响，导致对日贸易逆差急速扩大，在台湾对东南亚投资的贸易效果，逐渐降低，缩减台湾对东南亚的贸易顺差之际，抢占日本市场，已为台湾贸协列为重点推动业务。

东南亚货币风暴虽平息股市善后需时 9 个月

亨德森投资公司投资研究与策略部执行董事卡内基认为：尽管东南亚区域的货币风暴开始平稳，但有关区域的股市还需要大约 9 个月的时间来解决货币危机所带来的问题。东南亚的汇率很低，并不算是一件坏事，因为区域国家的出口竞争力已相对增加了。地震算是结束了，但是还是有好些余震。因此，区域货币有可能还会进一步下跌。货币（新加坡除外）合理的跌幅平均应该在 35% 的水平。货币危机之后，那些以美元贷款的公司将面对很多问题，因此，余震相信要延续 6 至 9 个月。随着区域国家的汇率退低，将意味著其出口的竞争力提高了。从长期来说这是好消息，短期而言则是坏消息。区域股市在未来的 9 个月里预料将会横摆。如果区域国家能成功地处理所面对的问题，那么区域市场，尤其是吉隆坡股市在 9 个月后相信就会出现显著回弹。

卡内基透露，随着区域国家的出口竞争力好转，该公司将在明年重新整顿其资产组合，把数亿美元的资金转投区域市场。目前最安稳的选择是新加坡，如果马来西亚能解决其经济问题，马来西亚的回升将更加显著，至于纽约股市的走势，有关市场目前已经比估价高出 20%。亨德森投资公司是欧洲最大的独立基金管理机构之一，所负责的资金超过 330 亿美元。该公司于 1934 年成立，目前在伦敦股票交易所挂牌。该公司于 1995 年 7 月在新加坡成立的办事处是它在亚太区域的总部。

不可能扩展成为墨西哥式的风暴

美林证券的一个报告认为，虽然现时的问题是由私人投资资金的流动而引起的，但投资于亚太区的外资多是较为稳定的直接投资，占五成三；波动较大的证券投资较少，仅占一成，与墨西哥风暴时，拉丁美洲二成六为证券投资的情况不同。此外，泰国金融危机需要大约相当于其国民生产总值 15% 的资金来应付，这只比墨西哥略低；墨西哥比索危机须要 20%。

国际货币基金世界经济研究部主管哈什赫（GrahamHacche）说，由于具备较稳定的经济因素，像墨西哥比索的金融危机应该不会在东南亚发生，这是因为这个区域的经济基础比墨西哥稳得多，经常项目赤字和外债规模比较小，外汇储备则比它高。国际货币基金把大多数东南亚经济体列为“发展中国家”，在其发表的《世界经济展望》报告中说，亚洲发展中国家今年平均将能取得 8.3% 的经济增长，通货膨胀率则维持在 6.2% 左右。马来西亚的宏观经济政策和外向型及以市场为基础的改革措施奏效，使它能迅速和全

球经济及金融体系结合，它及智利等发展中国家已拥有相当高的人均收入，在其他因素配合下已步上成为先进经济体的道路，出口增长减速再加上银根紧缩，确保马来西亚没有出现过热现象；虽然国内劳工市场继续紧张、个人信贷、房地产销售额以及投资需求也维持在高水平，但 1997 年财政预算案所宣布的财政政策应能舒缓压力，今年应能获得 8% 的经济增长。其他亚洲发展中国家近来也有出色表现，如中国和泰国，不过，它们今后面对的挑战是开放产品、劳工和金融市场的同时，应付国内和国外的不平衡发展以及金融业的脆弱性。FACE="宋体">

全面改革的契机

香港美林公司的尼右拉斯&关说，亚洲各虎如果把泰国的危机作为契机进行自己的改革，那么它们将可以重新乐观地面对未来，因为自由的市场、面向出口和比较积极的劳动态度在将来也会带来取得相当高的生产率和经济增长率的机会。他不能想象这些老虎会持久地陷入危机，因为“基础是非常扎实的”；而更有可能的是，新的老虎成长起来，并且（像中国或越南）显得越来越突出。麻省理工学院的吕迪格&多恩布施认为：“较老的老虎的削弱是自然的，年轻的老虎会填补进去。”

东亚奇迹能否重铸？

东亚经济曾经是第三世界经济的楷模，是国内资金缺乏，但又要快速发展经济的国家争相效尤的典范。这次东亚金融危机使国际社会再次对东南亚国家发展的模式进行审视。如何在大量利用外资的条件下，保持国内利率和汇率的稳定是各发展中国家在快速发展本国经济的一个不容逾越的问题。国际舆论认为，不管东南亚金融危机与墨西哥“龙舌兰酒效应”是怎样的不同，亚洲国家在发展经济的时候同样面临着双重困难：在吸引外资的条件下，如何使本国经济保持活跃并维持相对低的利率水平，以及如何提高本国出口产品的国际竞争力。

伦敦独立战略研究所的经济战略专家指出，亚洲经济持续增长的制约要从下列两个方面来看，即出口商品的竞争力和外国资本。亚洲经济增长受到经常项目赤字的制约，也受到肆意挥霍过于低息的资本（特别是外国资本）的惩罚。

对于东南亚国家来说，无论是菲律宾、马来西亚、印度尼西亚，还是缅甸与泰国都存在一个共同点，即为了发展本国经济，为了扶持国内问题成堆的银行，为了弥补国内的贸易逆差，为了扩大投资都必须从国际金融市场融资。然而世界上没有免费的午餐。有一利必有一弊。那些国际金融市场中的投资者或投机者时时在警惕着国内国际的金融形势，稍有不测便会闻风而动，扰乱国内金融市场。

由此看来，东亚奇迹能否继续，命运掌握在自己手里。决解了利用外资和发展经济的矛盾，就为再创奇迹准备了一个必要条件。

亚洲经济罩上了一层阴影

《日本经济新闻》认为：以泰国铢暴跌为开端发生的货币动荡，使开始趋于回升的亚洲经济的前景又出现了不明朗的局面。泰国 14 日大幅度下调了增长率的估计值。此外，香港、新加坡等的出口速度明显放慢。依赖区域内贸易的程度很大，因此一部分国家和地区的经济形势的变化开始使人担心会影响整个亚洲经济的回升。

泰国中央银行 6 月下旬将 1997 年的国内生产总值增长率的估计值从 7.1

%下调到 5.9%，14 日又下调到 4.6%。货币实际贬值造成的汇兑差额损失使国内最大的制造业厂商萨阿姆水泥公司也将面临亏损，总之将大大影响企业的盈利。过去一直存在的房地产泡沫经济发生破裂以后，国内需求出现衰退，1—5 月的汽车销售量比前一年同期下降了 12.5%。

菲律宾的出口形势良好，1 - 3 月的增长率创造了 5% 的纪录，但是与泰国一样，房地产的行情出现了令人不安的形势，再加上为了保护本国货币比索而不得不提高利率，这将直接打击国内经济。当地的证券公司人士说：“高利率政策如果长期坚持下去，势必会对设备投资和企业筹措资金产生影响。”继泰国和菲律宾之后，货币动荡的马来西亚和印度尼西亚，估计今年经济可望增长 8% 左右，但是货币如果继续动荡的话，政府发展经济的计划必然会被打乱。除日本以外的东亚各国的出口额的 38% 和直接投资的 37% 都是面向区域内的；泰国的一位证券分析师说“对区域内依赖程度越来越大。货币动荡对东南亚的其他地区的经济的影响是很大的。”另外，香港和新加坡的货币虽然没有动荡，但是，人们担心会影响出口。占新加坡出口 70% 的是电机和电子仪器，因为需求不旺，进入 1997 年以后，除 4 月以外，出口都比前一年同期有所减少。香港也是如此，1—5 月的出口徘徊不前。由于中国的劳务费提高等原因，把生产据点迁往中国的香港企业的竞争力也受到了影响。

台湾 1 - 3 月的经济增长率是 6.8%，但是，由于发生猪传染病而给有关产业罩上了一层阴影；另外，经济增长率也由 6.28% 下调到 6.24%。中国经济虽然很坚挺，上半年的增长率可望超过 10%。但是，问题仍然堆积如山，例如国有企业的开工率下降等等。

亚洲货币的动荡对日本经济也将产生影响。东亚在日本的出口中占的比率由 1990 年的 30% 增加到了 1995 年的 42%。日本同亚洲经济的关系比以往任何时候都密切。

日本在海外建立的企业多数是从日本购买机器和部件，当地的货币贬值使劳务费增加，进而影响当地法人的盈利。另外，高利率引起市场冷清也是令人担心的因素。现在已经有人担心他说：“如果当地法人的分红减少，就会影响总公司的收入，甚至有的企业没有利润。”

可能会导致通货膨胀

德国《商报》指出，亚洲一些中央银行为支持其货币徒劳地支付了数十亿美元。亚洲相互支持货币的协定已证明是不适用的。

泰国的外债为 900 亿美元，大部分债务是私营部门贷款，在今后 5 年内必须偿还 500 亿美元。但今天泰国就已经不能为一些公债和贷款支付利息，其中包括不能为世界银行的子公司国际金融公司的贷款支付利息。

货币贬值会导致出现一个有力的通货膨胀浪潮。对许多负债累累的亚洲企业来说，贷款的费用还会提高，购买设备和机器将支付更多的钱。消费需求将下降。泰国的经济增长率也许只能达到 1% 至 2%，而不是所计划的 5% 至 6%。在菲律宾可以看到类似的势头。欧美资金正在撤出

日本可收渔翁之利

德意志银行在纽约的资深分析家马克·钱德拉说，许多东南亚国家的货币面临的一个压力，就是必须重新与中国和日本之间建立起竞争势头。中国是一个制造业大国，特别在纺织品方面。中国在制造业方面的生产能力越来越过剩，而制造业也一直是人工费用低的东南亚国家的发展领域。

与此同时，亚洲一些发展中国家正在慢慢进入日本的轨道，它们同日本的贸易日益增加。日本与美国和许多亚洲国家之间出现了大量贸易顺差，虽然随着时间的推移亚洲的这种不平衡现象会渐渐减少。日本很可能将增加在亚洲的投资和扩大对这个地区的出口，而减少对美国市场的依赖。泰国、菲律宾、印度尼西亚，可能还有马来西亚，最近的货币贬值将影响到日本的地地区战略。亚洲地区的货币贬值将加速日本制造商推行其把生产设施迁移到日本以外的战略。今后，日本也许用它与亚洲之间的贸易逆差来抵消它与美国之间的贸易顺差。

美国《华尔街日报》指出，在泰国大多数冒有风险的投资商们并不是把他们的存款投入新兴市场公共基金的那些美国人（比如向墨西哥投资的那些人），而是日本银行。依赖出口的日本（比美国依赖出口的程度要大得多）对让较小的亚洲国家通过货币贬值获得具有竞争力的贸易优势地位感到不安。

在美国的鼓动下，日本似乎不愿在没有国际货币基金组织参与下借钱给泰国。但是日本和国际货币基金组织都想关注这个问题，存在着这样一种可能性，即它们给泰国人钱而不迫使他们进行必要的政策改革。

欧美资金正在撤出

《日本产经新闻》发表文章说，欧洲和美国的基金管理经理们正在将资金撤出亚洲市场，转而投资经济增长潜力比较大的拉丁美洲、东欧和中东。文章说，在过去六个月中，亚洲地区，除了香港和台湾，证券市场一路下跌，而拉丁美洲和东欧市场在此同期间则上升了 20%到 100%。国际资金撤离亚洲，给亚洲经济发展前景蒙上阴影，人们更加担心泰国的经济危机是否会蔓延到周围的国家。英国投资信托基金是亚洲市场的一个主要投资来源，它在今年第一季度对亚洲证券市场的投资只占它总投资的 6.8%，比去年同期下降了 8 个百分点；美国的一家主要投资信托基金在泰国金融危机发生后，也决定减少在亚洲市场的投资比例。到今年四月底，日本投资信托基金对亚洲证券市场的投资未收回的金额达为 34 亿美元，比去年同期减少了 35%；此外，日本大公司虽然没有宣布撤离东南亚，但其投资在短期内会放缓，目前，它们会尽量利用在东南亚的设备。有消息说，日本大公司在东南亚的投资放缓情况，至少会持续一至两年，当东南亚各国恢复货币与经济稳定後，日本大公司才会投入新资金。路透社记者马达夫&雪迪新闻分析：马来西亚经济以超过 8%的速度连续增长了 9 年后，1997 年初它成了一个人见人爱的投资场所，并且有着许多充分的理由市场中的宠儿。作为对国际关注的让步，这个国家将其发展速度从 1995 年达到最高峰的 9.5%放慢至 1996 年的 8.2%，使经常项目赤字从占国内生产总值的 8%以上降至 5%，通货膨胀控制在 4%以下。然而蜜月在第一季度就结束了。外国投资者开始撤退，原因是马来西亚自 3 月份以来采取了一系列不适宜的政策，零吉大幅度贬值以及政府公布的一些令人担忧的经济数据。4 月份开始的外国投资者小型撤退行动变成了名副其实的大规模撤退。马来西亚经济中潜藏着非常严重的问题，在长期快速增长后显示出了不堪重负的迹象。马来西亚正进入一个结构调整阶段。工资的高增长、劳动力短缺以及现在的货币危机正在降低这个经济的竞争力。它攀登技术阶梯的动作不够快。尽管近期没有什么让人担心的问题，并且今年的经济也会以非常强劲的速度继续发展，但是这些问题在今后两年内将会出现。FACE="宋体">

出口将回升

一家公司驻新加坡的东亚地区首席经济师拉里·哈撒韦说：经合组织国家库存和生产方面令人鼓舞的趋势表明，在 1997 年余下的时间里，将形成对亚洲出口的更高需求。尤其是，电子工业周期显得越来越有利。几乎整个东南亚，预料中的出口回升都将使国内生产总值的增长率提高。

最近的货币覆动最终意味着出口竞争力的提高，加上海外需求的增长，将使泰国和菲律宾等国得控制较长时间里的经常帐户赤字。分析家们说，印度尼西亚和马来西亚也是如此，不过程度要低一些。在整个这一地区，货币调整规模是大的的是泰国，超过 20%，其经济困难也最为严重。

泰国在 7 月 2 日铢的浮动后，大多数分析家已经把对今年泰国国内生产总值的预测，从早些时候的平均 5% 以上调到 3% 至 4%。但是，美林投资银行最新的研究报告说，随着铢恢复稳定地位，1998 年，泰国的经济增长率将回升到 6.3%。报告说：“主要动力（来自出口，其后盾是电子工业的周期性回升；货币竞争力稍有提高和工资增长放慢及结构重组。”1996 年新加坡电子工业部门的回升至关重要。非石油产品出口的势头强劲，加上电子工业的回升，将促进总产值的提高。

政府预测 1987 年的国内生产总值将为 5.0% 至 7.0%。但是，分析家们总的来说很乐观，认为实际情况将接近这一范围的较高一端。均预报稳定在 6.8% 左右。新加坡 1996 年国内生产总值的实际增长率是 7.0%。

香港回归后准备给过热的房地产市场降温的措施不大可能对经济增长造成太大影响。对今年生产总值的预测大多为增长五 5% 左右。预计 1998 年将保持这一水平。1996 年，香港本地生产总值实际增长 4.7%。

泰国等国家和地区将付出较高的学费

国际货币基金组织与泰国经济高层官员就振兴泰国经济的计划进行了一系列磋商，最终达成一个计划。8 月 5 日泰国内阁批准的这个振兴经济纲领主要包括下列三个内容：（1）将有分步骤地减少对外贸易的经常项目赤字。泰国的经常项目赤字 1996 年为 180.13 亿美元，占同年国民生产总值的 9.7%，而同比 1995 年是 8.8%。根据这一计划，泰国在 1997 年要实现把经常项目赤字占 GDP 的比重降为 5%，1998 年则为 3%。（2）保持一定的经济增长速度。这一计划将会使泰国的经济增长率在 1997 年和 1998 年保持在 3%—4%。同时国内的通货膨胀率控制在 9% 以内。

为了实现这个经济振兴计划，泰国要进行一系列的经济结构调整。（1）改革金融机构，全面解决金融组织存在的金融资产质量问题。为了配合这一计划，泰国政府中央银行宣布中止 42 家有问题的银行机构，连同 6 月份倒闭的 16 家金融机构，泰国迄今为止共有 58 家金融机构宣布破产。国内只有 15 家银行和 33 家金融担保公司在营业。（2）成立国内金融保险机构，为国内还在正常营业的银行和其他金融机构进行金融保险，以分散金融风险。

（3）削减财政预算，使预算收支平衡。泰国决定 1998 年初步削减 600 亿铢预算。（4）增加财政收入，调高增值税由 7% 提高到 10%。（5）减少政府财下补贴的范围，放开国营服务性公司的价格控制。（6）加强金融监管，控制金融风险，消化有问题的金融公司。

8 月份，国际货币基金组织与日本输出入银行会同亚洲其他国家共同向泰国提供 160 亿美元的国际援助，以帮助它渡过金融危机。现在看来这笔资金并没有立即产生效果，泰国的金融危机并没有停止，它继续对东南亚各国

的金融市场产生影响。香港的股市、外汇市场和马来西亚的零吉继续动荡不安。据目前的资料统计，国际社会向泰国总计 175 亿美元的国际贷款。

毫无疑问，泰国及东南亚国家正在为挽救本国的货币市场和振兴本国的经济而努力，东南亚金融危机迫使他们的盲目的金融自由化政策中断了。他们正在为此付出学费。东南亚十几年所取得的令世人骄傲的“东亚奇迹”正在受到各国专家的质疑。FACE="宋体">

东南亚货币风暴后新加坡复苏将最快

台湾《经济日报》报道金融界看法：金融市场资深人士指出，东南亚各国中新加坡将是最先复苏的地区，其次是印尼，马来西亚的景气接近谷底，泰国恢复所需时间最久。东南亚地区的汇率不稳仍是最大隐忧，仍不应排除该区域货币进一步贬值的可能性，特别是泰铢。东南亚各国汇率遭投机客攻击，使该地区问题丛生的经济情况受到各国注意，国际投资人却仍对此区域的复苏情况信心不足，将东南亚各国列为高风险地区。金融市场资深人士指出，东南亚各国自从 1980 年代中期景气复苏以来，采行不同的政策，使东南亚各国已脱离过去彼此步伐一致的景气循环周期，未来复苏的情况也将彼此各异。资深金融人士指出，十几年来出口成为东南亚各国经济成长的主要动力，各国出口占全球出口比重以新加坡最高，成长幅度也最大，显示新加坡具备较迅速的复苏条件。证券市场资深研究主管指出，新加坡是这一波东南亚金融风暴中货币机制所需调整最少的地区，再加上新加坡的出口极为仰赖电子产业，预料在今年下半年即可受惠于外部需求的改善使经济有效复苏。这位研究主管指出，新加坡的技术升级，使过去因劳力成本低廉，而移至该地生产的高科技产业，如今都因为新加坡的技术导向而留在新加坡发展，新加坡这个从成本导向成功地转移至技术导向的高科技园地，将有助于该地区的经济发展远高于东南亚其他国家。该主管指出，继新加坡之后，印尼可望成为下一个复苏的地区，印尼原本因投资带动的景气上升，将因政治不确定而稍稍减缓。泰国经济元气须较长时间才能恢复。马来西亚已渐结束景气下降的趋势，而菲律宾及泰国需要较长的时间，特别是泰国严重的内部经济问题，元气复苏将耗费一段较长的时间。资深市场人士进一步指出，印尼及菲律宾这两个国家虽因汇率贬值而使出口较具竞争力，但印尼因以纺织类出口品为主，将使此区域备受越南、中国大陆及印度等低成本地区的竞争威胁，复苏过程也将稍有压力，菲律宾则因劳工技术较高，情况稍佳。

美国投资公司高盛最近的一项调查显示，新加坡的银行业在本区域是最坚稳的。该公司是根据 12 个脆弱指标给本区域的银行业打上 0 分，1 分或 2 分，总积分在 0 到 24；0 分最坚稳，24 分则是最脆弱，《亚洲华尔街日报》报道，新加坡银行业在该调查中获得了 7 分，香港则得 8 分。FACE="宋体">

东南亚汇率仍需盯紧美元

约翰霍普金斯大学经济学家汉克认为，马来西亚、印尼、泰国和菲律宾都无法维持住一个自由浮动汇率体制，因为浮动的方向都是向下。尽管不少人对东南亚各国最近采取浮动汇率表示欢迎，但东南亚各国央行应该将货币汇率盯住美元，否则将面临持续性的贬值及高度通货膨胀。其他支持固定汇率的经济专家指出，固定汇率是东南亚经济进步的要素，不应该太快就放弃。雷曼兄弟公司的马斯卡指出，“坦白讲，大部份东南亚国家是还没有准备好进入浮动汇率时代，例如这些国家的央行缺乏维持高利率的自主权，也

就无从保卫币值。但国际货币基金（IMF）年报则显示，十四个月前IMF仅建议香港采取固定汇率，对多数亚洲国家则建议采取较具弹性的汇率机制。

《金融风暴》—中国会受到波及吗？

狼来了

东南亚金融从7月2日由泰国宣布取消与美元挂钩的联系汇率制，改用浮动汇率制开始，至今已有两个多月了。这场来势迅猛的金融危机的直接导火索是国际货币投机商洞悉了泰国经济金融形势的脆弱和内在缺陷，而进行的有预谋的投机的结果。这场金融危机至今还没有结束。它已使东南亚的菲律宾、印度尼西亚、马来西亚等国家的货币大幅下跌，动荡不已。它已使我国的台湾省、韩国、新加坡、日本和中国香港的金融市场受到不同程度的冲击，它的余波还使太平洋西岸的阿根廷的股票市场大幅下跌。

我国金融市场目前尚无受此危机影响的迹象。但是我国的台湾省和香港特别行政区的资本市场和金融市场受到这场金融危机的冲击。香港的外汇市场8月11日起就受到国际投机商的狙击，一些大投机商当时就大手买进港币期货，并抛售现货港币。8月下旬至9月初香港股票市场激烈震荡，有市场人士分析，这波股市行情是受东南亚金融危机的影响。香港财政司司长曾荫权，甚至行政长官董建华等特区高官连续发表谈话，以稳定香港金融货币市场。这足以说明金融危机对香港的金融市场已构成的现实的威胁。

对全球金融市场而言，东南亚金融危机不再是空喊狼来了，而是实实在在的狼来了。它使得每一个国家都必须保持高度警惕，以免城门失火殃及池鱼。

我国传媒已密切关注了这场危机的发生、发展，并介绍了中国及国际上的专家学者对这场金融危机的看法。我国也参与了拯救泰国金融危机的实际行动。这本身就说明，我国的经济生活和金融市场已与世界联系在一起。因此对东南亚金融进行深刻反思，咀嚼其爆发的原因，会对我国金融体制改革和金融监管，防范金融风险不无良益。

人民币不会有事

当外资大量涌入，经济也快速发展的泰马菲印等国家遭遇惨重的货币狙击以致币值狂泻时，许多人都自然地将眼睛盯住了同样是外资大量涌入、经济快速发展的中国。人们的疑问是，中国会是国际炒家的下一块“肥肉”吗。

泰国的货币危机的一个启示就是，警惕大量资金流入房地产和股票市场形成泡沫经济，保证资金和储蓄流入生产性的经济。一发生泡沫就打压下去。一般意义上的通货膨胀必须抑制，股票、房地产价格的膨胀也要抑制。发展中国家发生货币危机都有一个共同的背景，那就是在国际收支表现上，经常项目（包括外贸）出现逆差，而且逆差对国内生产总值的比例过高。往往超过5%的警戒线。泰马菲等国家的共同现象都是经常项目逆差过大。而国内储蓄不足则是造成经常项目逆差的根本原因。储蓄不足，国家为了维持一定的增长速度，就必须利用外资，而大规模利用外资的结果，经常项目逆差对国内生产总值的比例就过高。墨西哥当年这一比例是7.8%。泰国最近爆

发危机前则是 8.2%，都远远超过国际公认的 5%的警戒线。泰国在这种情况下使国际投资者对泰铢缺乏信心，而投机客则找到了下手的机会。东南亚国家的储蓄率固然相当高，但问题是这些国家的投资需求更大。相对来讲，储蓄水平仍然严重不足。不仅如此，泰国过去十余年里，面对源源流入的外资，为了维持稳定的汇率，更要不断买进外币，卖出本币。结果，货币供应严重过量。于是，为了抑制通货膨胀，就提高利率；利率高了，又导致外资流入。恶性循环的结果，银根过松，给泡沫经济创造了条件，也给投机客创造了条件。货币和美元挂钩的许多发展中国家几乎都面对这个窘境。

中国近年则通过“对冲”，例如，收缩银行贷款，防堵了这种危险。中国近年来外贸一直顺差，和其他发展中国家完全不一样。而且，外资源源进入中国，形成经常项目和资本项目都顺差的“双顺差”。外汇储备每年增长二三百亿美元，形成一个强大的支付能力。阻吓了国际投机。你抛（人民币）我就买，谁能来投机。而且，在双顺差的情况下，人民币面对升值压力，而中国人民银行采取措施维持人民币汇率稳定，人民币其实也就低估了。和泰铢完全相反。此外，中国引进的外资和泰国引进的外资在结构上也不一样。泰国开放资本市场，但外资结构非常脆弱，充裕又不受管制的短期外资被大量用来炒房地产，炒股票。一有风吹草动，不仅外商撤退，本国人也抢购外币，就加速了货币体系的崩溃。

中国至今没有开放资本项目下的自由兑换。据人民银行行长戴相龙说，中国目前利用外资 3200 亿美元，其中 2000 亿属于外商投资，1200 亿属于国际融资。但前者有 64%是直接投资，要撤也不容易；后者更是将近 90%的长期贷款。何况，中国外债和国内生产总值比仅仅是 15.5%（1996 年）。反观泰国 46%、菲律宾 54%、印尼 47%、马来西亚 39%、墨西哥 35%都严重得多。

但在这种情况下，是不是国际投机客就一定不会打中国的主意？中国一直在向开放金融市场的方向走，被狙击的可能性最终必然存在。幸亏中国近年整顿金融秩序，使经济“软着陆”，限制了金融机构炒作房地产和股票。中国在实现资本流动自由化方面也采取了非常谨慎的方针，例如，外商就不能随意买到人民币，因此，尽管中国目前是个“债务大国”，外债高达 1160 多亿美元，但是，国际炒家会发觉，他们很难找到办法狙击人民币。

人民币依然坚挺

菲律宾等东南亚各国在这场金融风波中未能幸免于难，主要原因在于它们的经济模式、汇率制度、出口结构等都和泰国相似，同样存在经常项目逆差、出口增长滑坡、外汇储备减少、房地产积压、银行风险积聚等问题，因而较易受到外汇投机商的攻击。

在这场金融动荡中，中国人民币坚挺依旧。专家分析，泰国货币危机不会波及中国。这是因为，中国经济增长适度，物价持续回落，外汇储备充足，外汇管理卓有成效，不存在爆发类似危机的制度性因素。

自 1994 年实行汇率并轨以来，中国出口年年大于进口，外汇储备相当宽裕，今年上半年已达 1200 多亿美元，拥有可靠的、足以让国外投资者放心的对外支付能力。资本的流入流出，中国向来实行严格管理，以套汇套利为目的的短期游资一般不能通过正常途径进入境内。1996 年我国两次下调银行利率，外汇市场并没有因人民币与外币利差缩小而出现资金外逃、汇率波动。去年以来，股市跌跌涨涨颇为热闹，但外汇市场的交易却平平静静，

未见外来游资趋利躁动的迹象。

泰国曾对外资流入房地产业大开方便之门，助长了本国的泡沫经济。在中国，境外投资者涉足房地产业和证券业是受到严格限制的。截至今年6月底，中国实际利用外资1900多亿美元，其中外商直接投资占80%以上。目前，中国外债余额为1163亿美元，数量虽然不少，但是结构上以中长期贷款为主，占80%以上，短期外债仅为10%。这种投资导向和外债结构，减少了大规模国际游资套利投机的可能性。

货币危机发生在近十年经济高速增长、享有亚洲第五小龙之称的泰国，以及同属新兴市场的东南亚地区，引起了人们的深思。借用经济学家的话说，“亚洲经济碰上了高墙”。在这里，高墙指的是，一国在生产力达到一定发展程度之后，需要实现另一次生产方式质的提高，即进行经济结构调整，改革宏观调控机制，提高经济管理水平。

事实上中国不是也处在跳越“高墙”的前沿吗？中国在经济发展中，同样存在或曾经出现投资膨胀、房地产开发过热、低水平重复建设、商品房积压、金融机构贷款回收困难、不良资产上升等问题。近年中国强化资本项目管理，对开放资本市场一直持慎重态度，但是仍无法完全堵住变相、通过非正常渠道流入的短期资金。随着进出口额的增加，对外贸易在国民经济发展中的作用越来越重要；另一方面，中国和世界联系越紧密，越易受国际市场变化的影响。在中国目前的进出口结构中，对外依赖性最强、对需求变动最为敏感的加工贸易占相当比重，难免国际上一有风吹草动，国内市场就出现连锁反应。现在，无论是外汇储备，还是外债规模、实际利用外资金额，中国都居世界前列，专家提醒，在总量增长的同时，更应注意结构优化。近一两年，人民币汇率基本保持在1美元兑8.29元人民币的水平，虽有利于外贸出口，却加大了中央银行控制货币投放的难度。这些矛盾如何协调，潜在风险如何防范？泰国经济由兴至衰的变迁，不能不令我们警醒。显然，加快经济结构调整，促进两个增长方式的转变，是中国经济跨过“高墙”、再上台阶的明智选择。

眼下，泰国正准备利用国际货币基金组织、世界银行以及日本等亚太地区银行的贷款援助，补充外汇储备，稳定汇率和物价。经济界人士认为，实行汇率浮动，将为泰国出口回升带来契机。削减财政预算，改革金融机构，将会挤掉泡沫，健全制度。人们相信，经过这场风波和变革，泰国将会尽快走出困境，进入一个新的经济成长期。FACE="宋体">

中国不可能成为“泰国第二”

美国斯坦福大学经济学家、教授刘遵义认为：尽管泰国金融动荡已经累及其他东南亚国家，但中国不可能成为泰国第二。但随着国家货币较大幅度的贬值，中国出口产品的竞争力可能受到较大影响。

泰币一时之内不可能回升，其地东南亚国家货币也不可能回升太多。所以这些国家出口竞争力会增加，对中国出口竞争力形成压力。中国今年上半年出口增长很多，下半年就不一定，到明年就会慢下来。因为很多中国能做的产品，东南亚一些国家也能做，随着泰币20%左右贬值，产品也将大幅降价，中国需对此有所准备。

泰国金融风波与两年的墨西哥危机十分相似，其发生具有经济上的结构性原因（fundamentals）。泰国的储蓄率低于投资率，近年来经济增长主要依赖外来资本；此外，在外资结构中又倾向于利用流动性较高的短期贷

款和金融投资，直建设资和长期贷款比重较低，加之实行完全自由兑换的货币制度，资金可自由流入流出；加之泰铢升值导致进口入超，且进口品中消费品比重过高，最终导致金融风波爆发。

泰国动荡累及菲律宾、马来西亚、印度尼西亚等国，是由于这些国家在结构上有与泰国相似之处。但刘教授分析说，由于中国储蓄颇高，利用外资的主要部分是直接投资和长期贷款，而且进口商品也相当注重生产资料部分，所以不大可能类似汇率危机。

当记者问及对于中国外汇制度改革看法时，刘遵义教授说，他现在还看不出实行资本项目下自由兑换的好处，中国现在汇率有升值压力，出超也很厉害，加上长期资本继续流入，货币放开合短期内还会有升值压力，对中国并不很有利。中国从 1994 年到现在汇率从 8.7 升到 8.3，实际通货膨胀加起来(accumulate)约有 40%，货币再升值就更有问题了。但贬值也不有利，会引起一些通货膨胀，所以还是维持稳定为好。

泰国风波对香港金融也不会有大的影响，这是因为香港以外汇基金为发行机制，每发行 7.8 港元即有 1 美元储备，具有与泰国不同的货币制度。但他认为，东南亚货币贬值对香港出口产品本来就在中国生产。

东南亚货币危机将影响中国出口

《中国日报》商业周刊发表文章说，中国的出口业将受到目前东南亚的货币危机的严重打击。文章说，由于中国的进出口贸易中有很很大一部分是与亚洲四小龙以及新兴经济体进行的，所以东南亚货币目前的波动，今后将影响中国的贸易平衡。文章援引中国外汇专家陈全赓的观点，泰国铢、马元、菲律宾比索和印尼盾相继贬值，“将加强这些国家的出口商品对中国产品的竞争力”。由东南亚九国组成的亚细安是中国第五大贸易伙伴。中国的证券和债券市场对外国人不开放，所以外国基金无法进入中国的市场。中国金融当局在使人民币可兑换问题上的谨慎立场是正确的，现阶段加强对资本市场的控制也是正确和必要的。目前东南亚货币贬值是由于一些外国基金突然撤出这些国家和一些国际投机者抛售当地的货币引起的，中国的情形与它们完全不同，外国资金进入中国，基本上都是直接投资长线工程项目，中国的外债大多数是中期和长期贷款。虽然东南亚的出口受到影响，但中国今年上半年的贸易顺差上升到 177 亿美元，出口额达到 808 亿 2000 万美元，此外到今年 6 月底，中国的外汇储备达到创记录的 1209 亿美元。

《金融风暴》—香港能经受住考验吗？

投机者不敢贴近港元

在流入东南亚的外国资本中，大多数都投机性地投入债券等利润高但风险大的行业。一旦回报率下降，或有风吹草动，这种投资就会撤出，很容易造成金融市场的动荡。

在东南亚，投机浪潮已迫使几个国家的中央银行松开了固定汇率而允许货币更自由地浮动。

然而，投机者却避开了一个非常明显的目标，那就是港元。自始至终，港元汇价一直维持在额为理想的水平。对于和发生货币危机的几个国家有着千丝万缕联系的“香港来说，这不能不说是一种奇迹。

从某种意义上讲，创造这个奇迹与香港金融管理局行之有效的管理是分不开的。早在 1995 年初墨西哥爆发金融危机时，香港金融市场也曾出现过短暂的波动，但香港金管局及时提高短期流动资金的利率，令投机者不但投机未成，反而遭受重大损失。今年，早在投机潮开始盛行的时候，香港金管局已做好了对付任何挑战的准备。只要出现投机浪潮针对香港而来的任何迹象，隔夜贷款利率就会迅速提高。把利率提高到必要高度的办法保持相对固定的汇率，那么投机商用港元打赌很可能再次遭受重创。果不其然，7 月 24 日，香港金管局再度干预宏融市场，令银行同业息率调高至 7 厘以上。这一措施不仅力保港元汇价强势，而且也是对国际游资炒家发出的一个警讯。

其实，香港作为著名的国际金融中心，近几年面临多次国际金融风暴均能安然度过，是有其更深刻的原因的。

首先，就是香港的经济发展、财政健全。中银集团港澳管理处主任羊子林日的分析指出，近几年香港经济发展情况良好，目的正处于上升期。据预测，今年香港经济增长率将达到 5.5%，而首季的经济增长率已达 6%。展望下半年，投资和消费的需求都将有增无减。货币、币值是经济实力的体现，经济运行良好，货币就稳定。

其次，就是在香港的背后有一个强大的外汇储备作后盾。截至 1997 年 6 月底，香港的外汇储备为 697 亿美元，再加上由香港金融管理局另立帐户管理的土地基金外汇储备，总值达 820 亿美元，由世界的第七位上升至第五位。香港作为特别行政区将继续管理其外汇储备。因此，香港本身完全有资格保卫港元不受投机活动的影响。

与香港的做法有些不同的是，台湾和新加坡并没有利用外储备防止本地区或本国货币的贬值。台湾不仅没有用于涉的办法保持新台币目前的价值，反而为了同东南亚货币贬值保持同步而允许新台币九年来第一次降到 28 元兑换 1 美元的比值之下。新加坡的外汇储备也高达 810 亿美元，它本来也可利用其巨额外汇储备使新加坡根本不下跌，可是也反而允许新加坡元下滑以同邻国保持同步。

港币汇率制经受投机考验

事实上，东南亚货币不稳定也波及到了香港市场。由于港币的投机性抛售，香港证券市场行情 19 日急剧暴跌。预计港币和证券市场不稳的局面将会持续下去。尽管香港金融当局采取了提高短期利率等旨在保护货币的措施，但有人指出，这可能对不动产市场行情产生不良影响，如果今后行情不稳的局面继续下去，就很可能像泰国一样出现泡沫经济崩溃的局面。这将对众多进入香港的日本企业产生巨大影响。

之所以出现对港币的投机性抛售，是因为以泰国铢为首的东南亚货币相继向浮动汇率制转变，在这个过程中，由于港币采用的是联系汇率制，即以美元为汇率基准，从而使港币成为人们投资的焦点。

8 月 15 日开始出现的投机性抛售，是香港回归后出现的第二次投机行为。每当出现这种局面，金融当局都不得不进行大规模的市场干涉。19 日，为了防止出现投机性抛售，金融当局又提高了短期利率，从而使银行间的隔夜贷款利率一时暴涨至年率 20% 的水平。这也是股价急剧下跌的原因。

香港回归后执行的是维持联系汇率制这一基本方针，面对这次的投机性抛售，香港金融当局人士仍然认为：“投机行动必定失败。”因此，港币市

场没有对设定的防卫线——1 美元兑换 7.75 港币进行大的变更，金融界人士中也没有出现要求尽快取消联系汇率制的呼声。

但是有人指出，联系汇率制是一种不得不跟着经济状况不同的美国的金融政策走的制度。它是造成国际竞争力下降和出现通货膨胀的一个因素。随着投机性抛售而出现的高利率可能会使这种矛盾扩大。

有人担心，如果利率上升导致成本增加这种情况对不动产市场行情产生恶劣影响，那么，“为保护货币而付出的代价将会比想象的更高”（外国银行的经济学家语）。

金融界人士认为：“如果泰国铢继续下跌，就很可能导致再度出现对港币的投机性抛售。”因此，货币当局似将面临难以驾驭的局面。

亨达国际金融投资有限公司董事总经理邓予立认为，港元在此次东南亚金融危机只是受到轻微的冲击，是因为香港有强劲的经济基础，丰厚的外汇储备及稳定的政局等因素支持，使港元避过了国际狙击手的进犯；更重要的是香港有联系汇率制度，使港元在东南亚金融危机中表现稳定，大有一支独秀之概。目前，港市美电价的波动幅度在期内是不超过 1%，情况远较泰国铢等要佳，甚至比新加坡元的 6%至 7%的波幅为理想；港市美电价近日的波幅已经收窄，使银行同业的港元长短线拆息自高位回顺下来，可见市况已见稳定；香港的币值在回稳及拆息价调低後，股市所受到的压力也逐步纾缓。经历过东南亚这次金融危机的考验，可见货币的稳定性对一个地方的金融经济具有重大的影响。至於各主要货币，邓予立称它们暂时缺乏方向感，仅日圆有较大的波动。美国经济在通胀受控下，持续复苏。而它与日本仍有贸易矛盾，使美元兑日圆汇率升越 120 关口，相信在破关後可企稳在现水平。预期美元在此盘暂时上落在 120 至 123，中期挑战 127。谈及其他货币走势，邓予立的看法是：英镑单边买卖价 1.57 至 1.62；美元兑德马克汇率将波动在 1.78 至 1.73；美元兑瑞士法郎价大致上落在 1.47 至 1.52；澳洲元单边价则徘徊在 0.725 至 0.74；新西兰元单边价则牛皮在 0.635 至 0.645。

香港在应付金融投机方面积累了经验

香港不仅在赶走 1987 年底大量流入的投机港元升值热钱中积累了一定的经验，而且除了上述与亚洲一些国家央行达成一些联系协议外，又锐意加强货币政策工具的改善，早在 1988 年 7 月 15 日，港府就宣布外汇基金与汇丰银行之间的“新会计安排”（New Accounting Arrangement）。这项新安排的目的，是使政府可通过运用外汇基金对同业市场内资金的来源和价格，产生更有效的影响力，从而帮助它在联系汇率制度的架构内更好地维持汇率稳定。1990 年 3 月中，港府又推出外汇基金票据，藉着票据买卖来进行公开市场活动，以便可以有较多多元化的措施来影响同业市场资金的流量，从而加强对汇价的影响力。多年来香港已逐步建立了一套现代化的、严格规范、法制健全的金融管理体系。特别是于去年 12 月 9 日正式启用的中央即时支付结算系统，使香港金融管理局能立即发现异常的港元抛售，及时查明情况采取措施。而且香港的银行对于贷款审查严格，投机者很难轻易获得大量港元短期贷款。香港有一套稳健的货币制度和行之有效的措施。金融管理局可以通过出售短期借票、抽紧流动资金等措施，来调控利率从而维持港元汇率。香港一贯实行“量入为出，收支平衡”的财政政策，是一个在国际间为数很少的没有外债的地区。据今年 3 月 27 日洛桑国际管理发展研究所发表的竞争力报告，香港连续三年成为世界三大最具竞争力国家或地区。

大中华金融实力作为港币后盾

泰国《曼谷邮报》记者哈维·斯托克温认为，最近几周，投机的浪潮不断冲击泰国铢、菲律宾比索、马来西亚林吉特、印尼盾和新加坡元；可是避开了一个明显的目标：港元。

在东南亚，投机浪潮已迫使中央银行松开了固定汇率而允许货币更自由地浮动。

然而在香港，虽然预料会出现投机浪潮，但是投机浪潮并未到来。

一个原因是香港金融管理局显然已作好了对付任何这种挑战的准备。只要出现投机浪潮针对香港而来的任何迹象，隔夜贷款利率就会迅速提高。如果采用把利率提高到必要高度的办法保持相对固定的汇率，那么投机商用港元打赌很可能遭到重大损失。

在这种金融实力政策背后还有一个鲜为人知的现实：在金融实力对比方面已出现了明显的“地域金融”变化。问题不仅是仅有 600 万人口的香港的外汇储备在全世界占第五位。人们常说的（由大陆和台、港、澳组成的）大中华（经济圈）本身就具备一股翻江倒海的巨浪。据最近得到的数字，大中华（经济圈）的外汇储备不少于 3740 亿美元。

然而，日本的外汇储备仍是世界上最多的，到 1997 年 6 月截止；日本的外汇储备共有 2220 亿美元。

但中国现在居第二位。到 1997 年 7 月截止，中国的外汇储备高达 1210 亿美元。北京在外贸方面采取了重商主义政策，因此，北京在贸易方面出现巨额盈余。尽管中国的人民币还不是自由兑换的货币，但是中国已积累了相当可观的外汇储备。

港元是可以自由兑换的。这块前英国殖民地从未出现过重商主义反应。香港像任何地方一样都是完全开放的。香港事实上经常出现贸易逆差。

香港的外汇储备由第七位跳到第五位（到 1997 年 6 月底已达到 820 亿美元）是由于现在由香港金融管理局另立帐户管理的土地基金外汇储备已加到香港金融管理局所有的 697 亿美元的外币资产上。香港作为特别行政区将继续管理其外汇储备，完全同中国分开。因此香港本身完全有资格保卫港元不受投机活动影响。中国已表示在必要时将帮助保卫港元。中国和香港现在的外汇储备加在一起已达 2000 亿美元以上。这样保卫的理由相当简单：港元的固定汇率基本上是政治汇率。7.8 港元兑换一美元的固定汇率是 1983 年定的，当时人们对浮动范围很广的汇率的信心迅速下降。如果这个固定汇率现在受到投机浪潮的影响，那么人们对香港失去信心的情况可能毁掉香港的繁荣。

与此同时，中国人占多数的另外两个国家和地区合在一起的 1710 亿美元外汇储备又加到“大中华”的 3740 亿美元上。台湾在世界上居第三位，到 1997 年 5 月截止的外汇储备是 900 亿美元，而新加坡有 810 亿美元，新加坡的人口比香港少得多，但外汇储备仅略少于香港的外汇储备。不管人们是以大中华的 3740 亿美元计算，还是以东亚的 5150 亿美元外汇资产（包括日本，但不包括新加坡）计等，这些外汇数字显然表明全球金融实力对比的地域战略力量对比出现了值得注意的倾斜。

到目前为止，香港的证据表明，北京可以利用其外汇储备防止人民币升值。中国目前的目标似乎是力图把人民币同美元的比值保持在 8.29 元兑换一美元。

台湾并没有利用其外汇储备防止新台币贬值。相反，台湾不仅没有用干涉的办法保持新台币目前的价值（台湾要想这样做本来也是轻而易举的），台湾银行当局为了同东南亚货币贬值保持同步反而允许新台币九年来第一次降到 28 元兑换一美元的比值之下。同样，新加坡本来也可能利用其巨额外汇储备使新加坡元根本不下跌，可是也反而允许新加坡元下滑以同邻国保持同步。

因此，虽然从理论上说大中华的巨额外汇储备可能成为所有四种货币增的原因，但是这种情况实际上并未出现。

香港金管局宣称沽空港元者已受挫

香港金管局扬言沽空港元者已受打击。国民西敏银行是香港港元市场的活跃庄家之一。该行外汇资金部董事叶强华在该浪潮后已离职。香港《东方日报》报道，接近该行的消息指出，国民西敏在八月底一役中，现货及期货均有亏蚀，相信此举是叶强华“起身离场”的导火线之一。国民西敏在香港外汇市场的活动，以港元及英镑交易最强。港元货币市场方面，该行与汇丰、大通及瑞士联合银行是香港四间较活跃的港元市场庄家。业内传闻，在八月底一、两个交易天内，该行资金部按市场对价录得的交易损失达 2000 万美元。

香港旅游业倍受冲击

据香港旅游协会日前公布的一份统计资料，7 月份到港游客为 65 万人次，比去年同期下降 35%，其中跌幅最大的游客来源地区是日本和中国内地，分别下跌了 60%和 45%。

应当指出，七月份香港旅游业增长放缓的主要原因是（1）“97”香港回归的过渡宣传以及香港酒店业老板们的短期乘机抬价行为使用不少游客对七月份来港能否住上店以及是否会被入狠宰一刀存有疑虑，因此放缓到港方旅游计划；（2）由于中国内地有关方面在香港回归前后刻意有计划地减少内地居民到港人数，因此 7 月份内地到港旅客大幅下挫四成半。

但是，东南亚金融危机导致东南亚多个国家和地区货币大幅贬值，而港元汇率威然屹立，实际上令港元兑东南亚其他国家和地区货币分别升值一至三成，这样一来不仅会使东南亚国家和地区来港旅客锐减，还会使香港旅游业对货币贬值的东南亚其他国家和地方的竞争力降低，从而分流不少欧美游客，因此从现在起到今年年底，香港旅游业受金融风暴冲击的影响会愈来愈明显。不过，由于占到港整体游客人数有四成来自日本和中国内地，七、八两个月过后会回升，因此整个香港旅游业也不会因金融风暴而大伤原气。香港旅游协会主席罗加瑞也明确表示未来四个月情况会有所改善，力争达到全年增长 5%的预期目标。

香港珠宝出口因祸得福

东南亚金融风暴导致东南亚许多国家和地区货币一贬再贬，人们纷纷购金、银、珠宝保值，因而珠宝需求大增。另一方面，香港在珠宝的设计和制造技术在东南亚明显具有优势，尤其在蓝养珠方面更是占有绝对优势，再加上不少港商已迁厂至中国内地，其生产成本较东南亚其他国家和地区还低，因此今年下半年香港的珠宝出口将因祸得福较上半年有所增长。

港元汇率不会大起大落

国际炒家在泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚以至于新加坡等东南亚国家大肆炒卖，不仅随心所欲地迫使这些国家的货币分别大幅贬值两至

三成不等，而且也企图狙击港元扰乱香港金融市场。然而，这次国际炒家在香港的金融市场却又一次碰了壁。

究其根本原因就在于：首先，香港的经济状况良好，下表是港府 5 月 30 日和 8 月 29 日两次对香港 1997 年经济增长的预测。而且香港回归祖国后，中国的不断深入的经济改革、发展对香港经济的发展起着无法替代的巨大促进作用，这一点对投资者的信心以极大的支持。

表 1 香港 1997 年经济增长预测表指标私人消费政府支出固定资产总额
总出国总进口本地生产总值出口服务甲类消费物价指数 5 月 30 日的预测增长率 (%) 5.5510.37.28.25.57.578 月 29 日的预测增长率 (%) 5.5513.46.88.45.566.5 其次，钉住美元的联系汇率制度和庞大的外汇储备以及比较完善、稳健的金融管理体系也功不可没。香港港元的发行皆有配套的外汇储备，从而使炒家很难有利可图。再加上，香港的金融管理局现时拥有与银行业建立的会计安排、流动资金调节机制、结算所自动转帐系统、债务工具中央结算系统等工具，可以了解及对银行同业市场作有必要的适当调节。换言之，即可以对金融市作有效的监管，使市场在自由及具弹性基础下更顺当地运作。当市场出现异常买卖甚至炒盘时，金融管理局可以利用货币机制打击炒家。这是因为港元的发行数量与流通量均受到联系汇率制度的限制，所以香港金融管理局可充分利用炒家需要借港元才能炒港元的弱点，透过健全的货币机制击退炒家，这在历年来的大小的战役中均已奏效。当然，这次也不例外。著名的国际金融投机专家索罗斯也不得不承认这次东南亚金融市场压力不会动摇港元的地位，而冲击港元的投机者不会因此致富。

事实上自 7 月 2 日爆发泰国危机至今，已两月有余，港元兑美元的比价始终在 7.4 港元兑 1 美元至 7.5 港元兑 1 美元之间小幅波动。可以预见这次东南亚金融风暴将会开始趋缓，因此港元汇率今年内仍然会挺立，不会大起大落。

还是引起了股市暴跌

香港的股市自今年三月由 12000 点不断向上攀升，到 7 月份，达到了 16000 点以上的历史新高。然而纵观香港股市的气氛和股价走势，都是非常不正常的。今年令香港股市交易量大增且股价大幅攀升的动力，并不是上市公司的收益大小、获利能力高低，而是一些与所谓的“中国概念”（包括资产重组、注资、染红等）有关的政经难分、飘乎不定的市场消息。整个市场完全是在炒消息面、情报面，而不是在炒业绩。更有甚者，中国国务院直属机构之一的光大集团属下的光大国际股票的市盈率在香港之样的成熟证券市场居然炒到 3000 倍这样离谱的水平，市场上大手进货的香港股民还是前仆后继。

实际上，到了 8 月初香港股市已经发展到 1929 年全面大股灾前夕，如美国富豪老甘迪所说的那样：股市已疯狂到连马路上扫街的清洁工都可以如专家般地说出一番这支股票为何看好，那支股票为何看淡的大道理的地步。因此，吃饱香港股民血汗钱的中、外股市“大鳄鱼”们抽走资金离场则已是早晚的事情。换言之，香港股市自身已孕育了暴跌的极大风险。

7 月份爆发的泰国金融危机，继而由于多米诺骨牌效应，引发了整个东南亚金融风暴，导致了除香港港元外东南亚各国货币持续贬值。接着，货币受到贬值的东南亚各国政府纷纷进行干预，抽紧银根，立刻给各国在亚洲证券市场各种基金带来日益沉重的赎回压力。一时间整个亚洲证券市场风声

鹤唳，先是泰国、菲律宾、印度尼西亚和马来西亚股市一路狂泻，到八月下旬，香港股市终于顶不住投资基金的赎回压力，沽盘汹涌而出，卖到手软。从而导致了八月底至九月初的香港股市的剧烈动荡，使得有可能晚些时间才能见到的股市暴跌奇观提前降临。无疑，东南亚的金融风暴是其“催产剂”。东南亚金融风暴九月初会开始趋缓，但还没有完，而香港股市自身的下跌动能还未完全释放，因此可以预见香港股市还会随着东南亚金融风暴的动荡而剧烈动荡，而且即使是东南亚金融风暴停息下来，也可能还有下跌空间，估计 12000 点今年恐怕难保。

香港是如何击退金融大鳄的

在泰国、菲律宾、马来西亚和印尼频频得手之后，8 月中旬，国际投机者又乘胜狙击香港，致使港汇、港股和期指剧烈震荡。8 月 20 日，港市恢复平稳。香港人是如何击退投机者的呢？香港有关报纸综述如下：这次国际大鳄狙击港汇、港股、期指手法相当狡猾，招中有招，声东而击西。先在沽空期指、期权方面发难。如果港人信心不足，容易为其汹汹其势而吓倒，追随走势加入沽货行列，则狙击者事半功倍。但香港由官方至民间都齐心协力，共同对抗狙击。

行政会议听取了财政司长汇报市况，从行政长官、财政司长到金管局长都观点一致，认识到狙击行动必须予以重视，指出狙击港元者必定失败。行政机关措施快捷、果断、有力，直接干预市场，监控各方情况。哪里有动静，立即有回击，使投机者知难而退。以行动再一次表明了香港保卫港元联系汇率的决心。而立法机关的成员亦抱支持态度，静待行政机关行动，而不是要求透明度。因为任何谘询和透明度，皆会使反击行动计划泄漏，使行动拖沓而无效率。

香港的投资者基本没有被狙击者吓倒，镇定沉着，静待最佳时机反击。故收回一些失地。如何引导香港投资者看待银行同业拆息升高问题，对于发动民众支持政府保卫港元，保卫股市，十分重要。如果解释得深入细致，港人将会认识到这是短期现象，不会影响香港的最优惠利率。

金管局透过抽紧银根，防止投机者借港元而买美元是必要的。抽紧银根必然要提高金管局对银行贷借的利息，从而扯高同业拆息，迫使银行把多余的头寸交给金管局，让借钱后沽港元买美元的投机者面对坚壁清野之局。同时，金管局也监察各银行贷借情况，对于不听招呼的和仍然借钱给基金佬炒汇的予以警告。这个运作过程必须快如闪电，剑及履及。同业拆息一度扯高至二十厘，但瞬即回落至七、八厘，既有威慑作用，使投机者不敢轻举妄动，同时，也使香港投资者看到长线贷款息口不会上升，并在同业拆息上升时不会惊慌失措，保证联交所交收正常、即时清理账目。

防止烂尾，及时平盘，也提上工作日程。金管局、证监会、联交所都严格执行监管工作，保证市场正常运作。有一定升跌波幅不要紧，最重要是市场机制正常，交收正常，没有呆账、烂账。那么，香港作为金融中心的地位坚如磐石，波动也很快便过去。

香港经历了这次风波的考验，证明港人有能力治港，香港的繁荣稳定是有保障的。当然，经过成功抵御狙击这一役之后，各方面对于国际狙击大鳄的手法也有新的认识，掌握其多元化立体进攻的活动规律，以后便不会担惊。

国际大鳄以基金形式活动，往往选择在长假期前夕，借助国际金融事

件发难，利用香港停市而伦敦股市仍有买卖而沽空造市，使香港投资者无还手之时间；而狙击之前，已经在营造升轨过程中暗中沽出期指，形成造期指“低水”；同时，也使用场外期权合约手法，掩饰其狙击部署，使其狙击来势如骤风暴雨。他们明知港元汇率撼不动，但攻港元汇率乃为引起同业拆息高企效应，从而唬吓香港中小投资者加入抛货行列。佯攻港汇，乃为在炒期指中斩获，同时，也有外资在政权移交前夕大手出货，形成了持货减少之局。但七、八月份的股价上升，使他们大失预算。他们不甘失去实力地位，乃翻云覆雨，全力建议减持港股。作为恒指主要成份股——大笨象急升後又急跌，伦敦市跌势尤急，但周二香港开市则回稳。有人在长假期前大借长线港元造成三至六个月息口上升，外电评论港元汇价偏高。某些外资基金力言港息升高必造成沽售压力。8月19日香港股价跟随伦敦市而急挫，成交额低於8月15日的302亿元，只报287亿元。说明他们惜货，旨在压低大市迫中小户抛货。

就这样，香港打退了以“伦敦股市”作为基地的大鳄的狙击。

香港有办法对付亚洲货币动荡

法国《论坛报》发表文章说，尽管国际货币基金组织采取了支援措施，但自泰国铢7月2日贬值以来席卷东南亚的货币危机仍在继续，也像在其他地方一样，货币波动影响到了香港股市，香港交易所的恒生指数逐渐下跌，为历史上的第五次最强烈下跌。投机者尝试了港元的抵抗能力。港元始终保持着14年前它同美元建立的固定联系，即1美元兑7.8港元的汇率。这一比价使得香港能避开汇率风险而保持繁荣局面。香港货币当局会动用利率武器来抵御投机活动，并会采取新的措施来保护它的货币不受投机活动的袭击。香港拥有两张它的亚洲伙伴所没有的可保护其货币的王牌：一个是达700多亿美元的外汇储备；一个是被服务业所大大控制着的经济。这使得香港的经济界对汇率的变动十分敏感。从理论上来说，香港是有办法来对付这场风潮的。

保持足够储备非常重要

香港行政长官董建华8月25日在会见新闻界人士时说：香港在打击国际炒家冲击港元的活动中已经奏效，国际炒家在汇市投机撤退时，已有所损失。事实说明港元的外汇储备是充足的，继续推行谨慎的理财方针和保持充足的财政储备是非常重要的。九十年代以来，随著资本国际化进程加快，电脑科技的发展和新的金融衍生工具不断涌现，为一些以基金形式运作的热钱提供了金融狙击的可能性。1992年英镑、意大利里拉曾受狙击。当时，英、意央行运用大量外汇储备，但仍无法阻止抛售英镑和里拉的浪潮。结果是两国货币大幅贬值，并不得不退出欧洲汇率机制。1994年墨西哥金融风暴，墨西哥比索也遭狙击，而一度贬值四成。今次东南亚金融风暴之中，泰铢、印尼盾、菲律宾比索、马来西亚元皆受狙击而大幅贬值。某国际炒家主理的基金，七月底截数的纯利增长高达27%。证明狙击手在东南亚货币汇率的急剧波动中，已获取暴利。炒家企图乘胜狙击港元，结果是受损缩手。香港成了东南亚唯一击退国际狙击手的地方。

为何港元能在东南亚地区一枝独秀，能继续保持与美元联系汇率机制的稳定，除了香港经济发展趋势良好及金融监管制度完善之外，最重要的一个原因是，香港的外汇储备高达八百亿美元，实力雄厚，国际炒家狙击港元并非易事。九十年代以来的历次金融风暴，有关国家的货币之所以受狙击

而大幅贬值，其中一个原因是这些国家的外汇储备并不充足到足以应付危机。当狙击手冲击这些国家的汇率时，这些国家的央行无力沽出足够的美元保住本国货币稳定，而眼睁睁看着其民间资金大量沽出而改持美元，造成本国货币汇率急挫，使投机者有机可乘。香港此次能临危不乱击退国际炒家冲击港汇，就是依靠庞大的储备作后盾。特区政府与国际炒家周旋，说到底是财力的对抗。若政府财政储备不足，国际炒家最终会占据金融市场的控制权。但是，由於香港储备雄厚，金融监管制度完善，炒家一旦有动作，特区政府立即明察秋毫迅速反击，使炒家铩羽而归。可见，即使有完善的金融监管制度，还须有真金白银的实力，才能有效捍卫港元稳定。值得注意的是，今次国际炒家是以立体作战手法，全面狙击港汇、港股、期指，声东击西，用最少资金造成最大冲击。国际货币基金组织援助泰铢之後，泰铢仍然止不住下滑趋势，说明炒家对狙击对象绝不手软。港元、港股甚至香港楼市，互相联系紧密。炒家在期指低水，也累及港汇被冲击，只要造成骨牌效应，使 10% 的港元资产（包括港元、港股及物业），加入沽货行列，便将冲垮联系汇率，同时使股市、楼市崩溃。香港此次能临危不乱，成功击退狙击，更启示我们要居安思危。正如曾荫权指出，炒家永远不会消失，他们永远在窥测时机，以求一逞。要能做到居安思危，香港就必须随时保持足够的储备和推行谨慎的理财方针，才能强有力地应付各种突然出现的危机，此次港人之所以不自乱阵脚，不追随炒家制造的走势，把港元资产转存美元和其他外币，全因为港人对港元有信心。而这信心又来源於港元有强大的外汇基金支持其稳定。最近，有人指特区储备太丰厚，须扩大福利，减少税收，还富於民。其实，还富於民的根本途径，应是提高香港的整体竞争力，在水涨船高之中，使市民收入普遍提高，而不是单纯着眼於分薄或分光储备。从居安思危的角度看，本港目前楼价过高，房地产业已占本港 GDP38% 比重。而银行的物业按揭普遍膨胀，接近或突破四成指引上限。这当中潜藏的危机不可忽视，泰国经济危机的原因之一，就是房地产过热引发泡沫经济破灭。因此，单是为化解本港的房屋问题危机，特区政府就拟动用部分储备於十年房屋计划之中。此外，特区还准备在基建和教育方面投入大量资源，以提升香港的竞争力。因此，谨慎理财并随时保持足够的储备，就显得非常重要。

《金融风暴》—东南亚金融危机对世界各国的影响

波及巴西

巴西《阅读》周刊指出，像泰国、印度尼西亚、马来西亚和菲律宾一样，巴西的对外帐目也存在逆差，但是这并不意味着将出现货币动荡。从经济角度看，巴西比泰国、印度尼西亚、马来西亚和菲律宾加在一起都强，但是和它们一样也是新兴国家。因此，当那里发生动荡时，人们就会担心在这里进行的投资。这种心理方面的联系是可以理解的，但没有任何以事实为基础的联系可以说明圣保罗和里约热内卢交易所价格波动的原因。

巴西交易所价格开始下跌是因为大投资者近一个月来一直在出售证券。它们这样做是因为已经挣了很多——从 1 月到 7 月初股市几乎上涨了 90%，在这种时候它们通常结束交易。7 月 11 日，出现了亚洲危机这个因素，更多的人指示他们的经纪人将掌握的证券卖出。

投资于股票的人们的反应，就像是受惊吓后四处乱跑的牛群。14 日，

小投资者开始抽走投资于股票的资金，各银行为了支付这些资金必须将证券卖出。由于证券供应过多，整个一周价格持续下跌。在交易所工作了很长时间的人已多次经历过这种情况。

马特里斯银行指出，并不像许多人担心的那样，雷亚尔并没有贬值。据中央银行统计，资金没有外逃。中央行货币政策主任弗朗西斯科·洛佩斯说：“那是一次简单的获取利润的变动。”在巴西，上市公司股票的平均价值与公司的资产相等。这种比例是相当低的。在阿根廷，股票价值比资产要高90%。在墨西哥，由于发生了一次外国资本的不信任危机，股票价值下降了，但是仍为资产的两倍。美国的这种比例平均为3倍。这就是说，巴西股票的价格还没有达到不现实的水平。相反，专家们认为，从长期看，巴西股票交易价格增长一倍是非常合理的。

这种前景是以一个条件为基础的。如果巴西经济继续保持稳定，那么交易所会继续保持景气。那些衡量巴西的风险和优势的人正是开始从这点观察其它新兴国家发生的情况。尽管这些国家有很大差别，但是进行对比是不可避免的。它们正处于发展进程之中，进口很多，其中很大一部分由外国资本资助。如果外国投资者发现赤字不断增加和没有解决办法的话，他们就会停止向这个国家提供资助，或者从交易所抽走资金，带着挣到的大量美元一走了之。结果是导致货币危机。亚洲国家发生的就是这种情况。

有人认为巴西也面临同样的危险，因为雷亚尔也与美元挂钩，并且对外帐目也是由外国资金提供资助。并非完全如此。泰国、马来西亚、印度尼西亚和菲律宾的危机由来已久。它们的货币贬值和资本外逃仅仅是事态发展的顶点。最近10年，它们的货币保持着过高的市值，扰乱了出口。它们对外赤字的三分之二是靠短期的外国资金资助。

引起亚洲国家危机的还有其它因素。它们组成一个极端依赖日本的地地区集团。到90年代初日元集团都在实现共同繁荣，直至日本进入已持续5年的衰退，日本减少了从邻国的进口和对它们的投资。除此之外，在亚洲虎旁边的中国苏醒了，用更加便宜的产品打击它们的工业和占领它们在世界其它地方的市场。第三个不利因素在银行体系方面。

巴西的情况与此有很大差别。首先，巴西的国际储备保证可以用现金支付一年的进口费用。泰国和印度尼西亚的国际储备仅够支付5个月的进口费用，菲律宾的国际储备仅够用三个半月。巴西的对外帐目赤字约为国内生产总值的4%多一点。泰国的这个比例为8%，菲律宾为5%。不像亚洲国家那样，巴西的出口不是只依靠一种产品，也不是大部分输往一个国家。还有一个为巴西对外帐目赤字提供资助的问题。赤字的三分之二是靠对巴西的外国直接投资弥补的，即用于购买或开设企业，或者购买私有化了的国营企业的资金。只有三分之一是短期资金。亚洲虎的这种比例正好相反。最后，巴西的资助系统是井井有条的，企业没有负债过重的情况。

危及越南

新加坡 BZW 亚洲的区域货币研究主任德斯蒙说：在东南亚地区货币已经基本自由浮动后，越南也需要使它的货币贬值，以扭转目前停滞的局面，并保持经济增长。在东南亚大部分国家货币宣布自由浮动后，越南盾仍然不能自由交易，而且也没有任何迹象显示越南国家银行将使越南盾交易自由化。未经调整的越南盾的币值，将使越南的出口失去竞争力，导致经济增长放缓。过去五年来越南的年平均经济增长为9%。越南政府不放宽管制，也

将使近来滚滚流入的外国投资，减少成“涓涓细流”。保守的估计是外国投资将减少 40%到 50%。在今年三月，越南国家银行宣布将越南盾的浮动幅度放宽到中央汇率的上下 5%，原本的幅度只有 1%。目前越南盾的汇率是 1 万 1680 越南盾兑 1 美元。东南亚国家的货币接二连三地被狙击而贬值，而越南盾目前的币值就相对的太高。这些国家的出口变得更便宜，在这些国家的投资成本也降低了，这对越南造成了两方面的威胁。其他东南亚国家也生产越南所出口的产品，越南也在和这些国家竞争，争取更多的外来投资。河内渣打银行分行财政部主任麦林说，“越南政府给出口优先地位，我们认为越南盾的汇率能保持在这么高的水平”。贬值的压力，也来自越南的经常性项目赤字。估计其赤字占越南国民生产总值的 16%左右，由于今年上半年外国投资下降了 20%，而且外国援助金也减少，越南的赤字预计会增加。

越南的出口成长出现了下降的趋势，今年首七个月越南的出口增长 25.2%，达 48 亿 4000 万美元，增长速度比上半年的 30%低。而贬值也会给越南带来负面的影响。越南的 10 亿美元的外债将相对升值，而在越南的公司以盾计算的盈利将会贬值，目前已经达 3%的通膨也可能上升。越南盾的贬值也将使越南人增加对美元的持有率，美元将成为主导货币，而越南盾则会失去在金融政策中的影响力。

当地的银行家预料浮动的顶限可能会在 5 - 10%之间，而不是 10 - 20%。外国银行家估计越南的外汇储备大约在 13 亿美元左右，大约可支持越南八个月的进口。

震荡南韩

自 7 月初多数东南亚货币先后大幅贬值以来，韩元对美元的比价只跌了 0.5%。但汉城和新加坡的金融市场分析人士认为，韩国存在经常项目逆差大，经济基础不强等问题。自韩国韩宝集团今年 1 月份宣告破产至今，韩国已有多家大企业金融状况不佳，有的破产倒闭，有的经营艰难，这些问题若拖而不决，将会成为引发货币危机的温床。韩元对美元的比价在 8 月 17 日跌到 901 比 1，是 1990 年 3 月韩元采取与几种主要货币挂钩的新联系汇率制以来的最低汇价；8 月 19 日跌至 7 年来最低；26 日对美元的比价曾一度跌至 909.52 比 1 的历史低点，经韩国中央银行干预，收市回升到 900.5 比 1；27 日韩元对美元的收市价为 900.80 比 1。外汇市场人士担心，韩元有可能成为国际货币炒家的下一个炒作目标。但也有人认为，韩国的情况与东南亚国家不同。韩元在国际上并不是完全可兑换，这将给外来的投机炒作带来困难，因此，韩元的下跌，主要可以还是国内因素推动。

韩国金融存在问题已是不容回避的事实。8 月 21 日，韩国排名第 24 位的獬豸集团又因旗下的 3 家子公司未能偿付 152 亿韩元的公司本票而亮起破产红灯，22 日其主要债权银行同意向集团提供高额紧急贷款，才使之暂时逃过破产厄运。专家指出，獬豸集团的财务危机是因过度投资电器部门所致，这与前不久告急的起亚集团因过份投资汽车业而遭遇的困境如出一辙。分析人士大多认为，今年以来韩国大企业频频出现的破产消息已使韩国金融市场及债信受到不小的创伤，可能再难承受另一起大企业集团破产的重负。

动荡全球金融市场

美国《国际先驱论坛报》称：亚洲金融形势动荡使人们担心蔓延到其

他地方的市场。

美国财政部和国际货币基金组织由于新兴市场的金融形势动荡而处于高度警惕状态。这种动荡使得从亚洲到拉丁美洲和东欧的货币与证券价值纷纷下降。

这种不稳定的局面使国际货币基金组织和美国政府官员感到不安。他们对 1994 - 1995 年的比索危机记忆犹新。那场危机使墨西哥出现严重衰退并震动了整个金融市场。在发展中国家，官员们担心的是，即使目前的动荡没有使经济陷入全面衰退，也可能使世界上某些最富有活力的经济的增长速度放慢，而它们都是美国出口商品的主要市场。

克林顿政府的一位高级官员说：“我们当然和国际货币基金组织保持着密切联系，它们当然也与受到影响的国家保持着密切接触。”国际货币基金组织政策和研究部负责人杰克·布尔曼说：“对这个问题我们的确是认真看待的。我们对个别国家表示关切，也对可能开始出现从一个市场蔓延到另一个市场的某种现象感到不安。”布尔曼强调说，这次的情况与墨西哥危机在若干主要方面有所不同。一些民间经济学家也持有同样看法。布尔曼说，虽然受影响的东南亚国家最近可能像当时的墨西哥一样依赖短期外国资金的流入，但是由于它们基础好，政策健全，包括储蓄率高、预算平衡和控制通货膨胀的措施有效，因此“它们最终将会取得引人注目的成绩”。

然而，这次动荡以严酷的事实表明，在资金流动电子化时代，由于一国市场价格下跌，促使投机家在一些表面上情况相似的国家抛售大量证券，因此，这种“传染性效应”会非常迅速地显示出来。

可能对美国经济产生不利影响

美联社一专家认为，发展中国家的金融困难以及混乱的蔓延，会对美国构成威胁。

一场金融混乱正在发展中国家蔓延。它早先在东欧作了停留，在东南亚逗留了一阵又降落在拉丁美洲。它引起货币贬值并搅乱了股票市场。由于美国经济迅速发展，华尔街一片欢乐，人们几乎没有注意到它。”迄今为止，这场金融混乱一直比较孤立，没有造成“龙舌兰酒效应”——这个词指的是 1994 - 1995 年墨西哥金融危机所造成的毁灭性影响。那场危机给世界各地带来了冲击波。华盛顿急忙向这个邻国提供了强有力的一揽子援助，以抑制可能引发的更严重后果。

发展中国家的金融困难——有的已积累了一年多——在今年春天进一步加剧。

这场混乱本周初从东南亚发展到巴西，然后又发展到波兰和希腊。在过去的一周，对于巴西货币雷亚尔会贬值的担心，使拉美最大的股票交易所——圣保罗股票交易所的指数下跌了 15%，这相当于道—琼斯工业股票平均价格指数下跌 1200 点。

这场金融动荡中可能潜伏着对充满生机的美国经济的威胁，尤其是如果它继续蔓延的话。

俄亥俄州哥伦布第一银行投资顾问公司首席经济学家安东尼·陈说：“如果再发生多次这样的动荡，就会给全球带来更多的不稳定，这时任何国家的经济都没有好处。”但他认为，发展中国家的困难还没有达到这种程度。

发展中国家出现这场混乱的部分原因是它们的债务和贸易逆差在激增。这最终将阻碍它们不久前仍快速发展的经济，从而有可能影响美国对这

些国家商品和服务的输出。货币贬值可能有助于这些国家向国外销售更多产品，但同时使美国产品的价格大大提高，尤其是在美元日益坚挺的时候。

马萨诸塞州列克星敦数据—麦格劳—希尔公司研究金融的高级经济学家辛西娅·拉塔说：“这是美国经济面临的主要危险。我认为这些国家都不需要美国提供墨西哥式的紧急财政援助。”旧金山市查尔斯—施瓦布投资管理公司的副总经理辛西娅·刘说，尽管出现了金融恐慌，但她没有看到投资者急切地把钱撤出专门进行广泛的国外投资的互助基金。她说，许多人对亚洲持谨慎态度。但她同时认为，这场混乱“正给投资于新兴市场带来很不稳定的因素”。

这场金融动荡之所以没有引起广泛的恐惧气氛，一个重要原因是人们仍然认为，动荡相对局限于直接受影响的国家。德国摩根—格伦费尔银行高级货币战略家马克·钱德勒说：“市场更成熟了。”他说，人们认识到，发展中国家是多种多样的，“其中一个打喷嚏并不意味着其他的就会感冒”。

美国副国务卿艾森施塔特说，东南亚是美国全球第 4 大贸易伙伴，公元 2000 年时，将会提升至第 3 位，美国有 70 万个就业机会，直接与东南亚的双边贸易有关系，有鉴于此，美国与东南亚国家的贸易，已日益占重要的地位。无论是以美国或东南亚国家的观点看待问题，彼此唇齿相依，货币任何剧烈的波动，都对大家无益处。

美元将受益

巴黎荷兰银行在纽约的货币专家林奇说，美元将从这场动荡中直接受益，这不仅因为它将吸引想在这场暴风雨中寻找安全岛的资本，而且还因为亚洲国家的政府、公司和投资商必须通过购买美元和日元而抛出贬值的货币。

《金融风暴》—1997 年世界经济的趋势与特点

保持较强的增长势头

1996 年世界经济平稳发展、运行良好，总体形势好于 1995 年。预计 1997 年将保持较强增长势头。据国际货币基金组织预测，1996 年年世界经济增长率为 3.8%，高于 1995 年增长 3.5% 的水平。1997 年世界经济增长率可达 4.1%。

国际货币基金组织统计和预测，1995、1996 和 1997 年，发达国家经济增长率分别为 2.1%，2.3% 和 2.5%。美国经济实力回升和竞争力不断提高，引起国际社会的关注。从 1993 年到 1996 年，美国经济持续 4 年增长，年均增长率达 2.6%；失业率从 1993 年 1 月的 7.1% 降至 1996 年 9 月的 5.2%，4 年来增加了 1070 万个就业岗位；联邦财政赤字从 1992 年度的 2904 亿美元降至 1996 年度的 1090 亿美元，4 年来减少 63%；劳动生产率（非农业部门）从 1993 年的 0.2% 提后到 1996 年上半年的 0.9%；出口大幅度增加，1993 年增长 3.7%，1995 年增长 14.6%，1996 年头 7 个月增长 7.8%；通货膨胀率继续控制在 3% 以下的低水平。预计 1996 年美国经济增长率可达 2.6%，高于 1995 年 2% 的增长水平。

美国将发挥重要作用

美国从 80 年代初开始的经济政策大调整已见成效，并继续发挥积极作

用，主要表现在：摆脱了“滞胀”困境，走上了低通货膨胀条件下的经济持续增长；从后工业社会迈向信息社会；在全球竞争力提高，美国已连续三年成为世界竞争力最强的国家。美国经济中仍面临平衡预算、社会福利机制和外贸逆差等问题。但是，美国经济持续增长的趋势不会很快逆转，美国经济实力和地位正在回升和提高。不少人预测，美国将对国际经济和国际市场的发展作出重要贡献。

欧共体的经济增长 将放缓

欧盟 15 国经济平均增长率将从 1995 年的 2.5% 降至 1996 年的 1.6%。欧盟经济增长速度突然放慢的主要原因，是欧盟国家采取紧缩财政政策造成的。欧盟国家已达成一致，决定欧洲统一货币自 1999 年 1 月 1 日如期实施。欧盟国家为了按时“达标”。争取第一批进入欧洲经济和货币联盟、实行欧洲单一货币，相继采取财政紧缩政策。欧盟多数成员国存在高财政赤字、高社会福利和高失业率、产业结构、产品竞争力不及美国和日本。采取紧缩财政政策对欧盟经济造成冲击。但是，欧盟各国经济趋同的努力将促进欧盟经济增长，从长远看利大于弊。欧盟委员会认为，欧盟多数成员国已作出了“惊人的努力”，尤其是减少财政赤字。欧盟经济一体化出现了令人鼓舞的进展。欧盟委员会预测，1997 年和 1998 年欧盟国家经济平均增长率可分别达到 2.3% 和 2.8%。明显高于 1996 年的增长水平。

日本经济尚在调整

从 1991 年到 1995 年，日本经济年均增长率为 0.6%，在发达国家中是最 低的。国际货币基金组织预测，1996 年日本经济增长率为 3.5%，但一些经济学家认为，达不到这样高的增长水平。政府采取的景气对策，力度较强，但收效不大。主要原因是日本经济受到诸多因素的制约，如泡沫经济破灭的冲击、日元大幅度升值的影响、国内地震等突发问题造成的损失，最根本原因是日本式体制已陷入疲惫状态，日本经济正处在大调整时期。预计 1997 年日本经济增长率也不会很高。国际社会关注的不是日本经济近期增长速度，而是日本向何处去。日本从 1968 年明治维新到 1997 年前后仅用 40 年左右时间就完成了西欧经历的 200 年完成资本原始积累和产业革命的两个过程。二战后，日本是在一片废墟上重建经济的，日本经济从 1956 年起飞，到 90 年代初，用不到 40 年时间又重新崛起，成为仅次于美国的世界第二经济大国。种种迹象表明，经过调整后，日本经济将进入第三个增长期，特别是日本从经济大国走向政治大国和军事大国后将奉行什么样的对外政策，这是国际社会都在研究的一个重大问题。

发展中国家增长率仍然高

国际货币基金组织统计和预测，1995、1996 和 1997 年发展中国家经济增长率分别为 5.9%、6.3% 和 6.2%。明显高于发达国家的经济增长水平。发展中国家的对外贸易迅速发展，总体实力地位上升。拉美经济曾经历 80 年代“失去的 10 年”，进入 90 年代后又受到短期资本（“飞燕式”资本）大进大出的影响。联合国拉美经济委员会预测。1996 年拉美经济增长率可达 3% 左右，大大高于 1995 年 0.6% 的增长水平。拉美经济在经历 1994 年底墨西哥金融危机的冲击后，已恢复正常发展。拉美自然资源丰富、市场潜力巨大。未来 10 年可能是拉美“有希望的 10 年”。发达国家都在扩大同拉美国家的合作、开拓拉美市场。日本认为“掌握 21 世纪地球发展关键的是南美各国”，并正在强化对抗美的经济外交。拉美经济不稳定因素之一仍是

外债问题。1996年拉美外债总额将高达6220亿美元，比1995年增加6%，这是需要拉美国家和国际社会认真解决的一个问题。

曾是多灾多难的非洲大陆，经济形势已开始好转，1996年和1997年非洲经济增长率都将达到5%，高于1995年3%的增长水平。这个经济落后、但资源丰富的大陆重新引起西方国家的重视。美国官方宣：“现在是美国同欧亚争夺地球上这个尚未开发的最后一个市场的时候了。”1996年初，克林顿政府提出了“对非洲国家贸易及开发的综合政策”，通过“商业外交”改变其在非洲市场占有率不足10%的落后局面。非洲经济能否持续发展，关键是非洲大陆能否保持稳定和加强合作，48个最不发达国家的经济起色不大。这些国家的人口已超过5.7亿，人均国民生产总值300多美元，它们的对外贸易在世界贸易总额中所占比重已从20年前的0.8%降至目前的0.4%。国际社会有责任支持它们应付挑战和发展经济。

亚洲经济增长速度在放慢

在发展中国家，亚洲经济增长速度在放慢，引人注目。1994、1995年亚洲经济增长率仍分别达到9.1%和8.6%。但是，1996年和1997年亚洲经济增长率将分别降至8%和7.5%。亚洲经济速度放慢主要是由于东亚经济增长减速。自70年代以来，东亚一直是世界上经济最活跃、增长最快的地区。东亚产值已占世界总产值的25%，东亚已成为世界上最大的贸易和投资市场之一。东亚发展中国家和地区，1995年经济增长率仍高达8.5%，但是，1996年经济增长率将降至8%。1997年有可能进一步放慢。东亚经济增长放慢的外部原因是国际市场上半导体、计算机和其他电子产品需求变动，受此影响新加坡经济增长率将从1995年的8.8%降至1996年的5.9%。随着电子产品需求回升，1997年新加坡经济增长率可达7.3%。但是，东亚经济增长减速的主要原因是经济政策调整所致。东亚经济持续高速增长，一方面是经济规模正在迅速扩大，另一方面也积累不少问题，如基础设施滞后、通货膨胀压力增大。中国、韩国和东南亚国家相继调整政策，转变经济增长方式，把增长速度同质量、效益统一起来，加强基础设施建设，重视保护环境，实现低通货膨胀条件下的经济持续增长。东亚经济增长速度放慢正是东亚经济走向成熟的标志。但是，东亚经济增长率仍将大大高于其他地区。

俄罗斯经济仍难走出谷底

经济转轨国家中大多数国家经济形势继续好转。1995年这些国家经济下降1.3%，1996年将增长0.4%，1997年经济增长率可达4%。预期俄罗斯经济走出谷底的目标没有实现。国际货币基金组织预测，俄罗斯经济在1995年下降4%的基础上，1996年仍将下降1.3%。俄罗斯经济仍处在困境中的原因是多方面的：经济体制的弊端尚未解决；经济结构不仅没有变化，而是更加畸形，越来越依赖出口资源，进口制成品和消费品；在经济转轨过程中宏观管理不力，实行过度的紧缩政策和提高利率，影响了企业投资，三角债大幅度增加；对西方国家援助的期望过高，很多要求和安排落空；政局动荡的冲击。但俄罗斯的自然资源丰富，科学技术具有优势，有一定的经济基础。如果政府采取有效的宏观政策、政局和社会继续稳定，俄罗斯经济恢复和发展的潜力不可低估。东欧和独联体其他国家经济将继续改善。

世界形势总趋势是走向缓和，世界经济全球化、区域集团化、信息化和有序的贸易自由化等进程都在加快，这些变化对世界和各国经济发展有利也有弊，但利大于弊；是难得的机遇，也是严峻挑战。总体上看，世界政治

和经济形势出现的上述特点、变化和趋势有利于世界和各国经济发展。不仅 1997 年世界经济将持续增长，而且很多迹象预示，世界经济正在进入一个新的增长期。

《金融风暴》—当今世界的货币制度和金融市场

国际货币体系的演变

国际货币体系，是指各国政府为适应对外经济关系的需要，对货币兑换、国际收支的安排、调节等所确定的原则，以及为此建立的组织形式的总称。主要内容有：各国货币比价的确定依据，包括比价的波动界限、调整幅度；各国货币的可兑换性，对国际支付所采取的措施；国际储备资产的确定和供应方式；国际金融事务的协调、磋商和有关管理工作；国际收支的调节方式，包括逆差和顺差国所承担的责任。

自二战后至今，共建立了两个国际货币体系：布雷顿森林体系和牙买加体系。布雷顿森林国际货币体系是 1944 年建立的。该体系对于二战后国际经济的恢复和发展起到了一定的促进作用。但进入 60 年代后期，其矛盾开始暴露，金融危机开始产生，到了 70 年代已是危机四伏，于是牙买加体系取代了布雷顿森林体系。牙买加体系最终确立了浮动汇率制度，虽然和布雷顿森林体系相比，该体系克服了其矛盾和问题，但也有自身无法克服的缺陷。例如，自从浮动汇率实行后，西方外汇市场货币汇价波动频繁，价格起伏不断，股票证券行市不稳，1974—1975 年和 1982 年曾出现西方银行倒闭风潮，1989 年出现震惊世界的“黑色星期一”。因此，国际货币制度的改革，一直是国际金融领域讨论的热点问题。

布雷顿森林体系

布雷顿森林体系实际上是美元充当国际货币，发挥国际货币和职能，同时，由于美元在一定的条件下可以兑换黄金，故也是一种金汇兑本位。美国承担各国政府或其中央银行按一盎司黄金等于 35 美元的官价兑换黄金的义务。会员国货币与美元的汇率是固定的，其汇率由货币含金量来决定，波动不超过 1%。在成员国国际收支出现严重不平衡时，可以申请升值或贬值，经国际货币基金组织同意进行调整。在这一制度下，调节国际收支不平衡的方法有两个：一是通过国际货币基金组织调节；二是通过汇率调节。但这两个方法都有很难采用。因此，在布雷顿森林体系下，维持外部平衡主要通过牺牲内部平衡来实现。该体系的最大问题在于美元和其他货币的不平等地位，而这种不平等地位又要靠所有成员国来维持。美国的国际地位一旦稍有变动，这个体系便会出现很多矛盾而难以维持。

50 年代至 60 年代上半期，布雷顿森林体系运行良好，汇率很少有波动，尤其是美元、英镑、法郎、马克及日元，这些主要货币的汇率比较稳定。各国考虑到政治及经济代价，以及货币之间的依赖性，都把汇率调整作为万不得已的最后调节手段。例如 1964 年英国在面临严重国际收支逆差的情况下，采取的是内部调节手段，即紧缩政策。然而美元危机却是布雷顿森林体系无法解决的问题。1950—1971 年，美国的国际收支除 1957 年以外一直是逆差，而另一方面，外因持有美元资产持续增加，这样，美国的国际收支逆差给国际货币体系提供了持续增加的额外的清偿能力，从而损害了人们对美

元汇率稳定性的信心。因此在进入 70 年代以后，美元一再贬值，各国货币纷纷浮动。欧共体联合浮动，日元单独浮动，众多的发展中国家或盯住美元，或盯住英镑、法郎，或盯住特加紧提款权而浮动。国际货币制度摆脱布雷顿森林体系最终进入有管理的浮动汇率制度---牙买加体系。

牙买加体系

国际货币基金组织于 1972 年 7 月成立一个专门委员会，具体研究国际货币制度的改革问题，由 11 个主要工业国家和 9 个发展中国家共同组成。委员会于 1974 的 6 月提出一份“国际货币体系改革纲要”，对黄金、汇率、储备资产、国际收支调节等问题提出了一些原则性的建议，为以后的货币改革奠定了基础。1976 年 1 月在牙买加的首都有金斯敦举行会议，讨论国际货币基金协定的条款，经过激烈的争论，签定了著名的牙买加协定。牙买加协定的主要内容是：增加国际货币基金组织成员国的基金份额；成员国可暂时自行决定汇率制度；废除黄金官价，使特别提款权逐步代替黄金作为主要储备资产；扩大对发展中国家的资金融通。牙买加体系的主要特征是：浮动汇率制度的广泛实行，这使各国政府有了解决国际收支不平衡的重要手段，即汇率变动手段；各国采取不同的浮动形式，欧共体实质上是联合浮动，日元是单独浮动，还有众多的国家是盯住浮动，这使国际货币体系变得复杂而难以控制；各国央行对汇率实行干预制度；特别提款权作为国际储备资产和记帐单位的作用大大加强；美元仍然是重要的国际储备资产，而黄金作为储备资产的作用大大削减，各国货币价值也基本上与黄金脱钩。

如果说在布雷顿森林体系下，国际金融危机是偶然的、局部的，那么，在牙买加体系下，国际金融危机就成为经常的、全面的和影响深远的。1973 年浮动汇率普遍实行后，西方外汇市场货币汇价的波动、金价的起伏经常发生，小危机不断，大危机时有发生。1978 年 10 月，美元对其它主要西方货币汇价跌至历史最低点，引起整个西方货币金融市场的动荡。这就是著名的 1977 年—1978 年西方货币危机。

由于金本位与金汇兑本位制的瓦解，信用货币无论在种类上、金额上都大大增加。信用货币占西方各通货流通量的 90%以上，各种形式的支票、支付凭证、信用卡等到种类繁多，现金在某些国家的通货中只占百分之几。货币供应量和存放款的增长大大高于工业生产增长速度，而且国民经济的发展对信用的依赖越来越深。总之，现有的国际货币体系被人们普遍认为是一种过渡性的不健全的体系，需要进行彻底的改革。

国际货币体系的现状

目前，世界运行的国际货币制度主要有这样一些特征：国际储备资产多样化，普遍实行有管理的浮动汇率制度，区域性的货币集团纷纷建立。

美元仍然是国际储备资产的重要组成部分，全世界约有三分之二的国家和地区其货币与美元挂钩，属于美元区，因此是主要的国际储备资产；但西德马克、法国法郎、瑞士法郎和日元也成为重要的储备货币，而且它们的作用还在不断加强；黄金的作用还没有消失，仍然是重要的储备资产之一。这种多元化的储备资产结构具有潜在的不稳定性，因为软通货和硬通货经常发生变化，外汇储备就不断比一种货币转向另一种货币，从而造成外汇市场的动荡。

尽管不少人怀念固定汇率制度，国际基金组织也规定，只要有全体会员国的 85%同意，就可以回到固定汇率制，但由于目前各国通货膨胀率不同，

国际收支严重失调，大量国际游资移动等因素的影响，真下稳定汇率是不可能的。所以人们预测目前这种管理浮动汇率有长期化趋势。

战后的国际金融关系，一方面是矛盾日益尖锐复杂，另一方面是合作日益兴旺发达。在货币领域，不但表现为货币危机频繁暴发，也表现为货币集团纷纷建立。1979年3月，由欧共体成员国组成的欧洲货币体系正式成立，随着欧洲经济一体化的发展，欧洲货币一体化的进程也十分迅速。1993年11月，欧共体12国两年前在马斯特里赫特城签署的“欧洲联盟条约”正式生效，宣布经济货币联盟将按规定日期于1994年1月进入第二阶段，即创建欧洲中央银行的雏形，欧洲货币机构，并最迟于1999年进入第三阶段即建立统一的欧洲货币。欧共体成员国已通过取消外汇管制，加强财政、货币金融政策的协调一致，如期进入第二阶段。此外，非洲、中东、拉美等地区的发展中国家，从60年代开始也积极推进经济一体化，并取得了相当的效果。近年来，北美自由贸易区、东盟经济一体化也在加紧建设。

在这次东南亚金融风暴爆发之前，东南亚大部分国家和地区属于美元圈，皆以不同的形式采取钉住“通货蓝”与美元挂钩的汇率制度，所谓钉住特定货“通货蓝”汇率制是指事先选定一个世界性储备货币，确定本国货币与该选定货币的一个固定汇率和一个合适的比较小浮动范围，然后盯住该选定货币，让本国货币在规定的较小浮动范围内“随之沉浮”。比如泰国和香港系采用钉住美元联系汇率制度，印尼、马来西亚及菲律宾等国名义上采用浮动汇率制度，但央行进行高度干预实际上采用钉住美元的联系汇率制度。但当美元在全世界泛滥的时候也可能淹没这些国家自己的经济。因为这个地区的中央银行无力制止这个进程，要想保持他们自己货币同美元的比值，他们必须继续收购美元。东南亚各国家货币为什么会与美元挂钩，据说是按照国际货币基金会的指示进行和尾随的。

1997年七国首脑会议关注全球金融市场问题

1997年6月21日在美国丹佛市的公共图书馆里，以美国为首的西方七国首脑就人类即将迈入21世纪所面临的全球经济问题进行了讨论，各国领导人取得了较为一致的看法，会后发表了题为《面对全球经济和金融挑战》的声明。声明认为世界经济的全球化为各国经济的发展提供了机遇，同时各国也在经济金融和其他方面面临着挑战。声明特别强调要加强金融市场的监管和立法，以保持全球金融市场的稳定。

七国首脑还批准了七国财长就促进金融市场的稳定向首脑会议提出的最后报告。这份报告回顾了里昂会议以来在加强金融市场的监管方面所取得的成绩。报告要求各国金融监管机构与国际金融机构之间在监管活动和信息共享方面进一步加强合作。

美国财政部副部长劳伦斯·萨默斯（LAWRENCE & SUMMERS）在丹佛高峰会议召开前一个多星期，就金融全球化发展及全球金融稳定问题在美国国际经济学院（INSTITUTE FOR INTERNATIONAL ECONOMICS）发表了演讲。萨默斯在演讲中充分阐述了世界金融全球化发展趋势，特别是发展中国家的新兴金融市场的惊人发展，加大了全球金融危机的潜在因素，全球金融的动荡及其传染速度都在加剧。

萨默斯的演讲反映了美国经济金融界对全球金融危机的忧虑。丹佛首脑会议在21日发表的经济金融声明和批准的促进金融市场稳定发展的最后报告同样反映了对全球金融危机的警惕和担忧。萨默斯的演讲可以使我们更

深刻地洞悉美国及其西方盟国在全球金融一体化方面的基本立场以及深层次渊源。

发展中国家接受外国直接投资的能力增强

全球经济一体化推动了国际金融、国际贸易，国际投资向一体化方向发展。反过来，金融贸易投资的国际流动促进了世界经济增长的良性循环。在全球直接投资持续增长时，发展中国家接受外国直接投资的能力和向外投资的能力得到加强。

国际间的直接投资 20 年来从微不足道的 250 亿美元上升到 1996 年的 3500 亿美元。据联合国贸易与发展会议最近发表的统计资料明显显示，在全球经济一体化的推动下，1996 年全球外国直接投资呈现跨国资本投资双向交叉发展。同年发展中国家输入的外国直接投资协议金额为 2080 亿美元，实际金额为 1290 亿美元，比一年发展中国家实际吸收外国资本直接投资增长 30%。发展中国家作为全球投资资本和金融资本的接受者，在外国的投资也呈持续增长趋势，这一数字 1996 年达到 510 亿美元，占同年外国直接投资总额的 15%，比上年发展中国家向发达国家投资增长近 35%。

迅速成长的全球金融市场

在过去的 15 年里，国际金融市场有了惊人发展。金融管制的解除及其金融业务的融合，新的信息传输技术的发明，金融工具的不断创新，这一切使全球成为一个金融市场。资本市场的资本流量每日超过 1 万亿。资本的流动速度和金融市场的价格传播速度大大加快，金融市场也更加一体化和复杂化。一些金融产品如金融期货、期权、利率、货币掉期在金融市场中变得愈来愈重要，已成为金融市场交易中的一条牢固的链条。多数金融市场中的大金融机构都以全球业务为基础。银行业和证券业的分界已越来越模糊不清了。全球是一个金融市场。越来越多的国家的投资者、融资者和金融机构参加到这个金融市场中来。

新兴金融市场的惊人发展主要有以下几个方面：去年 2500 多亿美元的私人资本通过直接投资、证券投资和银行贷款的方式流入了新兴市场，而 1986 年这个数字才 250 亿美元。不久以前，国际金融市场中的私人资本流向这些新兴经济地区的流动量已超过官方资本流向该地区的流动量。

进入国际金融市场融资的国家的数量有了惊人的增加。就在过去的两年里，有 31 个国家第一次叩开了国际金融市场的大门，从而使 56 个国家在最近第一次进入了国际金融市场。在整个新兴金融市场中，公共企业、私人企业甚至国家公共机构也能够进入国际资本市场。

国际金融市场的相互融合和制度创新为全球经济带来巨大利益，增加了金融市场的交易机会，促进了新兴国家经济的发展，投资者能够寻找高回报的投资机会，金融创新分散了投资风险，同时也使贸易活动和金融机构能更好地平衡资金往来。

对国内而言，金融市场的发展和业务的交叉能够创造经济改革的良好环境，增加投资者和融资者进入金融市场的机会，促进储蓄转化为投资的效率，从而能促进经济的良性循环。良好的宏观经济环境反过来又推动资本市场的发展。

新的国际金融市场所面临的挑战

然而，新的国际金融环境并不是没有风险的。正如 ROBERTMERTON 所言，金融全球化似乎有点象高速公路给人们所带来的影响一样——人们可以在这

里更自由更快地奔驰，但交通事故也许会更多更糟。新的国际金融环境面临着新的挑战：根据 IMF 的报告，在过去的 15 年里，三分之二的成员国的银行体系存在着明显的问题。在二十世纪八十年代，从美国为解决储蓄和贷款危机所需 GDP 的 3%到智利所需 GDP 的 30%，财政成本表明，银行危机正消耗着巨额国内资源。日本巨额银行呆帐正侵蚀着它的财政资源，它也是影响日本国内经济世界竞争力的主要因素。

1994 年墨西哥金融危机的余悸至今在国际金融市场体系中余魂不散。泰国泰铢危机以及对东南亚金融市场的传染正危及着世界金融市场的稳定。

“害群之马”已使许多金融机构毁在他们的手里，道德风险正成为危害全球金融业稳定发展的大敌。

加强全球金融监管：一个来自美国的声音

“华盛顿正期待着丹佛七国首脑会议通过一系列的决议来加强全球的金融稳定。”劳伦斯·萨默斯 6 月 12 日在国际经济学院的一次演讲中说，“美国致力于建立稳定的全球金融秩序的努力可以追溯到 1994 年克林顿总统在那不勒斯七国高峰会议上提交的一份计划，他要求各国政府承担起一项广泛的改革，以迎接世界经济的挑战。”萨默斯在演讲中对金融风险的控制作了论述，他特别强调主权国家的金融危机及其对世界金融市场的传染所带来对的危害，甚至把这一危害的严重性提高到关系社会安定和政局稳定的高度上来。他说，“最令人关心的事情是系统风险——即当一个金融机构倒闭或者某一国家的金融市场出现崩溃时，它必然会传染给健康的金融机构或别的国家的金融市场，从而给整个国家的金融秩序和世界金融市场造成严重危害。”萨默斯强调说，“这是一个值得重视的问题，因为金融危机导致的后果不仅仅只是经济问题，而且还影响到国家政治的稳定，甚至对维系民主社会所必须的必要条件产生至关重要的不良影响。”萨默斯在演讲中对未来全球金融监管网络，提出了美国人的看法。他认为全球金融网络的建设要以信息传输网络为基础，各国金融监管机构与国际金融组织要进一步促进信息流动，达到信息共享目的。全球金融监管网络要以增强国家监管组织和国际监管组织的监管能力为手段，达到有效监管从事国际金融业务的金融机构的目的。萨默斯特别提到要增强对衍生金融工具和外汇结算风险的信息报告制度的监管和风险控制。

萨默斯说，在丹佛会议，七国首脑们将计划采取一系列措施构筑全球金融信息网络，这一网络至少要达到下列四个目的：(1) 以此来提高国家管理当局监管从事国际金融业务的机构的监管能力，(2) 为全球金融管理机构建立一套监管原则做出贡献，(3) 为改善衍生金融工具的汇报和监管制度创造条件，(4) 为减少国际外汇交易结算风险创造条件。

萨默斯的演讲肯定了美国在构筑国际金融监管体系中的贡献，并强调要继续发挥领导作用。“丹佛高峰金融会议对全球金融业来说是一次重要的金融会议，因为高效有力的金融秩序对于经济繁荣是至关重要的。”萨默斯说，“利用西方七国首脑会议和其它国际金融组织，美国在最近的一些年里为进一步加强国际合作，减少国际金融市场风险，起了领导作用。丹佛高峰会议将是沿着这一道路继续前进的一个重要里程碑。”萨默斯指出，1996 年超过 2500 亿美元的私人资本流入了新兴市场，而 1986 年这个数字只有 250 亿美元。“这一新兴的金融市场环境并不是没有风险的。”萨默斯说，“这就象汽车在高速公路奔驰，人们在这里可以更快地行驶，获得更多的机会。但

一旦发生车祸，情况也许更糟。”萨默斯指出，丹佛经济会议是为人类进入 21 世纪建立经济新秩序而做的多年努力的结果的一部分。在这个新的经济秩序里，贸易、投资、资本、信息和知识产权都将更自由地流动，以使它们更有效地创造财富。这个经济新秩序包括所有国家。日益一体化的全球经济将为美国企业进入国际市场的全球扩张战略提供广泛的机会，从而也会促进美国国内经济保持持续繁荣。

面对金融危机的挑战，萨默斯在演讲中强调一个稳定而富有弹性的金融体系是必要的。他指出，建立全球经济秩序的一个关键环节是保持国际金融市场的稳健有力、富有弹性和充满活力。丹佛首脑会议将会通过一系列的重要决议来加强国际金融市场的稳定。

萨默斯最后以反面教训和美国的成功经验再一次强调建立一个世界金融安全网络的紧迫性。他说，高峰金融会议对于世界各国来说是至关重要的，因为强有力的金融体系对于世界经济的繁荣同样是至关重要的。在此我们仅仅只要回顾一下大萧条时期，众多的金融机构瘫痪和金融市场的崩溃所引发的一场浩劫，我们就可以理解稳定的金融体系对一国来说是多么重要。就在最近，阿尔巴尼亚金融秩序危机，引发暴力冲突而人们暴死街头。在整整一个世纪，美国为适应国内货币市场、银行系统的更为有效的监管的需要，为了规范证券市场，逐步建立了一系列法规和有效的行政监管体系。美国建立了联邦储备体系，存款保险制度以及完备的证券银行法律架构。

我们正在努力重建全球范围内的金融风险安全网络。这对美国来说是多么重要。在过去的岁月里，美国通过西方七国首脑会议和其他国际金融组织的讲坛在众多的领域，为促进国际金融合作，减少全球金融市场风险，起着领导作用。丹佛高峰会议是这一过程的重要一步。

《金融风暴》—东南亚金融体制和金融市场

东南亚奇迹

东南亚各国尤其是东盟五国近几年来已经成为世界上经济增长最快的地区之一，在 1989 年和 1990 年甚至超过了著名的亚洲新兴工业经济体（NIEs）。这种经济的快速增长是一系列内部和内部因素共同作用的结果。从外部来说，1988 年经济合作与发展组织国家经历的经济周期高峰造成了对东盟出口制成品的强烈需求。1985 年广场协议以来日本和亚洲四个新兴工业经济体货币的相对升值也导致了这些国家和地区资本的大量外流，为的是寻求能提供生产劳动密集型制成品所需廉价劳动力和土地的地点。从内部来说，东盟各国，尤其是印度尼西亚、马来西亚和泰国进行了一系列的政策改革，其目标是促进产业结构的调整。它们不再继续依赖农业、初级商品和进口替代工业，不再把这些方面看作是经济增长的动力，而是鼓励在很大程度上由外国直接投资提供资金的出口导向型制造业。结果，东盟国家有能力利用世界经济的有利环境，使 1988 年以来的经济增长率达到 8 - 10%。

过去几年里人们时常把东南亚各国实际经济取得的迅速发展，归功于它们的实际经济改革计划。然而，金融改革和不断金融革新几乎总是与实际经济的改革齐头并进地完成的。由此而导致的金融业的成长。使得东盟各国能够有效地把日益增多的本国储蓄和外国流入的资金引向为这些国家有

生气的实际经济的发展提供资金，并起到了中间媒介的作用。

从 80 年代早期以来，印度尼西亚和泰国所进行的金融改革导致了这两个国家金融的大大深化，使得随后经济发展所需的资金能够有效地得到筹措。新加坡和马来西亚原先是英国的殖民地，那里流行自由放任的统治哲学。一开始它们的经济就比较开放，金融体系在 60 年代和 70 年代得到了很好的发展。不过，曾经对整个经济增长作出过重大贡献的金融系统，在 80 年代也发生了不断的自由化和日趋成熟。菲律宾在许多方面都大不相同。由于政治方面变化无常，所以尽管进行了广泛的金融改革，无论是金融的深化过程或者是经济发展都处于停顿状态。

东南亚各国的金融改革

在东南亚国家中，泰国、印度尼西亚以及较小程度上的菲律宾，在 80 年代曾进行了金融改革，其目的在于促进金融业的发展，以便为这些国家实际经济的发展筹措资金。新加坡和马来西亚的经济在传统上一直是比较开放的，因而继续执行鼓励金融发展的货币政策和金融政策，以便为两国的外向型工业化筹措资金。

印尼和泰国的金融改革

由于受到形势的压力，印度尼西亚和泰国在 80 年代初期都执行了全面的产业结构调整计划。1979 年的第二次石油冲击造成了泰国国际收支方面的困难；而 1982 - 83 年石油和天然气出口收入的下降使印度尼西亚的政策制定者对该国当时的经济和金融发展战略进行了一次彻底的审查。它们不再继续依赖农业、初级商品和进口替代工业，不再把这些方面看作是经济增长的动力，而是转而把出口导向型的制造业作为这两个国家经济增长的主要来源。它们鼓励制成品的出口，在货币政策和金融政策方面进行了急剧的变革，以便刺激本国的储蓄和更有效地调动资金。第一、放松对外汇的管制，允许汇率浮动，结果使泰国铢和印尼盾的币值贬值到比较实际的水平。第二、伴随着新货币制度一起实施的是目的在于促进金融发展的金融改革。利率的上限规定大多被取消；对于过去为了鼓励以资源为基础的部门和进口替代部门而采取的有选择的信贷措施进行了合理化。这就促使两国在利率方面形成了有利的环境，结果导致银行存款和市场导向的银行贷款猛增。两国政府都引入了可转让的市场票据，以鼓励货币市场的发展和促进短期借款的有效形式。这一发展同时刺激了短期流动资金的使用和中央银行实施货币政策时对公开市场业务的利用。第三、采取各种财政鼓励措施以促进资本市场的发展，从而使当地厂商能通过公司股本和债务的证券化来获得长期资金。因为金融的发展而导致的本国储蓄额的增长，反过来又减少了金融机构对受控制的购买和贮存政府证券的需要，并使它们可以集中力量于从事市场贷款活动。

马来西亚和新加坡继续不断的金融发展

在马来西亚和新加坡，金融的自由化在较早阶段便已发生，因为这两个国家（尤其是新加坡）的经济增长战略是比较外向型的。1973 年马来西亚进行了货币改革和金融改革，取消了外汇管制条例并建立了可变汇率制度。1978 年来取“自由利率制度”，允许由市场力量来决定存款利率和放款利率。1978 年引进了可转让的市场票据，以推动货币市场的发展，因而到 70 年代末公司证券市场得到了很大的发展（请参见 Abidin, 1986 年）。然而，对未来金融的发展来说，即使在今天也仍然存在着一系列的障碍。政府继续通过有选择的信贷政策，表现出对农业优先发展部门、初级商品和 Bumiputra

(土生土长)借款者的偏爱。然而,这种有选择的信贷看来并没有严重地阻碍金融部门的发展,因为放款的上限规定并没有显示出严重地限制市场的运转。

新加坡,甚至从 1819 年建立时起,便是这一地区的贸易和金融中心。新加坡对于外国商品和资本一直实施门户开放政策,这一政策即使在今天也继续在执行。所有与外汇管制以及行政性的、在数量上有选择的信贷政策有关的残留做法在 1975 年最终地得到消除。在同一年份,制定利率的银行卡特尔也放弃了。但是 1968 年建立的境外货币市场——“亚洲美元市场”——激起了新加坡金融部门迅速发展的高潮。在 80 年代,鼓励金融事业深化的努力包括:在财政上鼓励境外的放款财团、基金管理和包销证券的财团,以及保销和管理国际证券的发行。1984 年从事金融方面期货交易的“新加坡国际货币交易所”(SIMEX)的建立是金融发展中的另一里程碑。第二家证券交易所,即“新加坡经销和自动报价系统证券交易所”(SES—DAQ)是 1987 年开办的,它使建立时间较短的本地公司得以为扩大本身的业务而随时得到长期资金。

菲律宾的金融改革尽管对于经济发展和金融发展作出了努力,菲律宾在实际经济和金融两个方面所取得的发展业绩在 80 年代东盟五个国家中是给人印象最浅的。与泰国不同,第二次石油冲击所带来的经济困难并没有导致执行修正的货币金融措施,以增加 80 年代本国资金的筹措。菲律宾反而继续严重地依赖外国的储蓄。从战后年代到 80 年代,一直不断地采取有利于进口替代工业而不利于出口的财政刺激措施。此外,还执行有选择的信贷政策,以有补贴的利率对入优先的部门,集团和地区发放贷款。从 1973 年起,由政府控制浮动的菲律宾比索经常被固定在不切实际的水平上,频繁地进行大幅度的贬值是常见的事。1981 年取消了外汇管制,可是 1983 年又重新加紧管制,因为当时由于通货膨胀加剧、硬性规定利率的上限和政治的不稳定而发生了资金外逃的现象。虽然官方的利率上限规定在 1984 年取消,很大比重的国内贷款仍然是由政府控制和金融机构按照非市场的优惠条件进行分配的,并且由寡头控制的银行系统不允许市场力量左右利率。所以,与印度尼西亚、泰国、马来西亚和新加坡不同,菲律宾的经历是:连续不断的各种限制阻碍了金融部门的发展,正如内向型政策曾经限制了实际经济部门的发展一样。当然,根本的政治基础薄弱也使有效的政策难以制和贯彻执行。

东南亚金融体制的发展

货币化与金融的深化

衡量金融深化速度的最常用的尺度是货币流通总量 $M1$ 、 $M2$ 和 $M3$ 对名义国内生产总值(GDP)的比率。因为所有东盟国家的都没有 $M3$ 的数字,货币流通总量范围比 $M1/GDP$ 宽的 $M2/GDP$ 。其中可观察到许多有趣的现象。第一、用 $M2/GDP$ 的增长来衡量,80 年代在所有 5 个东盟国家的经济中都发生了金融深化现象。第二、在进行上过重大金融改革的两个国家(印度尼西亚和泰国)中,正是大致在进行改革的时候,即泰国的 1982 年和印度尼西亚的 1983 年, $M1/GDP$ 有了迅速增长,而且泰国的比率超过了马来西亚以及印度尼西亚、菲律宾的比率。

金融机构资产的增长

调动本国储蓄来为经济增长筹资,涉及到金融机构和资本市场所起的中间媒介作用。金融中介作用扩大的一种表现是以下几种金融机构资产的增

加：中央银行、商业银行和非银行金融机构（NBPIs）。印度尼西亚和泰国这两个国家，又一次在变化的格局方面表现出明显的相似性。这两个国家的银行和非银行金融机构两者的资产增长率要比中央银行高得多，结果银行资产的相对份额有了显著的提高；非银行金融机构的相对份额稍有提高，而中央银行资产的相对份额理所当然地下降了。银行和非银行金融机构资产的增加可以归功于由于取消利率的上限规定和减少对政府证券的受控制的购买而造成的私人存款和放款的急剧增长。中央银行的资产增长缓慢在很大程度上是因为对政府、国营企业和优先的部门的直接贷款和间接贷款活动急剧减少。在马来西亚，三种类型金融机构的增长分布得比较均匀。马来西亚的非银行金融机构增长势力较强，在很大程度上是若干有远见的基金计划迅速扩大的结果。在新加坡，“新加坡货币主管当局”（MAS）与银行和非银行金融机构相比，在资产方面有了较大增长。这很大程度上是由于外国储备金形式的资产的迅速积累，而并不意味着对银行和非银行金融机构资产的增长存在任何阻碍。另一方面，菲律宾中央银行的资产有了急剧增长，其在金融系统的资产中的份额急剧上升，从 23.8% 提高到 35.8%。这种增长在很大程度上是由于它的连续不断的直接贷款和间接贷款活动。另一方面，增加对本国公共债务的受控制的购买。高通货膨胀和宏观经济管理的失误导致了银行和非银行金融机构的缓慢增长。

商业银行的私营部门存款和贷款

金融系统所起的中介作用扩大的第三个指数是商业银行的存款和放款的增加，商业银行对私营部门来说是短期和中期可贷放资金的传统来源。

在资产额、私营部门的存款和放款增长率方面最高的是印度尼西亚和泰国这两个国家。不仅如此，私人存款的增加还超过了资产总额的增长，这意味着向私营部门和向更为市场导向的银行业提供更多资金的一种转变。然而在菲律宾，放款的增长小于资产的增长，这表明商业银行受控制地购买了更多的政府证券。因为早在 80 年代初期马来西亚和新加坡两国的银行系统已经十分发达，资产的基数十分巨大，所以这两个国家商业银行系统相对来说增长较慢是意料之中的。

货币市场和资本市场的增长

随着经济和金融的发展，就产生了组织证券市场，即货币市场和资本市场的需要。

在货币市场方面，东盟（尤其是印度尼西亚、菲律宾和泰国）的货币市场根基不深，而且不太活跃。市场所使用的票据继续由银行同业的资金和短期政府证券占统治地位。然而，采用可买卖的短期政府货币票据，使得东盟各国的政府能够通过象公开市场业务这样一些货币方面的措施来实施货币政策，而不是通过行政措施或数量方面的措施来实施。

在资本市场方面，资本市场包括债务票据和股本票据两个方面。1980 年以前，东盟只存在两个活跃的资本市场，即新加坡和马来西亚的股票市场。由于东盟各国政府宁愿通过财政预算的分配来获得基础设施开发项目的资金，所以没有鼓励二次交易的迫切要求。虽然在东盟地区长期政府证券的二次交易仍处于待开发状态，有关私人股本和借款票据的证券化已经取得惊人进展。

1988 年 10 月和 12 月以来，印度尼西亚采取的金融措施已经对股票市场和债券市场的发展起了推动作用。这些金融措施包括：1、取消有关养老

金、投资基金和持股公司的所得税；2、取消支付给公司投资者和有组织的集体投资者的债券最终股息和利息付款的所得税以及 3、把初级市场、列入证券交易所交易的股票和场外交易中外国人的股票拥有权提高到 49%。

泰国资本市场进行改革的目的是要为本国厂商获得更多的长期资金来源。自从 1980 年改革以来所采取的措施包括：减少公司所得税和股息税，取消证券交易税；对于为公众购买股票筹资的证券公司提供财政方面的刺激；放松对外国投资者的外汇管制，允许他们不必事先得到泰国银行的许可，便可从证券销售的收益中汇出不超过 50 万美元的金额。

到 70 年代末，马来西亚和新加坡股票市场的体制结构已经处于很好的状态。到 80 年代后半期，由于更加出口导向的经济为马来西亚的股票市提供了动力，外国的直接投资日益增加。新加坡连续不断的金融革新，如建立 SESDAQ、“CLOB 国际”和与 NASDAQ 的联系为股票市场提供了进一步的刺激。两国政府决定对本国某些国营企业和公用事业逐步实行私有化，看来导致了股票市场的进一步深化。

从 1985 年到 1990 年期间印度尼西亚的市场资本总额增长了 9 倍；而泰国在同一时期的扩大额几乎达到 21 倍。在平均交易额方面，印度尼西亚上升 157 倍，而泰国上升 40 倍以上。事实上部份地因为国家的规模较大，泰国同新加坡相比现在有着较大的周转额。

储蓄和投资的比率

印度尼西亚、马来西亚、新加坡和泰国金融发展的相对成就能从其储蓄率和投资率的提高中看到。例如，泰国国内储蓄总额（GDS）占国内生产总值的比率从 1985 年的 21% 提高到 1989 年的 31%。然而，这一比率仍然低于马来西亚和新加坡，也许是因为泰国的人均收入较低以及不象马来西亚和新加坡两国那样存在着例如退休储蓄基金计划那样的强制性储蓄的缘故。与此同时，印度尼西亚、马来西亚和泰国的投资比率也在 1989 年提高到 30% 以上，这一比率对于亚洲新兴工业经济体经济快速增长的开始阶段来说是很典型的。菲律宾又是个例外，它的储蓄率和投资率一直低于 20%。

金融部门在国内生产总值中的份额

金融深化的另一个指数是银行、保险和不动产部门在国内生产总值中的地位相对提高。而这一部门的相对地位在 80 年代有了提高，尤其是泰国和新加坡。

总之，印度尼西亚和泰国这两个国家的金融政策经过重大变革以后，金融业确实有了很大的发展。虽然不是结论性的，两国金融的迅速发展是全面的，既影响到各种金融机构，也影响到货币市场和资本市场。新加坡和马来西亚不断地实施市场导向的金融政策的做法，保证了两国金融机构和资本市场能达到比较合乎标准，但又是持久的发展。然而由于前面所谈过的原因，菲律宾在 80 年代没有能设法实现同样的金融发展。

东南亚经济增长的资金来源

一般来说，储蓄有两个来源——本国的和外国的。最值得注意的是，援助、贷款和外国直接投资形式的外国储蓄在东南亚经济发展中的作用。

外国援助与公共外债

对于新加坡来说，外国援助的流入并不重要，因为在任何年份中它占国内投资总额的比重从没有超过 0.5%。从 1988 年起，马来西亚和泰国由于本国的高储蓄率和出口的迅速增长，外援的重要性消失了。从 1987 年起

流入印度尼西亚的外国援助稍有增加，而在 80 年代后期菲律对外援的依赖有了明显的增加。

马来西亚、泰国和菲律宾政府在刚发生第二次石油冲击以后（1980 - 1983 年）增加了对外的借款。印度尼西亚也在 1982 年石油价格下跌以后增加了对外借款。1985 - 1986 年的经济衰退也使印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国增加了它们对外公共债务的依赖。印度尼西亚、马来西亚、菲律宾和泰国在 1985 年的未偿还对外公共债务占国内生产总值的比率和还本付息率都要比 1981 年高得多。然而，马来西亚和泰国金融的发展导致了本国储蓄更为有效的动用，与此同时出口导向的工业化又使出口收益大大地增加。结果，对外债的需要减少了。从 1988 年起，印度尼西亚、马来西亚和泰国开始清偿对外公共债务。马来西亚和泰国的对外公共债务占国内生产总值的比率和还本付息率也大大地降低了。然而，印度尼西亚的外债负担在 80 年代后半期有所增加，这是由于印尼盾的急剧贬值。马来西亚和泰国以及较小程度上的印度尼西亚，在减少对外公共债务依赖方面的成就，是这些国家能够增加本国的储蓄以便为加速的资本形成率提供资金的直接结果。

外国直接投资(FDI)

外国直接投资爆发式的增长是印度尼西亚、泰国和马来西亚在 80 年代后期的共同经历。这些国家向需要外资的出口导向工业化的转变，发生在一个意外的时刻。1985 年广场协议的结论导致了日元的急剧升值。日元的高市值反过来使海外投资对日本人很有吸引力。东盟五国是这种雄心勃勃的海外投资受益者（菲律宾受益较小）。在 80 年代后期，当亚洲新兴工业经济体成为净资本出口国时，印度尼西亚、泰国和马来西亚的外国直接投资得到了第二次推动。在印度尼西亚，从 1986 年到 1990 年期间外国直接投资的实际净流入额增加了 5 倍以上（从 2.58 亿美元增加到 13.59 亿美元）。外国直接投资占国内投资总额的比率相应地从 1986 年的 1.46 提高到 1990 年的 3.74。泰国的外国直接投资实际净流入的增加甚至比印度尼西亚更为显著。前者的外国直接投资扩大了 11 倍以上（从 1986 年的 2.62 亿美元增加到 1990 年的 29.31 亿美元）。马来西亚在外国直接投资方面取得了令人印象深刻的进展，它的外国直接投资实际净流入额增加了近 6 倍（从 5.28 亿美元增加到 30.08 亿美元）。随着这些国家外国直接投资的急速发展，外国直接投资占国内投资总额的比率也急剧上升。新加坡继续是一个坚决接受外国直接投资的国家。然而，菲律宾并不那么幸运。直到 1988 年外国直接投资才真正有了增加，但随后由于政治上一直不稳定并且衰观经济持续发生困难，因而流入额减少了。

总之，在印度尼西亚、马来西亚和泰国，外国直接投资净流入的增加，加上在调动本国储蓄方面取得的成功，使得对于公共外债的需求减少了。

金融发展带来的结果

新加坡成为地区金融中心

近几年来，以新加坡为基地的银行增加了它们对邻国，包括泰国、马来西亚和印度尼西亚的联合放款活动。这种增加要归因于美国和日本的银行在本国发生清偿问题后逐步从地区的放款市场撤走。

新加坡的“亚洲美元银行”已经存在了差不多 25 年。位于本区域内的境外货币市场究竟对它的经济发展起了什么作用？有关这一专题的资料很少。有一个实际数据，就是东盟在新加坡的“亚洲货币单位”（ACUs）放款

和存款额中的份额。然而，我们确实知道 ACU 资产 / 负债的规模在 1980 - 1990 年间增长很非常迅速——达到 4 倍以上，其中大多数的资金是同新加坡以外的银行之间的交易。新加坡的银行，一般来说已经成为 ACU 资金的纯存款户。我们可以假设（但没有具体数据证明）：“亚洲美元市场”一直在东盟地区的经济增长中起着日益提高的中间媒介作用。

金融的日益相互依存

东南亚金融体系的日益开放和尖端化（在工具和专业知识的两个方面），也意味着在金融方面同经济合作与发展组织各国的市场以及彼此之间的相互依赖日益增长。这一趋势会由于贸易和投资方面（尤其同经合组织国家）的相互依赖而进一步加强。它的后果是：来自国际间的金融冲击会以更快的速度向国内体系传播。一个恰切的案例是 1987 年 10 月的股票市场行情大跌。纽约股票市场的指数下降 23%，而新加坡下降了 32%；吉隆坡 24%；曼谷 11%；马尼拉 7%。在 1990 年 9 - 10 月的海湾危机头一个月里，美国的股票市场指数下降了 22%，马尼拉和曼谷分别下降了 40% 和 54%，而新加坡、吉隆坡和雅加达降低了大约 28%。

日益发展的地区一体化

另一趋势是由于各种原因，东南亚的经济日益一体化。第一，目前在以制成品出口和外资为基础的外向型发展战略方面有着共同的相似之处。东盟国家随后发生的经济快速增长带来了过去从未有过的经济增长格局中的趋同现象。第二，象“柔佛—新加坡—廖内经济增长三角区”和建议中的包括马来西亚的檳榔屿和半岛北部几个州、泰国南邻和印度尼西亚西北部的“北方经济增长三角区”这样一些小区域经济区的开发，也许将是 90 年代越来越常见的典型发展格局。第三，1 月下旬在新加坡召开的第四次东盟高级会议上最新签订的“东盟自由贸易区域协定”进一步强调了这一点。跨国产品市场的一体化总是会带来要求协调金融市场和劳动力市场的管制条例以及要求资本流动能更自由地跨越东盟各国边境的各种压力。这方面的证据之一是要将新加坡元在地区内使用。但这一压力一直受到“新加坡货币主管当局”的抵制，为的是要避免对于新加坡这样一个小国很可能引起的汇率管理问题。对于未来由于产品市场一体化日益发展而引起的这类性质的压力，也许要由地区的货币主管当局来处理。

总之，近几年来东南亚在产业结构调整和经济快速增长方面取得的成就，是由许许多多外部和内部的有利因素促成的。从内部来说，东南亚各国进行了实际经济和金融的变革。目标在于促进产业结构调整的实际经济改革得到了大力贯彻，用牺牲以资源为基础的工业和进口替代工业为代价，促进了出口导向的制造业和外国直接投资。通过广泛的金融改革和不断的金融革新，一方面提高了本国储蓄额，另一方面在本国和国外的资源之间更有效地起了中间媒介作用。印度尼西亚和泰国所推行的广泛的金融改革，以及马来西亚和新加坡金融的不断发展，通过银行系统鼓励了私人储蓄和用市场放款活动取代有选择的信贷。这些国家在金融机构发展的同时，其资本市场的扩大甚至给人以更深刻的印象。与上述情况相对应的是短期和长期市场放款活动的有力增长。它为本国经济的扩大提供了资金，最终导致了所有四个国家实际经济的迅速增长和金融的深化。

多米诺骨牌效应

在最近发生影响韩国和泰国银行系统的危机之后，预言亚洲其他地区

的银行系统也将遭遇类似情况已成时髦之举。在遥远的欧洲或美国的董事会会议室和风险委员会的办公室里，一些亚洲国家（地区）之间的差别变得模糊不清，一个国家的经济发生的任何混乱，都将给它的邻国造成问题。但是这种看法是短视的。为了评估银行的风险，应当着重研究每个国家（地区）银行系统的长处和短处。

的确，在货币游戏中显然存在着多米诺骨牌效应。尽管泰国有决心、有储备，它的货币铢还是被击败了，而这个地区的一些中央银行之间签署的大肆宣传的条约却没有产生任何结果。菲律宾的比索也被击败，这实际上并不是因为经济的基本因素发生了变化，而主要是因为人们认为已经设法成功地支持比索了。其他货币也受到同样的压力，预料还会有惊人的事发生。

但是多米诺骨牌效应不适应银行系统。当然，同样的问题会产生同样的结果，而且这个地区的一些银行系统实际上也遇到类似的头疼问题。然而，多米诺骨牌效应意味着，使得一个国家的银行系统垮掉的问题，接着也会影响到邻近地区的下一个可能的受害者。

在银行系统的运气过分依赖货币稳定和外币资金供应时，这种效应很可能发生。在最近这次危机发生时，泰国的银行系统极其脆弱，国内借款人的外币债务额很高，可是避免或减轻经济损失的自然的保值手段有限，而且还处于银行清偿能力低下和资产质量下降的情况之下。但是，毫无疑问，菲律宾、马来西亚和印度尼西亚的银行比泰国的银行更能经受得住货币冲击。

银行系统大不相同

亚洲以外的观察家常常认为亚洲国家（地区）都是一样的，可实际上这个地区的银行系统是大不相同的，实际上比一般说来各个国家（地区）之间的差别还大。它们表现出各自的长处和短处，稍稍花点时间对它们仔细加以研究可能是明智的。

要指出的第一点是，主权风险与银行风险常常是不一致的，而且这个现象在亚洲或许比别的地方更严重。在韩国和日本等低风险国家，银行疲弱无力，而在菲律宾或斯里兰卡等较高风险的国家，一些私营部门的银行却很强劲有力。

另一个不同的情况是，许多国家拥有若干国有银行和在政府密切监督下营业的银行。这些银行通常显示出的业绩在很大程度上是虚假的，这主要是因为它们的资产质量极其糟糕。它们被用来当作政府推行开发和金融政策的渠道。贷款分类和提供贷款的规定在很大程度上还不完善。这些银行不在我们的评论之列。

在纯私有部门，只有在香港和新加坡能找到相当好的资产质量，菲律宾和马来西亚与它们还差着很大一段距离。这或许并不令人感到惊讶，因为它们的管理当局在不同程度上享有最佳声誉。香港、新加坡和菲律宾的银行还有很高的资本比率，而在另一个极端，韩国、日本、中国、泰国、印度尼西亚、印度支那和印度次大陆的银行系统的资产质量却很糟。

不动产贷款

不动产问题以不同方式使银行蒙受打击。不动产借款人承受的直接风险在这个地区大不相同，香港排在风险名单的首位，接下来是泰国、印度尼西亚、马来西亚和菲律宾。在大多数种类的贷款中，不动产被当作抵押品，从而使问题复杂化。指导许多银行系统的依然是一种令人遗憾的当铺心态。

提供贷款所依据的是抵押品所值数额的大小，而并不考虑借贷者靠他主要的经营活动偿还本息的能力。

不动产影响银行的方式各不相同。泰国房地产的全面供应过剩并未影响价格，因为供应过剩的很大部分掌握在那些并不是以房地产作为抵押获得贷款的房地产主手中，而且他们并不是迫切需要出售这些不动产。在香港，或许还有新加坡和马来西亚，（不动产）市场是靠越来越富裕的居民对更大空间的真正需要支撑着的。在菲律宾和印度尼西亚，有一些不动产部门是兴盛的，而另一些部门，例如商用房地产和豪华的公寓住宅，则接近于陷入困境。

效率评判与风险分析

清偿能力低下历来是造成银行破产的原因。在这个方面，泰国和印度尼西亚极其虚弱无力，而香港、新加坡、韩国和印度次大陆却比较强。清偿能力是银行生存的关键。一家银行可以破产，不盈利，排在资产质量表的比较偏下的一端，但是，如果当局给它足够的清偿能力和某种修改帐目的余地，它还是能渡过难关存活下去的。

衡量银行营费用度的尺度是效率。影响效率的因素有薪金、劳动法、勤奋程度、租金的高低、经营管理是否得当、营业额的多少和分支机构的数量。在这个方面，看来只有香港、新加坡和台湾依然保持高效率，而形成鲜明对照的是，韩国、印度尼西亚和菲律宾的效率极其低下。

净利差幅度依然是这个地区银行收入的最大来源，而利差的大小主要是由利率结构、是否存在竞争和一些既定的作法决定的。香港、印度、马来西亚、泰国、印度尼西亚和菲律宾的净利差幅度很大，而台湾、中国、新加坡和日本的净利差幅度却很小。

要用利润率来估量真正的营业盈利率很难是准确的，这主要是因为银行往往用非经常投资收益来支持它们并不充分的收入，例如在台湾和韩国就是这样，也是因为不现实的提供贷款的方针，而这些方针是造成它们帐目上长年累月存在着不盈利的资产的原因。这种情况影响到日本、韩国、中国、台湾、泰国、印度支那、印度尼西亚和印度次大陆。

有趣的是，在效率低下的银行系统中，印度尼西亚和菲律宾的银行依然兴旺发展，因为它们的利差幅度依然很大，但是这种情况不会长期持续下去。韩国银行的利差幅度小，而且效率低下，这是它的银行正在苦苦挣扎的原因。

最后，人们得要把所有因素合在一起，才能对一家特定银行营业情况可能回升的速度作出估对。由可以估算出在目前情况下需要多少年的时间才能造成现金流动——这是弥补已知的资产质量缺陷所必须的。这是银行风险分析中最为关系重大的起缓和作用的措施。香港、菲律宾、印度尼西亚和在一定程度上泰国排在风险分析表的首位，而韩国和台湾则排在末尾。总而言之，很难发现亚洲的两个银行系统的风险特征是相似的。虽然可以说货币大幅度浮动和整个经济发展速度减慢给银行带来消极影响，但是大部分其他因素将以完全不同的方式影响它们。

索罗斯及其组织

乔治·索罗斯 1930 年生于匈牙利布达佩斯。1947 年他移居到英国，并在伦敦经济学院毕业。1956 年去美国，在美国通过他建立和管理的国际投资资金积累了大量财产。当他在伦敦经济学院当学生时，索罗斯开始熟悉哲学家卡尔·波普的著作，这对他的思想和后来对他的慈善活动有有深刻的影响。

1979 年索罗斯在纽约建立了他的第一个基金会，开放社会基金。1984 年他在匈牙利建立了第一个东欧基金会，又于 1987 年建立了苏联索罗斯基金会。现在他为基金会网络提供资金，这个网络在 31 个国家中运作，遍及中欧和东欧，前苏联和中部欧亚大陆，以及南非，海地，危地马拉和美国。这些基金会致力于建设和维持开放社会的基础结构和公共设施。索罗斯也建立了其它较重要的机构，如中部欧洲大学和国际科学基金会。1994 年，包括在网络内的基金会大约花费了 3 亿美元，1995 年为 3.5 亿美元，而 1996 年为 3.62 亿美元。预计 1997 年将维持在同样的水平上。

除了有关东欧和前苏联在政治和经济变化方面的论文之外，索罗斯是《财务的炼金术》的作者，该书由 Simon&Schuster 于 1987 年出版，1994 年由 JohnWiley&Sons 再版；《苏维埃体系的开放》1990 年由 Weidenfeld&Nicholson 出版；《民主政治的保险业》1991 年由自由出版社出版。索罗斯最新的书《停留在转弯之前》是由 JohnWiley&Sons 于 1995 年 9 月出版。

索罗斯曾获得社会研究新学院、牛津大学、布达佩斯经济大学和耶鲁大学的名誉博士学位。1995 年波伦亚大学（意大利）将最高荣誉 LaureaHonorisCausa 授予索罗斯先生以表彰他为促进世界各地的开放社会所做的努力。

索罗斯是 LCC 索罗斯基金董事会的主席，民间投资管理处确认它作为量子基金集团的顾问。量子基金在量子集团内是最老和最大的基金，普遍认为在其 28 年历史中在全世界的任何投资基金中具有最好的业绩。

索罗斯基金会网络

由乔治·索罗斯（GeorgeSoros）创建和提供资金的许多非盈利性基金会和机构，现已联合在一个非正式的网络中，即称为索罗斯基金会网络。这个网络实质上是由具有自主权的所谓“国家基金会”的机构所组成的一个集团。它在 31 个国家中进行工作，遍及中欧和东欧，中部欧亚大陆，南非，海地，危地马拉及美国。目前正计划在南非地区的安哥拉、博茨瓦纳、莱索托、莫桑比克、马拉维、纳米比亚、斯威士兰、赞比亚和津巴布韦建立 9 个新的基金会。所有这些基金会分担共同的任務去支持开放社会的发展。为达此目标，他们操作和支持了有关教育、文明社会、独立媒体、国际电脑网络和电子函件通信、出版、人权、艺术和文化，以及社会、法律和经济改革方面的一系列计划和倡议。

纽约开放社会研究所

（TheOpenSocietyInstitute-NewYork）和布达佩斯开放社会研究所（TheOpenSocietyInstitute-Budapest）通过对 2 个或更多个基金会制定共同发行计划和通过提供行政、财务和技术支持，对这些基金会和机构提供援助。由乔治·索罗斯创建的其它机构，包括有中部欧洲大学，国际科学基金会和公共媒体研究所。1996 年，这些机构在慈善活动方面总共花费了 3.62

亿美元。1997 年预计为网络提供的经费也达同样规模。

纽约开放社会研究所纽约开放社会研究所是一个由民间进行操作和提供拨款的基金会，其宗旨是通过支持教育、社会和法律改革，以及通过对复杂的和常引起争论的问题提出可供选择的方法进行赞助，去促进世界各地开放社会的发展。由乔治·索罗斯创建和提供资金的纽约开放社会研究所是索罗斯基金会网络的一部分，它包括了在中欧和东欧，中部欧亚大陆，南非，海地，危地马拉和美国等 31 个国家中进行运作和具有自主权的非盈利性机构。这个研究所与其以匈牙利为基地的姐妹机构——布达佩斯开放社会研究所一起，通过共同发布网络项目及提供行政、财务和技术支持去帮助这些基金会和机构。

开放社会研究所有哪些项目？纽约开放社会研究所的项目分成三个主要类型：针对中欧和东欧及前苏联的项目；针对美国的项目；以及针对世界其它地区的项目。

在索罗斯基金会网络范围内，针对中欧和东欧及前苏联的许多项目常称为“网络项目”。网络项目是由纽约开放社会研究所创建的，布达佩斯开放社会研究所或基金会之一，致力于网络中 2 个或更多个基金会重要的共同发布。

以纽约为基地的网络项目包括艺术和文化项目，东方项目，儿童和青年项目，英语项目，国际电脑互联网项目，医学和健康项目，妇女项目。以布达佩斯为基地的网络项目包括宪法和立法政策研究所，教育项目支持单元，高等教育支持项目，图书馆项目，媒体项目，开放社会档案，出版中心，以及奖学金项目。

以美国为基地的项目是国际性的，它包括缅甸计划，中部欧亚计划，强制移民计划，地雷计划和索罗斯文件基金。

针对美国的项目包括犯罪问题中心，公众与文化；帮助合法移民的 Emma Lazarus 基金；Lindesmith 中心，它是一个毒品政策研究中心；美国有关死亡问题的题目；开放社会联谊会项目；以及针对竞选运动财务改革，教育改革，生育权利，青少年怀孕，青年发展，法律行业中的道德标准，医学和新闻业等这些领域的项目。

要进一步了解以上任何项目的详细资料，可与纽约开放社会研究所公众事务办事处（212/887-0668）联系。

布达佩斯开放社会研究所

布达佩斯开放社会研究所成立于 1993 年，其目的是为教育、社会和法律改革方面开发项目和提供方法。布达佩斯开放社会研究所是索罗斯基金会网络的一部分，它包括了在中欧和东欧，中部欧亚大陆，南非，海地，危地马拉和美国等 31 个国家中进行运作和具有自主权的非盈利性机构。布达佩斯开放社会研究所与其姐妹机构——纽约开放社会研究所一起，通过在共同出版物方面建立网络项目和提供行政、财务和技术支持去援助这些基金会和机构。此外，布达佩斯开放社会研究所通过中欧和东欧以及前苏联支持丰富多彩的其它许多倡议，其重点是在人权、少数民族和少数争端，文明社会和妇女问题。布达佩斯开放社会研究所的项目包括：宪法和立法政策研究所，教育项目支持单元，高等教育支持项目，图书馆网络项目，媒体网络项目，网络出版中心，奖学金网络项目（也以纽约为基地），以及开放社会档案。布达佩斯开放社会研究所及其分支机构，设在位于布达佩斯商业区的中部欧

州大学内，而且他们的项目利用了大学的资源。

关于“开放社会”的概念

开放社会是基于这种认识的协会，即在真理面前任何人都没有特权，不同的人有不同的观点和兴趣，同时需要有一种公共机构去保护所有的人，使每个人都有和平地生活在一起的权利。开放社会这个术语是通过哲学家卡尔·波普（Karl Popper）1945年出版的《开放社会及其敌人》一书而流行的。广义地说，开放社会的特征是依赖法律的裁决，存在一个民主选举的政府，多种多样和朝气蓬勃的文明社会，并且尊重少数派和少数人的意见。

阿莱·奈尔（Aryeh Neier）

阿莱·奈尔是开放社会研究所的所长。1993年参加开放社会研究所之前，他担任人权监察协会执行理事12年。在此以前，他在美国法定自由权联合会工作了15年，其中8年任国家主任。奈尔先生曾在纽约大学任法律副教授12年以上。他是全国和纽约书评杂志的经常撰稿人，并在《纽约时代杂志》《纽约时代书评》和《外交政策》等期刊上发表文章。他在《纽约时报》《华盛顿邮报》《波士顿环球报》和《国际民权保卫者先驱报》等报纸上公开发表的文章达100篇以上。他是4本书的作者（正在写第5本），此外为20本以上的书写过部分章节。他曾在国内的主要大学中作过讲演，并常在“夜间热线”“McNEIL-Lehrer 新闻时间”和“今日项目”等电视项目中出现。他曾3次获得荣誉学位，并获得American Bar协会的Gavel奖。

索罗斯哲学自述

不稳定性

经济理论创立了一个理想世界，即参与者的偏好与机会成本相互独立，价格由这两因素作用而达到某一均衡。但是在现实社会，金融市场价格在形成参与者的偏好与机会成本中也扮演了重要角色。这种本能的相互作用使金融市场存在固有的不稳定性，自由放任主义否认金融市场本身存在不稳定性，并反对任何形式的政府干预。

不稳定性已大大超出了金融市场的范围，它影响着人们行为导向的价值观。在经济理论诞生以前，人们由一系列道德行为规范所诱导，这些道德行为规范已根植于传统、宗教与文化之中。但市场价值观，带来冲突与对抗，有凌驾于传统价格观之势。广告、市场营销、以至包装都将影响人们的偏好已为常见。随市场机制不断扩张影响势力，人们仍将在原有价值体系上行为的神话，将越来越难以维持。

开放社会受到基础价值观不足的负面影响，并随机动性与我们开放社会的全球化的提高而进一步恶化。当人们正式生根于他们的社会，他们必须注意到社会对他们的看法；但是当他们能轻易地迁离时，他们仅仅关注其自己。在全球的文化、宗教与习俗有如此之多的差别，要建立一个共同的基础也就相当困难。放任自由理念，承继了自利的行为导向原则，忽视了市场倾向中普遍存在的不稳定性。

社会公平

自由放任主义视供给与需求状况为已给定的，并视政府干预为最大邪恶，也就极力反对收入的再分配。我可以同意那种对财富的再分配进行的所有尝试并不是完全有效率的，但是并不认为任何一点尝试都不去作。财富通过自身的机制进行集中，如何没有某种机制进行再分配，不公平将变得不可忍受。将财富集中与适者生存相匹配的观点，否认了通过继承而获取财富的

事实。

适者生存作为现代文明社会的一种行动导向原则，在某些方面是有错误的，它建立在过时的进化理论之上，正如经济学的均衡论建立在牛顿物理学之上一样。导致物种的变化是变异，变异的发生有着多种极为复杂的方式，而物种与其生存环境及其他物种之间相互影响，这是一种双向反馈机制。

国际关系

在国际关系中，自由主义同样视适者生存为一种最适宜的导向原则，反对在国际合作中由政府干预经济活动。在国际关系中被视为最为强大资源的政府从经济活动中退出，是一个极大的嘲弄。自由主义的观点相一致的还有其他一些伪科学、地缘政治学，它们主张国家没有原则，仅有利益，且这种利益由所具基础（如地理位置）来决定。这种宿命论是十九世纪科学法的残余。

开放社会的可畏障碍

开放社会是建立在我们对世界的认识是不完全的基础之上，而这种不完全是可以改善的。在开放社会，科学技术的进步、社会与政治安排的改进、文化与生活质量的提高的发展前景是无限的，但是在建立作为一种组织原则的开放社会上却存在极大的障碍。

首先，开放社会的概念表面上是自相矛盾，如果终极的真理具有不可获性，我们又如何可以将一种谬误视为一种真理呢？而对真理的需求也仅是因为我们对世界的认知是不完全的，如果我们拥有完全的信息，信仰就变得并不必需。

信念应服务于我们的生活，而不是要迫使我们去遵守这一系列的规则，如果我们认识到，信念而不是终极真理只会压制我们的选择，我们就更可能忍受其他信念并以我们的经验而进行修正。大部分人倾向于证实他们信念是终极真理，事实上这种证实通常服务于他们自身的判别，由我们自身的失误而得出的信念苍白无力。这是一个老于世故的概念，比仅仅的纯理论更难以奏效，比如我的国家（或家庭或我自己的兴趣）的对与错。

如果我们的过失是如此不容置疑，缘何仍具有感召力？仅仅能由此产生结论，而最好的判别是成功，事实上，开放社会较封闭社会可能导致更为繁荣、更富革新精神、更令人振奋。但是成功并不是建立一种信念的基础，因为成功并不能认为一定是正确无误的一样。开放社会中，对成功的崇拜已成为一种不稳定因素，因为它决定我们的正误观，这在当今开放社会已经发生。以先取得成功作为判别正确与错误，是一种极大的危害，特别是以金钱为准，更为甚者认为只要失去了金钱，一切皆已远去。

但是，这并未所有问题。即使开放社会的概念被普遍接受，但也不致于能有效地保证它得以奏效，开放社会仅仅提供了一套框架，该框架中可以融合各种社会与政治事件的观点，并没有对这些事件提供某种固定的结论。如果某种固定的观点得以提出，这就不可能是一种开放社会。这意味着，在开放社会中人们考虑除自己的信念，也将包融其他人的信念。由开放社会取出的，仅在封闭社会才存在。

另一困难是，采纳开放社会作为一种目标，通常的最好达到途径是间接，这就是我的基金会正做的事情：鼓励发展教育、文化与多媒体、文明社会、经济改革等等，这在开放社会也并未普及。具有冲突的观点与兴趣碰撞出无准备的结果，而不是精心设计下的产出，社会在此时将可能变得更为开

放。如果给出最为一般的惯例，以允许具有冲突性观点与利益的人们能共处同一环境，这种冲突性的观点与兴趣才将产生出一个开放的社会。在成熟的民主政治体系，这类惯例是固定存在的，但在我们全球的开放社会中，他们却是欠发展的和不充分的。

在目前，我们从全球开放社会中受益，但我们也缺乏必需的规则体系使其得到保护。国际社会在处理苏联崩溃中出现的某些新的问题，显得无能为力。在我的基金的主要活动地区，我可以觉察到关闭的趋势。随冲突的升级，欧洲联盟将转向闭关自守，美国将独立无援。

目前我未有准备着手解决这些危机，而仅试图说明这一难点。我谴责盛行的自由放任态度，它相信在关心公众利益的同时并不妨碍对私利的追求。我相信开放社会的概念，它需要精心培育以使其奏效，提供更好的导向以便于行动。如果我们同意这一点，我信誓准备去面对困难，如果我们有理论不同意坚持这一行动方针，但当自由世界如共产主义世界般瓦解时，我们不应袖手旁观。

国际金融界的坏孩子

德国《图片报》发表“今日焦点人物”文章言：一个人倚仗自己的资金来对付整个国家及其货币并获得了成功。此人就是 66 岁的亿万富翁乔治·索罗斯。这个国家是泰国，它的货币是铢。

现在是不是又要故伎重演呢？像这样的人是怎样作好准备来冲击泰铢这样的货币呢？他如何从铢中获得几十亿利润呢？他需要耐心、许多钱（索罗斯可操纵 150 亿马克基金）和一次经济危机（就像泰国现在的危机）。

他在泰国故伎重演

泰国这头小老虎受了伤。此时“国际金融界的坏孩子”出动了。他的做法非常简单：他只是散布谣言。他的话对全世界投机倒把分子就是金科玉律，谣言在全世界不胫而走。

6 月 27 日的德国《法兰克福汇报》写道：“像索罗斯这样的大投机家不排除使铢贬值 20 个或者更多个百分点的可能性。”...这就是对铢宣判了死刑。现在全世界投机家就知道这一点：卖掉铢，卖掉泰国股票。”而泰国政府却无能为力。最后的出路是：它在 7 月 2 日放开泰铢的汇价（过去是同美元挂钩），其后果是自由下落。一美元可以买 30 泰铢（此前是近 20 铢）。”索罗斯现在等待泰国铢落到最低点，然后便大量买进泰铢和泰国股票。全世界投机倒把分子都在等待索罗斯发出信号。他一购买，大家都跟着购买，泰铢和股票也跟着上涨。行市上升，交易所的交易赢利便滚滚流入他的私囊。他不顾交易所投机家的大忌而同中央银行对抗，并且又一次得手。

股市天才、业余哲学家和慈善家

“下一次金融危机肯定会到来。问题只在于什么时间。”这是乔治·索罗斯不久前在纽约宣布的。对于他自己以数以十亿计的资金作赌注来对付泰国铢，从而会给危机火上加油，他却保持沉默。索罗斯量子基金会的经理斯坦利·德鲁肯米勒在上周泰国中央银行宣告屈服之后承认：“我们赢利了。”索罗斯闻名于世是在 1992 年，当时英格兰银行不得不向这位匈牙利人俯首称臣。通过货币投机，索罗斯在使他的投资者的财富增加的同时，也为自己聚集了 25 亿美元以上的私人财产。索罗斯正慷慨地把这些钱花出去。他是美国，可能也是世界上最大的慈善家。地设立的基金会即开放社会研究所在全世界有 50 多家分支机构，雇员超过 1000 人。

这位 1930 年出生的大投机家早在 1989 年就已经从日常交易中抽身引退。只有在采取向英镑或泰国铢进攻这样的大行动时，索罗斯才积极参与。在这种行动中，没有人愿意放弃利用这位老人的辨别力。

真正的爱好是为别人花钱

尽管完全有财力享受世界上每一种奢华，但乔治·索罗斯对此却很少有兴趣，自己的生活十分简朴。他真正的爱好是为别人花钱。如果对某个慈善项目感兴趣，索罗斯就会慷慨地向其提供资助，为此他可以在一天之内掏出 1 亿美元。只有一件事索罗斯是一个子儿也不掏的：有关犹太人的项目；“我保持中立。”这位生于匈牙利的犹太人说。

索罗斯最想拯救整个世界。这位金融投机商承认，他有时把自己视作一个神。无论如何，这名白手起家的亿万富翁所做的善事是不容抹杀的。例如，他捐献了 5000 万美元以上的资金，用以在受战争破坏的波黑采取援助措施和在萨拉热窝建造一个紧急供水系统。为了防止俄罗斯科学家在苏联解体之后为中东的独裁者服务，索罗斯承担了他们中接近 1/3 的人的年薪。

索罗斯对世界进行改良的愿望与他个人的经历是分不开的。但是，这位业余哲学家却不能容忍世人以一种完全扭曲的理论来解释他的善行。索罗斯认为，“在共产主义失败之后，无节制的资本主义成为自由人类最大的威胁。他说：“我只能一再对盲目信任市场的魔力发出警告。”“市场中留有投机的空间是各国政府的错误。”对索罗斯影响最大的是英国哲学家卡尔·波普尔，索罗斯在伦敦经济学院学习时听过他的课。波普尔的《开放社会及其敌人》一书为索罗斯向世界专制政权宣战提供了合适的理论依据。索罗斯亲身经历过独裁政体的暴政。在纳粹占领匈牙利时期，当时还是一名犹太儿童的索罗斯曾被父亲用篡改过的身分证明隐藏在一个信奉基督教的政府官员家中。共产党在匈牙利掌权之后，索罗斯一家被迫流亡英国。

“未能实现当哲学家的抱负”

索罗斯把自己看作一个“未能实现当哲学家抱负的人”。如果读了他最近就全球化问题发表的长篇大论，你也定会得出同样的印象。按照约翰斯·霍普金斯大学史蒂夫·汉克的说法，他以此证明了“一个清楚的头脑和大量的金钱并不是必然一起出现的”。

索罗斯自己也认为他离精神错乱并不太远。他的祖父就是偏执狂。他偶尔也幻想自己会发疯。对个人健康的担心使他开始追寻人生的意义，为此他成立了开放社会研究所。

索罗斯被看作是一个变化无常、思想跳跃性很强的人，他多年的老友、摩根一斯坦利资产管理公司老板巴顿·比格斯说：“他（索罗斯）对市场有一种令人难以置信的直觉。”当然，这并不能保证这位金融界的杂技演员偶尔也会失误。例如，在 1994 年对日元的投机活动中他在一天之内就损失了 6 亿美元，对此他个人负有不可推卸的责任。

乔治·索罗斯在有生之年永远不会得到英格兰银行的原谅。1992 年他投下巨额赌注与英镑较量，结果严重损害了英国为防止货币贬值和被迫退出欧洲货币体系所作的努力。

而积极投身于社会公益事业给索罗斯带来的也不仅仅是朋友。例如，当索罗斯捐资 1600 万美元支持那些主张开放软毒品市场的团体时，克林顿政府就感到很扫兴。此外，索罗斯还的不遗余力的反对者。他甚至对保守的政治家也提出批评，认为他们有民族主义倾向。例如，捷克总理瓦茨拉夫·

克劳斯就被索罗斯视作“最糟的西方民主制度的化身”。

索罗斯如何统率“量子基金”赚钱

乔治·索罗斯统率“量子基金”(QuantumFund)在二十年中创造出三百倍的回报，被喻为全球最佳的基金经理。

量子基金在1969年推出时还只是一个资本额仅400万美元的基金，此时命名为双鹰基金(DoubleEagleFund)。1973年改名为索罗斯基金。在这短短的五年间，资产值已增至1200万美元。1978年索罗斯又把以自由名字命名的基金改名为量子基金，以之命名，要追求的是基金的增长速度足以美物理学中的量子。至1981年9月，基金资产已达1亿美元，至今更激增至20亿美元。在这短短的二十余年中，已使量子基金成为世界有史以来最成功的投资实体之一。如果1969年投资1000美元，并把红利再投资的话，今天的价值将远逾200万美元。

量子基金就其资产规模而言，在美国现有4000多家共同基金拥有2亿余亿资产的状况下算不上什么，但它上述的增长业绩都是颇为令人惊叹的。并且，它的运作同普通的投资组合比较起来具有许多鲜明的特点。一是善于充分利用杠杆原理，但很少认购期权，而是巧妙利用借贷和抵押，购入证券以购取最大的收益；二是投资于很多不同类型及风险的资产。既投资于货币，投资于别的金融资产，如股票、债券和期权等。最近还建立了一个新的基金，叫“量子工业资产”，专门从事工业投资，购买企业的实际所有权或部分所有权。但不太涉足于风险高，回报亦高的衍生金融工具；三是在这些不同的资产类型中既做空头也做多头；四是在侧重于大量使用财务杠杆的基础上，购买短期证券，以保持高度的灵活性，有较强的投机性。索罗斯认为短期证券比长期证券的业绩要好得多；五是在与投资者的关系方面，它是一种业绩基金，即基金管理人员所得的报酬是与盈利成正比的，而不是按照后者所管理的基金规模而定的。并且，在基金中有管理人员的资金，索罗斯本人就是基金的重要持股者。他们把按基金业绩所得的酬金再投资于基金。这样，基金存在的时间越久越成功，基金管理人员在其中所拥有的份额也越大。他们可说是与基金同甘苦、共命运，在持股人和管理人员之间有一种利益的同一性。

除了这些基本特点之外，索罗斯还把基金定位为利用大趋势，即配合市场走势搞宏观投资。实际上其大部分钱也是在宏观投资中赚来的。这其实是一种由上而下的投资策略。首先是确定市场当时的宏观走势，然后选出股票、债券或其它类别，最后在所选的投资类别中再选中要投资的项目，如股票、债券、货币或期权等。这相当于三度的资产配置，有时候能够把其资产的100%以按其宏观投资观点来配置，效率很高。

量子基金的优异业绩虽与其一些特点有关，如对衍生金融工具的敬而远之，而喜欢采取最简单的投资方式，令索罗斯因祸得福，避过了因衍生工具而引发的股灾。但是，任何一家投资机构的成功，却都要以对大趋势的准确把握为根本。索罗斯本人就声称他自己的分析能力不太强，但确实有一种很强的判断能力，并在这种批判能力之上构筑非凡的判断力。索罗斯领导的量子基金正是凭这种敏锐的判断力和准确的预期大获成功。在92年9月欧洲货币体系出现危机英镑脱钩的一役中，短短的几天竟赚取10亿美元之巨。

索罗斯对市场独特的感悟理论

索罗斯对市场趋势之所以有如此神奇的把握能力并在投资界取得骄人

成绩，是与其喜欢分析思考的性格有关的。他是一位祖籍匈牙利的犹太人，继承了犹太人既善于经商又长于哲学思维的禀赋。在分十七岁那年，因纳粹德国入侵而前往英国，并在伦敦经济学院修读经济学。令人惊叹的是，虽然他后来成为金融界的巨匠之一，却并没有正式接受过财务学的训练。他在长期的实践操作中感到在经济学院的所学与现实世界太远，逐渐形成了一套自己独特的哲学思想和理论框架。在他迄今为止出版的四本著作中，他向世人表述了他独特的认识感悟。

索罗斯认为我们对身处的世界世界的认知是有限的，他不同意经济学上经常假定的人对市场有完全认知的能力。我们身处的世界每一刻都在变化，无人可以对这个不断改变的世界有完全的认知。因此他也不相信建立在这一假设基础之上的近 20 年来有长足发展的衡量投资组合风险的一些方法，而竭力去寻找那些非均衡状态，认为这种状态发出了促使他采取行动的信号，并觉得当我们要通过对客观环境的认知而作出任何决定时，那实际上又是一种互动的关系。我们的行为是会影响环境，但环境亦同时会影响我们的认识和行为。这就是乔治·索罗斯所谓的反射理论的出发点。他指出，现实反映了人们的想法，人类行为都会改变客观环境，是基于人对现实环境的理解而作出的决定，索罗斯称之为参与作用，那是和一种主动的行为。这两种作用相反地运行，又相互地影响，而每一个作用的产生，都需要一个对立的因素，当环境与人产生第一个影响时，其它连锁反应亦会陆续发生，因此统称为“反射作用”。

索罗斯把他的这种哲学思想应用于对投资市场的认识。他认为股票的价格及市场的趋势均会产生反射作用，就算基本因素没有任何变化。当在，如果基本因素没改变，市场又会很快地纠正过来。

股票市场一向认为股价是股票本身价值的反映，从而股价与股票的价值有直接的关系。索罗斯就认为其中的关系是一种微妙的反射关系。他认为投资者通常对股票市场及股票的认可均会有所偏差，而且市场本身亦具有某种程度的预测（Predictive）或估计（Anticipative）的能力。索罗斯认为者的偏差会造成种种反射作用，并会与投资者所身处的市场形成一种互动的关系。由于投资者仅是市场的一部分，并且他们的决定又会影响市场，这样，索罗斯就以市场的偏差代替投资者的偏差。这种偏差实际上就是指市场上占主导地位的投资者的判断，它会直接影响到股介的走势。看好的市场偏差，将会使股价上扬，看淡的偏差，便会使股价下跌。

不过，在索罗斯的理论中还包括另一个因素，即市场的趋势。这种趋势无论是否为投资者所察觉，均能影响股价。但是，这种趋势的影响力有大有小，亦会受投资者偏差的影响。因此，股价的走势是由市场的偏差及市场的趋势两者相互影响而决定的。这两种因素的相互影响方式就是反射理论所谓的被动式的认知作用及主动式的参与作用的过程。这就是市场的趋势影响了投资者，此为认知的影响，是被动的。当投资者通过对市场的参与而影响了市场，便是主动作用。这样一来，股票的波动进一步影响了投资者市场的偏差及市场的趋势。

因此，股价其实就是由市场趋势及市场偏差的反射作用所影响的，但同时两者却又受股价的影响。这三者均能加强其它两者的影响力，当它们向同一方向加强时，或在此后又往另一方面发展时，它们的形态就是常说的盛或衰（Boom-bust）。

索罗斯把股价加强市场的走势称为自我加强走势 (Self-reinforcing), 反之则称为自我调整 (Self-correcting) 过程。同样, 市场趋势和市场偏差也会以自我加强或自我调整的形态表现出来。当市场趋势被加强时, 市场的预测与实际股价的分歧将会扩大, 如果相反, 就会自我调整, 将分歧缩小。这些现象就称为股票市场的上升或下调。如果市场偏差令股份向上游动, 这是正面的偏差; 如果下浮, 则为负面的偏差。索罗斯指出, 市场的趋势可以令市场的偏差进一步加速或令其调整。

上述就是索罗斯反射理论的主要内容, 虽甚简略, 但亦可见其敢于否定传统思维的勇气, 另辟蹊径。独排众议, 相信市场的运行并非都是有效率而合理的, 其中必有一些漏洞, 而且市场的价格也往往有错, 并按照这种理论思路去寻找所有其它投资理论的缺陷, 从而能走在市场曲线的前面, 并注意观察那种趋势可能即将告终的稳约可见的迹象, 做到在趋势发生转折之前背潮流而驰而大获成功。也正是这种勇于创新的魄力和基于哲学思考的神奇感觉, 使他成为世界金融市场上有影响的人物。

索罗斯南北出击

法国《论坛报》报道, 索罗斯从俄罗斯到阿根廷四面出击。

匈牙利裔美国人乔治·索罗斯是金融家 (索罗斯量子基金会) 投机者 (1992 年“同英镑摔跤者”) 和慈善家 (开放社会研究所), 现在他使世界各地都在谈论他。两个星期前他谴责东盟接纳实行独裁政治的缅甸为成员国, 从而引起了种种议论。

实际上, 现在乔治·索罗斯更感兴趣的是俄罗斯。他在 7 月 29 日证实了俄罗斯报界的消息。这些消息说, 他向俄罗斯电信投资公司投资了 9.8 亿美元 (约 61.5 亿法郎)。这家公司是穆斯特财团的成员, 它以 18.7 亿美元赢得了拍卖, 获得了穆斯特财团 25% 的股份。

索罗斯可能还准备在俄罗斯石油领域投资。俄罗斯的《今日报》说, 他可能将向莫斯科出 10 亿美元以控制俄罗斯石油公司, 这是俄罗斯第九大石油公司, 目前它仍属国家所有。

在地球的另一端, 索罗斯瞄准了阿根廷。他在那里已是第一大地产主, 他还想成为那里的最大银行家之一他在当地的机构伊尔萨公司最近宣布, 希望在对国家抵押银行实行私有化时成为购买的竞争者。索罗斯已经在阿根廷的农业和不动产方面投资了 4 亿美元。他在潘帕斯草原拥有 40 万公顷土地和 1.7 万头牲畜。在布宜诺斯艾利斯的富有地区, 他还购买了一些商业中心和办公大楼。最近几周, 他又获得了原属美国人斯威夫特·阿穆尔的 5 万公顷土地。这块地位于拉普拉塔河畔, 如果布宜诺斯艾利斯能够赢得 2004 年奥运会的举办权, 届时将在这里修建奥运村。如果他买下国家抵押银行 (资产总额约为 43 亿美元) 的话, 这将是他在阿根廷最大的一笔投资。

索罗斯与巴菲特

根据美国《福布斯》杂志公布的今年度二百大亿万富豪排行榜, 有两位是完全凭靠纵横国际金融市场致富的美国投资大家, 一位是名列第二的沃伦·巴菲特, 一位则是名列第 131 的乔治·索罗斯。这两人在国际金融圈都是赫赫有名, 然而他们的投资策略却是南辕北辙。

现年 67 岁的巴菲特从小就展现出他在数字与投资方面的天份。地在 8 岁时就开始阅读父亲所收集的股市书籍。他的父亲是一名股票经纪人, 而他在 11 岁时就投入美国股市, 买进他的第一只股票。1956 年, 当时才 26 岁

的巴菲特真正展开他的投资事业，与 6 位朋友共同投资 10.5 万美元，投资美国股市。此一合伙投资事业在往后的 13 年间平均每年有 29.5% 的投资报酬率，总资产高达 2600 万美元。而同期间道—琼斯指数有 5 年是呈下跌的，由此可见巴菲特投资策略的高明。1965 年，巴菲特买下英国波克夏哈萨威公司，并以此为基础不断扩张投资版图。

巴菲特的投资策略可归纳为四大步骤：一、不要理会股市每天的起伏。巴菲特认为股市的存在只是提供大家一个投资活动场所，而受到投资活动的影响，股市行情自然会有起伏。然而投资人不应随着股市行情起舞，而应先有万全的准备，彻底了解自己所要投资的目标，并坚信自己能够打败股市指数的变动。二、不要过度担心经济情势的变化。巴菲特认为没有人能够预测经济情势未来的变化，而因应经济景气变化所做的投资决定往往会在下一波经济景气中变成错误的抉择，因此投资人所应做的是选择在任何经济情势下都有获利空间的企业。三、买下公司，而不是股票。巴菲特认为投资必须能够看得长，想得远。买下一只股票，也就等于是拥有一家公司部分的所有权，而这家公司未来的任何获利有部分是归你所有。四、管理企业的投资组合。他认为投资的最终目的是拥有企业，让这些企业为其创造财富。

被当前国际金融市场视为超级大作手的索罗斯出生于匈牙利，他的发迹是先着 1969 年与另一位投资专家吉姆·罗杰斯联手成立的量子基金。该基金自成立以来平均每年的投资报酬率高达 35%，而且只有在 1981 年出现过赔钱的纪录。索罗斯的投资理论是人非圣贤，孰能无过，而市场行情则是涨久必跌，跌久必涨，他只要能够掌握到其中的契机与矛盾，在国际金融市场就可无往不利，这也就是他著名的“错误理论”“大起大落理论”。而他最著名的战绩是他在 1992 年利用欧盟各国之间在迈向统一大业之途中的矛盾，大力放空意大利里拉与英镑等相对弱势货币，造成欧洲汇率危机，进而迫使里拉与英镑相继脱离欧洲货币机制。当然，他也自其中大捞一票。索罗斯在国际间建立有庞大的人际关系网络。他通过投资与慈善活动与各国政要建立良好关系，然后利用这些关系获得由其他一般管道无从得知的消息，在市场上进行炒作。而国际金融界有些人士也因此指责索罗斯所从事的根本就是内线交易。

巴菲特与索罗斯可说是当前全球投资热潮中完全不同的两种典型，前者是注重基本面，做长不做短的保守派，后者则是强调消息面，逮到机会一心要大捞一笔的豪赌派。至于他们两人在国际金融市场的纵横术到底孰优孰劣，或许由他们在《福布斯》杂志上的排行榜可一窥端倪。

索罗斯该不该骂？

《南华早报》方思涌评马哈迪尔骂索罗斯一事：东南亚一些国家的货币不稳，索罗斯是否罪魁祸首，目前还难以断定；但货币投机是防不胜防的活动，有关国家必须妥善管理本身的财经制度，才能使投机者无机可趁。在最近这阵东南亚货币危机声中，马来西亚首相马哈迪医生多次抨击著名货币炒家索罗斯。开始时是旁敲侧击，后来是指名道姓，直指他破坏各国的经济。最强烈的一次抨击是在 8 月的一个星期六。马哈迪医生说，索罗斯一面声称要维护人权，一方面却使整个区域国家的经济受到破坏。他还说，“我们努力了三、四十年来发展自己的国家，才能达到今日的水平，突然却有人挟著数十亿美元，在短短几个星期内摧毁了我们的成果”。以一国首相之尊，马哈迪医生一再对一个有头面的人物痛加斥责，这可显出可爱的性格。由此也

可看出，这次的货币危机对有关国家所造成的严重破坏。

在马哈迪医生投下重磅的攻击之前，其他受害的国家如泰国也曾几次指认索罗斯是这次投机活动的罪魁祸首。虽然索罗斯矢口否认有这回事，甚至美国政府也替他辩护，他这么成为千夫所指，要说完全和这类活动毫无干涉，似乎是跳进黄河也洗不清。尤其是他在过去已有前科，在 1992 年的英镑事件和 1994 年的墨西哥货币危机中，他都插有一手。

索罗斯这么一挨骂，在本地区的名气骤然大起来了。我说是本地区，那是因为他西方世界本来就是来头不小的人物，只是因为他这次“眷顾”到本地区来，才格外引起我们的注意。特别是马哈迪医生提到他既要维护人权，又破坏其他国家经济，更令人对他的双重面目感到兴趣。其实，只要开启网际网络，就可找到许多有关索罗斯的资料。我这里先抄出一段有关他的生平，“索罗斯在 1930 年出生于匈牙利的布达佩斯，1947 年移居英国，并在伦敦经济学院毕业。1956 年，他到美国。自此通过他自己设立和管理的国际投资基金累积大量的财富”。后面的一部分则叙述这个有犹太血统的金融家在求学期间深受哲学家卡尔·波珀的影响。因此在发了财之后也变成了慈善家，鼓吹“开放社会”的思想。先后在三十几个前共产国家和一些发展中国家设立基金。为了推展“开放社会”运动，这些基金每年拨出三、四亿美元在教育、文化和社会方面从事改革工作。对于什么是“开放社会”，索罗斯这么说：“开放社会”是指没有人能够垄断事实，人人都可有不同见解和利益，因此需要有某些机构出来保障人人和平生活在一起的权利。如果细读这段文字，我们也可看出，索罗斯的所谓“开放社会”，事实上是和西方国家所鼓吹的人权异曲同工的。因此，在索罗斯的言谈中，人权是个常见的词汇，也因为这样，索罗斯今年 1 月间在布达佩斯的一次演讲中，强烈批评缅甸的军人执政团是残暴的独裁者，呼吁西方国家停止到缅甸投资，呼吁游客不要到缅甸去旅游。像这类社会活动，索罗斯是大张旗鼓的干，发布的资料有如汗牛充栋。可是，这些是在他腰缠万贯之后才兴起的雅兴。他的真正事业是搞投资和投机买卖，他旗下的匡特姆（Quantum）基金拥有 120 亿美元的资金，在世界各地进行投资交易，在过去二十多年来，表现还是同业中的佼佼者。凡是投资基金，它们的投资活动其实和投机只是一线之隔。长期把钱投在某一个地方，可说是投资；投资变成短线时，就是投机，特别是在货币市场上，两军对垒时，都是速战速决，更说不上什么投资了。这些年来，由于索罗斯已到富可敌国的地步，许多国家的中央银行一听到他的名字都无不特别打起精神来。索罗斯出道很早，不过，他的名字之所以响亮，则拜赐 1992 年和英格兰银行的一役。当时，在不足几天的时光里，英镑在他的强力出击下连连败退，一举给他带来 10 亿美元的盈利。过后，在墨西哥货币危机，还有这次东南亚的货币危机事件中（特别是在泰国先掀起第一波时），都有索罗斯的影子在里头。当然，不像他的慈善事业那样可到处吹嘘，资料唾手可得，索罗斯的买卖是在极其隐秘的情况下进行。这倒不是说他的勾当是非法的事实上，那是绝对合法的。可是，鉴于商业理由，却非要保密不可。所以，人们不仅不容易找到匡特姆基金的资料和动向，如果它在市场上有什么动静，也是等到真相大白时才让人恍然大悟。从最近几年历次发生的货币危机来看，这种投机活动所造成的伤害是很大的。以马来西亚来说，中央银行耗用了几十亿的储备，还只能使马币苦苦守在低水平。在一个星期期间就跌了 5%。而国内的利率却上升到双位数的水平。单是看这几个数字，

就可看出大马为这场货币战所付出的代价有多大。简单的说，投机者是乘人之危下手的，就像是病菌在人体虚弱时侵入体内一样。由此也可看出，马哈迪所说的是发自受害国的心声，索罗斯该不该骂，答案昭然若揭。当然，如果索罗斯不认帐，而且又无从证明是他干的，那就有骂错人的危险。同时，骂跑了一个索罗斯，还有许许多多小索罗斯。骂了他们或者能解气，但却无济于事，骂了之后不会吓退他们。少了一个索罗斯，只要有机可趁，其他的小索罗斯还是会出现的，也不能保证事件不会重演。实际上，除了抨击投机活动外，这次备受货币投机风暴打击的国家不妨也进行反思。这其中最重要的问题，是如何从根本的因素消除投机者进袭的条件，不给投机者有见缝插针的机会。对此，不言而喻的，答案就是要搞好经济，而且不只是要求经济有发展，还要使它保持稳健的发展。大凡在自由经济国家里，经济和财务上一有漏洞出现，必然会给对方下手的机会。相反的，如果经济基础稳固，储备和盈余足够，金融体系健全，就像城池固若金汤，敌人见了往住也会知难而退。

可是，在理论上，每个国家都希望把经济搞好，只是客观事实未必能按主观的愿望发展。有时，外围的因素也影响到本国的经济。那么，在经济表现不如意时，不可避免的就会出现风雨交加的局面。面对这种可能性，当中央银行的自保能力削弱时，形势就很险恶。目前，各国除了自己奋力作战，或接受货币贬值的事实外，似乎还没有什么良方。在过去，当防卫安全有问题时，有些国家采取了集体防卫的方式；可是，在金融事业上，各国却找不到一条共同御敌之道。在此之前，东南亚国家已有墨西哥的前车之鉴，互相之间签署了联防协约，可惜的是，这类协约禁不住投机风浪的冲击而失败。8月中，亚太区11个国家的中央银行行长在上海举行会议。会后虽然没有透露对这次金融风暴的应对办法，但从与会者会前会后的言论看来，显然的这个课题受到了高度的关注。另外一合作的渠道则是国际货币基金会在今年初所安排的协议。由25个国家提供476亿美元，成为应付货币危机的备用贷款，可是，这项计划主要是用在善后，而在危机发生时却无法产生急救的作用。不过，从这种种措施来看，经过这次东南亚所发生的事件后，国际上对集体应付货币危机的认识也更深。人们也看出，今后的金融市场会趋于集体防卫的概，目前所进行的种种安排也正是将来一整套救市的雏型计划。

《金融风暴》—1992年欧洲货币危机

欧洲货币体系的建立及其矛盾

欧洲货币体系于1978年12月5日欧洲理事会决定创建，1979年3月13日正式成立，其实质是一个固定的可调整的汇率制度。它的运行机制有二个基本要素：一是货币篮子——欧洲货币单位（ECU）；二是格子体系——汇率制度。欧洲货币单位是当时欧共体12个成员国货币共同组成的一篮子货币，各成员国货币在其中所占的比重大小是由他们各自的经济实力决定的。欧洲货币体系的汇率制度以欧洲货币单位为中心，让成员国的货币与欧洲货币单位挂钩，然后再通过欧洲货币单位使成员国的货币确定双边固定汇率。这种汇率制度被称之为格子体系，或平价网。

欧洲货币单位确定的本身就孕育着一定的矛盾。欧共体成员国的实力

不是固定不变的，一旦变化到一定程度，就要求各成员国货币的权数进行调整。虽规定每隔五年权数变动一次，但若未能及时发现实力的变化或者发现了未能及时发现实力的变化或者发现了未能及时调整，通过市场自发地进行调整就会使欧洲货币体系爆发危机。1992年9月中旬在欧洲货币市场上发生的一场自二战后最严重的货币危机，其根本原因就是德国实力的增强打破了欧共体内部力量的均衡。当时德国经济实力因东西德统一而大大增强，尽管德国马克在欧洲货币单位中用马克表示的份额不交，但由于马克对美元汇率升高，马克在欧洲货币单位中的相对份额也不断提高。因为欧洲货币单位是欧共体成员国商品劳务交往和资本流动的记帐单位，马克价值的变化或者说德国货币政策不仅能左右德国的宏观经济，而且对欧共体其它成员的宏观经济也会产生更大的影响。而英国和意大利经济则一直不景气，增长缓慢，失业增加，他们需要实行低利率政策，以降低企业借款成本，让企业增加投资，扩大就业，增加产量，并刺激居民消费以振作经济。但当时德国在东西德统一后，财政上出现了巨额赤字，政府担心由此引发通货膨胀，引起习惯于低通货膨胀的德国人不满，爆发政治和社会问题。因此，通货膨胀率仅为3.5%的德国非但拒绝上次七国首脑会议要求其降息的要求，反而在92年7月把贴现率升为8.75%。这样，过高的德国利息率引起了外汇市场出现抛售英镑、里拉而抢购马克的风潮，致使里拉和英镑汇率大跌，这是92年欧洲货币危机的直接原因。

对德国利率提高首先作出反应的是北欧的芬兰。芬兰马克与德国马克自动挂钩，德国提高利率后，芬兰人纷纷把芬兰马克换成德国马克，到九月芬兰马克对德国马克的汇率持续下跌。芬兰央行为维持比价不得不抛售德国马克购买芬兰马克，但芬兰马克仍不泻不，芬兰央行的德国马克有限，在9月8日芬兰政府突然宣布芬兰马克德国马克脱钩，自由浮动。

芬兰马克与德国马克的脱钩成为这场货币危机的导火索

当时英法政府就深感问题的严重性而向德政府建议降低利率，但德国认为芬兰马克脱钩微不足道，拒绝了英法政府的建议，德国央行行长施莱辛格在9月11日公开宣布，德国绝不会降低利率。货币市场的投机者获得这个消息后就把投机的目标肆无忌惮地转向不断坚挺的德国马克。9月12日，欧洲货币体系内一直是软货币的意大利里拉告急，汇率一路下挫，跌到了欧洲货币体系汇率机制中里拉对马克汇率的最大下限。在这种情况下，虽然意政府曾在7日和9日先后2次提高银行贴现率，从12%提高到15%，同时还向外汇市场抛售马克和法郎，但也未能使局外缓和。9月13日意政府不得不宣布里拉贬值，将其比价下调3.5%，而欧洲货币体系的另外10种货币将升值3.5%，这是自1987年1月12日以来欧洲货币体系比价的第一次调整。

到了此时，德国政府才出于维持欧洲货币体系的运行而作出细微的让步，于9月14日正式宣布贴现率降低半个百分点，由8.75%降到8.25%，这是德国五年来的第一次降息。德国的这一举运受到美英法的高赞赏，但为时过晚，一场更大的风暴在英国的外汇市场上刮起。就在德国宣布降息的第二天，英镑汇率一路下跌，英镑与马克的比价冲破了三道防线达到1英镑等于2.78马克。英镑的狂跌使英国政府乱了阵脚，于16日清晨宣布提高银行利率2个百分点，几小时后又宣布提高3个百分点，把利率由10%提高到15%。一天2次提高利率在英国近代史上是绝无仅有的。英国作出这种反常之举的目的是要吸引国外短期资本流入，增加对英镑的需求以稳定英镑的汇率。但

是，市场的变化是微妙的，一旦信心动摇，大势已成，汇率变动趋势就难以遏阻了。

英镑狂跌，宣布退出欧洲货币体系

从 1992 年 9 月 15 日到 16 日，各国央行注入上百亿英镑的资金支持英镑，但也无济于事。16 日英镑与马克的比价又由前一天的 1 英镑等于 2.78 马克跌至 1 英镑等于 2.64 马克，英镑与美元的比价也跌到 1 英镑等于 1.738 美元的最低水平。在一切机关用尽之后，9 月 16 日晚上，英国财政大臣拉蒙特宣布英国退出欧洲货币体系并降低利息率 3 个百分点，17 日上午又把利率降低 2 个百分点，恢复到原来 10% 的水平。

意大利里拉在 13 日贬值之后，仅隔了 3 天又一次在外汇市场上处于危机，马克对里拉的比价再次超过了重新调整后的汇率下浮的界限，意政府为了挽救里拉下跌花了价值为 40 万亿里拉的外汇储备终未奏效，只好宣布里拉退出欧洲货币体系，让其自由浮动。

欧共体财政官员召开了长达六小时的紧急会议后宣布同意英意两国暂时脱离欧洲货币体系，西班牙比塞塔贬值 5%。从 1987 年 1 月到 1992 年 9 月，五年多时间内欧洲货币体系的汇率只进行一次调整，而在 92 年 9 月 13 日至 16 日，三天之内就进行了二次调整，可见这次欧洲货币危机的严重性。

直到 1992 年 9 月 20 日，法国公民投票通过了其中心思想是把在文化政治上仍有很大差别的国家建立一个近似欧洲合众国的政治实体，其成员国不仅要使用同一种货币，而且还得奉行共同外交和安全政策的《马斯特赫条约》，才使欧洲货币风暴暂时平息下来，英镑、里拉趋向贬值后的均衡的状态。

欧洲货币危机的教训

这场货币危机有不少深刻的教训，仅就确保香港金融市场稳定而言，也有重要的启示，这就是要加强国际货币金融政策的协调和配合。西欧金融九月风暴，在很大程度上反映了欧共体主要工业国家货币金融政策的不协调。当时德国在其经济实力不断增强，马克坚挺的情形下，还偏执于本国利益，不顾英意两国经济一直不景气，而为了他们本国经济发展要降低利率的要求，不仅拒绝了七国首脑会议要求其降息的呼吁，反而提高利率。在芬兰马克被迫与德国马克脱钩的情况下，还意识不到维持欧洲货币体系运行机制的迫切性，甚至公然宣布其绝不会降低利息率。等到外汇市场风暴骤起，才宣布将其贴现率降低半个百分点，但这只能给外汇市场上的投机者以这样的预期，即他们认为德国过去提高利率是为了抑制通货膨胀，现在降低利率仅是对通货膨胀的让步。当然，这场危机的过错不能全部归罪于德国，不过，需要强调的是，在经济一体化、全球化的今天，尽管各国间各种经济矛盾日益加剧，但任何国家都不能一意孤行，各国只能在合作与协调中才能求得稳定的发展。世界正在朝着国际合作与政策协调的方向发展，这一趋势现在已经成为不可逆转的潮流。所谓政策协调就是要对某些宏观经济政策进行共同的调整，对相互间的经济关系和经济活动进行联合的干预，以达到互助互利的目的。这主要是由于各国经济政策的溢出效应 (spill-over effect)，即一国所采取的政策往往会影响到其它国家的经济运行。由此，各国采取协调的经济政策就会促进世界经济的发展，而各行其是，往往会产生不利的后果。

《金融风暴》—1994 年墨西哥金融危机

墨西哥货币危机的成因

近年来墨西哥为了遏制通货膨胀，实行了稳定汇率的政策，即利用外资的流入来支持本已非常虚弱的本国货币，使新比索与美元的汇率基本稳定，仅在一个很窄的范围内波动。但由于外贸赤字的恶化，外国投资者信心动摇，在资本大量持续外流的压力下，1994 年 12 月 20 日墨西哥政府不得不宣布让新比索贬值 15.3%。然而这一措施在外国投资中间引起了恐慌，资本大量外流愈加凶猛。墨政府在两天之内就失掉了 40-50 亿美元的外汇储备。到 12 月 22 日，外汇储备几近枯竭，降到了少于一个月进口额的水平，最后墨政府不得不被迫宣布让新比索自由浮动，政府不再干预外汇市场。几天之内新比索下跌了 40%。

墨西哥货币危机爆发的原因主要有两方面。第一是从 1990 年起，其经济发生了一系列的变化：首先是高利率吸引了大量外资的涌入，每年流入量达 250 至 300 亿美元；其次是实际汇率逐步持续上升，损害了其出口商品的竞争力，造成国际收支经常项目的赤字增加到每年约 230 亿美元（占其国内生产总值的 7%）；再次是国内储蓄率急剧下降，上 1990 年的 19% 降到 1994 年的 14% 左右，同时，国内投资和生产率停滞，经济增长率仅为 2%。第二是墨政府推行控制通货膨胀措施之一的稳定汇率政策时间过长，使外国投资者觉得这是一种隐含的“汇率保障”，为他们减少了风险，因而吸引了外资证券投资的涌入。然而大部分外资被用来增加消费，投资和外贸出口并未显著增长，这就使整个经济过份依赖外资。一旦外资流入减缓，外汇储备就大量减少。外国投资者一旦察觉，便开始把投资于股票证券的资金回撤回本国，由此触发了危机。

美国救援了墨西哥

1995 年初墨西哥发生的“龙舌兰酒效应”使金融监管当局谈“酒”色变。分析家的分析表明，墨西哥是美国的第三大贸易伙伴，如果墨西哥的金融危机不能够得到有效遏制，则美国将在墨西哥的销售额 1995 年减少 100 个美元，使本来贸易赤字高企的美国外贸形势更加雪上加霜。

稳定的墨西哥比索有利于北美自由贸易区的稳定。在最近的美国政府公布的一份报告中，克林顿政府是这样对北美自由贸易区进行评价的，报告说，北美自由贸易协定对美国的经济扩张起了积极作用。这项协定对美国的净出口、收入、投资和出口所带来的就业岗位都起了积极作用。正因为北美自由贸易区和墨西哥金融稳定对美国经济至关重要，克林顿政府于是决定从美国 340 亿美元的外汇稳定基金中提出 200 亿美元援助墨西哥政府，以挽救一泻千里的比索。以美国为主的 500 亿美元的国际资本成功地稳定了墨西哥金融危机。

墨西哥货币危机的教训

应给汇率以适当的灵活性，外资不应被用以过久地支持本国货币的汇率。

在资本流动比较开放自由的情况下，货币政策本身往往不够有效。因为高利率会吸引大量短期性资本的流入，助长通货膨胀。紧缩性的财政政策，如削减政府开支、补贴和政策性贷款对控制通货膨胀会更有效力。

用外资来资助消费是无法持久的。在东亚各国，外资流入大部分被用于投资，这样能提高生产率，增加出口和日后偿还的能力。

外国组合性证券投资（ForeignPortfolioInvestment）远比直接投资者（ForeignDirectInvestment）的稳定性差。前者指外国投资者在证券市场中的股票、债券投资，这种投资投机性高，外国机构投资者（共同基金、养老基金等）一旦有风吹草动便会转移资金。因此，相对来讲，吸引外国直接投资有更多的优越性。因为直接投资大多是投资于实业，其目标是争取在较长时期内获取较高的回报率，或较高的市场占有率，投机性较小，稳定性较高。

墨西哥货币危机的启示

墨西哥货币危机爆发有价值的启示。墨西哥新比索与美元的汇价主要是由外国短期资本的大量涌入来支撑比索，一旦外资流入速度减缓，或者在外资不能被利用来提高国内生产率以促进出口，并且实际汇率持续过高又损害了出口商品竞争力，从而造成国际收支经常项目大量赤字的情况下，引发外资大规模恐慌性撤退时，汇价的大幅度剧烈调整就势所难免，最终不得不宣布让新比索自由浮动，并给经济带来沉重打击。从上述墨西哥政府利用外资的政策中可以看到，墨政府对于爆发这样的货币危机缺乏足够的认识和防范。大量的外资用来资助消费，在涌入的外资中又有相当部分是组合性证券投资，并且与主要相关的各国中央银行之间也无任何实质性的合作措施，以应付流动性流动资金流向的问题。无怪乎一旦危机引发，只能望洋兴叹，不堪一击。

墨西哥加入北美自由贸易区后，其主要贸易伙伴是美国等少数国家。与富裕的邻国进行自由贸易给墨西哥带来了空前的贸易危机，从而使墨西哥的外汇储备枯竭。自由贸易的结果只是美国低技术产业进入墨廉价劳动力市场，墨西哥的出口产品仍然是过去那些为替进口而生产的产品，对该国的产业升级毫无帮助。反思墨西哥的教训，若发展中国家按西方发达国家的苛刻要求加入世贸组织，会产生何种后果可想而知。

自八十年代末九十年代初以来，“新兴市场”成为国际资金青睐的目标，外资也一度成为墨经济发展的主要动力。但外国投资的目的是牟取利益。大量美资涌入墨西哥后，随着1994年美国6次加息，以美元计价的资金成本大幅上升，墨西哥的外债负担也骤然增加。另据有关资料显示，1993年墨西哥接收的30亿美元的外来投资中，约80%投资在有色证券方面，直接投资仅占20%。投资资金投向的不平衡更造成经济结构失衡，一旦出现利率和汇率风险，外资大量流失，经济就会崩溃，因此，发展中国家在引进外资问题上应以稳妥为原则，要注重产业结构的平衡发展，要利用外资而不要被外资所利用。

墨西哥金融危机的产生与墨政府金融调控失当有很大关系。该国实行的将本币贬值和自由浮动的政策，不仅未能遏止资本外流，反而使以外币计价的债务负担不断加重。有鉴于此，发展中国家有必要经常保持较为充足的外汇储备，在本国货币迈向自由兑换的过程中，逐步完善国家银行对金融体系的调控手段和机制，包括公开市场业务和再贴现等。此外，墨西哥金融危机也揭示希望利用证券市场来吸引外资以促进本国经济发展的功效极为有限，发展中国家在进一步扩大对外开放的同时，要格外注重外资的构成和流向，同时注意建立本国的金融稳定力量，以减轻大规模外资投机活动可能带

来的冲击。

泰国危机与墨西哥金融危机的异同

美国《华尔街日报》发表文章：泰国不是墨西哥，但是无论如何仍要保持警惕。

如果用“泰国铢”代替“墨西哥比索”，这样看起来好像世界金融危机在今年夏季又出现了。

但是历史不会重演。1997年的泰国不是1994年的墨西哥。时代不同了。政府、投资商和国际金融专家记取了以往一些教训。

这仍可能是一场金融恐慌的第一幕，但是如果是这种情况，这场戏的情节将与上次不同。

诚然，表面上的一些相似之处令人害怕。像墨西哥那样，泰国以其在经济政策方面获得的一些成就而远近驰名，这理所当然。但是也像墨西哥那样，它象国外借债太多；对它的银行极少担心；感到自己无法保护它的货币以及随着货币不可避免地贬值一些做法格外拙劣。同样像墨西哥的是，泰国不愿承认它需要国际货币基金组织的急救。西方的一位中央银行行长说：“任何一个国家都不想从具有雄心壮志的亚洲虎之一沦落到国际货币基金组织需要救援的名单中。”更加不祥的是，这种状况有蔓延的迹象。自从泰国铢7月2日贬值以来，菲律宾比索下跌了6%，利率一夜之间猛升到25%。菲律宾经济曾准备被排除在国际货币基金组织的援助名单之外，现在又回到了急诊室。马来西亚、印度尼西亚和新加坡的货币目前疲软。希腊正在应付投机热。至少有一天的时间，人们早就预言的危机看起来好像要在巴西发生。但是相似之处并不总是很明显。

泰国的情况实际上是不同的。泰国比墨西哥小，对世界其它国家的欠债没有墨西哥多，它在耗尽它的所有储备之前就对铢采取了措施。它可能需要外国钱使它的银行摆脱困境，但是与拉丁美洲明显不同的是，泰国及其亚洲邻国经济增长迅速，通货膨胀率适中，而且拥有庞大的国内存款。为摩根公司监督新兴市场情况的德里克·哈格里夫斯说：“泰国的问题比较容易纠正，而又不会发生一场可怕的经济衰退。”

《金融风暴》—东南亚金融风暴启示录

东南亚金融危机对我国金融市场的警示

东南亚金融危机对我国金融市场的警示是深刻的、长远的。东南亚国家与我国有很多相似之处。我国也是新兴的市场经济国家，也在大量地吸收外资为我国的经济建设服务。我国也存在大量的外债 1995—1996年8月止共计1610.7亿美元，我国通过各种方式利用外资从1979年至1995年共计2291亿美元。近二年来，我国是第三世界的头号引资大国，是世界继美国之后的第二个引资大国。

1996年我国出口贸易不尽如人意，特别是头6个月的出口贸易更是严重滑坡，下半年则稍有回升。有人分析我国出口贸易的滑坡的直接原因是出口退税率的下调导致的。但其中是否也有我国出口商品的国际竞争力与周边国家和地区相比有下降之虞呢？尤其重要的是，我国国有独资商业银行的呆帐是困扰我国金融形势稳定和经济增长的的头号大敌。我国银行资产占GDP的比率大大超过发达国家的同一比率，比一些发展中国家的这一比率也高出

许多。据《经济学家》周刊的数字，我国银行负债资产在 1995 年的这一比率是 80%左右，而美国是 50%左右。亚洲国家除日本外都比我国低。

我国银行受国家的控制程度比大多数亚洲新兴市场国家的银行受国家的控制程度要高出许多。在同一期的《经济学家》周刊中，以国有银行资产占整个银行资产的比率来反映的这一程度，中国的这一比率接近 100%。印度为 70%，台湾省为接近 60%。俄罗斯为 25%左右，韩国为 18%左右。

由此可见，我国的金融市场存在着巨大的系统性风险。目前这是一种可能的风险，但是一俟条件成熟，就会转化为现实中的金融风险。

乍一看起来，东南亚金融危机似乎与平民百姓无关，仔细一想其实大谬不然。难道通货膨胀、银行倒闭跟咱们老百姓一点关系都没有？我们太习惯于计划经济条件下国家包揽我们生活中的一切，以致我们对金融市场中广泛存在的风险麻木不仁。我国经济发展过程中也曾出现过如 1988 年 1993 年经济增长过快，物价上涨过猛的情况，这也是市场金融风险的一种。

但我们的银行从来没有因为经营者管理不善，出现不能支付居民存款的现象。近几年在市场规律的作用下也曾有过几家非银行金融机构因经营管理不善而倒闭，但我们出于稳定社会秩序的考虑，没有抓住机会向储户们宣传因银行支付出现问题而出现的金融风险。因此我们对这一类的金融风险没有亲身感受。

其实，我们一直在市场中迈进，银行支付不济而导致银行挤兑风潮的风险会用它特有手段让我们付出代价。我国台湾省近几年不是也曾出现银行挤兑风波吗？日本前几年出现的银行倒闭一直都在困扰着日本经济的顺利复苏。去年日本市民不是为反对日本政府用财政收入来垫支住宅金融的巨额亏损吗？银行也是企业，它亦存在着因支付困难和经营不善而倒闭的必然性。只是我国的金融才刚刚迈向市场化，银行的经营水平、资产质量等一系列问题还没有完全暴露。但这不是我们松懈对金融风险警惕的理由。只要风险存在，就一刻也不能放松对它的警惕。

东南亚金融危机不但给国际金融市场及其金融当局提了个醒，也给我们广大的老百姓们提了个醒。在当今老百姓拥有越来越多的、种类繁多的金融资产的时候，他们特别需要培养自己的风险意识，提高自己的金融风险的预防能力和承担能力。

中国的股民们已经多次领教了股市的风云变化，他们对股市的风险有了切身感受。但是中国的老百姓们对银行会倒闭的金融风险则没有亲身经历。因此今天叫狼来了，会没有人相信。若是当真狼来了呢，我们只有亡羊补牢了。

要实行灵活的汇率政策

在这次东南亚货币危机中，以泰国为首，包括其他东南亚各国如菲律宾、马来西亚、印尼、新加坡、韩国等国，因货币纷纷不支，目前，东南亚各国中央银行都已宣布扩大本国货币与美元的浮动范围，或相继与美元脱钩，倾刻间，东南亚的美元区支离破碎。在与美元挂钩采取钉住“通货蓝”的东亚国家中，除了香港外，泰国、菲律宾、马来西亚、印度尼西亚、韩国和新加坡结果无一幸免地遭到了失败，付出了惨痛的高昂代价。

八十年代，出于经济发展的需要，东南亚各国都将本国货币与美元挂钩，并将其固定在一定水平上，而不是根据市场供求变化来进行调整。1995 年，美日签定加强美元协议后，各国也未能及时调整汇率政策，结果逐步造

成本国货币严重升值，最后成为投机商的攻击目标。

本来，不论哪个国家采用钉住特定“通货篮”汇率制度在实践中皆存在一些不尽人意的地方。一、联系汇率制度不能充分反映本国经济运行规律，因为本国的经济发展几乎不可能长期与被钉住货币国的经济发展不同步、相一致。因此，在经济发展不同步、不一致的前提下，又竭力维持联系汇率，就必然要付出高昂的金融成本，当本国经济发展良好，国际竞争力强时，则撑住联系汇率不觉太费劲，若情况相反，则大家都看到了，这次东南亚金融风暴就是活生生的实例反映。二、由于联系汇率制度是单一与特定货币挂钩，为稳定汇率就必然牺牲本国货币利率的独立性，自己剥夺了对本国货币政策的控制权，一旦被钉住货币国为了自身的利益调整利率，则本国货币被动地追随他国利率有时则可能是效果恰恰是相反的，即他国是刺激经济发展，本国却抑制经济发展。这方面例子有很多，举不胜举。比如，1994年以来美国为抑制通胀，振兴经济，多次提高利率，听任美元贬值，香港港元利率被迫随之提高，从而对香港的工业、地产、贸易、金融的发展皆产生了不良影响。因此，可以断定，长期采用钉住特定“通货篮”汇率制度是完全不可取的，尤其是本国经济发展不发达，国际竞争力不强，金融体系不完美的国家更是不能采取钉住特定“通货篮”汇率制度，否则，无疑是慢性自杀，为金融投机分子创造出良好的几乎无风险的投机机会，其结果往往是灾难性的。事实上，根据国际货币基金组织统计，采取管理浮动汇率的国家由1990年的23国增至1997年的48国；采取独立浮动汇率制度的国家，亦由1990年25国增至1997年的51国。这充分显示外汇市场进一步自由化，由市场力量决定汇率，已是沛然莫之能御的趋势。所以作为新兴工业国来说，应当不断调整汇率政策，使之适应市场供求的变化。

外资是面双刃剑

无论哪个国家，外资从来都是被看作是发展本国经济的动力，都是大受欢迎的。事实上，绝大部分情况也确实是这样。因此，人们普遍产生了这么一个思维定式：外资多多益善。然而历史上有许许多多的金融危机却是由于外资的投机活动兴风作浪造成的。即外资是面双刃剑，吸引进来了，搞不好会自伤身体，弄得遍体鳞伤。

在这次东南亚风暴发生后的蔓延过程中，一些东南亚国家的政治官员纷纷指责美国金融专家索罗斯的金融投机活动在东南亚货币、证券市场兴风作浪，是造成东南亚金融风暴的罪魁祸首。的确，以金融投机作为职业的索罗斯今年瞄准了东南亚货币、证券市场。今年1—8月份，仅他属下的量子基金就动用数十亿美元资金，在东南亚货币、证券市场获利20多亿美元，投机十分成功。究其根本原因，在某种程度上就是东南亚各国的金融自由化进程超前，在快速引进外资的时候，未能配合以行之有效的措施使用好、监管好、调控好。

近几年来，东南亚国家外资的流入趋于失控状态。目前泰国的外债已达900亿美元，占其国内生产总值的40%，其他国家菲律宾、印度尼西亚、马来西亚分别为54%、47%、39%。尤其严重的是流入东南亚各国的外资有将近25%属于短期贷款，这些资金出于逐利的本性，随时都会摇身一变成为投机资金成为“始乱终弃”的过客。

建立在投机泡沫和大规模外资进入基础上的经济增长，一旦投资的领域未能产生预期收益甚至亏损时，外资尤其是投机性质的短期外资就会以它

们当初蜂拥而来的激情，迅速而毫不犹豫地抛弃这个国家和它的货币，将其经济肌体砍得鲜血淋漓。

这次东南亚金融风暴给东南亚国家在经济上造成的伤害仅是货币、证券市场这一块就已是触目惊心：从今年初迄今，投资人在泰国货币、证券市场的损失已过 54%；菲律宾居次为 46%、马来西亚 45%、印度尼西亚 41%、新加坡 25%。

外资本身还是个好东西，用不好、管不好、调控不好也会伤人。东南亚这次金融风暴带给东南亚各国的教训是惨痛的。前事不忘，后事之师。

政府干预往往事与愿违

这次东南亚金融风暴发生后，东南亚许多国家政府纷纷采用紧缩银根，提高利率。像印度尼西亚，当印尼盾兑美元的比率跌破 3000 的水平以后，为了缩紧资金的流动，其中央银行的利率已经上扬了 2 倍。更有甚者，比如马来西亚和印度尼西亚甚至直接干预市场：马来西亚一度采取措施宣布限制投资人卖空一百种重要的股票，印度尼西亚也步马来西亚的后尘，宣布了类似马来西亚的做法，限制外国人外汇交易。这些国家直接干预市场的目的无外乎是遏制市场下滑，稳定投资人的信心。效果如何呢？马来西亚宣布了新的限制后，令投资人无法按完全自己的意愿自由买卖，投资人信心大失，资金大规模移出，宣布实施新限制的当日，吉隆坡股市应声而落，并带动整个东南亚地区股市下挫，而且随后连跌数日。无奈之下，马来西亚政府又只好朝令夕改，宣布取消限制。然而投资人信心已受重创，而且政府如此朝令夕改更令投资人疑虑重重，望而却步，可以说是对马来西亚政府干预市场的莫大嘲讽。

印度尼西亚情况类似，该国政府宣布的新限制，提高了投资人取得印尼盾的难度。当日，汇市开市印尼盾对美元的汇率先止跌回升，但很快的又再下挫，显示出以限制市场运作的这种短期做法根本无效，往往是事与愿违。香港特区政府。香港采取的积极不干预政策获得了极大的成功，港元汇率相当坚挺。尽管香港股市八月底至九月初一度暴跌，急剧振荡，但香港特区政府仍坚持积极不干预政策，反而令投资人感到买卖自由，资金流动性好，从而对投资人产生吸引力。舆论普遍认为资金不会从香港大量流出。这难道不能给我们以极大的启示吗？

不断调整产业结构

新兴市场经济国家在近十几年来实行吸引外资发展经济的道路，加快了国内经济的发展。但是在大量吸引外资的同时，忽视了调整国内经济结构，以引导外资进入国家需要发展的领域中去。例如，泰国在吸引外资时，忽视了外资的结构，外债余额中 80%是短期外债，而且占 GDP 的比重 1995 年为 39.8%，1996 年为 38.3%。外债占 GDP 的比重过大削弱了国民经济抵御国际金融风险的能力；短期外债比重大增加了国家财政支出负担。此外，泰国没能有效地引导外资向基础工业和加工业方向投资，近 80%的外资投资在房地产和证券市场。这样的外资投资结构无疑会引发国民经济的泡沫成分，虚假繁荣掩盖了经济结构失衡。在金融危机爆发前夕，泰国有近一半的房地产空置。大量的资金无法如期收回，特别是银行以外国资金向房地产投资，更是无法如期偿还到期的外债。应当不断调整产业结构，增强本国产品在国际市场的竞争力。

东南亚国家都以促进出口作为经济发展的龙头，然而，近两年其轻工

业产品，如服装、电子和电讯产品，受到中国内地和香港的激烈竞争，重工业产品则受到来自韩国和前苏联国家的挑战，结果该地区出口的衰退和进口势头强劲，导致贸易赤字剧增，经常项目赤字扩大以及外汇储备减少等，从而加大了引发金融危机的可能性，对此，今后东南亚各国应将其工业结构从劳力密集型向高附加值的技术密集型转变，以便加强其产品在国际市场上的竞争力，促进出口的发展。

控制外国短期贷款的比例

必须适当控制外国短期贷款的比例，东南亚国家有四分之一的外国贷款属于短期贷款，并以此支付进口。短期贷款的明显缺陷是偿还期短，在金融系统运转不灵时极易引发金融市场动荡。菲律宾大部分外资集中在证券市场等利润高但风险大的行业，这种投资一旦回报率不高，就会被撤走，从而引发金融市场动荡。

人民币应调低利率水平

人民币自 1994 年 1 月并轨后，曾在 1995 年 5 月 17 日创下 8.2802 的最高位。

由于目前人民币利率高于国际金融市场利率，人民币汇率稳中有升，使得国际套利资本有利可图，中国应控制这些资金流入，防止形成金融危机。

人民币值趋于坚挺，加之人民币经常项目可兑换，使得套利资本有利可图，这将首先使中国外汇储备增加动荡的成分。另外，政府将因有些单位将非法私借的外债混入经常帐户，而无法统计外债规模，外汇大量地兑换人民币，增加了通货膨胀的压力。

中国严格控制短期外资流入，防止其在股票、期货、债券、房地产等市场制造金融“泡沫”；加强对外商投资企业的债务管理，杜绝在外资企业对外借债没有纳入国家外债规模的情况下，出现假合资、真融资的机会。

中国应适当调低利率水平，目前中国短期存贷款利率平均水平在年利率 7 至 8 厘，内债年利率平均水平为 12 厘左右，而国际市场存贷款年平均利率约为六厘，而国债年利率到 6 厘，中国的息率水平对国际短期投资资本具有强大的吸引力。此外，还应加强结售汇管理，在结汇环节上，内外资企业结构应有凭证办理，防止资本项目混入经常项目兑付，套汇逃汇。国际套利资本是利用汇率、利率以及其他金融资产的变动预期进行套利，墨西哥金融危机与东南亚金融动荡就是证明。

提高利用外资的质量、档次

在这次危机中，受影响最深的泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚等四个国家都有一个共同特点，就是大量利用外资的同时，没有提高利用外资的质量，本国的产业停滞在低水平上重复。本国工业的低水平重复削弱了产品的出口竞争能力。泰国的经常项目逆差从 1994 年就已经开始了，1995 年逆差是 141.09 亿美元，1996 年达 180.13 亿美元，占 GDP 的比重分别为 8.8% 和 9.7%。马来西亚的经常项目逆差 1995 年为 66.31 亿美元，1996 年 81.08 亿美元。菲律宾和印度尼西亚在 1995 年和 1996 年也出现经常项目逆差。其实东南亚国家出口商品的国际竞争力下降在 1994 普遍出现经常项目逆差得到全面证实。

本国产品的出口竞争力下降，导致经常项目逆差，本应让本国货币相应贬值以提高商品的出口竞争力，但泰国没有这样做，有的国家这样做了但不彻底，没有起到促进商口出口的目的，也没有削减经常项目赤字。

为了维持高估的本国货币，泰国和菲律宾不断地收购本国货币，抛售外汇，反而使本国银根紧缩，利率上升，打击了本国经济的发展。国内的高利率也吸引了一些外国短期资金流入国内。这些短期国外资本极易受国际和本国的金融形势的影响，一有风吹草动，便会对本国金融市场产生冲击。

加强金融监管，防范金融投机

金融监管主要是监管银行的管理制度和资金的运用。新兴市场经济国家的金融监管体系存在着严重漏洞。新兴发展中国家为了吸引发达国家的资本都不同程度地开放本国的金融市场。发达国家金融市场的金融创新工具无疑会对新兴市场有巨大的吸引力。衍生金融工具，即使是发达国家的成熟金融市场也有严格的监管要求，但不少新兴金融市场也在广泛使用。

离岸金融业务也是需要较成熟的监管经验，亚非拉的许多国家已经开始或正在试图开展这方面的业务。发展中国家的离岸金融市场正在利用国家政府的迟缓的监管制度，进行金融投机活动。

对新兴金融市场而言，至少下列四个方面的潜在风险需要发展中国家的金融管理当局加强金融监管：1、发展中国家普遍存在的不稳定的宏观经济形势；2、向本银行的职员、股东、董监事及政府官员提供的有关联贷款；3、银行与政府之间存在的密切联系。

过去十年，伴随经济的快速增长，东南亚国家一些银行擅自放松向房地产业贷款的标准，结果导致大量资金因房地产过剩变成呆账，从而使投机商有机可乘。目前，泰国和菲律宾都已规定房地产贷款不能超过银行总业务量的 20%，贷款数额不能超过项目所需资金总额的 60%。所以必须限制向回报率较差或容易造成呆账的行业提供贷款，并建立相应的风险防范机制。暴发这次泰国金融危机的另一个不可忽视的因素是国际货币投机商的推波助澜。国际货币大炒家乔治·索罗斯，他在 1992 年就曾成功地狙击英镑和意大利里拉，从而迫使英镑和里拉当时退出欧洲货币机制。他于今年 3 月份就开始狙击泰国铢，他又一次冒险成功了。乔治·索罗斯的冒险之所以能够成功不是因为他本身有足够的资金来狙击泰铢，而是因为他能够对世界金融市场的庞大游资起呼风唤雨的作用。因为新兴金融市场国家不但要特别注重金融监管的建设而且要密切关注金融市场的投机商对本国货币的投机交易。香港金融市场在这次危机中也曾经两次受金融投机商的狙击，但香港金融管理局及时关注外汇市场的投机活动，因而没使投机商的企图得逞。国际金融投机商对货币的炒作为各国和国际金融组织的监管提出了新的课题。

建立多层次的完善的金融市场

建立多层次的金融市场保证金融市场的稳定是一个国家经济增长的必要条件。

国家通过货币市场的利率工具调控经济生活的货币供给量，从而达到平衡全社会的供给与需求关系。不适当的货币政策会导致经济过热或者经济萧条。这都不利于金融市场的平稳运行。在 1994 年以后连续三年泰国发生经常项目逆差时，政府没有采取适当的货币政策，降低利率，刺激本国经济发展，贬值本国货币，增加产品出口。政府反而提高利率，以达到吸引外资流入国内，平衡国际收支逆差。提高利率固然能吸引大量短期外资，暂时平衡外贸逆差，但是却紧缩了银根，增加了国内企业的债务负担，抑制了国内经济的发展。从长远来看，提高利率的政策是一个极其错误的货币政策。可以说，这是泰国金融危机爆发的原因之一。

一个国家的利率水平合理与否要视该国的具体经济情况而定。经济过热与否，消费水平是否过高，国有企业的负债能力，国际金融市场的利率水平等都要综合考虑。就我国当前的利率水平而言，中央银行认为是合理的，他们认为在剔除通货膨胀率之后，我国实际一年期存款年利率为 4%，与国际金融市场的利率水平相当。另外这一水平的利率已没有空间再行降息的必要。因为这不符我国实行适当从紧的财政货币政策的总目标。目前的利率水平也不会太低，不存在提高利率水平的压力。在目前的宏观经济形势下提高利率水平会使大部分国有企业和中小型私营企业面临利息负担过重和资金短缺的困境。

泰国及东南亚金融危机告诉我们这样一个不争的事实，即各国金融市场已经成为全球金融市场的一部分。任何一个国家的利率水平都会引起国际游资的反应，尤其是金融基础薄弱的国家更是国际投机商热衷猎取的目标。这一点在 1992 年的英镑危机和现在的泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚及我国香港的外汇市场波动就被证明了。

全国银行间同业拆借市场是货币市场的重要组成部分。建立全国统一的规范运作的银行间同业拆借市场是我国货币市场建设的目标之一。没有全国统一的规范的银行同业拆借市场，银行间不可能形成我国的基础利率水平，资金就不能在全国流通，就会形成各自割据的资金中心，不利于资金配置。规范性是要求打击各种违法的资金拆借市场。黑市资金市场在我国利率水平严重扭曲的情况下，曾经猖狂一时，严重扰乱了金融秩序，加大了金融风险。规范性目的就是为了根除违法资金拆借。

资本市场是筹资人获得长期资金的主要市场，获得长期资金有两种主要方式即发行股票和发行债券，所以资本市场在我国主要有股票市场和债券市场。债券市场主要是国债市场，无论从发行规模还是交易量来看，企业债券市场还是一个开始。我国也是才从今年 5 月份制定规范企业发行可转换债券的法律文件。这个文件是适应我国国有大中型企业直接融资的迫切需要而制定的。

我国的国债市场远比企业债券市场要大得多。根据全国人民代表大会审议通过的“1996 年国家财政预算草案”，1996 年计划发行国债 1952 亿元，比上年增长了 28.42%，占同年财政收入与支出的 46.69%和 40.7%。从 1990 年到 1996 年我国国债的发行增长速度均高于同期财政收入与支出。

尽管财政对国债的依存度在日益提高，但是我国国债余额占 GNP 的比重却很低，1995 年低这一比重为 5.9%，1996 年度国债发行额占 7 月底城乡居民储蓄存款余额的比率也仅为 5.41%，也就是说财政的债务负担与国民经济的应债能力不相称。这也从另一个角度说，重建财政工作，提高国家财政汲取国民收入能力的迫切性。

1995 年国债发行第一次引用带有招标采购形式的市场发行机制，国债招标发行机制是一种市场机制。这种市场机制的运用有利于金融资产利率的形成。金融资产利率的市场形成机制无疑会推动我国利率的市场化形成机制。国债收益率的形成对我国基准利率的形成奠定了基础。社会资金的供求关系与国家货币政策的协调的共同点就是市场。因此国债收益率的市场形成机制有利于我国货币市场的形成，有利于我国资本市场的完善。

目前国债市场交易中存在的主要问题是二级市场交易中存在的大量的债券回购交易积欠问题。国债卖空存在的这些问题已成为困扰金融市场的重

大问题。为了解决这一系列国债市场交易问题，财政部等有关部门于 1996 年成立了中央国债登记结算公司，负责主持营运全国国债托管结算系统。1997 年 6 月 5 日中国人民银行发出通知，要求停止所有商业银行在证券交易所和各证券交易中心的证券回购及现券交易。此后国家规定所有的国债回购业务和现券交易都交由中央国债登记结算公司管理。这是规范我国国债市场的关键措施。

我国资本市场的另一个重要组成部分是股票市场。我国股票市场已经发展壮大起来了。上市公司数量大幅增长，投资人数稳定上升，上市股票市价总值不断扩大，沪深两市的成交量激剧增长。去年底和今年 4、5 月份股市的大幅攀升，说明股市的交投十分活跃。毕竟我国股市是一个年轻的市场，证券交易的监管不完善，理性投资者不够成熟。因而从一开始中国股市就呈现出年轻股市场的风险性质。

因此改进交易制度和完善基础设施成为证券市场建设的一项不可松懈的任务。今年 5 月份国家将股票交易印花税从 3‰上调到 5‰，对抑制股市投机起了一定作用。今年 3 月上海证券市场推出新的指定交易制度，投资者在与自己选定的一家证券经营机构订立指定交易协议后，可以指定该机构为自己买卖证券的唯一交易代理人，指定证券经营机构为投资者提供委托、交易、结算、查询及其他市场服务。投资者选择指定交易方式，可以有效地防止自己的股票帐户被盗用。4 月份，上海证券交易所又推出完善查询制度和中央存管制度等六项措施，进一步步强了上海证券托管清算体系的服务功能。

深圳证券交易所从 5 月份起，实行股份集中管理与清算制度正式运转，使深圳市场自 1995 年 8 月以来推出的改进证券登记结算制度的一系列相关措施全部按期实施。深圳市场对股份登记结算制度进行的改革，主要是在原有的“两级托管”基础上对股份实行集中管理。与上海的中央登记清算制度不同，深圳登记结算公司为证券商提供二级托管服务，证券商为投资者提供一级托管服务。

除此之外，沪深两市证券交易市场的技术设施不断有改善，信息统计和信息发布制度更加客观规范，实时监督系统初步建立起来，监管水平有所提高。两家证券交易所先后建立了独立的市场监管部门，开发电子化的证券交易实时监控系統。电子实时监控系統利用电子计算机技术，对证券交易实时监控，及时发现证券交易过程中的异常情况。实时交易系统为跟踪、分析和调查违规交易提供了重要技术保障。

我国证券交易要继续在上述各方面做出努力。特别是在市场监管方面更是不可手软，一经发现市场违规行为坚决查处，决不姑息方能规范市场交易。

多层次多结构的金融市场体系是现代经济的必须。国家的货币政策、产业政策以及金融政策都要通过对金融市场的调控来实现。由于各金融市场的功能、运作方式、对各货币政策的各种工具的吸收能力和程度不同，国家金融当局需要多层次多结构的金融市场来市场供求关系。

正是由于多种金融市场的存在，经济生活中的金融风险才能够有效地分散。不把鸡蛋放在一个篮子里是防范风险的最好方法。建立多层次的金融市场正是基于要把鸡蛋分散地放在不同的几个篮子里的想法。现代金融生活的实践已经证明了这一点。

合理的宏观经济结构是控制金融风险的基础

泰国及东南亚金融危机的深层次原因是宏观经济结构失衡。在大力推动国内企业吸引外资的时候，泰国政府忽视了保证吸引外资的质量和外资的结构问题。泰国与东盟其他国家一样，经济的高速发展要求能源、交通等基础设施的建设能够先行一步。但是因为国内资金太缺乏，国家管理层驾驭宏观经济的能力不够成熟，这些基本问题在与经济发展严重不适应之前，没有引起泰国政府的重视。1996年—1997年泰国政府为了解决这些非解决不可的问题，正计划从周边国家和我国云南省进口能源。1996年6月末泰国总理班汉访问老挝柬埔寨时签订了进口水利水电的备忘录。该备忘录计划至2006年将分别从上述两国进口300万千瓦和40万千瓦的电力。

除基础工业的建设与本国经济发展不相适应之外，泰国及东盟其他国家的宏观经济结构还存在如下严重失衡：房地产和股市等泡沫经济成份过热，劳动密集型工业占整个产业的比重太大，且低技术水平产品出口竞争力下降。由于国内投资需求和消费需求旺盛，国内的通货膨胀压力增大，严重困扰经济发展和金融形势稳定。

泰国从1994年就出现了经常项目的贸易赤字，以后几年没有改善，1995年泰国经常项目逆差为141.09亿美元，1996年为180.13亿美元，分别占同年GDP的9.7%和8.8%。一般来说，正常的比例是5—6%，超过8%则是处于危险线上。泰国连续两年超过8%的警戒线。与此同时，泰国尚有大量短期外债，不但有沉重的利息支出负担，而且面临着偿还外债的责任。因此泰国的金融形势在危机爆发前是相当严峻的。

出口产品的国际竞争力下降是导致泰国经常项目赤字的主要因素。1994年以前，泰国出口的大部分劳动密集型产品在国际市场上具有较强的竞争力，为泰国赢得大量外汇。1994年以后，泰国周边国家的劳动密集型产品迅速崛起，对泰国的产品在市场构成了威胁，夺去了大部分市场份额。面对这一形势，没有引起泰国产业界的重视，没有因此而实现产业结构的升级换代，提高产品的技术含量。

泰国在吸引外资方面也出现严重失误。为了加快本国经济的发展，与其他发展中国家一样，泰国需要外资来弥补国内资金的不足。国际金融市场与外国政府的资金能够满足泰国加快国内经济的发展。泰国十几年来大力引进外资，外债负担大大增加。1995年泰国外债余额为659.1亿美元，1996年为700.74亿美元，而这两年的国内生产总值分别为41242亿泰铢和46334亿泰铢，分别按同年的汇率计算，外债分别占同年的国内生产总值的39.8%和38.3%，而且近80%的外债是短期的。外商直接投资的80%投向了房地产和证券等泡沫产业中，这些泡沫产业为泰国的经济带来了虚假的经济繁荣。利用外资的政策失误为泰国金融危机埋下了深层次的结构矛盾。这一矛盾在泰国的连续三年的外贸赤字特别是经常项目的赤字的打击下，终于无法被掩盖了。

加强金融风险管理

我国金融市场与国际金融市场的密切联系，向我们提出了金融风险管理的新课题。我国是一个发展中的大国，也面临着吸引外资为本国经济服务的任务。据世界银行今年的报告统计，我国已连续二年是世界第二大利用外资大国，是发展中国家的第一大利用外资大国。我国也是1996年世界银行的最大贷款国。截止去年底，我国共向世界银行贷款280亿美元，用于184

个工程项目。

与此同时，外国的金融机构如银行、保险等已在我国开展了业务。我国金融当局已在上海浦东允许外资银行开展人民币业务。我国国有商业独资银行也开展了离岸金融业务，一些金融机构利用香港、经济特区及上海浦东的政策优势与外国银行同行建立了密切的业务关系。我国的人民币经常项目下的自由兑换增加了国际金融市场对我国金融市场的联系。

因此，我国金融市场已不再是 1979 年以前的与世隔绝的孤立的金融市场。国际金融与我国金融市场联系已达到一天也不能中断的程度。香港回归祖国后，她作为国际金融中心的地位将继续得到加强和发展。香港与祖国大陆的经济贸易金融联系也是一个国家之内两个相对独立的金融市场之间的联系。综上所述，我国金融市场的风险将前所未有地增加，我们面对的是一个我们缺乏了解的全新的世界。更重要的是，我们的银行以及管理人员对这一全新的领域的风险估计不够，缺乏必要的运作经验和制度准备。这就大大增加了金融市场的风险。

尽管我国有前所未有的外汇储备，高速持续增长的经济，但前车之覆后车之鉴，新兴市场经济国家一系列货币危机再次我国的金融界同行发出了警告：金融风险时刻不能忘记。

银行与企业的关系：提高银行资产质量的关键

我国国有独资商业银行占我国整个银行资产的 90%左右，而其中的大部分资产又是投向国有企业。我国国有企业的资产负债率平均为近 80%，而对银行的负债对占其中的 70%以上。因此国有企业的生产经营几乎全系于国有商业银行的资金扶持。

改革开放以后，各种所有制形式的经济蓬勃发展，个体所有制经济、集体所有制经济及各种所有制的混合体——股份制经济等与国有经济形成了并驾齐驱的新形势。由于历史的和体制上的等各种因素，国有企业不但承担了经济改革的大部分成本，而且在转变经营机制上也没有取得重大突破。这导致了相当部分国有企业的效益滑坡，经营生产难于为继。这部分国有企业与国有独资银行之间形成的债权债务关系，构成了银行企业之间的主要关系。

相当部分国有企业产权关系不清晰，责权不明确，政企不分开，管理不科学，不但影响了国有资产的增值，而且每年还有大量的国有资产流失。更加值得关注的是，由于管理体制上的虚置和疏漏，国有企业的资产正在被经营者和管理者大量地鲸吞。这很大程度上加大了国有企业的改革难度。

因为国有企业经营不理想，银行的资产质量就大打折扣。据保守估计，在银行对企业的 70%的总债权当中，其中至少有 10%—15%的坏帐。如果计算愈期货款，这一数字不要扩大。在银行的整体资产中，如果不良资产过多将会严重影响银行的信用，增加银行的经营风险。泰国金融危机之所以爆发，一个很重要的原因就是银行对房地产的投资比重过大。至金融危机爆发前夕，有近一半的写字楼和商品房闲置卖不出去。失败的房地产投机是导致这次泰国金融危机的直接导火线。

我国在经济过热时，也曾出现过房地产过热，股市过热等泡沫成分。这已引起我国金融管理当局的高度重视，在今后的经济生活中应汲取教训。

国有独资商业银行存在的坏帐问题是制度性的系统性金融风险。系统性风险往往要大于非系统性金融风险的危害程度。墨西哥金融危机、泰国金融危机以及日本巨额金融呆帐等都是源于国内经济结构不平衡，外贸赤字太

多和银行资产质量不高等经济深层次的矛盾。与此相对应的是，1992年索罗斯狙击英镑时，尽管使英国的英格兰银行如期加入欧洲货币体系的计划成为泡影，但并没有蔓延成金融危机。近来美元对日元、马克的汇率波动幅度也在20%左右，也没有引发成美国、日本、德国的金融危机。日本大量的房地产呆帐也没有蔓延成日本的金融危机。归根结底，是发达国家的金融监管，经济结构和国家财力能够较强地抵御金融系统性风险。而发展中国家在这些方面都不能与发达国家相提并论。因此，防范金融风险——特别是系统性金融风险是发展中国家稳定金融市场的一项长期和重要任务。

从银行角度来看，国有企业改革要有利于企业资产的保值增值，有利于保护银行作为债权人的合法权益，并产生收益。只有银行的呆坏帐能够有效地得到解决，银行的经营风险也就可以有效地降低。为了维护银行的长远利益，银行采取必要的减息、减债、免债的措施是完全必要的。

由于国有企业改革尚未完成，银行现在不但要承担庞大存量呆帐，而且要继续为那些管理不善，市场竞争力不强等扭亏无望的国有企业注入资金。这是新的潜在的呆帐，是流量的呆帐。流量的呆帐比存量的呆帐更可怕。因为它会无助于化解银行的金融风险，反而会鲸食我们为此而付出的一切努力，直至把整个银行系统推向崩溃的深渊。

谨慎融入国际金融市场

国际货币基金组织总裁米歇尔·康德苏在接受法国记者时说，为了处理国际金融危机，亚洲各国表现了良好的团结精神，使得这次金融危机能较快地平息下去。

1994年底至1995年初，墨西哥金融危机爆发时，美国联合西方七国共同提供478亿美元贷款帮助墨西哥渡过金融危机。从那时起，国际货币基金组织建立了紧急筹款机制，以帮助发生货币危机的国家或地区恢复金融秩序。

国际货币基金组织运用紧急筹款机制在几天内完成了以往需要几个月才能完成的事情。在泰国金融危机爆发之后，国际货币基金组织与日本联手召开了亚洲金融会议，同意共同出资160亿美元帮助泰国重振信用系统。康德苏指出，在当今全球一体化金融形势下，每一个国家都必须时刻警惕宏观经济平衡出现的漏洞，并且迅速采取行动。任何迟缓都会给本国和世界其他各国造成更大损失。康德苏指出，这是一个责任心，责任心比团结精神来得更得要。

国际货币基金组织从救助墨西哥金融危机和东南亚金融危机的行动中发现了自己的不足。这主要是由于主权国家与国际金融组织之间的关系问题。国际货币基金组织是一个国际金融组织，它可以为主权国家收集并提供信息、建议甚至可以通过其他国家向其施压的办法来达到目的。但国际货币基金组织要尽量避免使用这些办法，尽最大可能地通过本国政府的计划来实施国际货币基金组织的建议。

要做到这一点目前还很困难，除了主权国家的内政之外，还有来自文化方面困难。泰国如果在1996年夏就遵从国际货币基金组织的建议，采取行动改革国家的经济结构，那么不致会发生1997年7月的金融危机。泰国政府当时很相信国际货币基金组织提出的建议。挽救危机的机会就这样丧失了。

米歇尔·康德苏对东南亚金融危机教训的总结是有代表性的。他说出了一个当代金融监管的重大课题，主权国家如何接受国际金融组织的建议和指

导的问题。泰国没有及时接受国际货币基金组织的建议。直到危机爆发后，才不得不为获得国际社会的支援而进行一系列的改革。

1979 年我国加入国际货币基金组织，次年加入世界银行。我国正在努力加入世界贸易组织。为着更好地融入国际经济贸易金融体系，我国从金融贸易进出口制度等诸多方面进行改革，以适应国际社会的经济惯例。

我国是世界第二大利用外资国。从 1993 年起，我国就是世界银行的最大贷款国。截止 1996 年 8 月底，我国实际利用外国直接投资达 1610.7 亿美元。国家将继续扩大利用外资的力度，将逐步实行对外国投资者国民待遇。国家计划在今后内每年实际利用外资 300 亿美元。1997 年全年实际利用外资达 495 亿美元。

随着对外贸易的持续顺差，197 年我国外汇储备已达 1200 亿美元。我国金融市场与世界金融市场的联系已越来越来密切。在这次泰国金融危机后，应国际社会的要求，我国中央银行已经开始参与国际金融事务，向泰国提供 10 亿美元贷款援助。这仅仅是一个开始，我国将会更加融入国际金融体系。中国于 7 月 1 日恢复对香港行使主权，香港作为一个国际化的金融中心的地位会继续加强，这一世纪大事会加快中国融入国际金融体系体系的步伐。今年 9 月 15 日在香港召开的世界银行和国际货币基金组织年会，就是中国决心全面参与国际金融事务的一个信号。

事实上，我国已经与国与国际金融市场建立了正常的密切的联系，我们的目标是全面参与国际金融体系的一切活动，发展中国十几年来经济高速增长优势，为国际金融体系建设和金融市场稳定发挥应有的作用。

1996 年底，我国实现了人民币经常项目下的可兑换制度。外商投资企业在银行的结售方面拥有充分的自由。为了保证人民币汇率的稳定，根据我国出口商品的国际竞争力的具体情况，保持相当规模的外汇储备是十分必要的。泰国及东南亚金融危机爆发的一个显而易见的教训是东南亚国家的外汇储备太少，不足以支付本国货币的大幅波动，而导致货币的大幅震荡。

实现经常项目下的人民币自由兑换是我国开放金融市场的重大成就，在条件成熟时我国将开放资本项目下的人民币自由兑换。世界贸易组织（WTO）为了适应经济自由化、全球信息化的趋势和西方发达国家的要求，决心要在下个世纪实现全球的金融市场开放。对我国来说是一个巨大的挑战。因此开放资本项目下的人民币自由兑换是全球的金融发展趋势。我国应采取较积极的措施来迎接这个挑战。

东南亚国家在积极开放金融市场的同时，在大量利用国际廉价资本的同时，没有保持清醒的头脑，防范国际金融风险，因而他们要付出代价，缴纳昂贵的学费。泰国由于金融危机对国内经济的打击，必须被动地进行财政金融和经济结构的改革。国内的经济增长速度也大为放慢。专家估计，泰国在明年的五年之内难于恢复到令人羡慕“东亚奇迹”的水平。

我国是一个大的发展中国家，加快发展经济速度是我国的基本国策。但是我国决不能饮鸩止渴，超出我国的实际国情，揠苗助长地过早开放资本项目下的人民币自由兑换。1994 年墨西哥金融危机和东南亚货币危机是实例。

由于我国出口商品的大部分是劳动密集型产品，在国际市场的竞争力不稳定，经常项目收支极易出现波动。因此我国外汇储备有极易波动的脆弱性。为此我国应该采取下列措施保护人民币外汇汇率：1、注意调控外汇市

场的供求关系，保证外汇市场的供求关系有利于人民币汇率稳定。2、提高出口产品的国际竞争力，大力发展高附加值的出口产品，持续保持外贸有稳定的顺差。督促外商投资企业履行规定的外销比例，力求外商投资企业实现外汇平衡。

东南亚金融危机向全世界的银行提了一个醒：要大力加强银行系统的监督体系，防患于未然。据世界银行和国际货币基金的官员表示，在香港召开的世界银行和国际货币基金组织第 52 届年会要注重讨论建立银行体系的风险预警制度，以防止全球金融体系的漏洞。

我们将拭目以待。

