

亞洲金融危機的成因及演變

香港大學
亞太經濟合作研究中心

北京大學
中國經濟研究中心

香港大學香港經濟及商業策略研究所 出版

© 香港經濟及商業策略研究所
亞太經濟合作研究中心

版權所有。未經香港大學香港經濟及商業策略研究所亞太經濟合作研究中心書面同意，本出版物不得以電子、機械等任何形式，包括影印、錄音、錄影、以及任何訊息儲存或檢索系統複製或傳播。

國際書號：ISBN 962-86056-1-5

香港
薄扶林道
香港大學
香港經濟及商業策略研究所
亞太經濟合作研究中心

印刷：嘉域製作有限公司
香港 鰂魚涌 20 號華蘭路
華蘭中心 505-508 室

目錄

前言	viii
第一章 導言	1
第二章 危機的導火線和初期的演變	5
A. 危機成因—貨幣受狙擊	5
B. 演變成區域性貨幣和金融危機	8
C. 經濟受重創	15
第三章 危機控制與國際貨幣基金組織	17
A. 各地政府的對策與國際貨幣基金組織	17
B. 國際貨幣基金組織救亡方案	18
第四章 危機的肇因	27
A. 引言	27
B. 國際資金流入導致亞洲貨幣增長過速	27
C. 亞洲各地的經濟弱點	29
D. 外在環境惡化	42
E. 國際資本市場的不穩定性	47
F. 結論	51
第五章 復甦及教訓	53
A. 導言	53
B. 亞洲各地	53
C. 日本的角色	71
D. 國際社會	76
E. 結論	79

第六章 對中國的啟示	81
A. 經濟弱點的呈現	81
B. 亞洲金融危機的衝擊	83
C. 中國的對策	86
D. 中國經濟中的潛在危機	87
E. 今後發展的方向	89
F. 結論	92
第七章 對香港特區的啟示	93
A. 亞洲危機的衝擊	93
B. 政府的對策	97
C. 未來的展望	100
附錄	103
參考書目	111
研究小組	115
研究中心	116

表、圖、附錄

表

表 2.1 亞洲各地的外幣債務	9
表 4.1 1990-97 年流入亞洲的私人資本	29
表 4.2 各國申報銀行的對外放貸分布	31
表 4.3 1994 年及 1997 年各國短期債務與儲備	32
表 4.4 危機前亞洲各地的銀行體系	33
表 4.5 按行業分貸款及墊款的百分比	39
表 4.6 1987-1995 年資本產出增量比率	40
表 4.7 亞洲各大城市商業區辦公室空置率和租金回報率	41
表 4.8 亞洲各地股票價格指數	42
表 4.9 亞洲各地出口增長率	43
表 4.10 經常帳佔國內生產總值百分比	45

圖

圖 4.1 1994-96 年淨流入東亞的私人資金	28
圖 4.2 銀行業外債規模	35
圖 6.1 中國人民銀行基本利率	82
圖 6.2 中國的股票市場	82
圖 6.3 中國的出口與經常帳收支	84
圖 6.4 中國 1998 年對主要地區的出口增長率	85
圖 6.5 中國的零售物價指數	86
圖 6.6 中國國內生產總值增長率	86
圖 7.1 香港利率	94

圖 7.2	香港本地生產總值增長率	96
圖 7.3	香港的失業率	96
圖 7.4	香港的通貨膨脹	97
附錄		
附錄 1.	匯率	103
1.1.	泰國匯率 (泰銖兌美元)	103
1.2.	印尼匯率 (盧比兌美元)	103
1.3.	馬來西亞匯率 (馬來西亞元兌美元)	103
1.4.	台灣匯率 (新台幣兌美元)	103
1.5.	香港匯率 (港元兌美元)	104
1.6.	新加坡匯率 (新加坡元兌美元)	104
1.7.	韓國匯率 (韓圓兌美元)	104
1.8.	菲律賓匯率 (披索兌美元)	104
附錄 2.	股票市場綜合指數	104
2.1.	泰國曼谷 SET 指數	104
2.2.	印尼耶加達 JSX 指數	104
2.3.	馬來西亞吉隆坡綜合指數	105
2.4.	台灣加權指數	105
2.5.	香港恆生指數	105
2.6.	新加坡海峽時報指數	105
2.7.	韓國漢城綜合指數	105
2.8.	菲律賓綜合指數	105
附錄 3.	國內生產總值增長率	106
3.1.	韓國、印尼、馬來西亞、菲律賓及泰國 的國內生產總值增長率	106
3.2.	香港、中國、台灣及新加坡的國內生產 總值增長率	106

附錄 4.	外匯儲備	107
4.1.	泰國	107
4.2.	印尼	107
4.3a.	馬來西亞	107
4.3b.	馬來西亞	107
4.4.	台灣	107
4.5.	香港	107
4.6.	新加坡	108
4.7.	南韓	108
4.8.	菲律賓	108
附錄 5.	1990-98 年經常帳目收支	109
附錄 6.	亞洲貨幣實質匯率	109

前言

本系列叢書是香港經濟及商業策略研究所的研究成果，希望在如何加強經濟競爭力、改善商業策略的問題上，就香港、中國內地和亞太地區關注的議題提供新思維。

本書試圖從亞洲金融危機的成因及演變，為內地和香港總結經驗教訓。書中逐一剖析各種在危機中暴露的問題，探討改善市場監管、增加透明度、改進企業管治之道。這些問題至今仍然有待解決。

中國實施資本和匯率管制，得免於亞洲危機的直接禍害。但金融業和國營企業亟需進行類似的改革。加入世界貿易組織後，改革更刻不容緩。

亞洲危機初期，港幣與美元的聯繫匯率在國際市場上曾受到狙擊，事後促使特區政府採取新措施，加強金管局的功能。香港雖終得以安渡危機，但經濟復甦的速度不如近鄰。雖然全球貿易增長，但本地出口佔整體經濟的比重已顯著下降。香港藉著為鄰近地區提供轉口及「生產服務」(producer services)，經濟方得以成長。香港現已成為「都會型」經濟，專門為中國內地和亞洲其他地區服務。而作為以知識為本的生產服務型經濟，香港今後必須不斷自我提升，方能繼續為鄰近地區提供增值服務，在這方面維持競爭力。

本書是北京大學中國經濟研究中心與香港大學亞太經濟合作研究中心攜手合作的成果。本研究計畫承蒙「北大之友」(Friends of Beida)贊助經費，我與各位同仁在此表示衷心的感謝。

王于漸

2000年10月

第一章

導言

過去這三十多年來，亞洲大部分地區是發展中地區經濟成長的典範。實質人均收入每年平均增長 4%–6%，平均壽命、教育水平和生活水準均大有改善。區內的高增長主要靠發展市場經濟，輔以高儲蓄水平、人力資本投資、以及政府鼓勵創業經商。而幾乎所有地區均以出口作為經濟成長的主動力。雖然，各地區在選擇促進哪些工業和出口項目上，政策有別。

這種高成長持續到 1990 年代初期，一度更因歐洲及日本資金大量流入而「火上加油」。但弱點在接近 1990 年代中期時開始呈現。不少地區的經濟超出本身的負荷，出現過熱的跡象。短期外債高築，企業負債纍纍，出口開始下跌。

1997 年，泰國的貨幣危機迅速演變成金融和經濟危機，蔓延到鄰近地區。亞洲大多數地區的貨幣和資產價格暴跌 30–40%。重災區的跌幅更不只此。區內的銀行和企業陷入財務危機。尚未熬過 1997 年，泰國、印度尼西亞（簡稱「印尼」）和韓國（或稱「南韓」）就不得不向國際貨幣基金組織（International Monetary Fund，簡稱「IMF」）求助。翌年，所有受波及的地區，包括金融和企業相對健全的新加坡和香港，均陷入嚴重的經濟衰退。

這場危機的惡果絕不限於亞洲。在一年多一點的時間內，其他發展中地區以至全球的資本市場無一倖免。今天名為亞洲危機 (Asian Crisis) 的這場風暴，不論來勢之猛烈還是牽連之

廣泛，都是史無前例的。國際社會被殺個措手不及。而由於這場危機，人們嚴重質疑事件的成因、國際貨幣基金組織的角色、以及國際資本市場的金融結構。受害的地區雖然在 1999 年大都顯著復元，但上述不少問題仍然懸而未決。

本研究報告回顧亞洲危機的成因及演變的過程，特別是泰國、印尼、韓國和馬來西亞等重災區。事件中，香港受到波及，中國也間接受牽連。本文特別探討亞洲危機對中國和香港特區政策可能的影響及今後發展的方向。

美國、歐洲和日本不僅在不同的程度上受亞洲危機波及，對亞洲經濟復甦更起著舉足輕重的作用。美國作為全球最大的出口市場和資本市場，對亞洲今後的發展更起到支配性的作用。但有關美國的文獻齊備、論述者眾，無須在此多費篇幅；而歐洲的情況則對亞洲沒有直接的影響，故本報告只專注於日本的角色。日本與亞洲各地的關係盤根錯節，直接影響亞洲的發展。本報告將會探討日本在亞洲危機成因中的角色、本身面對的經濟和結構性問題、以及其對亞洲復甦的影響。

本報告分為下列各章：

- 第二章檢討亞洲危機的導火線，上溯至最初的跡象：事件始自對亞洲貨幣的零星狙擊，演變成為區域性的貨幣、金融以至經濟危機。
- 第三章回顧泰國、印尼、韓國和馬來西亞的危機對策，評估IMF的救亡方案及其角色。
- 第四章探討危機的根源，特別是泰國、印尼、韓國和馬來西亞的基本弱點、以及國際資本市場內在的不穩定性，並略述日本在亞洲危機中的角色。
- 第五章回顧泰國、印尼、韓國和馬來西亞復甦經濟的措施、日本在亞洲復甦中的角色、以及國際社會如何應付亞洲危機在世界資本市場上所引發的問題。

- 第六和第七章分別總結亞洲危機對中國及香港特別行政區的影響，並就危機對中國和香港特區施政和經濟發展的啟示，提出初步的看法。

第二章

危機的導火線和初期的演變¹

A. 危機成因—貨幣受狙擊

源起泰國

亞洲危機始自對區內貨幣的投機狙擊。綜合各方的說法，泰國銖 (baht) 是第一種遭到大量拋售的貨幣。早在 1996 年 7 月，繼曼谷商業銀行 (Bangkok Bank of Commerce) 倒閉、泰國銀行 (Bank of Thailand，即泰國中央銀行) 注入流動資金以支撐當地的金融體系後，泰銖就遭到明顯的壓力。當時，國際貨幣基金組織已提醒泰國注意其國際收支問題，建議讓泰銖匯率有較大的靈活性 (當時泰銖與以美元為主的一籃子貨幣掛鈎)。泰國據報在 1997 年初約有 350 億美元的外匯儲備。

泰銖在 1996 年底到 1997 年初遭受到更大的壓力。泰國金融業原本已有問題資產過多的問題，再加上 1996 年第四季政府財政和出口數據欠佳，令外界日益關注。不少地產發展商據報無力償還債務利息。1997 年 2 月 5 日，地產發展商 Somprasong Land 無力償還外債，彰顯了泰國房地產業的厄運。由於房地產業估計佔金融業放款的 30%，後者的安危令人憂慮。與泰國金融業有大量往來的外資銀行和基金經理開始收緊銀根。與此同時，對沖基金 (hedge fund) 據報也拋空泰銖。

¹ 本章的內容及數據取材自 IMF (1998c)、BIS (1998)、World Bank (1998) 和 Chronology of the Asian Currency Crisis and Its Global Contagion。

泰銖在 1997 年 5 月遭受到最嚴重的狙擊。市場消息披露，泰國的銀行、財務公司和其他公司紛紛買入美元。與此同時，資金有外流的跡象。接著，泰銖遭受到更嚴重的衝擊，壓力主要來自對沖基金和外資銀行。泰國銀行作為中央銀行，起初主要透過遠期外匯市場進行干預，估計至 1997 年 6 月底為止，在遠期市場上拋出 260 億美元。但自 5 月 15 日起，央行停止干預市場，任由利率上揚，改為以資金管制來捍衛泰銖。

事後有人認為，泰銖若能及早貶值或浮動，危機或不致於這樣嚴重；如今為了捍衛匯率，至儲備將近耗盡後方才讓幣值浮動，為時已晚。但事過情遷，無從驗證。總之，央行停止干預後，投機持續。7 月 2 日，當局終於任由泰銖浮動。當地企業眼看貨幣就要貶值，爭相拋泰銖買美元。此舉令泰銖一天內在國內暴跌 15%，在海外更跌去 20%。當時更傳聞央行持有泰銖遠期外匯合約，並已因此幾乎耗盡外匯儲備。這種看法雖然嚴重誇大，但已足令市場情緒進一步惡化。

禍及鄰邦

泰國出問題，泰銖急劇貶值，令銀行界和投資基金關注到亞洲其他各地的問題。不久後，區內其他貨幣也遭受狙擊。

馬來西亞

泰銖貶值後，馬來西亞貨幣馬來西亞元（ringgit，簡稱「馬元」，中國音譯為「林吉特」）立即受到強大的壓力。但起初風源據報主要是外國機構投資者擔心當地股價過高和加息，因而拋售當地的股份。（此前的 1997 年 3 月，馬來西亞政府為了使過熱的經濟降溫，宣佈對房地產和股票買賣實施貸款上限。）為了捍衛馬元，馬來西亞國家銀行（Bank Negara Malaysia）起初

大力干預外匯現貨市場，而且頗有成效。不料，7 月 11 日突然撤出市場，令馬元在接著的一週內貶值 6%。雖然對沖基金在貶值以前即拋空馬元，真正的狙擊據報主要來自機構投資者，國內的投資者亦有參與。

印尼

市場起初看好印尼盧比（rupiah）。泰銖貶值後，印尼銀行（Bank Indonesia，即印尼中央銀行）為了先發制人，在 1997 年 7 月 11 日把干預外匯市場的匯率波幅由 8% 擴大到 12%。據報，當時一些外資銀行眼看區內各種貨幣有意爭相貶值，而當地企業對外負債纍纍，遂把印尼擴大匯率波幅視為拋空盧比的大好時機。印尼企業其後據報也轉向，與本身的外幣債務對沖。8 月 14 日，在重大的拋售壓力下，央行放棄對盧比的干預，任由其浮動，初期導致貶值 4%。

韓國

泰銖貶值時，韓國大企業由於負債多、膨脹過速，接連宣告破產和無力償債。但由於外國投資者難以買賣韓圓，韓圓起初受到的狙擊不多。

菲律賓

菲律賓國內的銀行和在當地經營境內業務（因而能夠買賣披索 [peso]）的外資銀行，據報是狙擊披索的主要風源。1997 年 7 月 11 日，菲律賓中央銀行（Central Bank of the Philippines）宣佈讓披索在較大的範圍內自由浮動，亦即讓匯率實際上與美元脫鉤。

B. 演變成區域性貨幣和金融危機

事件起初只是針對亞洲貨幣的投機狙擊和匯率調整。但其後幾個月內，情況迅速惡化，釀成區域性的貨幣和金融危機，甚至波及全球。

泰國

泰國在 1997 年 7 月 28 日請來國際貨幣基金組織，隨即在 8 月份訂出 167 億美元（由多邊和雙邊來源共同提供資金）的救亡方案。但市場仍然擔心，泰銖貶值後泰國政局不穩、以及政府無法落實國際貨幣基金組織的政策方案。

與此同時，泰國金融業的問題和外債的規模及結構日漸彰顯。1997 年中，在向國際結算銀行（Bank of International Settlements，簡稱「BIS」，中國譯為「國際清算銀行」）申報的銀行（reporting banks）裡，泰國的外幣債務據報達 694 億美元，其中 65.7% 在一年或一年內期滿。其中銀行佔外債總額 37.6%，非銀行私營機構佔 59.5%（表 2.1）。

由於泰銖貶值而且外債偏重短期性質，泰國不少銀行、金融公司和其他私營企業難以如期償還外債。雖然政府對銀行體系提供流動資金，存戶仍然湧往擠提，外資銀行也不願意為泰國的短期債務展期。政府不得不宣佈擔保所有存戶，並說服外資銀行繼續對其泰國分行提供信貸。同年 8 月，繼此前的 16 家後，央行勒令另外 48 家金融公司停業，並根據國際貨幣基金組織制訂的改革方案，全面重整金融業。

有鑑於泰國政局不明和金融業問題的嚴重性不詳，外資進一步收緊銀根，令泰銖和泰國股市受到更大的壓力。1997 年年底，泰銖的價位較 6 月跌去大約一半。同期內，股市指數也下跌了不只 20%。

表 2.1. 亞洲各地的外幣債務

		所有貨幣合併跨境債權及非當地貨幣本地債權						備忘項目	
		總額	年期分布		按貸方性質分類			有關變化：	
			不超過 1年	超過 1年	銀行	公營 機構	非銀行 私營機構	總合併 債權	跨境 債務
		10億美元	佔總合併債權%						10億美元
1996年底	集體 總數	367.0	61.5	30.7	43.3	9.0	47.6	31.2	11.3
1997年中		391.2	62.3	29.8	44.1	7.5	48.3	33.8	5.9
1997年底		378.6	60.3	32.2	40.5	7.4	52.0	-7.8	18.8
1998年中		319.6	53.0	39.0	37.0	9.0	53.9	-51.7	12.0
1998年底		299.4	52.5	38.7	34.7	9.8	55.4		
1999年中		287.0	51.4	39.5	32.1	13.6	53.9		
1996年底	韓國	100.0	67.5	20.0	65.9	5.7	28.3	12.2	-1.8
1997年中		104.2	68.0	19.7	65.3	4.2	30.4	5.7	6.8
1997年底		93.7	62.8	23.4	59.3	4.2	36.4	-10.2	5.9
1998年中		71.6	45.4	39.4	56.6	6.8	36.6	-20.6	2.7
1998年底		65.6	45.3	38.2	57.0	8.3	34.4		
1999年中		63.5	53.7	28.7	57.4	8.2	33.9		
1996年底	中國	55.0	48.9	43.2	41.4	15.4	43.1	4.7	8.9
1997年中		57.9	52.0	40.0	42.6	13.2	44.1	4.3	-1.6
1997年底		62.8	53.1	39.3	42.7	11.3	45.9	5.7	2.1
1998年中		58.7	51.8	40.3	39.4	11.3	49.2	-3.3	1.4
1998年底		58.4	53.7	38.3	36.7	11.9	51.3		
1999年中		51.8	46.8	44.7	35.3	16.2	48.3		
1996年底	印尼	55.5	61.7	34.1	21.2	12.5	66.2	6.3	2.7
1997年中		58.7	59.0	35.0	21.1	11.1	67.7	4.8	-2.4
1997年底		58.0	60.5	36.2	19.8	11.8	68.4	-0.2	0.7
1998年中		48.4	54.1	42.6	13.7	15.7	70.7	-7.8	0.6
1998年底		45.0	52.8	43.5	11.8	14.8	73.4		
1999年中		43.8	49.6	46.6	10.1	21.0	68.8		

表 2.1. 亞洲各地的外幣債務 (續)

		所有貨幣合併跨境債權及非當地貨幣本地債權						備忘項目	
		總額	年期分布		按貸方性質分類			有關變化：	
			不超過 1年	超過 1年	銀行	公營 機構	非銀行 私營機構	總合併 債權	跨境 債務
		10億美元	佔總合併債權%						10億美元
1996年底	泰國	70.1	65.2	30.2	36.9	3.2	59.6	1.8	-3.0
1997年中		69.4	65.7	30.4	37.6	2.8	59.5	1.5	-0.2
1997年底		58.5	65.8	30.7	29.9	3.1	66.9	-8.7	1.2
1998年中		46.4	59.3	36.5	26.1	4.3	69.6	-10.9	2.5
1998年底		41.2	58.3	37.1	22.0	4.7	73.2		
1999年中		34.7	54.9	39.4	19.4	6.2	74.4		
1996年底	台灣	22.4	84.4	13.8	57.8	2.1	40.0	0.0	-0.2
1997年中		25.2	87.3	11.3	61.6	1.6	36.8	3.6	-1.3
1997年底		26.0	81.6	15.4	55.2	1.6	42.7	1.0	1.0
1998年中		22.5	80.5	16.7	55.7	1.6	42.7	-2.6	-0.1
1998年底		21.0	78.8	14.2	56.5	1.9	41.6		
1999年中		19.5	77.5	17.5	46.1	2.9	51.0		
1996年底	馬來 西亞	22.2	50.3	36.2	29.3	9.0	61.8	2.1	0.1
1997年中		28.8	56.4	30.8	36.4	6.4	57.1	6.4	0.0
1997年底		27.3	52.7	37.8	35.3	6.4	58.2	-1.2	-3.5
1998年中		22.8	48.2	41.9	30.8	6.6	62.5	-4.2	2.3
1998年底		20.9	44.7	44.0	27.7	8.8	63.4		
1999年中		18.6	42.3	45.8	21.7	13.8	64.3		
1996年底	其他 地區	41.8	51.1	42.5	31.3	17.5	50.8	4.1	4.6
1997年中		47.0	51.2	41.9	33.0	13.7	53.2	7.5	4.6
1997年底		52.3	51.5	42.0	34.1	11.8	54.1	5.9	11.5
1998年中		49.1	48.9	44.1	33.2	12.2	54.5	-2.3	2.6
1998年底		47.3	47.5	45.4	27.7	12.8	59.3		
1999年中		55.1	46.1	46.9	23.8	19.7	54.7		

資料來源：International Banking and Financial Market Developments—BIS Quarterly Review, March 1999 and December 1999.

印尼

有鑑於泰國的外債問題嚴重，市場人士對同病相憐的印尼感到關注。1997年中，向國際結算銀行申報的銀行裡，印尼的外債為 587 億美元（其中 59% 在一年或一年內期滿，非銀行私營機構佔 67.7%）（表 2.1）。同年年底，官方公佈的外債總額（包括貸款和其他資本市場投資工具）為 1,117 億美元。但據市場估計，實數約為 2,000 億美元。由於外債龐大加上偏重短期性質，盧比貶值後，外界擔心印尼私營機構無力還債。隨著印尼企業紛紛對沖其外幣風險，而外國放款者和投資者收緊銀根，盧比面對的壓力愈來愈大。

印尼政府在 1997 年 10 月向國際貨幣基金組織求助，雙方就 350 億美元的國際融資安排達成協議。但市場擔心印尼政府無法落實國際貨幣基金組織改革方案。同期內政局不明，令市場情緒進一步惡化。當局在 11 月關閉了 16 家私營銀行後，存戶的信心更形疲弱，湧往餘下的銀行擠提，演變為全國性金融危機。

1998 年 1 月據印尼政府估計，有 228 家公司無力償還利息。至此，私營企業基本上停止還債。再加上資金外流和外國放款者和投資者繼續收緊銀根，盧比匯率和印尼股市指數跌至新低點。相對於 1997 年 7 月，1998 年 1 月的匯率貶值超過 80%，股市指數也暴跌了 75% 以上。

馬來西亞

與印尼和泰國相比，馬來西亞的外債問題相對較小。1997 年中，對國際結算銀行申報的銀行裡，馬來西亞的外債總額只是 288 億美元（表 2.1）。

但期間內的連串事件令市場情緒惡化。起初是馬來西亞總理以陰謀論看待貨幣危機，把責任歸咎於外國投資者，揚言禁止外匯買賣。接著 UEM-Renong（「UEM」為馬來西亞聯合工程 [United Engineering Malaysia] 的簡稱）股份交易的醜聞曝光，凸顯了該國政界和商界的瓜葛，加強了人們由來已久的憂慮。加上經濟縱已過熱，政府仍然拒絕終止大型的基建項目，人們擔心當局無力對付金融危機和經濟結構的弱點。

期間內，馬元和當地股市繼續受到壓力。當局為了煞住這個走勢，宣佈緊縮措施，包括：削減 18% 的政府開支，收緊銀行信貸，限制大宗進口項目，以及押後多項大型建築工程。但到了 1998 年 1 月，馬元已下跌了不止 45%，股市指數更跌了大約 50%。1998 年初，各大銀行宣佈財務遇到困難。

台灣

台灣的經濟指標強勁，1997 年的外匯儲備超過 800 億美元，很少外債。但新台幣 (NT) 和股市也受到鄰邦的危機波及。1997 年 8 月到 10 月之間，估計當局動用了 70 億美元外匯儲備來捍衛新台幣。10 月 17 日，政府決定讓匯率浮動。至 1997 年年底為止，新台幣貶值了 15%。由於投資者擔心新台幣貶值，股市的加權指數在 9 月到 10 月中累計下跌 30%。新台幣浮動後，股市亦只能收復部分失地。

香港

香港在 1997 年坐擁 900 多億美元外匯儲備，金融業監管良好，但港元和股市自 1997 年中起也受到波及。當局加息以捍衛透過貨幣發行局 (currency board) 機制與美元掛鈎的港元。中國政府也大力支持港元，宣佈不惜為此動用外匯儲備，而人民幣也絕不貶值。

但隨著新台幣浮動，對港元的狙擊加劇，1997 年 10 月 23 日，隔夜銀行同業拆息暴漲至 280%，3 個月的銀行同業拆息也高達 20%。股票市場的恆生指數在 4 天內暴跌了 23%。跌風甚至波及全球股市。10 月 27 日，道瓊斯工業平均指數暴跌 554 點，創下有史以來最大的單日跌幅。巴西、阿根廷和墨西哥的證券市場也創下最大的單日跌幅。

其後主要由於區內的問題，引發多宗事件，令港元進一步受到狙擊、股價繼續暴跌：

- 1) 香港的投資銀行百富勤投資控股 (Peregrine Investment Holdings) 宣佈清盤，導致恆生指數在 1998 年 1 月 12 日下跌 8.7%。
- 2) 印尼盧比狂瀉令港元受到新一輪的狙擊。3 個月的銀行同業拆息在 1 月 23 日漲到 17%。
- 3) 日圓疲弱加上區內貨幣進一步下調的壓力，再次招致對港元的狙擊，壓低股價。6 月 11 日，3 個月的銀行同業拆息仍然高達 15%，隔夜拆息亦達到 10%。

香港雖然面對危機，但港元與美元的聯繫匯率維持不變。股市最低時約比歷史性高位下跌 60%。

新加坡

新加坡與香港同病相憐。雖然外匯儲備充裕（1997 年為 714 億美元）、金融業監管良好，但貨幣和股市也受到衝擊。自 1997 年 7 月起，該國金融管理局 (Monetary Authority of Singapore) 任由新加坡元 (Singapore dollar, 簡稱「新元」) 貶值。至翌年 1 月累計下跌 20%，當地股市的海峽時報指數更跌去 30%。

韓國

1997 年初，韓國企業接連倒閉，金融業面對巨大的壓力。當地的商人銀行以往離岸借入大筆外債，用來對國內企業放款，如今面對的壓力最大。在 1997 年中，韓國對國際結算銀行申報的銀行合共欠下外債 1,042 億美元，其中 68% 在一年或一年內期滿，而銀行又佔了 65%（表 2.1）。隨著銀行的財務困境曝光，向外借貸的條件急劇惡化。1997 年 8 月，政府為了恢復市場信心，不得不公佈一系列救亡措施，包括提供流動資金、為問題貸款撇賬、以及為國內金融機構的外債提供擔保。

1997 年 10 月，香港股市暴瀉，連帶波及全球的資本市場。韓國各銀行在新興市場的投資價格應聲下跌，急須補倉 (margin call)，形勢更為不利。銀行形勢急劇惡化，導致外資銀行對韓國進一步收緊銀根。加上市場流傳韓國銀行 (Bank of Korea，即韓國中央銀行)「可用」的外匯儲備僅餘 60 億美元，而非 1997 年 10 月底所稱的 310 億美元，政府縱出手捍衛，韓圓仍然難逃貶值的命運。

隨著企業、銀行以至大財團 (chaebol) 相繼倒閉，韓國政府不得不入主韓國第一銀行 (Korea First Bank) 和漢城銀行 (Seoul Bank)，取得兩者的控制性股權。當局接著在 12 月與國際貨幣基金組織就為數 570 億美元的國際融資方案達成協議，並支持銀行與國際放款者商討重整債務。到了年底，據報國際機構將會加速發放 100 億美元援助，而銀行債務重整達成協議後，韓圓才告止跌。參與債務重整的包括 33 家銀行和 134 家債權銀行，涉及總值 218 億美元短期債務。韓圓由 1997 年 10 月底到 12 月底累計下跌 50%。股票市場在 1997 年中至年底亦下瀉超過 40%。

菲律賓

與金融風暴的「重災區」印尼和泰國相比，菲律賓貨幣披索 (Peso，有譯「比索」) 和當地金融市場受害小得多。菲律賓信貸擴張和經濟過熱的情況不嚴重，一般企業債務不多。而且，銀行業監管較為健全。但到了 1997 年底，披索也較同年 7 月貶值了大約 35%，股市指數下跌了大約 20%。

C. 經濟受重創

韓圓在 1997 年 12 月底反彈，而泰銖、馬元、新元、新台幣和菲律賓披索均在其後一個月內跌至新低點後反彈。但印尼盧比仍然大幅波動，繼而跌至 1998 年 6 月才反彈，顯示當地的政經局面繼續惡化。

區內的貨幣危機看似緩和，但同期內金融業問題加速惡化，整體經濟成長放緩。經濟嚴重緊縮的跡象日益明顯。

在下列因素交互作用下，區內不少地區受到打擊：

- 1) 由於金融業持續出問題及外資撤出，企業的融資能力大受影響。(1996 年，淨流入泰國、印尼、馬來西亞、韓國和菲律賓的外資合共 729 億美元，但一年後逆轉為淨流出 110 億美元。)
- 2) 為了捍衛貨幣，各地紛紛加息、緊縮財政預算。這無論是國際貨幣基金組織還是當地政府的主意，都令經濟大受打擊。
- 3) 股票和地產價格急跌，導致嚴重的負財富效應，大大削弱了總需求。

與上一年相比，1997 年區內本地生產總值的實質成長率大為放緩，尤以幾個重災區為然。泰國的本地生產總值成長率由上一年的 5.5% 逆轉為 -0.4%。印尼由上一年的 8% 急降到 4.7%。韓國由上一年的 7.1% 降到 5.5%。

第三章

危機控制與國際貨幣基金組織

A. 各地政府的對策與國際貨幣基金組織

金融危機來襲時，區內政府反應不一。有些對策有效，另一些反而火上加油。由於危機惡化、局面失控，區內一些政府要求國際貨幣基金組織協助。泰國、印尼和韓國分別在 1997 年 8 月、10 月和 12 月與該組織達成救亡方案。作為提供融資的條件之一，國際貨幣基金組織逐一與各地政府制訂控制危機和改革的方案。但馬來西亞未向國際求助，自行處理。

馬來西亞

馬元雖然遭受到猛烈的狙擊，但馬來西亞政府並未向國際貨幣基金組織求助，而是自行制訂緊縮計劃。有關措施包括《《Chronology of the Asian Currency Crisis and the Global Contagion》》：

- 1) 於 1997 年 9 月押後多個數十億美元的建築項目；
- 2) 於 10 月宣佈緊縮財政預算；以及
- 3) 於 12 月進一步緊縮，包括削減政府開支 18%，收緊銀行信貸和股市集資，限制大宗進口項目。

為免金融業承受系統性風險，馬來西亞政府明言不會要求銀行挽救瀕臨破產的企業，並勒令全國 39 家財務公司合併為 5 家。

市場對上述措施反應甚佳。但期間內馬來西亞總理指外國投資者「興風作浪」，揚言禁止外匯買賣。事件經西方傳媒廣泛報導，投資者又多了一重憂慮，令市場遭受更大的壓力。

到了 1998 年 9 月，馬元較 1997 年 7 月已下跌了將近 40%。政府於是把馬元匯率固定為 3.8 對 1 美元，同時實施外匯管制。除了兌換外幣須經中央銀行批准外，外資投資在當地股市的資金 1 年內不得匯出國。但翌年 2 月管制撤銷，改為對撤資徵收離境稅。

B. 國際貨幣基金組織救亡方案

國際貨幣基金組織為泰國、韓國和印尼制訂救亡方案時，以為「他山之石，可以攻錯」：只要照搬其他地區行之有效的措施，尤其是上次 1994 年至 95 年間的墨西哥方案，就能恢復市場信心，令私人資金回流亞洲。廣義而言，這些措施包括：

- 1) 提供資金
保證為當地的中央銀行提供外匯儲備。
- 2) 結構改革
重整當地的金融業和工商業，提高市場效益。
- 3) 收緊銀根
加息以捍衛和穩定匯率。
- 4) 緊縮財政
制訂盈餘政府預算，以便應付重整金融業過程中預期的附加支出和經常賬赤字。

以下是泰國、韓國、印尼初期救亡方案的要點 (International Monetary Fund 1998d)：

泰國

- 改革金融業—關閉無可救藥的金融機構 (包括 56 家財務公司)，介入財務脆弱的銀行，為銀行體系重整資本；
- 財政政策—規定 1997/98 年度的政府預算須有相當於國內生產總值 1% 的盈餘，增值稅由 7% 提高到 10%；
- 貨幣政策—加息以支持泰銖 (在長達一年的時間內，隔夜銀行同業拆息經常維持在 17-27% 的水平)

韓國

- 改革金融業—勒令 9 家無法償還債務的商人銀行停業，為 2 家大型商業銀行注資，要求所有資金不足的商業銀行提交計劃重整資本；
- 改革工商業—一切斷政府與銀行和企業的不適當關係；逐步廢除財團屬下各企業間的相互擔保；
- 財政政策—擴闊企業、個人收入和增值稅的稅基，謀求預算收支平衡；
- 貨幣政策—收緊貨幣供應 (隔夜銀行同業拆息曾經有 7 個月維持在 11-27% 的水平)，廢除匯率的每日波幅限制；
- 開放貿易和資本賬戶。

印尼

- 改革金融業—關閉無可救藥的 16 家小型銀行，並將國營銀行合併。

- 改革工商業結構—開放外貿和外國投資，打破本地財團的壟斷，擴大私有化方案。
- 財政政策—1997/98 和 1998/99 接連兩個年度的政府財政預算均有相當於 1% 國內生產總值的盈餘，方法包括重訂國有企業的大型項目進度，撤銷政府津貼，調整電力、柴油等受管制的價格。
- 貨幣政策—收緊貨幣政策以穩定盧比（隔夜銀行同業拆息自 1997 年 7 月起突破 20%，繼於翌年 8 月升到最高峰的 90%）。

救亡的成效

國際貨幣基金組織雖然對泰國、韓國和印尼承諾提供合共超過 1,100 億美元的資金，但外資繼續撤離。1997 年年中起出現資本淨外流，翌年外流更加速。1999 年外流速度雖然放慢，但仍然繼續。

據國際貨幣基金組織 (International Monetary Fund, 1999c) 統計，「亞洲五國」的泰國、韓國、印尼、馬來西亞和菲律賓，1996 年私人資金淨流入為 629.3 億美元。但翌年逆轉為淨流出 221.3 億美元。接著 1998 年和 1999 年先後淨外流 296.1 億美元和 181.1 億美元。其中以商業銀行資金外流最嚴重。

國際貨幣基金組織的救亡方案開始實施後，各地的貨幣仍未止跌。泰銖匯率直至 1998 年第一季，亦即方案實施半年後，方才穩定在危機前大約 60% 的水平。韓國也要到 1998 年第一季，即國際貨幣基金組織介入大約 3 個月多後，才開始穩定在危機前大約 60% 的水平。印尼盧比則起落更大，直至 1998 年第三季，即救亡方案實施大約 1 年後，才開始穩定，匯率只及危機前的大約 20%。

與此同時，縱使國際貨幣基金組織介入，區內的股票價格仍繼續暴跌。至 1997 年底，泰國股價跌去大約 70%，印尼跌去將近 80%，韓國亦跌去大約 60%。

銀行資金大量外流，貨幣急速貶值，加上資產價格暴跌，令泰國、韓國和印尼經濟嚴重收縮。1998 年，三地的國內生產總值分別出現 -10%、-5.8%、-13.7% 的負增長水平。

國際貨幣基金組織《初步評估報告》承認，「有關方案的預測大大低估了衰退的嚴重性」。報告繼續說：

「亞洲各地金融機構和工商企業的資產負債表因貨幣貶值而受損，以致大力削減開支。加上資產價格急跌、投資組合質素存在的問題曝光，令資產負債表的形勢更為不妙。從國內投資崩潰、以及消費因嚴重經濟衰退以致劇減，即可見其所造成的財富效應和融資不繼等惡果 (International Monetary Fund 1999a, 119)。」

修訂方案

由於泰國、韓國、印尼的經濟日益惡化，國際貨幣基金組織不得不修正原先的預測，並一再修訂原方案 (Internationalsl Monetary Fund 1998d)。先是在 1998 年 1 月同意把印尼 1998/99 年度的政府預算由相當於國內生產總值 1% 的盈餘修訂為國內生產總值 1% 的赤字，進而因衰退惡化，再於 6 月修訂為國內生產總值 8.5% 的赤字。同時在 1998 年 2 月把泰國原定預算相當於國內生產總值 1% 的盈餘修訂為國內生產總值 2% 的赤字，再於 5 月修訂為國內生產總值 3% 的赤字。韓國 1998 年原定平衡的預算在 1998 年 2 月修訂為國內生產總值 1% 的赤字，再於 5 月修訂為國內生產總值 2% 的赤字，最後隨著經濟急劇惡化，在 7 月修訂為國內生產總值 5% 的赤字。

印尼經濟收縮最嚴重。國際貨幣基金組織不僅要押後撤銷印尼政府的津貼，更在 1998 年 6 月把預算案內的社會開支上調至國內生產總值的 7.5%，允許在糧食、燃油、醫療等方面提供津貼。

國際貨幣基金組織本以為，一著手改革就關閉無可救藥的金融機構，已足以加強外界對當地銀行業的信心。但在亞洲實行時發現，關閉金融機構只會令銀行擠提，使那些財務相對健全的銀行也陷入危機。泰國和韓國其後要由政府出面為存款提供擔保，銀行的危機才得以舒緩。至於印尼，國際貨幣基金組織原來的方案落實時甚至需要修訂。

印尼政府根據國際貨幣基金組織的建議，在 1997 年 11 月關閉 16 家小型銀行，但僅對存戶提供部分擔保，只承保相當於 5,000 美元的存款。大存戶一驚之下，爭相把資金轉移到國營或外資銀行甚至抽調出國，導致廣泛擠提，銀行的流動資金迅即陷於短缺。直至 1998 年 1 月，印尼政府根據與國際貨幣基金組織達成的協議，對所有銀行的債務提供為期 2 年的全面擔保後，問題才算獲得糾正。據報國際貨幣基金組織此後不再要求印尼關閉銀行 (Radelet and Sachs 1998)。

對救亡方案的評估

事後，各方發表了不少檢討國際貨幣基金組織救亡方案的文獻，包括該組織 1999 年 1 月發表的《初步評估報告》。一項根本的批評是，國際貨幣基金組織以為自己在其他地區主要是拉丁美洲的經驗放諸四海皆準，忽視了亞洲的實際情況。以下是各方批評的要點：

- 1) 國際貨幣基金組織以往在其他地區處理的危機，主要由當地財政失衡的貨幣化所引起。但泰國、韓國、印尼

的政府預算一直良好，並非危機的肇因。直至 1996 年，三地的財政盈餘分別相當於 1.9%、0.3% 和 1.2% 的國內生產總值。

但國際貨幣基金組織起初的方案漠視這項事實，而要上述三地進一步收緊財政政策，令本來就因為資金外流而備受打擊的三地處境更為困難、衰退惡化。國際貨幣基金組織最後不得不修訂原先的財政目標，而且為了舒緩三地日益嚴重的經濟收縮，每修訂一次政策都較上一次具擴張性（見上文）。

- 2) 國際貨幣基金組織主張加息以捍衛匯率，對當地的工商業構成巨大的壓力。泰國、韓國和印尼企業由於負債比率高，本來就因為貨幣貶值而受害，加息後財務也就更困難。經濟作為一個整體，收縮更形嚴重。

國際貨幣基金組織的《初步評估報告》檢討了各方的研究成果，以了解加息到底有助於維護匯率還是說效果適得其反。國際貨幣基金組織發覺各方莫衷一是 (International Monetary Fund 1999a, pp.74-75)。但坊間對於收緊貨幣政策是否就必然能夠支持匯率、以及其對經濟所造成的代價仍然存疑。後來發現，（正如上文所述）縱使收緊了貨幣政策，泰、韓、印尼貨幣的匯率在其後相當一段時間內仍繼續下調。

- 3) 國際貨幣基金組織相信亞洲各地只要重整金融業，關閉無可救藥的機構，就能恢復市場信心，存戶不致調走資金。因而債務期滿時，債權人不會再拒絕為貸款展期。

但後來證實事與願違。一著手改革，泰、韓、印尼的銀行體系即陷入恐慌。外國債權人停止為短期貸款展期，存戶則把資金轉到國營和外資銀行，令本來財務健全的私營銀行也承受巨大的壓力。到了 1998

年初，三地的銀行體系幾乎停頓。外資銀行以往對當地金融機構大量放款，但至此紛紛撤回信貸，甚至停止接受當地銀行開出的信用狀。當地企業，包括許多出口商，無法取得銀行融資。後者若非收取高息，就是沒有資金可供發放新貸款 (Radelet and Sachs 1998, p.35)。各地的經濟衰退進一步惡化。

有人認為，泰、韓、印尼的金融業的確有必要改革，但國際貨幣基金組織對改革的方法和時效考慮不周，以致反而危及金融制度、導致存戶恐慌 (Radelet and Sachs 1998, p.33)。

缺乏私營機構參與

與國際貨幣基金組織以往在拉丁美洲的經驗不同，泰、韓、印尼的外資大都投放在私營機構（其中泰、韓主要是金融業，印尼是私營企業）。而正如下文所述，危機爆發前那段時間，外資（尤其是銀行債務）一向是泰、韓、印尼融資的主要來源。外資一撤走，當地經濟自然大受打擊。

國際貨幣基金組織通常對政府提供信貸額，以便必要時用作外匯儲備。這筆資金分期支付，但每次發放的先決條件是，國際貨幣基金組織與有關政府就具體條款達成協議。換言之，這筆款項並非隨時可以動用。私營部門萬一遭到債權人上門追討，並不能用國際貨幣基金組織的援助來還債。後者以為只要信貸額垂手可得，方案一旦落實，外國債權人就願意為貸款重訂條件，形成「良性循環」，令匯率穩定下來。

但後來發現，這完全是一廂情願。由於外國債權人主要是對私營部門放款，而後者無法直接取得國際貨幣基金組織的資金，債權人審批信貸時，仍然只能視乎經濟大氣候和債務人本身的存活機會。當地既然經濟嚴重衰退，匯率急速惡化、利率

高企、銀行停業、企業倒閉、市場上流動資金日益短缺，外國債權人很自然會想到撤資。至此，不但沒有出現國際貨幣基金組織預期的「良性循環」，反而形成大舉撤資、進一步推低匯率及經濟收縮惡化的惡性循環。

此外，為了恢復市場信心，國際貨幣基金組織對策的一個重點是改革各地金融和工商業的結構。但這往往需要大量資金，並且從根本上改變監管和法律制度，落實需時。對於外國債權人來說，借款人眼看就要倒閉；投資者則擔心當前的股票大貶值。長遠的改革無法應付燃眉之急，煞住撤資的浪潮。

國際貨幣基金組織的《初期評估報告》對此並未諱言：

「為了恢復市場信心、阻止私人資金外流，每一個這些的救亡方案，尤其是對印尼和韓國的均需要有大規模官方融資與健全經濟政策的配合。但這些方案初期並未能恢復信心，私人資金外流的程度更遠遠超出預期...一個明顯不過的疑問是，是否應該及早採取更多直接的行動，為私人的外債重訂還款期以減少資金外流 (International Monetary Fund 1999a, pp.34-36)。」

由於國際貨幣基金組織介入後，資金仍然大量流失，國際社會日漸看出，該組織的方案不足以應付局面。一旦出現這類制度性危機，顯然除了由官方出手，還須另有安排，以誘回私人資金。只有遏止資金外流，才談得上全面重整私營機構的債務。

在韓國的例子中，由於銀行的短期外債愈來愈難展期，美國政府由聯邦儲備委員會和財政部牽頭對外資商業銀行施壓，要求後者為韓國的外債展期。此外，國際貨幣基金組織也同意加快發放貸款 (Radelet and Sachs 1998, p.30)。1998年1月，就

重整 210 億美元的短期銀行債務達成協議。各方為了遏止撤資而達成這項正式安排，似乎恢復了市場信心，有助韓圓和韓國股市復原。而除了印尼，亞洲其他地區的貨幣和股市也都似乎因而在 1998 年首季喘定。

相比之下，泰國和印尼並未作出類似的行動，以全面重整私營企業的債務。1998 年 1 月，泰國政府就本國商業銀行的所有債務，包括對外資債權人的債務，提供擔保。但私營企業一般來說仍然暫停償還債務。只有個別機構試圖為債務展期，但往往無法達成協議。印尼政府最後不得不在 1998 年 1 月宣佈，對商業銀行在國內外欠下的債務提供擔保。但由於印尼的私人外債過半來自私營企業而非銀行，而當時都已暫停還款，政府的擔保作用不大。加上重整債務的談判大都失敗，最多是零星地解決問題，對大局無助。

有鑑於韓國的先例，有人認為，當私營機構的債權人大舉撤資時，有必要暫停償還利息，並設立機制，讓外國的債權人和國內的債務人集體談判以重整債務 (Radelet and Sachs 1998, p.42)。

國際貨幣基金組織承認，當其在亞洲推動救亡方案時，尚無「簡單的機制」可「確保私營機構同心協力參與」計劃 (International Monetary Fund 1999a, p.34)。該組織據此建議，下次討論如何建立新的國際金融架構時需一併處理這個議題。

第四章

危機的肇因

A. 引言

這次的亞洲金融危機有一個特點：起初只是外匯投機活動，狙擊當地貨幣，但迅速惡化為全面的金融和經濟危機，波及整個地區。亞洲各地過去 10 年經濟成長驕人，不料不堪一擊，令人始料不及。其中尤以泰國、韓國、印尼和馬來西亞為然。

回顧這場危機，各方圍繞週期性和結構性兩類成因提出了不同的看法。其中一種主要的成因是各地的貨幣政策。危機前，各地為了維持本身貨幣對美元的匯率而採取的貨幣政策，令本地貨幣因外資大量流入而增長過速，造成經濟過熱。再加上外貿條件惡化，及日本持續衰退，亞洲各地開始呈現經濟危機。一旦各地的金融業和工商業開始出問題，危機的引線點燃後，國際資本市場內在的不穩定性也就導致資金大量外流，各地彼此感染、互相牽連，導致整個地區陷入嚴重的衰退。

B. 國際資金流入導致亞洲貨幣增長過速

1990-97 年間，亞洲各地的經濟高速成長，與國際資本市場急速擴張和資金日益流向「新興市場」不謀而合。根據世界銀行有關東亞的研究 (World Bank 1998, p.4)，流向發展中地區的私人資金由 1990 年的 420 億美元增至 1997 年的 2,560 億美元，

平均每年增長近 30%，與全球貿易同期內平均年增 5% 不成比例。

私人資金流向「新興市場」的增長速度基本上取決於商業銀行債務和投資基金。由於發達國家經濟成長放緩，而資金流動增加，金融機構和投資者遂湧到海外尋求高回報。與全球各地相比，亞洲成長快、宏觀經濟相對健全、幣值穩定，發達國家的短期資金遂趨之若鶩。尤以 1994-96 年間，淨流入亞洲的私人資金佔當地生產總值的比例急劇上升。1996 年，韓國、印尼、馬來西亞的比率分別達到大約 5%、大約 6% 和超過 7%。泰國的比例更早已在 1994 年即超過 14% (World Bank 1998, p.6, Figure 1.3) (圖 4.1)。

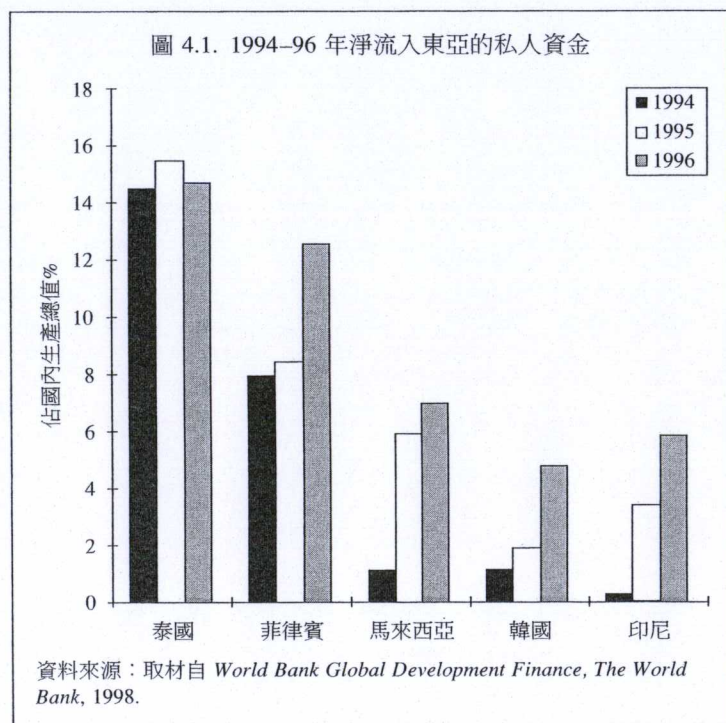


表 4.1. 1990-97 年流入亞洲的私人資本(十億美元)

亞洲	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年
私人資金淨流入總量 ¹	19.1	35.8	21.7	57.6	66.2	95.8	110.4	13.9
外國直接投資淨值	8.9	14.5	16.5	35.9	46.8	49.5	57.0	57.8
組合投資淨值	-1.4	1.8	9.3	21.6	9.5	10.5	13.4	-8.6
其他	11.6	19.5	-4.1	0.1	9.9	35.8	39.9	-35.4
向海外官方								
債權人淨借貸	5.6	11.0	10.3	8.7	5.9	4.5	8.8	28.6
受影響地區私人								
資本淨流入 ²	24.9	29.0	30.3	32.6	35.1	62.9	72.9	-11.0
外國直接投資淨值	6.2	7.2	8.6	8.6	7.4	9.5	12.0	9.6
組合投資淨值	1.3	3.3	6.3	17.9	10.6	14.4	20.3	11.8
其他	17.4	18.5	15.4	6.1	17.1	39.0	40.6	-32.3
受影響地區向海外								
官方債權人淨借貸	0.3	4.4	2.0	0.8	0.7	1.0	4.6	25.6

¹ 外國直接投資淨值加組合投資淨值加其他投資。

² 印尼、韓國、馬來西亞、菲律賓及泰國。

資料來源：IMF, *International Financial Statistics and World Economic Outlook database*.

國際貨幣基金組織資料顯示，淨流入「亞洲五國」的私人資金由 1990 年的 249 億美元增至 1994 年的 351 億美元，緊接著的 1995 年和 1996 年更先後激增至 629 億美元和 729 億美元 (International Monetary Fund 1998c, p.13) (表 4.1)。

印尼、泰、馬等由於匯率基本上與美元掛鈎，當外資湧到時，為免本身的貨幣升值，遂增加國內的資金流動性以吸收外資。此舉令貨幣增長過速，貨幣和信貸年增長率不時超過 30% (Greenwood, 1999)。

C. 亞洲各地的經濟弱點

除了上述資金大量流入和貨幣增長過速的週期性問題，各地經濟本身更存在著結構性問題。在多種因素作用下，問題遂更嚴重，形勢岌岌可危。

1) 「道德風險」與過分倚賴短期外債

流入亞洲的資金大都是銀行貸款，相當一部分更屬於短期性。但亞洲不少貨幣長期與美元掛鈎，形成了所謂「道德風險」(moral hazard)，令當地機構頻頻借入短期外債，而又不同時對沖以降低匯率風險。加上亞洲不少地區利率高於美國，借入美元也就更有利 (Greenwood, 1999)。世界銀行 (1998, p.6) 估計，流往發展中地區的短期資金中，將近 60% 被東亞吸納。以銀行貸款來說，據國際結算銀行公佈，1997 年中，1 年或以下的短期貸款佔泰國總外資銀行債務 694 億美元的 65.7%，佔印尼 587 億美元的 59%，韓國 1,042 億美元的 68%，以及佔馬來西亞 288 億美元的 56.4% (Bank for International Settlements 1999, p.5) (表 2.1)。

湧入亞洲的資金中，外資銀行短期債務比重偏高，一旦形勢逆轉，當地經濟很容易陷入困境。從亞洲短期外債與外匯儲備的比率即可見箇中的風險。1997 年中，泰國、印尼和韓國的這個比例分別上升至 1.5、1.7 和 2.1，遠高於同期的大多數發展中地區。至於外債少得多的馬來西亞，比率為 0.6 (Radelet and Sachs 1998, p.9, Table 3) (表 4.3)。

2) 金融業市場開放但監管不足

流入亞洲的外資有相當一部分以當地的銀行體系為中介。泰國和韓國的金融機構尤其大量借入外幣。

由於經濟高速發展的需要，亞洲各地在危機以前已普遍進行了金融改革。但在監管和督導上仍然存在著顯著的弱點。根據世界銀行的報告，亞洲金融業在以下各方面未符合國際標準：資本充足比率偏低，有關單一貸方舉債上限的規定鬆懈，資產分類制度鬆散，為虧損撇帳的準則疏漏，以及規定公開的

表 4.2. 各國申報銀行的對外放貸分布

		總債權 10 億美元	歐洲 各銀行	其中		其他銀行
				北美 各銀行	日本 各銀行	
%						
1996 年底	發展中國家	708.2	50.2	17.6	19.8	12.4
1997 年中		746.9	52.1	16.1	19.4	12.4
1997 年底		770.6	56.0	15.8	17.6	10.6
1998 年中		736.1	57.9	15.9	16.1	10.1
1998 年底		705.9	55.1	15.7	15.1	14.1
1999 年中		696.7	55.0	16.4	13.3	15.4
1996 年底	亞洲	367.0	42.2	11.0	32.3	14.5
1997 年中		391.2	44.0	10.1	31.7	14.3
1997 年底		378.7	47.5	9.8	30.3	12.5
1998 年中		324.8	49.6	9.0	30.3	11.1
1998 年底		297.9	47.3	8.7	28.8	15.2
1999 年中		287.0	48.1	9.8	26.1	16.0
1996 年底	拉丁美洲	242.4	54.2	31.2	6.4	8.3
1997 年中		252.3	58.6	27.6	5.8	8.0
1997 年底		281.4	61.7	26.1	5.2	7.0
1998 年中		295.7	62.0	25.7	5.0	7.3
1998 年底		288.5	58.4	25.6	5.0	11.0
1999 年中		283.4	58.2	26.0	4.2	11.7
1996 年底	中東	48.6	66.0	8.9	5.8	19.3
1997 年中		50.9	64.0	10.0	5.8	20.2
1997 年底		52.4	62.1	10.9	6.5	20.5
1998 年中		57.3	62.4	10.4	5.3	21.9
1998 年底		63.1	58.6	10.2	6.2	25.0
1999 年中		67.5	56.7	9.5	6.1	27.8
1996 年底	非洲	50.2	74.5	8.6	6.9	10.0
1997 年中		52.5	70.0	11.9	6.5	11.6
1997 年底		58.1	78.3	9.9	4.8	7.1
1998 年中		58.3	79.5	9.7	4.0	6.7
1998 年底		56.4	76.0	8.1	3.3	12.5
1999 年中		58.8	71.6	9.9	2.8	15.7
1996 年底	東歐	103.0	79.5	9.3	3.9	7.3
1997 年中		116.5	79.3	10.1	3.4	7.3
1997 年底		123.0	80.4	8.9	3.4	7.3
1998 年中		133.4	80.3	9.7	3.1	6.9
1998 年底		121.6	81.7	5.6	3.2	9.5
1999 年中		112.9	79.5	5.7	2.5	12.3

資料來源：International Banking and Financial Market Developments—BIS Quarterly Review, June/1998, November/1998, June/1999.

表 4.3. 1994 年及 1997 年各國短期債務與儲備 (百萬美元)

國家/地區	1994 年 6 月			1997 年 6 月		
	短期債務	儲備	1994 年 6 月 短期債務/ 儲備	短期債務	儲備	1997 年 6 月 短期債務/ 儲備
阿根廷	17,557	13,247	1.325	23,891	19,740	1.21
巴西	28,976	41,292	0.702	44,223	55,849	0.792
智利	5,447	10,766	0.506	7,615	17,017	0.447
哥倫比亞	3,976	7,718	0.515	6,698	9,940	0.674
印度	5,062	16,725	0.303	7,745	25,702	0.301
印尼	18,822	10,915	1.724	34,661	20,336	1.704
約旦	647	1,291	0.501	582	1,624	0.358
韓國	35,204	21,685	1.623	70,612	34,070	2.073
馬來西亞	8,203	32,608	0.252	16,268	26,588	0.612
墨西哥	28,404	16,509	1.721	28,226	23,775	1.187
巴基斯坦	1,708	2,307	0.74	3,047	1,249	2.44
秘魯	2,157	5,611	0.384	5,368	10,665	0.503
菲律賓	2,646	6,527	0.405	8,293	9,781	0.848
南非	7,108	1,755	4.05	13,247	4,241	3.124
斯里蘭卡	511	1,983	0.258	414	1,770	0.234
台灣	17,023	90,143	0.189	21,966	90,025	0.244
泰國	27,151	27,375	0.992	45,567	31,361	1.453
土耳其	8,821	4,279	2.061	13,067	16,055	0.814
委內瑞拉	4,382	5,422	0.808	3,629	13,215	0.275
津巴布韋	704	534	1.319	731	447	1.635

資料來源：Steven Radelet and Jeffrey Sachs, *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Harvard Institute for International Development, April 20, 1998, table 3.

資料不足。由於管治薄弱，亞洲的金融機構容易受政府政策左右。此外，金融業制度化進展緩慢。銀行審批信貸時，大都只看抵押品，忽視流動現金，或端視借方與政府或本身東主的關係 (World Bank 1998, pp.34-35)。

由於上述的監管弱點，加上市場秩序鬆散，亞洲金融業對外資開放後，在國際金融市場的大起大落中易受衝擊，情況更形脆弱。

表 4.4. 危機前亞洲各地的銀行體系

(金融機構的數目)						
	私營本地 商業銀行	國營銀行	商人銀行	金融或 證券公司	外資金融機構	總數
印尼	144	34 ^a	0	0	44	222
南韓	26	8	30	53	52	169
馬來西亞	23	1	12	40	14	90
菲律賓	40	2	0	0	14	56 ^b
泰國	15	5	0	108	14	142

^a 包括 27 區域性政府銀行。

^b 表內的數字不包括儲蓄和農業銀行。

資料來源：East Asia: The Road to Recovery, the World Bank, table 3.1.

亞洲不少地區在 1990 年代開放金融業市場。印尼撤銷了一系列管制，導致銀行急劇擴張。1988 年仍只有 74 家私營銀行 (包括外資和合資銀行)，6 年後已增至 206 家。泰國設立曼谷國際銀行業務渠道 (Bangkok International Banking Facility, 簡稱「BIBF」)，並且在 1993 年批准 46 家國內和外資商業銀行經營國際銀行業務，包括在國內外借入和貸出外幣。由於這項誘因，BIBF 成為泰國金融業籌集短期外幣資金的重要渠道。韓國亦在 1990 年代中期實施類似的改革，增加了國內銀行借入短期國際貸款的機會 (Radelet and Sachs 1998, pp.12-13; World Bank 1998, p.35)。表 4.4 總結了危機爆發前夕「亞洲五國」的金融業結構。

泰、韓、印尼開放金融業後，暴露了本身的弱點。泰國一些財務公司吸收不到存款，遂以高成本借入資金，然後對高風險項目貸放以博取高回報。韓國更有違銀行業務的首要誠條，准許財團同時擁有商人銀行和向後者借貸的子公司。印尼則銀行數目增加得太快，無暇審核銀行東主和管理層的操守。許多

銀行只有些微本錢就開業 (World Bank 1998, pp.9, 35-36)。而正如韓國，印尼許多銀行東主在政治上有人撐腰，利用名下的銀行大量為子公司融資 (Radelet and Sachs 1998, p.13)。

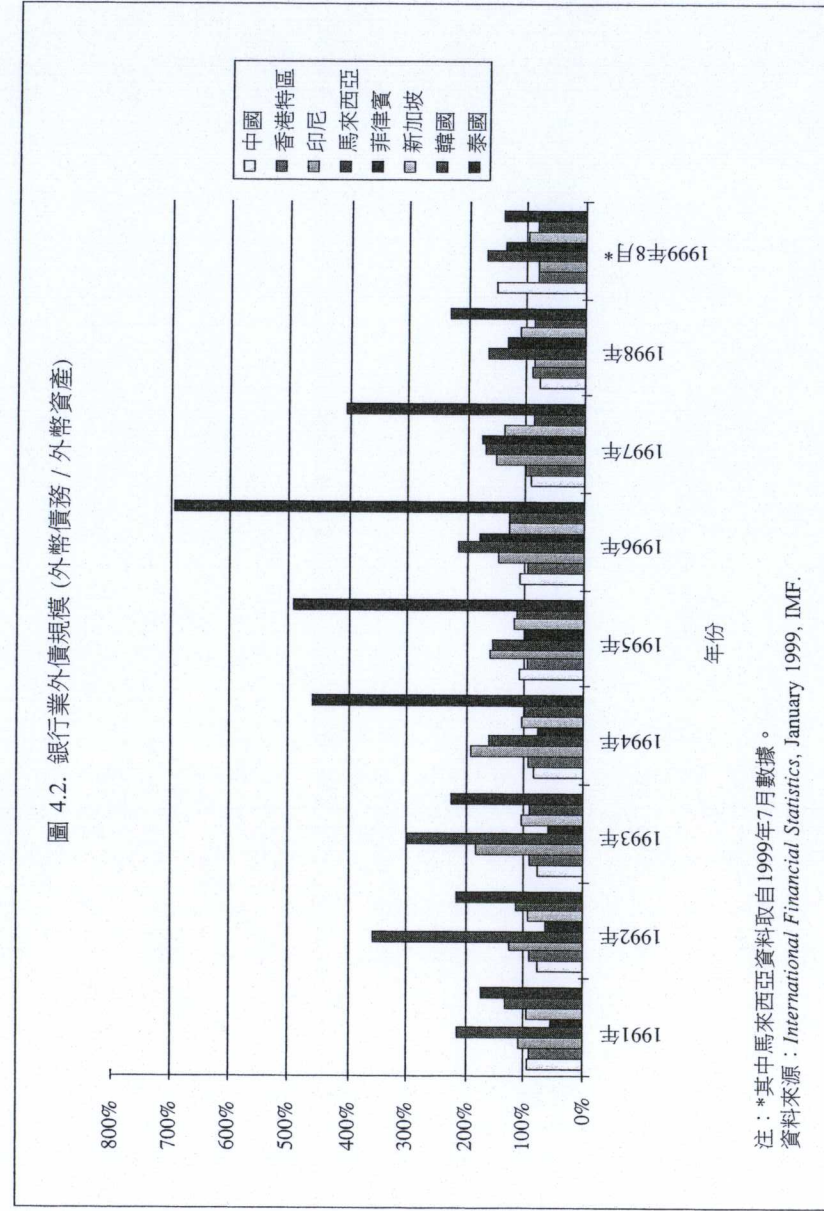
泰國的財務公司和韓國的商人銀行等非銀行金融機構 (non-bank financial institution, 簡稱「NBFI」) 業務能夠迅速增長，主要靠借入外匯。對 NBFI 的監管和督導一般少於銀行。邁向 1990 年中期時，亞洲 NBFI 的數目和信貸額均有所增加，以致整個體系更為脆弱 (World Bank 1998, p.36)。

亞洲一些政府的做法也使得金融界抱著僥倖的心理，形成經濟學上的所謂「道德風險」(moral hazard)。泰國、馬來西亞和印尼此前已分別在 1983-87 年、1985-88 年和 1994 年出現過金融危機，但都由政府出面救亡，甚至用公帑承擔所有債務。外界於是錯以為，亞洲包括存款在內的所有銀行債務，都有政府的擔保。由金融機構以至存戶和債權人都忽視市場紀律，也許與此有關 (World Bank 1998, p.36)。

到了 1996 年，由於外資持續湧入，亞洲下列地區僅就銀行業 (不包括 NBFI) 的外債風險 (external exposure, 即外匯債務佔外幣資產的百分比) 已嚴重偏高：泰國接近 700%，馬來西亞約為 200%，韓國和印尼亦超過 100% (圖 4.2)。

據估計，NBFI 欠下的外債更超過銀行，尤以允許大量借入外債的泰、韓為然。而正如上述，亞洲由於外債大都是短期的，造成銀行債務的年期錯配，缺乏長短期的均衡搭配。資本由內流逆轉為外流所產生的風險也就更大 (World Bank 1998, p.40-41, Figure 3.7)。

由於金融業開放市場，但監管和督導跟不上、市場紀律鬆散、以及外債高築等多項不利因素的作用，亞洲的金融業一旦遇上經濟衰退或國際資本市場有欠穩定，形勢即岌岌可危。



3) 企業債台高築與保護主義

亞洲企業的弱點也日益嚴重。不少地區的企業負債率遠高於發達國家平均值。1991-96年間，泰國和馬來西亞的企業負債率上升了一倍，韓國也上升了三分之一。但韓國問題特別嚴重。當地企業的負債水平歷來就很高。據世界銀行公佈，在1996年，泰國和韓國中型企業的負債率分別高達340%和620%，相比之下，英國、美國和日本分別只是80%、100%和160% (World Bank 1998, p.55)。

亞洲企業不僅債務上升，盈利率在同期內下降。1991-96年間，泰國的資產回報率由8%跌到1%，印尼、韓國的回報雖然跌幅較小也普遍下降。上述「亞洲五國」裡，只有馬來西亞的回報率上升 (World Bank 1998, p.55)。

從多方面來說，上述亞洲地區的企業負債率偏高，是經濟發展策略和政府政策使然。當地普遍以出口帶動經濟成長。為了對外拓銷，當局往往對出口商提供信貸、津貼貸款和稅務優惠。一般來說，亞洲各地以韓國企業負債率最高，當地對出口提供的優惠尤其明顯。世界銀行1993年研究發現，韓國為了發展重工業和化工業，提供大量免稅優惠，並指示銀行對這兩類特選行業提供政策性優惠貸款。據估計，在這項政策高峰期的1977年，當時在相當程度上由政府擁有和控制的銀行體系，有45%的國內總信貸額用來支援重工業和化工業。其後的1979-81年縱使放棄了這項政策，銀行業仍然存在著政策性貸款。直至1993年，韓國仍有大約40%的國內總信貸額屬於政策性 (World Bank 1998, p.55)。在貸款上偏袒國內的大財團，相當於提供大量津貼助長其擴張。但其後財團的回報下降，由於這種偏幫財團 (cronyism) 的貸款政策，在可供投資的資金上形成嚴重的資源錯配，有損經濟成長 (Krueger, 1999)。

現在在國際上，亞洲各地被指利用進口關稅、政策上偏袒財團的資本主義 (crony capitalism) 等各式各樣的保護主義，使當地的經濟避免市場競爭、不循國際基準和慣例運作。這最終使得當地的企業缺乏競爭力、資源錯配，助長危機 (Greenwood, 1999)。

世界銀行 (1998, pp.56-60) 就亞洲企業融資方面的保護主義和市場紀律鬆散，列出了以下的因素：

- 1) 由於政府介入，銀行不得不對當局優先發展的行業和受寵的企業放款，因而難以按章審核客戶的信用。此外，有些銀行本身隸屬大財團，缺乏獨立性，難以嚴守市場紀律。亞洲也常見由家族持有以至直接管理的財團。這些家族本身又控制銀行，由後者對同屬一財團的其他公司放款。
- 2) 在國際市場上，長期資金通常來自退休金和公積金。但這兩種資金在亞洲並不普遍。由於缺少這方面的機構投資者，銀行不得不肩負起市場紀律的「執法」工作。但正如上述，銀行審核客戶的信用時經常受到干預。
- 3) 外資銀行評審亞洲的信貸和企業管治時一般遵循國際標準，但其作用有限。為了保護本地銀行免受外來競爭，亞洲各地普遍控制外資銀行的牌照數量、限制其業務範圍。
- 4) 由於亞洲經濟成長快、金融市場蓬勃，外資銀行和機構投資者為了多做生意，往往忽視國際上對透明度、企業管治和信用評估的要求。1995-97年間，「亞洲五國」的信用在國際上一貫被評為穩定或有所改善，直至危機爆發後始告下跌 (Radelet and Sachs 1998, p.23)。而且在1990年代，亞洲各地借方享有的貸款和

債券差價普遍小於其他新興市場，而且危機爆發前差價一直收縮，顯然獲國際銀行和投資者追捧。

- 5) 亞洲不少地區企業管治的法律和監管架構尚未完善。法定的企業管治和公開資料標準往往很鬆散，即使上市公司也不例外。

4) 信貸膨脹與經濟過熱

金融業開放加上外資流入，亞洲不少地區流動資金充斥、信貸迅速膨脹。據世界銀行公佈，由 1988-89 年直到 1996 年，資金持續湧入馬來西亞和泰國，導致銀行和非銀行部門對私營企業的信貸增長持續加快。期間內，馬來西亞的年平均信貸增長率相當於國內生產總值增長率 1.5 倍，此前的 5 年低於 1；泰國則不論銀行和非銀行業，兩者的比率都超過 2，此前銀行的比率約為 2，非銀行低於 1。但印尼 1990-96 年間私營部門的信貸增長率較低。部分原因是此前已實施金融改革，此外也因為當地私營企業直接離岸借入外幣所致。至於韓國，外資雖然在 1991-96 年湧進，但期間內信貸增長變化不大 (World Bank 1998, p.39, 圖 3.5)。直到危機爆發前夕，信貸才明顯膨脹。據世界銀行統計，1996 年和 1997 年，「亞洲五國」的廣義貨幣供應 M2 以接近 20% 的年率增長 — 比中國大陸、台灣、香港特區和新加坡將近快一倍 (World Bank 1998, p.7)。

證據顯示，亞洲有些地區的信貸增幅中，發給予非貿易部門的比重日增。1996 年，印尼銀行業發放的貸款和預墊款有 31% 借給服務業，遠高於 1990 年的 18%。泰國對建築、金融、地產和住戶 (消費者信貸) 的貸款和預墊款佔信貸的比重也由 1990 年的 36.8% 增至 1995 年的 41.9%；韓國則由 1990 年的 32.9% 增至 1996 年的 40.1% (Radelet and Sachs 1998, p.21, Table 8) (表 4.5)。

表 4.5. 按行業分貸款及墊款的百分比

各行業	印尼		馬來西亞		菲律賓	
	1990	1996	1990	1996	1990	1996
農業及採礦業	9	6	6.4	2.4	13.8	6.5
製造業	35	27	21.3	22	38.5	32.3
建築業			7	8.9	2.7	3.9
貿易及運輸	34	24	16.5	12.1	18.2	22.2
金融及房地產			39.5	39.2	16.9	21.8
服務業	18	31				
住戶：消費信貸			2.4	3.7		
其他	3	11	6.9	11.8	10	13.3

南韓						
各行業	總數		銀行		其他機構	
	1990	1996	1990	1996	1990	1996
農業及採礦業	6.6	5	10.3	9.9	1.1	0.5
製造業	44	39.9	42	39.2	46.9	40.6
建築業	13.1	9.8	16.5	7.4	8.1	12
貿易及運輸	12.8	11.7	10.1	10.4	16.6	12.9
金融及房地產	4.8	6.6	5.6	2.1	3.6	10.6
住戶：消費信貸	15	23.7	12.2	28.3	19.1	19.6
其他	3.8	3.3	3.3	2.7	4.5	3.8

泰國						
各行業	總數		銀行		金融公司	
	1990	1996	1990	1996	1990	1996
農業及採礦業	6.2	3.5	7.2	4.3	1.3	0.8
製造業	23.7	23.1	25.1	25.8	17.1	14.3
建築業	3.8	4.1	4	4.4	2.7	3.1
貿易及運輸	25.5	21.7	28.3	25.4	12.1	9.6
金融及房地產	19.2	21.5	17	17.4	29.6	35
住戶：消費信貸	13.8	16.3	10.6	12.3	28.9	29.6
其他	7.9	9.7	7.8	10.4	8.2	7.7

資料來源：Steven Radelet and Jeffrey Sachs, *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Harvard Institute for International Development, April 20, 1998, table 8.

表 4.6. 1987-1995 年資本產出增量比率

國家地區	1987-89	1990-92	1993-95
印尼	4	3.9	4.4
南韓	3.5	5.1	5.1
馬來西亞	3.6	4.4	5
菲律賓	3.3	22.8	6
泰國	2.9	4.6	5.2
智利	2.9	3.3	4.4
哥倫比亞	4.3	4.7	4.1
印度	3.2	6	4.7
墨西哥	8.9	6.5	11.7
巴基斯坦	2.8	2.9	4.9
土耳其	6.8	5.4	9.2

資料來源：Steven Radelet and Jeffrey Sachs, *The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects*, Harvard Institute for International Development, April 20, 1998, table 11.

非貿易部門佔用的信貸增幅日增，削弱了上述亞洲各地支付外債利息的能力，令情況更形脆弱。

同期內，亞洲投資的整體質素以資本產出增量比率 (incremental capital output ratio, 簡稱「ICOR」) 衡量有所下降。印尼、馬來西亞和泰國的 ICOR (以任何一年的新投資額除以同年產出的變化) 在 1993-95 年間普遍上升，顯示須投入更多資金始能維持同樣的國內生產總值增幅，投資質素不大如前 (Radelet and Sachs 1998, pp.22-23, Table 11) (表 4.6)。

由於投資質素惡化，亞洲企業的收益下跌，償還貸款的能力以至企業的財務狀況有所削弱。正如上述，危機爆發前，亞洲企業由於舉債過多，利潤大都用來支付利息，盈利率相應下跌。利潤不足以支付利息的泰國和韓國企業比例在 1995 年

表 4.7. 亞洲各大城市商業區辦公室空置率和租金回報率

	空置率		租金回報率
	1997	1998-99	1997 年 6 月
漢城			9.50%
耶加達	10.00%	20.00%	7.20%
吉隆坡	3.00%	20.00%	5.80%
馬尼拉	1.00%	3.00%	9.30%
新加坡	8.00%	12.00%	3.90%
曼谷	15.00%	20.00%	6.80%
香港	6.00%	10.00%	3.50%
上海	30.00%	40.00%	8.00%
台北			4.80%

注：表內1997年的空置率是估計；1998-99年數字是預測。

資料來源：JP Morgan, *Asian Financial Markets*, January.

大幅上升，至 1997 年已超過三分之一。兩地電子工業 1996 年的盈利率創下新低。其中韓國未能支付利息的電子企業比例，更是當地各行各業中最高的 (World Bank 1998, pp.55-56)。盈利率下降而利息開支增加，顯示韓國企業在生產能力上過度投資。

亞洲不少地區由於信貸迅速擴張，房地產和股票市場投資過度以至投機熾熱。以房地產來說，1997 年不少大城市的商業中心區空置率高，雅加達和曼谷尤其嚴重，而租金收益偏低，顯示供應過剩 (表 4.7)。

股市方面，雖然泰國和韓國股市先後在 1993 年和 1994 年到達頂峰，繼而回跌，亞洲大多數地區的股市指數在 1990-96 年間飆升 (Corsetti, Pesenti, and Roubini 1998, Tables 9, 10) (表 4.8)。

表 4.8. 亞洲各地股票價格指數

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
韓國	696	610	678	866	1,027	882	651	376	562	1,028
印尼	417	247	274	588	469	513	637	401	398	636
馬來西亞	505	556	643	1,275	971	995	1,237	594	586	812
菲律賓	651	1,151	1,256	3,196	2,785	2,594	3,170	1,869	1,969	2,142
新加坡	948	1,214	1,240	2,087	1,854	1,917	1,992	1,508	1,393	2,479
泰國	612	711	893	1,682	1,360	1,280	831	372	356	481
香港	3,024	3,024	5,512	11,888	8,191	10,073	13,451	10,722	10,048	16,962
中國										
(深圳)		110	241	244	140	113	327	381	343	402
(上海)	127	292	780	833	647	555	917	1,194	1,146	1,367
台灣	4,530	4,600	3,377	6,070	7,124	5,173	6,933	8,187	6,418	8,449

D. 外在環境惡化

除了結構上的弱點和貨幣增長太快所造成的經濟過熱，亞洲各地還因為外來因素而受到兩方面的打擊：1) 外貿條件惡化；2) 日本經濟衰退。

1) 外貿條件惡化與經常帳赤字

亞洲各地大都靠出口帶動經濟成長。根據世界銀行有關亞洲金融危機的報告，外貿在亞洲各地生產總值中的比重由 1970 年的 15% 上升到 1995 年的 50% (World Bank 1998, p.4)。出口在 1995 年第一季達到高峰，其中泰國、韓國和馬來西亞以美元折算的出口增長率超過 20%，印尼也有 13%。但此後即急劇放緩。翌年韓國、印尼、馬來西亞的增長率分別降至 4%、10%、及 6%，泰國的甚至負增長 1% (World Bank 1998, p.20, Table 2.1) (表 4.9)。

表 4.9. 亞洲各地出口增長率 (美元%)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
泰國	14.9	23.2	14.2	13.2	22.7	25.1	-1.3	3.3	-5.1
韓國	4.2	10.6	6.6	7.3	16.8	30.3	3.7	5.0	-2.9
印尼	15.9	15.1	14.6	8.7	8.8	13.4	9.7	7.3	-8.6
馬來西亞	17.4	16.8	18.5	15.8	24.7	26.0	5.8	0.7	-6.9
菲律賓	4.0	8.7	11.2	13.7	20.0	31.6	16.7	22.8	10.7
中國	18.2	15.8	18.1	7.1	33.1	22.9	1.6	21.0	-3.9
香港	12.3	20.0	21.2	13.2	11.9	14.8	4.0	4.0	-7.5
新加坡	18.1	11.9	7.6	16.6	30.8	22.1	5.7	0.0	-10
台灣	1.6	13.4	6.9	4.0	9.6	20.2	3.7	5.3	-9.4
日本	8.2	7.1	6.3	3.7	9.6	11.6	-7.3	2.4	-5.8
美國	5.0	9.5	8.0	6.6	10.3	14.1	6.9	10.2	-0.9
全球	15.0	3.3	6.6	-0.3	13.6	19.5	4.1	3.4	-1.3

資料來源：International Financial Statistics, January and December 1999, IMF,
<http://www.stat.gov.tw/main.htm>

就亞洲各地出口放緩，各方總結出下列的因素 (World Bank 1998, pp.2-22)：

- 世界貿易增長大幅放緩
世界貿易以美元折算的增長在 1995 年達到 20% 的高峰後，翌年驟降至 4%，為十五年來最大的跌幅。
- 美元對日圓升值
日圓匯率自 1995 年下半年起急跌，令貨幣與美元掛鉤而出口結構與日本相似的一些亞洲地區出口競爭力惡化，其中尤以韓國為然。
- 實質有效匯率增值
亞洲貨幣的有效匯率在 1990 年代大體上穩定。但有些地區的實質有效匯率自 1995 年中起開始攀升，持續上

升至 1997 年第二季，以至出口競爭力下降。期間內，泰國和印尼的實質匯率分別增值 12% 和 11%。

- 出口價格下跌

不少工業產品的出口價格自 1995 年起下跌。其中電子業包括電腦、半導體和電訊產品，跌幅尤大。韓國偏重電子業，受到的打擊最大。

- 人民幣貶值

有人認為，人民幣匯率在 1994 年貶值超過 30%，打擊了亞洲其他地區的出口競爭力。當時人民幣為了統一官價與較低的外匯中心匯價並行的「雙軌制」，匯率由 5.8 元對 1 美元驟降到 8.7 元對 1 美元。但人民幣實際貶值的幅度小得多。由於外匯中心已佔中國經常帳約 80%，1993-94 年的有效匯率貶值（官方和外匯中心的加權 (weighted) 平均值）實際上只相當於 11%。而且 1994-96 年間，有效匯率事實上增值 4% (Wong and Wong 1997)。因此，期間人民幣貶值嚴重打擊亞洲其他地區經濟的可能性不大。

由於上述各種因素，亞洲各地進口減少而經常帳赤字擴大。1996 年，印尼、韓國、馬來西亞、泰國的經常帳赤字分別佔國內生產總值的 3%、4%、4%、8%，其中馬、泰在此前的 10 年已出現過巨大的經常帳赤字 (Corsetti, Pesenti, and Roubini 1998, pp.12-17, Table 1) (Table 4.10)。

2) 日本的角色

日本在 1990 年代是亞洲各地主要的資金來源及出口市場。但期間內經濟放緩，更在 1997-98 年間陷入衰退，令亞洲各地的經濟受到打擊。

表 4.10. 經常帳佔國內生產總值百分比 (NIA 定義)

	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年	1997年	1998年
韓國	-0.79	-2.83	-1.25	0.29	-0.96	-1.74	-4.42	-1.71	12.64
印尼	-2.61	-3.32	-2.00	-1.33	-1.58	-3.18	-3.37	-2.27	4.22
馬來西亞	-2.03	-8.69	-3.72	-4.66	-6.23	-9.70	-4.63	-4.90	
菲律賓	-6.08	-2.28	-1.89	-5.55	-4.60	-2.67	-4.77	-5.23	1.98
新加坡	8.33	11.25	11.91	7.21	16.09	16.95	15.64	15.61	20.86
泰國	-8.37	-7.69	-5.65	-5.07	-5.56	-8.12	-7.98	-2.63	12.79
中國	3.13	3.32	1.36	-1.94	1.28	0.23	0.88	3.29	3.04
日本	1.48	2.00	3.03	3.08	2.78	2.16	1.43	2.25	3.19

資料來源：根據 *International Financial Statistics Yearbook 1998, 1999* 數據計算所得。

主要的資金來源

1990 年代湧到亞洲的外資大都來自日本的銀行放款和直接投資。期間內，日本貨幣政策寬鬆、國內經濟發展緩慢，銀行紛紛到海外尋求發展。據國際結算銀行公佈，1998 年 6 月底全球申報銀行的跨境債權額中，日本約佔 13%，僅次於德國。其中日本在亞洲的債權額為 985 億美元（佔全亞洲債權總額 30%），遠遠拋離其他各國（德國約佔 13%，法國 11%，英國 9% 以及美國 7%。） (Bank for International Settlements, 1999) (表 4.2)。此外，日本公司在亞洲大量投資。據世界銀行公佈，日本 1996 財政年度對亞洲的直接投資約為 110 億美元 (World Bank 1998, p.118)。

主要出口市場

日本也是亞洲主要的出口市場。在 1996 年，約佔印尼總出口 27%，泰國 17%，韓國 14%，馬來西亞 13%。據世界銀行估計，亞洲各地對日本的出口中，80% 屬於中段資源，用來

生產製成品輸往歐美 (World Bank 1998)。但日本經濟自 1997 年起走下坡，連帶亞洲各國的出口增長受到打擊。

資產泡沫的惡果

隨著房地產和股票構成的資產泡沫破裂，日本經濟自 1980 年代下半部起即開始出問題。日本的房價和股價先是飆升，但接著在 1990 年頭急跌。到了 1996 年，資產價格回復到大約 10 年前的水平。期間內，日經 225 種股票指數由不足 15,000 點飆升到 35,000 多點，然後又回復原先水平。日本房地產研究所 (Japan Real Estate Institute) 的土地價格指數由 1990 年的大約 40 點飆升到 100 點，然後又回跌到大約 50 點 (Ito 1996, p.215)。

日本出現資產泡沫，一般認為是 1980 年代後半期貨幣政策寬鬆所致。期間內日圓匯率飆升，由 1985 年 2 月約為 260 日圓 (兌 1 美元) 飆升到 1986 年 8 月的 150 日圓。國際上為此先後達成協議 (1985 年的 Plaza Agreement 和 1987 年的 Louvre Accord)，促使日本政府在市場上拋售日元購入美元以遏止日圓升勢。但由此令到國內市場的日圓貨幣供應增長率由先前每年 8% 激增至大約 12% (Greenwood 1999)。官方貼現率亦在 1985-87 年內由 5.0% 降至 2.5%，而由於沒有通脹的跡象，直到 1989 年仍然維持在這個低水平。市場上因而流動資金過剩。與此同時，日本的金融界逐步開放市場。以往利率和信貸受到嚴厲的控制，但邁向 1980 年代後半期逐步解除管制。當局又未能以新的監管制度配合新的經營環境，導致銀行放款激增，尤以房地產為然，地價於是飆升 (Ito 1996, pp.216-217)。

1989-90 年間，市場擔心地產價格過高，日本政府終於改變貨幣政策。1989 年 5 月到 1990 年 8 月間 5 度加息。同時採取措施為經濟降溫，包括對銀行的房地產放款設置上限、修訂

稅務條例。這些措施總算遏止了資產價格的升勢，但也戳破了資產泡沫。

日本資產泡沫破裂後，國內的金融機構大受打擊。不少銀行此前對房地產發展商和建築商借出大筆款項。泡沫一破裂，貸方無法償付利息，銀行的不履約貸款開始累積。一些在地產和股票上大量投資的公司也蒙受損失。此外，許多銀行和其他企業，尤其是隸屬同一財團的公司，彼此交互控股。手頭的股份大幅貶值後，在資產負債表上顯得很不利。多種因素同時發生作用，對銀行放款和企業的投資活動產生了不良的影響。

日本資產泡沫破裂所造成的負財富效應，加上 1993-95 年日圓飆升打擊出口，令日本經濟其後長時間內增長緩慢，最終出現收縮。經濟增長率在 1992-94 年間低於 1%；接著的 1995-96 年回升到 3%，但緊接著 1997 年和 1998 年更連續兩年收縮，分別錄得 -0.3% 和 -2.8% 的增長。

日本情況欠佳，對亞洲各地造成打擊。隨著日本陷入衰退，亞洲各地對日出口放緩。日本銀行業更因為國內告急，開始自國外撤資，令亞洲失去最大的資金來源。

E. 國際資本市場的不穩定性

1994-96 年外資湧進亞洲，令到匯率與美元掛鈎的地區貨幣增長過速。這再加上當地結構性的弱點，遂導致經濟過熱。但除了這些因素，也有人認為，亞洲危機中，國際資本流動力度之猛、牽連之廣和波幅之大，根源在於國際資本市場先天上有欠穩定 (Radelet and Sachs 1998)。

各方對於這種不穩定性提出了多種解釋，包括：

- 1) 市場的預期和信心逆轉；
- 2) 金融機構全球化，投資工具日新月異。

1) 市場的預期和信心逆轉

眾多證據顯示，許多國際放款者和投資者此前不熟悉亞洲，有些自 1990 年代起才大舉進軍亞洲。事前未經仔細研究，即對亞洲充滿憧憬。及至看到區內經濟和制度上的弱點，信心即時逆轉為恐慌，一窩蜂撤資。

貸款和債券差價是信用質素的指標。但亞洲過去一段時間經濟成長驕人，國際上對亞洲各地非政府機構收取的貸款差價低於其他新興市場。世界銀行 (1998, p.39) 寫道：

在 1990 年代，亞洲貸款和債券的差價比其他新興市場收縮得更快。1996 年底 1997 年初期間，往往僅高於美國企業的長期貸款。除了差價小，放款者評估亞洲風險和借款人的業務表現時，也往往很馬虎。近至 1997 年 5 月，投資者只查究了數天，就向印尼企業購入大量短期債券。

有人認為，國際放款和投資者到亞洲投資，主要是看到當地經濟成長驕人而見獵心喜，本身並不熟悉亞洲的情況。而發達國家的金融市場大都按照「盎格魯薩克遜」(Anglo-Saxon) 模式運作：即經濟活動與政治保持距離，由市場推動，受到監管，而國民、消費者和股東對政府和公司擁有最終的主權。國際市場人士以為，所有這些條件都適用於亞洲。直到亞洲的銀行和企業開始出事，危機爆發，市場才注意到亞洲經濟的結構性問題，認識到亞洲的成長模式與歐美的「盎格魯薩克遜」模式大異其趣 (Greenwood 1999)。這項認知令歐美市場的情緒和信心起了一百八十度的變化，驟然降低對亞洲的評級。放款者和投資者大為恐慌，爭相撤離資金。

根據國際貨幣基金組織有關國際資本市場的報告 (1998c, pp.20-23)，到了 1997 年 9 月底，泰國、印尼和韓國的國債差價分別升至 174 基點 (basis point)、150 基點和 106 基點，仍

然遠低於作為國際基準的新興市場債券指數 (Emerging Markets Bond Index, 簡稱「EMBI」) (主要成份是拉丁美洲國債) 10 月第一個星期創下的歷史新低的 335 基點。但到了 1997 年 12 月至翌年 1 月，當 EMBI 差價維持在 500-600 基點時，泰、印尼和韓的差價已分別飆升至最高峰的 555、979 和 890 基點。10 月份以後，市場對亞洲「重災區」的看法顯然已一百八十度逆轉，造成另一種極端的過敏反應。1998 年頭幾個月，亞洲有關國家的差價才回落：泰、韓分別是 300 基點和 400 基點上下。但印尼的差價在其後一段時間內仍然大幅波動。

對亞洲的投資情緒驟然逆轉，相當程度上是西方信貸評級機構急劇轉向使然。不少地區在危機爆發前夕甚至初期，仍然獲評級機構看好。但評級一開始下調，立即觸發撤資浪潮，可說是落井下石。韓國的例子尤其戲劇化。1997 年 1 月當地大企業陸續破產，但仍獲西方評為「投資級別」。到了 10 月才首次下調，而且幅度很小。要到 12 月才首次遭各大機構一致下調評級 (International Monetary Fund 1998c, pp.52-53)。但一旦降為「垃圾債券」級別，投資情緒即告轉向，幾乎即時導致撤資。泰國則儘管 1997 年 5 月泰銖受到嚴重的狙擊，7 月宣佈匯率浮動，但國債的評級仍然維持不變。直到 9 月才一再降低評級，差價隨著急劇擴大。到了 1997 年底，韓、印尼和泰均由投資級別降為「垃圾債券」級別。亞洲在 1997 年第三季仍然發行了 140 億美元債券，但接著的一季已劇減為 27 億美元 (International Monetary Fund 1998c, pp.26-27, Table 2.3)。以歐洲為總部的國際評級機構 Fitch IBCA (1998) 分析本身在亞洲危機爆發前後的表現時，承認對亞洲的評級有誤。

西方金融機構評估客戶的信用時，也往往把發展中地區一概歸入「新興市場」，未具體區分不同地區的差別。因而，一個地區出問題，很容易在另一個地區觸發類似的反應，加劇資金的轉移和流動，令區內各地更易受波及。因此，西方一旦

發現亞洲經濟存在著弱點，情緒就會突然逆轉，是好是歹，先撤資再說，對整個地區形成巨大的壓力。

據國際貨幣基金組織統計，淨流入亞洲的私人資金總額在 1996 年創下 1,104 億美元的歷史記錄，其中前述的「亞洲五國」就佔了 729 億。但翌年淨流入的資金即劇減至 139 億美元，其中亞洲五國更淨流出 110 億美元。直至官方貸款有顯著的大舉淨流入，而境外直接投資和組合投資繼續淨流入，方部分抵消其他項目 323 億美元的淨流出（主要是銀行貸款）(International Monetary Fund 1998c, pp.13, Table 2.1) (表 4.1)。其中逆轉得最突然的是銀行同業貸款。以往大都是短期的，佔銀行對亞洲各地放貸很大的比重。但據國際結算銀行統計，1997 年最後兩季，僅是泰國就有大約 180 億美元銀行同業貸款撤離；同年最後一季，撤離韓國的同業貸款更達到 175 億美元，佔季初銀行同業貸款總額大約 30% (International Monetary Fund 1998c, pp.30–31, Table 2.4)。

2) 金融機構全球化，投資工具日新月異

拜金融業務全球化和現代通訊科技之賜，鉅額資金隨時可進出任何一個地區，不受疆界限制，無遠弗屆，以致很容易嚴重擾亂市場。

而高風險金融產品五花八門，而且跨越不同的市場，使得金融市場更不穩定。國際貨幣基金組織指出，流入亞洲的資金一個主要的來源是跨貨幣「carry trade」。1991–92 年，馬來西亞要對付通脹，但又不欲匯率波動，中央銀行遂實施高息。一些國際貨幣中心銀行 (international money center banks) 遂引入這種金融工具。方法通常是在銀行同業市場借入美元或日圓，兌換成本地貨幣，在本地短期銀行同業市場上轉借出去，或用來購買本地的貨幣市場工具。據報匯率穩定時，以此方式賺取的

差價通常大於成熟市場。但亞洲貨幣一旦貶值或日圓升值，就可能招致重大的虧損甚至撤資。

到了 1993 年，carry trade 的業務已由馬來西亞擴至泰國和印尼，當時外國投資銀行（包括一些初到亞洲經營的同業）正在亞洲大量投資。由於競爭日益激烈，愈來愈多資金貸放給信貸評級較差的企業（一般來說，信貸評級最好的是政府，接著是最健全的本地銀行，然後是財務公司和其他企業），增加了放款的風險。此趨勢令人對國際金融機構風險評估的水準存疑。

亞洲各地的銀行和企業據聞也經營 carry trade。而且為了降低以本地貨幣借貸的成本，紛紛與外資銀行從事跨貨幣的外匯掉期買賣 (International Monetary Fund 1998c, pp.40–44)。由於大量使用衍生工具，風險大大增加。

最後，市場人士大量利用投資槓桿原理，以致經常超出本身資金在正常情況下所能承受的風險，進一步增加了市場波幅。

全球的資本市場廣泛利用槓桿原理。要說明箇中風險，一個著名的例子是「長期資本管理」(Long-Term Capital Management LP, 簡稱「LTCM」) 基金，據報槓桿比率超過 20 倍，最終須在 1998 年 9 月籌資 40 億美元救亡。當時市場擔心，LTCM 一旦倒閉或不受控制地拋售資產，很可能觸發全球性的系統風險。(Siconolfi, Raghaven and Pacelle 1998)。LTCM 出事後，美國政府委託公司進行的一份研究報告顯示，並非只有對沖基金才大量利用槓桿原理。該報告估計，就美國最大的五家投資銀行而言，槓桿水平平均高達 27 倍，甚至高於 LTCM。

F. 結論

亞洲爆發危機後，各方為此檢討過一連串重大的經濟議題。討論得比較多的是固定和浮動匯率的利弊，尤其是市場開放但規

模小的經濟體系應否採用聯繫匯率。有人認為，為免外資大量流失，亞洲的重災區應該讓貨幣浮動，好過勉強維持聯繫匯率。如今證明，讓外資湧入只會使貨幣增長過速。再加上內在的結構性弱點，最終導致經濟顯著過熱和生產力過剩。期間內更適逢外貿條件惡化、日本經濟收縮等外在因素，情況於是更形惡化。而危機呈現後，外界才發覺亞洲的經濟結構和成長模式存在著弱點。由於這項認知，國際資本市場內在的不穩定性迸發，令區內經濟嚴重下滑，對全球造成衝擊。

由於擔心國際資本市場有欠穩定，有人主張在市場大起大落時實施管制，以防資金外流，以便冷卻嚴峻的形勢，有時間實施改革。否則在貨幣遭受狙擊和資金外流時，根本無從改革。馬來西亞在危機期間就曾實施外匯管制。為了解決亞洲結構上的弱點，各地金融業以至其他企業都需要進行大量的改革和重整。與此同時，要避免市場太不穩定，必須對全球的金融市場加強監管，各國和多邊機構亦須加強合作。下一章將會進一步探討這個課題。

第五章

復甦及教訓

A. 導言

亞洲各地這次備受重創。1998年只有些微的復甦，但1999年步履顯著加快。1998年復元緩慢，一個主要的原因是區內起初以為可以靠出口帶動復甦，不料危機後出口增長不如預期。由於出口不振，各地政府只好採用擴張性政策以刺激經濟。

1999年，在內外因素帶動下，亞洲不少受害地區的復甦較預期中快。一則各地的貨幣和財政政策該年總的來說仍然屬於擴張性。二則亞洲區內外的貿易需求總體上有所增加，因此帶動了出口。日本經濟在1999年上半年也有好轉的跡象。三則各地的銀行和企業改革雖然在不少方面比預期慢，但總算在進行。四則資金開始回流，為亞洲提供亟需的資金，有若雨後甘霖。本章檢討亞洲各地復甦的進度、以及重整金融和工商業的成效，另外探討日本的進展對亞洲復甦的影響。最後試評析國際社會如何處理亞洲危機所引發的問題。

B. 亞洲各地²

1998年，亞洲幾乎所有受害地區的經濟均出現收縮，但除了一些例外，1999年顯著復甦。世界銀行(2000b)就各重災區

² 本章使用換算1美元兌盧比、韓圓、馬來西亞元和泰銖分別為8500、1100、3.8和39。

的 GDP 提供了下列的 1998 年實數、對 1999 年的估計和對 2000 年的預測：

	1998 (%)	1999 (%)	2000 (%)
泰國	-10.0	4	5
韓國	-5.8	10.7	6
印尼	-13.7	0.5	3
馬來西亞	-7.5	5.4	6

出口成長

亞洲大多數地區過去靠出口帶動經濟成長，故起初以為這次也可以靠出口擺脫危機。但緊接著危機後的一段時間，出口普遍不振。世界銀行 (1998, p.28) 估計，儘管 1997 年 7 月到翌年 7 月之間，泰、韓、馬和印尼的貨幣分別約實質貶值 40%、57%、55% 和 80%，但出口表現遠差於預期。1998 年，韓國出口下跌 4.9%，較其他重災區溫和，泰、馬和印尼則分別下跌 6.8%、6.9% 和 10.5%。

上述各地出口下跌，一個主要的原因是貿易結構，尤其因為區內貿易 (intra-regional trade) 佔總出口額的比重增加使然。據世界銀行報告，東亞各地（「亞洲五國」加上中國大陸、香港特區、新加坡和台灣）區內貿易佔總出口額的比重，由 1990 年的 32% 增至 1996 年的大約 40%。如果把日本計算在內，比重更高達 50%。將近四分之三的區內貿易屬於中間物品 (intermediates) 和資本物品 (capital goods)，顯示區內貿易屬互補性。因此，區內經濟因危機而收縮，遂導致整個地區出口量下跌。1998 年，區內的進口也普遍下跌。韓國和印尼的進口分別劇減 35.5% 和 34.4% (World Bank 1998, p.28)。泰國亦出現 11.04% 的跌幅。

各受害地區出口下跌，除了上述原因，其他因素包括：競爭加劇壓低出口價格；銀行業出問題，令出口業務難覓融資；利率高企，出口商經營困難。

上文提到，亞洲各地互相依存，因而在危機中彼此牽連，出口普遍下跌。但到了 1999 年，全球貿易增加，亞洲的互相依存也就是利好因素，令各地的經濟普遍得以復甦。那一年在美國經濟帶動下，全球貿易估計增長 5%。其中特別是電子和半導體產品需求激增，成為韓國、台灣等亞洲地區出口增長的主動力。同年上半年，日本經濟也開始好轉，對亞洲的出口有所助益。由此帶來的經濟增長，在亞洲內部透過區內貿易，使各地得以普遍受惠。泰國和印尼的出口分別自該年第二季和第四季起轉趨為正增長；韓國和馬來西亞的全年出口估計分別增長 12% 和 13% (World Bank 2000a)。

擴張性財政政策

1998 年，由於經濟收縮、出口不振，亞洲受害地區為了維持經濟局面，日益借助擴張性的財政政策。有關政策一直持續到 1999 年，為全面復甦掃除了障礙。

印尼、泰國和韓國經 IMF 核准的 1998 年度財政預算赤字，分別相當於國內生產總值 4.5%、2.4% 和 5%，翌年亦獲得 IMF 同意，分別制訂相當於國內生產總值 5.75%、3.0% 和 5.1% 的預算赤字 (International Monetary Fund 1999b)。馬來西亞的預算赤字則據政府公佈，1998 和 1999 年均相當於國民生產總值 2-3%。

重整資本和改革銀行

亞洲經濟要有增長，銀行和金融機構既要有財力，又願意放款。在各受害地區中，能否恢復信貸週轉、確保今後有成長，關鍵在於金融業能否重整架構、再度振興。

危機爆發後，各地作了一些初步應變。但要全面重建金融業，還待採取以下的措施：

- a) 關閉或合併弱勢機構；
- b) 為呆壞帳撇帳、有足夠的撇帳準備；以及
- c) 為銀行和金融機構重整資本。

亞洲金融業經危機重創後，各地政府為了協助金融業重整資本以至完成改組，須向多邊機構和資本市場借入大量資金。據世界銀行 (1998, p.49) 估計，有些地區重整金融業的成本，可能相當於國內生產總值的 30%。

泰國

泰國原來有 91 家財務公司。政府在 1997 年 6-8 月關閉了 56 家，繼於 10 月設立金融業重整局 (Financial Sector Restructuring Authority, 簡稱「FRA」) 和資產管理公司 (Asset Management Corporation, 簡稱「AMC」)，負責管理和出售金融業的不履約資產 (non-performing assets)。與此同時收緊貸款分類方式、撇帳規則和資本充足標準。中央銀行規定，金融企業的資本儲備 (capital reserves) 不能少於風險資產的 8.5%，而且所有銀行自 1999 年 6 月起須具備相當於問題貸款 40% 的撇帳儲備，翌年年底此比例更須達到 100%。

泰國 FRA 接管了 56 家財務公司後，隨即著手清盤，以拍賣方式轉售予國內外買家。至 1999 年底為止，清盤所得為 1,860 億泰銖 (相當於 48 億美元)，相當於售資產總面值 6,648 億泰銖的 27.98% (World Bank 2000a)。其中部份資產是由 AMC 以「最後出價人」(bidder of last resort) 身份購入的。FRA 餘下的資產亦將拍賣，所得款項用來償還這 56 家財務公司的債權人。

為了建立起法律架構，以便金融機構和資產買方得以向貸方就相關資產索償或／和強行清盤 (foreclosing)，泰國政府在 1998-99 年間引入多項法案，包括設立專用的破產法庭、簡化破產程序、加強清盤規則。然而，這些法案在通過及執行時均有延誤。

同期內的 1998 年，泰國經濟繼續收縮，壞帳額以倍數飆升。不履約貸款在翌年 5 月上升到將近 48% 的高峰 (World Bank, 2000b)，至 1999 年底才回落到大約 39%，約相當於 20,000 億泰銖 (約合 513 億美元)。這個數目的不履約貸款仍然十分龐大，對泰國金融業形成沉重的負擔。銀行業為了保持足夠的資金，符合法定資本充裕比率的規定，無意發放新貸款。故雖然放款利率創下 30 年來的新低點，待償的銀行信貸額仍然由 1998 年 6 月底的 69,300 億泰銖降到年底的 59,300 億泰銖 (Fitch IBCA 1999)，接著的 1999 年再下跌 5%。信貸緊縮下，經濟成長更為疲弱。泰國政府為了舒緩困境，準備撤銷稅制上的障礙，希望鼓勵銀行自行設立資產管理公司以接管不履約貸款。

危機爆發後，泰國 15 家銀行中有 6 家被收歸國有。但為了引入新資金和管理層，政府欲將這批銀行重新私有化。其中 Nakornthon 和 Radanasin 兩行的各 75% 股權分別賣給渣打銀行 (Standard Chartered Bank) 和 United Overseas Bank。但 Bangkok Metropolitan 和 Siam City 兩大私營銀行轉讓時一再延誤。Bangkok Metropolitan 賣給匯豐控股 (HSBC Holdings) 的交易要到 2000 年 4 月才落實。與此同時，泰國的國營銀行亦紛紛進行私有化或重組。

除了上述各行外，泰國餘下的私營銀行，包括外資合夥人接管的 2 家 (新加坡發展銀行 [Development Bank of Singapore] 接管的 Thai Danu Bank 及荷蘭銀行 [ABN Amro] 接管的亞洲銀行 [Bank of Asia])，由於不履約貸款數目龐大，急需新資金撇帳。政府遂對各行施壓，要求其資本重整，規定各行在 1999

年 1 月提交方案。結果發現只有 5 家大銀行有足夠資金維持法定最低水平至年中。其他銀行須與政府簽訂協議，強制重整。為此，各行可選擇政府方案，與外國投資者合夥，或者在資本市場上集資。根據政府制訂的方案，各行有兩種選擇：一是由政府入股成為股東（所謂「第一級資本」[Tier 1 capital]）；二是向政府貸款（第二級資本 [Tier 2 capital]），而以銀行的長期債券換取類似的政府債券。但不論對哪一級資本，銀行均須維持 8.5% 的資本充足比率。

為了趕及 1999 年 6 月持有相當於貸款損失 40% 的撇帳儲備，泰國私人銀行紛紛採用複雜的融資工具，在資本市場上籌集第一級資本。據世界銀行報告 (World Bank 2000)，自 1997 年 1 月以來，泰國的銀行和財務公司合共籌得 8,170 億泰銖（相當於 210 億美元）資本，其中 7,620 億泰銖（相當於 195 億美元）屬於第一級。但只有 3 家金融機構邀請政府入股，而在私人市場上籌得對等的資本。為了趕及在 2000 年底持有相當於貸款損失 100% 撇帳儲備，泰國各行不得不在 2000 年 1 月更新資本重整計畫。這方面的籌資活動在 2000 年將會進一步加強。危機爆發初期，泰國很難在資本市場上籌資。但到了 1999 年，隨著資本回流、市場復甦，預料泰國將會有較多銀行得以在市場上籌資。

最後為了改革金融制度，泰國政府重新檢討法例，包括藉《金融機構法》(Financial Institutions Law) 以規定金融業監管架構的標準，藉《中央銀行法案》(Central Bank Act) 加強中央銀行的運作。

韓國

韓國在 1997 年 12 月至翌年 4 月間關閉了 14 家商人銀行。此前已於 1997 年 8 月在「韓國成業公社」(Korea Asset

Management Corporation，簡稱「KAMCO」) 名下設立特殊基金，購入金融業的問題資產，並要求各銀行在 1998 年初提交資本重整計畫。所有銀行均須自 2000 年 12 月起達到 8% 的最低資本比率。此外，政府立法加強「金融督導委員會」(Financial Supervisory Commission) 的職能，並就貸款分類和壞帳儲備設定新標準，自 1999 年底起生效。

總的來說，韓國政府在重整金融業上起了積極的作用。1998 年有 2 家大型銀行收歸國有，1999 年又多了 1 家。為了鞏固金融業，政府鼓勵銀行合併，甚至安排撮合。例如 1998 年 6 月，「金融督導委員會」委託 5 家強勢銀行接管 5 家弱勢的同行。其後出現多宗合併。其餘的銀行亦紛紛探討合併的可能性。

為了引入資金和人才以改革金融業，韓國大大放寬對外資所有權的限制。政府試圖出售此前收歸國有的 Seoul Bank 和 Korea First Bank。當局在 1999 年 9 月達成協議，將 Korea First Bank 51% 股權售予美國的 Newbridge Capital。但 Seoul Bank 由於未能出售，政府遂於 2000 年 4 月任命德國的 Deutsche Bank 為該行的顧問。政府持有 27% 股權的 Korea Exchange Bank 也有 29.26% 股權在 1998 年轉售予 Commerzbank，其後股權成份增至 30.4%。德國的 Allianz 公司也在 2000 年 2 月購入 12.5% 的韓國 Hana Bank。其他外資銀行和投資者亦洽購韓國其他銀行的股權。韓國一些大銀行由外資擁有或控制後，預料將會在同業間引入較多競爭、導致改革，包括加強管理及透明度，並落實根據客戶的信用而放款，而非依靠抵押品或政府指令。

韓國政府答應提供 640,000 億圓（約合 582 億美元），為金融機構重整資本，購入後者的壞帳。KAMCO 在 1998-99 年間以 230,000 億圓（約合 209 億美元）的代價向各金融機構購入面值大約 550,000 億圓（約合 500 億美元）的不履約貸款。至 1999 年 10 月，當局透過國際拍賣、以國內資產作抵

押發行證券、以及出售資產，回收了超過 90,000 億圓（約合 82 億美元）。計畫中將會繼續舉行國際拍賣、發行國內資產證券，回收率可望由起初的 35% 上升到 50%。除了處置問題資產，KAMCO 並打算引入外資夥伴，共同設立資產管理公司以購入更多不履約貸款，並管理這類資產（World Bank 2000）。韓國有些銀行亦考慮與第三方合組公司重整機構，以管理本身的不履約貸款。

至 1999 年 9 月，韓國金融業的不履約貸款總額據報為 1,130,000 億圓相當於待償貸款總額的 18%（World Bank 2000b）。但由於大宇（Daewoo）集團現正重整債務，不履約貸款相信還會增加。

此外，韓國金融業的非銀行機構（包括商人銀行、投資信託、保險和基金管理公司）佔金融業總資產 57%，超過半數。這方面的重整工作仍有待加強。

印尼

印尼政府在 1997 年 11 月關閉了 16 家小型銀行，翌年 4 月再關閉 7 家。當局在 1998 年 1 月設立銀行重整局（Indonesia Bank Restructuring Agency，簡稱「IBRA」），負責接管弱勢銀行，並處置金融業的不履約貸款。危機期間內，IBRA 對 14 家銀行提供了大約 140 億美元的緊急備用信貸，由銀行以資產作擔保。這項信貸可用現款或出售資產償還。當局也在 1998 年 1 月宣佈大幅提高銀行的最低資本規定，收緊銀行的貸款分類方式和撇帳指引，但事後又再作出修訂。

印尼中央銀行也宣佈一系列措施以收緊銀行業務，降低外匯和信貸風險，包括未來 4 年內，外匯交易中許可的淨未平倉交易與銀行資本的比率由 25% 降低到 20%，對關係企業的法定貸款上限與資本的比率由 20% 降低到 10%，對非關係

企業的貸款上限與資本的比率由 30% 降低到 20%。印尼金融業普遍存在著關係企業借貸的問題，降低上限比率尤有必要。

印尼全國 237 家銀行中，有 65 家清盤，13 家收歸國有，7 家私營銀行重整資本，7 家國營銀行則合併為 4 家。由於有些銀行規模大，政府認為不能讓其倒閉，因而予以接管。IBRA 遂獲授權重整政府接管的銀行。IBRA 的計畫包括：出售 Bank Bali（此前曾欲出售不果）和 Niaga Bank；為 Bank Central Asia 籌資；將其餘銀行納入預定私有化的 Bank Danamon。餘下 4 家國營銀行則須同時加強管理、重整資本。

印尼政府也宣佈注資 3,000,000 億盧比（相當於 353 億美元），為銀行業重整資本。其中部分注入國營及區域性開發銀行（development bank）。餘款供部分經挑選的私營銀行用，幫助各行達到法定的資本充足比率，希望能滿足銀行這方面 80% 的需要，而由行方自行籌措其餘的 20%。

但預期落實上述方案並不順利。一則資金來源尚未完全明朗。注資私營銀行時，印尼政府發行債券以換取銀行的非投票股權（non-voting equity）。政府支付的債券利息將為銀行提供資金。估計 1999/2000 年財政年度，需要 340,000 億盧比（相當於 40 億美元）以支付利息。其中 170,000 億盧比（相當於 20 億美元）由政府預算劃撥，對庫房構成沉重的負擔。其餘資金靠 IBRA 追討欠款和出售資產籌措。

改革金融業所需的龐大資金額，預料將會繼續對印尼的財政預算和整體經濟造成沉重的負擔。為了重整銀行，市場人士估計政府最高須付出 6,500,000 億盧比（約合 765 億美元）。至 2000 年 3 月 20 日，印尼政府為了重整銀行而發行的債券，估計已達到 5,000,000 億盧比（約合 588 億美元），幾乎相當於中央政府債務的 60%（World Bank 2000b）。這批債券的利息將會成為政府預算龐大的負擔。印尼政府面對壓力，繼續將所有資產私有化並出售，以籌資減輕利息負擔。

政府縱然採取了上述措施，印尼金融業仍然存在著重大的問題。據市場人士估計，不履約貸款佔待償貸款總額的 60–80%。

馬來西亞

馬來西亞政府積極改革金融業，力求減輕經濟不景對金融業的衝擊。先是在 1998 年中以 250 億馬元（相當於 66 億美元）的建議資金額，設立資產管理公司 *Pengurusan Danaharta Nasional*（簡稱「Danaharta」），以接管銀行的不履約貸款，另以 160 億馬元（相當於 42 億美元）的建議資金額，設立 *Danamodal Nasional*（簡稱「Danamodal」），為銀行業機構重整資本。

1998 年 7 月，政府公佈金融業整固計畫，涵蓋 58 個金融機構（包括 21 家銀行、25 家財務公司、12 家商人銀行），以改善銀行業的競爭力，避免有銀行破產。有關計畫起初構思由政府指定某些銀行作為業內重組的核心。但政府在 1999 年 10 月作了修訂，讓各銀行自行組合。就 2000 年 1 月所知，銀行已組成了 10 個集團，預料 2000 年底將會完成兼併。

馬來西亞的不履約貸款在 1999 年 12 月據報約相當於總待償貸款的 24%，包括轉移予 Danaharta 的貸款 (*World Bank 2000b*)。Danaharta 擬以面值 50–60% 的折讓價購入各銀行的不履約貸款。至 1999 年 12 月，Danaharta 已向銀行業購入總值 455 億馬元（約合 120 億美元）的不履約貸款，據報已完成大部分收購工作。至 1999 年 6 月，Danamodal 為 10 家銀行機構合共注資 64 億馬元（約合 17 億美元）。隨著經濟復甦，重整資本所需要的資金已相應下調 (*World Bank 2000b*)。

到了 1999 年，馬來西亞的國家信用評級回升，外匯管制也已撤銷，在「亞洲五國」中，無論在國內還是國外資本市場上籌資的能力都較佳。

重整企業

重整企業的債務可減少金融業的不履約貸款，有助於金融業復甦。此外，透過市場，可促使生產力過剩的企業合併、出售資產，以精簡生產能力、降低成本。此外，為了改善經營，企業在會計標準、公開資料和管治水平上，亦須與國際水平看齊。

但大多數受害地區的企業重整工作進展緩慢。一個主要的原因是缺乏適當的破產清盤法規和程序，讓債權人得以強制索償。而且不論是重整債務或合併，亞洲企業往往固守所有權及控制權。這兩個問題若不解決，經濟難以長期復甦和有穩定的增長。

泰國

泰國政府協助企業重整債務，但拒絕動用公帑，因而進展極慢。政府的「企業債務重整顧問委員會」(*Corporate Debt Restructuring Advisory Committee*，簡稱「CDRAC」) 涵蓋 6,210 個案例，涉及不履約貸款 23,000 億泰銖（相當於 590 億美元）。但很少達成重整協議 (*World Bank 2000*)。無論是否在 CDRAC 涵蓋範圍內，已知獲得重整的企業債務僅佔不履約貸款待償總額很小的比例。企業債務重整緩慢有幾個原因：(1) 欠方拒絕放棄公司的股權和控制權；(2) 貸方拒絕撇帳，尤其是因為當地一些銀行資本不足；以及 (3) 法制薄弱，追討債務時難以強制執法。

泰國石油化工 (*Thai Petrochemical Industry*，簡稱「TPI」) 的例子最能說明企業債務重整嚴重延誤的問題。該公司的待償債務高達 35 億美元，但與 148 個債權人談判了兩年多，到 2000 年初才算達成協議。貸方以部分待償的利息換取該公司 30% 股權，並重訂本金還款進度。但該公司的大股東和

行政總裁事後反悔。債權人告到法庭，要求委出破產管理人將其清盤。法庭判控方勝訴，成為泰國企業重整債務的里程碑。由於這些觸目的案例，也許可以加快泰國其他債務重整的進展。

為了加快進度，CDRAC 設立了兩類民事合同 (civil contract)：「債務方債權方協議」(Debtor-Creditor Agreement) 和「債權方相互協議」(Intercreditor Agreement)，列明談判、資料分享和審批，以及仲裁、強制遵行和入稟法院等程序。至 1999 年 11 月，泰國有 84 個金融機構和超過 406 個債權人簽署了有關協議 (World Bank 2000)。

韓國

危機爆發後，韓國政府採取下列步驟以重整國內的企業：對外國投資開放市場，澄清合併和收購的規定，為重整債務提供稅務優惠及澄清有關的稅責。

韓國改革企業的矛頭是重整財團 (Chaebol)。財團以往是韓國經濟成長的火車頭，主宰了國民經濟。但由於大都由家族控制，經過多年的發展，業務無所不包，近年效益大降，已無利可圖。韓國最大的 40 個財團據報佔國內生產總值 97%。其中最大的 5 個估計佔全國總銷售三份之一以上及將近一半的出口。這次改革主要是精簡業務，減少過剩的生產力，專注於國際上有競爭力的核心工業，改善財務狀況。

但重整財團的工作在 1998 年遇到阻力，進度緩慢，以致政府不得不進一步插手。該年 12 月，政府與全國最大的 5 個財團現代 (Hyundai)、三星 (Samsung)、LG Group、大宇 (Daewoo) 及 SK Group 就重整業務達成協議。5 大財團同意把附屬企業由 264 家削減到 130 家，同時把債務與權益比率 (debt-to-equity ratio) 由 1998 年底的 250-380%，在一年後降低到 200%，繼而最遲在 2000 年撤銷所有屬下機構互相提供的

還款保證 (cross-payment guarantee)。韓國財團以往擴張業務靠的是旗下子公司互相提供借款擔保，以致無需向外籌措資本金。當局現在也要求各財團重組主要業務，包括汽車、半導體、火車車輛、船用引擎、化工製品、煉油、飛機和發電設備，以減少過剩的生產力。為了使各財團的運作較為合理、減少業務上的重疊，當局協助各財團彼此達成 6 宗「大交易」。還有其他交易在安排中。據政府估計，這些交易可以削減 23,000 億韓圓 (約合 21 億美元) 的過剩生產能力和 89,000 億韓圓 (約合 81 億美元) 債務。

為了增加壓力，韓國政府收緊對財團的信貸。財團提交的重整計畫須獲債權人接納，方能保持原有的信貸。但財團方面也有自己的算盤。大宇、現代等財團答應政府精簡業務，但 1998 年經過一番收購合併後，規模和債務不減反增。大宇的債務與權益比率不僅沒有像與政府協議般降低，反而上升到將近 400%。經政府和債權人施壓後，才不得不宣佈變賣資產，大大縮減規模。1999 年 8 月，大宇與債權人正式開始為集團重整財務。整個重整計畫涉及 100 多家公司、將近 200 個外資貸款者、540 億美元債務。現代則表示最遲在 2003 年把集團一分為五。但外界認為其整體規模仍然太大，要求進一步縮小。現代改善資本結構的進展亦嫌緩慢，有需要加快出售資產。至於其他韓國財團，可信會分別按所提交的計畫重整。

韓國 1998 年發行的債券裡，頭 5 大財團佔了 70% 以上。政府為免中小企業難以籌資，遂限制大財團發行債券。銀行和保險公司持有的債券裡，任何財團的份額不得超過 10%。投資信託持有的企業債券裡，任何財團的份額則不得超過 15%。

為了加強對財團施壓，韓國政府同時加強監督，授權「公正貿易委員會」(Fair Trade Commission, 簡稱「FTC」) 審查頭 30 大財團的銀行帳戶，以防後者為了繼續佔有市場，

支撐經濟上不可行的子公司。一旦發現頭 5 大財團高於市價購入子公司證券、托高股價，即予懲處。

除了直接介入，韓國政府也引入競爭，藉此制衡財團，迫使其改革。當局撥款 16,000 億韓圓（相當於 14 億美元）設立「企業構造調整基金」(Corporate Restructuring Fund)，為中小企業提供資金。同時放寬對外資擁有韓國企業的限制。這再加上韓國的國家信用評級在 1999 年 2 月回升到投資級別，外國直接投資 (foreign direct investment, 簡稱「FDI」) 預料將大幅回升。政府公佈的 1999 年外國直接投資為 150 億美元，較上一年的 89 億美元大幅回升 (World Bank 2000a)。

韓國的公共部門也有重大的變化。為了籌集資金重整經濟，政府同意將 11 家國營企業及其子公司轉為私營。1999 年成功售出國家電訊 (Korea Telecom) 和電力公司 (Korea Electric Power)。其他預算私有化的國營公司包括：全球第二大鋼鐵廠 (Pohang Iron & Steel) (外資已持有 40% 股權) 及重工業公司 (Korea Heavy Industries)。估計當局透過私有化，至少可以籌得 80 億美元。此外，為了提高透明度，上述 21 家國營企業和附屬公司開始全面公開財務報表。

印尼

印尼企業重整的速度不及鄰國。一則外債大都是私營非銀行企業借下的，總額大得多。（據國際結算銀行公佈，印尼私營非銀行企業 1997 年底的外債合共 390 億美元，佔全國欠下外資銀行總債務的 68%。）而自從 1998 年初印尼盧比暴跌後，以盧比折算的外債數額激增，企業大都已停止償還外債。

更棘手的是，印尼的法律和監管架構不足，未能妥善處理企業債務。1998 年 8 月設立的工作小組 (Jakarta Initiative Task Force, 簡稱「JITF」) 只能制訂債務人和債權人談判的程

序，但無權強制執行。截至 1999 年 5 月，在 JITF 安排下，只有大約 320 家公司就重整債務展開談判，涉及債務共 230 億美元（1998 年底所知的企業總債務為 1,180 億美元）。但只有 6 家公司成功重整債務，所解決的債款不足 10 億美元 (World Bank 2000)。與此同時，印尼法律並未就如何取消抵押品贖回權和強制破產對債權人提供明確的指引。政府其後修訂了破產法，增設破產法庭。但獲得解決的重大案例仍然不多。即使唯一成功重整債務的大公司 PT Astra (涉及款額 11 億美元)，亦並非在官方的重整架構下達成。

將近 1999 年底，印尼政府為了加快重整的進度，在政策上改採主動：(1) 設立直屬總統的「金融業政策委員會」(Financial Sector Policy Committee, 簡稱「FSPC」)，負責監督銀行和工商業的重整工作；(2) 擴大 IBRA 的職權，讓其得以主要債權人的身分，在重整過程中發揮更重要的作用，包括扣押債務人的資產、向法院申請其破產；以及 (3) 當個案並非由 IBRA 主理時，則或由 FSPC 轉介予 JITF，由後者強制執行有時限的仲裁程序，或者呈請總檢察長啟動破產程序。IBRA 在 2000 年 3 月呈報說，該委員會與 144 名企業債務人就總額 144,000 億盧比（相當於 17 億美元）債務的重整工作進入最後階段 (World Bank 2000b)。

同期內，為了方便重整債務，印尼政府推出不少措施，例如放寬外資所有權、以股抵債、發行新股。無奈債權人大都不願意以股抵債；而盧比大幅貶值，債務人也不願意出讓股權。

印尼的其他行業也會重整。由於市場不滿當地財團仗著與官方的關係，壟斷關鍵性行業，印尼政府在 1999 年 2 月通過反壟斷法案，1 年後生效，禁止任一企業佔有市場業務過半數，或由 2、3 家企業合共佔有市場的 75%。此外，同一業務內，對任何企業有控制權的股東如持有另一企業的股份，2 者

合計的市場佔有率必須低於50%。國營企業獲得豁免，但很多大財團因此將須分拆。

在 1998/1999 財政年度，印尼政府也有意把所接管的 14 家國營企業私有化，希望籌得 10 億美元。但只能售出 3 家，籌得 3.81 億美元。由於當地的政經局面不明、市場監管問題仍待解決，國營企業私有化進度緩慢。當局不得不縮小原先的計畫，現只求在 1999/2000 財政年度售出 10 家國營企業，餘下的企業延到下一個年度才出售。但由於市場復甦，印尼政府預料，私有化在 1999/2000 年度可帶來 86,000 億盧比（相當於 10 億美元）的收入，接著的 2000 年 4–12 月間再收入 65,000 億盧比（相當於 8 億美元），包括電訊業私有化的收益。

馬來西亞

危機一爆發，馬來西亞政府即成立「企業債務重整委員會」（Corporate Debt Restructuring Committee，簡稱「CDRC」），以監控有關進展。至 2000 年 1 月，有 67 家企業要求政府協助重整合共 363 億馬元（相當於 96 億美元）的債務。其中 19 個重整計畫已完成，涉及款額 140 億馬元（相當於 37 億美元）（World Bank 2000b）。進度比預期慢。

Danaharta 向金融業購入不履約貸款後，也積極進行重整，發揮了重要的作用。至 1999 年底，Danaharta 將 52 家企業置於「特殊管轄」（Special Administration）下，亦即監督其行政管理，經重整的貸款面值約 176 億馬元（相當於 46 億美元）。Danaharta 亦招標發售所購入的部分外幣貸款和房地產（World Bank 2000b）。

此外還有些大規模的企業債務重整非由 CDRC 和 Danaharta 經手。但有人懷疑，政府重整某些大財團，目的是挽救親政府商人。

中長期的要務

亞洲不少受害地區在 1999 年顯著復元。但經濟中的弱點仍存。這些弱點即非危機的直接肇因，起碼是加速了危機的發生。想要紮實地發展經濟，各地政府宜著實檢討本身的政策和實踐，在以下各關鍵領域採取適當的措施：

a) 密切注視外資的進出

各類游資中，以短期銀行貸款和組合投資最容易波動。危機爆發前，各地的中央銀行忽視了這個問題。今後應掌握游資進出的資料，同時檢討本身開放資本帳的步伐，以確定是否有必要對游資進出收緊限制。

與此同時，宜吸引長線因而較穩定的資金。例如，危機期間流入的外國直接投資只略微下跌，今後相信仍然是外資流入的一大來源。據國際貨幣基金組織公佈（International Monetary Fund 1999c），1997–99 年的 3 年內，「亞洲 5 國」的私人資金雖然先後淨流出 221.3 億美元、296.1 億美元和 181.1 億美元，但直接投資分別淨流入 103.3 億美元、97 億美元和 93.7 億美元，相當穩定。與此相比，這 3 年內組合投資（portfolio investment）分別淨流入 128.8 億美元、-73.1 億美元和 44.8 億美元，波動極大。

b) 重建金融業

亞洲各地應採取或加強下列措施：

- 逐步撤銷政府對資金配置和信貸管制的干預。
- 加強監管架構，在業內申報資料、貸款分類和撇帳準備、公開資料、資本充足比率等方面採用國際標準。
- 引入界外董事和投資者，以加強對銀行的管控。

- 改善對客戶信用的評核工作。
- 針對財務困難的金融機構和不履約貸款，加強法律架構。
- 放寬對外資所有權的限制，以便引入管理人才、增加競爭。

c) 加強對企業的監管

宜加強下列措施：

- 強制執行國際上的會計準則和對公開資料的要求，以增加問責性。
- 制訂規定，加強對企業內部的管治。
- 增加本地企業間的競爭，並引入外資，以改善經營效益。

d) 發展長線資本市場

短期債務和向外資銀行貸款是亞洲不少地區的一大弱點，令各地在市場波動中容易受害。政府應鼓勵本地發展退休金和公積金，俾作為長線的投資，並發行政府和企業債券以開發本地資本市場。

自 1999 年起，亞洲不少地區陸續發行債券。危機爆發後，由於金融業重整，本地機構很難向銀行貸款，本地債券滿足了後者融資的需要。亞洲各地得以發展債券，部分是因為危機爆發後，當地利率下降，發行債券對籌資者有利。

e) 重估出口競爭力

亞洲危機以來，區內貨幣的匯率歷經重大的調整，受害地區亦有必要重新評估本身的出口分布和國際競爭力。經過這次匯率調整，亞洲各地在國際市場上的相對地位不僅有變，區內各行業在國際和亞洲內部的競爭力亦須重新界定。

亞洲各地貨幣大幅貶值後，不少地區整體的價格競爭力有所改善。但亞洲內部貿易比重高，更日漸受到中國內地、北美自由貿易協定 (North America Free-Trade Agreement, 簡稱「NAFTA」) 及東歐等地的競爭，部分抵消了貶值帶來的價格競爭力。可能須要在一些能夠充分利用科技和增值機會的行業上增加投資。

C. 日本的角色

日本是亞洲鄰邦主要的資金來源和出口市場，在帶動亞洲復甦上起著關鍵的作用。但日本自從資產泡沫破裂後，經濟弱點日益彰顯。國內經濟長期疲弱，令金融業大受打擊，亟須變革。經濟方面其他的結構性問題亦須處理。危機爆發後，上述問題更形嚴重。國際社會日益施壓，要求日本重振經濟，實施必要的變革。

擴張性政策

資產泡沫破裂後，日本政府放寬貨幣政策、保持低息，以舒緩金融和工商各業的困境，與此同時刺激經濟。日本銀行 (Bank of Japan)，即中央銀行，將貼現率由 1992 年 3 月的 3.75% 降至 1995 年 9 月的 0.5%，並使銀行同業隔夜拆息降到接近零的水平。實質利率自 1997 年以來一直是負數。

與貨幣政策相比，日本的財政政策較富爭議性。1995-96 年間，當局利用赤字開支，刺激了經濟成長。但翌年財政政策由擴張改為收縮，消費稅率增加兩個百分點，撤銷先前頒佈的收入稅優惠，同時大幅削減公共投資。這再加上就業機會和經濟前景欠明，私人消費（約佔國內生產總值 60%）應聲下跌。當局不得不在 1998-99 年再度放寬財政政策，制訂多項

緊急公共開支計畫，以求刺激經濟。由於經濟初見起色，為了保持勢頭，2000-01 年的財政預算仍然偏向擴張。政府開支為 849,900 億日圓，較上年度的初期預算增加 3.8%。

在政府大幅增加開支帶動下，日本經濟在 1999 年微升 0.3%，扭轉了上一年的收縮。但下半年又再收縮，公共部門所帶動的經濟復甦顯然未能惠及私人部門，尤其是個人消費。2000-01 年度經濟可望有大約 1% 的正增長。但政府連續 3 年採用擴張性預算，對公共部門的借貸形成沉重的壓力。預計到 2001 年 3 月，日本各級政府的債務高達 6,450,000 億日圓（相當於 59,000 億美元），在工業國中高居首位。日本經濟在 1990 年代長期放緩。縱使政府一再採用擴張性政策，1997-98 年經濟實際上仍然收縮，接著的復甦亦甚為緩慢。日本經濟顯然存在著內在的弱點。跡象日益明顯，想要經濟持續成長，日本須進行根本的結構性改革，尤其急須改革銀行業。

改革金融業

日本經濟至今主要以銀行作為融資中介人。各行行業歷來有本身的「主力銀行」(main bank)，由銀行帶頭為該行業提供服務。由於無法像大企業般在國內外資本市場上籌資，中小企業特別依賴銀行融資。但資產泡沫破裂後，政府並無加強監管金融業，唯一所做的是維持低息，然後希望銀行能夠對企業放款，而銀行有了生意後，問題貸款也就應刃而解。但事與願違，經濟不景，破產日增，銀行的財務狀況每況愈下。

1998 年，日本政府終於認識到，有必要對金融業加強干預和督導。據估計，日本銀行業的資本已跌破巴賽爾協定 (Basle Accord) 規定的 8% 水平。據政府估計，銀行業不履約貸款總額高達 870,000 億日圓（相當於 7,250 億美元）。更嚴重的是，公眾逐漸對銀行失去信心，開始把儲蓄轉到保險基金、外資

銀行、政府的郵政儲蓄 (Postal Savings) 制度甚至海外。隨著銀行股價下跌、可供發放的貸款縮減，信貸幾乎停止展期，甚至有所收縮。銀行業已無法繼續提供融資中介服務 (Posen 1998, pp.92-105)。

面對此局面，日本政府在 1998 年 6 月設立獨立的「金融重建委員會」(Financial Reconstruction Committee) 及「金融督導局」(Financial Supervisory Agency) (負責查核銀行業務)。接著於同年把資產不足抵債而且斷定無法翻身的「長期信用銀行」(Long-Term Credit Bank) 及「日本信用銀行」(Nippon Credit Bank) 收歸國有。督導局並著手審核規模較小的地區性銀行，在 1999 年 4 月接管 Kokumin Bank。與此同時，重建會對各銀行施壓，勒令其最遲在 1999 年 3 月底財政年度結束前為名下問題貸款撇帳。為了使各行撇帳後能重整資本、補充資本儲備，政府制訂下方案，注入公帑，動用 600,000 億日圓振興銀行業，其中 250,000 億用作注資。

截至 1999 年 3 月底，重建會批出 74,500 億日圓（相當於 630 億美元），注入 15 家申請融資的銀行，包括日本 17 大銀行中的 14 家、以及一家地區性銀行。接受注資的銀行須對政府的「處理與收帳銀行」(Resolution and Collection Bank) 發行優先股或無優先債券，或向後者借入附屬貸款，須在 5-12 年內清還所有公帑。貸方須同時提交重整計畫，除了列明準備撇帳的問題貸款，並須提交改善放款、重建盈利的方案。有關計畫並且就精簡作業、以及在 4 年內削減 13.8% 人手提出多項建議。計畫的進度由重建會監管，若有不當，則由銀行管理層負上責任。但單靠政府注資並不足夠，銀行業還須自行在市場上籌集 20,000-30,000 億日圓。

為貸款撇帳和重整資本解決了日本銀行業一些眼前的問題，但能否使銀行恢復放款、恢復融資中介人的作用仍待證實。想要改善銀行的業務和盈利，還須進行多項變革，包括重

整架構、減少多餘開支（例如減少分行、彼此合併）、加強審核客戶的信用（例如決定是否放款時，較少視乎抵押品和貸方與銀行的關係）、以及強制執行國際上的會計標準和加強透明度（包括以市價而非帳面值為企業間交互持有的股權估值，計算資本充裕比率時採用較嚴格的準則）。

由於金融危機前，日本銀行業的放款業務在亞洲同業中最為活躍，危機後業內重組遂直接影響到區內的經濟。危機爆發後，日本不少銀行限於本身的資產負債表，拒絕為亞洲未能償還的貸款撇帳，據報往往因而延誤與貸方重整債務的談判。故除非日本銀行業財務好轉，亞洲不少貸方仍然難以重新安排還款期和獲得亟需的資金。

其他結構性改革

就中長期來說，日本經濟的各方面均須進行更為廣泛的結構性改革，才能享有持續的增長、帶動亞洲復甦。

一種常見的看法認為，「日本模式」(Japanese model) 過去幾十年雖然行之有效，經濟成長在亞洲蔚為典範，但步入 1990 年代後，作用已不如前。正如下文而言，這種模式在多方面甚至成為日本重振經濟的絆腳石。與「盎格魯薩克遜模式」(Anglo-Saxon model) 相比，日本模式在政經決策上基本上撇開人民、消費者和股東。企業、銀行和決策官員之間關係交纏、互惠互利，工商業備受蔭庇，政府廣泛介入商業活動 (Greenwood 1999)。

日本模式的特點及問題簡述於下 (Ito 1996)：

- a) 日本企業的終身制提供了在職訓練和就業保障。但今天科技飛躍、企業重整，經營環境劇變，終身制不夠靈活，難以適應。而且僱員要做幾十年才能領取退休

金。經濟增長快、企業盈利好時，退休開支可以由青年僱員為公司賺錢負擔。但當經濟放慢或人口老化，終身制也就無以為繼。日本雖然已做了些改革，終身制仍然拖慢了工商和金融業重整的進度。

- b) 主力銀行制度靠銀行與財團間交互控股支持，使工商業享有穩定的長期融資。但隨著工商業開始有能力在國內外資本市場上籌資，主力銀行的重要性不如前。而從資產泡沫破裂可見，主力銀行以往審核信貸時顯然失職，不宜繼續充當融資中介人。
- c) 日本製造商以往透過「系列」(keiretsu) 網絡，與供應商建立了密切的關係，提高生產效率。但近年生產工序轉移到海外，國內經濟日益轉向服務業，「系列」的作用亦不如前。
- d) 日本政府以往透過政策大力支持工業和出口，成為過去這幾十年經濟成長的主動力。但到了 1980 年代後期和 1990 年代初期，對美國貿易順差龐大，招致後者的壓力，甚至發生衝突。日本以往的貿易保護政策也受到關注，被指令夕陽行業得以苟延殘喘，妨礙經濟進行結構性改革。例如，日本鋁業、石油化工、造船、紡織、基本鋼材的價格，早在 1970 年代在國際上已無法競爭，但由於合共約佔日本產出的半數、僱員佔全國製造業人口三分之一，故受政策保護。產品的高價只好轉嫁給國內消費者 (Katz 1998, p.2)。

日本過去的高成長，主要是製造業生產力高、以及把資源轉移到製造業使然。而在製造業裡，又以可貿易部門 (tradable sector) 的生產力增長最快。非貿易部門 (non-tradable sector) (包括能源、運輸、建築、分銷、金融、服務等) 則因管制僵硬、入市存在著障礙、以及限制外國投資，滯後不前。非

貿易部門的低效益和低生產力抬高了國內的價格 (Ito 1996, pp.212-213)。

為了今後的經濟成長，日本須開發新工業。出口過去是經濟成長的關鍵。但由於國內成本高加上日圓升值，生產工序已日益移到海外。製造業既已空洞化，靠出口振興經濟的可能性也就不大。日本經濟日漸受低生產力的非貿易部門支配。因此，今後成長的關鍵是撤銷管制、加強競爭 (Ito 1996)，提高非貿易部門的生產力。日本在撤銷管制方面已採取了一些措施，例如金融業的 Big Bang 改革、航空業引入新的經營者、開放日本對外的電訊市場。在金融、服務和製造業方面，外國直接投資和國內外企業之間的兼併收購大增。但各行各業，尤其是非貿易部門，在撤銷管制、加強競爭上仍大有空間。

D. 國際社會

亞洲危機在全球市場上造成巨大的迴響，令國際社會高度關注國際資本市場的波動和制度性危機蔓延的可能性。

1998年10月，7大工業國(G7)財政部長和中央銀行行長開會，再度強調建立國際標準以防範未然的重要性，並重新檢討國際資本市場的「金融架構」，希望使市場較為穩定 (International Monetary Fund 1998a)。

會議就如何建立國際標準達成下列措施，在1999年內完成：

- 由IMF制訂貨幣及金融政策守則；
- 由IMF就世界各地的外匯儲備提供較全面的資訊、改善有關各地外債的統計數據；
- 由「經濟合作及發展組織」(Organization for Economic Co-operation and Development, 簡稱「OECD」) 遵照健全的企業管治和組織原則，制訂應有的守則；

- 由「國際會計準則委員會」(International Accounting Standards Committee, 簡稱「IASC」) 就國際認可的會計準則提交全套建議；
- 由國際結算銀行為業務涉及國際資金流動的私營金融機構，包括投資銀行、對沖基金和其他機構投資者，檢討現有的透明度和公開資料準則。

7大工業國會議並且就如何維持國際金融體系的穩定，達成以下協議：

- 加強資訊方面的交流和合作，以增強國際機構和各地政府對金融業的監察。
- 加強7大工業國金融業的風險控制及審慎經營的準則，特別留意對沖基金、離岸機構等高槓桿比率 (leveraged) 的國際金融企業。
- 新興地區開放資本市場時宜循序漸進、步步為營，在享有開放市場之利的同時，盡可能避免造成混亂。
- 國際上協助各地應付危機時，應注意社會成本，提供社會安全網。

7大工業國呼籲私營機構增加參與，尤其是下列各方面：

- 在金融合同內加入「集體行動」條款，以便必要時易於達成有秩序的救亡安排；
- 由各地自行設立架構，以解決無力償債的問題和債務人與債權人之間的事宜；
- 一旦出現危機時，提供應急融資。

7大工業國會議並建議IMF設立機制，對於經IMF核准後願意厲行強有力政策的地區，提供應急短期備用信貸。後者

一旦遇到危機時，可隨時動用，無須先向 IMF 等機構洽商請示。其後就設立此機制達成了協議。

7 大工業國接著在 1999 年 2 月的會議上增設「金融穩定論壇」(Financial Stability Forum)。一年開會兩次，與會者除了 7 國代表，包括部分發展中地區，以及「巴賽爾銀行監管委員會」(Basle Committee of Bank Supervision)、「國際證券事務監察委員會組織」(International Organization of Securities Commissions, 簡稱「IOSCO」)、IMF、世界銀行等國際監管機構。初期目標是：1) 制訂有效的金融和監管政策以降低系統風險；2) 制訂國際一流的專業規定和準則，並定期檢查以確保市場人士遵守；以及 3) 確保各督導機構之間的資訊暢通無阻。

國際金融社會就如何確保更有效地監察資本市場的活動，提出了許多具體建議。例如，建議巴賽爾委員會改變會規，令銀行對高風險地區、對沖基金和其他高槓桿比率投資者放款時，必須準備較多的資金。IMF 亦設立「特殊數據傳布準則」(Special Data Dissemination Standard)，提高成員國就國際儲備公佈資訊的準則，並鼓勵成員國對外債的水平、結構和成份提供較多的資訊。

另一項建議是，要求對沖基金進一步公開財務狀況。但對沖基金大都離岸運作，並未在世界各大金融中心註冊，後一建議恐怕不容易實行。美國政府根據本身就「長期資本管理公司」(Long-Term Capital Management, 簡稱「LTCM」) 事件所得的報告，呼籲對沖基金每一季度公佈投資組合的摘要內容。此外，一些數一數二的國際性銀行與美國的聯邦儲備局 (Federal Reserve Board) 及證券監察委員會 (Securities and Exchange Commission) 將合作制訂自願指引，供金融機構對衍生工具投資戶提供信貸時參考。

各方就遇到金融危機時，如何令到私營機構參予救亡，從而減少「道德風險」(moral hazard)，也提出了建議。以韓國

為例，亞洲危機期間，美國政府對國際銀行界施壓，使韓國的債務得以展期償還。要使這種做法制度化，可以考慮在 IMF 提供救亡貸款時，規定當地私營的放款者和投資者須繼續放款。例如 1998 年 10 月，烏克蘭政府要求與外資重訂還款期，原因是 IMF 堅稱，動用該國外匯儲備償還到期的貸款有違 IMF 對其放款的條件，即外匯儲備不得低於某個水平。IMF 亦正與巴基斯坦、羅馬尼亞、厄瓜多爾進行洽商，爭取在重整債務的過程中私營機構能夠參予。

另一個可能性是修訂一般債券合同的字眼，俾能在某些條件下得以重整債務。IMF 表示正探討能否在合同裡加入某些條款，例如分享條款 (provision for sharing)、多數票決 (majority-voting)、最低法律關限 (minimum legal threshold)、不追討債務 (non-acceleration)、集體代表制 (collective representation) 等，以便投資者之間達成債務重整協議。

E. 結論

國際社會現正檢討有關措施，力求避免或至少舒緩類似的危機。日本則試圖刺激經濟、推動改革，預料將大大有助於亞洲的經濟增長。與此同時，亞洲各地的經濟再見成長。

亞洲危機中，不少地區在金融市場中受到重創。幸而，過去使亞洲經濟得以高速成長的基本因素仍存。受害地區以擴張性財政政策和改革雙管齊下，力圖消除經濟上的失調和弱點。因而，雖然各地進度有別，但當 1999 年貿易需求激增而資金回流時，亞洲得以迅速自危機中復元。

亞洲有些地區復甦較慢，目前最擔心無法獲得資金，以繼續採用擴張性的財政政策、改革銀行業、為工商業融資。這些地區的內部儲蓄在危機中相對減少，而改革所需的資金數量龐大，只能向外求，其中尤以泰國和印尼為然。危機爆發前後，

一個常見的資金來源是官方渠道：IMF 及其他多邊和雙邊貸款。但長遠來說，必須由私人資金滿足這方面的需要。

各地籌集外國私人資金的能力有別。銀行融資以往是主要的來源，但自 1997 年到達高峰後即大幅回落。組合投資在 1999 年有所回升，但仍未回到危機前的水平。至於外來直接投資，雖然在韓國、泰國起了關鍵的作用，但印尼等地由於政經局面嚴峻，故仍然下跌。總的來說，其中一些地區流入的資金，與全面改革銀行業所需相距仍遠。國際資本市場過去在亞洲的經濟成長中起了重要的作用，現仍有待它們提供更多的資源。

亞洲雖然整體上已經復甦，但經濟成長要能長期持續，仍須解決不少結構性問題。其中主要是改革金融和工商業、加強監管。在國際層面上，亞洲危機也促使國際社會檢討資本市場的弱點。亞洲各地的經濟雖然看來已經復甦，但除非能夠合理地評估和處理這次危機所彰顯的重大問題，今後很可能會重蹈覆轍。

第六章

對中國的啟示³

亞洲金融危機期間，區內各地所遇到的問題，不少也見諸中國。中國的經濟也受到一定的影響，但總算得免肆意的蹂躪。然而，要避免國內出現類似的危機，中國必須解決箇中的問題。本章將逐一分析這些問題及其對中國未來經濟發展的意義。

A. 經濟弱點的呈現

1997 年，亞洲金融危機雖已爆發，中國的經濟仍然強勁。那年國內生產總值 (GDP) 增長 8.8%，與 1992–95 年連年 10% 以上的增長率相比已然放緩，但經常性帳目錄得空前的 297 億美元盈餘，相當於 GDP 的 3.24%，外匯儲備據報為 1,390 億美元。但同時出現了一系列徵象，凸顯了經濟的弱點。

首先，據中國政府透露，問題貸款在銀行體系總資產中的比例超過 20%，其中 5–6% 已不能履約。市場相信，實際的情況更糟。第二，各大城市的股票和房地產市場普遍過熱。例如，上海商業區的租金收益在 1997 年 6 月據報只是 8%，當時的利率為 8.55%–9% (圖 6.1)，空置率高達 30%。1998–99 年間空置率更進一步上升至 40%，在亞洲各大城市中位居前列。同期內，股市亦飆升 (圖 6.2)。但上海股市規模不大，炒作

³ 本章的內容及數據主要取材自 Lin (1999)。

圖 6.1. 中國人民銀行基本利率 (20 天以內)

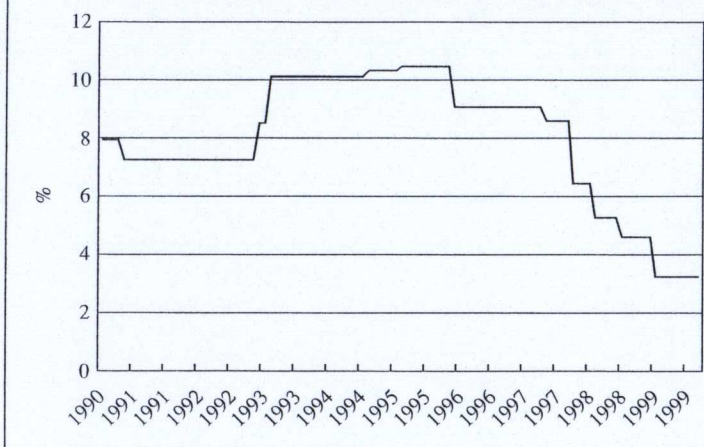
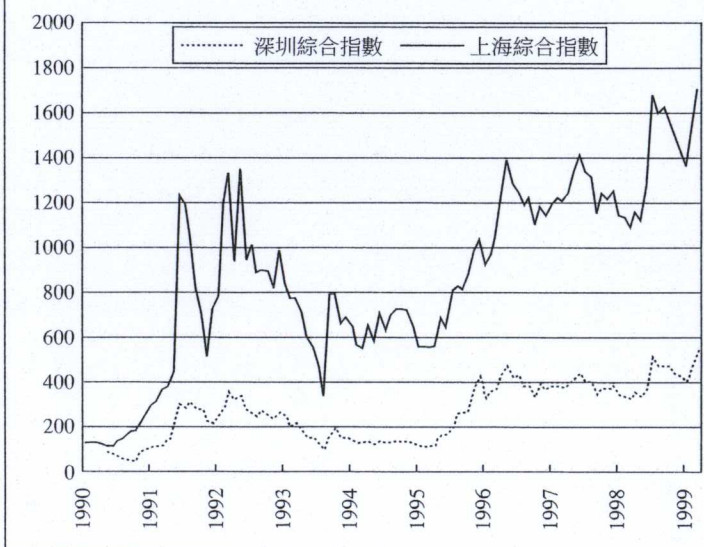


圖 6.2. 中國的股票市場



過熱的影響在全國範圍內不容易看出來。1997 年，供國內人民買賣的 A 股總市值估計只相當於 GDP 的 7.5%，供境外人士買賣的 B 股更只相當於 GDP 的 0.4%。與此相比，當時韓國的比例是 44%，馬來西亞更高達 340%。

但縱使存在著上述弱點，中國政府嚴格控制資本帳，以防外資在期間內湧進，從而避免了一些較為開放的亞洲經濟體系期間內因外資突然撤離所造成的惡果。

B. 亞洲金融危機的衝擊

但是，中國在 1998 年到 1999 年上半年之間仍然間接受到亞洲金融危機的衝擊。

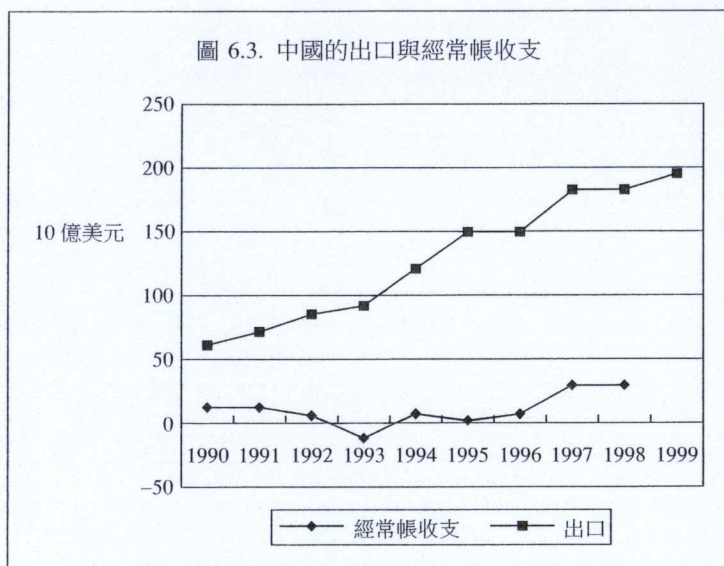
1) 貸款條件惡化

亞洲爆發金融危機後，新興市場向外舉債的條件普遍惡化。中國在國際資本市場上籌資時，不得不付出較高的成本。1998 年 9 月，中國政府債券與年期類似（二零零六年期滿）的美國政府債券相比，差價由危機前的 200 基點擴大到 400 基點。差價到 1998 年底收窄到 288 基點，但仍然顯著高於危機前的水平。

2) 出口增長放緩

中國 1997 年的出口佔國內生產總值 20.3%。增長一旦放緩，必然拖慢經濟。出口增長在 1998 年第二季開始放緩，到了年底更逆轉為負數，以致全年出口與上一年相比停滯。1999 年上半年，出口繼續下跌。直到下半年，隨著亞洲各地經濟開始復甦，中國的出口始有起色（圖 6.3）。

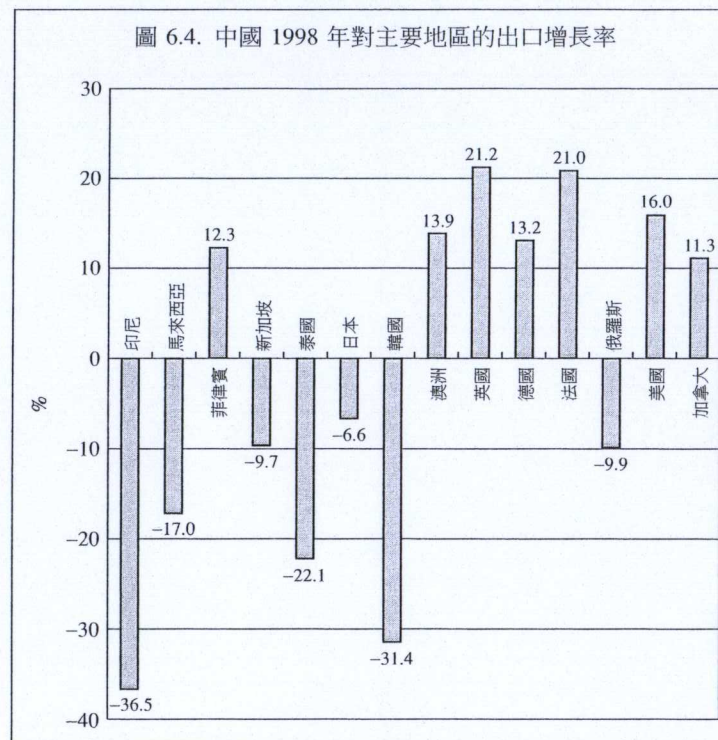
中國出口放緩，主要因為亞洲爆發金融危機後，區內經濟收縮，對中國的進口需求縮減（中國逾半出口輸往亞洲各地）



(圖 6.4)。同期內，中國對歐洲和北美洲的出口繼續增長。顯然，縱使亞洲受害地區的貨幣在危機中大幅度貶值，中國在出口上仍然具有競爭力。而且不少這類地區，進口的比率甚高，有時高達出口的 60%，因而大大抵消了因貨幣貶值所享有的價格優勢。此外，危機爆發後，這些地區不少出口商申請信貸時遭遇到困難。

3) 資金流動受到影響

1998 年全年和 1999 年上半年，中國無論是貿易和非貿易，以每月累計的銀行結匯收入均與過去一年相比有所下降。資本帳收入自 1998 年中起也呈現負增長。1998 年全年的外來直接投資為 455.8 億美元，較上一年僅微增 0.6%，顯示投資者擔心中國經濟出事、以及人民幣因為亞洲金融危機而貶值。但同年



非貿易和資本帳項目開支增長加快，說明中國企業日漸將外匯收入存放在境外，導致資金外流實際上有所增加。(根據其中一項估計，中國 1998 年非法外流的資金高達 430-600 億美元，超過同年的外來直接投資。)

4) 經濟增長進一步放緩

中國的實質國內生產總值增長自 1994 年以來即持續放緩。而零售物價總指數自 1997 年第四季起也持續下滑(圖 6.5)，顯示通貨緊縮持續。加上出口增長因亞洲金融危機而放緩，更減

圖 6.5. 中國的零售物價指數

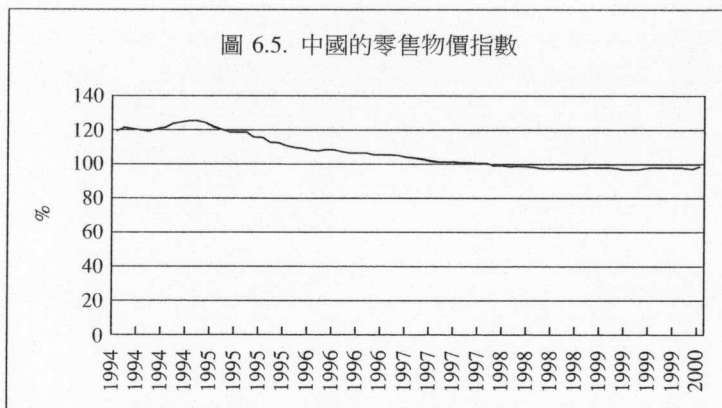
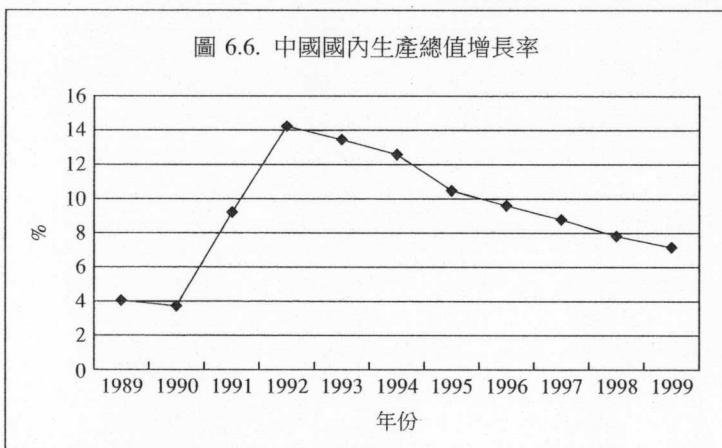


圖 6.6. 中國國內生產總值增長率



慢了經濟增長的速度。國內生產總值增長率在接著的 1998 年和 1999 年先後降到 7.8% 和 7.1% (圖 6.6)。

C. 中國的對策

中國自 1997 年下半年起採取連串措施以刺激經濟，希望抵消亞洲金融危機的負面作用，包括：

- 放寬貨幣政策

先後八次降低銀行存款和貸款利率，增加貨幣供應，放鬆信貸控制，降低存款的實際法定存款儲備金率，開徵利息稅。

- 擴張性財政政策

實施赤字預算，增加財政開支特別是增加基建投資，發行總值 1,000 億人民幣的基本建設國債。

中國也繼續堅守人民幣的名義匯率。這項政策起到了穩定的作用，避免各地的貨幣在 1998 年出現新一輪的競爭性貶值。但久而久之，固定匯率與政府的擴張性宏觀政策和增加出口的需要起了矛盾。由於中國不願意把人民幣貶值，最後只能以出口退稅和取消出口配額的方法來刺激出口。

D. 中國經濟中的潛在危機

中國的擴張政策在亞洲金融危機後雖有助於穩定經濟，但限於結構性問題，刺激經濟成長功效不彰。製造業的生產力大量過剩，窒礙了投資。勞工普遍擔心失業而積穀防饑，使消費不振。經濟增長自 1994 年以來即告放緩。到了 1998-99 年，通縮更成了主要的問題。為了刺激經濟，當局必須面對中國經濟結構的弱點。

1) 政府的角色及工業部門的問題

中國與許多發展中和前社會主義國家一樣，在經濟發展上一直奉行優先發展重工業和大中型企業的「趕超」戰略。過去實行中央計畫經濟，由政府決定工業發展的步伐和結構，並據此分配資源。政府大力扶持工業部門的國有企業，由政府提供財源，由國家制訂生產目標和售價。

中國自 1980 年代開展經濟改革後，引進了市場因素，但並未完全放棄原有的超趕目標。由於國企在政府保護下缺乏競爭力，政府遂直接指示國有銀行對國企貸款，繼續支持其業務。從 1992-94 年的經濟高增長即可見政府的角色。期間內信貸急速膨脹，以致第八個五年計畫（1990-94 年）期間，固定資產投資每年平均激增 36.9%，較上一個五年計畫的 16.5% 倍增。同期內，通脹超過 10%，因而大大降低了借貸成本。而市場紀律當時仍屬新生事物，工業方面初期有不少項目一開頭就有欠周全，運作缺乏效益。一窩蜂「上馬」導致生產能力大量過剩，拉低了全國國企的整體回報。據報在 1993 年，全國大中型國企有 28.5% 經營虧損。但到了 1998 年，這個比例激增至 55.1%，幾乎增加了一倍。（大中型國企合計的虧損估計佔全國國企總虧損超過四分之三。）

由於愈來愈多國企虧損、壞帳日增，銀行開始收緊信貸。開工不足的國企不得不裁員。這反過來令員工收入減少，壓縮了整體的消費需求。至此形成消費和投資需求疲弱的惡性循環，降低了經濟成長。

2) 金融部門的弱點

由於國企的財務狀況每況愈下，上述的工業問題開始波及金融，對整體經濟造成廣泛的後果。

1980 年代，隨著改革和下放經濟權力，中國對國企的扶持由直接撥款改為透過銀行提供融資。為此，中國除了指定利率，更直接控制銀行信貸的規模和分配方式，規定銀行透過各種政策性貸款和低息以津貼國企。銀行跟隨政府的政策，對大中型國企放款的條件要比小型國企寬鬆，對國企放款的條件又比非國有和私營企業寬鬆。政府為了集中資金以扶持大中型國

企，偏重發展大型國有銀行，抑制小型和地區性金融機構，進一步扭曲了金融部門的發展。

政府的政策和干預不僅扭曲了市場，更在金融部門造成眾多的弱點。銀行由於主要對大中型國企放貸，後者虧損擴大，銀行資產的素質也就惡化。據官方公佈，問題貸款佔全國銀行總資產 20%。但一般估計不只此數。

3) 固定人民幣匯率和資本控制

由於工業和金融部門過於脆弱，中國除了維持人民幣匯率不變外，還須同時嚴格控制資本，方能避免像亞洲經濟較為開放的地區在金融危機期間那樣擾亂經濟。但一旦須要嚴格控制國際資本流動，中國也就無法充份地利用國際資金以發展經濟。

E. 今後發展的方向

與備受金融危機打擊的亞洲各地相比，中國的經濟制度無疑大不相同。但說到政府干預、保護主義和金融部門的脆弱性等問題，雙方其實大同小異。中國的經濟體系大體上屬於封閉性，加上嚴格控制進口和外資進出，故得以避免亞洲金融危機的直接衝擊。但除非上述問題得到妥善的解決，因國內問題觸發金融和經濟危機的可能性仍然存在。

更迫切的是，中國加入世界貿易組織在即，今後必須對世界貿易和國際資本流動開放市場。解決工業和金融部門結構性問題刻不容緩。

1) 開放金融市場和改革銀行體系

在這方面，中國最重要的一項改革是銀行商業化。政府逐漸停止干預，讓國有銀行自行審核信貸，把資金發放給有競爭力和

有盈利的企業，提高融資效益。為此，中國自 1997 年起開始逐步撤銷對銀行信貸的控制。

此外，中國更試圖勾銷國有銀行的部份問題貸款，使其得以在健全的基礎上，重新按商業原則運作。全國四大國有銀行分別設立資產管理公司，以接管名下的不履約貸款。至 2000 年 1 月，四家資產管理公司據報與 78 家國有企業簽訂了合共 1,122 億元人民幣的以股換債交易。據報政府希望最終由四家資產管理公司接過全國銀行總額約 4,000 億元人民幣的不履約貸款。但至今為止，不履約貸款只是由一個機構轉換給另一個機構。事實上，政府可考慮亞洲其他地區的做法，以折扣價對國際銀行或基金等第三者出售這類貸款或者以債換股後的股權。此舉既為庫房帶來進帳，又能引進第三方債權人或股東，有助於重組國企，進而監督其營運。

中國同時應該在地方和商業基礎上發展中小型銀行，令金融部門更為多元化，以滿足中小型國企、以至地方和私有企業的需要，並且讓這些銀行獨立運作，免受地方政府左右。

為了能夠按照商業原則運作，中國的大小銀行首先要建立健全的信用評比和管理制度。此外正如亞洲其他地區，在呈報和公開資料、貸款分類和為壞帳撇帳等各方面須採用國際標準，藉以加強對金融的督導、更新監管架構。與此同時，有關抵押、止贖、破產執行所需的法律架構必須配合。

2) 重訂工業政策，重整國有企業

要解決銀行體系上述的問題，最終必須重新調整工業部門和重組國有企業。

為了改善工業部門的效益、增加回報，中國應重新評估過往優先發展重工業，因而偏重大中型國企的趕超政策，廢除保護重工業的措施。中國的相對優勢在於勞動力充裕。增加市場

競爭可改善資源的分配，讓一些能夠充分利用勞動力的工業得以發展、中小型企業得以成長。只有讓中小型企業成長，才能吸收國企的「下崗」員工。其中私有和地方上的這類企業作用尤其重要。

發展地方和私有企業需要金融部門的支持。這就需要改革銀行體系，提高商業化和多元化的程度；同時發展資本市場，在銀行以外為企業提供資金來源。中國縱已認識到私有企業的重要性，但對後者的貸款在銀行總貸款量中仍然微不足道。私有企業在股本市場上籌資亦受到限制。在全國各地股票市場掛牌的超過 900 多家企業中，絕大部份是國企。由於銀行發放貸款日漸不受政府指揮，國企除了向銀行貸款以外，只能靠上市籌資。政府因而優先考慮國企的上市申請。這項偏向不解決，地方和私有企業也就難以在金融市場上籌資。

以亞洲在金融危機中受害地區的遭遇看，中國改革工業部門的關鍵在於撤銷保護、引進外資、增加競爭。此外應在企業這一層次上加強對管理層問責制度。政府並須切實執行國際上有關企業會計制度和公開資料的準則，落實有關公司管治的規定。此外應提高銀行和資本市場的商業化程度，讓銀行和資本市場去監察企業表現。

3) 匯率制度和宏觀政策

目前由於人民幣匯率固定，中國若想放寬對資本帳項目的限制，須利用公開市場操作、降低貨幣乘數等宏觀政策，中和流入的外資。但這些政策要能充分發揮作用，還須進一步發展銀行體系和金融市場。

為了確保人民幣長遠的穩定性，中國應根據有效實質匯率釐訂靈活的匯率制度。但直至工業和金融部門實施了必需的改革、監管制度能配合後，對資本帳項目實施某種限制仍然

是有必要的。亞洲金融危機就因為國際資本急劇進出而造成破壞。

F. 結論

中國得免於亞洲金融危機的直接衝擊，主要是資本帳項目受到控制。但一如危機中亞洲的受害地區，中國存在著類似的結構性問題。若不妥善解決，早晚會爆發類似的危機。中國已著手重整金融和工業部門，但仍有眾多問題有待解決，更須建立起配套的監管和法律架構，確保金融和工業部門健全有效的發展。

第七章

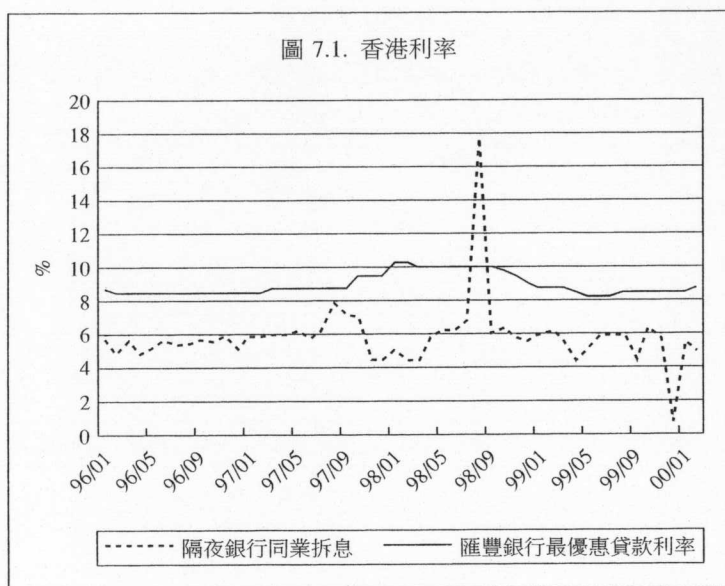
對香港特區的啟示

A. 亞洲危機的衝擊

香港屬於開放型經濟，1997 年對外貿易額相當於本地生產總值 232%，資金進出完全自由，因而受亞洲金融危機打擊較大。政府在宏觀層次上可以採用的穩定經濟措施十分有限。貨幣政策由金融管理局 (Hong Kong Monetary Authority，簡稱「金管局」或者「HKMA」) 處理。但由於港元自 1983 年起即以貨幣發行局制度與美元掛鈎，在這種「聯繫匯率」制度下，香港的貨幣政策基本上是跟隨美國的。

港元在 1997 年 10 月受到狙擊。為了捍衛港元，金管局大幅度上調港元利率，以增加投機者在市場上借入港元以拋空的成本。以往曾多次使用這種機制，均能成功地擊退投機者，尤其是於 1994-95 年間的墨西哥披索危機成效顯著。10 月 23 日那天，銀行同業拆息率一度高達 300%。但這次加息並未完全擊退投機者。亞洲金融危機期間，港元現貨的投機活動只不過是冰山一角。投機者真正的目的是拋空股票指數期貨 (stock index futures，簡稱「期指」) 和遠期 (forward market) 港元以獲利。由於非現貨市場上有利可圖，單靠加息是無法遏止投機。期間利率創下歷史新高，最優惠利率一度高達 10.25%，經濟受到嚴重的衝擊 (圖 7.1)。

圖 7.1. 香港利率



此前的 1990 年代，香港雖然通脹凌厲，但羈於港元與美元的聯繫匯率，不得不人為地壓低利率，俾與美國水平看齊。但也因而導致負實質利率和外地資金流入包括中國內地和其他地區，刺激股票和房地產市場，出現資產價格膨脹。但金融危機爆發後，香港大幅度加息，導致股票和房地產價格暴跌，最低點較歷史高位分別回跌約 60% 和 50%。由此導致巨大的負財富效應，壓低了總需求，令經濟在 1998 年陷入衰退。

香港企業雖然受到本地高息和亞洲衰退的雙重打擊，但程度上不若亞洲其他一些地區嚴重。與其他受害更烈的亞洲地區相比，香港的金融部門基本上仍然健全。1998 年 6 月，外匯儲備仍然高達 965 億美元，而且很少外債。即使銀行盈利大降，不履約貸款相對不多，資產負債表仍然健全。

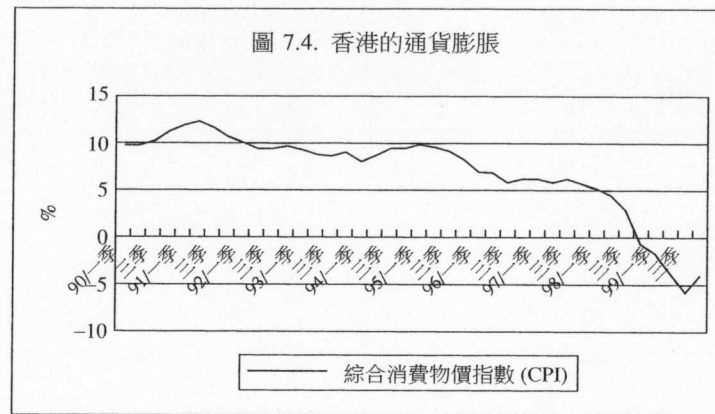
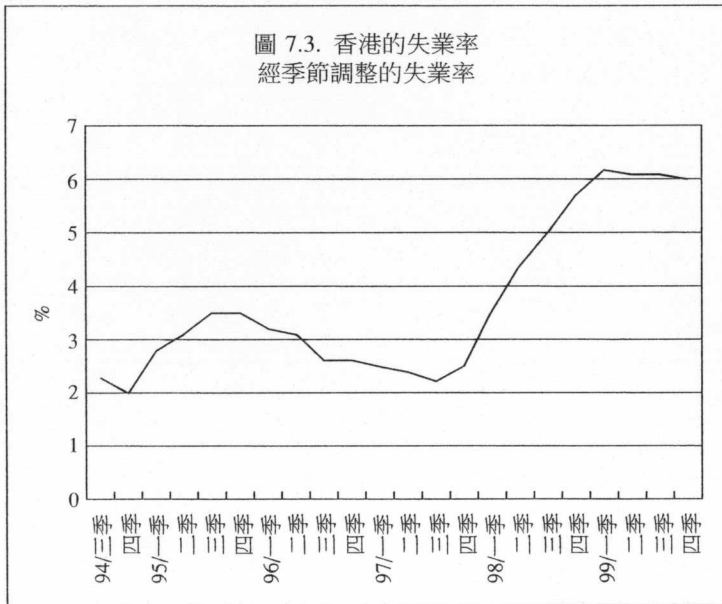
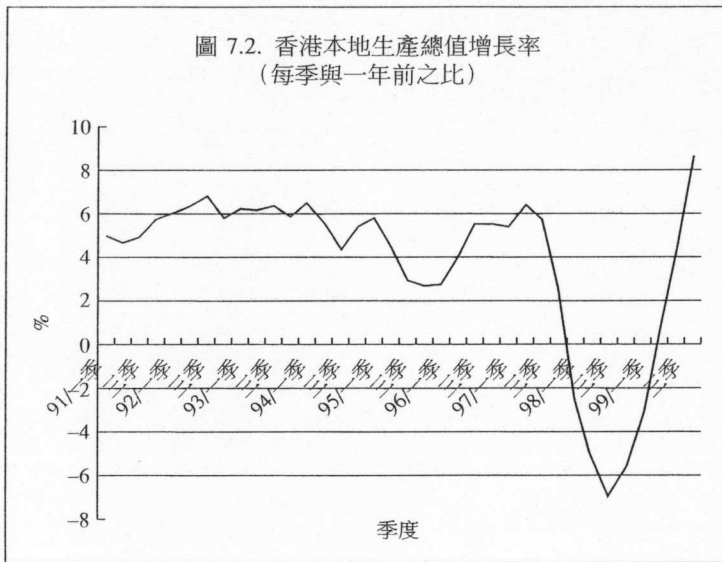
1998 年 8 月，香港政府動用了 152 億美元，在本地市場上大量購入股票以支持股市和期指市場的價格，希望令拋空股票及期指的投機者招致損失，從而知難而退。此舉引起了爭議。香港不僅素以市場開放見稱，而且外匯儲備因而減少了 15% 後，削弱了維持聯繫匯率的能力。而政府成為香港 33 家最大企業的股東後，與監管者的身份難免有所衝突。

金管局在危機中認識到，在當時的機制下，政府對付投機措施有限，遂在一個月後採取「七種技術性措施」以加強本身的能力。有關措施包括在處理銀行結算帳戶時，按固定匯率以美元換算、以及改進機制使銀行更容易獲得流動資金。後一措施相當於擴大流動資金的基礎 (liquidity base)，讓利息得以回落。

1998 年將盡，由於全球資本市場的一些重大發展，尤其在俄羅斯和拉丁美洲相應產生的危機，削弱了對沖基金和投資銀行的市場優勢，港元的危機終於消退。但這次危機對香港已造成了損害。該年本地生產總值錄得 5.1% 的負增長。一般物價水平下跌，失業率上升到 5% 的高位。末季更開始出現通貨緊縮 (見圖 7.2, 7.3, 7.4)。

但翌年，香港經濟大有起色。第二季本地生產總值錄得 0.7%，此後再度恢復正增長，第四季更飆升至 8.7%，全年增長 2.9% (圖 7.2)。第四季的高增長主要是亞洲需求轉強，而美國和歐洲的需求保持強勁下，出口明顯上升所帶動。

1999 年接近下半年，香港股市穩步復甦。政府決定將上一年 8 月買入的股份脫手。經包裝後名「盈富基金」(Tracker Fund) 後，認購者眾，因而妥善地終止了政府入市的爭議。由於股價從低位回升，政府甚至賺了一大筆，有助於減少 2000 年度的預算赤字。



B. 政府的對策

亞洲金融危機期間，香港經濟急轉直下。這促使政府重新考慮其在各重大領域上的政策，也促使各方就香港的國際競爭力展開辯論，帶出了新的措施。

1) 調整房屋和土地政策

其中一項最受注目的是房屋和土地政策。中國和英國在香港回歸前協定，回歸後政府每年出售的土地以 50 公頃為限。由於限額供應土地，1990 年代的經濟好景導致資產價格膨脹、房地產過熱。回歸後，香港政府宣佈增加土地和新建樓宇，每年至少落成 85,000 個住宅單位，藉以冷卻市場。不料金融危機隨即而至，房地產價格急跌，使政府不得不謀對策。當局為免增加樓市下調的壓力，令負財富效應惡化，反過來自 1999 年 4 月起暫停拍賣土地 9 個月。此舉緩和了樓市跌勢。

政府同時在 1999 年中放寬原先的房屋政策，把原定每年供應 85,000 個住宅單位改為長遠目標，給私營部門留下餘地，能視乎需求而調節供應。與此同時，為市民首次自置居所提供資助，增加置業的誘因。這再加上亞洲金融風暴退卻，樓市似乎轉趨穩定。資產價格在同年年底開始輕微回升。

香港目前的物業價格與歷史高位相比縱已大幅回落，仍遠較鄰近地區高昂。但政府擔心經濟下調會造成嚴重的後果，故志在煞住樓價跌勢、穩住經濟。香港加強競爭力還須靠其他途徑。

2) 改善金融市場

亞洲金融危機暴露的其中一個弱點是資本市場發展不足。香港和新加坡作為區內主要的金融中心，都大力發展本身的市場，希望在區內領導群雄。

為了加強證券市場的運作和監督，香港政府採取了一系列步驟。1999 年 1 月，更新了證券交易所的結算系統，以便以其他主要貨幣計價的證券都能夠在港結算，希望吸引日本和歐洲債券在港上市。而為了提高效率、降低成本和便於監管，更於同年在政府預算案中建議，將香港所有的證券和期貨交易市場、以及 3 家結算公司合而為一。2000 年 3 月正式落實，成立「香港交易及結算所有限公司」(Hong Kong Exchange and Clearing Company, Limited)。此外在 1999 年 11 月增設「創業板市場」(Growth Enterprise Market, 簡稱「GEM」)，為本地和外地新公司籌集資金。香港和區內的互聯網業務正在成長，創業板市場生也逢時，正好成為融資渠道。

為了發展債券市場，香港也鼓勵本地的法定機構、以及海內外公司在港發行中長期債券。加上政府自 2000 年起為本地僱主設立員工退休用的「強制性公積金」(Mandatory Provident

Fund, 簡稱「強積金」或「MPF」)，增加了債券的長線投資者，對發展債券市場也有相輔相成的作用。為了進一步發展本地的資本市場，當局可能還會採取其他措施，包括加強證券市場監管和公司管治的規定，以及引入新的金融工具。

3) 檢討貨幣制度

亞洲金融危機爆發以前，聯繫匯率一直被視為穩定香港經濟的鎮山寶。但危機爆發後，港元備受投機壓力，暴露了聯繫匯率的弱點和港元的脆弱性。金管局採用上述「七大措施」後，制度上雖有改善，但政府、學術界以至商界仍然就是否有更有效、更穩定的貨幣制度，例如美元化 (dollarization) 等，議論紛紛。

美元化亦即用美元代替港元。港元既然不存在，也就不可能受到狙擊。但真正落實涉及重大的技術和法律問題，可能利不抵弊。這包括：設立美元支付和結算系統，為美元紙幣和外部流通資金提供支援、修改香港法例以至特區《基本法》以切合整個計劃。此外，完全以美元代替港元，初時所有經濟領域均須付出昂貴的成本作為調整費用。此外還有一個可能的風險：公眾萬一認為改用美元是因為香港的貨幣制度崩潰，勢將湧往銀行擠提。

金管局最後沒有把港元正式美元化，而是中間著墨，逐步在港建立美元本位的金融結構。此舉既可進一步將香港經濟融入全球的美元市場，同時加強香港作為金融中心的地位。與此同時，藉此為美元化作好準備，以便他日有必要時可立即上馬。

香港計畫設立的美元本位金融架構，其中一項工作是在 2000 年下半年建立美元結算系統。新系統與既有的港元結算系統掛鉤，提供「即時匯款同時交收」(real-time payment versus payment, 簡稱「PvP」)。而交易及結算所有限公司亦

將設立證券用的美元結算系統。上述兩系統設立後，海內外投資者將可以在香港資本市場買賣所有以美元計價的金融產品，而所有美元買賣都能迅速獲得結算。由於包括新加坡在內，亞洲其他地區美元結算的能力有限，此舉可望加強香港作為國際金融中心的競爭力。而從貨幣的角度看，設立美元結算系統後，港元與美元間的交易量將會下降，加上進行非本地的金融交易時無須再用港元，港元可望更加穩定。

4) 提高效率、發展競爭優勢

除了上述金融措施，香港更採取一系列措施，以改善政府和半政府部門的效率和成本效益，包括將一些法定團體和政府部門私有化，重整公務員制度。此外大力改革教育制度、加強資訊科技的訓練，視為增加競爭力的重大措施。

以往一向不干預工業部門的香港政府，如今也積極發掘適當的工業，特別是就今後的成長領域指出發展的方向。當局計畫興建科學園，撥出 50 億港元以資助科技和研究計畫，包括為新科技公司提供 7.5 億港元的風險資本。1999 年的政府預算更建議與本地的盈科數碼集團合共投資 130 億港元興建俗稱「數碼港」(cyberport) 的多媒體軟件和互聯網基地，以促進通訊和其他資訊業務的發展。香港政府並且與美國迪士尼公司簽約，在香港興建主題公園，預定 2005 年竣工。

C. 未來的展望

亞洲各地歷經金融危機後，在 1999 年迅速復元。但香港復甦不及韓國、馬來西亞、新加坡等其他受害地區快。韓、馬、星復元迅速，主要由於出口增長和外資回流。香港的資本市場亦因外資回流而受惠，但出口增長滯後於經濟。

一個主要的原因是，香港今天的經濟主要靠服務業而非本地出口。服務部門佔本地生產總值的比例由 1986 年的 73% 上升到 1996 年的 83%。但同期內，新加坡的服務部門佔本地生產總值的比例只由 70% 微增至 71%。香港服務部門激增，主要是「生產服務」(producer services)，亦即企業為了生產物品與服務而購入的中段資源 (intermediate input) 增加所致，期間內佔本地生產總值的比例由 45% 增至 56%，新加坡同期的比例僅由 50% 微增至 52%。

這項發展顯示，過去 20 年內，香港由一個極度依賴本地輕工業產品出口而相對上獨立的經濟主體 (“enclave” economy)，發展成為專門對亞洲各地，尤其是中國內地提供生產服務，與這些地區高度融合的經濟體系。這從香港出口成份的變化可以看出端倪。1986 年，本地出口佔總出口 66%。但到了 1998 年，本地出口只佔總出口 13%，其餘是中國內地和亞洲各地經香港出口的「轉口」(re-export)。這是由於工業界在 1980 年代逐漸將有形的生產活動外移到中國內地和亞洲其他地區。到了 1997 年，只有 10% 的生產在香港進行，60% 在內地生產，其餘的 30% 位於其餘地區。

香港今天轉化為「都會經濟」(“metropolitan” economy) 為中國和亞洲其他地區提供服務，有若紐約、倫敦、東京等國際大都會為本國以至全球各地提供服務一般。正如這些大都會，香港現在集中發展管理、統籌、金融和其他專業服務，簡言之，提供生產服務而非直接參與生產物品。由於這種經濟結構，香港經濟只有待其他亞洲地區包括內地以內，從金融危機中復元後，才有機會反彈。

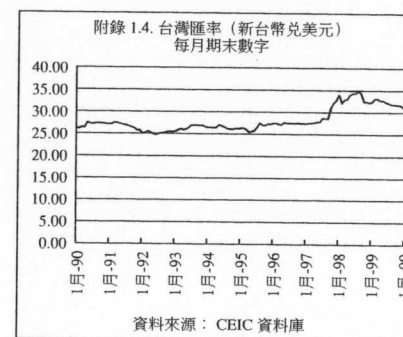
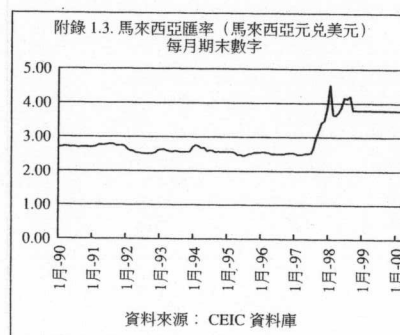
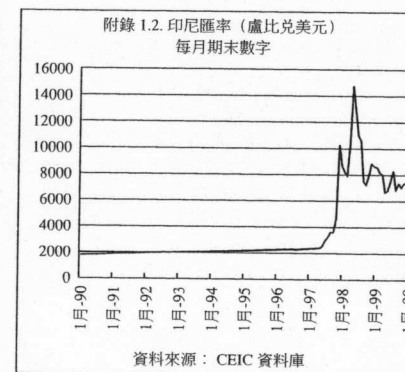
香港作為都會型經濟，今後的發展視乎能否繼續為內地和亞洲各地提供真正增值的服務。世界市場正經歷重大的發展，一方面變得愈來愈全球化，另一方面科技發展和互聯網令營商的方式起了革命。香港必須能夠迎接這項挑戰。這就需要完全

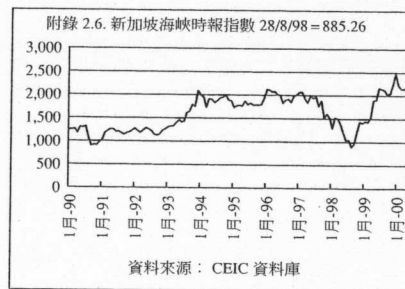
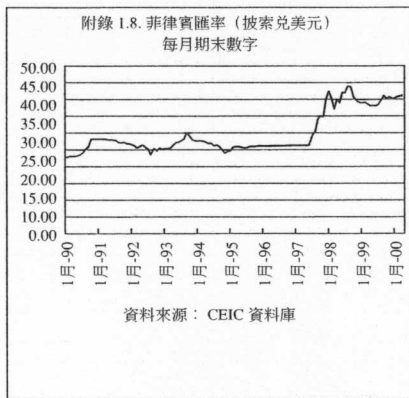
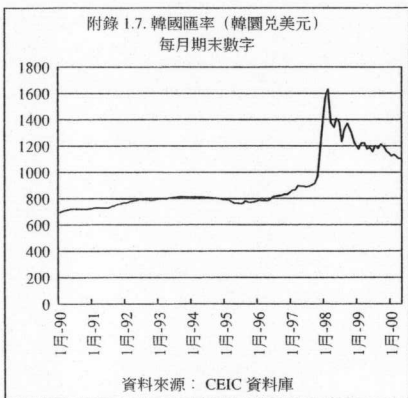
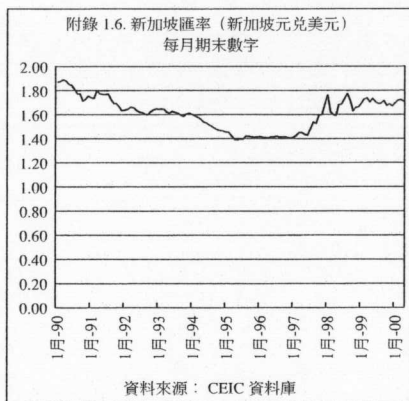
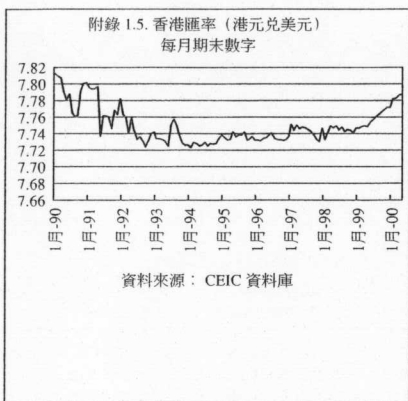
融入全球市場，在知識為本和科技密集的經濟前題下繼續自我提升，才能維持競爭優勢。

在這種情況下，香港政府首先須加強監管及督導架構，確保本地工業和市場符合國際標準。同時須與全球各大市場緊密掛鉤，以求充分與全球經濟融為一體。最後，香港政府和私營部門均須大量投資，開發所需的基本建設和提供適當的人力資源。其中特別是人力的數量和質素，將會是發展知識為本及科技密集經濟的關鍵所在。

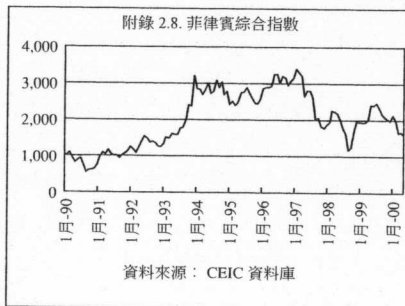
附錄

附錄 1. 匯率

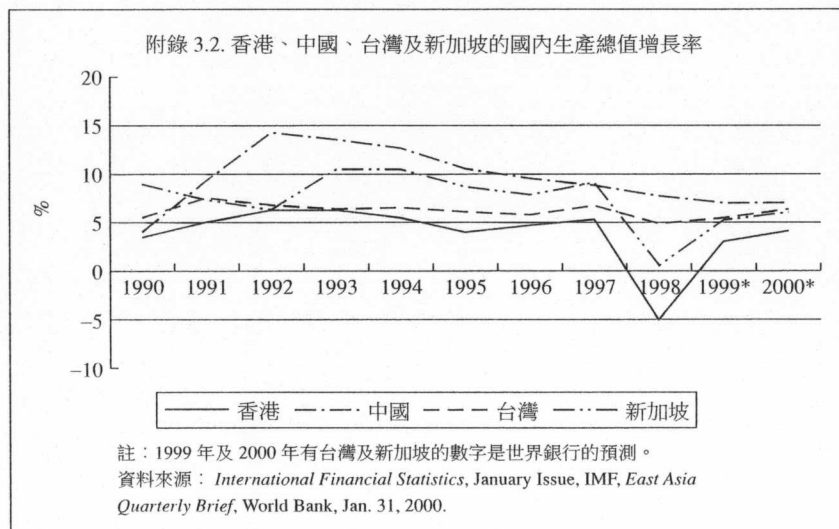
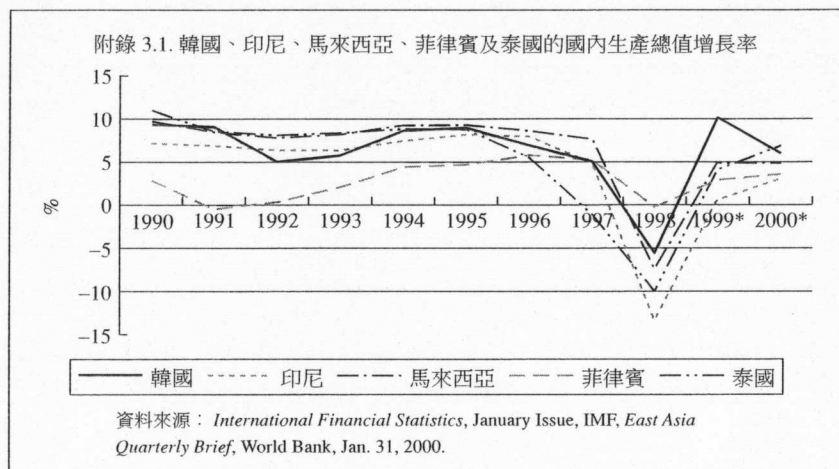




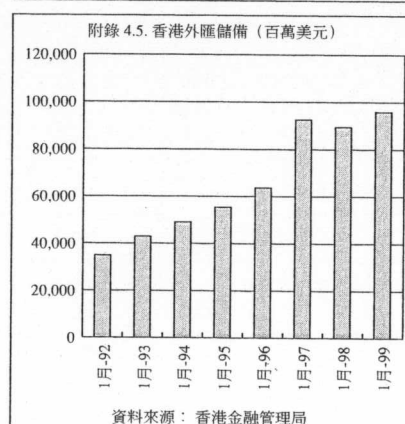
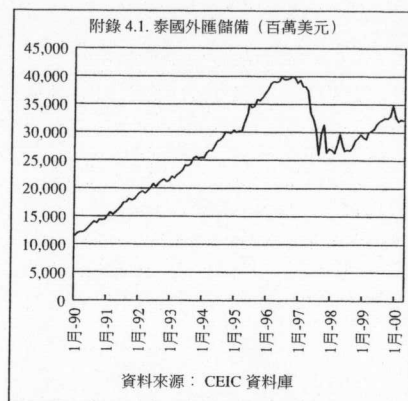
附錄 2. 股票市場綜合指數

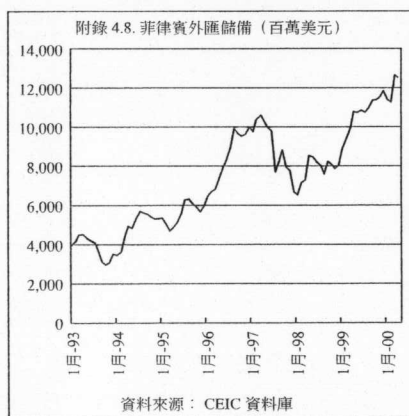


附錄 3. 國內生產總值增長率



附錄 4. 外匯儲備





附錄 5. 1990-98 年經常帳目收支 (百萬美元)

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998
印尼	-2,988	-4,260	-2,780	-2,106	-2,792	-6,431	-7,663	-4,889	3,972
韓國	-2,003	-8,317	-3,944	990	-3,867	-8,507	-23,006	-8,167	40,552
馬來西亞	-870	-4,183	-2,167	-2,991	-4,520	-8,469	-4,596	-4,792	
菲律賓	-2,695	-1,034	-1,000	-3,016	-2,950	-1,980	-3,953	-4,351	1,287
新加坡	3,122	4,880	5,915	4,211	11,400	14,436	14,509	15,032	17,614
台灣	10,925	12,458	8,546	7,042	6,498	5,474	11,027	7,688	3,451
泰國	-7,281	-7,571	-6,303	-6,364	-8,085	-13,554	-14,691	-3,024	14,230

資料來源：International Financial Statistics Yearbook, 1999, IMF, Balance of Payment Quarterly, Central Bank of China, Taiwan.

附錄 6. 亞洲貨幣實質匯率

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999
韓國	100	98.81	102.03	103.03	99.68	94.14	96.29	111.57	157.20	126.98
印尼	100	100.84	100.51	94.58	91.61	89.96	90.45	103.00	233.89	130.66
馬來西亞	100	101.51	92.53	92.95	93.75	87.36	87.23	97.24	129.04	130.92
菲律賓	100	99.26	87.16	88.67	81.26	75.22	72.81	79.73	101.75	99.94
新加坡	100	96.09	91.23	91.09	85.74	80.36	81.21	85.80	102.46	105.49
泰國	100	99.99	98.69	98.17	94.54	92.37	91.05	140.77	134.57	120.49
香港	100	93.12	87.41	82.96	78.92	74.47	72.10	69.79	74.03	81.41

資料來源：從 International Financial Statistics, December, 1999, IMF 的資料計算得出。

參考書目

- Fitch IBCA (1998), "Asia: Agencies' Harsh Lessons in a Crisis", Press Release, 13 January, Brady Net Inc., available at <http://www.brady.net.com/e312.html>
- Bank for International Settlements (1998), *BIS Consolidated International Bank Statistics*, end-June.
- Bank for International Settlements (1999), *BIS Consolidated International Bank Statistics*, March.
- Chronology of the Asian Currency Crisis and its Global Contagion*, available at www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia.
- Corsetti, Giancarlo, Paolo Pesenti and Nouriel Roubini (1998), *What Caused the Asian Currency and Financial Crisis?* March, available at www.stern.nyu.edu/~nroubini/asia/AsiaHomepage.html.
- Greenwood, John (1999), *The Real Issues in Asia*, August 29–September 1.
- International Monetary Fund (1998a), *Declaration of G7 Finance Ministers and Central Bank Governors*, 30 October.
- International Monetary Fund (1998b), *IMF Concludes Article IV Consultation with Japan*, 13 August.
- International Monetary Fund (1998c), *International Capital Markets — Developments, Prospects, and Key Policy Issues*, September.
- International Monetary Fund (1998d), *The IMF's Response to the Asian Crisis*, October.

International Monetary Fund (1999a), *IMF-Supported Programs in Indonesia, Korea and Thailand: A Preliminary Assessment*, Preliminary Copy, January.

International Monetary Fund (1999b), *The IMF's Response to the Asian Crisis*, 17 January.

International Monetary Fund (1999c), *World Economic Outlook*, October.

Ito, Takatoshi (1996), "Japan and the Asian Economies: A 'Miracle' in Transition", *Brookings Papers on Economic Activity*: 2, 205–272.

Katz, Richard (1998), "What Japan Teaches Us Now", *The American Prospect*: 40, September–October, 54–58.

Krueger, Anne O. (1999), *Cronyism and its Discontents*.

Lin, Yi Fu, and Liu, Ming Xing (1999), *Asian Financial Crisis and Chinese Economy*, Peking University.

Luk, Y.F. (1998), "Non-Exchange Rate Adjustments in the Asian Crisis: The People's Republic of China and Hong Kong", *Seoul Journal of Economics*: 11, No. 4, 1–29.

Posen, Adam S. (1998), *Restoring Japan's Economic Growth*, Institute for International Economics, Washington D.C.

Radelet, Steven, and Jeffrey Sachs (1998), "The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, Prospects", Harvard Institute for International Development, 20 April.

Siconolfi, Michael, Anita Raghaven and Mitchell Pacelle (1998), "How Marketing, Brainpower Failed at Long-Term Capital?", *Asia Wall Street Journal* (1998), 17 November 17, pp. 1 and 9.

The Institute of International Finance Inc. (1999), "Net Private Capital Flows to Leading Emerging Markets Fall", Press Release, 28 January.

The World Bank (1997), *China's State Sector: Bleak Facts and Figures*, October.

The World Bank (1998), *East Asia: The Road to Recovery*, September.

The World Bank (2000a), *East Asia Quarterly Brief*, January 31.

The World Bank (2000b), *East Asia Regional Review*, March 20.

United Nations (1999), "FDI Flows into the Five Most Seriously Affected Countries", Press Release of United Nations Conference on Trade and Development, 4 March.

Wong, Y.C. Richard, and M.L. Sonia Wong (1997), "Removing Regulatory Barriers in China: Changing the Foreign Exchange Regime." The University of Hong Kong Paper prepared for the Conference of China as a Global Economic Power: Market Reforms in the New Millennium, Hong Kong, 15–18 June.

研究小組

統籌：王于漸（芝加哥大學哲學博士），香港大學經濟及工商管理學院經濟學講座教授及香港經濟及商業策略研究所總監

張介（美國普渡大學哲學博士），香港大學經濟及工商管理學院金融學講座教授及金融創新與風險管理研究中心主任

何秀蘭（中文大學哲學碩士），香港大學亞太經濟合作研究中心研究員

關慧中（耶魯大學文學碩士），香港大學亞太經濟合作研究中心項目顧問

林毅夫（芝加哥大學哲學博士），北京大學及香港科技大學經濟學教授、北京大學中國經濟研究中心主任

劉明興，北京大學中國經濟研究中心博士候選人

陸炎輝（康奈爾大學哲學博士），香港大學經濟金融學院講師及香港經濟研究中心主編

邵啟發（哈佛大學哲學博士），香港大學經濟金融學院講師及香港經濟及商業策略研究所副總監

曹炳樞（華盛頓大學哲學博士），香港大學商學院講師

研究中心

亞太經濟合作研究中心

亞太經濟合作研究中心創立於 1998 年，以推動香港和亞太地區經濟合作的研究課題為宗旨，以香港大學經濟及工商管理學院的研究實力為後盾。

中國經濟研究中心

中國經濟研究中心 (CCER) 是北京大學附屬 (affiliated) 機構，創立於 1994 年 8 月，希望集合國內外的資源和資深經濟學者，共同推動中國的經濟改革和發展、探索現代經濟理論。

香港經濟及商業策略研究所

香港經濟及商業策略研究所是香港大學的一個教研單元，從事獨立和開創性研究，為香港、中國內地、亞太地區設計創意課程，供培訓研究人員和實務人員之用。研究成果在 1999 年獲香港政府大學撥款委員會 (UGC) 確認為卓越學科領域 (Area of Excellence)。