



寰宇商業 4

亞洲風暴

金融危機與政經效應

ASIA FALLING?

Making sense of the Asian currency
crisis and its aftermath

Callum Henderson 著

寰宇證券投資顧問公司 譯

The McGraw-Hill Companies, Inc.

Taipei New York San Francisco Washington, D.C. Auckland
Bangkok Bogota Caracas Hamburg Hong Kong Jakarta Lisbon
London Madrid Manila Mexico Milan Montreal New Delhi Paris
San Juan Sao Paulo Seoul Singapore Sydney Tokyo Toronto

目 錄

謝辭.....	3
前言.....	5
第一章 目標——不計代價，追求成長.....	1
第二章 激情——新興市場熱潮.....	15
第三章 警訊——美元兌日圓反彈.....	31
第四章 前車之鑑——墨西哥.....	61
第五章 導火線——泰國.....	83
第六章 崩解——接二連三.....	111
第七章 餘波——口舌之爭.....	149
第八章 銀行家——日本資金承受的風險.....	167
第九章 基本面——問題、挑戰與機會.....	189
第十章 救難隊——IMF、魯賓、索羅斯.....	245
第十一章 危地——中國大陸將是下一個危機？.....	253
結語.....	269

亞洲金融風暴大事紀.....	279
資料來源.....	319
參考書目.....	327

謝 辭

對那些偶有寫書念頭，但尚未提筆的人，我只有一句由衷的警告：這事叫人身心俱疲、必須全力投入、嘔心瀝血。寫這本書用了五個月的時間——之前研究了好幾個月——生活中幾乎每一個小時的每一分鐘都花在上面，也就是，在市場當外匯分析師的公餘之暇，幾乎全部投入。由於這種情況，標準普爾MMS公司（Standard & Poor's MMS）亞洲各地的同事，展現了比我還多的耐性和容忍。衷心感謝他們的寬容大度，提供他們的時間和想法。很幸運能和這些人共事。特別感謝香港標準普爾MMS公司的Meryl Phang、Yolanda Ho、Tony Ngan，他們都是分析大中國地區各領域中的專家，以及新加坡辦公室的David Cohen、Alison Seng、Sani Hamid、Andy Tan，他們精研東南亞國協國家，最後則是亞洲分析作業部主任John Lilley、亞洲地區總經理Ken Ho，給我時間，特別是在市場動盪不安前所未見的期間，讓我完成這本書。另外，我也要對新加坡McGraw-Hill Publishing公司的Paul Tan和Tony Lim表示謝意，因為他們對這件事的投入和懷有信心。

分析師和交易員靠金融市場維生，保密往往有其必要，也可理解。在亞洲尤需如此，因為維持人際關係重於一切，而且

一直存在「自我檢查」的壓力。因此，我訪問過的許多分析師、交易員、基金經理人和中央銀行官員，要求匿名，也在書中姑隱其名。衷心感謝他們，也要感謝顧忌沒那麼多，樂於讓我引述姓名的人。引述別人（不管有無匿名）的看法或公開發表的資料時，我都清楚地註明來源。除此之外，書內表達的意見全屬我個人。所有亞洲經濟數據，除非另有註明，否則都取材自標準普爾MMS亞洲公司的經濟資料庫。

前言

「外匯交易不需要、沒有生產力、不道德！」去年9月，馬來西亞總理馬哈迪在國際貨幣基金（IMF）和世界銀行在香港舉行的聯合年會中，對著眾多的世界媒體、國際代表、政府和IMF官員，發出這樣的怒吼，馬哈迪的話讓所有聽眾坐立不安。

「外匯交易應該停止、應該變成不合法！」馬哈迪憤怒地抨擊外國基金能夠賺錢，「一定是以鄰為壑」。衣冠楚楚的馬哈迪散發慣有的魅力，嚴厲抨擊損壓馬來西亞元，迫使馬來西亞股市和匯市陷入恐慌、潰散的人。「外匯交易者發財了——靠著奪取別人的財富，變得非常、非常富有！」¹

雖然這時亞洲貨幣危機出現已久，IMF年會期間的大事，尤其是馬哈迪的聲明，更是讓世人深切體認亞洲這場大戲對全球的影響。馬哈迪星期六晚間在香港發表這種評論，立刻引起回響，尤其是激發了喬治·索羅斯（George Soros）的強烈反應。這位索羅斯基金的創辦人和首腦、世界最大避險基金量子基金的首席顧問，早已遭到馬哈迪點名嚴詞批判，儼然成了馬哈迪口中投機勢力的代表。索羅斯隔天在一場電視轉播的說明會上，提出有力的反駁，表示外匯交易應該禁止的建議極為

不當，根本不值得認真考慮，「目前這種時刻，妨礙資本的可兌換性是自尋死路，馬哈迪對他自己的國家是一大威脅。」²

馬來西亞副總理兼財政部長安華雖然支持他的老闆，卻迅速行動，設法穩住情勢，採取若干損害控制的措施，強調馬來西亞沒有改變現行外匯交易體制的計畫，而且事實正好和傳言相反，外匯交易不會只限於貿易融資。安華還說，現在應該停止這種尖酸刻薄的口舌之爭，著手整頓經濟。

這是安定情勢的大膽行動，但是，星期一早上，亦即1997年9月22日，馬來西亞市場開盤時，大家不理會安華的種種保證，只注意到馬哈迪的說法，投資人深感恐慌和震驚，很多人認定這種煽動性的言詞只會讓已經緊張的市場更加不安。馬來西亞股市一開盤就遭到重擊，當天，馬來西亞綜合股價指數大跌27.34點，跌幅高達3.5%，跌到760.50點，同時在世界外匯市場上，美元兌馬來西亞元漲到3.1300馬元。

國際投資人和馬來西亞國內投資人一樣驚慌，事實上，可能還更恐慌。屬於波士頓一家共同基金的一位美國基金經理人告訴我：「他說了那些話之後，我打電話到波士頓，叫他們在還來得及之前，全部出清。」他指的是股票和債券部位³。

在那一週的後來幾天，馬元和股市都略微穩定下來，安華盡力安撫投資人的心理，但是，信心已經遭到嚴重傷害，市場和經濟狀況還會變得更差。全世界的政客和官僚都一樣，指責「投機客」是外匯危機和亞洲經濟減緩的禍首。也就是說，富

有的個人和基金唯一的目的是搶劫「窮人」，讓自己更富有。這一切使人想起1993年8月歐洲匯率穩定機能第二次危機時，法國和德國官員同樣歇斯底里的反應。當時市場劇烈動盪，使支撐歐洲匯率穩定機能的環節鬆開，但是並沒有脫落。

情勢出差錯時，政客和官員習慣指責別人，因為這樣對他們有利，因為他們需要一個方便的代罪羔羊，這是兵法上典型的圍魏救趙，爲了避免內部的動亂，就在外面製造一件讓人分心的事件。「投機客」沒有組織，目標很容易找，而且通常不會還擊，至少口頭上不會反駁，索羅斯顯然例外。投機客會嘲笑這種說法，滿意自己交易成功賺到的報酬。私底下，「大型」避險基金和其他型態的投機客根據傳統的基本面和技術面，決定自己的策略，一位避險基金經理人明白告訴我說：「如果基本面能夠適當的配合，我們絕對不會賺錢，完全是因為經濟和金融政策（和一國的經濟需求）不協調，我們才能攻擊一種貨幣或資產市場。」⁴

的確如此，索羅斯本人在公開說明時，也說過類似的話。政客眼見發生（暫時性的）貨幣危機，摧毀自己極爲辛苦獲致的成就，覺得很生氣和不滿，這種反應當然容易瞭解。他們會嚴厲指責別人。我這樣說是泛泛而論，不是針對特定對象，因為責任在於他們的政策。這樣說不表示「市場」——無論怎麼定義——絕對可靠。但是，你大可說在去年夏季嚴重打擊亞洲市場的危機中，馬元、泰銖、印尼盾的跌幅都超出了基本面。不過，比較起來，市場還是比政府更善於判斷政策。

我認為這次亞洲地區的貨幣被迫和美國脫鉤，可能是挽救了亞洲經濟的長期健康，而非摧毀了這種健康。我認為可能如此，因為整個亞洲、尤其是東南亞國家協會正走在十字路口。從解除管制的觀點來看，可以把亞洲貨幣危機當做教訓，藉以大力推動、加速市場及經濟自由化，並且解除管制，或者是向內部退縮，犯下重大錯誤，把過去多年的進步浪費掉，其中的風險和報酬確實很大。

多年來，和美元掛鉤達成了目的，提供了所需要的穩定，讓外國直接投資和證券投資得以流入亞洲地區，同時使亞洲地區免於通貨膨脹的蹂躪，但是這種做法也超過了適用年限。除非固定或聯繫匯率制度具有足夠的彈性，足以配合不同的經濟循環變化，並且有強勁的經濟基本面支持，否則無可避免的一定會失敗。失敗可能或早或晚，但是，終歸會失敗。

在亞洲貨幣危機期間，投機客曾經攻擊港元，迫使香港金融管理局在外匯市場干預，賣出美元，並且在貨幣市場讓隔夜拆款利率升到高達300%，以便壓制港元的賣壓。香港金融管理局的努力成功了，能夠成功不是因為技巧或決心，而是港元目前有健全的經濟基本面支持，也靠1美元兌7.8港元的聯繫匯率支持。即使在情勢最好的時候，引導經濟都很困難，在固定或聯繫匯率制度下更是困難，香港當局必須保持警覺和彈性，不然投機客會捲土重來。

這是指亞洲而言。這場危機對於全球經濟、對於歐美的影

響如何？這個問題在本書後面會更詳細討論，現在只需要說亞洲貨幣危機及亞洲經濟所受的影響，可能對西方經濟和資產價格構成相當大的通貨緊縮風險。以美國而言，或許這是美國聯邦準備理事會（Federal Reserve Board; Fed）主席葛林斯班（Alan Greenspan）所需要的狀況，可以用來壓抑可能帶來通貨膨脹壓力的強勁成長，不過股票投資人可能不作此想。在歐洲大陸，鑑於歐洲銀行深深介入亞洲，這場危機可能危害歐洲剛剛出現的經濟復甦。危機這麼接近歐元創立的時間，倒是一個重大的不利因素。

本書探討的細節雖然到1997年初才顯現出來，卻是起源於長久以來深入人心、對這個地區經濟成就斐然的迷戀，但是，這只是近年才出現的現象，是經過一世紀的政策動亂、普遍的戰爭、鎮壓和掠奪之後的極致成就。親見亞洲崛起是令人興奮的經驗，亞洲只花了卅年的時間，就成就了歐美花了將近百年才達成的經濟轉型和改善。世界銀行使東亞「奇蹟」的說法名傳遐邇，隨之而來的是很多正面和負面的副產品。亞洲崛起形成了經濟熱潮，也附帶產生了這種時期經常會流通的虛飾。例如，有人創造了一種跟「亞洲價值觀」有關的說法，來解釋東方的興起以及預期中（頹廢的）西方的沒落。大家尋找東方的解決之道，就像常見的情形一樣，也找到了答案。有一陣子，亞洲市場和經濟只有一條路，就是持續向上走。

然而，沒有什麼事情是這麼簡單的，沒有什麼事情是這麼永恆、這麼持續一貫的。金融市場中更是如此，每一個熱潮都

會衰落，每一個泡沫之後，都是崩盤。市場和實質經濟總是處在流動狀態中。可是亞洲有一陣子打破了——或是應該說扭曲了——這個規則。但是，年復一年，亞洲都出現前所未聞的成長，這種事蹟、這個地區和各個經濟體都讓人難以抗拒，最後終於遭到真正無法抗拒的全球市場壓力和力量排斥，以致很多國家在1997年7月泰銖貶值的場景中當場拆穿，但事實上，這種場景是花費很多年建立起來的。

香港人把隨之而來的區域市場危機比擬為颱風，現在可怕的風勢多少已經減輕，金融市場終於設法爭取到一點時間，可以潛心思考，檢討過去的事件和原因，並且設法預測今後何去何從。這種反省期間一定都會太短。亞洲的變化步調確實遠比其他地方快太多了，把亞洲吹捧至超出其驚人能力的評論家，變化尤其快，主張10%以上的成長率很自然、不會停止、而且幾乎是亞洲天生特性的人，現在變得多麼沈默。同樣的，末日預言家多麼迅速的指出「太平洋世紀」已經結束，原因不在於這種說法從頭就不正確，而在於這次危機理當象徵亞洲奇蹟的結束。大家再度匆匆尋找簡單的答案，也找到了答案。這種說法不是經過思考的經濟分析，而是歇斯底里、未經思考的反應。因此本書試圖填補瞭解上的嚴重落差。就像1992年9月、1993年8月的歐洲匯率穩定機能危機、1994年12月至1995年3月的墨西哥危機、以及亞洲貨幣危機教導我們的一樣，金融市場每天都判斷各個經濟體和政府。市場認定失調的國家，金融市場可能特別殘酷無情。這種危機的影響確確實實，表現在街上失業和無家可歸的人身上。的確如此，無力反擊的人通常最能