

杨盼盼

pamelapanda@126.com

东亚金融危机:二十周年回顾与展望系列报告之一

东亚金融危机原因再探：经验与教训^①

摘要：东亚金融危机发生与东亚国家经济、金融所面临的内外部脆弱性及政策失误密切相关。内部经济政策过于短视，缺乏提升长期潜在增长率的政策，对外经济政策则依赖出口导向型政策盲目追求高增长。金融政策制定面临“三元悖论”冲突，在相关条件不成熟的情况下，贸然实施金融自由化和全面开放资本账户，加之国际危机救助和协作机制缺乏，这些国家内外经济失衡的逐步积累导致危机爆发。当前东亚经济格局很大程度上受到东亚金融危机的影响，各国正通过东亚财经合作提升经济增长潜力和经济韧性。

关键词：东亚金融危机；实体经济；金融部门

东亚金融危机从爆发至今已经过去了二十年的时间，不过，站在当下的时点上，分析这场危机发生的原因，仍然能对当下经济有诸多启迪。亚洲金融危机爆发的原因很多，有东亚经济体内部、外部的原因，也有实体经济、金融市场方面的原因。本文将重新回顾亚洲金融危机爆发的主要原因，并分析这些危机诱发因素在现今东亚经济格局中的适用性，以及基于危机预防视角初步分析东亚财经合作的必要性。

^① 杨盼盼，中国社会科学院世界经济与政治研究所副研究员，作者感谢国家自科青年基金(71503263)的资助。

一、内部实体经济因素：经济增长模式不可持续

亚洲金融危机爆发的一个重要原因在于东亚各经济体经济增长模式的不可持续。克鲁格曼于1994年发表的《东亚奇迹的神话》质疑了亚洲四小龙的增长模式，东南亚其他国家也面临类似问题，即经济增长主要依赖资本积累和密集劳动力投入，缺乏真正的知识进步和技术创新，也缺乏有效的制度支持，这一模式不能带来经济的持续增长（Krugman, 1994）。在经济高速增长一段时间后，由于资本、劳动力等要素投入不可能无止境的增加，只依赖于要素投入而没有提高全要素生产率的增长方式最终将陷入收益递减状态。如果此时仍然对经济高速增长的前景盲目乐观，则很可能因过度追求增长引发一些部门的过热乃至泡沫，而由于经济长期增长缺乏稳固根基，泡沫终将破灭并引发危机。经济增长模式的不可持续，是引发亚洲金融危机的根本性原因。

除了不可持续的经济增长模式，产业政策运用失当导致产品、企业和产业结构的不合理也是东亚经济体内部结构中的痼疾。东亚国家普遍发展外向型经济，在出口产品内容方面过度追求“日本模式”，导致产品同质化严重及恶性竞争，部分行业产能过剩。与此同时，东亚国家盲目追求产业结构调整，产业结构转换进程过快，在工业现代化尚未实现的情况下，就过度发展第三产业，妨碍了产业和经济的可持续发展。

客观而言，东亚地区的这一增长模式在过去二十年间并没有显著的改善，之所以没有爆发危机，在很大程度上是因为各国基于危机的教训实施了更为审慎的宏观经济政策。东南亚各国不再冒进追求经济高增长，不过这也意味着过去近二十年这些国家的经济增长再没有回到亚洲金融危机之前的水平。印尼、马来西亚和泰国在危机之前（1990-1996年）的实际GDP增速平均值为8.0%、9.5%和8.5%，危机之后（2003-2016年）的平均增速则下降至5.6%、5.1%和3.9%。各国仍然需要努力寻找能够提升潜在增长率的方式，转变经济增长模式，在经济增长提速和避免危机之间找到平衡。

展望未来，东亚财经合作能够在提升东亚经济增长潜力方面发挥更加重要的作用。基础设施不足是多数东南亚国家面临的重要增长瓶颈，根据亚洲开发银行的预测（ADB, 2017），亚洲发展中国家从现在到2030年期间每年至少需要1.7万亿美元投资于各项基础设施，才能保持增长动力、减贫并应对气候变化。通过东亚财经合作，创新互联互通机制，能够帮助东南亚国家弥补基础设施缺口，提升增长潜力。区域内价值链的紧密合作则有助于在域内更好地形成梯队式的发展模式，避免各国间的恶性竞争，为产业转换过快的国家提供再工业化的机遇和市场，从而优化各国的产品和产业

结构。

二、外部实体经济因素：经济过度依赖出口

东亚经济模式的另一个弊端是对外需的依赖过高。东亚经济体普遍采取出口导向型发展战略，这一战略带来经济繁荣，但也使得其经济更易受到外部需求的影响。由于未能实施有效出口多样化以及通过提升技术和生产率实现向价值链上端的上移，东亚经济体陷入了上有日本产品的高端压制，下有中国及其他新兴出口国家低端竞争的两难境地。因此，当日元在1995年中期出现大幅贬值时，东亚经济体出口竞争力受到了严重打击，并导致其经常账户余额出现急剧恶化，成为触发危机的重要基本面原因。同时，出口导向型国家很容易在外需下降时出现定力不足的情况，希望尽快借助于内需的发展维持经济增长，这样极易导致国内经济过热情形出现，加剧内外失衡，进一步增加经济增长的脆弱性。

过去二十年，东亚经济体对欧美国家的外部需求依赖程度有所降低，中国作为亚洲国家重要需求来源方的作用在上升。如在亚洲金融危机之前，印尼、马来西亚、菲律宾、泰国、韩国对美出口占到其总出口的比重分别为14%、18%、33%、18%和16%，同期，对中国出口占总出口的比重分别为4%、2%、2%、3%和8%。而2015年，这些国家对中国的出口占比分别上升至10%、13%、11%、11%和26%，对美出口比例则下降至11%、9%、15%、11%和13%。

中国的需求在两个方面有较为显著的作用，一是增加了亚洲国家的外需来源，使得它们的经济基本面更加稳固；二是在其他外需引擎出现问题时，中国的外需能够起到缓冲器的作用。因此，在外部危机的非常时期，中国提供的稳定外需，为亚洲国家应对外部冲击提供了更多空间。这也是过去二十年在亚洲地区没有发生系统性金融危机的一个重要区域稳定机制。

不过，东亚国家对中国依赖的上升也意味着，中国内部结构改革和产业升级对这些国家的溢出效应上升。根据国际货币基金组织和亚洲开发银行的两份研究，中国国内经济再平衡对亚洲国家的溢出效应高于对其他地区的溢出效应，且中国的产业升级对区域国家存在着差异性影响，譬如，伴随着中国劳动力成本上升，一些依赖于低劳动力成本的行业转移到东南亚国家，过去一段时间越南接受对外直接上升和出口增速上升就属于这种情形；而伴随着中国产业升级，一些高端产品的竞争力提升，取得了

更高的国家市场份额，韩国出口下降则属于这种情形。亚洲地区中国溢出效应的上升及地区紧密程度的加强，客观上提升了中国在区域内的影响力，同时，也要求中国在制定区域经贸规则领域发挥更加重要的作用。

三、内部金融政策因素：资本账户开放的反面教材

在内部金融制度的选择上，东亚金融危机国家可以说是犯尽了“教科书式”的错误：

第一，“三元悖论”式的冲突。即一国不能同时实现资本的自由流动、固定的汇率制度和独立的货币政策。东亚经济体选择了资本的自由流动和固定汇率制度，在这种情况下，这些国家货币政策的独立性被削弱。在东亚金融危机爆发的前期，这些国家都在一定程度上出现了经济过热的情形，货币政策紧缩提升利率，然而这将进一步吸引境外游资流入，反而加剧经济过热。而危机爆发之后的降息错失则会导致资本外逃加剧，使得经济进一步恶化。

第二，过度追求金融自由化的恶果。早期金融自由化浪潮受到McKinnon（1973）和Shaw（1973）有关金融抑制理论的影响，但是本轮浪潮也让不少完全自由化国家尝到了泡沫和危机的苦果。因此，McKinnon（1984）对上述理论进行了修正，金融自由化至少需要满足以下几个条件：金融基础设施的完善，主要价格信号（利率、汇率）的市场化，宏观经济的稳定，金融监管的完善等。东亚国家在危机之前的发展显然仍然是以1973年的文章为指导，而忽视了后续的修正。它们多实施“金融优先发展”的战略，通过长期维持国内利率在高水平，吸引外资流入；通过房地产市场和股票市场的繁荣，以金融带动经济发展；与此同时国内金融机构透明度有限，监管体系不完善。这一金融自由化冒进式的发展最终导致的是金融机构坏账累计、外债迅速累积以及经济泡沫严重，成为危机爆发的重要原因。从事后对于危机性质的总结来看，这些东亚国家无一例外出现了持续时间较长的银行危机（见下表）。

表 1 亚洲金融危机主要危机国的危机性质及持续

危机性质	货币危机	通货膨胀危机	股市崩盘	内债危机	外债危机	银行危机
印度尼西亚	持续 2 年		持续 3 年及以上	持续 3 年及以上	持续 3 年及以上	持续 3 年及以上
马来西亚	持续 1 年		持续 2 年			持续 3 年及以上
菲律宾	持续 1 年		持续 3 年及以上			持续 3 年及以上
泰国	持续 1 年		持续 3 年及以上			持续 3 年及以上
韩国	持续 1 年		持续 1 年			持续 3 年及以上

图例：
 持续 1 年
 持续 2 年
 持续 3 年及以上

资料来源：Reinhart 和 Rogoff（2009）

第三，全面开放资本账户的脆弱。全面开放资本账户，让东亚国家暴露在国际资本流动的冲击之下。以泰国为例，1992年，政府计划将泰国建成区域金融中心，泰国资本账户开放加速，经由成立泰国国际银行便利（Bangkok International Banking Facility, BIBF），加入这一便利的银行可以在国外借外币债务并在国内以外币借贷，1995年，省级国际银行便利（Provincial International Banking Facility, PIBF）成立，进一步允许将外债融资投放至本币信贷市场（Gao, 2001）。泰国银行对外借债规模迅速上升，银行借境内外利差大量从事“外借内贷”和“借短贷长”业务，期限错配和货币错配严重，当经济情势出现逆转之后，这一借债模式无法持续，导致危机发生。

上述三个原因都与资本账户开放相关，而对于资本账户开放这个问题的看法在过去的20年中也是变化最大的。经历了从主张全面开放，到注重次序的审慎开放。20年后的现在对于资本账户开放的观点变得更加谨慎，这也成为包括中国在内的东亚国家制定金融政策时的重要考量（余永定、张明、张斌，2013）。如今看待资本账户的观点可以总结为以下三个方面：

第一，二元悖论而非三元悖论（Rey, 2013）。因为全球金融周期的同步性，不论汇率自由浮动与否，一旦开放资本账户，货币政策的独立性就无法实现。因此对于新兴市场国家来说，如果需要保证货币政策的独立性，就不能完全开放资本账户。

第二，资本账户中的资金按照来源包括外商直接投资、国际借贷和短期资本流动三个部分。对于新兴市场来说，外商直接投资的开放提倡进行，国际借贷需审慎进行，短期资金的流动最好不要进行（林毅夫，2013）。这主要是因为短期资金具有非常强

的顺周期性，在经济繁荣的时候很可能进一步流入，导致经济过热，而在经济出现下行趋势的时候又会迅速的流出，使得国内流动性枯竭，造成经济的进一步下行。

第三，对于资本流动的管理不应当是一个暂时性的措施，而是应该建立一个安全资本流动框架，将其纳入国际货币体系之中（Lagarde，2016）。

四、外部金融环境因素：缺乏危机协调、救援机制

从超越国内边界的角度来看，无论是区域内还是全球范围内，亚洲金融危机爆发后各国均缺乏危机的协调和救援机制，金融安全网都存在着缺陷，这是造成亚洲金融危机出现海啸式影响的原因。从东亚区域内来看，各国缺乏协同对抗危机的行动，例如缺乏协调的竞相贬值的举措加剧了货币不稳定的预期，反而容易导致投机者更猛烈的狙击。从全球范围来看，IMF本应当发挥最后贷款人的作用，但是IMF的危机救助理念和对危机性质的判断有误，导致了一些国家在接受救助后却获得适得其反的效果。例如泰国金融危机兼有金融、经常账户和资本账户危机的特质，却被IMF当作简单的国际收支危机加以对待，在救援的附加条款中要求泰国实施汇率自由浮动、大幅度加息、进一步开放资本账户并关闭问题金融机构，导致危急形势进一步恶化（余永定，2007）。对于韩国的救援也有类似的问题，以至于韩国至今仍将亚洲金融危机称为“IMF危机”。

正是因为亚洲金融危机爆发所揭示出的区域和全球金融安全网的缺失，危机之后，东亚地区的财金合作议程加快。在区域层面，清迈倡议从无到有，从双边到多边，规模不断扩大，为区域金融防火墙提供可选方案。在全球层面，IMF的改革得以推进，主要体现为新兴市场国家代表性的提升、危机救援灵活度的上升以及对资本账户开放态度的转变。

综合上述原因，尽管一般认为国际游资投机冲击是东南亚金融危机的导火线，但危机的本质，仍然与东南亚国家的经济、金融所面临的内外部脆弱性和风险累积密切相关（表1）。东亚国家在经济高速增长的过程中，没有重视经济增长质量的提高和技术进步的提升，依赖出口导向型政策盲目追求高增长。政府在制定金融政策时面临“三元悖论”式的冲突，在相关条件不成熟的情况下，过快实施金融自由化和全面开放资本账户，酿成危机苦果。加之国际危机救助和协作机制缺乏，这些国家内外经济失衡的逐步积累导致危机爆发。

表 2 亚洲金融危机爆发的原因

	实体经济因素	金融体制因素
内部因素	经济增长模式不可持续 1. 过度依赖要素投入 2. 产业政策失当	资本账户开放的反面教材 1. “三元悖论”式的冲突 2. 过度追求金融自由化的恶果 3. 全面开放资本账户的脆弱
外部因素	实体经济因素 1. 供给面出口竞争力受影响 2. 需求面波动导致经济脆弱	金融体制因素 1. 东亚区域内缺乏协调 2. IMF 救援不力、缺乏本地区救援机制

参考文献

1. Asian Development Bank, Asian Development Outlook 2016 Asia's Potential Growth, 2016.
2. Asian Development Bank, Meeting Asia's Infrastructure Needs, February 2017.
3. Gao Haihong, Liberalising China's Capital Account: Lessons Drawn From Thailand's Experience, EADN Working Papers No. 3 November 2001.
4. Gee Hee Hong, Jaewoo Lee, Wei Liao and Dulani Seneviratne, China and Asia in Global Trade Slowdown, IMF Working Paper 16/105.
5. Krugman, P. The Myth of Asia's Miracle. Foreign Affairs, November/December 1994 Issue.
6. Lagarde, Christine. The Case for a Global Policy Upgrade, Farewell Symposium for Christian Noyer, Banque de France, Paris, January 12, 2016.
7. McKinnon, Ronald I. Money and Capital in Economic Development. Washington, D.C.: Brookings Institution, 1973.
8. McKinnon, Ronald I. Financial liberalization and economic development. Oxford Review of Economic Policy, 1984, 5(4):29-54.
9. Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff. This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly. Princeton: Princeton University Press, 2009.
10. Shaw, Edward S. Financial Deepening in Economic Development. New York: Oxford University Press, 1973.
11. 林毅夫, 我为什么不支持资本账户开放, 中国金融四十人论坛双周圆桌内部研讨会主题演讲, 2013-08-05 http://www.guancha.cn/linyifu/2013_08_05_163441.shtml。
12. 杨盼盼, 亚洲韧性, 中国贡献, 光明网, 2017-03-27. http://theory.gmw.cn/2017-03/27/content_24064678.htm。
13. 余永定: 亚洲金融危机的经验教训与中国宏观经济管理, 国际经济评论, 2007, 5-6。
14. 余永定、张明、张斌: 中国应慎对资本账户开放, 《金融时报》中文网, 2013-06-04, <http://www.ftchinese.com/story/001050727>。

声明: 本报告非成熟稿件, 仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有, 未经许可, 不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。