

PDF-TN2016036

## 东南亚金融危机的根源于启示<sup>1</sup>

### 案例使用说明

1997 年东南亚金融危机是当今世界所经历过最严重的金融危机之一。危机带来的经济动荡、社会动荡以及政治动荡等给人们的生产、生活带来了重要影响，其所带来的变革之深，是非常突出的。随着金融全球化的加深，不断爆发的金融危机已是当今世界经济一个无法回避的现象，金融危机带给我们困惑，更需要我们反思，需要我们从理论上进行重新审视，在制度上进行重新变革。

#### 一、教学目的与用途

1. 使用课程：国际金融学

2. 适用对象：金融专业本科

3. 教学目的：本案例通过呈现 1997 年东南亚金融危机的发展过程，分析产生这次金融危机的直接原因及深层次原因，以及危机爆发的路径，对照此次危机所波及的经济体的发展状况，结合我国目前经济发展中的问题，得出有益于我国经济健康发展的启示和借鉴。

具体目标：

(1) 基于汇率制度理论中对固定汇率制度的分析，使学生理解固定汇率制度的选择与脆弱性，理解固定汇率制度有利于促进贸易和投资，有利于促进国际经济合作，但当“错误汇率”出现时，也为投机活动提供了非稳定的条件。

(2) 基于国际资本流动理论和金融稳定的经典理论，使学生理解国际资本流动在这次东南亚金融危机中的作用和影响。

- 
1. 本案例由东北师范大学经济学院的马野驰撰写，作者拥有著作权中的署名权、修改权、改编权。
  2. 本案例授权中国金融专业学位案例中心使用，中国金融专业学位案例中心享有复制权、发表权、发行权、信息网络传播权、汇编权和翻译权。
  3. 由于企业保密的要求，在本案例中对有关名称、数据等做了必要的掩饰性处理。
  4. 本案例只供课堂讨论之用，并无意暗示或说明某种行为是否有效。

(3) 基于金融自由化理论、金融自由化排序理论，分析东南亚金融危机相关经济体的资本账户开放与危机爆发的关联，探讨我国金融自由化的步骤。

## 二、启发思考题

1. 此次东南亚经济危机爆发的直接原因是什么？索罗斯等国际炒家是如何在东南亚投机获利的？
2. 盯住汇率制与金融危机的关系如何？东南亚国家为什么选择这种汇率制度？
3. 流入东南亚国家的国际资本有何特征？为什么说东南亚国家的引资是失误的？
4. 为什么索罗斯在东南亚各国纷纷得手，逼迫各国（地区）政府最终放弃各自汇率制度，引发本币贬值，而香港政府却能反败为胜，保住联系汇率制？
5. 当东南亚国家面对经常账户严重赤字时采用借债的方式来弥补，这会留下什么隐患？
6. 一次纯粹的投机活动迅速扩散，最终演变成了整个东南亚的经济危机，从宏观层面看，受影响的东南亚各国金融体系是否稳固？经济结构是否平衡？
7. 在经济全球化浪潮中，金融的自由化会给一国带来什么好处？又会产生什么风险？

## 三、分析思路

案例分析的基本思路是将案例相关情景材料通过教师事先设计好的提问逻辑引导和控制案例讨论过程，因此本案例分析设计的本质是提问逻辑的设计。

基本逻辑是：

### 1. 切入点——思考国际金融炒家获利的手段

国际游资的冲击是这次危机爆发的最直接因素，国际游资以追逐高额利润为目的，具有很强的流动性、投机性和隐蔽性。据 IMF 统计，20 世纪 90 年代，活跃在全球金融市场的游资相当于全球国民生产总值的 20%，每天有 12000 多亿美元的游资在全球外汇市场寻求获利机会，一旦发现机会，这些游资便开始兴风作浪。那么，国际金融炒家是如何操作获利的？这是整篇案例分析的切入点，要求学生结合案例正文中的第 2 部分和第 4 部分，总结出国际炒家在东南亚投机获利的手段。

## 2. 探索点——分析国际投机资本冲击东南亚国家的缘由

在分析问题 1 的过程中，学生已经了解到，国际游资投机获利要具备两大基本条件，其一，被冲击国的汇率要相对稳定，并存在一定高估的成分，存在货币贬值的因素，即有获利点；其二，被冲击国的资本可以自由流动，资本账户要完全可自由兑换，即金融要自由化。在此基础上引导学生结合案例正文素材，找出东南亚国家满足这两大条件的具体表现。那么东南亚国家的汇率制度和资本自由流动两大因素是如何对金融危机推波助澜的呢？接下来学生将对这两方面进行深入分析。

## 3. 突破点——破解东南亚国家在这次保卫本币汇率的战争中均以失败告终之谜

索罗斯等金融炒家不断冲击东南亚国家的固定汇率，东南亚国家与之对抗，试图维持原有的固定汇率，但结果只有中国香港在此次危机中打败了金融炒家，成功维护了香港的联系汇率制度，其中最重要的原因在于其他国家没有足够的外汇储备同金融炒家在金融市场上对敲。可见，外汇储备的规模是否合理对一国汇率制度的稳定至关重要。接下来引导学生围绕东南亚国家的外汇储备情况展开讨论，从而找出与金融危机的因果关联。

## 4. 提升点——挖掘危机爆发的深层次原因

通过上述分析，我们找到了诱发此次东南亚金融危机爆发的原因，而这仅仅是表层原因，还需要引导学生寻求深层次的原因，得到进一步提升。通过深入挖掘，学生会逐渐发现，其根本原因是东南亚国家的经济结构严重失衡以及金融体系的脆弱，随后学生将会进行具体分析。

## 5. 讨论点——探讨东南亚金融危机对我国经济发展的启示

这次金融危机使东南亚地区损失数千亿美元，使一些国家深深陷入经济危机之中。学生不仅要全面了解这场危机，更需要在反思中寻求对于我国经济发展的启示，探讨防范金融风险的有效措施，如适时调整发展战略和发展模式，有效利用外资优化产业结构，建立金融风险管理机制等等。

# 四、理论依据与分析

## 1. 货币攻击的手段

当代货币攻击是立体攻击。国际炒家在货币、外汇、股票和金融衍生品市场

同时对一种货币发动进攻，使固定汇率制度崩溃，而炒家则从金融动荡中牟取暴利。当代货币攻击主要沿以下路线展开：

- 在即期市场上卖空本币

如图 1 所示，国际炒家先借入目标国的本币。本币来源主要包括目标国的货币市场、国际金融市场（离岸市场）及抛售的该国股票或者债券。国际炒家会采取渐近的方式逐步吸入，以防止短期借入大量目标国本币导致其持有本币的成本上升。直到其手中握有足够多的本币，再对本币进行集中抛售，打压本币汇率。炒家还会注意抛售时机的选择，一般会在目标国经济金融的负面消息传出之时对其本币进行抛售；或者散布负面消息的谣言，带动其他投资者进行效仿。一旦目标国本币贬值，炒家就以低价购回本币进行偿还，本币汇率价差扣除借款所需利息就是炒家的利润。上述过程中，炒家能否获取目标国本币是攻击的关键。如果非居民能够更容易地在目标国货币市场上获得本币；或者目标国本币国际化的程度较高，非居民更容易从离岸金融市场上获取本币；抑或非居民能够更方便地持有及出售目标国的股票、债券，实施该种攻击就会更容易。

图 1 国际炒家在即期外汇市场的攻击路线

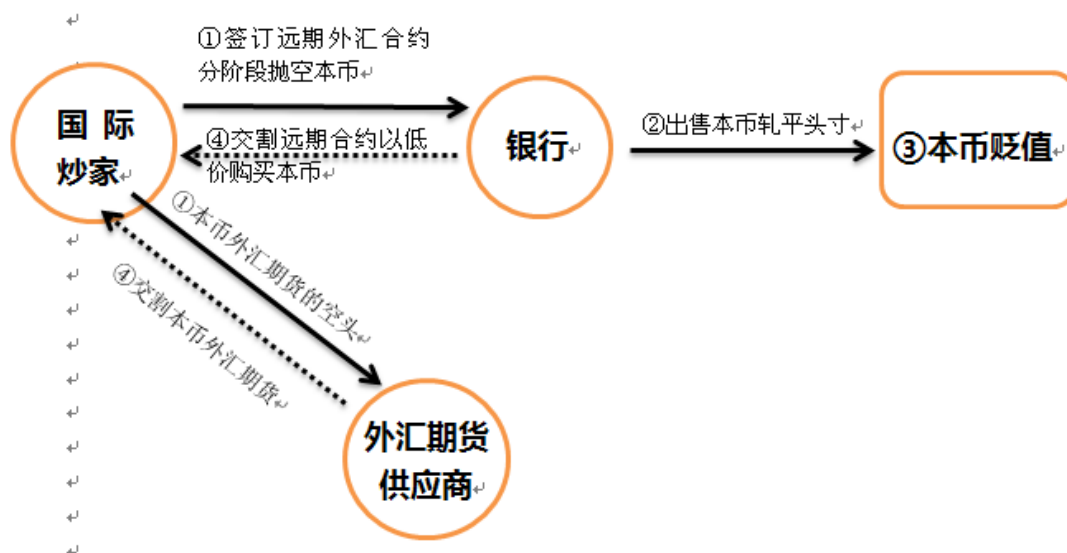


- 在远期外汇市场上抛售本币

如图 2 所示，国际炒家在远期外汇市场上出售所攻击货币的远期合约，如果远期合约到期之日所攻击的货币贬值，通过交割合约国际炒家就可获利。远期抛售攻击目标国的本币，将使其本币远期汇率下跌，同时，也会对其即期汇率形成打压：一方面，银行预计到未来要大量买入本币，就会在即期外汇市场上出售本币换取美元来轧平头寸，以便届时履约；另一方面，投资者观察到远期本币贬值，也会在即期外汇市场上借入本币，再通过抛售本币兑换成美元，实现其在远期合约到期之日用较少的美元换回履约所需本币的套利目标。银行和投资者抛售

本币的行为都会导致本币即期汇率贬值。这种进攻方式对国际炒家而言可谓高风险、高收益。从远期合约签订日到履约日之间，炒家无需真正交易就能形成对本币的攻击，成本极低；但如果到期日本币没有贬值反而升值，炒家则会面临损失的风险。因此，在操作手法上，炒家会逐步订立大量履约期不同的远期合约。这样做尽管不能确保每笔合约都获利，但只要本币汇率大方向是朝贬值的方向变动，炒家就可以在总体上获利。此外，在签订远期外汇合约的同时，国际炒家还可以利用目标国本币外汇期货合约的空头，买入本币看跌期权等，待本币贬值之时交割合约获利。

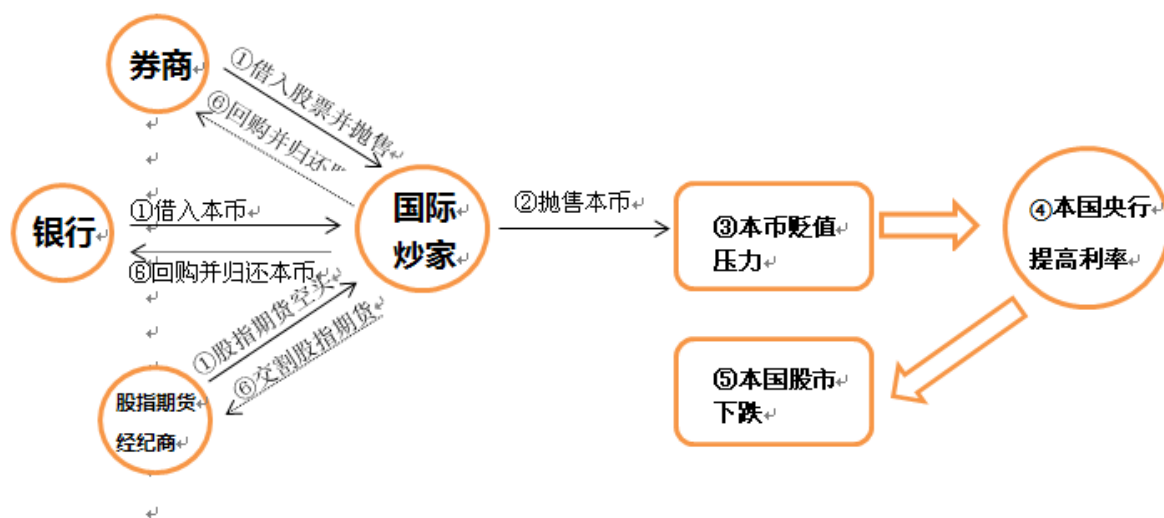
图 2 国际炒家在远期外汇市场和外汇期货市场的攻击路线



● 在汇市和股市发动联合攻击

如图 3 所示，国际炒家在目标国即期外汇市场上卖空目标国本币的同时，还可卖空股票，积累股指期货的空头头寸。目标国央行为了限制炒家获取本币，一般会采取提高短期利率的方式来抬升炒家的资金成本。利率上升会对股市形成打压。一旦股市下跌，炒家就可以通过低价购回股票和交割股指期货来获利。

图3 国际炒家在汇市和股市发动联合攻击的路线



在实际操作中，国际炒家往往是以上两种或者三种方法一起使用。这样的立体攻击方式可以充分利用利率、汇率、股票、股指期货之间的联动关系，来保证赚取高收益。如果被攻击的货币贬值，炒家可以在外汇市场获利；如果被攻击的货币没有贬值，由于在这一过程中目标国央行为保卫汇率，会推高短期利率而对股市形成打压，炒家则可以从股市上获利。

## 2. 汇率制度的选择和固定汇率制度的脆弱性

自国际金本位制度解体后，在汇率制度的选择上没有十全十美的方案供各国使用。每一种选择都有优越的一面，同时又存在着不足。判断某种汇率制度的优劣，要遵循一个基本原则，即制度安排是否与当前的客观环境相适应，是否对促进经济增长与稳定起积极作用。在一定条件和发展阶段下合理的汇率制度，在另一种阶段和条件下可能会变得不适宜，甚至加剧金融市场的动荡。

1997年东南亚金融危机爆发前，泰国、马来西亚、菲律宾、印度尼西亚、韩国乃至中国台湾的汇率制度尽管表面上声称的是浮动汇率制度、有管理的浮动汇率制度，但实际上它们实行的都是对美元的盯住汇率制度。这种汇率制度的特点是政府的汇率政策目标相对固定，允许的汇率波动范围非常狭窄。

不可否认，东南亚国家如泰国所实行的盯住汇率制曾有过良好的表现，有力地促进了这些国家的出口增长。但盯住汇率制并非完美的制度，它所带来的比较严重的问题就是把一个与本国在经济发展水平、国情差异较大的国家货币绑在一起，并随之升降，这将会牺牲本国在经济政策上的灵活性和自主性。1994年以

来，美元开始升值，到 1997 年，美元兑日元升值了 50%，对马克升值了 30%，美元升值是以当时美国经济形势好为基础的。在此期间，东南亚国家的盯住汇率并未做相应调整，这就导致本币被动升值，虚假走强。东南亚国家为了保持本币与美元的稳定汇率，一方面积极干预外汇市场，抛出外币，买入本币，使东南亚国家的货币在经常项目赤字居高不下的情况下仍然大幅上升。高估的货币价值不利于出口增长，导致经常项目逆差进一步拉大。另一方面，各国中央银行只能实行紧缩的货币政策，提高本国利率水平以吸收外资，达到平衡国际收支和稳定币值的效果。在当时的经济背景下，只有房地产行业能承受两位数的利率水平，使得流入的外币只能贷给房地产企业，导致房地产产业过热发展，最终造成房子空置，积压严重，造成金融机构的呆账率上升，让金融机构经营变得更加困难。这一切都是因为与本国经济发展不相适应的汇率水平造成的，这种不合理的固定汇率最终成为了国际炒家攻击的对象。

以泰国为例，自 1995 年以来，泰国经济泡沫趋于破裂，国际投机家已预料到泰国政府在遇到游资冲击时，该国国际储备不可能长期支持该固定汇率，政府要么让货币贬值，要么实施资本项目的管制。所以投机家就在泰铢贬值前发动大规模的投机冲击，以获取暴利。信心危机诱发的“羊群效应”进一步从国内市场加剧了对盯住汇率制的冲击。1996 年 7 月泰国政府在外汇市场大量抛泰铢兑美元，1997 年 5 月来泰铢跌到 26.6:1 的低谷。为了挽救泰铢危机，央行动用 120 亿美元在市场上回收泰铢，同年 7 月泰国外汇储备不足以干预外汇市场，迫使泰国宣布钉住汇率制度，实行有管理的浮动汇率制度，最终引发东南亚金融危机。

### 3. 金融自由化和金融风险形成机制

“金融自由化”理论是美国经济学家罗纳德·麦金农和爱德华·肖在 20 世纪 70 年代，针对当时发展中国家普遍存在的金融市场不健全、资本市场严重扭曲并患有政府对金融的“干预综合症”，影响经济发展的状况首次提出的。金融自由化理论主张改革金融制度，改革政府对金融的过度干预，放松对金融机构和金融市场的限制，放松对利率和汇率的管制使之市场化，从而使利率能反映资金供求，汇率能反映外汇供求，最终达到抑制通货膨胀，刺激经济增长的目的。金融自由化的主要内容包括：利率自由化、合业经营、业务范围自由化、金融机构准入自由和资本自由流动，这些因素都有引发金融风险的可能。

1997 年的东南亚金融危机爆发的一个关键点就是国际游资是如何自由流入和流出的。所谓国际游资又称国际热钱，包括投入金融市场的国外资金，也包括各种短期外债。当美元升值，东南亚国家出现经常项目逆差时，由于其汇率制度过于僵化，东南亚国家又错失了经济发展战略调整的最佳良机，无法再将本币汇率维系本币的购买力平价，因此，只能借助于金融自由化政策人为的创造本国货币市场的美元供大于求，而泰铢供不应求的短期虚假假象。这种金融自由化政策加快了国际游资进军东南亚的步伐。

以危机始发国泰国为例，1991 年泰国实现了泰铢在经常项目下的自由兑换，1993 年又进一步通过提供“曼谷金融便利”和“非居民泰铢账户”等离岸金融业务，匆忙地实现了资本项目自由化，这不仅意味着泰铢可以自由兑换、国内私营企业可自由举借外债，还意味着泰国国内的金融市场不设防的对外国投机者，包括短期套利者、套汇者开放，特别是“非居民泰铢账户”的设立更是给国际金融炒家获取泰铢以便对泰铢进行攻击性抛售洞开了门户（见表 1）

表 1 泰国的外资流入结构 单位：亿泰铢

年份 项目	1991	1992	1993	1994	1995	合计
净资本流入	2882	2407	2659	3059	6466	17473
政府	75	-79	-41	-928	-26	
商业银行	-66	493	876	3506	2783	7592
外国直接投资（FDI）	741	500	398	219	300	1888
证券投资	8	139	1269	307	800	2523
非居民泰铢账户	524	445	678	511	879	3037
其他贷款	1870	909	-521	-1476	666	1448

从表 1 算出，从 1991—1995 年，在流入泰国的外资中，商业银行借贷占 43.4%，且大部分是短期资本；投机性和流动性最大的非居民泰铢账户占 31.8%；



到 1995 年短期外债占外债总额比重高达 49.4%。受危机冲击较大的其他东南亚国家，也都存在高负债率，且短期债务居高不下的情况。

世界各国对于开放资本项目都持十分谨慎的态度，应具备相应条件如：缩减财政赤字、国内外利率差异不可过大、国内金融市场健全、金融交易的税负和国际水平相当等。具备条件也要严格依循顺序，第一，健全财税制度要优先于金融自由化；第二，健全国内金融体系优先于国际金融开放；第三，经常项目自由化优先于资本项目的自由化。过早进行资本项目自由化会造成“热钱”四处流窜，外债常年积累，金融运行风险增大，甚至带来经济动荡。

总之，东南亚各国和地区在金融自由化的进程中由于过分急于求成没有遵循循序渐进的步骤，在本国金融体系尚有许多结构障碍，宏观经济结构调整尚未完成，经济环境尚不稳定的情况下仓促开放本国金融市场，使得实力与经验都不充足的国内金融业完全置于国际市场的风浪之中，一旦冲击来临，则必然会使其内部隐藏着的种种缺陷暴露出来，在毫无招架之功的情况下被冲击打垮。

#### 4. 国际储备与金融风险

国际储备是一国政府持有的，可以随时用来平衡国际收支差额、对外进行国际支付、干预外汇市场的国际间可以接受的资产总额。外汇储备是当今国际储备中的主体，是一个国家经济金融实力的标志。当国际收支出现逆差时，动用外汇储备可以促进国际收支的平衡；当国内宏观经济不平衡，出现总需求大于总供给时，可以动用外汇组织进口，从而调节总供给与总需求的关系，促进宏观经济的平衡；当汇率出现波动时，可以利用外汇储备干预汇率，使之趋于稳定。因此，外汇储备是实现经济均衡稳定的一个必不可少的手段，特别是在经济全球化不断发展，一国经济更易于受到其他国家经济影响的情况下，更是如此。

当东南亚国家出现巨额经常项目逆差时，理论上可以动用外汇储备来平衡，但有关国家经常项目和资本项目逆差（其中短期外债又占很大比重）之和大大超过这些国家少的可怜的外汇储备，根本不能靠动用外汇储备来维持国际收支平衡（见表 2）

表 2 外汇储备（年末数） 单位：百万美元

时间	日本	印度尼西亚	韩国	马来西亚	菲律宾	新加坡	泰国
----	----	-------	----	------	-----	-----	----

1991	61758	9151	13306	10421	3186	33931	17287
1992	61888	10181	16640	16784	4283	39661	20012
1993	88720	10988	19704	26814	4546	48066	24078
1994	115146	11820	25032	24888	5866	57890	28884
1995	172443	13306	31928	22945	6235	68349	35463
1996	207335	17820	33237	26156	9902	76491	37192
1997	207866	16088	24406	20984	8311	74095	25697

表 3 国际储备和短期外债占外债总额的比重 单位：%

时间	印度尼西亚		马来西亚		菲律宾		泰国	
	国际储备	短期外债	国际储备	短期外债	国际储备	短期外债	国际储备	短期外债
1991	13.0	18.0	64.5	11.4	13.7	15.2	48.8	33.1
1992	13.0	20.5	90.0	18.2	16.2	15.9	50.7	35.2
1993	14.0	20.2	107.8	26.6	16.5	14.0	48.4	43.0
1994	13.8	17.7	89.2	21.0	17.8	14.3	46.2	44.5
1995	13.8	20.7	71.9	21.2	19.7	13.4	44.4	49.4
1996	15.1	25.0	70.1	27.8	28.4	19.3	42.5	41.4

从表 3 我们能看到，印度尼西亚的国际储备仅占外债总额的 15.1%，而该国的短期外债占外债总额的比重达 25%，国际储备尚不够偿付短期外债；泰国的相应指标为 42.5%和 41.4%，即使没有游资炒作，也难以应付偿还短期外债。由此也可以看出，在当代金融全球化，且在美国等发达国家的巨额游资炒家虎视眈眈的大背景下，经济弱势国家保持充足的外汇储备，对确保金融安全和经济安全是

多么重要！

### 5. 经济结构严重失衡

深入挖掘，爆发此次东南亚经济危机的根本原因是经济结构严重失衡。东南亚国家经济高速增长在于初级产品出口为主导的外向型经济发展道路，西方国家产业结构升级带动了初级产品的旺盛需求，因此依靠这种需求通过外向型经济给东南亚国家带来了巨大的利益。在经历 10 余年的高速增长后，东南亚创造了“亚洲经济奇迹”。但东南亚国家并没有充分地认识到要尽快实现经济增长方式转变的重要性，仍然迷信与劳动力廉价的优势，政府在经济结构调整方面未做出应有的努力。此次东南亚金融危机充分暴露了这些国家经济高速增长中隐含的结构性问题。

长期以来，东南亚地区各国都是把促进进出口作为经济发展的龙头，其经济高速增长主要靠出口拉动。但出口经济结构单一，主要是技术含量低，附加值不高，以劳动密集型为主的产品。泰国出口产值占国内生产总值的 40%，其中电子产品出口的比重很大；马来西亚电子产品的出口占出口总额的 65%。1994 年以后，以劳动密集型产业为主体的东南亚经济开始感受到了出口增长势头减缓，进口势头上升，国内投资势头减弱，国内消费上升的多重压力。1996 年，受美元汇价走强和世界电子产品需求萎缩的影响，东南亚各国出口大幅下降。而另一方面这些国家国内工资增长过快，需求旺盛，导致进口大幅增加，结果这些国家的国际收支经常项目便出现了逆差。

为弥补赤字，泰国等国不得不大量借助国外资金，一方面债台高筑：印尼和泰国的外债总额在 1991 年—1996 年五年间翻了近一倍，而金融危机最严重的地区也恰好是这两个国家。这些国家不仅举债规模失控，而且外债结构很不合理，以泰国为例，在其 900 亿美元外债中，短期债务高达 440 亿美元，约占外债总额的一半。东南亚其他国家短期外债比例平均高达 40%—50%。正常情况下，短期外债暂时性的高比率也许能够持续，然而在出现金融恐慌时，外国贷款方很可能不在继续提供短期贷款。另一方面大量外资流向已经过热的楼市和股市，形成地产泡沫和股市泡沫经济。所以当东南亚国家经济开始起飞时，就面临两大困境，一是资金短缺，二是通货膨胀率较高，进入到了无法修复的恶性循环中。这说明，这些国家的经济发展模式对于促进经济发展的能动性已经达到了极限，经济的持

续发展需要有新的模式、新的动力来替代。否则，经济难以持续发展，各种问题的暴露也埋下了危机的根苗。

## 6. 金融脆弱性与金融监管

高效率、健康运行的金融体系和金融风险管理机制直接关系到整个国民经济的健康发展，在金融一体化的背景下，开放一国的金融市场，实现金融市场一体化，是发展的大趋势。但是在完全开放金融市场前，一定要健全本国的金融体系，提高金融监管能力，建立一套防范金融风险的机制，否则，在现代市场经济发展中，金融业很容易成为风险集中的薄弱环节，并最终成为爆发危机的诱因。

东南亚国家陷入金融危机是由于它们的金融系统经营不善，而它们金融系统经营不善的一个主要原因是政府监管不力。以泰国为例，泰国中央银行只对 15 家商业银行进行监管，而对那 91 家财务证券公司则没有任何有效的监管。另一方面，泰国对外开放了资本市场，在外资大量涌入时，泰国中央银行却没有对外资实行有效的管理，在外资结构、投向等方面基本上放任自流。直到 1997 年危机爆发前夕，面对国际金融投机者对泰铢的不断攻击，泰国政府仍然没有对国内金融系统进行整顿、收缩和坚决的改革。

东南亚国家金融系统的监管不力也和这些国家政治上的腐败密切相关，在这些国家，许多由政府给予特权或特殊保护的人不断从本国的金融机构搞到实质上可以只借不还的贷款，甚至自己直接开办金融机构骗取公众存款以便为自己的企业筹措资金，前面提到的泰国财务证券公司经营有严重问题，但却一再受到政府照顾，这是因为泰国政界与银行业、特别是财务证券公司有着密切联系，很多政界人物本身就是财务证券公司的大股东，从一定意义上可以说，1997 年的东南亚金融危机也是这些国家政治腐败的产物。

在市场经济条件下，必须要强调政府有效监管金融业的必要性，决不能把规避金融危机的希望寄托在金融业的私有化和自由化上。

## 7. 东南亚金融危机给我国的启示

东南亚金融危机给我国出口行业造成了很大的打击，但危机未能阻碍中国经济的强劲发展。东南亚金融危机 10 年后，中国经济维持了 9% 的高增长率。东南亚金融危机为中国带来了许多发人深省的启示。无论是危机根源模式本身，还是危机后东南亚经济体争取复苏的经验，都值得中国借鉴。

### （1）金融危机以来中国经济发展概况和我国的汇率改革

与亚洲“四小龙”“四小虎”相比，中国经济在危机中受到的冲击相对较小。金融危机后中国政府增加财政支出，为了避免经济下滑和维持经济增长。不断扩张的出口使得中国的净出口额呈现急剧增长趋势，外汇储备自 2001 年开始陡峭增长，其年增长率甚至达到 50%。在这样的背景下，国内外都呼吁中国的汇率体制改革。2005 年 7 月 21 日，中国正式放弃了单一钉住美元的汇率制度，参考“一篮子”货币进行调节，人民币与美元的联动性减少了 50% 左右。从 05 年汇改至今，人民币汇率预期呈现出阶段性变化特征。

第一阶段：2005 年汇率改革——08 年美国金融海啸爆发。这一阶段人民币升值预期不断强化，人民币持续升值，升值累计达 17% 之多。

第二阶段：2008 年 11 月美国量化宽松货币政策实施——2010 年 6 月重启人民币汇率形成机制改革。这一阶段我国货币当局通过干预外汇市场，将人民币汇率维持在比较稳定的汇率水平上。

第三阶段：2010 年 6 月汇率改革重启——2014 年底。这一阶段人民币汇率仍以升值为主，但进入到 2014 年以来，随着我国经济发展进入新常态、经济增长速度放缓，人民币升值预期开始不断减弱，尤其是 2014 年 10 月底，美联储宣布结束实施 6 年的量化宽松货币政策，人民币贬值预期开始增强。

第四阶段：2015 年至今。美联储年内加息的预期使得美元升值预期不断增强，加之我国国内经济下行压力较大，人民币汇率开始持续走低，2015 年“811”人民币汇率中间价报价机制改革，进一步加大了人民币贬值的预期。

2015 年 11 月 30 日国际货币基金组织公布，从 2016 年 10 月 1 日起，将人民币纳入特别提款权货币篮子。这是人民币国际化进程中的重要里程碑。

### （2）东南亚危机根源模式对中国的启示

其一，汇率制度改革要同我国宏观金融运行紧密结合。要想找到最适合我国经济金融发展的汇率制度，汇率改革过程中就要充分考虑我国宏观经济具体运行状况，包括：汇率改革引发国内相关金融资产价格调整的幅度，境内的热钱因人民币汇率的变动流入或流出的幅度，还必须考虑我国资本市场和金融市场的承受能力，不能以牺牲国内经济利益为改革的代价，尤其人民币国际化更需要汇率的稳定以及国内良好经济的强大支撑。因此，在后续汇率自由化改革中，要提升汇

率制度的灵活性,与我国宏观金融运行紧密结合,为最终形成适合我国金融发展、富有弹性的汇率制度创造条件。

其二,审慎对待资本账户开放和金融自由化。东南亚金融危机后,2003年,我国政府相继推出了QFII和QDII,但是中国的资本账户并未完全开放。随着QDII2政策的即将落地,我国资本项目开放也指日可待,但在资本项目开放过程中,如何有效防范资本流动的负面影响,取决于资本项目开放路径、顺序及时机选择。东南亚危机表明,除非一国已经建立了完善的金融系统,采取了灵活的汇率制度,否则不宜推行资本账户完全开放。金融自由化必须谨慎推进,而资本账户开放必须放在金融自由化的最后一步。从时机选择来看,目前我国汇率政策尚未完善,相关法律、监管、货币政策制度安排等配套措施也并不到位,虽然人民币成功入篮,但由此而全面开放我国资本项目绝非最佳时机,尤其我国目前仍然面临着内部经济下行压力大、金融市场动荡、外部美联储加息的多重不利因素,所以要以东南亚国家明鉴,金融自由化必须谨慎推进,而资本账户开放一定要放在金融自由化的最后一步。

其三,完善金融监管。严密的监管系统帮助中国香港金融业有效抵御了金融风暴的冲击。和其他东南亚经济体一样,中国在风险监督和风险管理方面是相对落后的,要密切关注外债的规模、结构,以及资金立项。危机的引发并不在于是否持有高风险的资产,而是在于这些风险是否被合理地加以冲销。因此,我国要完善适应现代金融市场发展的金融监管机制,提前预估金融改革政策可能带来的风险,在有条件的情况下进行压力测试,最大程度上降低经济与金融激烈波动,保护国民经济利益,保障金融秩序稳定和经济运行安全。

其四,建立危机预警系统。有必要建立一个针对金融危机的早起预警系统。投机供给所造成的金融恐慌极易在经济体中迅速蔓延。谁也无法预料投机供给的下一个目标、持续的时间、发起的规模和造成的伤害。这就要求建立危机预警系统,通过反映金融状况的重要指标以判断危机是否可能发生。建立预警系统时,应注重国际合作,力争共赢。东南亚危机爆发后缺少一个国际组织负责监控,并帮助经济复苏。我国作为地区大国,应承担更多的国际责任,寻求更多的国际合作。

## 8. 参考文献

[1]安辉.当代金融危机的特征及理论阐述[J].财经问题研究,2003(2).

- [2]巴差. 东亚金融危机的教训与经济复兴[J]. 国外社会科学, 2005 (6) .
- [3]郭海秋. 从东亚金融危机看中国金融结构调整[J]. 经济科学, 1999 (4) .
- [4]林毅夫. 金融一体化和亚洲金融危机[J]. 金融经济, 2004 (10) .
- [5]林毅夫, 蔡昉, 李周. 比较优势与发展战略: 对“东亚奇迹”的再解释[J]. 中国社会科学, 1999 (5) .
- [6]王晓东. 亚洲金融危机之后的深层思考[J]. 财经问题研究, 2003 (2) .
- [7]俞乔. 亚洲金融危机与我国汇率政策[J]. 经济研究, 1997 (10) .
- [8]余永定. 亚洲金融危机 10 周年和中国经济[J]. 国际金融研究, 2007 (8) .
- [9]周宇. 亚洲金融危机与金融开放问题[J]. 世界经济研究, 2002 (2) .
- [10]安起雷, 李治刚. 国际短期资本流动对我国金融安全的影响及对策研究[J]. 宏观经济研究, 2011 (2) : 3—7.
- [11]张 明, 谭小芬. 中国短期资本流动的主要驱动因素: 2000—2012 [J]. 世界经济, 2013 (11): 93—116.
- [12]张 明, 肖立晟. 国际资本流动的驱动因素: 新兴市场与发达经济体的比较[J]. 世界经济, 2014 (8) : 151—172.
- [13] Chuhan, P. S. Claessens, and N. Mamingi. Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of Global and Country Factor [J]. Journal of Development Economics, 1998, 55: 439—463.
- [14]Calvo, G. A. L. Leiderman, and C. M. Reinhart. Capital Inflows and Real Exchange Rate Appreciation in Latin A-merica: The Role of External Factors [J]. Staff Papers International Monetary Fund, 1993, 40 (1) : 108—151.
- [15]Chuhan, P. S. Claessens, and N. Mamingi. Equity and Bond Flows to Latin America and Asia: The Role of Global and Country Factors [J]. Journal of Development Economics, 1998, 55: 439—463.
- [16]Kim, S. and D. Y. Yong. The Impact of Capital Inflows on Asset Prices in Emerging Asian Economics: Is Too Much Money Chasing Too Little Good [J]. Open Economics Review, 2011 (2) : 293—315.

## 五、关键点

1. **关键点：**结合本案例分析经济发展中汇率制度的选择、金融自由化程度、金融体系的完善、经济结构的均衡等各要素，会给东南亚各国以及相似的发展中国家带来的影响，各要素对经济影响的成因、路径以及解决对策。

2. **关键知识点：**

- (1) 汇率制度的选择，一国对外经济的战略安排。
- (2) 外汇储备规模及结构管理，一国干预外汇及应对突发事件的保障。
- (3) 金融自由化程度，在经济发展与规避风险中小心求证。
- (4) 经济发展结构及配套的金融体系建设要随着经济环境的改变而改变。

3. **能力点：**分析与综合能力：分析东南亚金融危机对我国今天的汇率改革、金融改革的启示。

## 六、建议的课堂计划

本案例课堂计划可以根据学生的差异，尤其是对案例所涉及知识点的掌握程度不同有针对性的设计，本课程中案例主要按照 2 学时进行设计。

本案例课堂讨论问题逻辑为：

通过分析危机原因找到深层次的根源问题，这些问题在我国经济发展中存在与否，如何改革，对我国未来经济启示有哪些。

- 1. 索罗斯为什么频频得手，套利的路径如何？
- 2. 为什么各国政府要保持汇率稳定？固定汇率制度优缺点有哪些？
- 3. 国际储备规模管理、结构管理有哪些指标？
- 4. 国际收支并不均衡，经常账户赤字，会带来什么问题？如何弥补赤字？
- 5. 资本账户中外债规模、期限结构有哪些管理办法？
- 6. 经济自由化浪潮中金融自由化路径如何选择？

（案例使用说明字数：12,742）