

PDF-CASE2016036

东南亚金融危机的根源与启示¹

案例正文

摘要：1997 年夏，始于泰国后迅速席卷到整个东南亚最终引发全球性金融动荡的东南亚金融危机是现代史上影响深远的重大事件，这次东南亚金融危机影响之深、波及面之广、破坏之大远远超过了人们的预料。本教学案例描述了东南亚金融危机爆发的背景和危机的演变过程，重点描述了以索罗斯为代表的国际金融大鳄们阻击泰铢的全过程以及香港政府的金融保卫战。

关键词：东南亚金融危机；汇率制度；资本流动；外汇储备

0 引言

1997 年 1 月份，以乔治·索罗斯为首的国际炒家开始对觊觎已久的东南亚金融市场发动攻击，其目的很明确：搅乱东南亚金融市场，以图浑水摸鱼，狠捞一笔。吃柿子挑软的拿，索罗斯的如意算盘是：先从最不堪一击的泰国、马来西亚、印度尼西亚、菲律宾（四国当时被称作亚洲“四小虎”）入手，进而搅乱亚洲“四小龙”新加坡、韩国、中国台湾，最后攻占中国香港，以图造成他们无坚不摧的形象，击溃市场信心，引发“群羊”心理。索罗斯认为，只要击垮一个国家的金

-
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。

融市场，其他国家就不可避免一个接着一个倒下，这就是所谓的“多米诺骨牌”效应。

自 1997 年 7 月起，一场始于泰国，后迅速扩散到整个东南亚并波及世界的东南亚金融危机爆发了！这是继 1929 年大萧条以来全球最严重的金融危机，曾经的“亚洲奇迹”迅速陨落，在这场危机中，许多东南亚国家和地区的汇市、股市轮番暴跌，金融系统乃至整个社会经济受到严重创伤，1997 年 7 月至 1998 年 1 月仅半年时间，东南亚绝大多数国家和地区的货币贬值幅度高达 30%~50%，最高的印尼盾贬值达 70% 以上。同期，这些国家和地区的股市跌幅达 30%~60%。据估算、在这次金融危机中，仅汇市、股市下跌给东南亚同家和地区造成的经济损失就达 1000 亿美元以上。这次危机的影响是长远的，除了经济规模较小的越南和菲律宾外，印尼、泰国和马来西亚在这次危机后的 10 年中，经济增长从未超过危机前 10 年的平均水平。

这是一场离我们最近的金融危机，它让亚洲人民恨透了以索罗斯为首的国际金融大鳄，同时也让我们看到了货币这把没有刃的刀是多么的锋利……

1 昙花一现——短暂的“亚洲奇迹”

20 世纪 70 年代以来，东南亚各国为了赶上发达国家走向现代化，选择了政府导向型经济发展之路，采用以要素投入为主的经济增长方式和出口导向型战略，即通过利用外资发展出口加工制造业，以出口贸易带动工业化发展。进入 90 年代以来，各国进一步加快贸易自由化进程，积极调整经济发展战略，逐步放宽贸易管制，大幅降低关税，东南亚大多国家均为世界贸易组织成员国，随着国际投资和跨国公司的涌入，东南亚国家的生产一体化得以进一步发展。

在金融领域，由于美元的优势地位，多数国家将自己的货币和美元挂钩，实行盯着美元的汇率制度。20 世纪 80 年代中期后，随着西方国家的金融自由化、国际化和证券化浪潮的出现，东南亚国家金融深化和国际化进程也大大加快。在新加坡率先设立亚洲美元市场之后，马来西亚、印度尼西亚、泰国、菲律宾等国纷纷效仿，加快了金融自由化和国际化的改革步伐。

为了更好的利用外资，1989 年，东南亚国家开始采用开放利率，取消外汇管制等政策。通过提高利率，以吸引追逐高回报率的外国投资者，在这种情况下

东南亚等国吸引了将近一半的向发展中国家的资本净流入。资本具有逐利的特性，流入的大量资金纷纷流向了当时最赚钱的两大领域：股市和楼市，巨大资金的流入，导致了剧烈的资产价格上涨，泰国、马来西亚、印度尼西亚、新加坡和韩国经济也随之在 20 世纪 80 年代末 90 年代初经历了 8%~12% 的高速 GDP 增长，这种现象被广泛称为“亚洲经济奇迹”。

但是这次“亚洲经济奇迹”并没有持续太久。由于东南亚经济高速增长的牵引力是出口的快速增长，快速增长中的亚洲新兴市场企业和银行面对巨额的国内投资资金需求，更倾向于选择拆借利率较低的美元或日元等外币，而非本币，这使得东南亚国家对外资依赖进一步加强。90 年代中期，美国在格林斯潘倡导下开始提高美国利率来对抗通货膨胀，这使得美国成为比东南亚各国更具吸引力的投资目的地，也抬高了美元价值，而对于那些把货币锚定美元的东南亚国家来说，这样会导致出口下降，1996 年春，东南亚国家出口增长预期明显下滑，经常账户恶化，巨大的恐慌导致资本大量外逃，带来信用紧缩和破产，这时危机已潜伏在资本市场中。

2 大鳄来袭——泰国成为首当其冲的目标

1984 年 6 月，泰国开始实行盯住“一篮子货币”的汇率制度，篮子中的货币及权重分别是：美元 80%~82%；日元 11%~13%；西德马克 6%~8%。泰国中央银行每天公布中心汇率，浮动区间为中心汇率的 $\pm 0.02\%$ ，在此制度安排下，泰铢对美元汇率长期维持在 25:1 的水平上，成为实际上的盯住美元汇率制度。1984—1995 年美元对主要货币持续走弱，泰铢随之贬值，提高了泰国的出口竞争力。促进了经济增长与物价稳定，并且在一定程度上鼓励了外资流动。在此期间，泰国经济以每年 8% 左右的速度增长，成为“亚洲四小虎”之一，1995 年国际外汇市场出现逆转，美元对主要货币的汇率由贬转升，泰铢也跟随美元大幅升值，这对其出口产生了严重的负面影响，国际收支开始逆差。为了弥补经常项目赤字，泰国政府加快了资本市场开放的步伐，通过各种各样的优惠政策，包括外汇自由化政策和高利率政策，吸引国外资本大量流入。同时泰国政府还通过大举借入外债的手段来弥补巨额赤字，并允许私人部门境外举债。1996 年，泰国外债高达 930 亿美元，相当于 GDP 的 50%，其中短期外债占 45%（国际警戒标准是 25%）。

因此从 1997 年初开始，泰铢就面临贬值压力。据泰国银行事后描述，那一时期“基本面开始恶化，金融部门出现了各种各样的问题，而且到处散布着泰铢将要贬值的谣言”。随后大量资本流出泰国，泰国为说服投资者返回泰国，承诺大幅降低预算。

国际金融大鳄们早就嗅到了攻击的机会，他们的惯用手法是，一旦发现不可持续的资产价格泡沫，就卖空估值过高的有关资产或者货币，以使其贬值，进而牟取暴利。如果市场恐慌情绪和投资者的悲观心理形成后引发“羊群效应”，他们的火力就足以对被攻击对象形成猛烈冲击。索罗斯和他旗下的“量子基金”是对冲基金的重要代表，1992 年 9 月做空英镑令其一战成名，被《经济学人》杂志称作“战胜了英格兰银行的人”。此后，固定汇率也成为倍受对冲基金“青睐”的攻击目标。

2.1 火力侦察

狙击泰铢是预谋已久的。索罗斯在其著作中承认，他的基金公司至少提前 6 个月就已预见到东南亚金融危机。1997 年 1 月中旬泰国的房地产价格开始下跌时，对冲基金就对泰铢进行了试探性进攻——在即期外汇市场大量抛售泰铢，买入美元。由于泰国央行入市干预，此次进攻并未酿成危机。虽然首战遇挫，但投机资本没有放弃，“量子基金”的情报部门通过各种渠道一直在搜集情报，对泰国经济金融方面的信息进行分析。索罗斯本人则坐镇后方，一边积极存入保证金、囤积货币，一边在市场上散布泰铢即将贬值的消息，吸引了大量投机资本蠢蠢欲动。随着泰国经济下行，资产价格泡沫破裂，金融部门问题显现，国际投机资本开始展开大规模进攻。

2.2 短兵相接

1997 年 2 月，以“量子基金”为代表的国际投机资本大量做空泰铢，借入泰铢并抛售。2 月 14 日，泰铢汇率跌至 10 年来最低点的 1 美元兑 26.18 泰铢。

泰国央行进行了坚决反击，在外汇市场上大量购入泰铢，同时提高短期利率，使投机资本的资金成本大幅提高。在这两项措施的作用下，泰铢即期汇率很快得到稳定，泰国央行暂时打退了国际投机资本的攻击。但泰国方面也付出了代价：一方面，外汇储备被大量消耗；另一方面，高利率对国内经济的负面影响逐步显

现，银行和企业的坏账问题开始暴露。国际炒家此役虽然遇挫，但他们由此断定，泰国政府一定会死守固定汇率但却实力不足，从而坚定了他们继续攻击的决心。

2.3 相持阶段

国际炒家进一步逼近，把战场延伸到远期市场。早在 1997 年初，国际炒家就开始了大规模的买美元卖泰铢的远期外汇交易，“明修栈道，暗度陈仓”，分阶段抛空远期泰铢。而泰国对此还全然不知，仍在大量提供远期合约。同年 2、3 月份，银行间市场上类似的远期外汇合约需求量激增，高达 150 亿美元。此举引发投资者纷纷效仿。到了 5 月中，国际炒家又开始在即期市场上大量抛售泰铢，至 5 月底，泰铢已下跌至 1 美元兑 26.6 泰铢的低点。此时，泰国央行才开始反击：一是干预远期市场，大量卖出远期美元、买入泰铢；二是联合新加坡、香港和马来西亚货币当局干预即期市场，耗资 100 亿美元购入泰铢；三是严禁国内银行拆借泰铢给国际炒家；四是大幅提高隔夜拆借利率。此外，泰国政府还采取许多非常手段，包括威逼、利诱泰国的银行提供远期外汇合约的客户资料；扬言要打击刊登不利消息的媒体，并出动警察追踪发布负面新闻的人。但这一切为时已晚，泰铢已经落入炒家布好的圈套。

同年 6 月，金融炒家开始出售美国国债来筹集资金，向泰铢发起致命一击。同时散布泰国已经黔驴技穷的消息。一些外资银行开始在报纸上刊登广告，表示可以帮助投机者将外汇汇出泰国；泰国国内的贸易商也开始做出安排，加快将泰铢兑换成美元，加速了泰国外汇储备的消耗。

2.4 泰铢失守

泰国政府一直坚守固定汇率，却没有更好的办法来反击国际炒家。相反，国际炒家进行了强有力的回击，他们只有一招：筹集资金，狠抛泰铢！索罗斯开始节节挺进。与此同时，泰铢贬值的浪潮一浪接着一浪，泰铢兑换美元的汇率屡创新低。此时，人心惶惶，人人自危，在太平盛世掩盖下的各种弊端一一暴露出来。为了稳定军心，6 月 19 日，泰国总理差厄利发表电视讲话：“我再次重申，泰铢不会贬值，我们将让那些投机份子血本无归。”可发誓归发誓，金融市场却不买他的账。经过几轮交锋，泰国的外汇储备消耗殆尽：至 1997 年 6 月中，泰国央行的外汇储备只剩下 60 亿~70 亿美元。对此，泰国政府临阵换将，原财政部

长庵雷·威拉旺被迫交出帅印。泰国政府此举犹如在波涛汹涌的湖面投下一颗重磅炸弹，但庵雷·威拉旺的黯然离去并不能阻止泰铢的节节失利。6月28日，泰国外汇储备进一步减少到28亿美元，干预能力几近枯竭，完全失去了抵抗。泰国货币当局被迫于7月2日宣布实行浮动汇率制度，放弃长达13年之久的泰铢与美元挂钩的汇率制度。当天，泰铢重挫20%，7月29日，泰国央行行长伦差·马拉甲宣布辞职，8月5日，泰央行决定关闭42家金融机构，至此，泰铢终于失守。

3 多米诺骨牌效应——危机波及四邻

3.1 不堪一击的东南亚国家

国际炒家阻击泰铢大获全胜，欲携得胜之威横扫东南亚。在索罗斯的强硬态势下，各国政府均感力不从心，已纷纷放弃了捍卫行动，开始屈服，一副任打不还手的样子，任由本币在市场中沉沉浮浮。另一方面国际金融大鳄更加有恃无恐，在东南亚金融市场上呼风唤雨，横行一时。

此时菲律宾比索的软弱可欺使它成为投机商的下一阻击目标。面对以索罗斯为首的金融炒家的狙击，菲律宾央行在1997年7月的前10天里就花掉了外汇储备的1/8，在一周内4次加息，将隔夜拆借利率提高32%，并宣布拓宽比索兑换美元汇率的上落波幅，竭力对抗索罗斯等国际炒家，但大势已去，无力回天。7月11日，距离泰国让其汇率自由浮动仅过去9天时间，菲央行宣布允许菲律宾比索在更广阔的幅度内波动，这标志菲央行放弃捍卫菲律宾比索，并被迫让其贬值，比索保卫战全面失守。

就像一个瘾君子，此时的索罗斯等金融大鳄们显然并未心满意足，他们四下出动，寻找下一捕猎目标，马来西亚、印度尼西亚进入了他们的视线之内。仅在菲律宾比索贬值3天后，马来西亚中央银行就放弃继续林吉特固定汇率的努力，为了保卫其货币，马来西亚政府花费掉大约30亿美元，并把拆借率提高到50%，但还是招架不住潮水般涌来的投机攻击。1个月后，8月14日，印度尼西亚中央银行对外宣布允许卢比自由浮动，卢比立即大幅贬值，4个月后，美元兑卢比的比价从之前盯住汇率时期的2500上升到13000。

邻国阵地的失守开始波及一向有“避难货币”之称的新加坡货币。正所谓唇亡齿寒，尽管新加坡也采取了诸如拉高利率等措施，但城门失火，殃及池鱼，新加坡元兑美元的汇率仍然持续下跌。

3.2 “弱不禁风”的韩国

这个亚洲四小龙之一，没有想到会这样“弱不禁风”。受东南亚金融危机的冲击，从8月份起，韩元随之贬值，8月中旬，汇率从年初的861:1，跌到900:1，10月底再跌到960:1，11月17日汇率跌到1008:1，11月20日再跌到1139:1，同一天，韩国央行将浮动汇率范围从2.5%扩大到10%。与此同时，股市大跌：综合股票指数，10月中旬跌破600点的心理防线，1月底跌到500点，11月17日，跌到500点以下，11月20日，竟然跌到488点，迫使外汇交易停盘。贷款利率从6月末的11.75%，上升到14.3%。外汇储备1996年底335亿美元，1997年底就已耗尽。外债总额达到1000多亿美元。1997年1—10月，累计111万家企业倒闭，

平均每天倒闭50家。其中财阀级的企业集团有9家倒闭或陷于困境，位居第14和第8位的韩宝集团和起亚集团，早在1997年年初即风暴来临之前，就已先后倒闭，以引起股市大跌。

4 大快人心——港币绝地反击

扫荡完东南亚等国家，索罗斯等国际金融炒家看不见的手又伸向了刚刚回到祖国怀抱的香港。这棵岿然不动的参天大树，在这次金融风暴中剧烈地晃动起来。在许许多多的香港人的记忆中，1997年10月的香港“股灾”就像一场噩梦，至今仍心有余悸。

香港是亚洲的金融中心，被誉为东方明珠，自20世纪90年代日本泡沫经济破灭之后，其金融中心的地位更加强化。香港经济无论在产业结构和经济发展水平的层次上，还是金融运行的稳定程度上，都远远优于东南亚其他国家。从整体上看，香港有着完善的市场经济制度，经济富有活力。1997年香港实际GDP增速达到5.1%，财政盈余占GDP的比重为6.3%；金融方面，香港的银行体系经过1980年代的危机，监管制度不断完善，资本充足率提高，银行业综合实力在东南亚经济体中位居前列。香港的联系汇率制度自1983年施行以来运行稳定，在国际上享有良好的信誉。联系汇率通过市场套利机制将港币与美元挂钩，汇率固

定在 1 美元兑 7.8 港币，在香港这样一个小型开放经济体稳定金融方面发挥了重要作用。

国际炒家为什么仍然敢对香港下手？主要是因为香港房地产市场和股票市场泡沫十分明显，为国际投机资本提供了攻击目标。房地产行业是香港经济的支柱产业，1997 年房地产业对 GDP 的贡献率高达 26.8%。由于香港在 1990 年代以来通货膨胀率较高，居民往往用房产作为对冲通货膨胀的手段。外资的大量涌入也助推香港房价上涨，1995—1997 年，香港的房价平均上涨了 80%。股市方面，恒生指数从 1995 初到 1997 年 8 月两年半时间里上涨了 1.4 倍。另外香港是自由港，无外汇管制，资金可以自由流入，并且不征收基金所得税和利息税，更是成了离岸基金的天堂，这些都给了以索罗斯为首的国际炒家以机会搅动香港市场，从中攫利。

不仅如此，他们还把进军香港和袭击香港作为本次金融风暴的压轴戏和重头戏，投入了最多的弹药，下了最大的本钱，其策略就是在股指期货和港币期货上同时做空。国际炒家不仅志在港元汇价上获利，而且采用全面战略，要在股票市场上和期货市场上也获益。

4.1 交锋

从 1997 年 7 月开始，投机资本对港币发动了多次立体攻击，国际炒家第一次大规模进攻发生在 10 月 20 日。国际炒家先在货币市场大量抛售港币，导致港币汇率下跌。银行把获得的港币卖给香港金管局，市场上港币的流动性收紧。到了 10 月 23 日清算日，许多银行在金管局结算账户上的港币已经没有足够结余，而金管局为了提高国际炒家借港币的成本，不仅没有注入港币流动性，反而发出通知要对反复通过流动性机制向金管局借港币的银行收取惩罚性的高息。一时间银行间市场港币难求，同业隔夜拆借利率一度飙升至 300%。虽然国际炒家没有在汇率上得手，但当天恒生指数从 11700 点暴跌至 10600 点，下跌 10.4%，国际炒家从股市下跌中获利颇丰。

4.2 绝地反击

临近 1997 年年底，危机的阴云在亚洲上空笼罩。1997 年 11 月，日本、韩国经济相继陷入衰退。11 月 21 日，韩国向 IMF 发出求助。进入 1998 年，国际

炒家继续不断对港币发动攻击。1月初，印尼卢比暴跌之后，港币遭受明显抛售压力。1月21日，香港最大的投行百富勤爆出丑闻倒闭，当日恒生指数下挫8.7%，报收8121点。1998年6月中旬，国际炒家再次对港币发动攻击。8月初，日元大幅贬值让人们人们对亚洲货币的信心降到冰点。1998年7月底和8月初，有媒体文章称，人民币将贬值，许多机构因此预测香港联系汇率制度将要崩溃。1998年8月，港币到了最危险的时候。国际炒家的攻击变本加厉：第一，大肆卖空港币。从1998年年初到8月中旬，每当港币利率稳定时就借入港币，到8月，港币空头估计达到300亿港币以上。第二，大量积累股票和股指期货的空头头寸。香港当局估计，截至1998年8月，国际炒家大约有8万份空头合约。恒生指数每下跌1000点，国际炒家便可获利40亿港币。第三，等待时机随时准备抛售港币，推高利率、打压股市，然后通过股指期货空头获利。

8月5日，即期外汇市场出现300多亿港币的卖盘，远期外汇市场也出现116亿港币的卖盘；8月6日，香港和伦敦市场又出现155亿港币的卖盘；8月7日，市场再出现78亿港币的卖盘。同日，恒生指数收报7018.41点，下跌3.5%，5个交易日累计跌去917点，2500亿港币市值化为乌有。面对来势汹汹的卖盘，香港金管局一改以往不直接干预的做法，动用外汇储备直接入市买入港币。这使得在维持港币汇率稳定的同时，银行间利率也没有像往常一样上升。当日，香港特首董建华发表谈话表示，“维系联系汇率是特区政府坚定不移的政策”。国际

炒家在汇市遭遇顽强抵抗后，在股市继续发动攻击：他们大量抛售蓝筹股，继续建立股指期货空头头寸。8月13日，恒生指数跌至6660点。

8月14日，港府毫无征兆地突然入市干预，发起了绝地反击。第一，购买恒生指数中33种成分股，拉动指数攀升，当天恒生指数上升564点，报收7244点，炒家受到初步打击。第二，在远期外汇市场上承接国际炒家的卖盘。第三，要求各券商不要向国际炒家借出股票，同时监管当局向托管银行和信托机构借入股票，切断炒家的“弹药”供应。第四，在股指期货市场展开进攻。8月24日，不少对冲基金因卢布贬值遭受损失，急于从香港市场套现。港府将计就计，推高8月期指，逼炒家平仓；同时，拉低9月份期指。由于9月份期指比8月份低130点，炒家转仓会有100多点损失，这对炒家形成夹击之势。第五，继续采用推高利率的方法，增加炒家成本。8月28日，港府与国际炒家的较量迎来决战，

港府坚决买入股票、国际炒家大肆抛售，当日股市交易量突破 790 亿元港币，高出历史最高成交额 70%。恒生指数最终站稳 7829 点。9 月，港府出台了完善联系汇率制度的 7 项技术性措施（即著名的“任七招”）和维护证券市场稳定的 30 点措施，进一步巩固了战果。主要包括动用外汇储备来维护汇率和利率稳定，同时严格金融市场的交易规则，遏制投机行为。“任七招”中最主要的措施是金管局承诺持牌银行可以将其结余的港币，按 1 美元兑 7.75 港币的固定汇率向金管局

兑换美元；同时，以贴现窗口取代流动资金调节机制。贴现窗口的基本利率由金管局确定，并根据实际情况进行调整。这大大完善了联系汇率制度，避免了港币汇率和利率大幅波动。“30 点措施”主要包括：（1）限制抛空港币。股票和股指期货交割期限由 14 天缩短为 2 天，使得抛空头寸必须在 2 天内回补。（2）降低股指期货杠杆作用。对持有 1 万个长期或短期股指期货合同的投资者征收 150% 的特别保证金。（3）完善交易报告制度。把需要呈报的持有大量股指期货合同的最低数量由 500 单位降为 250 单位，以便监管机构能够充分了解炒家情况。这些措施压缩了炒家的操作空间，同时逼炒家现形。

4.3 战果

港府的反击经过精心策划，坚决而有力。随着市场信心恢复，国际炒家眼看战斗机会已经消逝，只好悻悻退去。从双方来看，港府此役花费了 150 亿美元左右，但是随着股市回升，购入的股票有相当的盈利。最重要的是，入市干预成功保住了联系汇率，挽救了市场对香港的信心危机，使香港金融中心的地位进一步巩固。国际炒家因在前期股市下跌过程中利用做空股票和股指期货获利较大，因而在随后的争夺战中虽然败下阵来，但总体上仍有可能是获利的。

（案例正文字数：8,398）

The root of Southeast Asian financial crisis and Its Enlightenment

Abstract: In the summer of 1997, started in Thailand after quickly swept to the whole Southeast Asia eventually triggered global financial turmoil in Southeast Asia financial crisis is the major events of far-reaching influence in modern history, the Southeast Asian financial crisis, spread surface wide, damage far beyond the expected. The teaching case describes the evolution of the Southeast Asian financial crisis and the outbreak of the crisis and background, focusing on the description of the Soros, as the representative of the international financial giants blocking baht and the Hong Kong government financial battle.

Key words: Southeast Asian financial crisis ; exchange rate system ; capital flows ; foreign exchange reserve