

亞洲金融危機與國際貨幣基金的角色

黃仁德

(政治大學經濟學系教授)

林進煌

(政治大學行政管理碩士)

摘要

亞洲金融危機始自 1997 年 7 月泰銖的崩潰，以印尼、南韓、泰國、菲律賓及馬來西亞等 5 國受害最深，其他鄰國也紛紛遭受波及，各國根據所處主、客觀環境，採取不同的因應方法。泰國、印尼、南韓等國由於外匯短缺，只有聽任本國貨幣貶值，進行經濟上的對外調整，而其後遺症則為倚賴外債過深的企業連鎖倒閉，帶來金融機構逾期放款大幅增加，以及經濟成長率下滑、失業率上升等問題。新加坡、香港、日本、中國及台灣，整體而言受影響較小。自 1997 年亞洲爆發金融危機，迄 2006 年將近 10 年，本文旨在回顧亞洲金融危機的發生經過、造成危機的一般性原因、以及所呈現的問題作一探討，並分析國際貨幣基金與亞洲金融危機的關係，以及亞洲金融危機所帶給吾人的啟示。

關鍵詞：金融危機、固定匯率、貨幣政策、國際收支、國際貨幣基金

* * *

壹、前言

自 1980 年代以來，東亞各國經濟快速成長，倍受矚目及讚譽，且被世界銀行稱之為「東亞奇蹟」(East Asian Miracle)。①學者們更以「雁行發展模式」(flying geese pattern development) 解釋東亞經濟發展的梯隊層次，即以日本為領航雁，接著是亞洲四小龍，再次為東協諸國，最後則是中國、越南。②這些國家除了日本以外，過去 20 年的經濟成長率確實驚人(表 1)。在 1978 至 1987 年間，世界經濟的年平均成長率為

註① 請參閱 World Bank, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy* (New York: Oxford University Press, 1993), pp. 1-10.

註② 所謂「雁行發展模式」係指經濟互動的模式宛如展翅高飛的雁群一般，分為領航者及其跟隨者，層次分明，並有互補作用。



3.3%，亞洲各國的年平均成長率為 6.8%，而工業國家的年平均成長率則只有 2.7%，僅及亞洲各國的 40%。

表 1 東亞各國國內生產毛額成長率——1978 至 1998 年

單位：%

地區	1978-1987 年平均	1990 年	1991 年	1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年	1998 年
全世界	3.3	2.6	1.5	2.4	2.4	3.7	3.5	3.8	4.1	2.2
工業國家	2.7	2.5	0.8	1.7	0.9	2.8	2.1	2.3	3.1	2.0
美國	2.7	1.3	-1.0	2.7	2.3	3.5	2.0	2.5	3.9	3.6
日本	3.7	5.1	4.0	1.1	0.1	0.5	0.9	3.6	0.8	-2.9
歐盟	2.1	3.0	1.6	1.0	-0.5	2.8	2.5	1.6	2.7	2.8
開發中國家	4.5	4.3	5.1	6.4	6.3	6.6	5.9	6.3	5.8	2.6
非洲	2.1	1.8	1.8	0.8	0.9	2.9	3.0	5.0	3.0	1.3
中東	2.5	5.3	3.5	5.3	4.2	0.5	3.6	3.9	2.5	0.5
拉丁美洲	3.1	1.1	3.3	2.8	3.2	4.7	0.9	3.0	5.7	2.7
亞洲	6.8	5.9	6.9	8.8	8.7	9.1	8.6	8.0	6.6	2.6
新加坡	6.9	8.8	6.7	6.0	10.1	10.1	8.9	7.0	7.8	na
香港	8.3	3.7	5.1	6.3	6.4	5.4	5.0	4.8	5.3	-5.2
南韓	7.7	9.5	9.1	5.1	5.8	8.6	9.0	7.0	5.5	-6.0
台灣	8.1	5.4	7.6	6.8	6.3	6.5	6.1	5.5	6.8	5.0
馬來西亞	5.6	9.7	8.6	7.8	8.3	9.2	9.5	8.2	7.8	-6.0
泰國	6.4	11.6	8.1	8.1	8.3	8.8	8.7	6.8	-0.4	-7.2
印尼	5.2	9.0	8.9	7.2	7.3	7.5	8.1	7.8	4.7	-13.5
菲律賓	1.8	3.0	-0.6	0.3	2.1	4.4	4.8	5.5	5.8	0.3
中國	9.5	3.8	9.3	14.2	13.5	12.6	10.2	9.7	8.8	7.8
越南	4.5	4.9	6.0	8.6	8.1	8.8	9.5	9.4	9.4	7.7

資料來源：行政院經濟建設委員會，國際經濟情勢週報，第 1175 期、1278 期。

當 1990 至 1993 年工業先進國家為經濟低靡不振所困時，亞洲地區卻蓬勃發展。1990 至 1996 年，世界經濟的年平均成長率為 2.8%，工業國家的年平均成長率只有 1.8%，而亞洲地區的經濟年平均成長率則高達 8.0%，遠比世界平均成長率高出許多。日本經濟在 1980 年代倍受西方先進國家的讚譽，被認為是其他國家學習的對象。

然而曾幾何時，日本步入 1990 年代後，深受泡沫經濟破滅之苦，至 1998 年尚未能恢復，而國內經濟、金融問題不斷湧現。東亞各國又在 1997 年先後發生金融危機，這是否意謂亞洲經濟成長的奇蹟是神話，或如 Krugman 所說的「亞洲經濟奇蹟是一種迷思」(myth of Asia's miracle)，他並認為 21 世紀初東亞經濟成長將趨緩，21 世紀世



界經濟重心將移至亞洲的看法需要重新檢討。^③

1997年5月中旬，泰銖 (baht) 遭受有史以來最大規模的投機攻擊，泰國政府投入近百億美元的外匯存底支撐，並配合採行縮減財政支出、提高基本利率、禁止商業銀行借貸泰銖予境外金融機構或投資人等措施，以遏止泰銖投機性的賣壓，但不到一個半月就無力繼續支撐。

1997年7月2日，泰國宣布放棄已實施14年的釘住美元為主的一籃通貨匯率制度，改採管理浮動匯率制度，^④引起泰銖大幅貶值，當日貶值15.59%。受到泰銖貶值的影響，貶值風暴立刻迅速蔓延至亞洲各國，引發一連串的系統性效應，印尼盾 (rupiah)、菲律賓披索 (peso)、馬來西亞幣 (ringgit)、新加坡幣等紛紛輪番劇貶，就連基本面健全的新加坡、台灣及香港等地也先後受到投機客的攻擊，股市亦隨之節節走低；10月底、11月初，危機擴及東北亞，整個亞洲籠罩在風暴圈中。不僅如此，由於國際金融連成一氣，聲息相通，歐美股市受到風暴影響，亦出現鉅幅波動，例如10月27日紐約道瓊工業指數 (Dow Jones Industry Average) 就下跌554點 (或7.18%)，創下有史以來最大下跌點數，宛如1987年10月19日黑色星期一的重演。^⑤

亞洲金融風暴的重要原因之一是這些國家在執行一項不可能同時實現的三合一政策——即匯率穩定、資本自由移動及貨幣政策 (利率政策) 自主性。^⑥由於泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓及南韓等亞洲國家大多屬小型開放經濟體，為吸引外資，乃採資本自由移動政策。這些國家開放程度高，受匯率影響大，國幣貶值，可能立即影響物

註③ 請參閱 P. Krugman, "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs* (November-December, 1994), pp. 62-78.

註④ 泰國的貨幣泰銖本來只與美元建立固定的兌換比率，但是在1980年初期，美元不斷升值，迫使泰銖相對應的貶值。為了使泰銖的幣值不必跟隨美元價值的變動而更動，泰國採取貨幣籃 (basket of currencies) 的方式，同時與其他強勢貨幣掛鉤。泰國的貨幣籃包括美元 (占80%)、日圓 (占12%) 及德國馬克 (占8%)。利用這3種貨幣的比重算出一個綜合指數，然後根據這個綜合指數去建立固定的匯兌比率。如此，泰國的幣值就不會受到單一外幣的變動而波動不定。請參閱彭淮南，「亞洲金融風暴」，*中國商銀月刊*，第17卷第2期 (1998年2月)，頁1-30。

註⑤ 1987年10月19日星期一，紐約道瓊工業指數下跌508點，這是美國歷史上空前未有的股市大崩盤，舉國震驚，投資人把這一天稱為黑色的星期一。請參閱葉秋南，*國際金融危機剖析* (台北：金融聯合徵信中心，1999年)，頁26。

註⑥ Krugman 與 Obstfeld 指出，在開放經濟體下，獨立自主的貨幣政策、穩定 (固定) 的匯率及資本自由移動三者不可能同時存在，最多只有二者可以同時併存，另一個必須放棄，這種論點被稱為開放經濟的政策三難 (policy trilemma for open economy)，亦有學者稱為不可能的三位一體 (impossible trinity)，或俗稱「不可能的三頭馬車」，意謂神話中三匹馬往不同方向奔跑，隱含不可能協調之意。準此，一國若要追求匯率穩定 (固定) 與貨幣政策自主性，就必須放棄資本自由移動，採資本管制；若要追求貨幣政策自主性與資本自由移動，就必須放棄匯率穩定 (固定)，採浮動匯率制度；若要追求匯率穩定 (固定) 與資本自由移動，就必須放棄貨幣政策自主性 (因為國際收支失衡將迫使貨幣供給變動)。在資本可自由移動的情況下，通常大國選擇貨幣政策的自主性，小國則比較重視匯率的穩定性。請參閱 P. R. Krugman, and M. Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*, 7th ed. (New York: Addison Wesley, 2006), pp. 629-632.



價，國幣升值又可能影響出口，故各國央行均以穩定匯率為主，但卻又不願放棄貨幣政策的自主性，亟欲操控利率，其代價將是資金無法有效地被運用，當信心瓦解或經濟遇到重大干擾時，就會爆發金融危機。換言之，一個國家把匯率固定以後，如果再開放資本市場，允許資本自由移動，則這個國家就無法實施獨立自主的貨幣政策，亞洲金融危機的受創國家就是面臨這種三難政策的困境。

傳統上認為金融危機之所以會發生，是因為「低成長率」、「低投資」、「高物價膨脹率」、「政府預算失衡」等基本因素失常所造成的，但自亞洲金融危機發生後，引發學界另一波關於金融危機發生原因的討論風潮。因為自發生金融危機國家所呈現的經濟現象中，發現有一些是傳統金融危機模型所無法解釋的，所以必須跳脫傳統的模式，以另一種角度思考，「基本面沒有持續惡化」或甚至於「基本面良好」的國家，有沒有發生金融危機的可能呢？這樣的思考角度，產生了另一種解釋金融危機發生的原因，著重於「金融面」因素的探討。Sachs 就認為，亞洲金融危機是財務金融恐慌所造成的，^⑦而主要原因在於「國際借貸系統的崩潰」。這種觀點與經濟學者所指的「第二代金融危機模型」^⑧類似，其與傳統的「第一代金融危機模型」有很大的不同。Krugman 更是針對這次亞洲金融危機的發生，推翻過去他所建構的模型，而提出不同的解釋。他認為東亞金融危機的發生不同於過去以通貨危機為主要討論的模型基本架構。^⑨

Copeland 則認為金融危機的理論歷經第一代、第二代模型的演變，仍然有所不足，因而再發展出第三代金融危機模型，以便因應發生亞洲金融危機的解釋需要。但是，為因應金融市場的各種變化，似乎需要建構一種更廣泛的理論模型，希望能夠確

註⑦ 請參閱 J. Sachs, "The Deepening Crises in Asia," manuscript (June 24, 1998)。自1997年7月泰國發生金融危機以來，蔓延至鄰近東南亞馬來西亞、印尼及菲律賓等國家，並擴散至香港，而後東北亞南韓與日本均遭受波及，台灣及中國亦受到某些程度的影響。國內外官方或非官方機構，及學者、專家對此一重大金融事件有稱為亞洲金融風暴或亞洲經濟危機 (Asian Economic Crisis)、或亞洲危機、或東亞金融風暴、或東亞金融危機 (East Asian Financial Crises)，學術界迄今亦尚無定論。本文為行文方便，採取多數人的用語泛稱為「亞洲金融危機」。

註⑧ Obstfeld 針對歐洲貨幣制度危機提出一具有自我實現特性的通貨危機模型，顯示一國通貨遭受攻擊後，該國政府可能面臨的困境將決定投機者的策略誘因及多重通貨市場均衡的範圍。此模型也證明，高失業率可能引起具有自我實現特性的匯率危機，而自我強化 (self-reinforce) 金融危機發生的機制有公債、金融機構、所得分配、實質利率、及外溢與傳染效果等途徑，諸多的實證結果似乎也支持這些機制的實際重要性。此為「第二代金融危機模型」典型代表。請參閱 M. Obstfeld, "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features," *European Economic Review*, No.40 (1996), pp. 1037-1047.

註⑨ Krugman 對金融危機的判斷，提出三個定型化的觀察要素，即傳染效果、資金移動問題及企業資產負債表 (損益表) 問題。換言之，經濟基本面持續惡化，會導致投機性的攻擊，加上自我實現的預期崩潰心理，擴大危機範圍，促使資金外移，提前清償的結果，造成通貨貶值，企業資產負債表 (損益表) 惡化，降低企業向銀行借款的能力。Krugman 並提出多項的預防措施，例如，資訊透明化、建立風險管理機制、終結朋黨資本主義及避免道德風險等，並提供完善的國際收支融資與最後奧援者的機制，來預防金融危機的發生。請參閱 P. Krugman, "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises," *International Tax and Public Finance*, No. 6 (1999), pp. 459-472.



實地找出發生金融危機的時間點。^⑩

自 1997 年亞洲爆發金融危機，迄 2006 年將近 10 年，本文旨在探討亞洲金融危機的發生經過、造成危機的普遍性原因、以及所呈現的問題作一回顧，並對國際貨幣基金與亞洲金融危機的關係提出總括性的看法。本文係採文獻回顧、次級資料整理比較分析方法，進行質化分析亞洲金融危機的演變及國際貨幣基金的運作，而非採用量化數理模型的推演或實證研究，特此敘明。

貳、亞洲金融危機發生的經過

一、第一波金融危機——1997 年下半年

(一) 泰國金融危機的爆發與蔓延

自 1980 年代下半起，泰國由於外資流入，亞洲地區區域內貿易顯著成長等因素下，經濟成長快速，過剩的流動性以及外資大舉投入泰國的市場及房地產，而形成泡沫經濟 (Bubble Economy)。加以長期以來，泰國政情始終不穩，以及泰銖匯率制度僵固，經常帳長期逆差，實已埋下禍因。1995 年下半年起，由於泰國出口狀況不佳，景氣走緩，房地產陷入低迷，銀行壞帳顯現，泡沫經濟破滅。

1997 年初以來，因國內政情持續不穩，銀行壞帳問題惡化，股市一蹶不振，泰國證交所於 1997 年 3 月 3 日下令暫停金融與銀行類股的交易，引起當日股市重挫，銀行業面臨嚴重的擠兌風潮。1997 年 5 月 8 日，美國德州儀器公司宣布取消對泰國的投資計畫，泰銖重挫，泰銖在境內及境外外匯市場的賣壓不斷加大。1997 年 7 月 2 日，泰國中央銀行宣布泰銖實行管理浮動匯率制度，同時調高貼現率至 12.5%，金融市場隨即動盪，泰銖下跌 15.59%，一夜之間失去五分之一的國際購買力。

泰銖大幅貶值引發骨牌效應。1997 年 7 月 11 日，菲律賓放寬外匯交易，披索兌美元匯價單日重挫 11%，印尼、馬來西亞隨之跟進，印尼盾、馬來西亞幣旋即大貶，造

註⑩ 在經濟文獻中，金融危機的研究恆久不絕，此類論著在 1930 年代曾經蔚為風潮。在 1945 年到 1970 年代之間，經濟衰退較少發生，金融危機事件也隨之減少，因此學者並未就發生的原因提出完整的理論架構進行分析。在 1970 年代發生拉丁美洲外債危機以後，人們對金融危機的研究產生興趣，這個議題在隨後逐漸凸顯出來。Krugman (1979) 首創第一代金融危機模型的假說，爾後 Krugman 本人及其他學者「例如，Obstfeld (1994, 1996)、Krugman (1999)、Copeland (2000) 等」紛紛再以不同的研究觀點，推陳出新建構第二代、第三代金融危機模型。以上所指三代金融危機模型並非以時間來劃分，而是以學者研究方法 (假說) 及觀點來區分，本文乃根據學者論述予以歸納闡釋，有助於對金融危機發生原因的了解。請參閱 P. Krugman, "A Model of Balance of Payments Crises," *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 11, No.1 (1979), pp. 311-325; M. Obstfeld, "The Logic of Currency Crises," *NBER Working Paper*, No. 4640 (1994); M. Obstfeld, "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features," *European Economic Review*, No.40 (1996), pp. 1037-1047; L. Copeland, *Exchange Rates and International Finance* (Edinburgh: Pearson Education, 2000), pp 435-466; 及前註⑨。



成東南亞各國貨幣相繼成爲國際投機客炒作的對象。1997年8月15日，印尼盾再度暴跌，跌勢迅速蔓延，各國中央銀行進場捍衛本國貨幣，實行高利率政策，但並未能止住各國貨幣的跌勢，反加速資金外逃的拋售壓力，形成「匯市拖股市，股市拖匯市」聯動暴跌的惡性循環局面。加上韓圓重挫，使得東南亞貨幣全面失守，新台幣、新加坡幣、泰銖、印尼盾等貨幣紛創新低，1997年11月20日馬來西亞股市慘重下跌，指數直落66.87點，以536.62點收盤，跌幅深達11.1%，創6年來最低點。

印尼盾及韓圓一路探底，投機炒作陰影籠罩，泰銖、披索續創新低。1997年12月11日，亞洲股市相繼拉出長黑，風暴橫掃全球，紐約股市道瓊工業指數下挫1.63%，歐洲各股市跌幅更在1.8%以上。至此，亞洲股匯市已不僅涉及經濟層面，而是心理與信心的問題。亞洲股匯市在信心崩潰下，連番拋空攢壓，持續探底，跌勢一發不可收拾。

（二）香港堅守聯繫匯率制度

1997年7月以來，泰國金融風暴相繼波及鄰近的東南亞國家，由於香港與東南亞各國密切的經濟關係，且長期採行聯繫匯率制度（linked exchange rate system），^①加上香港房地產與股市大幅上漲，1997年8月初，港股攀上16,000點的歷史高峰，香港可謂全民皆股，8月7日，恆生指數（Hang Seng Index）創下16,673點收市歷史新高，成交額締造460億港幣的歷史天量，大戶、散戶如癡如醉，並未察覺國際投機客已悄然覬覦香港股匯市。

1997年香港回歸中國的效應，使其成爲國際投資客攻擊的目標。7月中旬以來，港元曾多次遭受國際投資客的攻擊，而香港政府爲了堅守聯繫匯率制度，促使利率飆高，引發股價暴跌。尤其是，國際投機客不單是攻擊港幣，並且也在股市與期貨市場之間進行炒作。1997年8月15日，香港利率升高至10%，恆生指數重挫400點，再度引燃風暴，並波及美國、歐洲，甚至全球股市一度受到重創。

當新加坡及台灣順應東南亞時勢，由市場機能決定匯率時，香港卻仍固守沿用14年的聯繫匯率制（7.8港幣兌1美元），但國際投機客並未放過欲獨善其身的香港。^②1997年9月4日，香港金融管理局正式向國際投機客宣戰，港幣銀行間隔夜拆款利率飆升，港股恐慌性的賣壓，恆生指數最低時落至9,766點，一天內跌掉293億港幣。1997年10月初，國際投機客一方面狂炒港股，一方面大舉拋售港幣，情況日趨惡化，香港特區政府長官董建華宣示保衛港幣聯繫匯率制的決心。10月23日，隔夜拆款利率更高達300%，匯豐銀行調高存款利率3碼，恆生指數暴跌至9,059點，香港民

註① 香港政府在1983年10月15日（星期六）中午外匯市場收市後宣布改變港幣鈔券發行機制，即廢除自1974年以來實行的浮動匯率制度，改爲實行與美元掛鈎的聯繫匯率制度，並自1983年10月17日生效。此一制度，異於典型的「通貨委員會制度」（currency board system），在於港幣鈔券的發行並非由政府指派的通貨委員會負責，而是由匯豐銀行、渣打銀行這兩家私人商業銀行來發行（1994年5月中國銀行亦加入發券行列）。

註② 請參閱彭淮南，「論港幣匯率」，台北銀行月刊，第28卷第4期（1998年4月），頁32-36。



眾為之震憾。

(三) 危機擴散至東北亞

1. 南韓

香港股災意謂著金融危機正式由東南亞吹向東北亞，亞洲金融危機的焦點瞬間轉移至南韓。自泰銖貶值以來，南韓經濟加速惡化，外債比率高增，韓圓一路貶值。1997年11月17日，在南韓中央銀行宣布棄守韓圓下，韓圓呈現「無量重貶」的崩盤走勢。1997年7月2日，887韓圓兌1美元；1997年11月20日，南韓央行宣布韓圓每日波動幅度由原來的上下2.25%擴大為10%，因而再貶為1,139韓圓兌1美元，跌幅為22.1%。此時南韓的外匯存底約僅200億美元，外債卻高達700億美元，南韓政府實無法獨力支撐匯價。

1997年12月4日，南韓和國際貨幣基金達成570億美元的救援方案，成立以國際貨幣基金為中心的紓困機制。原本預期南韓的金融危機可以紓解，但由於國內普遍對借款協議內容持抗拒的態度，南韓情勢乃陷入膠著，韓圓持續重貶，屢屢一開盤即達10%的跌幅限制。1997年12月12日，韓圓盤中一度跌破1,800韓圓兌1美元，與上半年860至890韓圓之間的匯價比較，跌幅慘重。

為遏止情況繼續惡化，1997年12月14日南韓央行宣布自次日起將大幅干預外匯市場，12月15日韓圓回升至1,600韓圓兌1美元的價位，當日晚間，財經院並宣布取消韓圓單日漲跌幅限制。12月19日國際貨幣基金繼續撥款36億美元，亞銀及世銀的貸款也在月底前陸續撥入，南韓當地的外商銀行分行亦同意和南韓中央銀行在月底前進行換匯20億美元。儘管如此，由於南韓政府、銀行及企業債信評等先後遭到穆迪(Moody's)及標準普爾(Standard & Poor's)，兩大國際信用評等機構降至垃圾債券等級，而使南韓海外籌資更加困難。此外，當時又謠傳南韓外債逾2,000億美元，在無力償付鉅額外債，以及總統當選人金大中擔心南韓可能面臨破產的陰影籠罩下，引發市場恐慌性賣壓，12月23日盤中一度跌破2,000韓圓兌1美元的歷史新低價。所幸，12月24日在國際貨幣基金聯合7大工業國決定提前撥付南韓100億美元的緊急貸款之後，促使韓圓迅速回升至1,800韓圓兌1美元以上。

2. 日本

日本自1992年泡沫經濟破滅以來，經濟金融情況一直未能完全脫離困境，金融機構倒閉事件(包括住專公司)頻傳。1997年11月間，三洋公司(11月3日)、北海道拓殖銀行(11月17日)及山一證券公司(11月24日)相繼倒閉，11月25日，由於日本山一證券事件的後遺症，日經指數暴跌854.05點，跌至15,867.53點，日圓大幅走貶至127.73日圓兌1美元。

根據1997年日本央行公布的企業調查顯示，日本企業活動，尤其是製造業，均呈惡化。日本不景氣已經持續多年，此次東南亞及南韓金融風暴雖加重問題的嚴重性，不過以日本雄厚的產業實力及金融規模，金融風暴的發生尚不致於動搖日本整個經濟金融體制，惟景氣復甦的步伐已受拖延。



(四) 中國人民幣置身於風暴之外

在這次金融風暴中，人民幣一直未受影響，反而在貿易順差持續擴大下，甚至呈現升值壓力。由於受到南韓情況的影響，國際間對人民幣悲觀的論調逐漸抬頭，轉而強調中國的國有企業營運不佳及金融機構大量不良放款等問題，並擔憂外人對中國的投資將縮減，而使人民幣即將加入貶值行列之說甚囂塵上。根據標準普爾在 1997 年 10 月的觀察，由於國有企業營運效率不彰，中國的銀行壞帳比率高達 24%。另一方面，中國的外債總數逐年攀升，至 1997 年 6 月底，外債餘額已達 1,186 億美元，市場人士亦擔憂高額外債將可能導致債務危機。但是，中國的外債以中長期外債為多，並無迫切的償債問題，且銀行多為國營銀行，雖有壞帳問題，但以中國的國營體制，當不致放任銀行倒閉。在東南亞及南韓貨幣大貶下，中國的產品出口競爭力下降，由於中國外匯管制嚴格，金融帳並未開放，投機客無法炒作。此外，中國在 1997 年已有 1,400 多億美元的外匯存底，因此對人民幣的升貶，中國當局其實有相當大的主控權。若中國在東南亞及南韓金融風暴尚未平息之時將人民幣貶值，恐將再掀起新一波的貶值競賽及金融風暴，而港幣也將遭受更大的壓力，進而影響香港的金融穩定，這是中國在回收香港不到半年之際所不樂見的。

二、第二波金融危機——1998 年

1998 年 1 月 7 日，美國的基金縮減規模，公司搶購美元避險，東南亞貨幣再掀一波狂貶風潮，印尼盾下挫如墜黑洞。1 月 12 日，香港「百富勤 (pregrine) 投資控股」公司宣布申請清算，港股狂瀉 895.10 點，跌破 8,000 點重要心理關卡，以 7,999.54 點收盤。1 月 21 日，投資人擔心印尼無力償付外債，印尼盾遽貶，最低跌至 10,600 印尼盾兌 1 美元，並拖累新加坡、馬來西亞等國的股匯市同步下挫。印尼飽嘗經濟、政治及蠱害的肆虐，國內政經局勢動盪，引發東南亞貨幣的劇烈波動。2 月 13 日，印尼盾大跌至 10,025 印尼盾兌 1 美元，跌幅高達 38%，大量的貨幣供給使得全國陷入惡性物價膨脹之中。

由於亞洲金融危機有再度擴大蔓延之勢，國際債信評等機構降低印尼、馬來西亞、新加坡等國多家金融機構的評級；1998 年 3 月 6 日，日本債信評等機構亦降低主要都市銀行的債信等級，致使資金籌集不易，企業取得借貸信用日益困難，更加無力償還，形成惡性循環。印尼盾一度慘跌至 12,000 印尼盾兌 1 美元。3 月 30 日，東京匯市 131.15 日圓兌 1 美元；4 月 3 日，日圓更重挫至 135.48 的低價，創下 6 年來的最低價位；4 月 9 日，日本首相橋本龍太郎宣布總額 4 兆日圓的所得稅削減措施，惟形勢依然嚴峻，日圓、日股的走勢深深地影響亞洲及全球股匯市的走向。進入 5 月份，東南亞金融情勢受印尼局勢惡化及日圓貶值影響，各國股匯市再度下跌，顯示亞洲金融危機仍未平息。8 月下旬，俄羅斯盧布大貶，資金重新回流亞洲股市的速度趨緩，影響亞洲經濟復甦。

香港再次受到投機客的攻擊，港府對於投機客的來襲，過去都採取被動應戰的策略，以香港的經濟衰退作為代價，堅守 7.8 港幣兌 1 美元的聯繫匯率制度。但在 1998

年 8 月 13 日港股挫至 6,660 點創 5 年來新低之際，港府終於改變策略，翌日即動用外匯準備，史無前例的直接參與股市及期貨市場痛擊炒家，終於慘勝。9 月 1 日，馬來西亞總理馬哈迪 (Mahathir Mohamad) 逆向操作，突然宣布實施外匯管制，退出全球資本市場，藉此隔絕金融市場的波動。9 月 23 日，著名的美國避險基金「長期資本管理公司」(Long Term Capital Management, LTCM) 出現財務危機，跨國銀行團聯手注資 37 億 5,000 萬美元救援，^⑬11 月初美國國會通過柯林頓政府下年度預算，挹注國際貨幣基金 (IMF) 900 億美元以因應亞洲金融危機。^⑭另一方面，亞洲各國在國幣貶值的情形下，出口競爭力得以提升，在外匯存底不斷地累積下，慢慢的恢復經濟活力，危機逐漸平息下來。

綜上所述，亞洲自 1997 年 7 月爆發金融危機至 1998 年 6 月中旬，^⑮東亞各國股匯市幾乎大幅下跌。匯率方面，以印尼盾貶幅高達 514.72% 最大，其次是泰國、馬來西亞、南韓及菲律賓，再次為日本、台灣及新加坡；股市方面，則以南韓跌幅最深，次為馬來西亞、新加坡、泰國及香港。金融波動幅度最大為印尼股匯市，跌幅合計達 554.54%，其次依序為馬來西亞、南韓、泰國、菲律賓、新加坡、香港及日本，台灣波動幅度為 27.28%，受影響最小 (表 2、表 3)。

表 2 亞洲金融危機對各經濟體股市的影響

	1997年6月25日 (1)	1998年1月15日 (2)	漲跌幅度 (%) (3) = (2) / (1) -100%	1998年6月25日 (4)	漲跌幅度 (%) (5) = (4) / (1) -100%
泰國	496.00	364.13	-26.59	267.74	-46.02
馬來西亞	1,070.00	525.47	-50.89	448.42	-58.09
印尼	712.50	387.24	-45.65	428.81	-39.82
菲律賓	2,829.30	1,706.85	-39.67	1,712.88	-39.46
南韓	705.00	505.98	-28.23	300.57	-57.37
日本	20,679.30	15,121.98	-26.87	15,132.22	-26.82
香港	15,065.00	8,578.98	-43.05	8,665.83	-42.48
中國 (B股)	144.53	78.34	-45.80	82.99	-42.58
台灣	8,956.40	7,770.77	-13.24	7,722.64	-13.78
新加坡	2,023.90	1,233.36	-39.06	1,069.83	-47.14

註：中國股票有 A 股與 B 股兩種，前者僅中國人民可買賣，後者僅外國人可買賣。1991 年，在中國實施外匯管制的情況下，一方面希望吸引外資，但又深怕外資會干擾 A 股的穩定，因此在創造出一個專門提供外人以外幣投資的 B 股市場，事涉外匯，故本表採 B 股作為比較依據。

資料來源：根據英國經濟學人雜誌 (*The Economist*) 及路透社 (Reuters)，1997 年 6 月至 1998 年 7 月間發布資料統計整理。

註⑬ 請參閱李榮謙，*國際貨幣與金融* (台北：智勝文化公司，2001 年)，頁 182-190。

註⑭ 請參閱遠見雜誌，1998 年 2 月，頁 67。

註⑮ 亞洲自 1997 年 7 月 2 日泰國爆發金融危機，而後蔓延到各國，至 1998 年 6 月中旬最為嚴重，故以此一期間作為觀察比較基準。



表3 亞洲金融危機對各經濟體匯率的影響

	1997年6月25日 (1)	1998年1月15日 (2)	升貶幅度 (%) (3) = (2) / (1) - 100%	1998年6月25日 (4)	升貶幅度 (%) (5) = (4) / (1) - 100%
泰國	25.30	51.62	-104.03	40.95	-61.86
馬來西亞	2.52	4.33	-71.83	4,005.00	-58.93
印尼	2,432.00	8,000.00	-228.95	14,950.00	-514.72
菲律賓	26.40	41.57	-57.46	41.40	-56.82
南韓	888.00	1,605.00	-80.74	1,371.00	-54.39
日本	114.00	130.88	-14.81	142.24	-24.77
香港	7.75	7.74	0.13	7.74	0.05
中國	8.29	8.26	0.36	8.27	0.12
台灣	27.90	33.98	-21.79	34.45	-23.50
新加坡	1.43	1.77	-23.78	1.67	-17.13

資料來源：同表2。

叁、亞洲金融危機發生的原因

按傳統的看法，金融危機乃是一個國家低成長、低投資率、低儲蓄率、高物價膨脹率及高政府預算赤字等因素所導致的。^⑥但是，在台灣和新加坡等亞洲國家並未出現這些現象，因而引起經濟學界對亞洲金融危機發生原因的爭論。引起亞洲金融危機的原因究竟是什麼？是單純的基本面原因？還是金融制度面發生問題？或是心理面因素？

亞洲金融危機始於投資者將資金自泰國撤出，而資金大量撤出的原因是因為投資者鑒於泰國國際收支經常帳持續呈現逆差，且於1995、1996年持續擴大，因此懷疑泰銖無法繼續釘住美元。事實上，泰國經濟基本面原本不佳，除了經常帳長年赤字之外，匯率釘住美元、銀行受房地產泡沫影響導致呆帳激增等問題時有所聞，其他東協國家如馬來西亞、印尼、菲律賓也有類似問題；至於東北亞的南韓，由於政府的政策性輔助財團，擴張太快、生產過剩、金融機構的呆帳問題頻傳。這些國家的問題其來有自，然而之後引發的連鎖反應卻也波及其他基本面良好的經濟體，其中的緣由值得仔細探討。

此外，在國際金融市場上，尋求套利或投機機會的短期資金數額非常龐大，隨著各國金融自由化及資本移動的自由化，使得各國匯率波動幅度擴大。這些短期資金的進出，對大國或大型國際金融中心的交易尚不足以產生顯著影響，但對小型開放經濟體的金融市場，則足以產生鉅大且顯著的影響，加上市場資訊的不完全（不對稱），容易導致一窩蜂行為，尤其在金融危機發生時，更具有摧毀的力量。新興市場國家採固

註⑥ 請參閱 G. Esquivel and F. Larrain, "Explaining Currency Crises," manuscript (June 24, 1998).



定匯率與美元掛鉤，當美國採強勢美元政策，倘若新興國家經濟基本面不如美國，而其通貨釘住美元的結果，將使其國幣幣值出現高估的現象，投資人將產生該國通貨貶值的心理預期，若再加上美元利率相對較高，將導致國際資本回流到美國。例如，1995 至 2002 年美元利率走高，美元強勢，不僅可以阻止美國資本外流並吸收國外短期資金流入美國，在這種情況下，東南亞國家採取釘住美元的匯率，自然容易發生金融危機。這也凸顯出在全球化下，大國的貨幣政策（如美國、德國等）對國際資本移動及各國金融市場穩定的重大影響。

金融危機的發生是有脈絡可尋的，尤其是發生危機的國家在經濟與社會等各方面應有許多共同之處，但是關於危機的成因眾說紛紜，各種說法都有，下面就一般認為亞洲金融危機發生的共同原因，作一分析。

表 4 亞洲國家經濟成長率——1975 至 1999 年

單位：%

國別 年別	泰國	菲律賓	馬來 西亞	印尼	台灣	新加坡	南韓	香港	中國	日本	世界
1975-1982 平均	7.0	5.6	7.1	6.2	8.5	8.0	7.0	9.3	6.0	3.9	na
1983-1989 平均	8.1	1.1	5.4	5.5	9.2	6.9	9.6	7.2	10.7	4.1	na
1990-1995 平均	9.1	2.3	8.8	8.0	6.4	8.7	7.8	5.1	10.6	2.1	2.4
1990	11.6	3.0	9.6	9.0	5.4	9.0	9.5	3.4	3.8	5.1	2.1
1991	8.1	-0.6	8.6	8.9	7.6	7.3	9.1	5.1	9.2	3.8	0.6
1992	8.2	0.3	7.8	7.2	6.8	6.2	5.1	6.3	14.2	1.0	1.7
1993	8.5	2.1	8.3	7.3	6.3	10.4	5.8	6.1	13.5	0.3	2.5
1994	8.9	4.4	9.2	7.5	6.5	10.5	8.6	5.4	12.6	0.6	3.7
1995	8.7	4.8	9.5	8.2	6.0	8.8	8.9	4.5	10.5	1.4	3.7
1996	5.5	5.7	8.6	8.0	5.7	6.9	7.1	4.9	9.7	3.9	4.1
1997	-0.4	5.1	7.8	5.0	6.8	7.8	5.5	5.3	8.8	0.9	4.1
1998	-8.0	0.2	-7.5	-15.3	4.9	0.7	-7.0	-5.0	7.2	-2.8	2.2
1999	-0.4	2.5	-2.0	-3.4	3.9	-0.8	-1.0	-1.0	6.6	-0.5	2.2

資料來源：IMF，*The World Economic Outlook Database*, <http://www.imf.org/>。

一、基本面的觀點

Krugman 認為亞洲經濟成長主要係來自資源使用效率的提高，主張亞洲的經濟成長只是「紙老虎」，並沒有什麼技術上的進步。^①隨後 Krugman 雖將論點轉向金融機構

註① 請參閱 P. Krugman, "The Myth of Asia's Miracle," 同註③



的道德風險 (moral hazard) 及過度投資造成經濟泡沫的破裂，¹⁸ Corsetti、Pesenti 及 Roubini 也有相同看法。¹⁹但一般學界仍視 Krugman 為主張經濟基本面出問題的代表——基本學派，此學派對於亞洲金融危機成因的論點，主要如下：

(一) 經濟成長快速，吸引外資大量流入

1990 至 1995 年，亞洲各開發中國家除菲律賓外，都持續維持高度的經濟成長率，泰國平均為 9.1%，馬來西亞平均為 8.8%，印尼平均為 8.0%，南韓平均為 7.8%，如此高的經濟成長率，高出世界平均成長率 2.4% 甚多。依 IMF 的統計，1995 及 1996 年亞洲開發中國家的經濟成長率，平均分別為 8.9% 及 8.3%，亦較同期的世界經濟成長率 3.7% 及 4.1% 高出 1 倍多 (表 4)。

由於經濟快速成長，資本報酬率大幅上升，民間外資乃大量流入。以泰國為例，1983 至 1988 年間，民間外資流入對泰國 GDP 的比率為 3.1% (其中短期外資約為 2.2%)，1989 至 1995 年就躍升為 10.2% (約 8.7% 為短期外資) (表 5)。就 1995 年而言，外資流入對泰國 GDP 的比率就高達 12.9% (短期外資約為 11.7%)。

在國際收支 (balance of payments) 表中，²⁰ 外資可分為外人直接投資 (foreign direct investment, FDI)、外人證券投資 (foreign portfolio investment, FPI)、衍生性金融商品及其他投資。²¹ 外人投資的項目中，大部分屬於短期投資，諸如投資於股票、債

註¹⁸ 請參閱 P. Krugman, "Asia: What Went Wrong," *Fortune*, No.137 (1998), pp. 32-34.

註¹⁹ 請參閱 G. Corsetti, P. Pesenti, and N. Roubini, "Paper Tigers? A Model of the Asian Crisis," *European Economic Review*, Vol. 43, No.1 (1999), pp. 1211-1236.

註²⁰ 國際收支係某一特定期間 (一季、半年或一年)，一經濟體居民與非居民間一切經濟交易的有系統紀錄 (屬流量統計)。這種紀錄通常以複式記帳作借貸等額記載，故稱之為平衡表。國際收支平衡表由經常帳、資本帳、金融帳及誤差與遺漏項加總而成，餘額反映在央行「準備資產」的變動。以上各種對外交易的最後結餘，若結餘為順差，則反映在中央銀行外匯存底的增加；反之，若結餘為逆差，則反映在中央銀行外匯存底的減少。國際收支綜合餘額並非順差愈大愈好，例如台灣外匯存底充裕，並無需鉅額的國際收支順差。原則上，國際收支綜合餘額能維持平衡是相當理想的情況，台灣在 2006 年第 2 季國際收支綜合餘額順差僅 4.8 億美元，對國內金融市場及新台幣匯率都有平穩的效果。國際收支鉅額的失衡，不論為順差或逆差，都將影響國內金融的穩定，諸如匯率的大幅波動或流動性的過高與緊縮。

註²¹ 直接投資係國際收支帳的項目之一，指一經濟體居民投資者對於另一經濟體的企業進行以持久性利益為目標的投資。包括股本投資、再投資收益與其他資本 (關係企業間的股東往來借貸)。外國資金流入開發中國家的最佳形態為直接投資，因外國直接投資者無法輕易地撤離其投資的設備及建築物等，且其經濟利益與受投資國密切相關連。證券投資係國際收支帳的項目之一，包括股權證券與債權證券投資。股權證券包括股份、股票、參加憑證或其他足以表彰股權的證券如存託憑證，共同基金與信託投資亦均屬之；債權證券包括債券與票券、貨幣市場工具等。外國資金流入的最差形態為極短期貸款及證券投資，如外國投資人突然對受投資國喪失信心，即可能迅速撤走資金，而使受投資國的外匯及證券市場遭受很大的壓力。在 1990 年代流入泰國、菲律賓及南韓的外國資金多為證券投資，而非直接投資，猶如 1995 年墨西哥發生金融危機的情況，因此，這些國家的政經情勢特別容易因外匯及證券市場的不穩定而受到創傷。

券等。短期投資的流動性高，深受國際金融波動的影響，當被投資國的經濟不穩時，資金很容易就會外逃。表 5 顯示，亞洲各國除新加坡、台灣及中國之外，短期外資所占的比例都偏高，尤以泰國為甚，1996 年民間外資占 GDP 的 9.3%，其中 8.3% 為短期資金，直接投資約 1.0%。1997 年民間外資淨流入占 GDP 的 -10.9% (即外資淨流出占 GDP 的 10.9%)，其中短期資金為 -12.2% (即短期資金淨流出占 GDP 的 12.2%)，直接投資淨流入占 GDP 的 1.3%。這就很容易地可以解釋為何亞洲金融危機會發軔於泰國。

表 5 亞洲國家民間外資淨流入對 GDP 比率

單位：%

年別 \ 國別	泰國	菲律賓	馬來西亞	印尼	新加坡	南韓	台灣	中國
1983-1988 平均	3.1 (2.2)	-2.0 (-2.7)	3.1 (0.8)	1.5 (1.1)	5.0 (-3.7)	-1.1 (-1.3)	0.2 (0.4)	1.2 (0.7)
1989-1995 平均	10.2 (8.7)	2.7 (1.1)	8.8 (2.3)	4.2 (3.0)	3.8 (-2.3)	2.1 (2.2)	-4.0 (-2.8)	2.5 (-0.4)
1996	9.3 (8.3)	9.8 (8.3)	9.6 (4.5)	6.3 (3.5)	-10.1 (-14.4)	4.9 (5.3)	-3.2 (-2.5)	4.7 (0.0)
1997	-10.9 (-12.2)	0.5 (-0.8)	4.7 (-0.6)	1.6 (-0.3)	-5.5 (-10.8)	2.8 (3.1)	-3.8 (-3.2)	3.7 (-0.6)

註：括弧內數字係短期資金對 GDP 的比率，若括弧內數字大於上方民間外資淨流入比率，表示淨直接投資 (即長期資金) 為負值 (即淨流出)；負號代表淨流出。

資料來源：同表 4。

(二) 國際資本快速移動且日益頻繁

自 1990 年代以來，許多工業化國家因經濟成長緩慢，乃採取寬鬆的貨幣政策引導利率下降，導致美、日、德、法及英等五大工業化國家的資產報酬率下跌，這迫使國際資金大量流入新興市場，其中尤以亞洲為甚。亞洲開發中國家的經濟成長率平均高達 8%，資本報酬率大幅提升，國際資本因此大量湧入。據統計，1995 年流入亞洲地區的國際資金為 1,014 億美元，約占全球的 53.8%，1996 年則為 1,139 億美元，約占全球的 45.8%。^②如此龐大的資金移動加深了全球金融市場的互動性。資金大量的流入雖能使一國經濟迅速繁榮，但一有風吹草動，資金亦會迅速外逃，當外來資金大量投入股市、房地產等非生產性部門，即產生泡沫經濟現象，一旦金融情勢惡化，外資撤離股、匯市，將立即引發金融危機。

此外，由於全球金融市場的整合，亞洲國家紛紛解除資本管制，以吸引外國資金，而國際間資金移動成本漸漸降低，造成 1990 年後國際投資者對亞洲新興市場的過度借貸，但卻也在 1997 年突然大量地將資金抽回。1990 年代初期亞洲經濟高度成長，使得國際資金大量流竄至該地區，加上 1995 年墨西哥金融危機，國際貨幣基金伸

註② 請參閱 M. Goldstein, "The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications," *Policy Analyses in International Economics*, No. 55 (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1998).



出援手所衍生的道德風險的預期——即認為發生金融危機出現時國際貨幣基金會伸出援手，故在諸多警訊下國際資金仍不斷地投入亞洲新興市場。正因此種預期心裡，遂將亞洲經濟泡沫吹到最大，但卻也在國際資金大量撤出、金融危機爆發的一夕之間，泡沫迅速破滅，導致金融危機加劇和蔓延。因此，Krugman 後來認為國際間資本移動的成本降低，是造成金融風暴的主要原因之一，馬來西亞政府乃接受其建議，實施外匯管制。^②

(三) 全球經濟環境的變遷，導致東亞諸國貿易赤字大量且持續增加

1990 年代以後，因日本經濟不景氣、泡沫經濟破裂，使得亞洲國家對日本出口大量減少，加上 1994 年中國人民幣貶值及日圓走軟，東南亞國家的貨幣相對升值，削弱這些國家對歐美國家的出口競爭力，造成這些國家的出口衰退。但更不幸的是，在這同時世界發生景氣波動，導致亞洲國家的許多主力產業（如半導體、鋼鐵等），均陷入景氣谷底，南韓、泰國、馬來西亞、及菲律賓等國於 1990 年後紛紛出現貿易赤字（表 6）。

表 6 亞洲主要國家貿易餘額對 GDP 比率——1990 至 1997 年

單位：%

年別 國別	1990 年	1991 年	1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年
南韓	-0.81	-3.04	-1.42	0.06	-1.22	-1.63	-4.36	-1.44
印尼	1.68	0.91	1.81	1.48	0.72	-0.76	-1.14	0.22
馬來西亞	2.10	-3.74	1.39	-0.11	-1.59	-3.75	0.58	na
菲律賓	-5.73	-3.00	-4.27	-8.53	-8.95	-8.80	-9.44	-12.30
新加坡	6.75	10.62	9.29	8.12	14.87	15.38	13.62	12.55
泰國	-7.75	-6.88	-4.70	-4.56	-5.18	-7.09	-6.65	0.14
中國	2.75	2.86	1.03	-1.92	1.39	1.68	2.10	4.41
台灣	4.74	4.39	1.69	1.60	1.66	1.61	3.45	2.35

資料來源：IMF, *The World Economic Outlook Database*; Asian Development Bank, *Economic Intelligence Unit Country Report* (1998), <http://www.adb.org/>。

此外，由於東亞多國的通貨匯率係釘住美元，^③日圓的貶值將影響這些國家的出口競爭力，加上歐盟諸國在 1992 及 1993 年因兩次匯率機制危機的影響，1994 至 1995 年的需求擴張不如預期，至 1996 年存貨調整壓力遽增，經濟成長力道減弱，使世界貿易成長率由 1995 年的 10.1% 降為 1996 年的 5.9%，製造品的價格上漲率則由 1995 年的

註② 請參閱 P. Krugman, "Asia: What Went Wrong."

註③ 東亞各國的外匯匯率政策常常被總稱為「美元聯繫匯率政策」，不過這種政策是一種「一籃式聯繫匯率」，也就是和包括美元的多種貨幣連動，但主要以美元為主。在實務操作上，各國貨幣與美元之間匯率有相當的固定性，但允許市場匯率有小幅的波動。根據 IMF 的分類法，世界上大部分國家的貨幣都被歸類為「管理式的浮動匯率制度」。

10.3%降為 1996 年的 3.1%。^⑤東亞國家的物價膨脹率在開發中國家雖屬低者，惟與其貿易對手歐、美、日等國家相較仍高，在固定匯率之下其長期競爭力逐漸受到侵蝕。1995 年以後，東亞諸國出口成長率大幅滑落，1995 至 1996 年，泰國由 20.1%降為 -0.8%，南韓由 30.3%降為 3.7%，馬來西亞由 25.7%降為 6.2%，印尼由 13.4%降為 9.7% (表 7)。

表 7 亞洲國家的出口值及成長率——1991 至 1996 年

國別		年別					
		1991	1992	1993	1994	1995	1996
泰國	出口值 (億美元)	284.3	324.7	371.7	452.6	543.4	539.3
	成長率 (%)	22.5	14.2	14.5	21.8	20.1	-0.8
馬來西亞	出口值 (億美元)	343.5	407.1	471.2	586.8	737.6	783.2
	成長率 (%)	16.8	18.5	15.7	24.5	25.7	6.2
印尼	出口值 (億美元)	291.42	339.6	368.2	400.5	454.1	498.1
	成長率 (%)	13.5	16.6	8.4	8.8	13.4	9.7
菲律賓	出口值 (億美元)	88.4	98.2	113.8	134.8	174.5	205.4
	成長率 (%)	8.0	11.1	15.8	18.5	29.4	17.7
南韓	出口值 (億美元)	718.7	766.3	822.3	960.1	1,250.5	1,297.1
	成長率 (%)	10.5	6.6	7.3	16.8	30.3	3.7
日本	出口值 (億美元)	3,260.1	3,445.0	3,662.2	3,995.4	4,429.5	4,110.6
	成長率 (%)	8.1	7.5	6.3	8.0	12.0	-7.2
香港	出口值 (億美元)	985.8	1,194.9	1,352.4	1,514.0	1,737.5	1,807.5
	成長率 (%)	20.0	21.2	13.2	11.9	14.8	4.0
中國	出口值 (億美元)	719.1	849.4	909.70	1,210.4	1,487.9	1,511.9
	成長率 (%)	15.8	18.1	7.1	33.1	22.9	1.6
台灣	出口值 (億美元)	761.7	814.7	850.92	930.4	1,116.5	1,159.4
	成長率 (%)	13.3	7.0	4.4	9.4	20.0	3.8
新加坡	出口值 (億美元)	590.3	634.8	740.1	968.3	1,182.7	1,232.7
	成長率 (%)	11.9	7.5	16.6	30.8	22.1	4.2

資料來源：行政院經濟建設委員會，*國際經濟情勢週報*，第 1421 期 (2002 年 1 月 31 日)。

(四) 貨幣貶值競賽造成惡性循環

當 1997 年 7 月 2 日泰國政府放棄釘住美元為主的一籃通貨匯率制度，改採浮動匯率制度，宣布泰銖貶值的同時，其他亞洲國家無論原先基本面好壞，因銷售至世界各地產品的性質類似，而面臨出口競爭壓力。再者，部分亞洲國家 (如日本、台灣) 在泰國直接投資或資金借貸往來，泰銖貶值、泰國股市崩盤及泰國房地產下跌等亦造成其損失。因此，Krugman 認為像瘟疫般蔓延開的金融危機，不是一種不理性的恐慌反應，而是各國出口貿易同質性太高，及同地區國家間互相投資和資金借貸往來關係，使得其中任一國家不支倒地必然多少會影響到其他國家經濟的基本面，而這是全球化市場形成後所不可避免的結果。在開放的全球市場下，經由國際貿易與資金移動，促使各國的經濟緊相結合，沒有任何國家可以獨善其身。

註⑤ 請參閱 S. Radelet and J. Sachs, *The East Asian Financial Crisis* (Cambridge, Massachusetts: Harvard Institute for International Development, 1998)。



(五) 金融部門信用過度擴張

信用過度擴張的現象，通常係起因於金融制度的不健全及政府處理問題金融機構的拯救保證政策而產生的道德風險。蓋政府基於維護金融安定性及社會大眾權益，最後往往可能採取拯救保證政策，作為處理問題金融機構的手段。惟因官商勾結問題的存在，金融與產業政策糾纏不清，形成所謂朋黨資本主義 (crony capitalism)，而容易衍生金融機構授信上的道德風險問題。尤有甚者，有些國家可能預期當金融危機發生時，會獲得國際貨幣基金的援助，而放任該國金融體系腐化，不謀改善之道。

(六) 過度投資與過度依賴外資影響金融體系運作

東亞國家政府因強調以快速累積資本來達成高度經濟成長的政策，而使得大量資本流入，甚至造成資金氾濫。另一方面，採取釘住美元為主的一籃通貨匯率制度可提供較低成本的資金，企業因而可能過度投資。就產業實質觀點而言，造成生產過剩，加上出口競爭力衰退，及該地區國家的金融體系和監理制度不健全，亦使金融機構未能客觀評估授信，容易產生授信上的道德風險問題。盲目投資加上國內資金不足，造成許多東亞國家過度依賴外資的現象。由表 8 可以發現，東亞國家的投資對 GDP 比率 (I/Y) 大於儲蓄對 GDP 比率 (S/Y)，此反映投資過剩，但國內儲蓄卻來不及支應的現象，以致過度依賴外國資金流入。以 1996 年為例，泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓及南韓的投資對 GDP 比率分別為 41.73%、41.54%、30.80%、24.02%及 38.42%，而同一年美國投資對 GDP 的比率僅為 15%。^⑥因此，一旦經濟情勢惡化、信用緊縮及外資撤出，將導致缺乏投資效率的企業宣告倒閉，並使得金融風暴迅速地擴大。

(七) 外匯存底不足與短期外債比率過高

許多亞洲國家因外匯存底不足，加上其國內金融市場不健全，未能提供滿足經濟發展所需要的金融仲介功能，造成過度依賴外資的現象，多年來靠外國貸款來支應其經常帳赤字。表 9 及表 10 顯示，許多亞洲國家存在短期外債比例過高及外匯存底不足的等問題，例如，1995 至 1996 年南韓、印尼的短期外債均遠超過其外匯存底 1 倍以上。又因聯繫匯率制度行之有年，大部分外國貸款係以美金計價，加上亞洲企業欠缺避險觀念，且外匯市場亦未充分提供適當的避險工具，以致當外匯存底出現不足時，國際金融投機客便發動攻擊，在龐大以美元計價的外債到期壓力下，政府將不得不放棄固守匯率的立場，投資者更因缺乏避險工具而受傷慘重，泰國和南韓均屬明例。^⑦

在亞洲金融危機發生之前，許多亞洲國家已經歷了長期的經常帳赤字，大部分的國內長期投資是以短期性外國資本流入為融資來源。造成資產以本國貨幣計價，而負債以外幣計價的通貨不匹配 (currency mismatch) 及長期投資以短期資金支應的到期限不匹配 (maturity mismatch) 情形，因而導致產業基本面的脆弱性。

註⑥ 請參閱 O. Blanchard, *Macroeconomics* (New Jersey: Prentice-Hall, 2000), p. 474.

註⑦ 請參閱陳茂璋、林建甫，「亞洲金融危機成因之探討」，*金融財務*，第 1 期 (1999 年 1 月)，頁 69-87。



表 8 亞洲主要國家的投資—儲蓄缺口——1990 至 1997 年

單位：%

		1990 年	1991 年	1992 年	1993 年	1994 年	1995 年	1996 年	1997 年
泰國	I/Y	41.08	42.84	39.97	39.94	40.27	41.61	41.73	34.99
	S/Y	32.33	34.83	33.73	34.26	33.89	33.25	33.22	32.64
	(I/Y) - (S/Y)	8.75	8.01	6.24	5.68	6.38	8.36	8.51	2.35
印尼	I/Y	36.15	35.50	35.87	29.49	31.06	31.93	30.80	31.60
	S/Y	31.75	31.10	33.41	28.66	29.52	27.65	27.50	27.98
	(I/Y) - (S/Y)	4.40	4.40	2.46	0.83	1.54	4.28	3.30	3.62
馬來西亞	I/Y	31.34	37.25	33.45	37.81	40.42	43.50	41.54	42.84
	S/Y	29.07	23.24	30.06	27.70	33.81	34.65	37.81	39.34
	(I/Y) - (S/Y)	2.27	14.01	3.39	10.11	6.61	8.85	3.73	3.50
菲律賓	I/Y	24.16	20.22	21.34	23.98	24.06	22.22	24.02	24.84
	S/Y	17.85	17.76	18.16	17.29	20.32	17.16	19.35	18.77
	(I/Y) - (S/Y)	6.31	2.46	3.18	6.69	3.74	5.06	4.67	6.07
新加坡	I/Y	35.87	34.21	35.97	37.69	32.69	33.12	35.07	37.40
	S/Y	45.32	46.56	48.35	46.17	50.82	51.05	51.33	51.30
	(I/Y) - (S/Y)	-9.45	-12.35	-12.38	-8.48	-18.13	-17.93	-16.26	-13.90
南韓	I/Y	36.93	38.90	36.58	35.08	36.05	37.05	38.42	34.97
	S/Y	35.69	35.74	34.88	34.91	34.60	35.14	33.60	33.06
	(I/Y) - (S/Y)	1.24	3.16	1.70	0.17	1.45	1.91	4.82	1.91
香港	I/Y	27.44	27.20	28.50	27.54	31.85	34.91	32.38	35.08
	S/Y	35.85	33.78	33.76	35.67	33.83	31.94	29.95	31.33
	(I/Y) - (S/Y)	-8.41	-6.58	-5.26	-8.13	-1.98	2.97	2.43	3.75
中國	I/Y	34.74	34.77	36.17	43.47	40.88	40.20	38.73	37.55
	S/Y	37.77	37.84	37.26	41.29	42.04	40.22	39.25	41.15
	(I/Y) - (S/Y)	-3.03	-3.07	-1.09	2.18	-1.16	-0.02	-0.52	-3.60
台灣	I/Y	23.08	23.29	24.90	25.16	23.87	23.65	21.24	22.20
	S/Y	30.50	30.26	28.93	28.68	26.99	26.70	25.92	25.43
	(I/Y) - (S/Y)	-7.42	-6.97	-4.03	-3.52	-3.12	-3.05	-4.68	-3.23

註：Y 代表一國的 GDP，I 代表一國的投資額，S 代表一國的儲蓄額，(I/Y) - (S/Y) 表示投資—儲蓄缺口。

資料來源：World Bank, *The Global Development Finance Report*, <http://www.wb.org/>；IMF, *International Financial Statistics*, <http://www.imf.org/>。



表9 亞洲主要國家短期外債占總外債比例——1990至1996年

單位：%

年別 國別	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
南韓	30.87	28.19	26.99	25.85	25.47	51.60	50.20
印尼	15.29	18.00	20.52	20.17	18.05	20.87	24.98
馬來西亞	12.43	12.14	18.18	26.58	21.13	21.19	27.83
菲律賓	14.48	15.24	15.93	14.01	14.29	13.38	19.34
新加坡	17.51	18.92	19.91	17.87	13.28	14.56	19.81
泰國	29.63	33.13	35.22	53.01	60.67	72.36	41.41
香港	45.97	46.63	45.89	41.19	30.04	28.36	43.57
中國	16.85	17.89	19.01	17.80	17.40	18.91	19.72
台灣	88.31	86.49	86.39	84.99	76.75	72.18	68.44

註：台灣在1990至1996年間因為總外債均未逾300億美元，且多屬民間短期外債，故在本表統計上短期外債占總外債比例最高，但相較於其他亞洲國家，台灣外債總餘額則屬很少的。相對於表10，亞洲主要國家短期外債對外匯存底比率，台灣平均約24%，則屬很低。

資料來源：World Bank, *The Global Development Finance Report*, <http://www.wb.org/>。

表10 亞洲主要國家短期外債對外匯存底比率——1990至1996年

單位：%

年別 國別	1990年	1991年	1992年	1993年	1994年	1995年	1996年
南韓	72.13	81.75	69.62	60.31	54.06	171.54	203.23
印尼	149.28	154.62	172.81	159.70	160.36	189.42	176.59
馬來西亞	19.54	19.05	21.12	25.51	24.34	30.60	40.98
菲律賓	479.11	152.31	119.37	107.68	95.00	82.85	79.45
新加坡	2.65	2.67	2.35	2.04	1.75	1.78	2.60
泰國	62.55	71.31	72.34	92.49	99.48	114.21	99.69
香港	30.51	26.87	22.82	20.64	22.02	16.82	17.50
中國	55.34	43.70	108.55	113.74	54.08	49.61	38.46
台灣	23.92	22.29	23.08	25.21	23.69	24.20	23.54

資料來源：同表9。

(八) 匯率制度失當與幣值高估

雖然外資的注入有助於東亞五國在1970年代及1980年代的經濟成長及外債的償還，但由於不當的金融自由化措施，伴隨著釘住美元匯率制度，導致資金的不當配置，加上金融監理不夠嚴格，銀行資本適足性不足，以及授信品質惡劣，投資計畫不當等因素，金融危機終於爆發。1990年後，亞洲國家因經濟快速發展而有大量資本流入，造成各國幣值上升，其炒作亦導致如房地產等非貿易財的價格上升。此外，各國為吸引外國資金而實施對美元的釘住匯率制度，但自1995年起美元在國際市場走強，加上許多亞洲國家經濟基本面呈現惡化，而匯率釘住美元的結果，使得國內幣值出現高估現象，1997年下半年至1998年上半年亞洲金融危機期間造成泰國與印尼的匯率及股價變動頗大，即是明例。



（九）東亞各國過量投資及過量儲蓄相結合

亞洲金融危機發生的原因，大致如前述的各種論點，但另有學者認為內在的過量投資和外來的過量儲蓄相結合，才是亞洲金融危機發生的根本原因。許多東亞國家的過量投資主要依賴外來的過量儲蓄來供應。不論那一種情況，過量投資或過量儲蓄均提供經濟失衡的條件。過量的投資會使就業增加，引起物價膨脹；過量的儲蓄使資金流入不動產及金融市場則會產生泡沫經濟，而當泡沫破滅時，將導致經濟嚴重衰退、失業大量增加的現象發生。過量的投資被認為是亞洲金融危機的基本原因，而國際投資者不過是導火線而已。如果內在的過量投資無外來的過量儲蓄供應，它不可能使這些東亞國家在房地產及股市從事如此多而不必要的投資，進而引爆東亞嚴重的金融危機。^⑳

二、金融面的觀點

1997 年大量資金開始由亞洲撤離時，資金移動的背後應是一連串預期的結果。因預期釘住美元的匯率制度會崩潰，而這種預期最後可能變成大家集體的信仰，進一步導致「自我實現」(self-fulfilling) 的可能性，這也就是第二代金融危機模型的假說。Obstfeld 首先提出「自我實現」的理論模型，他認為當個人預期投機性攻擊會導致政府改變信用擴張政策時，則投機性攻擊的發生完全決定於個人自我實現的預期，與經濟基本面好壞無關。因此，金融危機的發生不再只是單一的均衡解，而是存在著不確定性的多重均衡解。^㉑

第二代金融危機模型中設定了一個基本面的灰色地帶，當基本面進入這個灰色地帶 (gray zone) 時便可能發生金融危機，但不一定會發生。它認為金融危機的發生雖無法預測，但可以藉由比較得出發生金融危機機率較高的國家，這是和第一代金融危機模型最大區別之處。所謂基本面的灰色地帶，是指經濟情勢無惡化趨勢，亦無好轉跡象之時。這種金融危機型態主要強調的是，當投資人中有相當數量悲觀主義者形成集體行動時，將會刺激其他投資人採取相同行動而導致危機發生。據此，Sachs 提出以下五個原因來解釋亞洲金融危機的發生：^㉒

註 ⑳ 但是，如果這些國家的金融部門健全的話，即使不能完全避免金融危機，其嚴重性也會減輕很多。請參閱于宗先、徐滇慶，**從危機走向復甦—東亞能否再度起飛**（台北：喜馬拉亞研究基金會，2001 年），頁 1-15。

註 ㉑ 以此觀點為基礎的研究包括 Cole 與 Kehoe, Sachs、Tornell 及 Velasco 等人。「自我實現」的金融危機型態是第二代金融危機模型所普遍接受的解釋。因為接受自我實現發生的可能，所以這些研究都強調以下兩項假設：1. 政府依據本身的目標函數進行動態的政策調整；2. 多重均衡的存在，是依據政府政策和市場投機力量的互動以決定最終的均衡。請參閱 H. Cole and T. Kehoe, "A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis," *Journal of International Economics*, No. 41 (1996), pp. 309-330；J. Sachs, A. Tornell, and A. Velasco, "Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995," *NBER Working Paper*, No. 5576 (1996)。

註 ㉒ 請參閱 J. Sachs, "The Deepening Crises in Asia."



- 1.因恐慌而造成更恐慌。Sachs 認為亞洲金融危機是屬於自我實現的恐慌性危機，當國外債權銀行計算出債務人的負債大於資產時，因擔心無法將債權換回美金，自會爭先恐後提錢而造成更大恐慌，故 Sachs 認為要解決亞洲金融危機最重要的是解除這種自我實現的恐慌。
- 2.提高利率的反效果。國際貨幣基金和美國政府認為提高利率，外流資金才會再流回，故主張亞洲國家應提高利率。但利率提高後，反而造成這些國家或其企業還不起債務。當短期債務到期時，企業亦無能力借新還舊，導致許多企業債信崩潰，甚至倒閉。
- 3.由前兩個原因導致惡性的負債—物價緊縮循環 (debt-deflation cycle)。金融機構因壞帳增加導致資產品質惡化，而急著儘速收回放款，其結果是物價緊縮出現而造成景氣更加惡化，這又進一步造成金融機構資產品質的惡化，如此惡性循環下去。
- 4.匯率難守。國際貨幣基金和美國政府要求亞洲國家守住匯率，因為穩住匯率始能恢復信心而使資金回流。但除非國際貨幣基金借給這些國家足夠且利率低的長期美元貸款，不然這些國家自己根本守不住匯率，最後結果國幣仍要大貶。
- 5.貿易互賴的乘數效果。亞洲國家彼此互相倚賴的貿易關係，透過貿易乘數效果，使得整個亞洲經濟情況更形惡化。

除了以上從基本面與金融面解釋亞洲金融危機的發生外，亦有從金融制度面與監理面，以及金融市場的因素來加以探討亞洲金融危機的發生，茲分析如下：

(一) 金融制度的缺失

金融制度的缺失可從兩方面來討論：

- 1.金融自由化的準備工作未臻完備即貿然實施，加深了金融面的動盪

1980 年代，國際經濟學者如 Edwards 針對中南美的阿根廷與智利的債務危機做了相關的研究，其主要結論為：經常帳的自由化（即貿易扭曲的解除）應擺在金融帳的自由化（即開放資本的自由進出）之前，更不可在國內金融體制仍舊受到壓抑或扭曲的情況下貿然開放資本移動自由化。^①這是因為金融商品的價格調整速度很快，一旦偏離基本面（或長期均衡值），往往一發不可收拾，並會誘發產品市場或經常帳資源配置的扭曲。但東亞各國似乎普遍違反此原則，馬來西亞於 1990 年、泰國於 1993 年分別成立境外金融市場，外資透過境外金融市場源源不斷的流入各產業，雖達成增加投資、拉高成長的目標，但透過境外金融市場引入的外國資金，其穩定性較差，且各國對外資投資股市的比例限制較寬，致大量外資流入權益市場，在必須支付外國投資者鉅額的投資所得下，經常帳赤字亦隨之擴大，故貿然開放資本帳自由化，實是有害無益。

- 2.缺乏健全的金融監理體制

註① 請參閱 S. Edward, *Real Exchange Rate, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1989).



東亞各國對金融機構的管制與監理過於寬鬆，金融機構的數目快速增加。以印尼為例，印尼於 1988 年降低銀行設立的門檻，使得銀行家數由 1989 年的 111 家增至 1994 年的 240 家。^②金融機構的數量增加，使競爭更為激烈，迫使其從事更高風險的業務，競相放款給投機性很高的房地產與股市相關產業，造成不良債權激增；並結合境外金融市場，避開國內監理機關的監督從事高風險的衍生性金融商品的操作。在這同時，各國的金融監理制度也並未因金融業的蓬勃發展而改善，同時監理人才不足，金融檢查功能未能發揮，缺乏風險管理，銀行超貸額度過大，逾期放款比率偏高。例如，1997 年印尼、南韓及泰國的逾放比率分為 9%、14%及 18%。加上政商勾結使得金融資源的誤用相當嚴重，如南韓的銀行體系在政府刻意放縱下，低利超貸給大財閥，以挹注其不計成本、忽略利潤的盲目擴張生產經營方式，終於導致債臺高築、週轉不靈，而陷入金融危機的深淵。

（二）金融市場的不穩定

金融市場往往因為個別債權人的理性行為導致集體的恐慌行為，而後產生自我實現的金融危機。雖然東亞股匯市在 1997 年底及 1998 年初的大跌是肇因於經濟衰退及制度面的不良管理，但債權人及投機客的個別的理性行為（預期金融危機即將發生，紛紛採取自保措施），導致集體的恐慌，使得金融市場反應過度而產生金融危機，亦是重要的因素。

（三）金融預警制度的不完備

1990 年代的歐洲、墨西哥、亞洲及俄羅斯的通貨危機引起世人對政府控制匯率受到投機攻擊的注意，並產生此等危機是否可以利用系統性的預警模型予以預測，或基本上它們是無法預測的問題爭論。Flood 與 Marion 對最近的通貨危機文獻作一回顧，探討固定匯率投機攻擊模型如何幫助吾人對通貨危機發生原因的了解，解釋實證模型如何用以檢定危機的可預測性及為何資本市場整合經常導致在金融危機期間更大的金融不穩定與金融危機發生的更加無法預測性。^③

三、國際層面的觀點

國際層面的問題乃牽涉到借款者與放款者雙方行為的「道德風險」。1990 年代以來，身為放款者的國際大型商業銀行一直故意忽略完整的風險評估報告，仍然借貸大量資金給予亞洲國家的銀行。它們之所以讓超貸的情形長期存在，可能是因為這些國

註② 請參閱左峻德、朱正中，「東亞金融危機對我國之影響及因應對策」，*經濟情勢暨評論*，第 3 卷第 4 期（1998 年 2 月），頁 9-23。

註③ 請參閱 R. P. Flood and N. P. Marion, "Perspectives on the Recent Currency Crises Literature," *IMF Working Paper*, WP/98/130 (1998).



際大型商業銀行早就預料到銀行間的跨國短期負債 (short-term interbank cross-border liabilities)，將會有效地受到有利於債務人的「直接的政府干預」或「間接的 IMF 緊急援助」保證，所以便放心地把錢大量貸放給債務國。

身為借款者的國家也樂得輕鬆，坐擁大筆資金進行各種大而不當的投資計畫，造成這些國家債台高築、虛有其表的窘境。加上先前歷次金融危機發生後，國際貨幣基金都會援助發生危機國家所產生的不良示範，這又是另一層次的「道德風險」問題，讓借貸雙方都認為國際貨幣基金必定會在金融危機出現時伸出援手，未曾置之不理。是故，在諸多警訊之下，國際資金仍不斷地投入亞洲新興市場，正因為這種預期心理，所以亞洲的經濟泡沫才會愈擴愈大，但卻也在一夕之間迅速破滅，國際資金抽離導致危機加速蔓延。由此觀之，Krugman 認為「國際間的資本移動成本降低」也是造成金融風暴的主要原因之一是有其根據的。^④ Chang 與 Velasco 則認為流動性不足為造成金融體系問題的根源，此為新興市場國家發生金融危機的必要且充分的條件，而金融自由化，則促使短期資本流動，形成銀行流動性不足，增加其脆弱性。^⑤

肆、國際貨幣基金與亞洲金融危機

國際貨幣基金 (International Monetary Fund, IMF) 係在 1945 年根據布萊頓森林協定 (Bretton Woods Agreements) 設立，至今已五十餘年，其成立宗旨在於維持國際金融市場的穩定，目前則以對國際收支失衡國家提出條件性的金融援助為主要任務。在該協定第 4 條與第 8 條中，除了有關匯價安排契約促使各會員國承諾施行合理的貨幣制度與財政政策外，還詳細規範會員國相互之間，尤其是在國際貿易上所應承擔的一般義務，該協定明文禁止以經常開支限制及匯率操縱的方式對其他國家施加不公正影響的行為。^⑥雖然國際貨幣基金對國際金融環境的穩定有其貢獻，但其援助效果經常受到質疑，論者對其援助是否有助於受援國長期經濟成長更持保守的態度。為了因應亞洲金融危機所需的資金，國際組織、工業先進國家及亞洲鄰國相繼承諾提供不同金額的援助，國際貨幣基金則以提供特別提款權 (SDR_s) 的方式介入，希望以經濟改革計畫與 SDR_s 的配合能逐步弭平金融危機。

註④ 請參閱 P. Krugman, "Asia: What Went Wrong."

註⑤ 請參閱 R. Chang and A. Velasco, "Financial Crises in Emerging Market: A Canonical Model," *NBER Working Paper*, No. 6606 (1998).

註⑥ 自 1944 年 7 月在美國新罕布夏州布萊頓森林 (Bretton Woods, New Hampshire) 小鎮舉行「國際貨幣金融會議」決議，並於 1945 年 12 月設立 IMF 以來，迄 2006 年 9 月底前有 184 個會員國。其成立旨在促進國際貨幣合作、匯率穩定及有秩序的匯率制度，以加速經濟成長與維持高度就業，並對需要之國家提供暫時性的金融協助。因此，IMF 行使三個基本職能：監督會員國的貨幣制度與匯率政策、為國際收支困難的國家提供信貸、以及為會員國提供政策建議。請參閱 *Articles of Agreement of the International Monetary Fund, Article I—Purposes*，及張光平，*國際貨幣基金組織與亞洲金融危機*（台北：八方文化公司，1999 年），頁 6。



一、國際貨幣基金的困境

亞洲金融危機，讓吾人感受最深的就是「政治」與「經濟」的衝突。像 IMF 在馬來西亞、印尼、泰國及南韓等國所遭致的抵抗，在在反映出其政策方式有許多改進的空間。許多時候 IMF 採取的方式令人覺得不夠高明，太過強勢、霸權，而且未考慮到各國的特殊情況。但是，就另一方面來看，如亞洲國家這般人治色彩濃厚的威權政體，如果不是因為金融危機，遭遇困境，又怎會接受 IMF 的「干涉」呢？本節將就國際貨幣基金在亞洲金融危機中的角色予以介紹。

（一）政治不穩定與政策不確定性

當一國存在「制度隨時有可能改變」與「無法明確表明健全的總體經濟政策」時，都會降低國際金融市場（不論是國際大型商業銀行或是國際金融組織）對其提供經常帳融通的意願。特別是，當經濟基本面不是很好時，預期政治與金融環境的惡化可能導致國際收支與匯率出現危機，這樣的轉變往往是極快速而毫無預警的。

在亞洲金融危機的整個過程中，市場的預期反映了區域中政治與政策的不確定性，各國政府與 IMF 第一回合的計畫是簽署了，但是各國政府並沒有確實執行。姑不論原先的 IMF 計畫是否合適，很清楚的是各國政府連最基本應做的都沒有達成。例如，在印尼，貪污與專制制度的腐敗，使其完全忽視國會多數決同意的承諾，直到總體經濟情況嚴重敗壞到完全瓦解，才任由印尼盾自由貶值，這是極不負責任的做法。印尼經濟改革失敗最主要的因素正是因為總統 Suharto 所領導的政府不願展現進行經濟改革的決心。長達 30 年的獨裁統治，Suharto 家族與其關係密切的財團，互相勾結的政府官員，早已引起民衆的不滿。因此，當 IMF 的改革方案送至印尼時，也引起了暴動，學生所領導的示威抗議占據了國會廣場，並且要求 Suharto 下台，最後 Suharto 在民衆與軍方的雙重壓力之下，終於宣布辭職。由此也可以看出，當政權不穩定或執政者的合法性受到質疑時，再加上國內社會團體的反對壓力，IMF 的制約條件就更加窒礙難行了。南韓政局不穩、工潮不斷、經濟不景氣，國外法人對南韓經濟前景展望普遍抱持悲觀態度，在外國投資人爭相出脫持股，並將售股所得兌換成美元的情況下，更助長韓圓貶值的壓力。1997 年底，南韓政局由反對黨領袖贏得總統大選，經貿政策尚未明朗，對一向與執政黨關係交好的大財團，將益增其經營上的不確定感，也使 IMF 的援助有所遲疑。

（二）政治因素超越經濟因素

印尼的例子顯示，由 IMF 出面應允給陷入國際準備困難的國家融資，不但沒有收到預期的效果，反而激發了當地人民與政府的民族意識，造成政治上的動亂，也給予當地政客與既得利益者不合作的藉口。由此看來，從經濟因素思考與從政治角度思考，常常是相牴觸的，這二者之間有著微妙的牽制與平衡關係。至於馬來西亞，更是其中的極端代表，為避免重蹈泰銖鉅貶的覆轍，在總理馬哈迪強人政權領導下，無論



是經濟政策或貨幣政策，完全由其掌舵，中央銀行一直處於附屬地位，缺乏獨立性。且對馬國匯率與利率的調整，卻舉棋不定使經濟信心進一步喪失，而且根本不願接受IMF的援助，站在維護經濟自主權的角度而言，有其道理存在。再者，南韓由於IMF在1997年12月初伸出援手，緊急資金紓困，慘遭金融風暴的危機與威脅，可說大致紓緩，但未來三年南韓的經濟政策將完全聽命於IMF，亦即未來三年南韓經濟喪失自主權，由IMF主導，這等於南韓經濟接受IMF的經濟托管。南韓民衆認為南韓為世界第11大經濟體、OECD俱樂部的成員，請求IMF緊急資金紓困是繼1910年「日韓合邦」後大韓民族第二次國恥。因此，許多改革政策受到來自大企業集團、工會、銀行團、技術官僚及在野黨等各方面勢力的極度抗拒。

從國際金融市場的角度來看，一個市場是否值得投資，有下列因素值得觀察：首先，這個市場所屬的政治法律制度是否安定，至少須代代以和平手段轉移政權，對國際資金而言十分重要；其次，資金管理者會注意是否有確切的證據，以證實這個市場的經濟已安全進入快速成長的軌道上；此外，一個國家的金融市場與基層建設是否完備，尤其經濟性基本建設投資回收是否無虞，也是資金管理者非常重視的。以上三個條件缺少任何一個，即使其他兩個因素再誘人，國際金融市場中流動的大額資金都不會輕易的投入或轉向。^㉞

就東亞這些國家來說，政治的因素似乎已經超過了經濟因素的重要性，傳統的經濟分析方法似乎也已經不能對經濟與金融情勢的發展提供滿意的答案。尤其是，西方國家對IMF相關政策的質疑，更加深了一般人對各種專家或權威人士言論的不信任感。

二、國際貨幣基金的因應措施

IMF於成立之初共有29個會員國，至2006年9月底會員國已增加至184個，當各會員國的國際收支失衡或匯率制度面臨危機時，IMF有提供資金，以協助各會員國恢復國際收支平衡與維繫國際金融穩定的義務。根據美國傳統基金會（Heritage Foundation）的研究，在1965至1995年期間，接受IMF援助的國家高達89個，計有48個國家經濟情況並未改善，其中有32個國家更為窮困，而這32國中，至少有14個國家的經濟規模縮小於15%以上。不過，亦有41個國家因接受IMF金援而經改成功，如以簡單比例分析，IMF援助成功的比例為46.07%。^㉟每當各國或地區發生金融危機，總是會引起國際機構的高度關注，尤其是國際貨幣基金或世界銀行亟思建立怎樣的制度以便因應接連發生的國際金融危機。鑒往知來，本節將探討國際貨幣基金對國際金融危機的因應措施及其效果。

註^㉞ 請參閱長谷川慶太郎原著，汪仲譯，*亞洲金融風暴—世紀末經濟危機*（台北：時報出版社，1998年），頁160-162。

註^㉟ 請參閱林正牧，「評IMF金援措施之成效」，*台灣經濟研究月刊*，第21卷第4期（1998年4月），頁17-18。



（一）國際貨幣基金對金融危機處理的原則

IMF 的金融援助多半附帶制約條件，要求受援國做結構性的調整，包括緊縮國內信用、國幣貶值等制約條件，及承諾「緊縮與開放」的政策，如財政赤字、公共開支、稅制改革、匯率與貿易政策，及外國直接投資等措施。

金融危機使一國的外匯存底快速消滅，為挽救國際收支的危機，該國將向 IMF 請求支援。IMF 的貸款不同於基礎建設的貸款或商業性的貸款，其貸款常附加嚴格的條件，一般對於受援國提出的條件包括：(1) 在總體經濟政策上採行緊縮措施（如減少公共支出、降低補助額）、縮減經常帳赤字、控制物價膨脹、加強稅捐徵收；(2) 採緊縮性貨幣政策；(3) 外匯交易自由化與匯率一元化；(4) 利率自由化；(5) 增加公用事業與公共服務的費率（如油電、食品、及基本原料的價格）；及 (6) 金融重整，加強金融監督管理，要求關閉不良銀行、准許外人投資併購銀行。^③

IMF 認為結構性改革應針對金融體系的重大缺失與其管理上的弊病，若金融機構的弊病不解決，貨幣政策的效果必大打折扣，而財政政策也會因政府保證太多債務而失去意義。根據 IMF 在 1999 年 1 月的報告指出，IMF 對金融危機發生的國家提供援助的基本策略包括三方面：^④

1. 採用結構性改革：即重建金融體系，並採相對應措施促進經濟持續成長，以建立信心並阻止資本外流。
2. 調整總體政策：包括採行溫和的緊縮性財政政策，以改善惡化的財政狀況，並彌補金融部門重建的執行成本。以緊縮性貨幣政策來減少資本外移，降低國幣貶值壓力，避免匯率超過反應基本面應有幅度的過度調整。
3. 提出大額融資方案，協助恢復信心：即由 IMF 出面協調各會員國對發生金融危機的國家提供資金援助。

（二）國際貨幣基金的援助效果

過去 IMF 的金融援助多半只具短期紓困效果，其雖試圖以條件性金援來達成援助的長期效果，但因援助條件通常只著重在經濟面的改革，忽略政治與社會面因素的影響，因此無法產生促進長期經濟成長的效果。在資訊通信發達、各國開放金融帳速度趨快的情形下，IMF 的腳步相對的並未能隨著時代的潮流亦步亦趨，不但可動支的基金能量相對於國際游資趨於縮小，對於受援國家所採之經濟對策，亦多屬緊縮性而非擴張成長導向，且對改革的措施又無法貫徹，以致成效較預期為低。

IMF 的救助方案，有幫助泰國、南韓、印尼及俄羅斯等國緩和金融危機的作用，然而其所要求的條件，包括緊縮的貨幣和財政政策、調高利率、取消政府補助及指定

註^③ 請參閱 M. Camdessus, *The Role of the IMF: Past, Present, and Future* (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1998).

註^④ 請參閱楊雅惠，「國際貨幣基金在亞洲金融風暴中之角色」，*經濟前瞻*，第 62 期（1999 年 3 月），頁 58-62。



的貸款，在長期間，雖屬正確的作法，但在短期間為恢復外資信心而提高利率的作法，對需求造成緊縮的作用，使得體質良好的企業面臨週轉不靈，甚至倒閉，銀行的呆帳不斷增加使景氣更加惡化。因此，Krugman 主張管制外匯、刺激內需，才能扭轉原先已呈弱勢的實質經濟，使其不再繼續惡化，因此馬來西亞在 1998 年 9 月 1 日採行 Krugman 的建議嚴格管制資本移動。^① Cohen 與 Portes 將金融危機的源頭分成信心、基本面及經濟政策等三項構成要素，他們建議在某種情況下，IMF 扮演最先奧援者（lender of first resort）的角色可以改善事前的誘因而有助於化解信心危機，各國集體行動也可以減少債務危機及自我實現的危機。^②

長期以來，各界對 IMF 的角色及作法疑慮頗深。1998 年 IMF 要求美國再支援 180 億美元，美國財政部因而向國會提出此項申請，更引起了各方的議論及激辯。當時的財政部副部長 Lawrence Summers 於 1998 年 3 月 30 日特地發表「國際貨幣基金：對捐助國也有好處」（The IMF: Good For Donors Too）一文指出，^③美國必須支持 IMF，以協助解決亞洲金融危機，這對美國的將來也有助益。例如，美國出口將因而暢旺，美國勞工將會受益；安定的金融市場對美國存款者有利；以市場經濟為基礎的民主制度普遍發展的結果，對全體美國人都有利，且對美國國家安全極為重要。美國是 IMF 的最大股東，擁有 18% 的選票，美國扮演積極的角色對 IMF 及國際貨幣制度的運作將有重大的影響。

Summers 指出，經濟學家與歷史家們已花很長的時間去辯論亞洲金融危機發生的原因。但是，這些國家自己的公民與外國投資者雙方皆失去信心是促成該危機的主要要素。許多原因會造成信心的崩潰，包括太慢發現政策的嚴重錯誤、積債太多以及全球經濟環境的激烈變化等。IMF 代表國際社會要求經濟發生危機的國家必需採強力的國內政策措施來因應，並在符合這項要求的限制條件下，才給予金融協助，以利恢復信心。IMF 在提供金援貸款的同時，往往要求受援國家進行經濟改革，亞洲金融風暴接受 IMF 融資紓困的泰國、印尼及南韓等國，也分別在 IMF 的要求下，對於財務資訊透明化與可信度、金融與經濟自由化及國際化等方面進行重大財經改革。IMF 同時要求受援國家進行財政及貨幣政策緊縮，以控制物價、縮減政府赤字及增加貿易帳盈餘，IMF 並要求受援國家加強金融監督、企業整併、取消不公平的補貼及寡占政策，並對重大公共工程建設重新檢討其經濟效益。^④透過以上處方，IMF 認為泰、印、韓等三國之經濟、產業、金融體質經歷調整過程，將使經濟脫困並恢復快速成長。尤其 IMF 等國際金融機構資金紓困，南韓短期外債順利展延為中長期外債，以及政府積極從事經濟結構改革、資訊傾向透明化的影響，外國投資人對南韓已逐漸恢復信心，金融市場明顯趨於穩定，南韓因而避免了一次可能極為淒慘的倒債悲劇；泰國貨幣自 1998 年 1 月中旬的最低點至 1999 年 1 月已回升了將近 30%；亞洲金融危機一度被認

註① P. Krugman, "Asia: What Went Wrong."

註② 請參閱 D. Cohen and R. Portes, "Toward a Lender of First Resort," *IMF Working Paper*, WP/06/66 (2006)。

註③ 請參閱亞洲華爾街日報 (*Asian Wall Street Journal*)，March 30, 1998。

註④ 請參閱張光平，*國際貨幣基金組織與亞洲金融危機*，頁 45-46。



為可能擴大至全球，但於 1998 年下半年已被抑制。

三、對國際貨幣基金的評價

IMF 成立的目的是在於以國際協調與合作解決國際經濟秩序不穩定的問題，對國際金融秩序而言是相當重要的。因此，一提到金融危機，就無法不與 IMF 一起討論，而 IMF 的做法也的確引發了很大的爭議。到底 IMF 的援助有無效果？自 1994 年墨西哥金融危機、1997 年亞洲金融危機及 1998 年俄羅斯金融危機發生後，IMF 對墨西哥、泰國、印尼、南韓及俄羅斯所提供的紓困貸款高達 1,500 億美元以上，但是這些貸款似乎並未能及時阻止危機蔓延到鄰近國家，因此不禁令人懷疑，IMF 是否愈幫愈忙？IMF 所訂制約條件與監督會員國的經濟政策之權是 IMF 兩項最重要的武器。然而，制約條件所產生的政經效應卻讓 IMF 倍受批評。影響制約條件成效不彰的原因包含有 IMF 的組織結構因素、國際環境因素及執行制約條件之國家的內部因素。國際社會將所有的責任都歸於 IMF，實在是隔靴搔癢，同時也無助於解決當今資本全球化所引發的問題。^④

IMF 因為處理亞洲及俄羅斯金融危機的政策實在太過嚴苛，而遭到經濟學家及政客的強烈抨擊，所以後來 IMF 也將原訂的措施或標準放寬，以因應現實經濟環境的變化。在財政政策方面，IMF 降低其政策目標要求的標準，但有關貨幣政策及利率方面因引起廣泛的討論而有不同的意見。因為 IMF 認為較高的利率能吸引外資的湧入，而能中止亞洲各國貨幣的貶值，但卻忽略了較高的利率也代表著較高的成本，它會增加國內廠商融資的困難，銀行收縮放款的對象範圍，並且高利率還造成企業償債還款能力降低，因此導致銀行壞帳大增。當考量以上的負面效應後，在提高利率政策下，外資反而是減少流入此地區而非增加。

在此所要強調的是金融危機後，調高利率的利益是否會大於成本。若依 IMF 的看法，因其認為金融危機之所以發生只是投資人信心不足的問題，所以調高利率的效益必然大於成本。但是，Stiglitz 對 IMF 的觀點抱持懷疑的態度，他們證明提高利率的效益與成本的大小，將因各國家情況的不同而不同，需視國內外債務比例大小、債務期限結構、銀行壞帳比率、信用貸款市場的區隔程度等因素而定，提高利率政策並非萬靈丹。Stiglitz 認為亞洲經濟現況並不適合採取高利率政策，他們的實證研究結果指出，高利率與金融危機國家的匯率走勢之間的關聯性很小，而且提高利率帶來的成本對國內的企業、銀行而言是非常高的。^⑤

IMF 另一個受人爭議的政策為關閉金融機構。IMF 最初的作法是以結束一些銀行和金融機構，當作亞洲政府接受高度改革決心的證明。印尼在 1997 年 11 月 1 日即結

註④ 請參閱王瑤瑛，「國際貨幣基金的制約條件、執行成效與政經效應」，*問題與研究*，第 38 卷第 9 期（1999 年 9 月），頁 73-90。

註⑤ 請參閱 J. Stiglitz, *Macroeconomic Dimensions of the Eastern Asian Crisis* (London: Center for Economic Policy Research, 1998)。



束了 16 家銀行，IMF 在事後亦承認這種做法得到反效果。^④雖然對於體質差的銀行其做法不外乎關閉、合併、重新調整資本結構，但問題在於這些金融機構被關閉的太突然，且缺乏完整的重建計畫。IMF 的關閉計畫中並未包含存款保險的設置、銀行資產的管理以及如何強化金融體系，所以問題的本身即在於太倉促且草率地關閉銀行，尤其在缺乏存款保險及健全的金融重建計畫之下。這樣的關閉行為引發了其他體質健全的銀行受到影響，如印尼的中央銀行即被迫提供龐大的信用貸款，以保持原有銀行體系的流動性。在市場預期心理下，其他銀行也受到波及，故 Eichengreen、Gupta 及 Mody 認為，非隨機的 IMF 援助計畫——即容易取得、快速支付的 IMF 保險融資（insurance facility），將有助於減少資本移動的突然中斷，這種形式的融資保險尤其適用於基本面良好的國家。^⑤

到了 1998 年底，遭受亞洲金融風暴的國家，在匯率及利率逐步穩定下，貨幣政策也逐步寬鬆，而且像南韓、泰國等均已取得 IMF 的同意，採行某種程度擴張性的財政政策。因為外資信心仍未恢復，國內需求無法提振，出口方面也難以恢復危機前的水準，所幸進口的大幅減少，各受創國的貿易經常收支已明顯改善並呈現順差，而有助於外匯準備的回升。

儘管 IMF 成立的宗旨乃是為解決國際間的金融問題，但其成果卻往往獲得大眾的負面評價，尤其在本次亞洲金融危機中，IMF 雖採取了若干措施但卻遲遲無法帶領各國脫離困境，更引起世人對 IMF 功效的質疑，以下將針對 IMF 在亞洲金融危機中所扮演的角色，作一評論。^⑥

1. 國際貨幣基金未考量各國的政治及經濟環境的差異

IMF 對於接受金援國家的評估作業不夠開放，對於發生金融危機國家國情的掌握未能洞燭機先，且過去對於受援國家的經援工作，IMF 均以先進國家自由市場經濟的思維，強力主導介入受援國經濟，而提出的經改措施，因未考量各國的政治及經濟環境的差異，常因窒礙難行而難以貫徹執行，甚至部分受援國家在 IMF 介入經改後，因利率上漲，而難以支付貸款利息，最後貸款變成工業先進國家對開發中國家的捐助，這也是未來 IMF 面臨的挑戰。在此次亞洲金融危機中，IMF 所採取的措施基本上為 1994 年墨西哥金融危機的翻版，但很顯然的，這樣的措施並不能放諸四海而皆準，因為亞洲各國的政經情勢遠較墨西哥複雜。在政治方面，以印尼為例，在 IMF 強力介入印尼金融危機之後，印尼反而產生政治上的大動盪，結果造成印尼經濟更大的衰退。在經濟方面，亞洲各國與墨西哥根本上不同的地方在於亞洲各國的企業借貸盛行，企業的負債常常達到資產的 4、5 倍，這種在西方難得一見的作法在亞洲卻司空見慣，而

註④ 紐約時報 (New York Times) 在 1998 年 1 月 14 日指出：「一份國際貨幣基金組織對印尼經濟危機的內部機密報告承認，IMF 紓困方案中的一個重要措施，造成銀行的恐慌，帶來亞洲金融市場的進一步崩潰。…關閉銀行，不但沒有改善銀行體系的公眾信心，更引發新一波的避險資金外逃。該國約有三分之二的銀行受影響，約有 20 億美元的資金從銀行體系抽離。」

註⑤ 請參閱 B. Eichengreen, P. Gupta, and A. Mody, "Sudden Stop and IMF-supported Program," *NBER Working Paper*, No.12235 (2006).

註⑥ 請參閱張光平，*國際貨幣基金組織與亞洲金融危機*，頁 93-103。



當 IMF 要求各國採取緊縮政策時，不景氣和高利率使企業只有倒閉一途。IMF 罔顧各國政經情勢的差異，其救援成效自然大打折扣。

2. 國際貨幣基金建議的財政與貨幣政策過於嚴苛

在貨幣政策方面，IMF 始終認為緊縮貨幣政策是阻止通貨持續貶值或恢復市場信心的最有效措施，由於亞洲受紓困國在危機發生之初曾猶豫實施緊縮貨幣政策，以致錯失讓貨幣止跌回升的良機，但世界銀行則認為提高利率並非總是能成功地避開投機客的攻擊。^⑩ IMF 對於被紓困國往往要求採取緊縮的財政與貨幣政策，諸如降低經濟成長率、削減公共支出、增稅、提高利率以及通貨貶值等，這樣的措施卻造成各國經濟的衰退。^⑪

以南韓為例，IMF 要求南韓 1998 年的經濟成長率由 1997 年的 6.0% 降為 3%，造成了南韓 113 萬的失業人口，南韓的失業率也由 1997 年底的 2.6% 提高至 1998 年的 6.8%。提高利率則造成了南韓的市場資金緊縮，使得一些財務不健全的企業出現連鎖倒閉，投資及消費亦大量萎縮。削減公共支出及增稅造成公共投資大幅減少且國民賦稅增加。通貨貶值則增加了企業經營的風險，並使進口物價提高。由於 IMF 的條件過於嚴苛，南韓後來曾多次與 IMF 交涉，以免在紓困成效尚未顯現時南韓經濟就已垮台。由此可見 IMF 過於緊縮的政策，反而使危機更為惡化。換言之，當一個國家的市場機能不彰時，並不宜要求該國在緊縮的狀態下讓市場供需自行調整，凱因斯學派的政府強力介入方式在這次金融危機中受到重視。

在財政政策方面，IMF 在紓困之初要求這些國家採取緊縮性財政政策被認為並不適當，因為此通常適用於財政赤字嚴重的國家，其需要縮減預算赤字以恢復外資對政府的信心。相形之下，亞洲受紓困國的財政收支卻相對健全，有充裕的能力負擔財政赤字以刺激景氣，然而 IMF 卻沿用其對拉丁美洲國家的處方，一味要求採取緊縮財政政策，同時又搭配緊縮性貨幣政策，因此導致景氣急轉直下。

3. 國際貨幣基金對金融重整的措施過於強烈

Kindleberger 曾經強調斷然採取嚴厲的金融管制措施可能會引起金融恐慌。^⑫ 以印尼為例，IMF 堅持關閉印尼 16 家金融機構，但在事前 IMF 並未訂出保護存戶的適當規範，於是引起一場典型的銀行擠兌。IMF 在這次金融危機中所採取的多項金融改革方案，就長遠而言固然有其必要，但在短時間施行了過於強烈的金改措施，易造成金融恐慌，反而加深了金融市場的不安。

IMF 在紓困之初強力要求受援國家立即關閉經營艱困的金融機構，惟由於這些國家的金融體系原本即相當脆弱，且泰國與印尼皆沒有正式的存款保險制度，因此過去多年來這些國家（包括南韓）的存戶皆認為其存款隱含政府保證。但隨著政府關閉金

註⑩ 請參閱 World Bank, *Global Economic Prospects and the Developing Countries* (Washington, D.C.: World Bank, 1998), pp. 1-19.

註⑪ 請參閱 O. Blanchard, *Macroeconomics*, pp. 472-479.

註⑫ 請參閱 C. P. Kindleberger, *The International Economic Order* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press 1988).



融機構，以及可能還有更多金融機構被勒令關閉，民衆開始擔心此一隱含政府保證的關係，雖然南韓與泰國政府皆宣布範圍廣泛的存款保證，但仍造成民衆恐慌心理，競相將存款移往公營及外商銀行，終於使得所有的民營金融機構皆面臨危機。

印尼的銀行擠兌現象最爲嚴重，這是因爲印尼政府首先僅對被關閉銀行的 2,000 萬印尼盾（當時相當於 5,000 美元）以下存款提供保證之故。在 1997 年 11 月底，印尼盾的匯率大約介於 4,000 印尼盾到 5,000 印尼盾之間兌 1 美元，但在發生擠兌風潮後，國內外資金加速外流，印尼盾匯率在兩週之內暴跌至 12,000 印尼盾兌 1 美元價位。受此波及，外資亦對南韓的銀行體系失去信心，不願展延到期外債，終於迫使南韓向 IMF 求救。是以，IMF 的鐵腕政策，不但沒有恢復市場信心，反而有火上加油，加重金融危機之嫌。爲了避免金融體系的全面瓦解，政府被迫出面提供大量公共資金給金融部門，隨著金融機構日漸依賴公共資金，政府在金融部門的股份也顯著增加。

IMF 承認由於未預期的通貨貶值幅度及景氣轉呈大幅衰退，因此造成始料未及的銀行危機。經此教訓，IMF 認爲在實施金融調整之初即應優先進行金融法制改革，以確保金融機構在健全的基礎上營運。

4. 國際貨幣基金對債權國過於偏袒

IMF 將金融危機的過錯完全歸諸於受創國是不公平的，事實上外資亦須負擔相當責任，因爲若非他們將資金大量投入這些國家，又在短期內恐慌性的外逃，亞洲金融危機可能不會爆發，但卻未見 IMF 對西方債權人嚴辭譴責。IMF 由位於世界資本主義中心的國家所主導，而這些國家亦正是亞洲金融危機中的債權國，爲了保護自己的利益，各債權國只好大量對債務國放款，加上許多歐美銀行已因此提列鉅額呆帳損失準備。但對這些國家銀行放款的外資卻能獲得政府的保證，儘管必須以較低的利率展延債權，然而債權能夠確保，損失不大。事實上，有人認爲 IMF 提供資金協助這些國家償還外債，是爲了幫西方債權人脫困。IMF 的這種考量使得投資人確信若發生經濟危機時，IMF 必將出面爲其脫困，於是投資人在投資時更無禁忌。這種不對稱的對待債權國和債務國，使得國際間的資本移動愈來愈強勁與混亂，造成道德風險的問題愈加嚴重。^⑤

風險負擔的不對稱性，衍生出道德風險問題。若外資承受的風險損失不大，則外資可能草率地放款給亞洲國家的銀行以追求高利。有鑒於此，IMF 提議修改巴塞爾的資本適足率計算方式，將新興市場較高風險的經營環境及較不透明的會計實務反映在風險權數之中，以約束西方銀行對這些國家放款。

5. 國際貨幣基金措施妥適性問題

IMF 過於強調金融危機肇因於基本面不佳，而低估了債權人自我實現的恐慌心理，且 IMF 要求各國配合的措施並不見得適合而體質未臻健全的開發中國家。^⑥基於

註⑤ 請參閱鍾世靜，「金融危機與對策良藥苦口一備受批評的 IMF 金融紓困貸款方案」，*國際金融參考資料*，第 44 期（1999 年 12 月），頁 78-83。

註⑥ 請參閱 J. Sweeney, *Down the Drain: Why the IMF Bailout in Asia is Wasteful and Won't Work* (Washington, D.C.: Heritage Foundation, 1997).



以上認知，我們再回過頭來檢視 IMF 援助計畫所附帶的條件。這些附帶條件要求這些受援國家提高利率，緊縮開支。但是，當一國的經濟處於蕭條時期，根據總體經濟的基本原理，政府應該降低利率，以刺激投資。政府也應該擴大支出，以增加總合需求。由此觀之，這些附帶條件的要求似乎與經濟學原理背道而馳。無怪乎有些經濟學家批評這些附帶條件和 IMF 的建議，不但不切實際，而且猶如火上加油，使情況更加惡化。

綜言之，IMF 自 1945 年 12 月創設以來，其金援成效不彰，而本身運作機制未能符合時代潮流，甚至國際金融大環境的劇烈變化，均使得 IMF 救援金融危機，是否能夠奏效，埋下諸多不確定因素，未來情勢的演變為何，實仍值得進一步觀察。

四、國際貨幣基金未來角色的挑戰與改革的可能方向

國際間為避免發生流動性危機，設立「最後奧援者」(last resort) 是相當有必要的，^⑤目前可說只有 IMF。在亞洲金融危機之外，又出現俄羅斯金融危機，甚至擴及中南美國家，不僅美國，即連歐洲經濟亦有遭受拖累的壓力。此時，IMF 卻在本身亦遭遇資金短絀的窘境下，夾處於接受支援甚至要求提高支援的國家間，立場顯得十分尷尬。1998 年 4 月間在華盛頓 G7 會議中，柯林頓政府即曾提議全面改革「國際金融體系結構」，俾避免未來再度爆發類似的亞洲金融危機。

此項由美國財政部長 Robert Rubin 提出的計畫，強調 1.增加國際貨幣基金公布各國金融狀況的資訊數量；2.強化規範弱質銀行；以及 3.讓投資人和銀行為風險行為付出代價。這些皆為增強國際金融體系結構的重要因素，尤其是針對防範或因應金融的不穩定性以及可能發生的危機。Robert Rubin 認為強化各國的銀行與金融管制制度是預防危機的一項關鍵要素，有必要改善及協調各國的金融管制和監理制度。Robert Rubin 計畫中的第三要項，即是使民間投資人無法從 IMF 對金融危機的國家紓困的過程中獲利，而此點可能最難付諸實施。

美國政府擔心 IMF 資金匱乏的事態，Robert Rubin 即曾於 1998 年 8 月 12 日指出國際社會應重視解決亞洲金融危機問題的措施——包括 IMF 增資案，敦促美國國會儘速通過 IMF 增資案，美國國會為世界經濟局勢著想終於在 1998 年 10 月下旬同意增資 IMF180 億美元，希望能夠強化 IMF 的國際金融危機處理能力。^⑥

為防範金融危機的發生，IMF 曾提出以下對策：^⑦

(一) 擴展緊急資金來源方面

1. 簽訂新借款協定。IMF 執行董事會於 1997 年 1 月核定借貸新協定 (New

註⑤ 請參閱 F. S. Mishkin, "Lessons from the Asian Crisis," *NBER Working Paper*, No. 7102 (1999).

註⑥ 請參閱張明寬，「金融風暴及 IMF」，*國際金融參考資料*，第 44 期 (1999 年 12 月)，頁 117-121。

註⑦ 請參閱屈筱琳，「國際貨幣基金防範金融危機之道」，*中央銀行季刊*，第 19 卷第 3 期 (1997 年 9 月)，頁 46-57。



Arrangements to Borrow)，以強化維持國際貨幣制度穩定的能力。這項協定係將借貸一般協定 (General Arrangements to Borrow) 加以擴充，除了借貸一般協定的成員國之外，還將包括若干亞洲新興國家如香港、南韓、新加坡、馬來西亞、泰國等共 25 個國家參與提供信用額度，其金額最高達到 340 億 SDRs (約 470 億美元)，成為 IMF 最優先也是最主要的補充性緊急融資資金來源。

2. 建立緊急融資機制。IMF 鑒於墨西哥金融危機的教訓，乃於 1995 年 10 月建立「緊急融資機制」(Emergency Financing Mechanism, EFM)，使 IMF 得經由例外程序提供緊急融資，以迅速處理嚴重的金融危機事件，並協助會員國解決國際收支困難，或是支援會員國總體經濟結構調整計畫的順利推行。1997 年菲律賓受到泰國金融危機的波及而陷入困境，IMF 即首度運用此項機制，排除一般程序迅速核准菲律賓的請求，同意原應於該年 6 月 24 日到期之 3 年期「擴大基金融資」(Extended Fund Facility, EFF) 延長至同年 12 月底。此外，IMF 也於同年 8 月 20 日再度運用此項機制，核准提供泰國 40 億美元的融資方案，以協助泰國進行經濟金融改革計畫。

(二) 強化監督功能方面

1. 加強資本移動的監督：過去 IMF 只督促會員國撤除妨礙世界貿易成長的外匯管制，而在現今國際間大量資本移動日益頻繁的趨勢下，IMF 除了鼓勵會員國解除資本移動管制，加速資本自由移動之外，更明示對資本移動的監督角色，確保會員國必須伴隨在穩固的總體經濟環境與健全的金融體制之下，循序漸進地撤除金融帳的管制來達成資本移動自由化，以維持國際資本市場的順利運作。
2. 健全金融體制，包括：
 - (1) 擬訂新興市場金融穩定策略。1997 年 IMF 即針對若干經歷快速經濟成長而金融體制亟待革新的新興國家，責成一個跨國的工作小組——新興市場經濟金融穩定 (Financial Stability in Emerging Market Economies) ——來諮商與研擬一套金融穩定策略，明確指出健全金融體制的要件，包括穩固的總體經濟與結構調整政策，合宜的法規、會計、支付、清算及借貸制度，有效的監督管理與市場紀律，以協助新興國家政府強化金融穩定。
 - (2) 建立「國際銀行標準」。由於相關國際組織所提出有關銀行風險管理制度的準則，大部分只適用於先進國家，對於開發中國家金融體制的特性，並非完全適用，因此提出「國際銀行標準」(International Banking Standard)，以確實改善開發中國家的金融體制。
3. 建立統計資料公布標準：墨西哥金融風暴發生的主要原因之一，係墨西哥未能及時公布各項經濟金融指標，以及評估經濟金融政策的風險。因此，IMF 提出一套經濟金融統計資料公布標準 (data dissemination standard)，對於會員國公布經濟及金融資料的類別、時效性、可靠性及便利性等均嚴格規範，並由會員國自願加入遵循。此舉不僅有利於總體經濟政策的擬定與評估，同時可提高國家的信譽與投資人的信心，進而降低引發國際金融危機的風險。



(三) 建立健全金融法規

金融危機期間扮演救火主力的 IMF 與世界銀行二大機構，對於實現金融自由化的目標雖然一致，但是對於內容與實施步驟，卻又大相逕庭。世界銀行指出，IMF 一味追求金融自由化與允許資本自由移動，卻忽略建立健全金融法規的重要性。因此，世界銀行大力提倡有秩序的民間債務關係，建立健全的破產制度，以達成有效排除不良金融機構的目標。

(四) 資訊充分揭露與透明化

資訊不充分與不透明，是開發中國家最大的通病。投資人因無法即時獲得諸如外匯存底、國際收支狀況等充分的訊息，以及早綢繆因應之道，終於演成「獸奔行為」式的火上加油行動。即便政府機關都無法掌握民間債務的多寡，以便妥善規劃救急行動，收防範未然之效，這一點正是 IMF 認為事態最嚴重之處。

1999 年 6 月，G7 財政部長共同發表「強化國際金融架構」(Strengthening the International Financial Architecture) 報告，主張加強並改革國際金融制度與相關措施、推動資訊透明度與公開性、健全新興市場總體經濟政策與金融制度及改善金融危機的預防及管理。對於加強並改革國際金融制度與相關措施方面，G7 各國自 1999 年 2 月起建立了一個特別的「金融穩定論壇」(Financial Stability Forum)，負責金融市場監督與管理事務，加強國際協調與合作。此外，將 IMF 的臨時委員會改為常設的「國際金融與貨幣委員會」(International Financial and Monetary Committee)，由各國財政部次長組成，每年集會 2 次，並推舉世界銀行總裁為主持人。

在危機管理方面，IMF 執行理事會於 1999 年 4 月建立了「備援信用額度」(Contingent Credit Lines, CCL)，以備因他國的金融危機導致一國的國際收支生變時，供作短期預防之用。希望投資人就 IMF 對於相關會員國的經濟政策，以及對其會員國自行調整以因應變局的能力具有信心。1997 年亞洲金融危機時，IMF 曾對已經發生變局的國家，訂定「補充準備融資」(Supplemental Reserve Facility, SRF) 的規範。針對金融危機紓困時所產生的「道德風險」問題，G7 主張爲了提高國際資本市場的效率，民間債權人應自行承擔因投資不當與風險評估錯誤所產生的經濟後果。

在資訊公開方面，IMF 執行理事會 (Executive Board) 已於 1999 年 3 月同意擴大「特殊資料公開標準」(Special Data Dissemination Standard, SDDS)，對於各國的國際準備部位狀況，隨時提供更完整的資訊。理事會同時通過了「財政透明化的良好實務法規」(Code of Good Practices on Fiscal Transparency)，及訂定「貨幣與金融政策的良好實務法規」(Code of Good Practices on Monetary and Financial Policies)。對於民間部門的資訊公開良好實務法規，則配合巴塞爾銀行監理委員會 1997 年公布的「有效銀行監理核心原則」(Core Principles for the Effective Banking Supervision) 加以制訂。

(五) 加速研議採行國家債務重整機制——克魯格方案 (Krueger Proposal)



從 1990 年代起，開發中國家逐漸改以債券融資方式在國際資本市場上借貸。比起過去透過銀行融資，債券融通涵蓋為數更多的投資人，分散個別投資人的風險，也讓開發中國家能以較低成本對外借貸，並減少金融危機透過國際銀行傳遞的機率。但這項新趨勢也衍生出其他問題——由於債權人數更多，異質性更高，當面臨債務重整時，債權人間的協調勢必更困難。為了解決此問題，IMF 從 2001 年底著手研商新的國家債務重整機制，稱為克魯格方案。IMF 也希望藉由此一新架構，減少它過去對危機國家的緊急融資 (bail-out)。如果償債能力出現問題的國家可以迅速地與債權人達成債務減輕方案，IMF 就不需要被迫對這些國家提供緊急融資。這類的緊急融資被不少人批評為增加國際投資人的道德風險。由於缺乏國際投資人與美國的支持，以及 IMF 對金融危機的處理方式備受質疑，加上 IMF 擴權的憂慮，該方案在短期內實現的機會雖然不大，卻是解決國際金融危機的一種新構想。^{⑤⑧}

(六) 加強對金融危機的預防措施

Ostry 與 Zettelmeyer 指出，為了更有效達成預防金融危機的任務，IMF 的監理需要提供更強的誘因而使會員國遵循好的政策，並使市場避免陷入繁榮—破滅 (boom-bust) 的資本移動循環。為達此目的，IMF 應對各國的政策品質進行評估，並要求採行措施處理經濟缺失。一國獲得 IMF 信用的可能性應與其在非金融危機期間的政策品質相連結，因為這將創造採行更佳政策的更強誘因，並減少將流入資本用於無益於社會之用途的誘因。^{⑤⑨} Ramakrishnan 與 Zalduendo 探討 IMF 援助在金融危機預防中的角色，渠等認為 IMF 的融通經由提供流動性而有助於預防金融危機的發生，其作為金融危機預防工具在經濟基本面處於中間階段是最為有效的。^{⑥⑩}

Kim 構建一全球競局 (global game) 模型來分析 IMF 的援助計畫與預防金融危機發生兩者之間的關係。根據該模型，就受援國家的觀點，IMF 的援助 (融通) 與受援國家的政策調整對該國的流動性具有完全替代的效果，兩者均可減少危機發生的可能性。但是，在均衡時，IMF 的融通促使受援國家採行更強的政策，意謂對於危機的預防，IMF 的融通與受援國家的政策調整兩者具有很強的互輔關係。援助條件在持續的援助計畫中扮演關鍵的角色，提供相互保證的功能。亦即，對受援國家而言，採行 IMF 同意的政策，IMF 的融通將到來；對 IMF 而言，提供援助融通，受援國家將執行 IMF 同意的政策。如此，IMF 流動性的提供與受援國家持續更強的政策，兩者相輔相

註 ⑤⑧ 經濟學家安娜克魯格 (Anne Krueger) 在 2001 年 9 月任職 IMF 之後，即開始著手研擬新的國家債務重整機制 (sovereign debt restructuring mechanism, SDRM)，這個即一般所稱的克魯格方案。以上請參閱何泰寬，「國家債務重整新機制：克魯格方案」，*台灣經濟金融月刊*，第 39 卷第 4 期 (2003 年 4 月)，頁 35-40。

註 ⑤⑨ 請參閱 J. D. Ostry and J. Zettelmeyer, "Strengthening IMF Crisis Prevention," *IMF Working Paper*, WP/05/206 (2005).

註 ⑥⑩ 請參閱 U. Ramakrishnan and J. Zalduendo, "The Role of IMF Support in Crisis Prevention," *IMF Working Paper*, WP/06/75 (2006).



成，將減少金融危機發生的可能性。^⑥

對 IMF 的功過與變革，各方意見雜陳，甚至有相互矛盾者。有人認為應該允許匯率更自由變動，有人則主張對匯率變動應有所約束，最好全面恢復固定匯率制度；有人認為各國應該繼續強化國際資本市場自由化，有人則建議加強管制；有人主張國際經濟社會對於危機事件，應該強力涉入，有人建議 IMF 增資以強化其解決問題的籌碼，有人則強調任其發生，讓危機自行解決；有人則主張將 IMF 廢除；有人要求 IMF 排除腐敗的政府，將其對健全貨幣與財政政策的主張，強加到相關國家，也有人嚴厲批評 IMF 過度干涉受援國內政的不當。這些主張固然與提議者觀察問題的角度不同有關，但有一不爭的共識為：國際資本移動有其不容抹滅的價值，設法加強預防措施，方為務實之舉。

綜言之，各界對 IMF 的組織、角色、定位，並無共識。1997 年秋季所舉行的 IMF 年會並未解決 IMF 的角色問題。各國要解決其經濟金融問題，仍只有靠自身的政策與體質。由於台灣並非 IMF 的會員，無法享受其利益與權利，因此唯有自立自強、盡其在我的單一途徑。

五、對國際貨幣基金作法的省思與亞洲貨幣基金的芻議

1997 年亞洲金融危機的爆發，不僅挑起東協國家內部積習已久的弊端，包括貨幣政策的僵化、金融體系的失衡、政商關係的糾結及企業結構的失序等，更因牽動對外關係而使得整個區域從東南亞到東北亞，乃至俄羅斯與巴西等拉丁美洲國家皆陷入愁雲慘霧之中。此顯示在國際貿易日趨緊密結合的趨勢下，金融市場的連動性甚強，使得各國很難獨善其身，而自絕於區域金融危機所帶來的影響。

1997 年 7 月亞洲金融危機爆發後，泰國、南韓、印尼、俄羅斯等國先後紛紛向 IMF 求援，IMF 給予這些國家的援助包括兩部分，一是提供資金融通，一是要求各國採取調整措施。然而，就事後的觀點來看，IMF 的紓困方案並不能算成功，因為這些國家在接受其援助及處方之後，仍無法阻止危機的繼續擴大及蔓延，俄羅斯甚至在 IMF 紓困後的 1 個月，因危機加劇而片面宣布重整盧布國庫券及暫停償還外債。影響所及，導致新興市場債券的利率風險加碼大幅上揚，以及資金競相逃往高品質的低風險公債，導致包括長期資本管理公司 (LTCM) 等對沖基金遭受重大損失。

由於泰國、印尼接受 IMF 援助後，並未改善股匯市重挫的困境，反而因為 IMF 援助的嚴苛附帶經改條件，如要求泰國關閉 56 家體質不良的銀行機構與要求印尼關閉 16 家金融機構等，使得泰國、印尼再度陷入危機之中，影響所及，再度引發以馬來西亞為首的亞洲國家，對美國等西方先進國家推動全球化、市場化動機的嚴厲抨擊。

亞洲國家因受經濟自由化與國際化所苦，而遭逢投機客侵襲，結果向 IMF 求援後，IMF 又堅持要它們進行自由化的經濟改革，它們在無奈中接受 IMF 的要求，但 IMF 主要卻是由美國等西方國家所把持，這對受害國而言，等同於將自己的國家交由西方國家監管。有鑒於此，1997 年 9 月，日本與東協國家在香港舉行 IMF 暨會世界銀

註⑥ 請參閱 J. I. Kim, "IMF-supported Programs and Crisis Prevention: An Analytical Framework," *IMF Working Paper*, WP/06/156 (2006).



行聯合年會當中，曾提議成立獨立於 IMF 外的「亞洲貨幣基金」(Asian Monetary Fund, AMF)，以確保亞洲貨幣的安定和經濟危機的化解，但未能獲得美國支持。^⑫該提議於 1997 年 11 月底在加拿大溫哥華召開的 APEC 高峰會也再度被提出，但美國堅持 IMF 是處理類似金融危機的最佳選擇，故 AMF 的提議未有任何進展。^⑬

基本上，日本提出 AMF 的基本構想是希望東亞地區再度發生金融危機時得以進行防堵，^⑭其認為 IMF 在恢復市場信心方面扮演重要的角色，但是它的資源在危機當中可能不足以符合所需，因此主張可由亞洲國家預先積存基金成立一永久機制，以提供額外的資金援助陷入貨幣危機的國家，以避免連續性的通貨貶值。

日本主張 AMF 的規模預估最高為 1,000 億美元，而其有意出資 500 億美元。換言之，日本意圖使 AMF 成為提供面臨匯率或金融部門遭逢危機的亞洲國家一項緊急融資的區域性機制。此項主張雖然立意良善，但東協國家起初並不太重視此一構想，主因在於此一構想由日本所提，明顯看出日本企圖主導此一計畫，進而加深其對亞洲地區影響力的企圖。然而，隨著金融危機愈演愈烈，亞洲各國逐漸改變態度，轉而支持此一構想。^⑮

當日本與東協國家有意在 APEC 架構下成立獨立的 AMF 時，遭到頗多的反對聲浪。一般認為，即使在 APEC 下成立基金，也只是暫時紓解表面的危機，無法有效的處理部分會員國內問題叢生的財經制度。因為除了經濟上的紓困外，最重要的工作應是輔導這些國家的金融體系走向更為健全的結構，而此派論點多為美國等西方國家所主張。

IMF 已具備處理危機的機制，IMF 提出的紓困條件有助於調整亞洲國家的金融機制，達到打開亞洲國家自由貿易市場的目的，進而遂行其經濟自由化的亞太政策目標。因此，美國除認為 AMF 可能對於 IMF 的權威構成威脅外，亦懷疑日本熱衷於倡議 AMF 的動機，乃是日本有意藉機提高它在國際金融事務的發言權，因此基於經貿利益與霸權優勢，美國自然反對 AMF 的成立。尤其是，日本一開始即表明 AMF 將獨立於 IMF，並暗示日本有意主導此一基金。如此一來，使美國更加擔憂這項由日本捐助籌設的 AMF 將可能使得日本的政經勢力進一步深入東南亞。

事實上，由於日本在亞洲地區擁有大量的投資與放款，若坐視東南亞金融危機的持續發生，恐將危及日本企業的活動與景氣，因此日本積極倡議 AMF，並且計畫和亞洲國家簽署日圓借貸協定，以幫助這些國家克服未來短期的流動性危機與貨幣危機。日本首次提供以日圓計價的貸款行為，一反過去偏好美元的行徑，在在顯示日本有意

註⑫ 請參閱 Philip Y. Lipsky, "Japan's Asian Monetary Fund Proposal," *Stanford Journal of East Asian Affairs*, Vol. 3, No.1 (2003), pp. 93-104.

註⑬ 當時經過美、日及東協國家的衝突與妥協後，在美國主導下各國財政次長趕在 1997 年 11 月底在加拿大溫哥華召開的 APEC 年會前，於 1997 年 11 月 20 日在馬尼拉達成「馬尼拉架構」(Manila Framework)，建立一個由 IMF 主導與協調的紓困機制，並特別強調該項協議架構是「非」APEC 的財政次長會議，顯見美國強烈主導 APEC 議題的企圖。

註⑭ 請參閱 *工商時報*，1997 年 11 月 20 日，版 3。

註⑮ 請參閱吳德鳳，*東亞金融危機對亞太區域安全影響之政治經濟分析*（南投：暨南國際大學公共行政與政策研究所碩士論文，2000 年）。



尋求在東亞地區扮演領導者的角色。^⑥

至於中國對日本的 AMF 構想，雖沒有反對亦無強烈支持，其中主要原因乃在當時其雖號稱擁有 1,200 億美元的外匯，但其外債卻高達 1,000 於億美元，因此在此案上很難找到施力點。反倒是台灣雖非 IMF 的會員，但卻贊成在 APEC 架構下成立 AMF 基金的構想，使台灣可以藉此與 IMF 建立合作關係，避免陷於外交孤立狀態。然而，中國雖不反對 AMF，卻認為一旦允許台灣在 APEC 架構下參與區域性的安定基金，無異是協助台灣拓展國際空間，因此強烈反對台灣含有「外交企圖」的介入。^⑦就在美國反對、東協國家急於求援而無法獲得強力支持的情況下，APEC 會員國改弦易轍，表示同意由 IMF 主導貨幣和經濟危機的處理。即使是擁護 AMF 獨立於 IMF 之外的馬來西亞也不得不附和地表示「IMF 會在協助恢復該地區穩定上發揮作用」。

1997 年的亞洲金融危機，使得許多亞洲國家對區域金融合作顯現高度的熱切。一般認為，亞洲各國如果能有效推動金融合作，以確保匯率穩定、強化區域與各國的金融體系以及防制區域金融危機，避免區域性感染效應的發生。經濟與金融合作可有多種的形式，如果亞洲金融合作的最終目的僅為防制區域金融危機再現，似乎不必以亞洲共同通貨區（如亞元）這種較複雜的策略做為思考方向或因應手段，而以加強推動落實雙邊與多邊換匯協定、完善亞洲債券基金、緊急融資機制及建立區域匯率協調機制等，互相支援協助合作，似乎足以達成大部分的任務。但如果亞洲各國計畫走向高階的經濟與金融整合，就必須界定共同的政治與經濟利益並發展羣我意識，才能凝聚長期動能，逐步發展，一如歐洲走向經濟同盟之路，但這恐怕也是亞洲經濟統合之路最大的障礙。

在區域經濟的影響力逐漸形成之際，亞洲地區是否應成立共同通貨區或使用單一通貨（如亞元），成為一熱門的討論話題。^⑧在 1997 年亞洲金融危機爆發後，許多區域內國家認為亞洲各國應加強金融合作，以促進區域金融穩定，其中對成立亞洲共同通貨區的建議尤為熱衷。亞洲共同通貨區與前述的金融合作方案之間固然相關，但共同通貨區不只是各國使用相同的貨幣，也不僅是防制危機的金融合作，更是相當高階的區域經濟與金融整合，其中所牽涉的問題十分廣泛複雜。一般而言，區域內國家是否足以建立共同通貨區，應就相關經濟與金融條件、經貿夥伴與金融關係、及政治承諾

註⑥ 請參閱董瑞斌、邱湘靈，「東亞金融危機之成因及其影響」，*台灣經濟研究月刊*，第 21 卷第 1 期（1998 年 1 月），頁 17-25。

註⑦ 台灣非常積極參與 APEC，並曾擔任 APEC 企業諮詢委員會所成立的「金融危機任務小組」主席，全力尋求解決亞洲金融危機之道，故同意在 APEC 架構下參與區域性的安定基金，並贊同日本的建議，以提高國際地位，但此舉引起中國的不悅。請參閱*中國時報*，1997 年 12 月 6 日，版 2。

註⑧ 亞洲開發銀行自 2005 年起，已開始籌劃編製亞洲貨幣單位，這是一個以亞洲貨幣為通貨籃所編製的指數，以觀察監測亞洲主要通貨對外價位的變動，亞銀這項作法十分有意義。為使得亞洲各國更為緊密地結合，仍有許多可加強合作的空間，例如，2000 年 5 月簽署的「清邁倡議」，雖旨在為亞洲各經濟體創造「集體聯防」的環境，以避免重蹈 1997 年亞洲金融危機期間被「各個擊破」的窘境，但是仍應擴大為以亞銀為中心的多邊互換協議，由亞銀統籌運用，並可做為未來發展「亞洲貨幣基金」的基礎。亞洲國家亦應考慮建立區域匯率協調機制，以實際行動共同穩定亞洲通貨的價位，降低交易成本，並減少匯率大幅波動所帶來的不確定性，促進區域經濟貿易發展。



與政治整合等三個層面來考量。就台灣而言，亞洲共同通貨區本身可做為一個議題，以敦促區域內國家朝此方向思考與實踐。但真正的當務之急，台灣在國際政治地位受限下，應思考如何與區域內國家逐步發展緊密的經濟與金融合作關係，以因應未來可能發生的金融危機。

伍、亞洲金融危機的啟示

1997年中的亞洲金融危機過後迄今，亞洲五個受創國（泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓及南韓）的基本面已顯著改善，此主要包括下列幾方面：

1. 逾放比率持續下降。除了菲律賓外，亞洲其餘四個受創國的逾放比率均持續下降，最主要的原因是銀行將一部分的逾期放款出售給資產管理公司（AMC），另外，政府吸收一些放款債務、景氣復甦以及企業債務重整亦是原因之一。
2. 短期外債占外匯存底的比率顯著下降。短期外債占外匯存底的比率，代表外匯流動性的脆弱程度。金融危機前，五個受創國的該項比率節節上升，以致在外資信心不足時，無法穩定匯率而引發亞洲金融危機。拜經常帳轉為盈餘之賜，這些盈餘除了用來償還外債外，其餘尚可儲存起來增加外匯存底。是以，目前此五國的該項比率已顯著下降，使它們較能應付外在環境的衝擊。
3. 匯率制度較有彈性。在物價膨脹受到控制的情況下，也可調降利率以振興國內需求，無須為了支撐匯率而不敢放寬貨幣政策。
4. 經常帳餘額由赤字轉為盈餘。金融危機以來五個受創國的實質有效匯率指數皆顯著低於危機前水準，因此出口競爭力獲得大幅提升，使得此五國的經常帳餘額由赤字轉為盈餘。

總結此次亞洲金融風暴，可以帶給吾人下列啟示：

1. 經濟基本面的實力是防止投機干擾的重要後盾

東亞金融危機的主要發生原因是經濟基本面不佳，因此經濟實力的厚實是支撐匯率或幣值的基礎。為求經濟發展造成國際收支經常帳長期發生赤字，且依賴短期資本的流入來融通，無異是「寅吃卯糧」，幣值危機的發生只是遲早，一旦發生危機必然影響經濟的穩定與成長。一國經常帳不應長期呈現逆差，應採適當的政策予以改正。

2. 採取有彈性的管理式浮動匯率制度，尊重市場機能是減少衝擊的良策

浮動匯率的匯價就像一道閘門，它可以隔絕和減少國際經濟變化對國內經濟所造成的衝擊。若市場力量顯示一國貨幣應當貶值，而中央銀行為維持匯率，一味逆勢操作，不但助長投機，使外匯流失，同時也使經濟扭曲更加厲害，延長經濟調整的時間，也為下一波貶值提供能量。一旦逆勢操作不成功，更是犧牲了證券市場和其他經濟的穩定，最後仍難逃貶值的命運。因此，增強匯率的浮動彈性，保持匯率在合理、



均衡水準上的基本穩定，及尊重市場機能是成本最小的應變政策。^⑥

3. 金融市場未完善前，開放資本自由移動宜採循序漸進的原則

一國資本形成來源最好是國內儲蓄。如國內儲蓄不足，擬借助外資，必須尋求外人直接投資或穩定的長期借款。外匯交易自由化宜循序漸進，由經常帳而金融帳，由長期資本而短期資本。由於金融市場的調整速度遠較商品市場為快速，因此外資大量進出會導致匯率過度反應，這對於小型高度開放經濟會產生不穩定的影響。

東亞各國資本市場發展尚不健全，但在金融市場自由化、國際化的趨勢下，對資本移動的管制也都鬆綁，走向自由化。同時，東亞各國為發展經濟，向海外籌措資金，解除各種限制，證券市場的投資成為東亞各國吸引資金流入的主要來源，但這也是造成股票價格變動劇烈的主要原因。此外，資本大量流入，不僅造成景氣過熱，促使一國貨幣升值，而降低了出口競爭力，使經常帳逆差擴大，加深了經濟的不穩定。因此，資本市場不健全的國家無能力承受龐大資金流出、流入所造成的波動，宜鼓勵直接投資的外資，對投機性高的國際短期資金流入應予以適度的管制。^⑦

4. 應提高金融市場的流動性，促進金融市場的深化及成熟度，並加強金融機構的監督與管理，以防範金融危機的發生

此次金融風暴發生後，國際投資客的炒作行為備受爭議。不過，究其根本，泰國等國經濟基本面的惡化，給予投機客炒作的機會，才是癥結之所在。雖然，金融風暴也會使經濟基本面良好的國家（如新加坡、台灣）遭受波及，但其影響程度較小，顯見健全的經濟基本面仍是防禦金融風暴的最佳利器。如前所述，此次金融風暴中，受影響較大的國家（如東亞諸國）均有不利的基本面因素。金融機構因泡沫經濟破滅造成房地產及股價下跌，致使壞帳問題惡化，引爆金融危機，更凸顯出東亞國家長久以來總體經濟金融政策與金融管理的失當。因此，審慎的總體經濟金融政策與加強金融監督管理有將助於防範金融危機於未然。^⑧

此外，這些國家的金融市場尚未成熟，在市場紀律、市場深度、流動性及成熟度上均有所不足，致使無法順利緩和衝擊，亦有待改進。此一現象也反映出，金融國際化及資本市場開放政策的推動應有其步驟，宜審視國內金融市場規模及成熟度循序開放，若過於躁進，將未蒙其利先受其害。台灣資本市場的開放採循序漸進的審慎策略，也是台灣受金融風暴影響較小的原因之一。

5. 國際金融市場關聯性提高，各國應加強合作

以美國為首的西方國家原以為亞洲金融危機只是區域性危機，不致影響他國，誰知透過各國股市的波動，使得國際貨幣基金、世界銀行、乃至美國、歐盟不得不重視而提出援助方案。在國際金融、股市、匯市乃至經濟、貿易的關聯性愈來愈高下，如何建立防火牆愈形重要，故應積極推動區域性國際合作，^⑨於平時透過區域性政策對話

註⑥ 請參閱邊裕淵，「亞洲金融危機的省思與啓示」，輔仁學誌，第29期（1999年），頁21-42。

註⑦ 請參閱許嘉棟，「開放資本自由移動之影響與因應」，中央銀行季刊，第21卷第4期（1999年12月），頁23-36。

註⑧ 請參閱王健全，「亞洲金融風暴的省思」，經濟前瞻，第56期（1998年3月），頁94-99。

註⑨ 1997年亞洲金融危機發生後，亞洲各國已先後建立換匯機制、設立亞洲債券基金、成立亞洲貝列吉歐



及交流，防範危機發生，緊急時可以聯手合作並藉由緊急資金救援，共同防止危機蔓延。另一方面，在當今金融全球化的趨勢下，各國金融市場的波動密切相關。因此，應積極尋求國際間的合作，不僅是在緊急狀況時，相互提供資金的支援，防止危機蔓延，更重要的是建立平常的對話管道，進行區域性經濟、金融問題的檢討及資訊交換，及早發現潛在的風險並提出對策，才能確實防範金融危機的再度發生。

陸、結 語

綜合本文的分析，吾人可以將亞洲金融危機發生的原因，分成近因、中因及主因歸納如下。首先，引爆點的近因，是因東亞國家基本面惡化，加上過度依賴外資，使得其幣值高估而遭到投機客攻擊，各國政府不得不放棄釘住美元的匯率制度，而其他亞洲國家如台灣、新加坡等基本面健全者，亦因考量出口競爭力而紛紛貶值，使得風暴持續對外擴大。其次，引爆點的中因，是金融自由化及國際化的政策推行，加上電腦科技技術的進步，全球性資本市場儼然成形，造成國際資本快速移動，而引發新興市場國家泡沫效應的金融危機。最後，導致金融危機更加惡化的原因主要為：

1. 東南亞四國——泰國、馬來西亞、印尼及菲律賓等國的經濟體質相近，投機客將其視為一體。
2. 因預期東南亞國家貨幣將急速貶值，政府及民間的償債能力將出現困難，國外債權人陸續抽離資金，並中止貸款的展期。
3. 由於所舉借的外債很多並未避險，致危機發生後為軋平外匯部位對美元的需求更加強烈。
4. 信用評等公司火上加油降低東亞各國的評等，促使 1997 年資金快速地撤離，導致經濟泡沫破滅，而產生了金融危機。

金融危機在泰國爆發之後，很快地便橫掃了東南亞以及東北亞國家。理論上，資金和貿易流通應成為傳染的管道，但實際上，心理因素在這方面也扮演重要的角色。由泰國金融危機所引起的悲觀心理反映到匯市與股市，很快就造成其他國家的貨幣貶值及股市崩盤，亞洲金融危機乃全面蔓延開來。

觀諸此次金融危機波及東亞各國，主要是這些國家經濟基本面有幾點共同特色，包括國際收支經常帳長期出現赤字，外債鉅額累積，採行釘住匯率，銀行部門受房地產泡沫拖累致使壞帳惡化。此外，由於外國投資人大多將東亞市場視為一體，加上長期以來，因匯率大致釘住美元，波幅不大，更給投機客有機可乘，故當泰銖發生危機時，乃促使外資撤離東亞，也是原因之一，不過投機客之所以覬覦東亞匯市，乃該等

集團 (Asian Bellagio Group) 等區域金融互助合作的架構，對於維持亞洲地區的金融穩定已具成效。2006 年 5 月 4 日，亞洲開發銀行在印度召開的第 39 屆年會上，東協十國，以及日本、中國、南韓共 13 國達成共識，東協加三研究小組將在 2007 年以前，研究有關創設區域共同貨幣單位的可行性，評估 13 國的貨幣將來是否能像「歐元」一樣，發展成「亞元」的亞洲共同貨幣，以作為比較亞洲貨幣價值的共通匯率指標。上述目標，雖然仍有許多難題有待克服，但也為實現亞洲區域單一貨幣的理想帶來希望。



國家本身經濟基本面的結構不健全所致。馬來西亞、印尼及菲律賓等國的經濟基本面大致上均較泰國為佳，不僅經常帳赤字改善，經濟在無物價膨脹壓力下持續成長，且銀行壞帳問題亦不及泰國嚴重，因此在這次通貨危機乃逐漸轉危為安。

受金融風暴衝擊的東亞國家，其共同現象是貨幣大幅貶值、股價鉅幅大跌、銀行呆帳倍增、房地產價格下降、出口衰退、失業率提高、經濟成長率降低等。東亞各國乃採寬鬆的財政及貨幣政策，引導利率下降，以帶動消費及投資，刺激景氣。1999 年第一季，日本、南韓、新加坡、菲律賓及台灣呈現正成長，印尼及馬來西亞衰退幅度減緩，特別是日本經濟恢復正成長，有助於亞洲地區經濟景氣復甦。

整體而言，亞洲國家所採取的各種經濟改革措施，已逐漸顯現效果，惟各國仍必須透過效率的提升來提高經濟的競爭力，透過教育提升人力資源的素質，培養國民的創造力，扶植本國企業，提高儲蓄率並將其導入生產，健全資本市場及金融監理功能的有效發揮，以恢復國家的經濟活力及體質，並且繼續進行經濟及金融改革，才能確保經濟持續成長。

綜觀 IMF 所提出的經改方案，基本上不脫離調降經濟成長率、抑制物價上漲率、降低經常帳赤字、增稅、削減支出、緊縮性的財政政策與貨幣政策、取消與貿易有關的補貼與進口限制以達貿易自由化、加速開放金融市場、放寬對外資的限制、促進勞動市場彈性化及終止對體質不佳的企業補助或甚至予以關閉等。然而，這些措施往往因無法符合亞洲新興工業化國家，乃至開發中國家的政經發展結構而普遍遭人所詬病，也因此常使原本已經景氣低迷的受創國更是雪上加霜。再加上受創國必須忍痛度過 IMF 經改過程的陣痛期，更使受創國內部引發各種社會問題，產生社會動盪不安情勢，尤其是這些社會問題若牽涉對外關係，更將可能引發區域安全的憂慮。

IMF 自 1945 年 12 月設立以來，對促進國際金融合作、匯率穩定及建立有秩序的匯率制度，雖有其貢獻。惟自 1973 年 3 月可調整的固定匯率制度崩潰以後，各國匯率經常出現大幅波動，並引發國際金融危機。鑒於金融的自由化、全球化及國際間大量民間資本的快速移動下，國際投機客橫行，金融風暴一再發生，而使 IMF 窮於應付，備受批評。亞洲金融危機更提醒世人重新思考與建立國際貨幣及金融制度的重要性，IMF 的角色、功能、業務範圍及救援策略也有待進一步的調整及改善。

IMF 為當前維護國際金融安定最為重要的全球性組織，擁有龐大的資源及影響力。隨著台灣經濟發展與國際化程度的加深，及對外經貿關係持續在增強，今後國際經濟環境變化對台灣將造成更大的影響。目前 IMF 的運作雖非完美，但它卻有存在的實益。在台灣欲申請重新加入 IMF 之際，亟有必要對 IMF 與國際金融危機的關係多加了解。IMF 為聯合國 (UN) 的附屬組織，現階段台灣雖仍無加入空間，台灣雖非 IMF 的會員，但卻可積極聯合友邦、亞洲開發銀行會員或 APEC 會員在 APEC 架構下推動成立 AMF 基金的構想，使台灣可以藉此與 IMF 建立合作關係，避免陷於外交孤立狀態。

* * *

(收件：95 年 10 月 20 日，接受：96 年 1 月 17 日；責任校對者：莊家梅)



The Asian Financial Crisis and the Roles of the International Monetary Fund

Jen-te Hwang

Professor
Department of Economics
National Chengchi University

Jinn-hwang Lin

Master of MEPA
National Chengchi University

Abstract

The Asian financial crisis started with the collapse of the Thai baht in July 1997. Indonesia, South Korea, Thailand, Philippines and Malaysia were the countries most affected by the crisis. The other neighboring countries were also hit by the slump. Those countries took different strategies to cope with their crises according to their own subjective and objective environment. Because of the shortage of foreign exchange reserves, Thailand, Indonesia and South Korea had to let local currencies devaluated substantially to adjust to their external economies. As a result, many enterprises that rely on foreign debt collapsed; financial institution had its bad loans increased tremendously; the economic growth rate declined, accompanied by massive job losses. As for Singapore, Hong Kong, Japan, China and Taiwan, the influence was relatively smaller. 10 years have passed since the Asian financial crisis; in the year of 2006, this paper attempts to explore the history and general causes of the crisis, to interpret the problems involved in the crisis as well as the connections between the International Monetary Fund and the crisis, and more importantly, to draw lessons from the experience.

Keywords: Financial Crisis; Fixed Exchange Rate; Monetary Policy;
Balance of Payments; International Monetary Fund



參考文獻

- 于宗先、徐滇慶，**從危機走向復甦—東亞能否再度起飛**（台北：喜馬拉亞研究基金會，2001年）。
- 王健全，「亞洲金融風暴的省思」，**經濟前瞻**，第56期（1998年3月），頁94-99。
- 王瑤瑛，「國際貨幣基金的制約條件、執行成效與政經效應」，**問題與研究**，第38卷第9期（1999年9月），頁73-90。
- 左峻德、朱正中，「東亞金融危機對我國之影響及因應對策」，**經濟情勢暨評論**，第3卷第4期（1998年2月），頁9-23。
- 長谷川慶太郎原著，汪仲譯，**亞洲金融風暴—世紀末經濟危機**（台北：時報出版社，1998年）。
- 李榮謙，**國際貨幣與金融**（台北：智勝文化公司，2001年）。
- 吳德鳳，**東亞金融危機對亞太區域安全影響之政治經濟分析**（南投：暨南國際大學公共行政與政策研究所碩士論文，2000年）。
- 何泰寬，「國家債務重整新機制：克魯格方案」，**台灣經濟金融月刊**，第39卷第4期（2003年4月），頁35-40。
- 林正牧，「評 IMF 金援措施之成效」，**台灣經濟研究月刊**，第21卷第4期（1998年4月），頁17-18。
- 屈筱琳，「國際貨幣基金防範金融危機之道」，**中央銀行季刊**，第19卷第3期（1997年9月），頁46-57。
- 董瑞斌、邱湘靈，「東亞金融危機之成因及其影響」，**台灣經濟研究月刊**，第21卷第1期（1998年1月），頁17-25。
- 張光平，**國際貨幣基金組織與亞洲金融危機**（台北：八方文化公司，1999年）。
- 張明寬，「金融風暴及 IMF」，**國際金融參考資料**，第44期（1999年12月），頁117-121。
- 許嘉棟，「開放資本自由移動之影響與因應」，**中央銀行季刊**，第21卷第4期（1999年12月），頁23-36。
- 陳茂璋、林建甫，「亞洲金融危機成因之探討」，**金融財務**，第1期（1999年1月），頁69-87。
- 彭淮南，「亞洲金融風暴」，**中國商銀月刊**，第17卷第2期（1998年2月），頁1-30。
- 彭淮南，「論港幣匯率」，**台北銀行月刊**，第28卷第4期（1998年4月），頁32-36。
- 楊雅惠，「國際貨幣基金在亞洲金融風暴中之角色」，**經濟前瞻**，第62期（1999年3月），頁58-62。
- 葉秋南，**國際金融危機剖析**（台北：金融聯合徵信中心，1999年）。
- 鍾世靜，「金融危機與對策良藥苦口—備受批評的 IMF 金融紓困貸款方案」，**國際金融參考資料**，第44期（1999年12月），頁78-83。
- 邊裕淵，「亞洲金融危機的省思與啓示」，**輔仁學誌**，第29期（1999年），頁21-42。
- Blanchard, O., *Macroeconomics* (New Jersey: Prentice-Hall, 2000).



- Camdessus, M., *The Role of the IMF: Past, Present, and Future* (Washington, D.C.: International Monetary Fund, 1998).
- Chang, R. and A. Velasco, "Financial Crises in Emerging Market: A Canonical Model," *NBER Working Paper*, No. 6606 (1998).
- Cohen, D. and R. Portes, "Toward a Lender of First Resort," *IMF Working Paper*, WP/06/66 (2006).
- Cole, H. and T. Kehoe, "A Self-fulfilling Model of Mexico's 1994-1995 Debt Crisis," *Journal of International Economics*, No. 41 (1996), pp. 309-330.
- Copeland, L., *Exchange Rates and International Finance* (Edinbergh: Pearson Education, 2000).
- Corsetti, G., P. Pesenti, and N. Roubini, "Paper Tigers ? A Model of the Asian Crisis," *European Economic Review*, Vol. 43, No.1 (1999), pp. 1211-1236.
- Edward, S., *Real Exchange Rate, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press, 1989).
- Eichengreen, B., P. Gupta, and A. Mody, "Sudden Stop and IMF-supported Program," *NBER Working Paper*, No.12235 (2006).
- Esquivel, G. and F. Larrain, "Explaining Currency Crises," manuscript (June 24, 1998).
- Flood, R. P. and N. P. Marion, "Perspectives on the Recent Currency Crises Literature," *IMF Working Paper*, WP/98/130 (1998).
- Goldstein, M., "The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications," *Policy Analyses in International Economics*, No. 55 (Washington, D.C.: Institute for International Economics, 1998).
- Kindleberger, C. P., *The International Economic Order* (Cambridge, Massachusetts: MIT Press 1988).
- Kim, J. I., "IMF-supported Programs and Crisis Prevention: An Analytical Framework," *IMF Working Paper*, WP/06/156 (2006).
- Krugman, P., "The Myth of Asia's Miracle," *Foreign Affairs* (1994, November-December), pp. 62-78.
- Krugman, P., "Asia: What Went Wrong," *Fortune*, No.137 (1998), pp. 32-34.
- Krugman, P., "Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises," *International Tax and Public Finance*, No. 6 (1999), pp. 459-472.
- Krugman, P. R. and M. Obstfeld, *International Economics: Theory and Policy*, 7th ed. (New York: Addison Wesley, 2006).
- Lipsy, Philip Y., "Japan's Asian Monetary Fund Proposal," *Stanford Journal of East Asian Affairs* , Vol. 3, No.1 (2003), pp. 93-104.
- Mishkin, F. S., "Lessons from the Asian Crisis," *NBER Working Paper*, No. 7102 (1999).
- Obstfeld, M., "The Logic of Currency Crises," *NBER Working Paper*, No. 4640 (1994).
- Obstfeld, M., "Models of Currency Crises with Self-fulfilling Features," *European Economic*

- Review*, No.40 (1996), pp. 1037-1047.
- Ostry, J. D. and J. Zettelmeyer, “Strengthening IMF Crisis Prevention,” *IMF Working Paper*, WP/05/206 (2005).
- Radelet, S. and J. Sachs, *The East Asian Financial Crisis* (Cambridge, Massachusetts: Harvard Institute for International Development, 1998).
- Ramakrishnan, U. and J. Zalduendo, “The Role of IMF Support in Crisis Prevention,” *IMF Working Paper*, WP/06/75 (2006).
- Sachs, J., A. Tornell, and A. Velasco, “Financial Crises in Emerging Markets: The Lessons from 1995,” *NBER Working Paper*, No. 5576 (1996).
- Sachs, J., “The Deepening Crises in Asia,” manuscript (June 24, 1998).
- Stiglitz, J., *Macroeconomic Dimensions of the Eastern Asian Crisis* (London: Center for Economic Policy Research, 1998).
- Sweeney, J., *Down the Drain: Why the IMF Bailout in Asia is Wasteful and Won't Work* (Washington, D.C.: Heritage Foundation, 1997).
- World Bank, *The East Asian Miracle: Economic Growth and Public Policy* (New York: Oxford University Press, 1993).
- World Bank, *Global Economic Prospects and the Developing Countries* (Washington, D.C.: World Bank, 1998).

