

亞洲金融危機成因之探討

亞洲金融危機係起自 1997 年 7 月 2 日泰銖貶值，連鎖效應擴散迄今，幾乎衍生成全球性金融危機。本文首先比較分析最近研討會及網路上之相關文獻，探討亞洲金融危機發生之原因，究竟是基本面或金融面所致，並將 Krugman 及 Sachs 兩派看法做簡略整理與分析。其次討論貨幣危機之模型演進。最後，本文從客觀立場來探討亞洲金融危機之真正原因，而依時間順序，指出引爆點可排列成近因、中因及遠因等三時點。亞洲金融危機是否已經結束無法斷言，但在整個世界流動資產大量增加，資本流動全球化之趨勢下，未來金融危機仍有可能發生在其他地區。

陳茂璋 <台灣大學經濟學研究所研究生> 林建甫 <台灣大學經濟學研究所教授>

前 言

揆諸近來金融危機，令人印象深刻者，有 1992~1993 年之 ERM 金融危機、1994~1995 年之拉丁美洲金融危機及 1997 年起之亞洲金融危機，其中尤以最後者為甚，幾乎衍生成全球性金融危機。亞洲金融危機係起自 1997 年 7 月 2 日泰銖貶值，連鎖效應擴散迄今，已致使東南亞各國因經濟不景氣而受傷慘重，例如泰國、馬來西亞、印尼等國，以美元計價之國民所得下跌一半。而在貶值競賽下，外債問題使得韓國集團工業恐龍型弊病逐漸顯現。跟著美元掛勾使港幣利率節節高升，造成香港嚴重不景氣，股價、房價跌幅達一半，失業率也創下新高。中國大陸除支持港幣外，也宣稱人民幣不貶值，但長江水患卻使中國大陸在這場金融危機中雪上加霜。日本銀行呆帳及官商勾結等問題則一一浮現。另一方面，從亞洲所抽回的資金雖讓道瓊工業指數達九千三百點之歷史新高，創造美國短暫榮景，但俄羅斯由共產主義轉型到資本主義之經濟失衡，造成國債拒付，

卻連帶波及到華爾街；而避險基金因財務槓桿過度使用，則導致長期資金管理公司(LTCM)、艾靈頓資本管理公司(ACM)等瀕臨破產、紹氏(D.E Shaw)投資公司財務拉警報，美國銀行(Bank of America)亦無法倖免。歐洲地區在這場金融危機中，也好不到那去，以德國為例，執政 15 年基督教民主黨柯爾終因經濟情況不佳及失業率太高，而無法連任。

金融危機一再發生，而亞洲金融危機影響更仍持續發酵中。這些金融危機有無類似之處？人們能否記取前車之鑑而為後事之師？均值得經濟學深入探討。至於金融危機成因之傳統看法，認為是政府預算失衡、高通貨膨脹率、低投資、低儲蓄及低成長率所造成的(Esquivel and Larrain, 1998)。至於上述成因未能對這場亞洲金融危機提供良好解釋，但文獻上有關金融危機成因之解釋不斷地推陳出新，而拜網路發達之賜，最近探討亞洲金融危機之文獻則迅速流傳，Wall Street Journal、Washington Post、Financial Times、YaHoo 等媒

體亦在其網站上成立有關亞洲金融危機報導之網頁。在這些探討金融危機之相關論述中，以 MIT 大學 Krugman 教授與哈佛大學 Sachs 教授，對亞洲金融危機之探討最值得注意。Krugman 從 1994 年起就主張亞洲經濟成長只是「紙老虎」(paper tiger)，而金融危機之所以發生是因整體亞洲經濟基本面發生問題。但 Sachs 教授則認為金融危機是國際資金流動不當與財務金融恐慌所引起的。而亞洲金融危機之引發，究竟是基本面或金融面出問題之爭論，現仍持續中，但細讀相關文獻後，本文認為雙方立論存有盲點，主要是兩者係來自西方之學者，多用西方觀點看問題，而規避美國、日本所扮演經濟強國之角色事實，致對金融危機之遠因及對 1990 年後大量國際資金之流動，未能提供良好解釋。此外，探討亞洲金融危機之文獻，另有長谷川慶太郎(1998)一書，是由日本人觀點出發，來解釋亞洲金融危機，但缺乏世界性綜合觀點。另 Henderson(1998)一書，則因作者是標準普爾(Standard & Poor MMS)公司分析師，內容偏重事實敘述。

至於這場亞洲金融危機之真正成因，本文乃從客觀立場言之，其引爆點依時間順序可排列成近因、中因及遠因等三時點。整體而言，其遠因應歸諸美國 1970 年代起之財政和貿易雙重赤字，美國挾著美元在國際貨幣市場上強勢地位，並藉著美元在國際間鉅額需求，大量地發行美元而未引發其國內貨幣市場後遺症，且解決其支付國際收支赤字壓力。在這同時，日本因長期和美國貿易上之附庸關係，擁有鉅額貿易順差，而須透過大量購買美國公債來消化貿易盈餘，藉以減輕對美國國際收支帳惡

化之壓力。另一方面，自 1970 年代起，日圓對美元升值亦導致其國內資金轉向東南亞地區之新興市場，並成功地將出口產業之生產基地轉移至成本較低之東南亞國家，進而幫助這些國家快速地工業化與經濟成長。但此際，隨著 1990 年代國際金融市場大解放，資本堪稱全球化(globalization)，麥肯錫公司 Bryan and Farrell(1996)稱此為無疆界市場(market unbounded)，該書中指出世界上流動性金融資產規模，由 1980 年底約 11 兆美元增加至 1994 年底約 41 兆美元。因而大量資金快速地移入東南亞地區，雖造就其經濟快速成長，但亦因在 1997 年快速地撤離，導致該地區經濟泡沫崩潰，而衍生所謂金融危機。

此外，其他有關金融危機之探討文獻，首先 Browne(1989)一書，本來是探討美國經濟問題嚴重性，指出美國經濟問題包括貨幣危機、聯邦赤字危機及銀行危機等，而這些問題所累積之能量一旦釋放出，就如炸彈爆炸似會對經濟社會造成重大影響。其次，Galbraith(1992)則從脫韁式自由市場及放任主義之經濟學自圓其說，認為現在是自滿年代，而提出美國經濟體系有自我毀滅傾向。但這些 1990 年代美國經濟危機預言卻沒有驗證，本文認為是因美國將其自身經濟問題轉移成為世界性金融危機問題。再者，Morgan(1995)一書則專注分析美國財政赤字問題，他強調 1945~1960 年為均衡年代(age of equilibrium)，1961~1968 年為行動者年代(age of activism)，1969~1980 年為不確定年代(age of uncertainty)，1981~1988 年為過度年代(age of excess)，由此對美國財政赤字作詳細交代。最後，Friedman and Schwartz

(1963)一書則詳述美國 1868~1960 年貨幣史，書中並說明美國一般銀行與聯邦準備銀行演進及其角色。但本文所關心的是，1960 年代起，美國貨幣供給量、通貨膨脹率及美元成爲通用國際貨幣所扮演角色。

本文共分爲五節。除前節前言外，第二節將簡略分析整理 Krugman 及 Sachs 兩派對於亞洲金融危機引發之爭論看法，究竟是基本面或金融面出問題所致。第三節是討論貨幣危機模型之演進。第四節是用本文觀點談論亞洲金融危機發生的成因。第五節是結論。

基本面或金融面之爭論

按金融危機成因之傳統看法，認爲是一個國家低成長、高政府預算失衡、高通貨膨脹率、低儲蓄率及低投資率等因素所導致的。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之爭論：引起亞洲金融危機的原因究竟是什麼？是單純基本面原因？還是金融制度面發生問題？

一、基本面之看法

Krugman(1994)引用 Young(1992)及 Kim and Lau(1992)的說法，分析強調亞洲經濟成長主要原因係來自資源使用上之效率性，而主張亞洲的經濟成長只是「紙老虎」，並沒有什麼技術上進步。在 Krugman(1998)雖將論點轉向財務金融機構之道德危機(moral hazard)及過度投資造成經濟泡沫之破裂等觀念，但一般學界仍視 Krugman 主張是基本面出問題之代表，本文稱之爲基本面學派。而基本面學派對

於亞洲金融危機成因之主要論點，經整理有以下七點：

(一)幣值高估且匯率管理失當

1990 年後，亞洲國家因經濟快速發展而有大量資本流入，造成各國名目匯率上升，其炒作亦導致如房地產之非貿易產業相對價格上升。再者，各國爲吸引外國資金而實施對美國之聯繫匯率制度，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，而匯率釘住美元之結果，使得國內幣值出現高估現象，泰國即是明例。

(二)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 年中國大陸人民幣貶值及日圓走軟，貨幣相對升值也削弱東南亞國家對歐美國家出口競爭力，而造成這些國家出口衰退。但更不幸的是，這同時世界性生產工業發生景氣波動，導致亞洲國家之許多主力產業，如半導體、鋼鐵等，均陷入景氣谷底。

由[表 1]可發現南韓、泰國、馬來西亞及菲律賓等國 1990 年後紛紛出現貿易赤字。

(三) 貶值競賽造成惡性循環

當 1997 年 7 月泰國政府放棄對釘住美元的一籃通貨匯率制度，而宣佈泰銖貶值的同時，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之性質類似，而面臨出口競爭壓力。再者，部分如台灣之亞洲國家在泰國有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(1997)認為像瘟疫般蔓延開之金融危機，並非所謂不理性之恐慌反應，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基本面，而這是全球化市場形成後所不可避免之結果，開放性全球市場中沒有國家可以獨善其身。

[表 1] 亞洲主要國家貿易收支占 GDP 百分比

單位：%

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
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
馬國	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
中國大陸	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：The Global Development Finance(GDF) report of the World Bank and IMF-IFS.其中台灣、香港、新加坡等國資料，來自亞洲開發銀行。

(四) 過度投資與過度依賴外資

東南亞國家政府因強調快速累積資本來達成高度經濟成長之政策，而使得大量資本流入甚或造成資金氾濫。另一方面，釘住美元之一籃通貨匯率制度可提供較低成本之資金，企業因而可能過度投資，加上該地區國家之金融體系和監督制度不健全，亦使金融機構未能客觀評估授信，而造成授信上道德危機問題。由此，盲目投資加上國內資金不足，造成許多東南亞國家過度依賴外資之現象。由[表 2]與[表 3]可發現，東南亞國家因投資大量增加而造成過剩投資，但同期間國內儲蓄卻來不及支應，

以致過度依賴外國資金流入。因此，一旦經濟情勢惡化、信用緊縮及外資撤出，將促使缺乏投資效率之企業宣告倒閉，並使得金融風暴迅速地擴大。

(五) 政府拯救保證與不健全制度造成金融部門信用過度擴張

信用過度擴張之現象，通常係起因於金融制度之不健全及政府處理問題金融機構之拯救保證政策而產生之道德危機。蓋政府基於維護金融安定性及社會大眾權益，往往最後可能採取拯救保證政策，作為處理問題金融機構之

手段。惟因官商勾結問題之存在，財政和工業政策糾纏不清，形成所謂政治裙帶關係(crony capitalism)，而容易衍生金融機構授信上之道

德危機。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會之拯救保證，而放任該國金融體系腐化，不謀改善之道。

[表 2] 亞洲主要國家投資占 GDP 百分比

單位：%

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
南韓	36.93	38.90	36.58	35.08	36.05	37.05	38.42	34.97
印尼	36.15	35.50	35.87	29.49	31.06	31.93	30.80	31.60
馬國	31.34	37.25	33.45	37.81	40.42	43.50	41.54	42.84
菲律賓	24.16	20.22	21.34	23.98	24.06	22.22	24.02	24.84
新加坡	35.87	34.21	35.97	37.69	32.69	33.12	35.07	37.40
泰國	41.08	42.84	39.97	39.94	40.27	41.61	41.73	34.99
香港	27.44	27.20	28.50	27.54	31.85	34.91	32.38	35.08
中國大陸	34.74	34.77	36.17	43.47	40.88	40.20	38.73	37.55
台灣	23.08	23.29	24.90	25.16	23.87	23.65	21.24	22.20

資料來源：同[表 1]。

[表 3] 亞洲主要國家儲蓄占 GDP 百分比

單位：%

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997
南韓	35.69	35.74	34.88	34.91	34.60	35.14	33.60	33.06
印尼	31.75	31.10	33.41	28.66	29.52	27.65	27.50	27.98
馬國	29.07	23.24	30.06	27.70	33.81	34.65	37.81	39.34
菲律賓	17.85	17.76	18.16	17.29	20.32	17.16	19.35	18.77
新加坡	45.32	46.56	48.35	46.17	50.82	51.05	51.33	51.30
泰國	32.33	34.83	33.73	34.26	33.89	33.25	33.22	32.64
香港	35.85	33.78	33.76	35.67	33.83	31.94	29.95	31.33
中國大陸	37.77	37.84	37.26	41.29	42.04	40.22	39.25	41.15
台灣	30.50	30.26	28.93	28.68	26.99	26.70	25.92	25.43

資料來源：同[表 1]。

(六)短期外債比例過高

許多亞洲國家因外匯準備不足，加上其國內金融市場不健全，未能提供滿足經濟發展所需之金融仲介功能，造成過度依賴外資的現象，而長年來靠外國貸款來支付其經常帳赤字。由[表 4]及[表 5]可發現，許多亞洲國家之短期外債比例過高及外匯準備不足等問題。茲

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之避險工具，以致當外匯準備出現不足時，國際金融投機客便發動攻擊，在龐大以美元計價之外債到期壓力下，政府將不得不放棄固守匯率之立場，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。

(七)國際資本快速流動

由於全球性市場之形成，亞洲國家紛紛解除資本管制，以吸引外國資金，而國際間資金流動成本漸漸降低，造成 1990 年後國際投資者對亞洲新興市場之過度借貸，但卻也在 1997 年突然大量地將資金抽回。蓋 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，國際貨幣基金會不良援助示範所衍生道德危機之

預期，即認為國際貨幣基金會在金融危機出現時伸出援手，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，卻也在金融危機爆發一夕間因國際資金大量撤出，使得泡沫迅速破滅，導致危機加劇和蔓延。因此，Krugman 後來認為國際間資本流動成本降低，是造成金融風暴的主要原因之一，而馬來西亞政府遂接受其建議，實施外匯管制。

[表 4] 亞洲主要國家短期外債占總外債百分比

單位：%

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
南 韓	30.87	28.19	26.99	25.85	25.47	51.6	50.2
印 尼	15.29	18	20.52	20.17	18.05	20.87	24.98
馬 國	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
中國大陸	16.85	17.89	19.01	17.8	17.4	18.91	19.72
台 灣	88.31	86.49	86.39	84.99	76.75	72.18	68.44

資料來源：同[表 1]。

[表 5] 亞洲主要國家短期外債占外匯存底百分比

單位：%

	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996
南 韓	72.13	81.75	69.62	60.31	54.06	171.54	203.23
印 尼	149.28	154.62	172.81	159.7	160.36	189.42	176.59
馬 國	19.54	19.05	21.12	25.51	24.34	30.6	40.98
菲 律 賓	479.11	152.31	119.37	107.68	95	82.85	79.45
新 加 坡	2.65	2.67	2.35	2.04	1.75	1.78	2.6
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	NA
中國大陸	55.34	43.7	108.55	113.74	54.08	49.61	38.46
台 灣	23.92	22.29	23.08	25.21	23.69	24.2	NA

資料來源：同[表 1]。

二、金融面之觀點

財務金融與經濟發展之關係，一直存有爭論。古典學派認為貨幣是面紗，不能扮演任何功能。凱因斯學派則是由貨幣政策之落遲性，否定金融面作用而強調財政政策。但 1980 年代以後，財務金融的創新確為人們帶來新希望，King(1993a,b)兩篇文章則說明財務金融之好處。然而水可載舟，亦可覆舟，Sachs 認為亞洲金融危機是財務金融恐慌所造成的，而主要原因在於國際借貸系統之崩潰。例如 1996 年國際銀行貸給東協及南韓共 550 億美元，而因泰銖在 1997 年 7 月貶值，馬上抽走 170 億美元，然後金融危機就一發不可收拾。關於上述論點，Sachs(1997,1998)表達簡單看法，Radelet and Sachs (1998)則有詳述。

Sachs(1997)認為有兩種幻覺會造成錯誤投資。第一種幻覺是資本流動本身造成的，因經濟及金融自由化，吸引了追求高報酬之資本流入，其結果一方面導致當地貨幣升值，另一方面導致不動產等非貿易財價格上升，而由於非貿易財價格過速膨脹，使得貿易部門投資相對缺乏吸引力，致減少出口生產之努力。但因流入之外國資本須靠貿易出超來償還，當地貨幣亦可能為促進出口而貶值，而這點事實容易被忽略。再者，當本國貨幣升值時，因亞洲各國匯率是釘住美元匯率，而不是看一籃通貨匯率，以致 1995 年後美元對日圓升值時，當地貨幣相對日圓之升值所可能導致競爭力衰退的問題就被官方忽略，使得應採貶值挽救國際貿易失衡之時機錯過。

第二種幻覺是金融自由化導引鉅額資本

流入造成的，因金融自由化後，金融機構設置與營運趨向自主，加上資本市場自由化，使得金融機構可輕易取得國外資金，但因金融機構往往未能妥善應用，反而將資金投入房地產和股市等非貿易部門，從事高風險投資。

此外，Sachs(1998)認為 1997 年開始大量資金由亞洲撤回時，其資金流動背後應是一連串預期的結果：因預期釘住美元之匯率制度會崩潰，而這種預期最後可能變成大家集體之信仰，進一步導致「自我實現」(self-fulfilling) 之可能性。據此，Sachs 提出五個原因來解釋亞洲金融危機之發生。第一是恐慌造成更恐慌。Sachs 認為亞洲金融危機是屬於自我實現之恐慌性危機，當每個銀行家計算出負債大於資產時，因擔心無法將錢換回美金，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。第二是國際貨幣基金會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。第三是由前兩個原因導致之負債—通貨緊縮循環(debt-deflation cycle)。金融機構因壞帳增加導致資產品質惡化，而須儘速收回貸款，其結果通貨緊縮出現而造成景氣更加惡化。第四是國際貨幣基金會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資金回流。但除非國際貨幣基金會借給這些國家足夠多且利息低之長期美元貸款，不然這些國家自己根本守不住匯率，最後結果仍要大貶。第五是亞洲國家彼此互相倚賴

之貿易關係，透過乘數效果使整個亞洲經濟情況更形惡化。

因此，Sachs 主張四點解決方法，打破惡性循環。第一是應儘量減緩亞洲企業債務，而將股權轉為外國債權來挽救企業生存。第二是金融機構重新資本化。金融機構應儘量將壞帳轉為股權取得，待企業穩定後再賣掉股權。政府亦應提供金融機構資金，必要時予以國有化，甚至將其賣給外國。第三是國際貨幣基金會不應再壓迫亞洲國家採行提高利率之通貨緊縮政策。第四是認為亞洲國家適度貶值是良性的，因適度通貨膨脹及貨幣貶值可造成出口暢旺。

綜合前面兩派學說之看法，可了解在這場金融危機中，台灣、新加坡和香港等表現較佳之原因，是經常帳順差和較少外債。

金融危機模型之演進

有關金融危機之理論分析，其實是起源於對商品價格之劇烈變動所作的探討，通常是針對具有耗竭性質之商品來作分析。而後經濟學家漸發現外匯準備不但具有可能耗竭之性質，且匯率之大幅變動對整體經濟社會所帶來衝擊更是不可小覷，因此研究方向轉入匯率之劇烈變動探討，也就是本文所說之金融危機。在此本文強調之金融危機，係指本國貨幣之巨幅貶值現象。

有關金融危機之理論模型，大概分為兩代，以下依序介紹之。

一、第一代模型

第一代模型是由 Krugman(1979)所提出，

其主要觀點是認為一個國家會產生貨幣大幅度貶值之金融危機，主要起因於經濟基本面持續惡化，導致維繫固定匯率區間之制度遭到阻力，因而誘發貶值壓力。Krugman 最早模型假設政府無法參與資本市場，故只能利用貨幣擴張方式來融通政府財政赤字。這種情況下，根據利率平價說將導致資本外流，以致外匯存底不斷流失。當外匯存底數量降低到一定臨界值時，便會吸引投機客攻擊。換言之，在經濟基本面不斷惡化情況下，Krugman 認為金融危機之發生是必然的，而且是可預測的。Krugman(1979)模型後來被很多學者引用，例如 Flood and Garber(1984)建立一個含有隨機過程之線性模型，Connolly and Taylor(1984)利用分析貿易財相對價格之變動來預測固定匯率區間的崩潰，Edward(1989)強調本國貨幣匯率之高估及經常帳之惡化是促進匯率貶值之主要原因。由 Krugman 所衍生出這派學者均主張金融危機之發生，是政府利用發行通貨來融通財政赤字所導致結果，在經濟基本面不斷惡化情況下，金融危機之發生必然是可預測的，而且是必然發生或無法避免的。

二、第二代模型

近年來，有些經濟學者開始朝另一個方向去解釋金融危機，而思考基本面沒有持續惡化甚至基本面良好之國家是否可能發生金融危機？由此發展出第二代模型，這和第一代模型強調基本面惡化是金融危機發生之主要原因有很大差別。有關第二代模型論文有 Calvo(1995)、Cole and Kehoe(1996)、Obstfeld(1994, 1996)、Sachs, Tornell, and Velasco(1996)及 Drazen(1997)等等。大部份有關第二代模型

論文都強調兩個假設，第一是政府本身根據其目標函數來進行動態之政策調整。第二是多重均衡之存在，端視政府政策與市場投機力量之角力來決定最後均衡。因此，大部份第二代模型是接受自我實現危機(self-fulfilling crises)發生之可能性。

有關第二代模型對金融危機發生之型態敘述，主要有三種：自我實現(self-fulfilling)、獸群逃竄現象(herding)、傳染蔓延(contagion)，茲分別說明如下。

首先，自我實現之金融危機型態是第二代模型所普遍接受之解釋型態，其基本論點雖將基本面列為發生金融危機決定性因素之一，但在模型中設定一個基本之灰色地帶，當基本面進入該灰色地帶時便可能發生金融危機，但不一定會發生，雖無法預測，但可藉由比較得出發生金融危機機率較高之國家，這是和第一代模型最大區別之處。所謂基本之灰色地帶，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。

其次，最早提出獸群逃竄現象觀念的是 Shiller(1989)，對 1987 年股市投資人因面臨股價持續下跌而產生集體殺出並導致股市崩盤所提出之解釋。Calvo and Mendoza(1997)模型便利用獸群逃竄現象之觀念，描述投資人在資訊不充分情況下，道聽塗說而引發金融危機。這種模型都假設外匯市場訊息充分流通而使集體性預期得以成形。但事實上，外匯市場訊

息並非如假設般充分，每個投資人所掌握資訊都不是很充分且大多不盡相同，在這情形下，如何產生集體行為而造成金融危機？假設市場上有許多參與者，每一參與者都握有一些訊息，其中甲某對市場持悲觀看法，乙某持中立看法，丙某持樂觀看法。甲某根據本身握有資訊決定賣出本國貨幣，市場上乙某和丙某都觀察到甲某行為，此時乙某亦決定賣出，乙某賣出行為將使丙某對自己所抱持樂觀看法產生懷疑，此時丙某可能會轉變態度而賣出本國貨幣，這連續傳遞效果蔓延下去，就會產生投資人瘋狂賣出本國貨幣，有如受到驚嚇獸群般紛紛逃竄，英文稱這樣行為叫做 herding。

茲以新興國家市場之資金進出活動為例，解釋獸群逃竄現象何以發生。按新興國家市場投資具有高度風險性，為何仍有大量資金流入該市場？繼而瘋狂地逃離出？一個可能原因在於基金經理人制度，該制度下資金並非由資金擁有者本身來掌管操作，而是交由專業經理人代管，另一方面經理人之績效評鑑又取決於其操作之獲利績效，故迫使經理人明知可能具有高度風險，仍將資金投入新興市場。但當預期有金融危機時，這些資金也成為推動危機實現之一股力量。蓋經理人為避免影響績效，當面對不確定因素時，將會比一般投資人更無情地將資金抽出，以求自保。

第二代模型明顯不同於第一代模型之處在於，第二代模型不僅討論單一國家可能發生之金融危機，亦強調數個國家相繼發生金融危機之可能性。再者，對於金融危機發生之原因，亦不再只強調基本之惡化之單一因素，受到其他貿易競爭國之牽連也可能使基本之良

好之國家遭遇到金融危機，我們稱這種金融危機向外傳染擴大之現象為傳染蔓延效應 (contagion effects)。1990 年代後之金融危機往往是牽涉到一個區域內數個國家，例如 1992~1993 年間之 ERM 金融危機、1994~1995 年之拉丁美洲危機及 1997 年之東南亞金融危機等，金融危機就像傳染病一樣地蔓延開來，都使該區域內許多國家相繼遭受到重創。

要解釋這種現象必須瞭解各個國家間之貿易關聯性，例如甲乙兩國可能是貿易上伙伴或是貿易上互相競爭之關係，則甲國基本面惡化可能會影響到乙國基本面，致乙國也可能遭受到金融危機之襲擊 (Gerlach and Smets, 1995)。以東南亞金融危機為例，東南亞國家因出口品銷售到世界各地具有同質性，故泰銖貶值等於削弱周邊國家出口競爭力，進而導致周邊國家經濟成長可能衰退之疑慮，連帶其他國家也遭受到金融危機，使得東南亞地區整體經濟情勢惡化。

另一種解釋則和第二代模型之多重均衡有關，一旦有一個國家發生金融危機，其他面臨經濟基本面惡化威脅之國家，可能因實施貨幣貶值所可能遭受之國內外政治壓力降低，而提昇實施貶值政策之可能，導致自我實現之發生。

金融危機之發生原因

有關 Krugman 教授與 Sachs 教授對亞洲金融危機之探討解釋及金融危機模型如前所述，惟上述論點仍有盲點。主要原因是多數討論是來自於西方學者，多用西方觀點來看問題。是故，對金融危機問題之探討，規避美國、

日本兩大經濟強國所扮演之角色。而本文認為亞洲金融危機之遠因，仍是美國、日本扮演幕後推手之角色，對此後文將有所析述。基本上，本文乃從客觀立場來探討亞洲金融危機之真正原因，而依時間順序，其引爆點可排列成近因、中因及遠因等三時點，茲分別說明如下。

一、引爆點之近因

引爆點係指自泰銖在 1997 年 7 月宣佈貶值後一般人所認定之亞洲金融危機發生時點，短短幾個月內大部份亞洲新興工業國家紛紛受到波及。而近因之說法，則是綜合本文第二節之討論和第三節之理論模型所提出的。基本上，這場金融危機之成因，是因許多國家基本面惡化，加上過度依賴外資之事實，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之匯率制度。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。香港港幣和中國大陸人民幣雖宣稱絕不貶值，但香港政府和投機客亦歷經激烈港幣匯率戰役。而 Krugman 和 Sachs 等學者，對亞洲金融風暴所做之討論，對於瞭解亞洲金融危機之近因，實有相當大幫助。惟本文認為 1994 年中國大陸宣佈人民幣貶值也是一個重要因素。蓋人民幣貶值後，對其他同樣以出口為導向之亞洲國家造成出口競爭力衰退在所難免。但當時正逢墨西哥等拉丁美洲國家出現金融危機，大量資金抽離自拉丁美洲而流向亞洲，相較於中國大陸資本市場與金融市場之諸多限制，這些熱錢紛紛流向東南亞國家。換言之，這些國家雖因人民幣貶值可能會引起基本面惡化，但鉅額資金流入所堆積成經濟泡沫現象，則掩蓋這

個事實，加上各國政府和企業都未意識到人民幣貶值所可能引發之危機，後來導致經濟泡沫快速幻滅。

二、引爆點之中因

有關中程原因之探討，本文認為主要是全球性市場之形成。1980 年代以前，全面性資金流動只能在學術領域內討論，就實際層面而言，市場上因存在諸如資訊不完全、操作技巧不純熟及風險無法規格統一化等障礙，尤其各國政府設定各種對外匯、銀行系統管制等人為障礙，或以直接干預利率、匯率等方式，進入市場操作，國與國間資本之移動不易。但自 1980 年後，這些障礙逐漸被解除，一個真正之全球性資本市場儼然成形。何以各國政府之金融政策作如此大調整？全球性市場如何成形？而本文認為思考這些問題，對於亞洲金融危機之發生原因，會有更深一層體認。

追溯歷史，第二次大戰後，在布列敦森林協定之設計，及政府希望完全控制金融體系之雙管齊下，各國政府得以控制國內資金需求、資金流動性和利率等，而藉由對金融機構實施之管制，以達到干預國內經濟之目的，同時對問題金融機構提供挽救保證，以謀取政權的穩定。但近年來，各國政府基於過度管制之金融市場缺乏效率的認知，逐漸放寬限制而推行金融自由化及國際化之政策，此舉有助於全球性市場之形成。

其次，由於電腦科技進步，使得金融市場交易變得安全且迅速，交易成本也不斷地降低，金融市場越來越有效率。再者，因電腦網路及其他媒體之蓬勃發展而使資訊取得更加

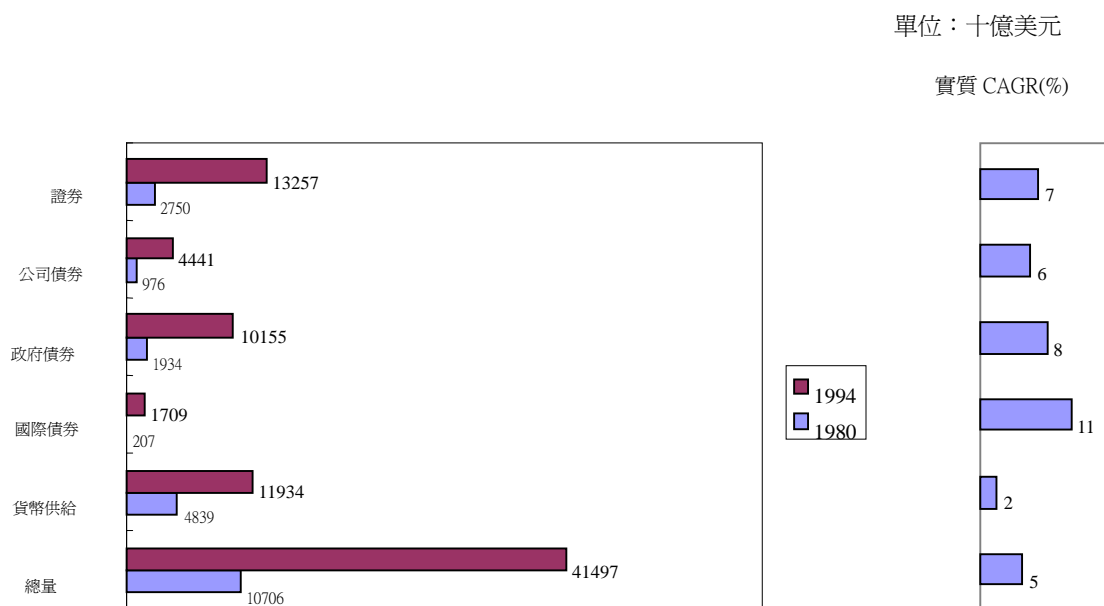
容易，故金融機構不再是一般人託付資金之唯一管道。而訊息之充分普及和交易之簡化的結果，使得一般人紛紛將資金由存放金融機構轉而直接投入證券、債券及期貨等市場上，以追求較高的報酬，各種金融商品或各類型基金乃應運而生。而經募集之規模龐大基金，除投資在國內金融市場外，也為追求更高報酬而流竄到國外新興市場，加上這些新興市場之國家政府為加速發展經濟，大幅地解除資本管制並開放金融市場，以吸引外國資金流入。其結果造成全世界金融性資產規模急速地增加，且促進國際間資本流動。Bryan and Farrell(1996)無疆界市場一書中幾個數據值得特別注意：

(一)全球流動性資產快速成長

由[圖 1]可發現，全球之流動金融資產規模近來成長迅速。所謂流動金融資產，包括所有金錢和在市場上可經專賣轉換權利之金融資產。例如可買賣之票券就屬於流動金融資產，其包括貨幣、債券及票券等。根據[圖 1]，在 1980 年，也就是固定匯率制度瓦解後 7 年之時，全球之流動金融資產僅約 11 兆美元，但截至 1994 年底，全球之流動金融資產約 41 兆美元。至於增加之原因，在於股票大量發行，政府債券數目不斷增加，銀行貸款等過去被視為不可流動之金融資產也成為可交易資產，再加上參與全球市場交易之國家數目不斷增加，市場規模因此日益擴大。如此龐大市場一旦產生動力，絕不是任何一個中央銀行可以改變的，故龐大資金在世界各國間流動已是不可避免之趨勢，致各國政府對經濟和金融之控制能力相對降低。整體而言，由於流入新興市場國家之鉅額資金，大多以追求短期報酬為目

的，長期投資反而較少，因此造成這些新興市場國家國際資本快速流動，其往往是引發這些

國家金融危機之主要原因。



資料來源：IMF.

[圖 1] 已開發國家金融資產成長

若由流動金融資產組合觀之，其中證券、債券、貨幣等之成長情形說明如下。1980~1994 年之間，發行在外上市證券總值成長急速，從 3 兆成長到 13 兆美元，也就是以 7% 實質成長率連續成長 14 年。這些成長中，只有不到 3% 是源自於新證券之發行，大部分皆係反映先前已發行證券之增值。至於同期間債券之成長，各國政府以 8% 複利速度發行債券，使得公債總額從 2 兆美元大幅跳升至 10 兆美元。另外，企業及政府在國際發行債券之總資產規模，從 1980 年 2,000 億美元增加為 1994 年 1.7 兆美元，其驚人成長之背後事實，除國家與企業急需資金外，最大原因是許多企業基於資金成本之考量，在這段期間內，大量將銀行債務轉換為票券，而造成公司債大幅增長。這就是形成

所謂逆中介(disintermediation)現象。最後，貨幣供給之成長情形，1980~1994 年之間，約增加 7 兆美元。在 1980 年，金融機構是各國主要貨幣供給者，供應量大約 5 兆美元，占當年全球流動金融資產之一半。但到 1994 年，已開發國家之國內貨幣供給全部也不過 12 兆美元，還不到當年全球流動金融資產之三分之一，貨幣供給之減少與逆中介現象有極大關係。

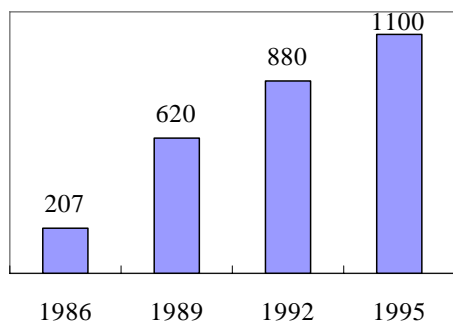
(二) 跨國際之金融資產買賣愈趨活潑

根據統計，在 1980 年，美國之跨國權利轉移交易毛額約僅 934 億美元，但到 1990 年，已超過 1 兆 5,000 億美元。由[圖 2]可以看出 1986~1995 年間，全世界每日外匯成交量之變化。在 1973 年固定匯率時代末期，每天全球

外匯市場交易量約 100~200 億美金，到 1986 年，外匯市場則已顯著全球化。儘管當時義大利、法國等部分已開發國家仍存在許多金融障礙，但倫敦、紐約和東京等三大市場每天交易額就有 2,000 億美金。1995 年後至今，已開發國家之貨幣市場和外匯市場已完成全球化過程，每天交易量則早已超過 1 兆美金。

單位：十億美元

全世界每日外匯成交量



資料來源：國際清算銀行

[圖 2] 全世界每日外匯成交量統計

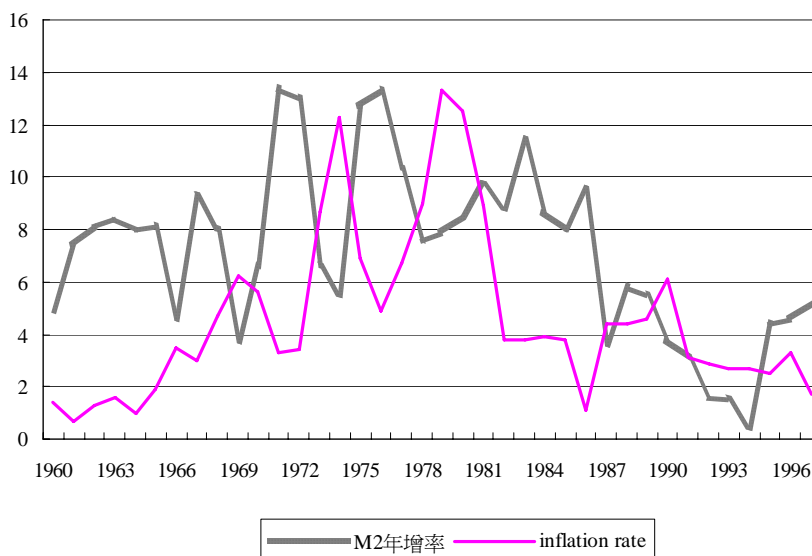
三、引爆點之遠因

最後，談到亞洲金融危機之遠因，其實與美國、日本兩國間貿易關係有所關聯。由[圖 3]美國貨幣供給率及通貨膨脹率之變化情形，可發現美國貨幣供給率從 1960 年起經常出現超過 8% 水準之情形，其與通貨膨脹率之差距

遠超過經濟成長率加上 Friedman 所主張之 2~3% 加成率。但有趣的是，因 1982~1986 年及 1991~1993 年高度貨幣成長而預期可能會引發之通貨膨脹危機，竟自 1982 年起未曾發生。其次，由[圖 4]可發現，1976 年以前，美國貿易係處於平衡狀態，但 1976 年以後，貿易赤字問題卻一發不可收拾。再由[圖 5]可發現美國政府預算赤字，從 1970 年代起逐步增加，而在 1992 年美國聯邦赤字達到最高，約有 3,266 億美元。由此，會令人聯想問一個問題：美國雙重赤字加上高度貨幣供給，但卻未發生通貨膨脹，則錢到底流向何處？問題到底發生什麼變化？

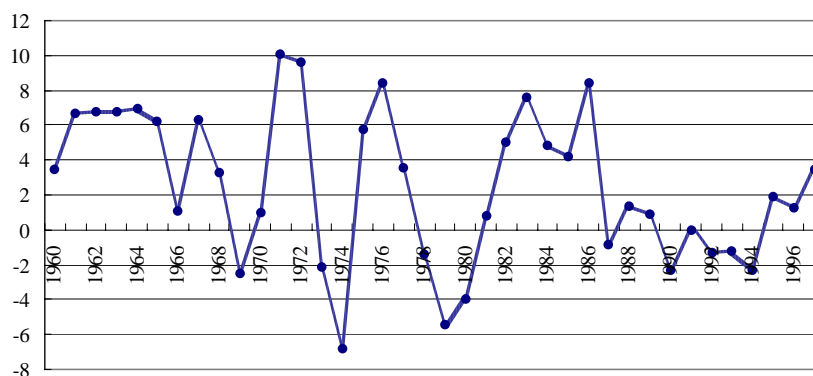
按理說，如果是一個小國貿易長期入超，則在國際收支嚴重不平衡下，外匯資產會逐步耗竭，其貨幣也會貶值，然後減少進口，增加出口，以達到國際收支平衡。1980 年代美國雖因貿易逆差致大量美元流出，但這些流出美元剛好提供當時國際投資銀行間欲建立一個國際資本市場所需要之流動準備，使國際資本市場得以順利地運作。隨著國際資本市場規模日益擴大，美國持續貿易和財政雙重赤字乃順利地被國際資本市場吸收掉。因此，除外國人持有美金之比重逐漸增加外，由[圖 6]亦可發現美國公債流向到海外成上升趨勢。

單位：%



資料來源：Economic Report of President, 1997; Economic Indicators.

[圖 3A] 美國貨幣供給(M2)成長率與通貨膨脹率



資料來源：Economic Report of President, 1997; Economic Indicators.

[圖 3B] 美國 M2 成長率與通貨膨脹率

儘管美國經濟存在上述問題，但由[圖 7] 發現美元價值並無太大變化，1970 年代後期美元雖因貿易赤字貶值，但 1980~1985 年又大幅升值。其理由在於，美國是一個經濟強國，且相信其政府運作穩定，故美金廣泛被接受，並成為國際資本市場之通用貨幣，進而上述美國

之經濟問題，乃轉嫁世界各國，其中日本受影響最大。日本和美國貿易上長期之附庸關係，使得美國無懼於對日本之龐大貿易赤字，一方面日本利用從美國所賺美金購買美國政府公債，一方面美國要求日圓升值來減少對日本貿易赤字。而日圓升值之結果，促使日本將出口

產業基地外移到東南亞等新興市場國家，造成日本資本持續外移的現象。由於日本政府並無意讓日幣取代美金之國際通貨地位，故日本大量資本外移亦導致國際間美元流動數額更加龐大。

結 論

亞洲金融危機係起自 1997 年 7 月 2 日泰銖貶值，連鎖效應擴散迄今，幾乎衍生成全球性金融危機。至於金融危機之成因，政府預算失衡、高通貨膨脹率、低投資、低儲蓄及低成長率等之傳統看法，未能對這場亞洲金融危機提供良好解釋，但拜網路發達之賜，最近探討亞洲金融危機之文獻則迅速流傳，而其論述主軸：引起亞洲金融危機的原因究竟是單純基本面原因？還是金融制度面發生問題？並陸續提出理論模型，其中則以 MIT 大學 Krugman 教授與哈佛大學 Sachs 教授所持看法最值得注意。

惟上述論點仍有盲點。主要原因是多數討論是來自於西方學者，多用西方觀點來看問題，而對於亞洲金融危機問題之探討，忽略美國、日本兩大經濟強國所扮演之角色。本文乃從客觀立場來探討亞洲金融危機之真正原因，而依時間順序，其引爆點可排列成近因、中因及遠因等三時點。

首先，引爆點之近因，是因東南亞國家基本面惡化，加上過度依賴外資之事實，使得其幣值高估而遭到投機客攻擊，其政府不得不放棄釘住美元之匯率制度，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，引爆點之中因，是金融自由化及國際化之

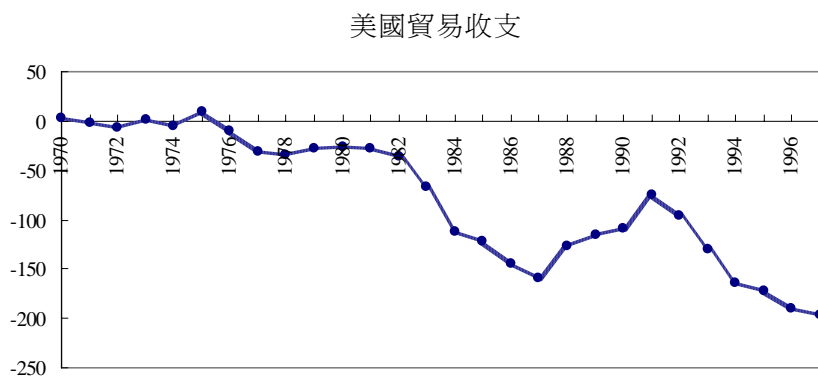
政策推行，及電腦科技技術之進步，全球性資本市場儼然成形，造成國際資本快速流動，而引發新興市場國家泡沫效應之金融危機。最後，引爆點之遠因，應歸諸美國 1970 年代起之財政和貿易雙重赤字加上高度貨幣供給，美國挾著美元在國際貨幣市場上強勢地位，將上述經濟問題轉嫁世界各國，其中日本受影響最大，不僅將出口產業基地外移到東南亞等新興市場國家外，而大量資本外移至東南亞地區，雖造就該地區經濟快速成長，但亦因在 1997 年快速地撤離，導致經濟泡沫崩潰，而衍生所謂金融危機。

亞洲金融危機初期，我國中央銀行曾試圖固守新台幣兌美元匯率，並一度造成市場資金嚴重失血及股市持續重跌，情勢可能演變成危害國內整體經濟發展，故中央銀行宣佈放任新台幣貶值。此舉前後不一，中央銀行招致政策不中立之批評，惟本文認為，中央銀行平時對國際金融領域研究不足及對當時情勢誤判是造成當時政策前後不一致之主因。就理論上而言，只要貨幣當局願意犧牲其他政策目標，固守匯率是可達成的。但因新台幣並非國際強勢貨幣，我國亦非國際貨幣基金會之會員國，加上我國是以對外貿易為主之小型經濟體，故中央銀行當初發現因捍衛新台幣匯率導致外匯存底大量流失，和唯恐波及國內整體經濟發展，乃放手任新台幣貶值是值得肯定的。然而，中央銀行當初誤判我國在全球市場之定位，及低估亞洲金融危機對我國之影響，則是政策上最大疏失。

亞洲金融危機是否已經結束無法斷言，但在整個世界流動資產大量增加，資本流動全球

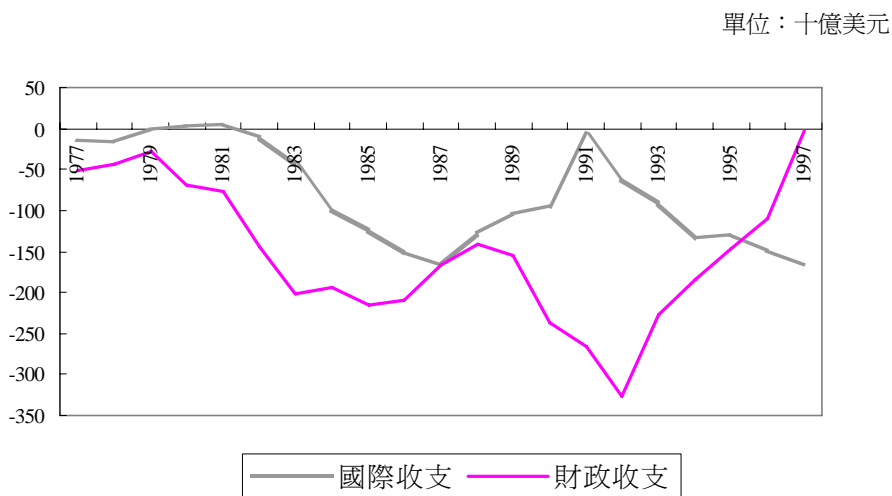
化之趨勢下，未來金融危機仍有可能發生在其他地區。本文建議我國貨幣當局未來應該加強國際金融領域之研究，並隨時注意整體國際金融局勢之發展，適時研擬因應對策，始能避免類似情形再度發生。

單位：十億美元



資料來源：IMF

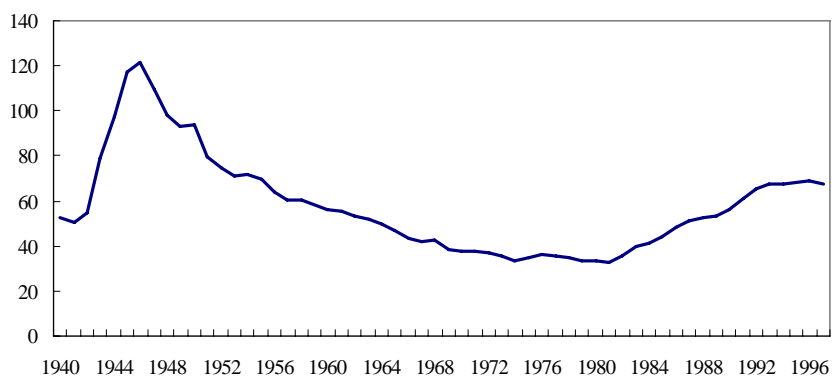
[圖 4] 美國貿易收支



單位：十億美元

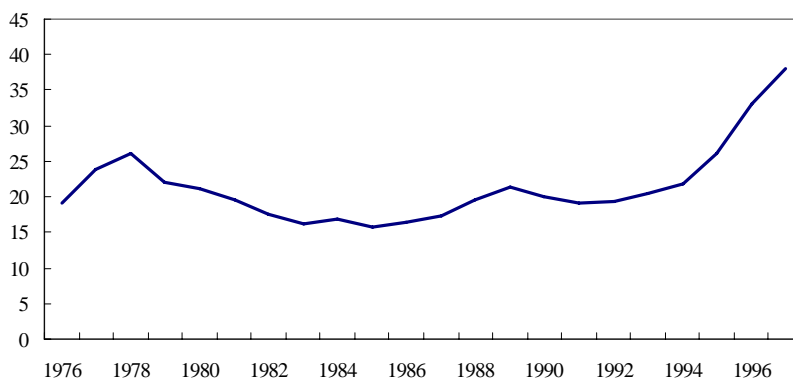
資料來源：IMF

[圖 5] 美國國際收支與政府赤字



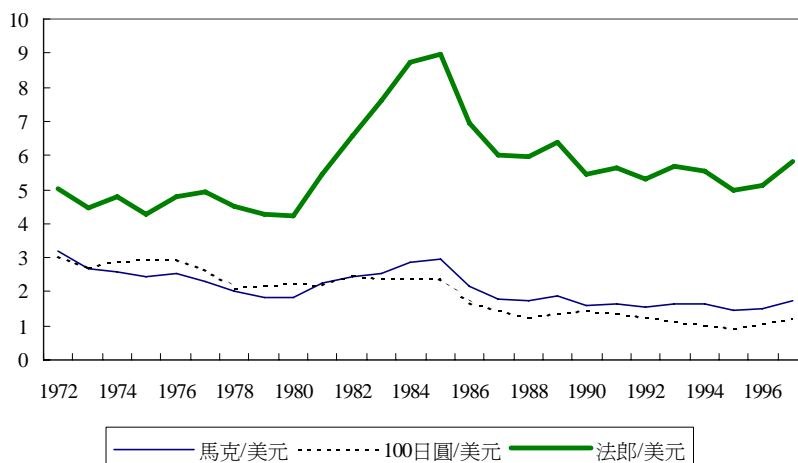
資料來源：Economic Report of President 1997.

[圖 6A] 美國國債占 GDP 百分比



資料來源：Economic Report of President 1997.

[圖 6B] 外國人持有美國國債百分比



資料來源：Economic Report of President 1997.

[圖 7] 美元對主要貨幣匯率

參考文獻

- 1.長谷川慶太郎(1998), 亞洲金融風暴：世紀未經濟危機，汪仲譯，時報出版。
- 2.Browne,H.(1989),*The Economic Time Bomb: How You Can Profit from the Emerging Crises*, St. Martin's Press.
- 3.Bryan, L.and D.Farrell(1996), *Market Unbound*, John Wiley & Sons, Inc.
- 4.Connolly,M..andD.Taylor(1984), "The Exact Timing of the Collapse of an Exchange Rate Regime and Its Impact on the Relative Price of Traded Goods," *Journal of Money, Credit ,and Banking*,16,194-207.
- 5.Drazen,A.(1997), *Contagious Currency Crises*.
- 6.Edward, S.(1989), *Real Exchange Rates, Devaluation and Adjustment: Exchange Rate Policy in Developing Countries* Cambridge: MIT Press.
- 7.Esquivel, Gand F. Larrain(1998), *Explaining Currency Crises*,Manuscript.
- 8.Flood, R. P. and P. M. Garber(1984), "Collapsing Exchange Regimes: Some Linear Examples,"*Journal of International Economics*, 17,1-13.
- 9.Galbraith, J. K.(1992), *The Culture of Contentment*,Houghton Mifflin Co.
- 10.Henderson, C.(1998), *Asia Falling?* McGraw-Hill.
- 11.Kim, Jong-Il and L.J. Lau(1992), "The Sources of Economic Growth of the Newly Industrialized Countries on the Pacific Rim," Stanford University.
- 12.King, R. G. and R. Levine(1993a), "Finance and Growth : Schumpeter Might Be Right," *The Quarterly Journal of Economics*, 717-737.
- 13.King, R. G. and R. Levine(1993b), "Finance, Entrepreneurship, and Growth: Theory and Evidence,"*The Journal of Monetary Economics*, ,513-542.
- 14.Krugman, P. and J. Rotemberg(1991), "Speculative Attacks on Target Zones," in Krugman, P. and M. Miller(eds.), *Target Zones and Currency Bands*,Oxford:Oxford University Press.
- 15.Krugman, P. I(1998), "Told You So," *New York Times Magazine*.
- 16.Krugman, P.(1989), "Models of Balance of Payment Crises," *Journal of Money, Credit ,and Banking*.
- 17.Krugman, P.(1994), "The Myth of Asia's Miracle: A Cautionary Fable," *Foreign Affairs*.
- 18.Krugman, P.(1996), "Are Currency Crises Self-fulfilling?" *NBER Macroeconomics Annual*, , 345-407.
- 19.Krugman, P.(1996), *Pop Internationalism*. Cambridge :MIT Press.
- 20.Krugman, P.(1997), *Currency Crises*.

- 21.Krugman, P.(1998), *What Happened to Asia?*
Manuscript.
- 22.Morgan, I. W.(1995), *Deficit Government:
Taxing and Spending in Modern America*,The
American Ways Series.
- 23.Radelet,S. and J. Sachs(1998), *The Onset of
the East Asian Financial Crisis*.
- 24.Roubini, Corsetti, and Pesenti(1998), *What
Caused the Asian Currency and Financial
Crisis? Part I : A Macroeconomic Overview*.
- 25.Sachs, J.(1997), *Personal View: Jeffrey
Sachs*.
- 26.Sachs, J.(1998), *The Deepening Crises in
Asia*.
- 27.Shiller, R.(1989), *Market Volatility*,
Cambridge : MIT Press.
- 28.Young, A. (1992), “A Tale of Two Cities:
Factor Accumulation and Technical Change in
Hong Kong and Singapore,” *NBER
Macroeconomics Annual*.



關 鍵 字

金融危機、泡沫經濟、自我實現效應、
獸群流竄現象、傳染蔓延效應