

本文章已註冊DOI數位物件識別碼

▶ 東南亞金融風暴的起因、影響與展望

Southeast Asia's Financial Crisis and Its Political-Economic Implications

doi:10.30390/ISC.199801_37(1).0001

問題與研究, 37(1), 1998

Issues & Studies, 37(1), 1998

作者/Author：金榮勇(Rong-Yung King)

頁數/Page：1-14

出版日期/Publication Date：1998/01

引用本篇文獻時，請提供DOI資訊，並透過DOI永久網址取得最正確的書目資訊。

To cite this Article, please include the DOI name in your reference data.

請使用本篇文獻DOI永久網址進行連結:

To link to this Article:

[http://dx.doi.org/10.30390/ISC.199801_37\(1\).0001](http://dx.doi.org/10.30390/ISC.199801_37(1).0001)



DOI Enhanced

DOI是數位物件識別碼（Digital Object Identifier, DOI）的簡稱，是這篇文章在網路上的唯一識別碼，用於永久連結及引用該篇文章。

若想得知更多DOI使用資訊，

請參考 <http://doi.airiti.com>

For more information,

Please see: <http://doi.airiti.com>

請往下捲動至下一頁，開始閱讀本篇文獻

PLEASE SCROLL DOWN FOR ARTICLE



東南亞金融風暴的起因、影響 與展望

金榮勇

(政治大學國際關係研究中心
第一所副研究員)

摘 要

最近十多年來經濟發展極為順暢的東南亞各國，從去年下半年開始面臨非常嚴重的金融危機。除了經濟基本面出現不利因素外，這場蔓延到整個東亞的金融風暴，更凸顯出過去東亞各國以政府產業政策為主導之經濟發展模式的頓挫。此次金融風暴所衍生出來的另一個影響是，國際金融及經濟體系之運作及遊戲規則可能必須重新調整。這個發展也會影響到邁入下一世紀東亞，甚至全球經濟版圖的重劃。

關鍵詞：東南亞、金融風暴、重商主義、雁行理論

* * *

壹、前 言

自去（一九九七）年六月開始，東南亞各國的貨幣就受到國際外匯投機客的拋售而分三波段大跌。以情況最嚴重的泰國而言，泰銖（Baht）兌換美元的比率從六月初的24.78：1貶值到八月一日的31.43：1和九月一日的34.43：1，貶值幅度達到39%，到九八年初更一舉貶破50：1的關卡。鄰近的東協各國貨幣也好不到那裡：馬來西亞的馬元（Ringgit）在這半年時間貶值了40%，從2.52：1跌到九八年元月的4.5：1；印尼盾（Rupiah）更慘，從七月初的2,430：1狂瀉到十二月中的5,400：1以及九八年初的跌破萬元大關；菲律賓的披索也滑落約40%，從26.37：1降到十二月中的39：1、九八年一月的43：1。①原本廣被許多國際知名媒體看好的「東亞四小

註① *The Asian Wall Street Journal*, Jun. 3, 1997, p. 24; Aug. 4, 1997, p. 26; Sep. 2, 1997, p. 28.

Southeast Asia's Financial Crisis and Its Political-Economic Implications

Rong-Yung King

Abstract

During the past decade, Southeast Asia has achieved remarkable economic growth. However, since July 1997, Thailand has suffered a banking and financial crisis which has spread to almost the entire East Asian region. In addition to reflecting some fundamental economic problems such as a huge trade deficit and foreign debts, the crisis mainly highlights the failure of the East Asian model of national industrial policy or neo-mercantilism.

Another implication of the financial crisis is that the rules of the game in the international financial and economic systems will probably be changed so as to find an equilibrium between "have" and "have-not" nations. Finally, the crisis will definitely influence the future East Asian and global economic landscape.

Keywords: Southeast Asia, economic crisis, mercantilism, flying geese model



虎」突然間變成一群病貓。是那些內、外在因素導致這幾隻「小老虎」的經濟遭受這麼大的打擊？

東協各國的貨幣貶值也讓這些國家的股票市場受到重創，外資的撤出更使得這些國家的經濟活動大受打擊。而原本對未來經濟發展雄心勃勃的東協各國領導人在面對這些挑戰時、有相當一段時間不是不知所措，就是反應有誤，反而加深各國經濟受創傷的程度和延長復原的時間。有些評論者認為此次東南亞金融危機就是三年前墨西哥金融危機的東亞版。如果是，三年以後這些東南亞經濟可否像目前的墨西哥一樣重新恢復活力？

鄰近東南亞國家的中華經濟圈也因為外資撤離東南亞而受到大小不等的衝擊。台灣、香港和中國大陸的經貿環境和東協大部分國家有所不同，所受的衝擊和反應當然也大不一樣。台灣、香港和中國大陸會不會重蹈東協各國的覆轍？還是中華經濟圈能夠從中取利呢？換句話說，外資短期撤出東南亞是會對中華經濟圈的中國大陸、台灣和香港產生擴散效應（資金一併撤離中、台、港）還是移轉效應（資金從東南亞轉到中、港、台）呢？這也是本文所要探討的重點之一。

這次東南亞金融風暴很快蔓延到東北亞的台灣、香港和南韓，造成整個東亞經濟成長模式的頓挫，影響至為深遠。這不只是這幾個國家經濟受到重創，過去數十年來最成功的經濟發展模式經此風暴後，其可行性都受到質疑和挑戰。這也是本文在分析東亞經濟危機之餘也將探討的重點之一。因此本文第一部分首先探討東協各國發生此次金融危機的內外因素。其次將分析此次金融危機對於東協各國和東北亞各國家地區的影響，尤其是對中、台、港的影響。最後一部分則是對未來的展望做一評估。

貳、東南亞金融危機的起因

整個東南亞金融危機最初起源於泰國的經濟基本面在最近一、二年內出了一些問題，導致國際外匯投機客大舉拋售泰銖，並延及鄰近有類似情況的馬來西亞、印尼及菲律賓等國。首先，泰國是有著一段值得驕傲的時期。過去十年泰國的年平均經濟成長率為9%，是同時期全球經濟表現數一數二的國家；而泰國的個人平均國民所得從一九八五年的八百美元提高至一九九四年的二千四百一十美元。^②快速的經濟成長不僅使得泰國人的生活水準大獲改善，也造就曼谷成為東南亞的消費之都。美國的財富（*Fortune*）雜誌還報導泰國曾經是全球賓士房車的第二大市場。^③在經濟如此順利發展的情形下，難怪越來越多的泰國人以亞洲的第五個新興工業化國家自許。

不過在這些表面的榮景下，有一些制度面、政策面和實務面的問題逐漸產生，這些問題並沒有受到政府相關部門的重視而使得泰國的經濟基本面開始惡化，最後產生嚴重的金融危機。問題最嚴重的應該是在制度面上，過去十餘年間泰國是採取釘住以

註② *Asia 1997 Yearbook* (Hong Kong: Review Publishing Com., 1997), pp. 14~15.

註③ *Fortune*, Sep. 8, 1997, p. 70.

美元為主的管理式固定匯率制度。④實施固定匯率制度一方面比較可以穩定國內物價，另一方面讓泰國的貿易商和外商對泰銖有足夠信心，並且能夠使他們降低買賣外匯的風險——通常匯率波動是國際性資本進出一個開發中國家市場的最大風險之一。東南亞許多國家在過去十餘年的穩定匯率，無疑的是吸引外資源源不絕進入此區域、同時使這些國家的經濟持續又高速成長的主要因素之一。⑤亞洲華爾街日報的一篇文章報導，根據一家德國銀行前（一九九六）年的研究，過去幾年之間東南亞各國的貨幣和日元、德國馬克等全球主要貨幣相比是波動較低、幣值較高的。⑥

然而實施固定匯率並不是毫無代價的。它常常會使得一個國家的經濟在面對內外環境改變時不是失去調整的能力，就是必須在往後做出更大的波動。以泰國而言，當貿易逆差日益擴大、外債越來越多時，泰國的中央銀行仍然想要維持固定匯率，就會冒著和國際外匯投機客以及國內數以千計之公司、廠商對作泰銖幣值的風險。在一個採取開放式經濟的國家，這常常是一場終究會輸的戰役。泰國自墨西哥金融風暴以後就好幾次面臨貨幣大幅貶值的壓力，每次泰國中央銀行都透過在外匯市場賣美元以及維持國內銀行的高利率等方式來維持泰銖的幣值。⑦前幾次泰國政府都護盤成功，但是在泰國經濟基本面的許多問題沒有明顯改善以前，這些護盤只是延後危機爆發的時間，並且極可能更加深下一次金融危機的幅度。尤其是每一次泰國央行的進場護盤都會耗費數十億美元的外匯，造成外匯存底大量失血，也減少下一次護盤的力量。另一方面，銀行的高利率加重融資成本，使得許多泰國企業面臨週轉不靈的困境。再加上高估的幣值所造成出口產業的國際競爭力減退、貿易逆差更加擴大，政府經常帳赤字也隨之大增。這種惡性循環終於導致此次的金融危機。因此我們從制度面來檢討泰國以至於東南亞其他國家的金融危機，僵化的固定匯率制度實為主因。

其次，在泰國經濟的政策面上也出了問題，助長了泰國經濟基本面的惡化。政策面最大的問題是，泰國政府這幾年來長期維持高利率和資金進出幾乎完全自由，以吸引外資的流入。以一九九一年初的各國中央銀行基本放款利率為例，日本是8.25%，台灣是10%，泰國則是16.5%。到了九七年十月，日本大幅降為1.625%，台灣降為7.15%，泰國仍然維持在14.75%的超高水準。⑧泰國的高利率能夠吸引外資流入，加上泰銖對美元的固定匯率所產生的匯率零風險，使得外資大量進入泰國。尤其泰國政府自一九九三年開始同意泰國的私人公司可以從境外金融機構直接募集資金，更使得以日資為主的中短期國際游資大量流向泰國和其他東協國家，而東協國家也可以充分利用其他國家的低利率資金。⑨這似乎是一項相輔相成、相互得利的國際性金融合作。

註④ 實際上泰銖是釘住以美元、日元和德國馬克為主的一籃通貨，不過是以25：1的比率釘住美元。這使得泰銖成為亞洲最穩定的貨幣之一。

註⑤ *Time*, Jul. 28, 1997, p. 33.

註⑥ *Asian Wall Street Journal*, Aug. 6, 1997, p. 5.

註⑦ *Asia 1996 Yearbook*, pp. 217~218.

註⑧ *Far Eastern Economic Review*, Jan. 3, 1991, p. 51 & Oct. 16, 1997, p. 73.

註⑨ *Time*, Jul. 28, 1997, p. 33.



然而，此類國際游資的流入通常有兩種特性，使得這類國際合作的基礎異常脆弱，很容易拆夥，而且結果通常是對資金接受國不利。其一是這類國際游資常常是中短期的、也不是很可靠的。只要地主國的經濟基本面或者國際經濟出了重大問題，這些資金會馬上撤離，留下一堆爛攤子給地主國及其他國際金融機構去解決。^⑩三年前的墨西哥披索危機就是一個最好例子。第二個特性是這種中短期資金通常流向股票市場、貸款等服務業，而不是流向基礎建設或製造業。這些「熱錢」的流入常常會造成地主國的泡沫經濟、並連帶引發通貨膨脹，導致景氣過熱。一旦地主國經濟疲態顯露，這些「熱錢」馬上流出，轉往下一個目標。這種「熱錢」的進出對於一個正在發展中的國家經濟尤其不利，因為這些國家的政治、經濟生態並不十分穩定，受到衝擊的程度特別強烈。

泰國透過高利率以及金融自由化來吸引大量外資，逐漸在這幾年嚐到苦果。泰國的銀行和私人財務公司透過境外金融市場以較低利率借得大量資金，再以泰國國內的貸款利率轉貸給國內客戶，從中賺取巨額利差。根據一項統計資料，外資借給泰國私人企業的資金從一九九二年的占泰國國內生產毛額（GDP）之39%劇增到一九九六年之123%。^⑪然而這種國內信用的擴張幾乎都是建立在向國外借債的基礎上，風險之高可想而知。國外資金肯進入泰國，固定匯率是最主要的背書。一旦泰國經濟基本面出現問題，在國際外匯投機客的打壓下，原本的固定匯率馬上岌岌可危，外資也立即撤出，就極可能形成一場經濟風暴。相較之下，東北亞的日本和台灣所採取的管理式金融政策對於來自外資的影響就小很多，雖然這些政府也都面臨金融自由化的壓力。^⑫

在實務面上，泰國經濟在近幾年因為內外環境的改變而出現失衡的現象，可是泰國政府仍然沉迷於快速的經濟成長，不去想辦法改善，才使得這些問題變得一發不可收拾。首先是中國大陸從一九九四年開始讓人民幣對美元及其他主要貨幣貶值，造成鄰近東南亞國家出口商面臨貨幣貶值的壓力。人民幣對美元貶值35%，外銷退稅17%，再加上這幾年北京政府厲行財政緊縮政策，因而使得中國大陸出口產品的國際競爭力大幅提高。^⑬反映在數字上的，就是貿易順差的增加：從一九九四年的53億美元增加到一九九六年的122億美元、以及一九九七年前八月的255億美元。^⑭這使得主要出口產品同質性甚高的泰國之貿易赤字和經常帳逆差持續提高，出口成長率從一九九四、一九九五年的21.8%和20.1%驟降至一九九六年的負0.75%，貿易入超也由一九九五年的128.4億美元，增加為一九九六年的149.8億美元。^⑮經常帳逆差也自然隨

註⑩ *Asia 1996 Yearbook*, p. 218. 泰國在一九九五年初就曾經因為墨西哥披索危機而面臨外資缺乏的窘境，後來靠調高利率才再度吸引外資流入，可是這些措施卻是造成現在金融危機的重要因素。

註⑪ *Time*, Jul. 28, 1997, p. 33.

註⑫ *Far Eastern Economic Review*, Sep. 25, 1997, p. 43.

註⑬ 經濟日報（台北），民國八十六年九月十七日，版四。

註⑭ 貿易數字分別取自 *Asia 1997 Yearbook*, p. 14和國際經濟動態指標（台北），民國八十六年十月九日、一月二十三日。

之擴大，泰國一九九六年經常帳逆差占其 GDP 之比率高達11.2%，較墨西哥爆發金融危機時的9.9%還要高。^⑥泰國的外債高達七百餘億美元，外債占其 GDP 的比重已超過三年前的墨西哥。

泰國政府面對這些遽增的赤字所採取的主要對策是提高銀行的利率，希望藉此吸收更多的外資，以彌補資金的缺口。這是依靠短期國外資金來填補經常帳赤字，風險甚高。全球性的投資評比機構慕迪 (Moody's) 在去年就降低泰國短期債信的評等，宣稱泰國依靠短期國外資金，極有可能變成下一個墨西哥。^⑦泰國中央銀行因此採取另一對策：要求各銀行及私人財務公司增加外國人短期存款之現金準備、以避免日後外資流出所造成的金融風暴。然而泰國式的金權政治使得這些要求形同具文，尤其有許多銀行和私人財務公司根本就是某些政客或聯合執政各黨派的金庫，只要不出問題就能持續運作下去。這種情形只有危機爆發、整個社會付出慘痛教訓以後，執政者才不得不重整金融秩序。^⑧

至於以馬來西亞總理馬哈迪為首的東協各國紛紛把此次金融危機的主要罪魁禍首歸究給美國的國際金融家索羅思 (George Soros)，馬哈迪總理更把金融危機和東協於九七年不顧美國反對而接納緬甸，後者則透過索羅斯代表懲罰東南亞一事聯結起來，認為這是一場國際陰謀。^⑨索羅思是不是造成東南亞金融風暴的主要因素之一呢？作者持較保留的態度。主要的理由是從前面所分析的各種因素而言，一個國家或地區的經濟面產生如此多的問題，勢必成為國際投資客覬覦的目標，遲早會爆發一場金融風暴。就算索羅思不帶頭放空泰銖及其他東南亞貨幣，也會有其他的國際外匯投機客來從中取利。馬哈迪總理及其他東協國家領袖對於索羅思的批判、除了痛心自己國家經濟所受的傷害之外，也有為各自錯誤的經濟及金融政策尋找替罪羔羊之意。

有一個很明顯的例子可以說明國際外匯投機客「以錢為師」的遊戲規則。在索羅思一九九二年的成名戰——英鎊危機一役中，馬來西亞政府也參與其中，是所謂的「國際外匯投資客」其中一員。^⑩只是那一戰的結果索羅思及其盟友站在勝利的一方，索羅思個人就獲利十億美元出場，而馬國中央銀行則是落得損失數億美元收尾。這個例子起碼可以降低馬哈迪總理「國際陰謀論」說詞的可信度，因為在英鎊危機一役中，馬國政府也是陰謀者之一。兩者不同處在於：索羅思等人看壞而且放空英鎊，馬國政府兒則認為英國應該可以撐過那次危機、並且大買英鎊以期獲取暴利。

不過從另外一個角度來說，美國國務院的官員們似乎很樂於見到東協各國不顧美國強烈反對，在九七年七月正式接納緬甸之時「正好」發生金融危機。緬甸政府長期壓制民主運動早就受到歐美各國的經貿制裁，美國並且強烈反對東協在現階段接納緬

註⑤ 國際經濟情勢週報 (台北)，第一一九一期 (民國八十六年七月三日)，頁九。

註⑥ 國際經濟情勢週報 (台北)，第一二〇二期 (民國八十六年九月十八日)，頁九。

註⑦ *Asia 1997 Yearbook*, p. 218.

註⑧ *The Economist*, Aug. 9, 1997, pp. 21~22.

註⑨ *Fortune*, Sep. 8, 1997, p. 22.

註⑩ *Ibid.*, p. 22.



甸。^①因此不論從那一個角度來看，東協正式接納緬甸，代表美國對東南亞外交政策的一大挫敗，也是東協獨立自主外交的象徵。此時發生此事，一方面可以沖淡美國對東南亞外交政策的挫敗，也間接對東協近年來日益增強的自主性甚至經濟實力打一巴掌。此次金融危機等於告訴東協說，「在許多事情上你們還是要聽我的，我雖然不一定能阻止此類事情的發生，但是有事時你們必須來找我解決」。在經濟事務上，這事件提醒東南亞各國仍然只是一群努力發展經濟的開發中國家而已，不論是經濟實力、科技水準或政經生態，離現代化社會還有一大段路要走。

叁、東南亞金融風暴擴及東北亞

泰國的金融風暴很快就延伸到東協的馬來西亞、印尼和菲律賓，造成整個區域的金融危機。更因為這些國家的應付不當，使得原本僅僅是一場危機加速擴大為經濟災難。在這個全球經貿已經邁入「全球村」的時代，始於泰國的金融危機甚至對全球經濟包括美國、日本都造成很大威脅。這倒是許多學者專家們所始料未及的結果。

東南亞國家的經濟面從去年開始就陸續發生問題，各國政府所採取的對策也決定此次金融風暴的嚴重程度。以情況最嚴重的泰國而言，泰國政府在最近二年以來就發生許多警訊：貿易逆差擴大、經常帳赤字增加、外債持續增加等。泰國政府所採取的對策幾乎都是治標的：提高利率、在外匯市場拋售美元以拉抬泰銖、開放市場以吸引外資來填補貿易及經常帳赤字。等到這些問題累積到一定程度爆發出來時，已經是不可收拾了。比較起來，馬來西亞在這次金融風暴中所受到的傷害應該是小很多。馬來西亞的政治穩定度十分高，銀行體系相對健全，外資流入也以長期資本為主，不像泰國是以短期資金為主。此外，馬元還是採取浮動匯率制度，雖然馬國政府長期來都儘可能維持馬幣的穩定。最重要的是當馬國面臨經常帳赤字增加時，馬國政府會採取一些政策來縮小赤字，不像泰國政府坐視赤字的增加。這些都有助於馬國增加抵抗金融風暴的能力。^②

然而，馬國總理馬哈迪博士的激情演出幾乎使得事情變得不可收拾。從一開始，馬哈迪總理就把此事定位成以索羅思為主的國際投機客要給東協國家一些顏色看，除了大賣美元以保衛馬元並打擊投機客外，馬國政府更實施新規定，禁止國外的基金在馬國證券市場以融券方式賣出一百種被列入計算股價指數的股票，希望能因此遏止股價的崩盤。^③這種措施自然只有使得外資更加外流，股票更加下跌。眼看情勢更加惡化，馬哈迪總理過兩天又宣布馬國政府將集資設立一個二百億美元的基金進場護盤。^④不過投資者似乎對他的激情演出並不捧場，也沒有信心，馬國股市仍然從六月底的

註① 有關問題可參閱拙著「緬甸軍人政府的未來發展」，問題與研究，第三十六卷第三期（民國八十六年三月），頁八一～九〇。

註② *Far Eastern Economic Review*, Jul. 24, 1997, p. 52.

註③ *Asian Wall Street Journal*, Aug. 29~30, 1997, p. 1.

註④ *Asian Wall Street Journal*, Sep. 4, 1997, p. 1.

一〇七七點跌到十一月中旬的六〇四點，是所有東亞國家中跌幅最深的。這種跌勢讓馬哈迪總理為之氣結，到後來馬國政府只有放棄抵抗，由市場決定匯市和股市的價位。

東協中的老大哥印尼則是採取比較和市場力量合作的方式處理此次金融危機，主要是因為這個經濟體質較差的國家過去有太多次類似經驗。所以印尼這次的股市和匯市跌幅並不亞於其他國家，但對整個社會的影響小於泰國和馬來西亞。當國際外匯投機客剛看上印尼盾時，雅加達就逐步放寬外匯市場買賣的幅度，讓貨幣適度貶值。當金融風暴席捲東南亞後，蘇哈托政府也首先同意接受國際貨幣基金（IMF）為數約四百億美元的紓困援助及所附帶的嚴苛條件。這些條件包括關閉一些有問題的銀行、解除政府對某些物品的壟斷、大幅減少蘇哈托家族的商業利益等。這些條件有許多會遭到蘇哈托子女的嚴厲抵制，效果仍然有待觀察。但誠如 *Business Week* 所述，「即使在幾個月以前，任何有關要求印尼關閉和當政者有關的銀行、或者打破壟斷都會被認為是笑話。所以 IMF 所能做到的任何成果都是重大進步。」^⑤因此從中長期來看，此次金融危機對消滅蘇哈托家族的政經勢力有很大的助益。

值得注意的是此次東南亞的金融風暴很快的就蔓延到東北亞各國，所造成的金融危機甚至不亞於東南亞地區。首先是從九七年九月份開始，台灣的新台幣匯率在國際及國內外匯操作者大賣新台幣的情況下很快就棄守，從原先中央銀行所設定的一美元兌換二十八點五元的底價，在短期內被貶值到跌破三十二元才止住。^⑥在台北的中央銀行曾花費五十億美元嚐試護盤，卻僅僅支撐數天而已，隨後就放手任由市場決定新台幣的價位。棄守新台幣的主要原因是，如果護盤勢必要提高利率，以讓資金回流至銀行，如此卻會更加打擊已經受到重創的台北股市。台灣的股票市場號稱擁有百分之四十以上的選民為其投資者，而執政的國民黨政府又面臨十一月底的縣市長選舉，在支撐匯市或者股市的兩難狀況下選擇了後者。還有一個重要因素是隔鄰的南韓貨幣也大貶，如果新台幣不做適度貶值，將和中共人民幣、港幣一樣成為東亞地區的超強勢貨幣，這會對往後的出口造成嚴重打擊。不過由於台灣的經濟基本面比起東亞其他國家仍算十分健康，此次匯率貶值所造成的影響也比其他國家來的輕微。

台北十月十七日的棄守新台幣，很快就使得外匯投資客把目標轉向仍然實施和美元維持固定匯率的港幣。在東亞國家貨幣相繼貶值之後，港幣的幣值已經普遍被認為是高估。一家日本的研究單位 *Nikko Research Institute* 甚至估計港幣幣值高估的程度達到44%。^⑦於是各路人馬就開始大賣港元，而香港金融管理局（*Hong Kong Monetary Authority, HKMA*）挾著中共和香港本身超過兩千億美元的外匯儲備和政府基金馬上應戰。^⑧幾天下來，初步的勝負結果是港幣慘勝：港幣維持原價位，不

註⑤ *Business Week*, Nov. 17, 1997, p. 36.

註⑥ 新台幣的價位從六月底的27.8：1美元貶到十一月十九日的32.75：1美元，幅度超過15%。

註⑦ *Far Eastern Economic Review*, Nov. 6, 1997, p. 70.

註⑧ 香港政府是用地產基金而不是外匯儲備來對抗國際游資，因為使用外匯會自動影響到匯率的調整，有關調整過程請看下段說明。

過代價之一是香港股票市場的股價指數卻從十月初的一萬五千點跌到一萬點左右，主要因為股票投資者在預期利率高漲下必然會傷害到房地產的價格而拋售香港的地產股。香港所付出的另一個代價是銀根緊縮，這是由於許多人看貶港幣而把手中港元換成美金。港府爲了要維持港幣價位，只有拋售美元收回港幣、並且提高利率。香港的主要銀行馬上提高基本放款利率0.75%爲9.5%；香港兩家最大的匯豐銀行和渣打銀行有一陣子甚至不許他們的定期存款戶提前解約。^⑧在這一場交手後，許多金融專家預期港幣的貶值只是時間的問題而已。

其實以香港的貨幣發行及管理制而言，應該遠優於東南亞其他國家。香港所實施的是早在大英帝國時代所建立的一套固定匯率制度，這種匯率制度的最大特色是沒有貨幣政策，港元不是由HKMA而是由三家最主要商業銀行發行，而這三家商銀必須要有百分之百外匯發行準備。港元的貨幣供給額度是完全由香港的國際收支平衡（balance of payments）來決定。如果香港有資金外流現象發生而使外匯減少時，這三家商銀就必須被迫贖回美元，進而使貨幣供給量減少、銀行利率上升，最後達到穩定匯率的目的。另一方面，如果遇到套利而使香港市場匯率偏離官方匯價時，三家商銀會有利益上的誘因在市場上買賣港幣，最後會使得市場匯率重新回到官方匯率。如此一來香港就可以避免東亞周遭國家中央政府所犯有的通病：同時想管理匯率和貨幣政策但又不可能兼得。^⑨所以只要香港的國際收支仍然處於順差，港幣是可以維持它目前的價位。此外，中共這位老大哥也不希望港幣就此失守，因為這會使得人民幣遭受到更大壓力。不過如果投資者對港幣沒有信心而資金大量外流，港幣的固守美元會造成一個兩難：固守則會使得企業經營日益困難、房地產價格下跌；棄守會加速外資流出而造成更大的經濟動盪。因此比較可能的結果，就如同香港總商會主席所表示：「現階段這制度運作良好，沒理由改變。雖然目前的制度日後勢必會改變。」^⑩

亞洲金融風暴的下一個目標是南韓。南韓雖然是全球第十一大經濟體，在許多重工業及半導體工業方面具有全球性的競爭能力，但是許多大型財團大舉借債、盲目投資，使得整個南韓企業的負債比率達到極爲危險的地步，一碰到經濟景氣反轉就有許多企業不支倒地。在以前，南韓政府總會想辦法要求南韓的銀行幫這些財團解危，但是這使得韓國的銀行壞帳比率大增，遇到區域經濟風暴時就整個爆發出來。^⑪近一年多來，韓國最大的三十家財團中已經有六家宣布破產，並留給南韓的銀行界二百億美元以上的壞帳。^⑫此次金融危機一蔓延開來，韓圓就受到很大的貶值壓力，並且於十一月下旬時一舉跌破一美元比一千一百韓圓大關，十二月份更一度曾貶到一美元比

註^⑧ *Asian Wall Street Journal*, Oct. 24~5, 1997, p. 1.

註^⑨ 根據美國約翰·霍浦金斯大學教授的說法，這套制度從一八四九年在英大英帝國各殖民地實施以來，還沒有被國際外匯投機客擊敗的經驗。但是自一九九三年的HKMA成立後又賦予部分中央銀行的權責，所以會引來投機客的覬覦。見 *Asian Wall Street Journal*, Oct. 30, 1997, p. 8.

註^⑩ *Asian Wall Street Journal*, Oct. 23, 1997, p. 8.

註^⑪ *Fortune*, Dec. 8, 1997, p. 57.

註^⑫ *Far Eastern Economic Review*, Nov. 20, 1997, p. 16.



二千韓圓的超低水準。以韓國這種嚴格管制外匯市場的國家來說，國際投資客的作用十分有限，反而是韓國自己的外匯投機客賣出韓圓所致。^④這是因為外債過高、大型財團相繼因經營不善而宣布倒閉、外資大幅撤出漢城股市等因素，使得韓圓鉅幅貶值和股市重挫。南韓的金融風暴已迫使 IMF 宣布要提供總額計五百五十億美元貸款給南韓紓困。這比三年前的墨西哥金融風暴之四百八十億美元還要多。

亞洲的經濟強權日本和新興起的中共也好不到那裡去。在經過六年的泡沫經濟 (bubble economy) 之後，日本的銀行業還是充斥著數千億美元的壞帳没法消化。日本政府在這段期間內嘗試實施好幾個刺激經濟景氣方案，並動用五千億美元以上的經費來維持景氣。這些方案包括政府提供鉅額資金給壞帳有如天文數字的銀行體系、追加特別預算以刺激景氣等措施，然而這些措施只是拖長經濟不景氣的時間而已。^⑤從這次東南亞金融風暴開始，東京也逐漸感覺到必須採取一些更激烈的措施來改革金融體系，才能儘速從不景氣中跳出。所以自九七年十一月開始，日本政府對於那些壞帳過高的金融機構開始採取任其自生自滅的態度，導致名列全日本前二十大銀行的北海道拓殖銀行 (Hokkaido Takushoku Bank)、四大券商之一的山一證券 (Yamaichi Securities) 等相繼破產。遠東經濟評論引用 J. P. Morgan 公司副總經理的話說，在未來，可能有三分之一的金融機構會遭到破產、合併、或者被併購的命運。^⑥可以預見的是，在未來二、三年，日本的經濟都還是處在一個調整的階段。另一方面，到九七年底為止，中國大陸所受到的影響似乎最小，可是這並不表示中國大陸能夠安然渡過這次金融風暴。其賴以成長的最大動力出口業，在東亞各國貨幣相繼鉅幅貶值後已經顯得後力不繼，北京是否會把人民幣貶值還是一個未知數。而中國大陸的國有企業以及銀行壞帳等問題更是一顆不知道什麼時候會爆炸的不定時炸彈。這些發展使得整個東亞原本亮麗的經濟前景頓時烏雲籠罩，不知何時才能重新恢復舊觀。

肆、東亞金融風暴的影響

從宏觀的角度來看，從泰國衍生出來的東亞金融風暴對東亞經濟甚至全球經濟都產生極為深遠的影響，而且這些影響將會在日後逐漸顯現出來。首先是東亞各國以政府產業政策為主導之經濟發展模式的頓挫及重新調整。東亞各國從二次世界大戰以後，以日本為首、東亞四小龍 (香港除外) 居次、東南亞四小虎以及中國大陸尾隨在後，經濟發展模式大部分十分相似，大都是用國家的力量積極推動以出口為導向的產業政策。^⑦在這種經濟發展模式中，政府所扮演的角色最具關鍵性：它要制訂國家發展的產業政策、要選擇並且輔導國內企業去建立這些產業、要保護或者鼓勵這些產業

註④ *Far Eastern Economic Review*, Nov. 20, 1997, p. 15.

註⑤ *Far Eastern Economic Review*, Dec. 4, 1997, p. 75.

註⑥ *Ibid.*, p. 77.

註⑦ 這種發展模式就是「雁行理論」模式 (flying geese model)，參閱 *Foreign Affairs*, Vol. 76, No. 6 (Nov. /Dec. 1997), p. 52.

的茁壯、最後萬一失敗還要承擔善後的工作。日本政府通產省（Ministry of International Trade and Industry, MITI）在二次大戰以後的鋼鐵、汽車、造船工業以及南韓在七十年代的汽車工業都是這種產業政策成功的典範。^⑧有學者就直接把這種模式叫做「重商主義」（mercantilism）。^⑨東亞其他國家看在眼裡，也都有樣學樣。至於這種模式的成效有多大，則是看政府對民間企業的影響力有多強而定，譬如日本和南韓政府的影響力最強，成績最好，台灣和東南亞各國政府的影響力較弱，效果就較差。在這種模式的運作下，東亞各國大都經歷短則十餘年，多達三、四十年的快速經濟成長。

然而這種發展模式也不是完全無往不利。一方面政府的產業政策可能有誤，會使得整個國家的資源投往錯誤的方向而不能做最好的利用。如日本早期的商用飛機計畫、中期的石油化學工業、以及八十年代後期的電腦軟體工業計畫都是失敗的例子。^⑩另一方面政府的產業政策極有可能受到國內財團的遊說而變成某種形式的官商勾結，或者圖利少數財團，這會讓整個社會付出重大代價。更糟糕的一點，是許多政府官僚在制訂產業計畫時常常會好大喜功，一心想把某些產業在短期內變成具有全球性的競爭力。這種一廂情願的做法往往都沒有什麼好結果，徒然變成整個國家的負擔而已。少數公司的失敗政府可以承受，如果運氣不好碰到區域性或者是全球性的經濟不景氣、連政府都沒辦法救的時候，那就形成一次經濟災難了。南韓這次的經濟災難就是這種模式最明顯的負面表列。這也可以解釋為什麼在這次金融風暴中，受害比較輕的經濟體反而是政府對企業影響力較小、相對較尊重市場機能的香港和台灣。

東亞此次經濟風暴顯示出過去那種產業政策、出口導向、重商主義之經濟發展模式的頓挫。在未來幾年的調整期中，東亞各國政府的經濟發展政策勢必要改弦更張，而比較有可能的走向是逐漸向歐美以市場經濟為導向的發展模式靠攏。當然，要教像南韓這種長期以來政府習慣於干涉私人企業運作的國家，頓時轉變成完全尊重市場機制，幾乎是不可能的事。然而在遭受到這次教訓之後，政府的主導地位勢必降低許多。而日本政府過去幾年來強力維護其百病叢生的金融體系之做法勢必將成為歷史名詞。這也就是說，東亞各國政府今後可能必須要接受一個他們不太能像以前一樣控制的經濟體系，政府和企業的互動以及經濟發展的路線也會產生很大的變化。至於這種轉變是老是壞，對於東亞各國的影響如何，就是屬於另外一個研究的範圍了。

此次東亞金融風暴所衍生出來的另一個值得令人深思的影響是國際金融及經濟體系之運作及遊戲規則可能必須重新調整。固然如第二章所分析的，東亞各國的經濟基

註^⑧ 有關 MITI 和日本產業界的互動，參閱 Bela Balassa & Marcus Noland, *Japan In The World Economy* (Washington, D. C. : Institute for International Economics, 1988), pp. 36~42.

註^⑨ Tong Whan Park, "South Korea and the Ambiguities of South-South Cooperation in the Pacific Rim", in Jerker Carlsson & Timothy M. Shaw, eds., *Newly Industrializing Countries and the Political Economy of South-South Relations* (London: the Macmillan Press, 1988), pp. 274~277.

註^⑩ Bela Balassa & M. Noland, *Japan In The World Economy*, p. 42.

本面出現重大問題是產生金融風暴的最大原因，然而國際外匯投機客的炒作無疑的也具有推波助瀾的效果。而且這次金融風暴從東南亞的泰國爆發，很迅速的就蔓延到整個東南亞以及東北亞的台、港、日、韓，甚至美國都被波及，其影響力之深遠是大多數人所始料未及。現在來檢討國際金融體系的運作，可以發現在全球大力鼓吹並邁向經濟自由化的今天，整個國際金融體系對於國際游資的流動幾乎是處於一種無政府的狀態，任這些資金在國際市場上予取予求。而這些游資的利潤就是其他國家的虧損。目前 IMF 所能做的也只是在個別會員國發生經濟危機時施予援手而已，當事國因為金融問題所產生、以及解決問題所衍生的政治、經濟、社會等問題都沒有解答。

尤其嚴重的是，這些發生問題的國家都是一些經濟發展較快速的開發中社會，很可能這些社會十餘年辛辛苦苦經濟發展的成果被國際投機客在一、二個月內拿去，剩下來留給當事國的是一堆不知如何解決的問題。這情形就如同十九世紀實施市場自由經濟導致國際間弱肉強食的結果一樣。如果整個國際社會不拿出一套有效管理國際游資的遊戲規則，不只是個別國家的政經情勢會動盪不安，整體國際政經體系也會遭受池魚之殃。更有甚者，這些游資絕大部分都是來自富有國家，他們在貧窮國家的掠奪勢必會引發開發中國家和已開發國家更緊張的互動。這也是英國的二位經濟學家 Keith Cowling 和 Roger Sugden 所說的“a free market economy is a socially inefficient economy”，並且主張以「guided market economy」來取代「free market economy」的原因。^④

至於如何制訂一套有效管理國際游資的規則，則是屬於非常技術性的課題，但是有幾點方向是可以值得思考的。第一、應該要有一個國際金融的預警機構，嚴格管制任何一個國家的外債（包括政府及民間的）不能超過其所擁有的外匯儲備，一旦超過界線，這個國家以及其銀行的信用評等就被大幅降等，甚至逼迫其盡力減少外債。這道理從墨西哥和東亞金融危機可以看出，受傷最重的都是外債大幅超過其外匯儲備之國家。只要能從各國外債監控的方面得到實際效應，就起碼可以減少許多國家經濟出現危機的機會。第二、對於國際貨幣交易（尤其是非貿易性交易）酌予課稅，以增加國際貨幣交易的成本並減少國際貨幣交易的投機風氣。現在全球每日的國際貨幣交易量當中，百分之九十以上都是非貿易性的交易，這類以衍生性金融商品為主的交易可能已經遠超過避險的目標而助長投機的行為，並且成為國際金融動盪的一大因素，對於財力相對弱勢的開發中國家更是一個不知何時發作的夢魘。換言之，如何在全球經濟日益自由化、市場日益開放的趨勢中取得「有」和「仍未有」國家間之共識，建立能被各方接受的遊戲規則，是值得有識之士所深思的課題。^⑤

除了經濟層面的影響外，這次金融風暴對於東亞各國政治層面的影響也是十分重

註④ Keith Cowling & Roger Sugden, *Beyond Capitalism* (London: Pinter Publishers, 1994), p. 22.

註⑤ 現行的 IMF 事後援助模式被許多國家所反對，不論南韓和馬來西亞都強烈反對此模式，認為 IMF 目的只是要確保借款能收回，卻會使得當事國經濟受到嚴重打擊。許多民族主義意識較強烈的知識分子更認為是國家經濟主權的喪失。見 *International Herald Tribune*, Dec. 12, 1997, p. 1.

大且深遠。東亞發展模式中一個重要環節是亞洲式的威權政治提供了政治穩定，進而產生了快速且持續的經濟發展，經濟成長再反過來合理化威權政治。在這種環節當中，許多東亞國家的選民願意容忍某種程度的政治不民主、金權政治的惡質化，甚至政府公務員貪污腐化的盛行，主要因為他們或多或少享受到經濟成長的果實，生活水準顯著提昇；^③才能被各國當政者以及一些知識分子們所提的「亞洲式民主」、「亞洲價值觀」所說服。這些容忍很大比例是建築在經濟成長的現實上。^④如果東亞經濟整個出現重大的頓挫，起碼需要數年時間勒緊褲帶來渡過難關，不只是民衆生活會受苦，更危險的可能是整個東亞發展模式的合理性都會受到質疑和挑戰。如果發生這種情況，東南亞各國不太民主之政治體制所遭受的衝擊將是十分嚴峻甚至是他們所不能承受的。從這一個角度也可以解釋為什麼東南亞各國和南韓的政府領袖以及媒體會提出「陰謀論」來說明此次金融風暴產生或擴大的原因，因為假使東亞發展模式被證明行不通，整個東南亞可能會在未來幾年內陷入一場政治和社會的解構和重組期。在本文結筆之前，正傳來南韓總統大選揭曉，在野的反對黨領袖金大中先生以些微差距擊敗執政黨候選人李會昌先生，即是這種重組期的第一個例子而已。

不論有沒有這場金融風暴，東南亞各國在今後五到十年間都會經歷政治民主化的衝擊。執政黨長期執政的印尼、馬來西亞和新加坡在這股浪潮中勢將會受到極大的挑戰，就如同台灣和南韓過去十年來所遭到的情形相同。兩者不同的地方在於當台灣及南韓面臨民主化運動時、其經濟仍然是持續又高度成長，這使得民主化運動對整個社會的衝擊緩和許多，從威權政治轉型到民主政治的歷程也較為順暢。而就東南亞的泰國、馬來西亞和印尼言，今後數年將會陷入金融風暴後的療傷期，經濟層面的動盪可以預期。再加上民主化的衝擊，我們可以預見那段時期東南亞四小虎——印、泰、馬、菲等國的政治、經濟、及社會各層面的改變將是他們獨立以來最為激烈的。而各國也極可能付出重大的代價，這其中尤以後蘇哈托時期的印尼最為嚴重。^⑤

在這次東南亞金融風暴中受傷頗為嚴重的一個族群可能是華商和台商。東南亞華人為數眾多，在經濟面的影響力極為強大，但是在政治及社會面則是十足的弱勢族群。大部分華商的經營範圍以銀行、房地產、批發等服務業為主，^⑥而銀行和房地產行業正好在此波風暴中受創傷最重。東南亞華商平常透過宗親、同鄉、華人同業等關

註③ 此觀點可參閱 *International Herald Tribune*, Dec. 11, 1997, p. 5.

註④ 關於此點，James K. Boyce 在分析菲律賓會產生「人民的力量」推翻馬可仕政權的重要因素之一，就是菲律賓政府在馬可仕任內並沒有做到提高人民生活水準的目標所致；而南韓和台灣起碼做到這點。如果拿菲律賓和東協其他國家來比，這種對比更可以看出經濟成長的重要性。有關菲律賓的例子，參閱 James K. Boyce, *The Philippines: The Political Economy of Growth and Impoverishment in the Marcos Era* (London: MacMillan Press, 1993)。

註⑤ 根據英國 *The Economist* 週刊九七年七月一篇長達十四頁的專門報導，後蘇哈托時期最有可能的情況是社會動盪加劇但不會解體，經濟在短期的混亂後可能會比現在以蘇哈托家族掌控的情形稍好。參閱 *The Economist*, July 26, 1997, pp. 3~18.

註⑥ 例如有關華商在菲律賓物品批發零售業的優勢，參閱 David J. Steinberg, *The Philippines: A Singular and a Plural Place* (Boulder, Colo.: Westview Press, 1994), p. 131.

係可以有特別管道得到其他華商的資金融通，可是在這次全區域性的金融風暴中，大部分的東南亞企業家都已自身難保，少有企業家能夠有餘力救助其他華商。所以整體而言，華商可說是內傷不輕。華商的內傷不論對當地和中國大陸的經濟發展都有很大影響。尤其在對中國大陸的投資行為勢必會減緩，^④這將會間接反映在未來中國大陸的投資與經濟成長上，而使得日後中國大陸的經濟成長蒙上一層陰影。至於華商減緩對中國大陸的投資對於大陸的影響有多大，則視大陸自身吸收其他外資能力與東南亞本身經濟復甦的情形而定。

另一方面，隨著東南亞貨幣的大幅貶值，台商在東南亞為數超過三百億美元的投資也面臨縮水以及營運困難的窘境。^⑤如果台商是到東南亞投資設廠然後加工外銷，當地貨幣貶值會造成台商資產縮水的負面效果以及出口產品成本下降的正面效果，正負相抵後損失可能較小。然而持續又大幅的貶值不但讓台商無法掌握進口原料的成本，也不知如何對國外的訂單報價，這會使得營運風險大增。如果台商到東南亞投資的項目屬於內銷產業、房地產、甚至股票市場等行業，那損失可就更為慘重了。雖然大多數台商的投資都是以採購當地原物料、零組件加工出口的廠商為主，可是在泰國整個銀行體系陷入困境之後，所往來銀行也都縮減信用貸款額度，使得不論是內外銷的台商企業都面臨調度資金來源無著的困境。泰國台灣商會秘書長林耀輝就明白指出「這裡已經沒有子彈（資金）了」。^⑥這也難怪經濟部長王志剛先生表示將重新檢討「南向政策」的持續性。

伍、結論：東亞經濟的展望

未來趨勢研究者約翰奈斯比（John Naisbitt）在全球的吊詭一書中曾經以粗體字寫著：亞太地區註定會帶領全球經濟進入下一個世紀。^⑦隨著東亞金融風暴的發生以及東亞經濟發展模式的頓挫，這種樂觀的預期顯然要往後順延一陣子。先以目前亞太地區的現況來說，如果拿「雁行理論」來形容東亞過去的發展，這是一群受傷、或者仍未長大的飛雁。領頭的日本，自一九九〇年代初期以來就苦於泡沫經濟的崩潰，整個銀行體系仍然帶著五、六千億美元以上的壞帳不知何時爆發。隨後的南韓和東南亞各國在往後三、五年也處於經濟的療傷止痛期，不知何時才能重新出發。目前似乎倖免於難的大中華經濟圈也是憂心忡忡、不知本身的缺陷能否逃過此劫。而再後面的越南、柬埔寨和寮國等還是以如何能餵飽本國人民的肚子為最重要任務。

註④ 東南亞華商對中國大陸的投資時常牽涉到複雜的政治問題，如果在當地國經濟不景氣時仍然大量投資中國大陸，會被當地國政客及媒體指責為對當地國不忠。

註⑤ 我國政府官方和地主國的統計資料有極大差異，經濟部投資審議委員會的統計到九七年三月為止是三十二億餘美元；地主國的資料顯示，截至同期我對東南亞各國直接投資金額累計高達三百三十億美元。參閱國際經濟情勢週報（台北），第一二〇二期，民國八十六年九月，頁六。

註⑥ 工商時報，民國八十六年十二月十八日，版四。

註⑦ John Naisbitt, *Global Paradox* (New York: William Morrow and Company, Inc., 1994), p. 256.

最糟糕的是這群飛雁似乎失去了方向。過去這些國家經濟快速成長的模式在此次金融風暴中缺失盡露，無法再作為日後的範本。要這些國家轉變成為自由市場經濟，不但原有政治、經濟生態及互動都要做出結構性的改變，光是調整期的陣痛就會使得東亞各國自顧不暇而無法向外發展，而原有制度的既得利益者是否願意配合更是轉型成敗與否以及轉型期間長短的關鍵。^⑤以過去東亞各國政商關係密切結合的情形來預測，短期要順利轉變為自由經濟體制的機會不是很高。^⑥另外像南韓和東南亞的馬來西亞、印尼、泰國等民族主義意識比較強烈的國家，他們願不願意放棄部分經濟主權、接受歐美經濟強勢國家的主導都還是一個未知數。以馬來西亞而言，不願意接受IMF支援的主因就是國家尊嚴。^⑦所以大多數東亞國家過去因為經濟快速發展所產生的自信心頓時消失大半，取而代之的是重新尋找未來發展的方向。

展望未來，東亞各國經濟在經歷這次金融風暴後已進入一個新的階段。在這個階段裏，隨著各國市場的開放以及破產企業的被併購，歐美資本將順勢進入，全球經濟一體化的目標將更為接近，而各國間的互動與互賴也將會大幅提高。東亞各國所能努力的，可能是在如何維持自身的經濟主權和儘速從風暴中恢復實力兩大方向。另一方面，從區域經濟力量的角度來看，東亞整體經濟力量在這次戰役中負傷累累，而美國經濟力量則是最大贏家。^⑧經過此一風暴，美國更加大它領先其他國家（包括歐洲和東亞）的幅度。最後，如果從東亞各國資本實力消長的角度來看，韓國資本可能是最大輸家；日資和東南亞本土資本是較小的輸家；大中華經濟圈的華人資本可能是受傷最輕的。這個發展也會影響到邁入下一世紀東亞甚至全球經濟版圖的重劃。

（收件：86年12月19日，修訂：87年1月16日，接受：87年1月19日）

* * *

註⑤ 以印尼和南韓為例，他們政府在危機發生後可能被迫接受IMF的條件，情況稍微緩和之後是否仍然願意開放市場或做必要的改革，將是一個很大的問號。

註⑥ 日本在泡沫經濟結束後的掙扎就是一個很好的例子。過去六年來東京政府知道要大幅更改日本的金融體制，卻因為不肯面對現實而讓整個日本經濟付出更大代價。參閱 *Far Eastern Economic Review*, Dec. 4, 1997, pp. 74~83.

註⑦ 另一個考量的理由是IMF的藥方會消除許多原有以馬來人利益為主的政經措施，這會造成國內族群的緊張。參閱 *Ibid.*, pp. 82~83.

註⑧ 雖然我們可以說在這次東亞金融風暴中沒有一個國家是贏家，美國紐約的股票市場也曾經因為香港股市大跌而發生美股有史以來最大指數之下跌。不過以各國經濟實力受損以及復原的幅度而言，美國應該是此次金融風暴中受傷最小者。