

# 亞洲金融危機：政策反應、展望與啟示

李榮謙、游淑雅 撰

## 壹、前言

一九九七年七月由泰銖大幅貶值所引爆的亞洲金融危機，迅即擴散至鄰近的菲律賓、泰國、印尼及馬來西亞，之後更蔓延至香港、新加坡、南韓、日本及台灣。至今亞洲金融危機發生已近二年，區內大多數經濟體在這段期間均深陷程度不等之經濟衰退之困境。此一發展，已打破亞洲過去一、二十年來高投資率、高經濟成長率之傲人的經濟奇蹟。

關於亞洲金融危機發生之成因，已成為邇來最熱門的討論主題。根據大多數的研究報告均指出，亞洲金融危機的發生，決非單一的偶發因素所造成，而是彙集眾多不利因素而至之結果。例如，Radelet & Sachs [13]就將亞洲金融危機的起因，至少歸納為：（1）資本流入過於龐大；（2）匯率制度過於僵硬，匯率風險幾全由貨幣當局承受；（3）實質匯率升值過大，對美元匯價有長期高估跡象；（4）銀行信用增加過速；（5）資金流向不具生產性之投機用途。其實，除了少數幾個亞洲經濟體存在上面所論及之基本面的缺失之外，若干基本面良好之經濟體在這波的金融危機之中，仍無法全身而退。金融危機具擴散效果（contagion effect）是常被提及不可忽略的原因，其他如現行國際貨幣制度存在若干缺失也是不爭之事實。

亞洲雖然已渡過最險惡的時期，惟仍有很多潛在的隱憂，如日本的經濟仍未見起色，中國大陸金融體系呈現較大不安等。本文將回顧亞洲金融危機期間，亞洲主要經濟體的

政策反應、衍生的問題，進而分析這些主要經濟體經濟金融的未來可能發展，以及亞洲金融危機所帶給我們的啟示。

## 貳、金融危機期間亞洲主要經濟體之政策反應

面對金融危機，亞洲各經濟體所採取的因應措施雖然不盡相同，但也有若干相近之處。例如，接受IMF援助計劃的泰國、印尼及南韓，均先利用龐大的外援，採取穩定對外支付及恢復信用流量（credit flows）的措施；進而配合IMF的要求，進行大規模的結構調整計劃（structural adjustment programs）。

泰國、印尼、南韓於一九九七年接受國際間的龐大金援（見附表），是自墨西哥於一九九五年之後國際間再一次鉅額的紓困案例。一九九〇年代這兩次危機的解除，除藉助於國際的援助之外，尚有賴較大公共部門的支持和自願性市場反應（voluntary market response），其與一九八〇年代早期中南美洲所發生的國際債務危機的解決，是靠私人銀行正式的債務重整（debt rescheduling），而且最終是以債務減除（debt reduction）來收場，大不相同。這個轉變，一方面反映資本市場這十餘年來的變化，另一方面也表明，一九八〇年代的危機是屬於出現長期無法償債危機（long-term insolvency crisis），而一九九〇年代則是面臨短期流動性危機（short-term liquidity crisis）。正因為存在這樣的差異，IMF所擬定之一九八〇年代與一九九〇年代的危機結構調整計劃的重點也有相當程度的不同。追求儘速恢復私人市場信心是一九九〇年代金融危機所採行策略的重要特徵。此一策略，截至目前，南韓及泰國似乎較為成功，至於印尼相對上較不成功，

可歸因於印尼國內政治情勢的不安，致無法立即施行有效的調整措施<sup>1</sup>。

亞洲銀行體系過去普遍存在貸放浮濫的問題，致促使資產價格大幅飆漲，而企業也承受負債比例過高的風險。再者，銀行業內部的風險控管不良，因此一旦面臨市場價格遽變，流動性不足的問題立刻浮現。此外，金融監理制度或因缺乏完備的金融法規，或因未落實金融檢查，導致道德危機（moral hazard）的問題向來嚴重，即使金融監理當局決心整頓金融體系的缺失，卻往往受到政治現實的箝制，而無法立即採取糾正措施。更為人所詬病的是，政府介入銀行體系相當嚴重，例如若干亞洲經濟體之政府不但承擔銀行海外債務的擔保，對於經營不善的銀行也經常以公共資金予以挹注，使得銀行體系輕率借貸的情形非常嚴重。

IMF認為脆弱的銀行體系是亞洲金融危機的重要根源，故進行銀行部門改革是IMF支持的改革計畫重點，其措施係透過關閉、合併或增資等方式加速銀行重整。另一方面，IMF也積極要求彼等國家應配合引入或修訂破產法，據以對無法償付之銀行儘早進行債務之清償。

接受IMF援助的泰國、印尼及南韓均配合IMF計畫，進行金融部門改革，大舉關閉體質不良的金融機構。此外，泰國成立金融重整機構及資產管理公司，允許資產管理公司得自金融重整機構購買不良資產；修訂破產法及嚴格定義金融壞帳；通過規模72億美元的拯救銀行計畫，另自資本市場提供資金來協助停業之金融機構增資；銀行並須對泰國央行保

---

<sup>1</sup> 主要取材自Institute of International Finance [9]。

證在期限內完成增資，否則政府將可接管。印尼央行宣布對銀行存戶及債權人提供二年保障，且將提供數百億美元資金協助具有資格的銀行辦理增資；成立印尼銀行重整局，負責處理經營不善之金融機構；另印尼國會通過銀行法修正案，允許外人100%持有印尼當地銀行。南韓政府提供64兆韓元協助金融部門的重整，包括清理不良債權及增加金融機構的自有資本；成立資產管理公司，清理金融機構之不良債權；成立綜合金融公司管理評估委員會，評估綜合金融公司之財務狀況；另設立金融監理委員會，加強金融機構之監督管理。

關於IMF的金融重整措施，批評者認為過於強烈，致反而可能引起金融恐慌（financial panic）。尤其是亞洲大部份國家皆缺乏存款保險制度，因而極易引發民眾擠兌風潮，加速資金外流，使金融體系面臨更大的流動性危機。此外，論者也認為，IMF建議之財政及貨幣政策太過嚴苛，對受援助經濟體傷害太大。IMF起先要求泰國削減占GDP2.6%的財政支出，印尼為1%至2%，南韓為1.5%，惟財政支出削減之計劃並未獲得市場之認同，嗣後IMF才酌予放寬。在貨幣政策方面，雖然提高利率有助於匯率的穩定，但在金融危機期間，其效果則有待商榷<sup>2</sup>。尤其是亞洲大部分經濟體銀行部門十分脆弱，利率大幅飆漲將擴大資訊不對稱（asymmetric information）的問題，並加重原已惡化的道德危機及逆向選擇（adverse selection）。處於金融危機期間，泰國及南韓的銀行隔夜拆款利率一度攀爬至30%左右，至於印尼更是大幅

---

<sup>2</sup> Radelet & Sachs [14]對於提高利率的作法就有所質疑。但是Goldfojn & Baig [7]則為高利率政策的有效性提出辯解。

上升至100%（見附圖）。利率大幅攀升被認為是導致這三個經濟體經濟明顯衰退的主因。

在亞洲其他經濟體方面，日本自一九九〇年代初泡沫經濟崩潰後，金融體系及經濟成長已嚴重受創，復受亞洲金融危機的波及，致面臨嚴重信用緊縮（credit crunch）及經濟衰退的困境，遂進行金融大改革（big bang）並加速採取擴張性的財政及貨幣政策；香港在亞洲金融危機期間，先是以提高利率來支持港元，之後採取直接干預股市打擊投機客以支撐股價並支持通貨委員會制度<sup>3</sup>；馬來西亞則採取嚴格的外匯管制及固定匯率制度以打擊投機客，並藉助寬鬆的貨幣政策來刺激景氣；新加坡因金融面體質較佳，所受不利衝擊有限，惟經濟仍呈現明顯衰退，其所採行對策係緊縮財政及進一步開放市場的競爭性策略。

### 參、金融危機後亞洲主要經濟體經濟金融的展望

金融危機後亞洲主要經濟體的經濟金融發展似已漸趨穩定，惟各國的情況不一，恢復成長的速度不一。整體而言，亞洲金融危機已脫離最險惡時期，未來亞洲能否再恢復以往傲人的經濟表現，則端視這些國家能否落實經濟金融的改革。

以泰國而言，過去一年來，金融面已有明顯的改善，包括外債大幅減少，利率大幅下降至4%以下、泰銖也走穩於35-40兌一美元的水準，以及二位數的通貨膨脹亦明顯下降至一位數以下的水準。這些金融面的改善，使泰國製造業呈

---

<sup>3</sup> 關於香港因應金融危機的對策，請參閱游淑雅 [3]。

現復甦跡象，泰國及IMF預期泰國本年經濟成長率將可由去年的負8%大幅上升至1%。

印尼哈比比新政府與IMF於一九九八年六月達成紓困新協議，新紓困方案已針對印尼困境加以修正對策，即不再堅持緊縮性財政政策，並重視債務重整議題，但緊縮性貨幣政策（已放寬標準）、加速整頓金融體系之結構性改革等方向則未變。近期，印尼利率已回降至40%以下，股價亦由一九九八年九月的低點257點攀升至目前的400點；至於印尼盾亦持穩於7500至8000兌一美元的水準。印尼本年的經濟成長率應可由去年負13.68%縮小至負3.4%。

南韓因應金融危機的表現最受國際組織肯定。金融危機後，利率大幅回檔至目前的5%；股價由1998年6月底跌破300點之歷史新低，大漲至600點以上；至於韓元也持穩於1200對一美元的水準。近期，南韓出口已恢復成長，外匯存底也回升至500億美元以上，且預期本年經濟成長率將由去年的負5.5%大幅上升為3.2%。

雖然亞洲區內主要經濟體本年的經濟金融似將回穩，惟日本及馬來西亞似乎仍面對較大的困難。日本政府雖然近年來大力採行景氣振興方案，惟日本經濟仍持續處於衰退之中，尤其是目前隔夜利率目標值已降至0.15%，利率下降空間幾無可能，因此如何解決流動性陷阱（liquidity trap）之困境是日本面臨的最大難題<sup>4</sup>。至於馬來西亞本年雖可恢復成長，但馬來西亞若無法讓若干無競爭力的企業破產，未來仍將面臨結構調整的問題。

---

<sup>4</sup> 見Krugman [11]。

中國大陸未來的變化對於此一區域能否恢復成長亦扮演舉足輕重之角色。目前看來，中國大陸的經濟依然控制良好，6%成長率的達成似不成問題，此外，中國大陸握有1,400億美元的外匯存底，對資本帳管制仍相當嚴格，短期內應有助於發揮穩定的力量。不過，鑑於中國大陸金融機構普遍呈現資本適足率偏低、逾放比率偏高等缺失，這些缺失如不能獲得解決，對中國大陸及亞洲未來的安定性是一重要隱憂。

#### 肆、亞洲金融危機的重要啟示

亞洲雖然已度過最嚴苛的考驗，但亞洲金融危機形成的原因、國際社會對發生危機經濟體的援助計劃、各經濟體的因應對策，乃至於因應對策所衍生的問題，均值得探討，以防止類似的危機再度發生。茲將亞洲金融危機所帶給我們的重要啟示分析如下：

##### 一、健全國內總體經濟和結構政策<sup>5</sup>

###### (一) 財政政策

一九九八年中發生的俄羅斯金融危機和隨後的巴西危機，都是緣自龐大的財政赤字，巨幅財政赤字也是一九八十年代造成拉丁美洲債務危機的根源，不過亞洲金融危機卻不是由上述典型的財政失衡所引起。實際情況是，這些亞洲開發中經濟體於金融危機發生前，其財政赤字均低於其他開發中經濟體平均的一半，因此，就財政政策而言，彼等倒不是需要去減少大量財政赤字，而是在此段景氣循環的調整期

---

<sup>5</sup> 同1。

間，使用何種財政目標，才可達到早日復甦的效果。因此為處理金融危機所擬訂的財政政策應視情況而定，於金融危機發生初期，政府至少要表明不讓財政惡化的決心；當危機使經濟前景轉向嚴重衰退的時候，其財政目標更要針對景氣循環積極作調整，如此的政策運作，除可讓市場了解之外，政府也會普獲各界的信賴。

## （二）貨幣政策

儘管貨幣政策的運用包括利率、貨幣供給額及國內信用的成長等不同策略，但過度寬鬆的貨幣會對國內需求和國外部門造成壓力，卻是不爭的事實。國內信用過度擴張肇致景氣過熱即是亞洲金融危機的特徵之一，就一九九四至一九九六年的國內信用成長而言，印尼、馬來西亞、南韓及泰國平均的年成長率為21-22%，菲律賓則為31%，過度擴張的膨脹性貨幣政策終於導致資產價格大幅飆升。雖然資產價格的上漲不能與商品價格的上揚相提並論，此種情形就如同一九八十年代後期日本泡沫經濟的發展，但資產價格的上漲卻可能引發未來商品價格的不穩定，因此，政府仍必須密切注意金融資產和不動產市場中過量的訊號，作為制定合宜貨幣政策的參考指標<sup>6</sup>。

究之實際，緊縮性貨幣政策如未同時伴隨適當的財政政策，也不能保證總體經濟的穩定。寬鬆的財政政策和緊縮的貨幣政策二者間不協調的政策搭配，是造成金融危機的一個典型問題。某些發生金融危機的亞洲經濟體，因政治上的因素，以致難以削減巨額財政赤字，通常訴諸緊縮性貨幣政策以為補償，這種組合容易導致利率上升，隨後則吸引國外資

---

<sup>6</sup> 見BIS [4]。



本流入，擴大經常帳赤字，一旦外國投資者信心崩潰，造成外資迅速逆轉撤出，潛在的金融危機因子將因此被引爆。

### (三) 匯率政策

總體經濟政策彼此的不協調，是造成金融危機的主要根源，尤其以貨幣政策與匯率制度間之矛盾為最。以亞洲的情況而言，偏高的國內利率與固定或近乎固定的匯率組合，提供國內銀行和企業自國外借款的強烈誘因。再者，匯率釘住升值的通貨或採行固定匯率是造成問題的另一個重要因素。在金融危機發生的前兩年，某些亞洲經濟體的通貨均因釘住美元而造成其實質匯率大幅上漲，例如，泰國和馬來西亞的實質匯率上升約20%，菲律賓更上揚24%。實質匯率升值的結果，造成這些經濟體出口競爭力下降，進而促使經常帳收支加速惡化。

根據上述分析我們可獲得的啟示為，一個經濟體如果是採取釘住匯率，必須釘住一個適當的主要通貨，或是釘住一籃的主要通貨。此外，在固定匯率制度，且資本可以自由移動的情況下，試圖追求獨立及擴張性貨幣政策，會帶來外部不穩定，因此貨幣政策必須配合匯率制度。換言之，固定匯率、獨立之貨幣政策和完全自由之資本移動三項策略無法同時並存。

其他的匯率制度，如通貨委員會制度（currency board system）和浮動匯率制度，兩者本身均已強制要求了貨幣政策和匯率政策間的一致性。阿根廷和香港因採行通貨委員會制度，使彼等有能力渡過來自其區域危機的外溢影響；墨西哥的浮動匯率則在過去四年來，對其經濟產生穩定作用。然

而，亞洲和墨西哥的經驗，並未凸顯匯率制度究竟應該採取通貨委員會的釘住匯率或浮動匯率。與此同時，若干採用爬行釘住匯率制度的歐洲經濟體，則獲得相對有利的經驗，特別是讓匯率在一個明顯匯率區間的中點附近浮動，波動幅度可產生相當的不確定性，因而不鼓勵尋求套利之短期資本的流入。此外，爬行釘住匯率制度尚提供些許彈性，以抵銷國際和國內通貨膨脹率間的差異。

同等重要的是，適當的匯率制度應取決於該經濟體的歷史經驗，而通貨膨脹的預期對匯率制度的抉擇至關緊要。以阿根廷和保加利亞為例，惡性通貨膨脹一度使大眾心裡對貨幣的價值和國內通貨膨脹率之間的變化，產生強烈聯結，為抑制惡性通貨膨脹及穩定國內總體經濟，兩國於一九九〇年代先後採行通貨委員會制度，分別將通貨釘住美元及德國馬克（目前為歐元），透過該制度的自動調節機制得以有效地調整外部失衡，並成功地抵銷了國內物價的上漲壓力。

#### （四）結構改革

導致亞洲金融危機的另一根源為國內金融部門的缺失，這些缺失包括資產和負債之間幣別及期限的不配合，由於過度信任亞洲持續快速的經濟成長，或是如南韓由政府指示貸款，導致對問題私人機構的貸放過度快速擴張等。此種貸放通常發生在對銀行監理不足的環境下，此外，政府承擔銀行海外債務的擔保，更加助長這種情況發生。

論者認為，金融體系的改革，應以如巴塞爾委員會（Basle committee）核心資本所指示的銀行部門標準，去加強對銀行的監督，並促使銀行業務透明化及穩健發展。亞洲

接受IMF援助的調整計畫，也多數朝著重金融部門改革，並與世界銀行（the World Bank）合作，但由於缺乏此方面的專家，改革初期頗為窒礙難行。鑑於此，世界銀行和國際清算銀行（BIS）最近已經建立金融監理人員訓練中心以為因應。同時，許多新興市場經濟體的民營銀行面臨改進風險管理和發展信用評等制度的挑戰，尤其是過去銀行的主要業務為偏離私人貸放，並偏重接受政府的指導進行貸款，或是購買政府債券者。

在金融改革的範疇中，建立擔保品清償（recovering collateral）的法律和制度化架構是極為重要的一項，像破產法的建立即為其中之一。有關這方面的缺失在諸如印尼的一些例子中特別明顯，其貸款者在私人部門債務者拖欠債款的情況下，難以對債務者請求破產清償。新興資本市場結構改革中最重要的一項，即是以增進安全為目的，去制定更加完善的法律架構。

有關公司和政府結構的問題，亞洲經驗指出，過去造就快速發展的某些結構，很多已變成須要改革的項目。日本即有類似的情況，數十年前政府指導的資本主義（the state-directed capitalism）之殘留，經常被認為是經濟成長的一個障礙。另南韓新政府積極推動公司結構改革，大舉削減會造成脆弱結構更加惡化而引起金融危機的寡占事業。

必要的結構改革包括發展國內股票和債券市場，這些市場在參與公司之內部管理、股東權利及對國外參與者開放市場方面，需要建立一法律架構提供足夠的透明化。此外，社會安全改革所產生的私人退休金基金，則對國內資本市場的發展有所助益。

結構問題是造成亞洲金融危機的一個致命傷，不過即使是工業化經濟體的金融和公司部門，如果深陷類如利率飆高及通貨重貶的總體經濟條件下，也會遭到嚴重考驗。

## 二、資本帳開放政策應循序漸進<sup>7</sup>

雖然亞洲金融危機再次提醒世人資本帳自由化的相關風險，但對許多開發中經濟體而言，資本帳自由化比起資本管制仍是較具有吸引力的選擇。首先，諸多證據顯示，資本管制無法防止資本外流；再者，去除資本管制之初期，通常會吸引更多的資本流入，這是因為原本將資金投資於國外的國際投資者和本國居民，對改善的國內投資環境所作出的良性反應。資本流入能夠改善一個經濟體的國際收支，緩和對所得和消費的暫時性衝擊，降低借貸成本，刺激經濟成長。

然而，資本帳自由化並非完全無風險。如果無法有效地使用流入的資金，市場可能會對是否持續投資，以及對資本流入國償付外債的能力產生質疑，一旦喪失信心，將會引起流入的資本反轉流出，造成國際收支困難，導致通貨和金融的危機。

為了使資本帳自由化的優點充分發揮並減少風險，必須詳加考慮解除管制的速度和順序。就順序而言，傳統的觀點強調資本帳開放前，須先達成總體經濟穩定，並發展健全的國內金融機構、金融市場及金融工具，根據這個觀點，資本帳自由化應是一國經濟改革過程中的最後一環。另一觀點則認為改革本身具有束縛性，如果缺乏外來壓力，一國從事改革的能力將受到限制，此觀點將有利於資本帳開放的初期，

---

<sup>7</sup> 主要取材自Johnston [10]。

因為它對更廣泛的經濟改革扮演著催化劑的角色，且能克服既得利益者的反對。另持折衷的觀點則以為，資本帳自由化是總體經濟和結構改革的一部分，應與其併行而具整合性，在此觀點下，國內和國外部門對於改革的協調將是關鍵性課題。

這三個策略的優缺點及風險將因不同經濟體而異，須視個別經濟體的原始條件和經濟目標，取捨之重點應放在各個策略對增進資源移動和配置效率，及促進金融和整體經濟穩定等廣泛目標的貢獻度，因此，特定的改革要能增進資源配置，並協助達成或者至少不破壞金融和整體經濟穩定。

儘管資本帳自由化的順序有某些規則可循，例如，應先開放長期資本移動，再開放短期資本移動；先開放外人直接投資，再開放證券投資。然而由於資本的可替代性，使其在實際運用上產生困難，即使如此，資本帳的自由化過程中，應避免有鼓勵引進短期外資的偏失。限制某些類型的資本交易，主要是政府可以爭取時間，去調整金融市場的基本結構，及採取適當審慎的標準和監管，並發展必要的市場導向之貨幣政策。

### 三、強化國際最後貸款者機制

自一九九四年墨西哥爆發金融危機以來，國際間雖一再提及強化國際間最後貸款者機制的重要性，惟實際的進展卻相當有限。迨至亞洲金融危機發生，國際間再次質疑IMF因應及處理金融危機的能力，並要求儘速重建國際貨幣制度的新秩序。

面對來自國際間的壓力，IMF不僅承認強化最後貸款者

機制的重要性，並以具體行動補強IMF在這方面所扮演的角色。IMF首於一九九七年底引入補充性準備融資辦法（Supplemental Reserve Facility, SFR），據以對處於金融危機的國家，依懲罰性利率，進行大額的短期融資<sup>8</sup>。此外，IMF執行董事會復於一九九九年四月底，引進緊急信用額度（Contingent Credit Lines, CCL），據以在危機發生前提供資金予可能受到金融危機擴散傷害的國家。動用CCL必須在一年至一年半內償還，利息較IMF的一般貸款利率（4.75%）高出3%。不惟如此，IMF也體認到處理金融危機需要有龐大的資力為後盾，因此亦已著手提高其會員國應認繳的攤額<sup>9</sup>。

進一步對國際貨幣制度的架構進行基本的改革是必要的。其中一個特別重要的觀點為應建立區域性的外匯合作機制。關於此，亞太地區更有其特殊的考量。由於亞太地區金融市場的快速成長及高度整合，提供了將不利衝擊由該區的任一方迅速傳遞至其他各處的機會，因此區內各中央銀行早有加強外匯合作的共識，不過，合作的方式僅只於訊息的交換與分享。迨至墨西哥爆發披索危機，並波及至香港、菲律賓、泰國、馬來西亞及印尼等經濟體之通貨匯價，亞太地區各中央銀行乃迫切尋求更緊密的外匯合作。

一九九五年十一月起，亞太地區在香港、澳大利亞、印尼、馬來西亞、泰國、菲律賓及中共，已分別簽訂了雙邊外匯合作備忘錄。根據雙邊備忘錄，這些國家及地區的中央銀行（香港為金融管理局），將在必要時透過其在美國聯邦準

---

<sup>8</sup> 截至目前，IMF已對南韓、俄羅斯及巴西根據SFR進行貸放。

<sup>9</sup> 見Fischer [5]。

備當局的帳戶，達成以美國政府債券為抵押品，來換取雙邊流動性資金的重購回協定安排，而最高金額為五億美元。此舉的最大優勢，在於可以將美元資產短期內變成流動性資金，加強中央銀行捍衛本國通貨匯價的能力。

此外，新加坡金融管理局亦私下和印尼、泰國及菲律賓，簽訂了類似的合作協議。至於日本係於一九九六年二月廿日宣布與新加坡及香港達成外匯干預的合作協議，必要時日本銀行可要求新加坡及香港的貨幣當局，代理其在各該地外匯市場進行外匯干預，據以提高日本銀行干預日圓兌美元匯價的效果<sup>10</sup>。一九九六年四月廿五日，日本進一步與澳大利亞、香港、印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡及泰國，簽署了與前述性質相同的雙邊重購回協議的外匯合作。

然而，這種雙邊重購回協議的合作模式在面對龐大衝擊時的應變能力有限，況且重購回協議因建立在需握有足夠的美國國庫券為前提，無疑也限制這種合作模式的可能性，因此乃有建議擴大雙邊重購回協議成更廣泛的多邊合作模式，一如美國與其他主要國家中央銀行所簽訂的換匯協議，甚至於能夠進一步設立亞太地區的緊急融資機制，據以強化處理金融危機的能力。關於構建區域性緊急融資機制，一九九五年SEACEN年會<sup>11</sup>，亞洲開發銀行(ADB)非正式會議，以及一九九六年三月APEC財長會議皆曾被提出討論，並已

---

<sup>10</sup> 據日本銀行指出，此舉旨在推動亞太地區貨幣當局的外匯合作，強化匯率的穩定。日本銀行並表示，幾年前日本銀行與澳大利亞準備銀行早已簽訂類似的協議。

<sup>11</sup> SEACEN係South East Asian Central Banks的簡稱，它是在一九六六年成立之東南亞中央銀行集團。此一組織目前有十個成員（包括我國、南韓、菲律賓、印尼、馬來西亞、泰國、新加坡、尼泊爾、斯里蘭卡及緬甸），每年舉行SEACEN總裁會議。SEACEN並設有一研究及訓練中心。

逐漸形成共識。尤有進者，前澳大利亞準備銀行總裁佛萊塞（Bernie Fraser）不僅認為應構建區域性的緊急融資機制，甚且建議以EMEAP為基礎<sup>12</sup>，設立亞太版本的BIS<sup>13</sup>。迨至一九九八年間，日本政府亦積極推動成立亞洲貨幣基金（Asian Monetary Fund, AMF），期望透過AMF能夠迅速化解區域性的金融危機<sup>14</sup>。

## 伍、結論

近年來，伴隨電腦、資訊科技的突飛猛進，跨國的資本移動為數驚人。毫無疑問，亞洲這一、二十年來的經濟奇蹟，部份原因必須歸功於國際間所提供的低廉資本，促成了該區的高投資水準，得以和豐沛的勞動供給相互配合。

亞洲主要經濟體之金融中介活動，在過去三十年來亦呈現快速成長，對於融通他們投資活動所需資金有相當程度的貢獻，惟大部份國家的政府並未對於金融監理制度有相應的調整或加強，導致企業負債過高與成長過速，加上金融機構進行不當放款，以及對投機活動過度擴張信用，使得銀行與企業對於外來衝擊的因應能力程度愈來愈弱。亞洲金融危機的發生，多半與此有關。為了避免危機的再度發生，必須針對這些缺失進行改革。

我國是一小型且高度開放的經濟體，為了防範鉅額快速的短期資本移動干擾國內經濟的穩定，因此在自由化及國際

---

<sup>12</sup> EMEAP係Executive Meeting of East Asia and Pacific Central Bank的簡稱，它是在一九九一年由日本銀行扶植而成立之中央銀行集團，目前有包括日本、南韓、中共、香港、菲律賓、印尼、馬來西亞、泰國、新加坡、澳大利亞及紐西蘭等十一個成員（我國不是成員）。EMEAP每年舉行二次會議。

<sup>13</sup> 請參閱Fraser [6]。

<sup>14</sup> 請參閱孫義宣、李榮謙 [2]，第九章。



化的過程中，不僅採取循序漸進的開放步調，而且特別強調健全金融監理制度和加強銀行風險管理的重要性；加以我國經常帳皆呈順差，且有高的儲蓄率，仰賴短期外資的程度不若區內其他國家那般嚴重，因此可以避免因短期外資迅速逆轉的重大衝擊。或許正因為採取這樣穩健的作法及其他有利因素（包括當時外匯存底已超過800億美元），因此亞洲金融危機期間，我國相對於區內其他經濟體而言，所受到的傷害似乎較小。

無論如何，亞洲金融危機已暴露了過去許多不為人重視的課題，包括資本帳自由化應循序漸進、健全國內總體經濟和結構政策的重要、匯率制度不應過份僵化，乃至於需要強化國際最後貸款者機制的重要。透過對這些問題的重視與尋求解決，未來國際貨幣制度應可提供一個在高度穩定的環境下追求高效率的資源配置。

## 主要參考資料

- [1] 中央銀行經濟研究處，金融風暴後東亞主要國家財經政策回顧與展望，民國八十八年二月。
- [2] 孫義宣、李榮謙，國際貨幣制度，第十版，金融研訓中心，民國八十八年四月。
- [3] 游淑雅，一九九八年香港財經政策之回顧與展望，中央銀行經濟研究處，民國八十八年三月。
- [4] BIS, The Role of Asset Prices in the Formulation of Monetary Policy, Conference Papers Vol.5, March 1998.
- [5] Fischer, Stanley, On the Need for an International Lender of Last Resort, *Central Banking*, Vol. IX, No. 3, Feb. 1999.
- [6] Fraser, Bernie, Central Bank Co-operation in the Asian Region, the 24<sup>th</sup> Conference of Economists, (Adelaide), Sep. 25, 1995.
- [7] Goldfojn, Ilan and Taimur Baig, Monetary Policy in the Aftermath of Currency Crises: The Case of Asia, IMF Working paper, Dec. 1998.
- [8] IMF, World Economic Outlook, Sep. 1998.
- [9] Institute of International Finance, Report of the Working Group on Financial Crises in Emerging Markets, Jan. 1999.
- [10] Johnston, R. Barry, Sequencing Capital Account Liberalization, IMF: *Finance & Development*, Vol.35, No. 4, Dec. 1998.
- [11] Krugman, Paul, Japan's Trap, <http://web.mit.edu/>

[krugman/www/japtrap.html](http://krugman/www/japtrap.html), May 1998.

- [12] Morence, Ramon, Gloria Pasadilla, and Eli Remelena, Asia's Financial Crisis: Lessons and Policy Responses, Federal Reserve Bank of San Francisco: Working Paper No. PB 98-02, July 1998.
- [13] Radelet, Steven and Jeffrey Sachs, The East Asian Financial Crisis: Diagnosis, Remedies, and Prospects, Harvard Institute for International Development, April 1998.
- [14] \_\_\_\_\_, the Onset of the East Asian Financial Crisis, Harvard Institute for International Development, March 1998.

\*本文於民國八十八年六月完稿，作者李榮謙先生現為本行經濟研究處國際經濟科科長，游淑雅女士為本行經濟研究處國際經濟科副科長。