

東南亞金融風暴對我國資本市場的衝擊與啟示

侯金英*

一、前言

資本市場是長期資金交易的場所，屬於融市場的一環，其目的在於透過股票、公債等信用工具的發行與流通，便利工商企業籌措或調度長期資金。一個健全而活潑的資本市場，可以作為社會上儲蓄者與投資者橋樑，合理而有效率地運用社會上的長期資金，促進經濟發展。近年來，隨著金融的自由化，金融商品的多樣化、直接金融愈來愈普遍，資本市場也成為企業籌措資金的重要管道。我國自民國 86 年起，直接金融之成長幅度亦有超過間接金融之趨勢，資本市場之發達與健全與否將關係到企業資金的籌措與調度，進而影響我國經濟的穩定成長。因此，如何建立一個健全、活潑、而有效率的資本市場，是一個值得探討的課題。

去年七月，泰國的財務危機引發了全球矚目的金融風暴。這一金融風暴，雖然發生在泰國，但非常迅速地蔓延到菲律賓、馬來西亞及印尼等東南亞國家，然後再從這些國家衝擊到台灣、香港，到了 11 月初，更擴

及東北亞，其後又波及美國、歐洲、澳洲及中南美洲，可以說這一場金融風暴正如颱風，透過國際經濟的連動性，吹向全球的金融市場，使被捲入暴風圈的國家，其貨幣大幅貶值、股價重挫，資本市場受到嚴重的衝擊。後來，在國際貨幣基金會（IMF）先後對泰國、印尼、南韓伸出援手後，這一金融風暴才暫告平息，但是目前在印尼學生的暴動、蘇哈托的下台以及日圓的持續貶值下，這場金融風暴隨時有惡化的可能，其後續發展如何？有無可能掀起另一波風暴？東南亞國家何以會發生金融風暴？這場金融風暴對我國的資本市場有何影響？從這一次的金融風暴我們得到那些啟示？這些都是我們應該關心與注意的。本文將針對這些問題加以探討，以供一般參考。

二、東南亞金融風暴發生之原因

關於東南亞國家發生金融風暴的原因，經常被提到的一點就是這些國家遭到國際投機客的侵襲。其實東南亞國家之所以會發生

* 金融人員研究訓練中心董事長。

金融風暴，與其說是這些國家遭到國際投機客的炒作，不如說是這些國家本身存在著引誘國際投機客炒作的經濟背景。這些經濟背景，可以從以下兩點加以說明：

(一)匯率制度缺陷的暴露

東南亞國家在 1997 年 7 月以前，大多採行釘住美元的匯率制度。這種匯率制度在當時的特定時空環境下，產生了下列有利的效果，對東南亞經濟有正面的貢獻：(1)在釘住美元的固定匯率制度下，貿易商以及外國投資者可以不必負擔匯率風險，從而吸收了大量的外資，為東南亞國家提供豐富的資金，推動東南亞國家的經濟起飛；(2) 1985 年 G5 協定後，日圓、新台幣、韓元均對美元持續大幅升值，但大部分東南亞國家因為採行釘住美元的固定匯率策略，其幣值相對於日圓、新台幣、以及韓元是持續貶值的，間接地增強了東南亞國家出口商品的國際競爭力，大幅度地提升東南亞國家的出口；(3)

由於東南亞國家的貨幣對美元匯率穩定，工資又便宜，乃吸引了那些因本國貨幣對美元匯率升值而逐漸喪失國際競爭力的產業，例如日本、台灣與韓國的部分產業，將其生產據點移至東南亞國家，促成了東南亞經濟的高度成長。

不過，釘住美元的固定匯率制度在 1994 年以後終於暴露了其缺陷。如表一所示，東南亞國家的通貨膨脹率高於美國的通貨膨脹率。根據美國與東南亞國家間通貨膨脹率的差距，東南亞國家的貨幣應該對美元貶值，但由於東南亞國家之貨幣釘住美元，匯率固定不變，因此，東南亞國家的貨幣實際上被高估，尤其自 1995 年以來，美元不斷升值走強，東南亞國家的幣值更有被高估之勢，使得東南亞國家的出口商品，因成本的提高，喪失了國際競爭力，貿易逆差因出口減緩而持續擴大，引來市場上貶值的預期心理，以致不斷產生大量的東南亞貨幣投機性賣壓。

表一、亞洲主要國家之物價上漲率

單位：%

年份 國別	1993	1994	1995	1996	1997	1998*
泰國	3.3	5.0	5.8	5.9	5.6	11.6
菲律賓	7.6	9.0	8.1	8.4	5.1	8.0
印尼	9.7	8.5	9.4	7.9	6.6	44.3
馬來西亞	-	3.7	3.4	3.5	2.7	7.5
中華民國	2.9	4.1	3.7	3.1	1.1	4.0
美國	3.0	2.6	2.8	2.9	2.3	2.0

*註：1998年係預測數字

資料來源：IMF, World Economic Outlook (April, 1998), P.32 & P.40

(二) 泡沫經濟的崩潰

東南亞國家在經濟發展的早期階段，大量進口資本設備與消費品。雖然進口替代 (import substitution) 貿易政策以及後來採取的出口導向 (export oriented) 的經濟發

展策略，均獲得相當的成就。但是，如表二所示，經常帳的改善卻很有限，近年來更因為高估的幣值，使得國際競爭力下降，出口成長減緩，致使東南亞國家的經常帳長期發生逆差。

表二、亞洲主要國家經常帳占GDP比率

單位：%

年份	1995	1996	1997	1998*
泰國	-7.9	-7.9	-2.2	3.9
菲律賓	-4.4	-4.7	-5.4	-3.2
印尼	-3.3	-3.3	-2.6	1.9
馬來西亞	-10.0	-4.9	-4.8	-0.5
新加坡	16.8	15.7	15.2	14.3
韓國	-2.0	-4.9	-2.0	5.5
中華民國	2.1	4.0	2.3	2.5
中國大陸	0.2	0.9	2.4	2.1

*註：1998年係預測數字

資料來源：IMF, World Economic Outlook (April, 1998), P.57

東南亞國家為了彌補這些經常帳的逆差，乃開放資本帳，儘量吸引外國短期資金。在釘住美元的匯率制度下，由於無匯率風險，大量的外資乃湧入東南亞國家。除此之外，自1995年以來，東南亞國家又為了抑制國內景氣過熱，防止通貨膨脹，開始採行緊縮性貨幣政策，促使銀行業提高一般放款基本利率。這種高利率政策，擴大了東南

亞國家的利率與美元利率間的差距，吸引了對利率敏感的國際短期資金的流入。如表三所示，在1989至1995年間，東南亞國家的民間外資淨流入佔GDP的比率，顯然較1983至1988年間為高。當然，這些外資中的一部分是用來彌補經常帳的逆差，一部分投資於廠房設備、基礎工程建設，藉以帶動東南亞國家的經濟發展。不過，湧入的外資

數量實在太龐大，遠超過彌補經常帳逆差與國內實質投資所需。於是，過剩資金乃流向股票與房地產的炒作，助長了股價的上揚與

房地產價格的飆漲，造成資產市場欣欣向榮的局面，產生所謂的泡沫經濟現象。

表三、亞洲主要國家民間外資淨流入占GDP的比率

單位：%

國別	年份	1983 - 1988		1989 - 1995	
泰 國		3.1	(2.3)	10.2	(8.7)
菲 律 賓		-2.0	(-2.7)	2.7	(1.1)
印 尼		1.5	(1.1)	4.2	(2.9)
馬 來 西 亞		3.1	(0.8)	8.8	(2.3)
中 華 民 國		0.2	(0.4)	-4.0	(-2.8)
新 加 坡		5.0	(-3.7)	3.8	(-2.2)
南 韓		-1.1	(-1.3)	2.1	(2.2)
中 國 大 陸		1.2	(0.8)	2.5	(-0.4)

資料來源：IMF

註：(1)括弧內數字係民間外資中短期資金占GDP的比率

(2)“-”代表淨流出，無符號代表淨流入

泡沫經濟是一種不健全的經象，因為一旦出口業利潤減少，國外市場發生問題，很容易引起不利於國內的一連串連鎖效應，動搖國內外投資者的信心。到了1995年，東南亞國家因幣值被高估，出口商品的國際競爭力下降，出口業利潤減少，資產價格便開始下跌；例如，泰國的房地產價格與房租，在爆發金融危機後的三個月即平均下跌了10%。

在股票、房地產價格重挫之下，東南亞

國家的公司企業普遍發生週轉不靈，而銀行業之間也出現了貸款無法收回，呆帳增加的現象。尤其是金融機構的大部分融資多以房地產或土地為抵押品，因而其流動性更凝滯於不動產市場。金融機構經營困難，頓陷泥沼。金融面的不穩定，加速了這些國家的泡沫經濟的崩潰，造成了影響全球經濟的金融風暴。

我們都知道，在1980年代後半期，日本的經濟也是快速地成長，其股票價格、房

地產價格亦都隨之上漲。由於股市及房地產市場欣欣向榮，加上在金融自由化下，金融機構對於融資更為積極，乃助長了日本泡沫經濟現象。但在 1990 年初，股價及房地產價格大幅滑落，泡沫經濟破滅，許多企業破產，導致銀行業呆帳大量增加。

不過，東南亞國家的泡沫經濟與日本的泡沫經濟卻有幾個相異點。首先，日本的泡沫經濟是屬於國內的金融現象，而東南亞國家的泡沫經濟則屬於國際性的金融現象。在股票及房地產等資產交易方面，日本是依賴國內的儲蓄，而東南亞國家則是依賴海外流入的資金。因此，日本泡沫經濟的後遺症是，國內金融機構的呆帳急速增加；至於東南亞國家的泡沫經濟的後遺症，則不但使國內金融機構的呆帳增加，更波及外國的跨國金融機構，形成鉅額呆帳，擴大了金融風暴的層面，使得東南亞金融危機必須藉助國際合作加以解決。尤其東南亞國家的匯率普遍下跌，本國貨幣的貶值，增加了償還外債的負擔，使問題更為複雜。除此之外，泡沫經濟崩潰以後，日本的匯率是升值的，但東南亞國家的匯率反倒是貶值的。日圓的升值阻礙了泡沫經濟後的日本景氣復甦，但東南亞國家卻因貨幣貶值，提高了其商品的國際競爭力，一般預料東南亞國家或許可藉出口的增加恢復其景氣。

三、東南亞金融風暴對我國資本市場的衝擊

資本市場是長期資金交易的場所，可分為股票市場與債券市場。我國的債券市場，在東南亞金融風暴的衝擊下，國內利率大幅波動，債券市場瀰漫了空頭氣氛，公司債之發行大量萎縮，而政府公債目前大部分仍是由銀行所持有，缺乏流動性，以致整個債券市場並沒有太明顯的變動與發展，因此本文將有關資本市場的分析重點放在股票市場方面。

最近幾年，在政府積極推動金融自由化與國際化的政策之下，我國股票市場在各方面都有長足的進步；不但集中市場的上市公司家數與店頭市場上櫃公司家數明顯增加，成交量亦顯著提高。例如去年 7 月份月平均股票成交值高達 1,972 億元，為前年月平均成交值的 4 倍，次級市場的交投可以說相當熱絡。在東南亞金融風暴爆發之初，我國股票市場並沒有受到明顯的影響，股價指數在 8 月 26 日甚至達到 10,116 點，為近 7 年來最高點。但自 9 月以後，由於東南亞金融風暴持續惡化，外資紛紛撤離亞洲金融市場，國內股市亦受到外資撤離的影響，投資人喪失信心，而外匯市場又出現新台幣貶值的強烈預期心理，吸引了股市大量的資金移轉到炒作外匯上。再加上央行為穩定匯率拋售外匯，回收新台幣，造成股票市場上資金

的進一步緊縮。這一連串的動作使國內股價指數開始下滑；在 10 月 29 日一度下挫到 7,089 點。9、10 兩個月期間，跌幅近 30.9%。東南亞金融風暴對我國股票市場的衝擊，在這一期間可以說相當嚴重。後來東南亞金融風暴漸平，國際股市回穩，台灣又具有諸多經濟基本面的利基，許多國際機構均發表研究報告指出台灣是亞洲地區最值得

投資的市場之一。外資自去年 11 月起開始轉賣為買，投資人信心逐漸恢復，成交量亦逐漸放大。到去年年底，股價指數雖上升為 8,187 點，不過與未受到東南亞金融風暴衝擊之 6 月底相比較，我國股價指數還是下跌了 8.72%。儘管如此，東南亞金融風暴對我國資本市場的衝擊，相對於東南亞各國，可以說還是相當輕微。

表四、亞洲主要國家收盤股價指數變動

國 家	收盤股價指數			變動率 (%)	
	1997年 ⁽¹⁾	1997年中 ⁽²⁾	1998 / 5 / 29	1998 / 5 / 29與 1997年初比較	1998 / 5 / 29與 1997年中比較
日 本	19,446.00	20,604.96	15,670.78	- 19.41	- 23.95
中 華 民 國	6,820.35	9,030.28	7,903.34	15.88	- 12.48
香 港	13,203.44	15,196.79	8,934.56	- 32.33	- 41.21
新 加 坡	2,216.79	1,987.95	1,254.93	- 43.39	- 36.87
南 韓	653.79	745.40	336.63	- 48.51	- 54.84
泰 國	803.13	527.28	325.59	- 59.46	- 38.25
菲 律 賓	3,154.48	2,809.21	2,011.45	- 36.24	- 28.40
印 尼	638.10	724.556	420.47	- 34.11	- 41.97
馬 來 西 亞	1,230.53	1,077.30	538.24	- 56.26	- 50.04

說明：(1)1997年初股價除中華民國1/4、日本為1/6、南韓為1/3之收盤股價指數外，其餘各國為1/2之收盤股價指數

(2)1997年中股價除香港為6/27之收盤股價指數外，其餘各國為6/30之收盤股價指數

總括地說，我國在這次金融風暴中，經濟基本面的利基可歸納如下：

(1)經濟持續成長，總體經濟表現良好

我國經濟成長率，在1996年為5.7%，1997年為6.8%，穩居亞洲四小龍之冠。

(2)經常帳連年保有順差

我國近年來對外貿易年年都有順差，1996年我國經常帳為110億美元，1997年雖然縮小為74億美元，但依舊為順差。

(3)儲蓄為我國資本形成的來源

我國的儲蓄率雖從1987年的最高峰38.5%逐漸降低，1997年為24.4%，但依舊大於投資率。國人的儲蓄為國內投資的主要來源。我國的經濟發展並沒有依賴外資。

(4)外匯存底雄厚，外債有限

我國外匯存底在1997年底為835億美元，足以應付8個月進口所需。1997年底我國金融機構的國外資產為297億美元，國外負債為293億美元，國外資產淨額仍為4億美元。至於我國公共外債僅為1億餘美元，因此，相較於東南亞國家，我國並無外債壓力。

(5)企業財務結構改善，經營體質良好

我國股市交投熱絡，大型企業利用股票上市、上櫃或辦理現金增資，以籌措所需資金，自有資本比率大幅提高，財務情況獲得明顯改善，因應不景氣的能力增強。同時，由於大型企業近年來已經可以透過股票或債

券的方式在資本市場取得所需資金，銀行業乃被迫轉向開發中小企業與消費性融資業務。中小企業得以擺脫地下金融，而改向銀行貸款，中小企業的財務結構亦因此獲得改善。

(6)對外資之開放採循序漸進之原則

我國的經常帳已是完全開放，但是對於外資之流入一向都是採取穩健的作法，尤其對外資的進入股票市場仍然保持一定程度的掌控。例如，1996年外人投資我國股市比重為3.2%，遠低於泰國之34%及印尼之59%，因此國際投機客在我國炒作的空間相當有限。

(7)銀行體質尚佳

最近兩年我國銀行業盛行兼併地方性金融機構或投資證券業，以擴大經營規模。這一趨勢，不但改變了我國金融業生態，提高銀行的競爭力，同時也解決了地方性金融機構經營不善的問題。

另一方面，雖然我國的銀行融資大部分是以股票或房地產為抵押品，但是以股票為抵押品時，其融資額為股票市價的60%，以房地產為抵押品時，其融資額為房地產買入價格的70%，因此，去年當東南亞金融風暴波及我國時，儘管股價明顯下降，但是因為有了這些緩衝的空間，我國金融機構並沒有受到嚴重打擊。

我國金融主管當局在1994年放寬了逾期放款的定義，並鼓勵金融機構沖銷壞帳。

逾放比率在去年9月為3.95%，到年底則降為3.82%。在東南亞金融風暴侵襲之際，我國的金融機構能致力於強化經營體質，提昇授信品質，降低逾放比率，國外人士認為是難得的現象。

(8) 企業較具彈性，應變能力亦強

我國產業結構以中小企業為主，並且相較於其他鄰國，我國的工會力量更為理性，使得台灣企業有較大彈性因應外來的衝擊。再者，近年來，在政府鼓勵產業升級的政策下，我國的產業結構也發生了很大的變化。高科技與高附加價值的產業，無論在出口總值中或在製造業總量中所佔比率均顯著上升。在產業結構急速調整過程中，已失去優勢的產業或原不具競爭力的產業，仍被淘汰出局或移轉到較我國落後發展的國家投資設廠。新增加的或新擴充的產業，都較具競爭力，即使留下的老舊產業及廠商，也在激烈競爭中精簡組織，提升技術層面與附加價值，增強企業的應變能力，使我國經濟在這次金融風暴中所受衝擊降低。

四、東南亞金融風暴之啓示

從以上的分析，我們可以得到下列啓示，作為政府在制定政策時的參考：

(一) 以穩健的財經措施，維持良好的經濟基本面，建立投資者的信心，以抵制金融風暴的來襲或防範金融危機之發生

一般而言，股價的漲跌可以反映該國經

濟基本面的形勢。在這次東南亞金融風暴中，凡是經濟基本面欠佳的國家，如泰國、馬來西亞、印尼、菲律賓等，其股市受到的衝擊較為嚴重。至於經濟體質較健全的新加坡、香港等地，股市所受到的衝擊則相對地有限。我國股市在這次金融風暴所受衝擊較輕，也是因為有雄厚經濟基礎的支撐。因此，政府應致力於維持健康的經濟基本面，促進國內股市的穩定與長期發展。

(二) 開放資本帳，放寬外資的流入應審慎為之

開放資本帳，放寬外資的流入，固然可促進國內投資，活潑國內股市，並助長對外投資，有其正面的功能，國內部分人士亦為配合呼應外國投資機構的需要，而以金融國際化為理由，主張大幅放寬外資投入股票市場。雖然金融自由化與國際化是我國既定的政策，但是，根據世界銀行在中南美洲所作的研究，以及這次東南亞金融風暴所給我們的啓示，當一個國家的經濟體質不佳，而金融體系問題叢生的時候，貿然地開放資本帳，放寬外資之流入，可能導致總體經濟以及金融市場的不穩定，終至不利國家長期發展。外資的進出，影響外匯之供需，若央行不進行干預性操作，勢必導致外匯作大幅度的升貶波動，進而影響國內產業的對外競爭力；如果央行進行干預性操作，藉買賣外匯以平穩匯率，則將導致國內貨幣供給額的增減，進而衝擊國內貨幣與資本市場，影響利率與股價。

由東南亞金融風暴的發生原因與現況分析可知，股價的漲跌與外資經由資本帳的開放大量流入有密切關係。資本帳愈開放，吸收外資愈多的國家，其股市與外匯的波動幅度亦愈大。根據統計，泰國、印尼、馬來西亞等國家，其外資在股市的比重都超過30%，因此當外資獲利了結而撤退時，其影響相當明顯。反觀我國，外資在股市比重較小，約僅3%，並且分階段循序開放市場，在這次金融風暴中所受到的影響也因此較輕。對於資本帳的開放、外資流入的放寬，政府應該採行審慎漸進的原則循序進行，並且有效運用外資，儘量引導與鼓勵外資流向對國內具有實質效益的生產性部門，從事長期投資。

(三)股市問題是經濟問題，應以經濟手段解決

過去一年國內股市暴漲暴跌，在未受金融風暴波及前，我國股價指數從四千多點暴漲到一萬多點，在受到金融風暴波及後的9、10月間，則暴跌到七千多點。這種股市非理性的漲跌，除了受東南亞金融風暴之衝擊外，與我國股市結構嚴重扭曲、散戶投資人及電子類股佔交易比重過高，助漲助跌、炒作風氣盛行，以及政府不當的干預有關。在股價持續上升時，政府官員對股市作不理性的喊話，在股價大幅下跌時，政府又不計代價作政策性護盤，顯然嚴重傷害到市場機能的運作，使股市失去自我調節的能力，給市場投機者套利的機會。股市的漲跌應該遵

守市場的機能，政府的責任是建立股市的交易程序，維持股市正常運作的環境。股市政策必須強調長期穩定，不可過份在意短期股價的波動，以致扭曲整體金融走勢。政府絕不可因錯誤的判斷與不當的干預，而使國內經濟受到不必要的傷害，當政者必須記住經濟問題應該藉由經濟手段加以解決。

(四)加強國際合作與資訊交流，強化全球金融之穩定，以防範金融危機的惡化

90年代金融國際化的一個特色是科技的革命、電訊的發達與電腦的進步促進了金融市場的整合，邁向金融市場全球化而發展。這次東南亞金融風暴波及全球，使各國的金融市場籠罩在金融風暴中，匯市一片紊亂，股價更是重挫。這種金融風暴的連鎖效應，說明了區域內金融市場的關聯互動程度的提高與金融波動連續性的加深。尤其這次導致金融風暴發生的東南亞國家泡沫經濟的崩潰，其本身更是一個國際性的金融現象。不但使國內金融機構呆帳增加，更波及外國的跨國金融機構。因此，唯有透過國際間的整體力量與通力合作，強化全球金融之穩定，才能穩住局勢，防止金融危機的惡化。

五、結 語

近十年來，東南亞國家的經濟快速成長，為世界各國所矚目，其強勁的經濟成長曾被視為「經濟奇蹟」。然而，由於脆弱的經濟體質，1997年7月間發生了影響全球

經濟的金融風暴，使東南亞國家的經濟發展蒙受了相當大的挫折，整個東南亞的經濟惡化，匯市與股市連續受到重挫，經濟成長率明顯下降，而我國資本市場也受到相當程度的衝擊。不過，由於良好的經濟基本面的支撐，我國所受衝擊較東南亞國家輕微。然而，正如亞洲開發銀行在最近的報告中所提到，我們還不能因為這次倖免於難而沾沾自喜。最近幾個統計報告很值得我們注意與擔憂。

- (1) 今年第一季對外貿易，出口衰退 6.4%，呈現 17 年來首次貿易逆差。
- (2) 經濟成長率預估將會下降。台灣經濟研究院預估我國今年第一季經濟成長率將只有 4.3%。
- (3) 銀行逾放比率再度竄升；由去年年底的 3.82% 上升為今年 3 月的 4.16%。
- (4) 外匯存底逐月減少；今年 2 月底為 840 億美元，3 月底為 836 億美元。

這些統計數字顯然提醒我們，我國良好的經濟體質可能已經開始受到侵蝕。主管當

局應以更審慎的態度，採取適當的政策，強化我們的經濟基本面，建立投資者的信心，抵制金融風暴的侵襲，並將可能可受到衝擊減至最低。

目前，我國對於經常帳已完全開放，對於外資的流入則仍有部分限制，尤其對於外資進入資本市場亦採行循序漸進的審慎態度。這種作法雖然降低了外國投機客炒作的空間，抵制了金融風暴的衝擊，但是就長遠來看，金融自由化的趨勢是無法抵擋的，資本市場的完全開放亦是無法避免的。如何建立一個健全、有效率、有紀律的經營環境，因應資本市場的完全開放是當局面臨的重大課題。

這次金融風暴尚未結束，由於日本的景氣尚無起色，金融風暴隨時有惡化的可能，而且良好的經濟基本面或許能保證國際性金融危機不致由台灣發生，但不能保證台灣不會受到金融危機的波及。如何在金融風暴中持續挺立，降低可能受到的衝擊，維持我國經濟的穩定成長，將是我們面臨的一大挑戰。