



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007年第34期(总第190期)

2007年9月14日

亚洲金融危机能否使我们更聪明

中国社会科学院金融研究所 杨 涛

1997年7月2日，泰国宣布放弃固定汇率制，实行浮动汇率制，随之潘多拉之盒打开，一场遍及亚洲的金融风暴席卷而来，危机蔓延的速度令人瞠目，直到1999年才逐渐平息。十年过去了，虽然许多重大事件都逐渐湮灭在历史长河里，但亚洲金融危机却始终是亚洲人心中的一道伤痕。迄今为止，关于危机爆发原因及影响的研究文献已是汗牛充栋，人们从不同角度出發，试图弄明白在亚洲这块充满活力的土地上究竟发生了什么。而危机中走出的亚洲国家，也在痛定思痛，努力通过改革来消除下一次危机的可能性。

虽然由于特殊的经济金融体制，中国并没有陷于危机的痛苦，但同样遭受了较大的外部冲击。同时，在受影响较大的国家身上，通过对危机动因的观察，我们也找到了很多自身的影子。问题是：现在我们能否真正学到教训，避免一次真正的金融危机？

虽然亚洲各国目前的经济金融格局已得到较大改善，与危机之前不可同日而语，但在 IMF 的国际协调作用彻底失败后，亚洲仍未形成有效的区域危机防范机制，金融一体化进程仍然缓慢。随着人民币国际化的推进与资本市场的不断开放，这成为我们所面临最大的外部不确定因素。从国内来看，在对亚洲金融危机的反思中，仍然有几个重要问题没有清楚了解，或许才是威胁金融安全的达摩克里斯之剑。

首先，面对日趋复杂的现代金融市场，怎样才能稳定市场预期与信心？金融市场魅力的本源在于风险，随着金融市场的深度和广度不断拓展，风险波动的不确定性更大。金融市场稳定，除了要有良好的监管、健全的市场基础设施、成熟的金融技术之外，还要有相对稳定的市场预期，并且不破坏微观主体的信心。市场预期的变化会对资金流动产生重大影响，如在亚洲金融危机中受损最大的五国，1996 年私人资本净流入为 729 亿美元，1997 年净流出为 110 亿美元，造成的后果不言而喻。应该说，直到 1997 年扩大内需开始，中国政府才尝试现代意义的宏观政策调控，政策制定与实施还缺乏艺术。无论是先前货币政策刻意追求“出乎意料”，还是最近印花税调整中前后传递信息矛盾的无心之失，都会严重损害市场预期的稳定，最终结果是破坏金融市场的游戏规则。笔者认为，金融活动本质上是建立在人们对未来的乐观态度基础上，信心则是维系金融市场运行的无形基础，一旦非理性预期积累到使人们丧失参与金融游戏的信心，则市场崩溃和危机蔓延会超出所有人的想象。从此意义上讲，成熟的政府监管，在于维系政策模式的特定姿态和可预期性，以此使人们能够明白市场游戏规则，从而理性应对各类金融事件的冲击。

其次，随着金融创新的加速，我们对伴随的风险是否胸有成竹？从去年开始，金融产品创新的步伐在我国逐渐加快。无论是公众热议的股指期货，还是 ABS、MBS 和人民币期权期货，都是发挥相对落后的金融资源效率所必需的。从近年来国外 CDO 产品的发展来看，一个有趣的现象，是各类新型金融工具的诞生，本来是为了管理特定风险，然而复杂金融技术的出现，却同时带来了令人难以理解的风险收益结构，产生了更多难以控制的风险。迄今为止，国内推进金融产品创新的动力，一直是为了应对传统意义的风险。如人民币衍生品多是为了应对汇率、利率风险，股指期货为了应对缺乏做空机制的股市风险。然而，一旦这些产品推出之后，我们所面临的另一层面风险，就是如何使这些金融工具能发挥风险管理效率，而不被滥用。关于美国橙县和巴林银行运用金融衍生工具失败的例子我们已非常熟悉，但回到我们尚不成熟的金融体系中，如果出现类似事件，危机被放大的可能性更高。对此，无论是监管模式的适应性改革，还是商业银行及其他金融机构尽快进入角色，都是将来避免金融风险累积的必要条件。

再者，对于国际“热钱”的冲击，如何从国家金融安全的高度予以应对？对亚洲金融危机，最得到公认的就是把国际游资作为罪魁祸首。目前，我们面临的是极度不稳定的国际货币金融体系，以及全球流动性过剩背景下短期资本的聚集。随着全球金融市场的不断融合，由于新兴经济体的投资收益率相对较高，包括对冲基金在内的各类机构都有进入获利的强烈冲动。有了信息技术的高速发展，以及各国资本市场的不断开放，投机性游资必然对新兴经济体金融市场的内在不稳定性推波助澜。例如，由于 1997 年泰国 55% 的外债是日元，并且日本是泰国最大的外商投资来源，所以泰国卷入危机的另一原因，却是日元套利外汇交易攻击的结果。中国金融市场开放程度是不断提高的，因此未来被冲击的可能性也在逐渐增大。今年 2 月 27 日全球股市大跌从中国 A 股市场开始，正如索罗斯所言，“日本长期零利率催

生的大量日元套利交易”竟成了 A 股暴跌的罪魁祸首。在我们习惯于对这些资本神话隔岸观火的时候，可怕的海外对冲基金却不知不觉的来到身边。在 5 月 30 日股市暴跌之前，也有对外资机构集体唱空的质疑。虽然笔者并不认为背后有某种阴谋，但这说明了问题在于政府监管的缺陷，导致外资基于获利目的能够对资本市场稳定产生冲击。任何资本都有获利要求，这不是道德问题，关键在于政府要基于国家安全的战略高度开始有所防范，才能避免海外投机资本在将来更加恣意，而损害国内金融市场稳定。

最后，能否建立起社会利益均衡机制，防止政治风险的共同冲击？穆迪公司近期发表了总结亚洲金融危机的报告，指出人们仍未弄清楚的重要问题之一，是对政治风险的认识不足。脆弱的金融体系，加上潜在的政治危机，往往会给一国带来噩梦般的境遇。在亚洲金融危机中，遭受影响较大的泰国、印尼，其政治风险对危机的助推作用不容忽视。而遭受影响较小的香港、新加坡，政治稳定则为其抵御冲击提供了定心丸。当前，国内总体社会形势稳定，但积累的矛盾和风险也已引起各界广泛关注。在持续 20 多年的改革后，富裕阶层已经初步在中国社会中形成，但收入分配公平程度却在恶化。这种情况不根本改变，会使广大利益受损人群对改革过程中的政府诚信度产生怀疑，将可能抵制市场化进程，甚至引起社会动荡。假如真的有金融危机爆发，政治社会稳定应成为避免经济崩溃的最后堡垒。目前困扰我们的，一方面是国内还缺乏社会利益均衡机制，无法实现利益的协调和补偿，因此容易积累矛盾。另一方面，政府政策迫切需要向“民生导向”进行转型。传统的效率优先的政策目标已经不适应形势的要求，只有全面转向民生型政策，建立就业优先、中低阶层福利优先等政策目标，才能充分表达现代政府应有的社会正义责任。只有这样，才能在可能的金融危机中，最大限度地避免对社会稳定的负面影响。

通常来看，人们往往难以认清所处时代的大势，只有待后人回首，

才会一切澄明于心。然而，这并不意味着我们无所为，吸取教训并以理性面对未来，才能避免在同一处跌倒两次。亚洲金融危机是亚洲共同的经验和教训，真正理解其历史内涵，才能使中国市场化改革与金融深化之路免受重大波折。

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn