亚洲金融危机十年祭：警惕幽灵重现

⊙主持人：邹民生 乐嘉春

■嘉宾

谭雅玲：中国银行全球金融市场部高级分析师、研究员，中国国际经济关系学会常务理事。

景学成：中国国际经济关系学会常务理事、教授、博士生导师。

资产价格过度上涨与货币政策运用不当会诱发灾难性后果

主持人：十年前的7月2日，泰国宣布放弃固定汇率制，实行浮动汇率制，由此引发了一场影响深远的金融灾难。现在，亚洲金融危机已过去10年了。有研究认为，现在亚洲有些地方，又出现了某些似曾相见而又非常让人担忧的现象，亚洲金融危机的幽灵非常值得警惕。对此，两位怎么看？

谭雅玲：是的，现在一些亚洲金融市场（如外汇和股票市场）确实存在着与当年相似的某些市场特征，如汇率和股票价格面临上涨压力，亚洲的整体经济与金融形势并不乐观，未来可能潜伏着较大的风险甚至危机。对此，我们可以从两方面来看。

第一，汇率与股票价格上升趋势难以改变，国际政治与经济环境给亚洲国家带来很大挑战。当前，一些亚洲国家或地区的货币升值与股票上涨趋势十分突出。其中，泰国、印尼、马来西亚和菲律宾等国货币持续升值，股票价格也上涨了20%左右。

回想1997年亚洲金融危机发生之前，亚洲国家的股票市场也是十分繁荣的。例如，从1993年到1994年间，印尼的股票价格上涨了140%，马来西亚上涨了350%，菲律宾和泰国上涨幅度更是达到了450%以上。

引发这些国家股票上涨的主要原因是经济高速增长、消费和投资不断膨胀，以及外国投资不断上升。这表明，这些国家的金融环境发生了深刻变化，加上资产价格的膨胀性上涨，从而刺激了这些国家的投资意愿和投资冲动，但也恶化了这些国家的投资环境。

国际投机者利用这些国家的本币（如泰铢）与美元挂钩的汇率机制，对亚洲国家的股市、房地产市场等金融市场进行疯狂投机，由此导致了这些国家的经济与金融结构的严重失衡，并扭曲了其市场价格秩序和增加了价格波动风险。

例如，将银行贷款大量投放到房地产投资中，催生了当时这些国家的房地产价格持续上涨。以泰国为例，从1992年到1996年，曼谷建成了76万套新住宅，其中15万套空置无用。到1997年金融危机爆发时，泰国闲置的住宅高达85万套，后果是房地产过剩又引发了楼价和地价的持续大幅度下跌，银行大量的信贷资金无法及时收回，整个信用体系濒临崩溃。这种危机又触发了股市风险。由此，金融危机开始蔓延。

当时，这些国家的资本流动结构也存在着严重扭曲。资金流动的主流是短期资本和私人资本，反映了外资、外债与内需之间的失衡，这也是亚洲国家高增长和高投入的经济发展恶果之一。也就是说，过分依赖外资而忽略本国资本积累，加剧了外资流动的不稳定性，也为国际投机者投机这些亚洲国家的汇率、股市和房地产等市场提供了温床。

如今，一些亚洲国家仍然存在着当年金融危机爆发之前的一些特征。虽然这些国家的经济与金融形势已发生了一些变化，但投机气氛却依然十分严峻。例如，在2006年底，泰国应对国际投机实施了短期资本管制，导致了一天的资金流出规模就达到600亿美元。由此可见，国际性投机资金依然关注或热衷于对一些亚洲国家的投机行为，这说明当今亚洲国家所面临的金融危机的压力与风险依然不小。对此，我们丝毫不能掉以轻心。

第二，货币政策是否恰当直接关系到对金融风险的有效防范。当年，一些国家外汇政策运用不当，其教训是非常惨痛的。在亚洲金融危机出现前，一些亚洲国家为了吸引外资，一方面保持固定汇率，一方面又扩大金融自由化，由此给国际炒家提供了可乘之机。例如，泰国在本国金融体系没有理顺之前，于1992年取消了对资本市场的管制，使得短期资金的流动畅通无阻，这就为国际炒家投机泰铢提供了客观的市场条件。

而对国际利率的变化，一些亚洲国家本国利率水平的高低不均，又给国际炒家投机其汇率提供了足够的投机空间。如今，亚洲国家的货币利率波动普遍呈向下的趋势，这与发达国家的利率上升趋势是反向的，但相同的货币利率波动趋势，是否也会引起国际炒家的汇率投机？这是值得关注的一大问题。

当前，国际金融市场波动与货币政策变化之间的关系仍十分复杂，多数亚洲国家和地区采取怎样的货币政策以应对金融市场的波动，仍然是一个悬而未决的问题。而从当年亚洲金融危机爆发时一些亚洲国家和地区采用的外汇政策不当而引发的惨痛教训可知，亚洲国家和地区再也不能轻视货币政策的影响和作用了。不仅如此，包括如何对应可能爆发的金融危机在内的政策与制度设计，也值得高度关注。

风险意识淡薄和金融管理体制混乱会放大金融灾难危害

主持人：亚洲金融危机虽已过去十年，但其遗害还是让人心悸的。对此，景先生你怎么看？

景学成：在总结亚洲金融危机爆发原因时，有两个方面也非常值得一提，那就是有关当局的风险意识薄弱与金融管理体制混乱也会放大危机造成的危害。

风险意识薄弱使金融危机恶化蔓延。在1997年亚洲金融危机爆发时，亚洲“四小龙”处于经济高速增长时期，繁荣景气和乐观情绪弥漫于这些亚洲国家和地区中。也许，正是这种过于乐观、自满和自足的情绪，让这些国家和地区淡漠了对危机的防范，也无法看到自身的不足和缺失。

因为，当时许多亚洲国家和地区都采取了外向型即出口主导型的经济发展模式。经济增长过于依赖单一行业或产业，在本币升值和利率处于超低水平并行的情况下，这些国家和地区大量借入境外资本，由此推高了当地的房地产和股市价格。这就为金融危机的产生，提供了适宜的温床。当然，国际对冲基金对这些国家和地区的货币、房地产和股票等金融市场的冲击最终引发了亚洲金融危机。

而进一步分析其原因，这一金融危机之所以会爆发，是与这些国家和地区缺乏对国际投机资本的冲击会危及本国或本地区金融安全的认识有关。因为，在经济繁荣时期，一些亚洲国家和地区往往会盲目地过度对外开放和过快推进经济改革进程，这是引发亚洲金融危机迅速蔓延的原因之一。另外，当金融危机来临时，这些国家和地区又低估了国际投机资本冲击带来的巨大影响。这就使那些亚洲国家和地区不可避免地遭遇了因国际投机资本冲击而引发的金融危机。

一些亚洲国家和地区的银行体系管理缺失与风险监控不足，也是值得引起我们关注的一个经验教训。从当年的情况看，当时的亚洲金融体系是非常脆弱的。当年，我作为人民银行负责政策研究的官员参加了中国人民银行作为东道主召开的30国央行会议，并直接接触了泰国央行的资金管理官员。我非常吃惊地了解到，一些泰国商业银行竟然无法完整保留贷款文件和流程的必要文字材料，当亚洲金融危机的影响涉及到该国银行体系时，由于缺少一个完整和有效的银行管理体系支持，由此形成了泰国同时爆发了货币危机和银行危机，并蔓延和恶化了金融危机。由此可见，一些亚洲国家和地区忽略了开放条件下经济安全和金融体制风险管理的脆弱性问题。

在对外开放过程中，效益固然重要，但经济与金融安全始终是第一位的。在总结亚洲金融危机的教训时，还有一点需要指出，汇率政策固然重要，但加强金融风险管理也是同等重要的。在亚洲金融危机时，一些亚洲国家和地区不光是输在汇率政策的使用不当上，而且还输在对外金融战略的缺失上，这是一种改革开放思路的系统缺失，也是一个金融安全风险管理意识的严重缺失。

因为，亚洲国家和地区在本币升值时，未能考虑到货币贬值的风险；在低利率借入外部资金时，也未能考虑到大量资金撤离的风险；在超前开放资本项目时，未能考虑到国际对冲基金的冲击风险。因此，由于缺乏应对金融危机冲击的预警机制，亚洲金融危机的爆发在这些国家和地区能够形成多米诺骨牌似的连锁性冲击是可以想见的。

我国金融战略不足与危机意识欠缺是未来一大风险

主持人：那么，就目前的情况而言，亚洲金融危机对我们有哪些警示意义呢？

景学成：在全球资产价格泡沫上升的背景下，尤其是当前我国面临着流动性过剩等一些突出问题时，包括我国在内的亚洲国家和地区如何有效地预防十年前的亚洲金融危机，这是一个值得当前大家普遍关注的重大问题。

我认为，首先，我们要进一步完善和强化我国的金融战略。一方面，要适应经济增长的需要，支持城市化、工业化、市场化和信息化的发展，同时要有效地监督和遏制可能发生的金融风险，保障经济安全，促进经济良性发展。另一方面，我国的金融体系应当向市场和居民提供更多的金融投资产品，以适应人民收入日益增长后的理财增值需要，也要为企业提供避险和保值产品。

其次，在中长期战略定位上，我国需要在国际事务中继续履行一个大国的责任，在贸易金融交往中需要考虑利益相关方的利益。通过政策协调，促进和谐世界和维护我国社会经济的稳定增长。这也就引出了我国金融改革的总体战略问题。

面对外部压力与冲击时，我们不能只是简单地做一些应急性的应对对策，这样可能不利于提升我国中长期的综合改革效率。当然，在封闭条件下是难以实现这些目标的，这就要求我们还需要继续坚持改革开放，逐步完善我国经济尤其是金融发展的中长期战略。

例如，人民币项目和资本项目可兑换的开放进程，我们要做到“心中有数”。我们要研究人民币国际化的稳步发展战略，既要避免错过时机，又要避免“欲速则不达”。还有，我们要改善和促进我国的多层次资本市场发展。目前，我国的金融市场仅有现货市场及一些商品期货市场，还没有建立起金融期货市场。例如，股指期货和期权市场尚待建立，美元兑换人民币产品的交易避险也只有远期结售汇市场，远不能满足企业和居民规避风险与保值增值的需要。这些问题都是我国金融发展战略中亟待解决的一些重要问题。

最后，我们还需要建立一个金融预警机制，以预防可能发生的局部性金融不稳定或动荡，并在中长期发展战略的框架内要设计出预防和排除金融风险的应对预案安排。在此基础上，我们还要建立起一种预先风险提示机制，这样才能让我国经济与金融的中长期稳定发展真正“立于不败之地”。

■看点

●现在一些亚洲金融市场（如外汇和股票市场）确实存在着与当年相似的某些市场特征，如汇率和股票价格面临上涨压力，亚洲的整体经济与金融形势并不乐观，未来可能潜伏着较大的风险甚至危机。对此，我们可以从两方面来看。第一，汇率与股票价格上升趋势难以改变，国际政治与经济环境给亚洲国家带来很大挑战；第二，货币政策是否恰当直接关系到对金融风险的有效防范。

●在总结亚洲金融危机爆发原因时，有两个方面也非常值得一提，那就是有关当局的风险意识薄弱与金融管理体制混乱也会放大危机造成的危害。对繁荣景气过于乐观、自满和自足的情绪，让这些国家和地区淡漠了对危机的防范，也无法看到自身的不足和缺失。这与这些国家和地区缺乏对国际投机资本的冲击会危及本国或本地区金融安全的认识有关。另外，一些亚洲国家和地区的银行体系管理缺失与风险监控不足，也是值得引起我们关注的一个经验教训。

●在全球资产价格泡沫上升的背景下，尤其是当前我国面临着流动性过剩等一些突出问题时，包括我国在内的亚洲国家和地区如何有效地预防十年前的亚洲金融危机？首先，我们要进一步完善和强化我国的金融战略；其次，在中长期战略定位上，我国需要在国际事务中继续履行一个大国的责任，在贸易金融交往中需要考虑利益相关方的利益；最后，我们还需要建立一个金融预警机制，以预防可能发生的局部性金融不稳定或动荡，并在中长期发展战略的框架内要设计出预防和排除金融风险的应对预案安排。

●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？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？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？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？

■编余

世间事真是亦真亦幻。不经意间，距亚洲金融危机爆发已有十年时间了。曾经的繁华，曾经的热闹，曾经的自信满满，曾经让亚洲的一些国家和地区沉浸在喜悦之中，然而，一场危机让多少商家陷入困顿，让多少人跌入愁苦之中。好在亚洲人有自强不息的精神，有坚韧打拼的精神，危机过去了，经济在恢复中，人们又开始找到了自信，找到了生活的快乐。

在亚洲又开始成为世界经济发动机的时候，在股市、楼市又开始火起来的时候，在生意又好做的时候，也许回头看看曾经走过的那一段路，还是有必要的。特别对中国内地来说，当楼价疯涨，股市也开始走牛的时候，从别人那里汲取经验教训，也不失为明智之举。因为，我们的情况不同，我们付不起那个代价。

从两位对话嘉宾的提示看，增强风险防范意识，完善国家经济金融战略，适时适度把握好金融开放进程，健全金融管理体制，是我们现在需要赶紧做的功课。尤其在中国经济面临资源与环境压力的情况下，在金融改革深化面临诸多内外挑战的情况下，我们不能有大的闪失。保持经济的可持续增长，金融市场的平稳运行，比任何时候都显得更为重要。

这段时间，房价的再次高企，生产资料价格的持续上涨，股市的宽幅震荡，给我们敲响了警钟。特别是当老百姓将一部分储蓄资金投向股市，老百姓的财富结构正在发生变化的情况下，如何引导社会有一个合理的投资预期，而不是上下折腾，颠倒价值观念，还需要多方面配合。因为，任何投机扰动，任何不当举措，都有可能引发意想不到的灾难。对此，决不能掉以轻心。

——亚夫

亚洲金融危机能否使我们更聪明

⊙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，随之潘多拉之盒被打开了，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刻在亚洲人心中的一道伤痕。从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：现在我们能否真正吸取教训，避免一次真正的金融危机？

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。因为，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。

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。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。而遭受影响较小的中国香港和新加坡，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，富裕阶层已经在中国社会中初步形成，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。