

COVER ARTICLES

回顾过去 40 年，1998 年亚洲金融危机和 2008 年全球金融危机，是中国改革开放过程中遭遇的最大外部冲击，中国不但经受住了危机的冲击，而且加速了改革的进程，从而获得了长足的发展。在 40 年的节点回看和反思这两次危机，是中国深刻认识金融本质、重塑国家金融体系的重要契机。

反思两次国际金融危机

口述 | 曹远征 整理 | 本刊记者 刘伟

1998 年危机：重新定义金融的本质

上世纪九十年代，泰国、马来西亚、菲律宾和印度尼西亚因其飞速的经济增长，获得“四小虎”的美称，也吸引世界学术界对其发展模式一窥究竟。

世界银行在亚洲各国征求意见，邀请了许多中国学者参与讨论亚洲发展模式，我当时担任国家体改委经济体制改革研究院任第一副院长，也被邀请在列。讨论的焦点之一是，亚洲经济发展模式是否可持续，如果不可持续，会出现什么问题，中国是不是也将受到影响？

提出这些问题，与当时中国的市场环境有关。1995~1996 年，中国经济下行，国企普遍亏损，“三角债”问题愈演愈烈。旧的未清，新的又来，以纺织为代表的多个行业陷入全面困难之中。

1997 年 7 月 2 日，泰国政府宣布实施浮动汇率制，当日泰铢对美元贬值 20%，引发资本大量出逃，危机迅速波及到日本、韩国等，并于 1998 年 8 月蔓延到香港。与此同时，国际油价暴跌、俄罗斯遭遇股汇双杀。

危机爆发后，研究院做了多项讨论研究，认为中国应该

及时展开以风险管理为导向的金融体制改革。因为我们看到，当时中国的企业普遍资本金不足，负债率很高，有的国有企业负债率甚至超过百分之一百。换言之，一旦企业出现亏损，是亏银行的钱，企业破产是破银行的产。控制企业负债率，也就是今天提的杠杆率至关重要。

1997 年 11 月 17~19 日，国家召开第一次全国金融工作会议。会议明确了金融风险防范的重要性，提出从央行管理体制变革入手，成立大区行；成立四大资产管理公司分别对四大行的坏账进行市场化处理。中国金融体制由此开始了新一轮改革。

亚洲金融危机爆发后，为了维持亚洲国家和地区的经济稳定，客观上需要一个锚货币。我国承诺人民币不贬值，客观上就是使人民币充当了这个锚货币的角色，亚洲国家和地区相对人民币贬值，中国成为它们稳定的出口市场。这是中国对国际社会的担当，也是后来中国—东盟自由贸易区建立的重要原因。

承诺人民币不贬值也使我们付出了代价。中国的出口受到严重影响，本就效益不佳的国有企业遭受重创，大量工人



曹远征

中银国际研究公司董事长。1986年~1998年在国家体改委工作，1998年亚洲金融危机爆发时，正担任国家体改委经济体制改革研究院第一副院长；1998年后，曾担任中银国际执行副总裁兼首席经济学家，中国银行首席经济学家，对金融危机问题有深入研究，著书《大国大金融——中国金融体制改革四十年》等。

下岗，许多家庭成为零就业家庭。从这个意义上讲，中国对平复亚洲金融危机的贡献是巨大的，而亚洲金融危机对中国的冲击也使我们开始意识到，在一个经济全球化的世界，没有一个国家可以独善其身。

从经济全球化的角度来反思，亚洲金融危机既是国际治理体系和货币体系变动的结果，也暴露了国际治理体系和货币体系的缺陷。二战后，日本在亚洲生产体系中开始居于中心位置，从亚洲其他国家进口原料和中间产品，向世界其他国家、尤其是美国出口最终产品。但在以美元为中心的国际货币体系框架中，亚洲其他国家与日本、日本与美国之间的贸易，均用美元结算，日元所占比重很小。如此一来，便形成了以日本为中心的亚洲生产体系和以美元本位为特征的国际货币体系之间的错配。一旦日美贸易失衡使日元和美元汇率大幅变动，就会波及周边地区形成金融动荡，这构成了亚洲金融危机的诱因。于是改革以国际货币体系为代表的国际治理体系的呼声出现了，其中很重要的一点就是纠正货币错配。本地区经济联系紧密的国家和地区使用本地区货币，本币化进程由此开启。这也是构成人民币国际化的历史和逻辑

起点。

2008年危机：开启宏观审慎监管时代

没有人能准确预测危机，当你有所察觉的时候，它已经来了。

美国次贷危机演变成一场全球金融危机，是很多人始料未及的。作为全球最大的进口国，美国产业空心化严重，工

COVER ARTICLES

> 1 2008年9月25日，美国纽约，美国次贷危机引发全球金融危机，图为不同团体的抗议者在纽约街头集会，公然抨击华尔街、布什政府及资本主义，认为布什政府的救市方案让危机的始作俑者华尔街投机者受益。

2 1997年7月2日，亚洲金融风暴席卷泰国，泰铢贬值。不久，这场风暴扫过了马来西亚、新加坡、日本和韩国、中国等地，打破了亚洲经济急速发展的景象。图为泰国资产泡沫破灭后，开发商因资金链断裂低价售楼。



资收入增长缓慢，在互联网泡沫破灭后，又采取了比较宽松的货币政策，加上美元资产比较安全，许多国家的顺差都流向美国，压低了美元的利率，这就使得美国社会负债消费的模式更加盛行并日益固化。

长期“寅吃卯粮”，杠杆不断攀升，其结果就是家庭资产负债表衰退，直接表现就是居民按揭贷款还不起导致大量银行坏账。但在2007年之前，人们普遍认为这仅是一个局部危机，可以通过种种方法予以舒缓，相应的举措就是中央银行向市场注入流动性，创造了一大堆流动性工具。如此，尽管维持了债务链条，但高杠杆问题并没有得到根本解决。2008年8月，次贷危机穿透了资本市场、信贷市场、货币市场等所有环节，扩散到全世界，最终演变成一场全球金融危机。

2008年的全球金融危机，表现为一个金融快速去杠杆的过程。这不能不使人们反思高杠杆形成的原因。二战结束后，各国普遍采取了宏观调控政策，利用财政和货币手段来反经济危机；后来又发现在经济持续增长中才能真正反危机，财政货币政策又变成熨平经济周期的常规安排，这个常规安排的后果之一是鼓励企业和居民不断扩大负债以支持投资和

消费，杠杆由此加长，债务由此积累，继而出现了杠杆扩张和收缩的金融周期。金融活动通常都是顺周期的，当经济上行时，杠杆加长，当经济下行时，理论上杠杆会收缩。但由于在持续周期的财政货币政策操作下，经济下行不会很严重，杠杆也不会太收缩，反而有进一步扩张的必要，杠杆率持续高企的结果使某一时点上杠杆难以维持，最终崩塌。因此，为了防范风险，监管部门不仅需要逆周期运作，而且更重要的是要高度关注杠杆率。

以控制杠杆率为核心的宏观审慎管理，成为危机之后出现的最重要的金融安排。关于这一点，全球已经达成共识，集中的体现就是巴塞尔协议Ⅲ。全球开始设立缓释资本以对付周期，提出系统性重要金融机构的监管框架及其协调执行机制。中国作为后起的金融大国，积极参与到这一国际金融治理体系改革，率先落实巴塞尔协议Ⅲ，改革金融监管体制。在微观审慎监管方面，银监会和保监会合并成立银保监会；在宏观审慎监管方面，成了国务院金融稳定发展委员会，建立了中央银行双支柱调控架构，中央银行不仅要承担货币政策，还要肩负其规划审慎管理之责。



2

动性紧张，呼吁要放松货币。坦率地说，这种现象是客观存在的，但原因却分为三个层面：一是与宏观经济表现相关的货币政策问题；二是与去杠杆形成原因及其杠杆维持问题；三是与监管相关的措施推进和执行问题。这三个层面在某个时点上可能会纠缠在一起，但在逻辑上是不同的。

首先，去杠杆与货币政策并无直接紧密的联系。今年，在中美贸易冲突的背景下，中国经济下行压力加大，需要一定程度的货币政策放松也是情理之中。但是货币政策放松至多能控制去杠杆的速度，不能遏制去杠杆的发生。我们看到，今年以来，短端利率持续下行，表明市场流动性充沛，货币政策相对宽松，但企业仍感到融资难、融资贵，形成所谓货币政策传导机制不畅的困惑，表明放松货币未必会导致杠杆稳定或加杠杆。

其次，去杠杆与企业的经营业绩直接相关。即使那些经营业绩尚好的企业尤其是做出口的企业，因中美贸易冲突预期不稳，不愿扩大投资也就不再扩大负债。这种情况既构成了去杠杆的基本态势，也形成货币政策即使放松也难以传导的局面。这表明去杠杆是实体经济中企业的原因直接导致的。

再次，强监管只与去杠杆加速有关。强化监管是防范金融风险的全球共识。长期以来，企业尤其非国有企业的融资多是通过影子银行业务进行的，一旦去影子银行就意味着其融资通道关闭。在内部现金流不足的情况下，外部融资来源的枯竭就会加速去杠杆，表现为“市场的踩踏”。这表明，在企业高杠杆的情况下，恰当的外部现金流补充是必要的，因为涉及金融稳定，需要采取诸如不能断贷、抽贷，必要时还要救助等特别措施安排。

当前金融的复杂局面是由多种因素造成的，把问题归结为某个单一因素既不科学，也不客观，需要综合施治。在坚持以去影子银行为重心的包括金融在内的去杠杆大方向不变的基础上，适度调节监管的力度和步伐是必要的。更为重要的是，要着眼于长远，要坚持改革开放。因为改革包括金融机构在内的企业治理机制，完善社会主义市场的宏观调控体制，积极参与全球经济金融治理体系的重塑，捍卫经济全球化，这既是中国改革开放四十年的经验，也是两次国际金融危机的教训。□

去杠杆的核心是去影子银行

反思危机，我们对金融风险应该持一种什么态度呢？防范为上，对金融部门和实体经济部门的风险都要防范。

中国当前的金融风险主要来自两个方面：一是国有企业杠杆率太高，二是地方政府债务不可持续。2017年全国第五次金融工作会议提出，要把国有企业降杠杆作为重中之重，严控地方政府债务增量。如果实体经济杠杆降不下来，金融杠杆及至整个经济杠杆都降不下来。

过去几年，中国企业加杠杆的途径主要是影子银行。所谓影子银行，就是出了资产负债表但又没有彻底除资产负债表的金融业务。这些业务既不受资产负债比的监管，也不受风险披露的透明化监管，层层嵌套，以致出现了监管的盲区。这不仅使得监管部门无法管控，也使金融机构无法辨别风险，而微观风险的累积可能酝酿成系统性金融风险。

解决影子银行问题方向有二：一是非标准资产回到资产负债表内，使原表外业务受到资产负债比的约束，并接受相应的监管；二是标准资产彻底出表，使资产与债务一一对应。

目前，市场反映，金融去杠杆有过快之嫌，导致市场流