

Opinion

Observer 上证观察家

不论此次 G20 伦敦峰会在解决当前经济危机以及重塑国际金融秩序进程中扮演何种角色,握有最多美元债权的中国,完全应该理直气壮地提出并实现自己的改革主张,代表发展中国家拿出关于新国际金融体系的机制设计范式,推动建立公平、公正、包容、有序的国际金融体系,加快国际金融机构治理结构改革,以改变发展中国家在全球金融格局中的边缘化地位。

期待中国在伦敦峰会发挥主导作用



章玉贵

G20 伦敦峰会很可能是个结果不很重要但过程充满大国博弈的场合。在全球经济版图中角色日渐黯淡的英国,在欧洲伙伴的支持下拿到了这次峰会的主办权之后,以异乎寻常的热情在准备,还按国家重要性启动了不同层级的游说。但是英国应该明白,真正左右峰会的还是美国。因此,一向擅长抛出议题吸引视线的美国由总统和财长双双发表讲话,呼吁将加大财政刺激措施作为本次会议首要关注的议题。很快,这个主张得到了盟友日本的支持。欧洲以德法德为核心的主要大国一开始并不买账,他们主张峰会的第一要务是建立一套监管体系而非加大财政支出,以确保眼下的这场

经济和金融危机不会重演。不过,14 日闭幕的二十国财长和央行行长会议发表的联合公报清楚地表明,并非铁板一块的欧洲要跟美国对抗至少在短期内还不现实。会前调子很硬的德法终于妥协,同意在必要的情况下,继续推行扩展性的财政政策,确保流动资金充裕,以恢复全球经济增长和支持信贷,同时加强金融体系的改革。试图扮演美欧联系之桥的英国,由财长达林出面打圆场,表示尽管每个国家所面临的具体情况不一样,所采取的政策也会不同,但在如何刺激全球经济复苏和加强金融体系改革方面,欧美双方还是取得了共识。美欧围绕 G20 峰会之争背后的逻辑,日本财务大臣与谢野馨看得还算清楚:这是一场治标与治本之争,但救助世界经济这个病人迫在

眉睫的生命危险才是当务之急。不过,更深层次的涵义还在于,美欧都想通过给会议定下基调掌握会议主导权,世人也都清楚,全球性衰退的实质,不是华尔街金融体系坍塌引致的信心崩溃与消费需求萎靡,而是美国的机制化霸权与寅吃卯粮的经济模式对世界经济的绑架,是各国为“美式全球化”的大买单。因此,解铃还须系铃人,美国理应在恢复全球信心,稳定金融市场方面率先做出努力。但是华盛顿的操盘手们很长时间来似乎并不急于救市,反而通过不时释放一些“坏”的经济政策弄得别国神经高度紧张。结果,美国以外的市场对经济衰退甚至崩溃的恐惧进一步放大。世界经济也经历了一场“达尔文主义”式的洗劫:免疫力较低的中小经济体奄奄一息,昔日意气风发的俄罗斯苦不堪言,经济体一向健康的英、法、德等固备受煎熬。如果贸易保护主义浪潮真的在全世界肆虐,仰赖出口的经济体所受的打击或将是致命的。再看看美国,蒸发的只是以美元计的金融资产价值,美国仍然拥有举世无匹的科学技术 and 相当稳健的社会制度。而且美国在全球各个领域的战线并没有因为经济与金融危机而收缩。

笔者曾在此栏提出过,中国理应对以美元为中心的国际货币体系拥有更大的话语权。尽管人民币暂时不是世界货币使得中国重塑国际金融秩序缺少了一个重要杠杆,尽管美国是最不愿见人民币与美元平起平坐,但是目前的美国正处在力量使用过度,实力相对衰落,国际信誉最差的时候,如果因为中国提升国际金融影响力而从政治、经济乃至军事上对中国施压,显然不是最佳时机。因此,当机会到来时,中国大可不必缩手缩脚,完全应该理直气壮地提出并实现自己的改革主张,有效整合新兴经济体的力量与诉求,在伦敦 G20 峰会上代表发展中国家拿出关于新国际金融体系的机制设计范式,推动建立公平、公正、包容、有序的国际金融体系,加快国际金融机构治理结构改革,以改变发展中国家在全球金融格局中的边缘化地位。(作者系上海外国语大学东方管理研究中心副主任、经济学博士)

上海该怎么跨过金融法治环境这道坎

刘翔宇

当前国际金融危机的发展趋势很难预测,但越来越多的人注意到,这场危机对于上海建设国际金融中心国家战略可能是一个机遇。上海国际金融中心建设处于多种环境的共同作用下,如地理环境、市场环境、人才环境、法治环境、政策环境等,而建立良好的法治环境恐怕是最为艰难之一。在最新发布的全球金融中心指数评估报告中,商业环境、人力资源、基础设施、市场准入、综合竞争力被认为是最重要的 5 项评估指标,其中商业环境重要性的调查认知度远远高于其他指标,被调查者认为商业环境主要包括监管、法治、信贷、信用、税收五个方面,而按照法学界的研究,前三者都属于法治环境的范畴。应该说,上海的法治环境是全国最为良好的,但是从建设国际金融中心的要求来看,上海的法治环境是不匹配的。上海建设国际金融中心是国家战略,因此仅仅关注上海的法治环境过于狭隘,上海的法治环境营造和整个国家的法治环境是联动的。上海金融中心建设的法治环境既包括上海本身的法治环境,也包括整个国家的法治环境。

笔者认为,目前上海的法治环境存在几个突出的问题。首先,地方立法无法满足国际金融中心建设的需要。根据我国《立法法》,金融基本制度相关立法属于国家立法保留事项,地方人大只有在不同宪法、法律、行政法规相抵触的前提下,才可以制定地方性法规,因此在我国中央和地方立法权限划分的现行格局下,上海地方在制定金融方面的立法方面较为困难,与深圳相比,由于全国人大常委会在 1992 年曾经赋予其特别立法权,在特区范围内组织实施,因此可以认为上海的地方金融立法权限甚至小于深圳。其次,驻沪金融监管机构权力有限,出现一些新问题时没有权力因地制宜及时采取措施,不利于金融创新和金融稳定。金融本身的技术性和创新性,使得出现的风险和危机也具有复杂和特殊性,层层上报容易错过最佳处理时机,也会出现监管部门之间相互推诿使问题扩大化和复杂化。其三,金融司法需要加强。目前除了立案难

和法官的金融审判素质有待提高,最主要是公正性的认可度有待提高。当前涉外金融纠纷的解决方式中选择上海法院以及以上海仲裁的很少,选择国际仲裁较多就与此有关。其四,上海的金融法律服务、教育、研究严重滞后。目前在上海近万名律师中,仅有 20% 的律师具有适应现代法律服务的业务素质,而其中能够从事国际金融法律服务的律师更是少之又少,涉及航运中心金融服务,船舶代管、海上保险、资金结算、保险航运中介、航运定价等很多金融法律事务,国内律师没有能力介入。由于法律服务行业尚未对外开放,国外律师办事处利用我国立法的模糊性公开或变相公开提供金融法律服务,金融高端法律服务业务一半以上被外国机构所蚕食。但是这是一个两难问题,放开有助于提供金融法律服务,促进金融中心建设,但是对国内律师业冲击较大。建设国际金融中心,上海既需要金融专家,也需要金融法律专家。上海的金融法研究水平位于全国前列,有不少研究组织,但是也存在理论研究和金融市场实践依然存在脱节现象,对上海金融业发展的针对性研究比较少,相关投入的资源十分有限。法治环境是一个软环境,其建设需要一个长期的、渐进的过程,同时它的改善相对更难。虽然在短期内提升法治环境前景并不乐观,但是上海有良好的法治文化来推动以上问题的解决,地方相关部门并非不能有所作为。上海的城市文化中是有着法治元素的,近代上海是一个工业化、商业化社会,比较重承诺守信用,城市总体氛围比较守规矩重契约,这种特点现在在一定程度上仍被保留着。同时近代上海有极为特殊的历史背景,有较早接触域外法治文化的经历和传统。这些因素将有助于上海国际金融中心法治环境的提升。目前,相关部门已经在开始行动,如金融法庭已经成立,针对金融审判法官的专门培训即将展开,政府部门努力争取中央出台专门推动上海国际金融中心建设的政策性文件,以求在金融监管等方面给予一定“权力下放”,地方人大正在地方立法权限内加紧制定促进性立法。尽管难度极高,但我们相信,金融法治环境这道坎,上海一定能够跨过去。(作者单位:上海市金融服务办公室)

特别令人担忧的是,到目前为止,各国似乎都还没有弄清这场经济危机的根本原因。按照格林斯潘的判断,这场危机的背后可能还有着某种更广泛的全球力量在起作用。假如当前危机的根源真是宏观政策失误,那么加强监管来限制金融中介的活动,以更强的措施来约束各国的财政、货币政策当然是对症之举。问题是,如果真是某种更广泛的全球力量引发了目前危机呢,那么迄今为止全球应对危机之策岂非徒劳?即将召开的 G20 峰会是否会成为一场各自表达立场结论枯燥的空谈。不过,笔者相信:不论此次会议在解决当前经济危机以及重塑国际金融秩序进程中扮演何种角色,握有最多美元债权的中国,应该、也可以发挥积极主导作用。正如温家宝总理在十一届全国人大二次会议记者会上所言,面对这场金融危机,中国做了



麻生又失言:炒股不正经

日本首相麻生太郎日前在首相官邸举行的经济危机专家会议上说:“与储蓄不同,炒股在乡下地区会被视为不正经。”此论令在场人士愕然不已。媒体评论说,麻生的本意可能是想说股市对培养个人投资者作用甚微,但日本股市处于低潮,其言论势必带来意想不到的后果。

Column 专栏

虽然伦敦奥运将创造一些新工作岗位,伦敦奥运交付管理局还提议设立一个失业人员培训项目,给更多人提供培训和就业机会,总算给英国阴霾密布的失业天空增添一抹阳光,但预计仍然很悲观。有估计英国要在 2011 年才能摆脱经济衰退,在西方发达国家中,英国可能最后一个摆脱危机泥潭。果若如此,则明年的失业率有可能会冲破 10%。

失业大潮如山倒 复苏希望如抽丝



李俊辰

英国工大会说,现在英国就业中心每个职位空缺有 10 个人抢着申请。英国国家统计局数字显示,今年 2 月申领失业救济的人数超过 13 万。1 月,申领失业救济的人数上升 7.3 万,达 123 万。上一次英国失业人口高达 200 万时,是 1997 年前任首相布莱尔上台之时。而英国国会估计,今年经济严重恶化,失业人数将再增加,下月将公布的预算报告,是政府提振经济最后一次机会。唐宁街必须尽一切可能协助培育产业,提供企业更多援助,当企业经营好转,英国经济才可能走出衰退,进而创造新的就业机会和财富。另一方面,英国制造业雇主协会对 600 多家制造业雇主的调查显示,三分之二的制造商已冻结员工工资,或正考虑冻结工资;近 7% 的雇主已调降员工的工资。报告指出,23% 的制造商为渡过经济难关,已经减少了工时,18.6% 的受访雇主正考虑跟进。数字显示,在这三个月里包括奖金在内的英国人平均收入增长幅度是 1991 年以来最弱的。在裁员消息越来越多的时候,公司倒闭个案也在增加。可以预计,到明年下半年,英国失业人数将达 320 万人,失业率将冲破 10%。

以房地产领域为例,因为房价和房产销售大幅下跌,英国约 8 万房地产经纪人中有接近 50% 失业。同时,约有 4000 家房地产中介机构倒闭,这一数字占到全美房产中介的四分之一。这不仅造成了房地产经纪人的失业,也造成估价师、谈判员、管理人员和抵押顾问等人失业。伦敦欧金投资公司的调查表明,今年下半年将是房地产行业失业最严重的时期。而根据英国皇家注册测量师学会统计,目前每家房地产中介机构平均一周才卖出一套房,是 1978 年以来的最低水平。很多人将希望寄托在伦敦上,预计奥运工程将创造 30000 个新工作岗位。相关统计表明,目前有 7000 人在伦敦的奥运公园所在地工作,其中近四分之一是伦敦当地居民。而在今年产生的工种还包括泥瓦工、木工、电工、保安、工程师、水管工、脚手架工人、机器操控员以及管理和后勤人员。此外,在奥运场馆修建地所在的市政区域,伦敦奥运交付管理局还提议设立一个失业人员培训项目,给更多人提供培训和就业机会。这总算给阴霾的失业天空增添一抹阳光。英国政府提出的新计划,是安排找不到工作的大学毕业生先从事三个月实习。目前,包括巴克莱银行和微软在内的等大型企业已经同

意,愿意接受大学毕业生来实习。另外一项政策,是失业者参加面试可申请最高 300 英镑的治装费。此外,求职者也可以申请旅费及安亲费用,一旦找到工作,还可以申领上班需要用的工具之购买费用。以往这些费用只有失业超过半年的人可以用,现在政府增列了一千五英镑的预算,让所有失业的人都可以申领。对失业的公司主管和经理等在内的白领人员,英国政府在 4 月将推出一项总额 4000 万英镑的计划,从 4 月起,将为在“职业中心”登记注册的白领失业者开辟“职业俱乐部”,提供“一对一”的求职培训,或改变职业方向的相关咨询。同时,政府还计划出资 1300 万英镑用于对失业人员提供心理咨询。据英国青年联合会金融投资分会和英中金融投资商会的估计,计划出台后,大约有 35 万名公司高管、职业经理人和其他白领失业人员将得到职业中心的帮助。不过,也有业界分析人员说,现在,经济形势急转直下,“好工作”定义也已有所改变。原来那些高薪职位——比如银行、金融业——现在看来风险太大,原来一些“边缘行业”因为没有受到经济衰退太大的冲击,反倒成了香饽饽。失业,等于有了个“自我审计”,重新开始的机会。一个比较麻烦的问题是,有来自欧洲乃

至世界各地的人在英国工作,虽然英国还没有出现普遍的“仇外”风潮,但在这个素以对国外劳工和投资敞开大门而自豪的国家,人们的内心正在变化。去年四季度英国的本国工人人数为 2700 万人,较一季前减少了约 23 万人,而外籍劳工却增加约 17 万人,总数超过 240 万。这使得英国人对移民产生了一种防备心理。唐宁街实施的银行救助计划要求增加国内贷款,公众本来就对出售英国邮政机构大笔股份的计划不满,而舆论称有两家分别来自荷兰和丹麦的外国公司可能会成为买家,顿时让英国人怒火中烧。布朗首相表示,英国将竭尽所能对抗失业率攀升,并摆脱衰退。他说:“我进入政坛,且支持国会,因为我希望协助对抗失业和贫穷。这也是我们公布全面性措施来协助失业者的原因……我们现在采取的行动,目的是要让我们尽可能迅速渡过难关。”就目前的形势而论,英国青年联合会金融投资分会和英中金融投资商会预期,可能要在 2011 年,英国才能摆脱经济衰退。在西方发达国家中,英国可能最后一个摆脱危机泥潭。从国际货币基金组织的统计资料来看,西方经济学家们对英国的快速复苏并不看好。(作者系英国青年联合会主席)

金融创新与市场监管 究竟如何匹配?

——国际金融危机及其应对系列之三

主笔:吴晓求 执笔:董安生 杨巍 黄炜 陈洁 张保红

把本次波及全球的美国家金融危机爆发的根本原因,归结为金融产品创新过度的认识,是过于肤浅和武断的。产品创新作为金融创新的核心对资本市场具有扩大市场规模,丰富市场供给,转移和规避系统性风险,价格发现、促进合理的市场波动与降低交易成本,促进交投活跃,增加市场流动性等诸多方面重要作用。不可否认,金融产品创新客观上使金融市场结构日趋复杂,促使风险内生化和杠杆化,但是必须看到,这种结构化的金融创新也在推动着日益庞大的实体经济不断向前发展。就趋势而言,金融创新带给实体经济的效率远远超过其风险。而本次美国金融危机的根本原因,则在缺乏同步监管匹配的场外市场中过度投机类“衍生品”脱离了实体经济风险管理的基本需求,沦为类似披着金融创新外衣的赌博工具,使市场潜在风险边界愈加模糊、信用链条愈加绵长脆弱,成了市场风险的来源和放大器。

衍生性与结构性构成了当代金融产品创新的基本特征。“衍生性”指金融衍生品是基于金融基础产品(如货币、汇率、利率、股票指数等)而衍生出的新型金融工具,“结构性”特征简言之,是以“现货+期权”为本质,将固定收益产品与金融衍生品(如远期、期权、掉期等)合而为一,增强产品收益的稳定性或将投资者对未来市场走势的预期产品化。经过数十年的发展,结构性产品形式日趋多样,结构模型日趋灵活,甚至经常出现结构性产品多次叠套而形成极端复杂的交易产品,这虽然一定程度上有利于丰富金融市场产品类型,提供投资供给需求和深化金融衍生品市场的风险配置功能,但客观上,结构性产品大多在场外交易,其交易规模难以统计,对金融监管机制的构建与创新提出了极为严峻的考验。

本次金融危机暴露出,世界范围内在金融创新产品监管方面存在以下问题:第一,不仅美国,世界各国在金融衍生品场外交易市场普遍缺乏有效监管。对银行间市场,美国采取市场机构监管、政府备案的模式,由投资银行主导。如此宽松的监管规定导致其监管的缺位,交易所、银行机构实际上履行了政府的监管职能,这使得对行为是否违背法律和社会公共秩序缺乏有效的审核机制。在中国,证监会对银行机构从事衍生品交易不实行产品准入管理,只实行资格管理,凡是取得衍生品交易资格的银行金融机构,理论上可以从事任何衍生品交易,除非有其他法律规定的场外商品衍生品,不在央行和外汇管理局的管辖范围内。而中国证监会只监管场内商品期货,银行业金融机构从事场外商品衍生品交易处于监管的空白地带。

第二,金融交易工具过于结构化、复杂化,对于具有对赌内容的衍生品以及对实体经济和社会经济秩序意义不大的结构性衍生品缺乏必要的限制。在衍生品市场,大量结构化产品由于远远超过现有监管体制可以容纳的框架,并且多在场外进行,再加上其非标准化、极不透明等特点,买卖双方可能存在极大的风险不对称;一般实体企业甚至机构投资者并不清楚如何估值及控制风险,而金融衍生品的高杠杆特性使衍生品的问题被放大成为可能,而结构化衍生品产品越复杂,国际机构的金融专业知识与定价能力优势就越大,产品设计方之间的竞争越少,设计者的潜在利润就会越高,买方的风险也会越大。

第三,信息披露机制不完善,信用评级制度缺乏独立性和透明度。场外衍生品不仅品种众多,市场的价格形成机制不健全,而且信用评级机构的价格发现机制缺少竞争性;不仅交易信息匮乏、交易信息对公众价值不大,而且或有负面、SPV 等表外工具并表条件不清、准则不统一;不仅发行人信息披露不全,而且缺乏投资者审慎评阅机制。

目前世界各国在金融衍生品市场的监管模式上存在诸多差异,情况较为复杂。而随着金融危机的爆发,认为“政府监管、行业协会自律与交易所自我管理”的美国模式代表资本市场升级方向的主流观点开始为人们所质疑。英国也是政府监管、行业协会和交易所的三级监管体系,但更强调行业自律的作用,政府基本不直接干预市场,英国金融服务局(FSA)是金融市场的唯一监管当局,集银行和证券期货业的监管责任于一身,对金融市场实施单一监管。从政府监管来看,日本按不同的衍生品产品分别由不同的政府机构监管。我国对于衍生品市场的监管更类似于英、德,实行以政府监管为主,投资银行审慎框框下的集中性监管模式,监管缺乏统一标准,投资银行在政策框架内保守发展。我国采用的是立足于分业经营的分业监管模式,金融衍生品本质上具有的复合性使其所依赖的基础资产或权利涉及多个金融领域,金融衍生品交易在目前分业经营的不同范围内也形成交叉,“分业经营,分业监管”的模式必然形成金融衍生品市场的多头监管。

我们认为,无论世界各国在金融监管的体制上有什么不同,未来应当对金融创新产品实行全面统一的监管,而在制度建设上都应当符合下列基本原则:

其一,金融衍生品必须预留必要的风险防范空间,金融产品的杠杆率应当在效率与风险之间寻求平衡。我国未来金融产品的推出及交易规则的设计必须留有风险防范空间。但需要注意的是,在一些风险控制比较得当的市场和交易品种,在充分考虑安全的情况下,也可以把杠杆率适当提高以提高效率,尤其应当鼓励发展对整体经济形势和金融秩序具有重大作用的金融产品。我国目前金融期货规则规定保证金为 10%,这是不合理的,极大降低了期货交易效率。事实上,交易所中的期货交易安全是有保障的,美国的金融危机问题也不是出在交易所市场,我国对其规定那么高的保证金是没有足够理由依据的。

其二,金融衍生品必须相应披露信息,揭示金融衍生品的价格和风险,并且将信息披露与反欺诈条款相联结,亦即申请人信息披露义务原则。我国目前虽然采取政府批准的模式,但鉴于银行间市场产品基本无信息披露,所以确立这一原则是非常必要的。同时,相应的审计与评级机构一旦作出产品符合上市相关条件与要求的认定或证明,则必须向申请人出具具有法律效力的相关许可或证明材料,同时明确因审计和评级机构疏漏所导致的相应法律责任。

其三,金融创新产品的审核应符合法律与社会公共利益原则。监管机构必须考虑到立法宗旨和社会公共利益,监管者有权要求申请人的创新产品不应违反法律强制性规定或社会公共利益。因此,我国应当坚定不移地推出影响全国经济走势与全国金融秩序的重要期货产品、期权产品、掉期或互换产品等,包括股指期货、利率期货、汇率期货、违约掉期、国债期货等早已为世界各国市场实践证明了的有效性,这对大幅提高我国的经济效率,对维护金融秩序有巨大作用。(作者单位:中国人民大学金融与证券研究所)