

# Special Report

## 能否打开世界经济复苏大门 专家评说 G20 峰会亮点

大大超乎预期! 这可以说是各国媒体对前不久结束的伦敦金融峰会的最典型评价。

通过强化 IMF 等多边金融机构的作用,本次峰会为世界经济带来了至少 1.1 万亿美元“新鲜血液”,这让全球金融市场为之雀跃。

细读题为《复苏与改革全球计划》的伦敦金融峰会公报,除了“史无前例”的巨额资金承诺外,还有不少“第一次”让人眼前一亮:比如第一次提到 IMF 等为美欧所把持的国际金融机构的领导人任命要“任人唯贤”;第一次将对冲基金纳入常规金融监管;多年来第一次宣布 IMF 增发特别提款权;第一次将 G20 所有成员都纳入金融稳定论坛并首次创建金融稳定委员会等。

伦敦金融峰会能否成为助世界经济走出这场世纪危机的最后一剂猛药? 这是一次一击制胜的“本垒打”,还是仅仅“看上去很美”? 这次峰会所产生的诸多“第一次”,对于应对目前的危机以及预防悲剧在未来重演又具有什么现实和深远的意义?

带着这些问题,本报记者日前对耶鲁大学管理学院金融学终身教授陈志武、高盛全球经济研究主管吉姆·奥尼尔、摩根士丹利亚洲区主席斯蒂芬·罗奇、伦敦金融城卡斯商学院金融学助理教授赵怀南四位国际知名经济学家进行了独家采访。

◎本报记者 朱周良

### 意料之外,预期之中

上海证券报:您觉得这次峰会的最大亮点在哪里? 下一步 G20 还应该采取什么措施来预防危机再次发生?

陈志武:本次峰会的目的是协调各国应对金融危机的方略。最后的决议集中在几方面,一是 IMF 的注资和由 IMF 帮助受金融危机重创的东欧、拉美、非洲等发展中国家,这是本次峰会最具体的结果;二是同意建立某种跨国金融监管机构,但具体如何做没有涉及;三是就消除“避税天堂”的问题达成一致意见,这一块执行起来也很难;四是要对对冲基金等行业加强监管。

今天的现实是,金融全球化的程度已超出目前的国际制度所能支持的范围,因为今天在主权国家的架构下缺乏具有强制力的世界政府,跨国规则难以建立执行。只要这种局面不改变,今后的问题照样会很多。当然,即使有世界政府,金融危机还是会发生,这是由人的本性决定的。可以做的只是减少危机出现的频率,但不能从根本上根除。

吉姆·奥尼尔:这次峰会最值得一提的是 IMF 的增资,这样的举措应该受到高度欢迎,并且会对发展中经济体带来巨大的帮助。即便只有这一个成果,这次峰会也可以算是一次非常成功的会议。

让我感兴趣的是,国际金融稳定论坛被重新命名为金融稳定委员会,并且很显然后被赋予了新的国际监管者的重要角色。不过这一新组织到底能有多大实际权限,现在还存在很大不确定因素。

赵怀南:G20 出台的各项举措其实都在预料之中,没有什么特别令人兴奋的条款。一条未出现的条款(即各国继续扩大财政赤字以刺激经济)却值得欢迎,因为这说明 G20 领导人已经意识到不可无限度地使用财政刺激,从而使我们避免了由于过度的财政刺激所引发的各种隐患。

防止危机再度发生是谈何容易,这正是为什么大的危机都是几十年一遇。这次危机说明了过去几十年的金融体系已经不再适合当今社会的经济发展模式,其间各种隐患、危机不断积累,从而导致了此次全球性危机的最终爆发。这次危机后金融系统将会被重塑,与老系统“高杠杆、轻监管”所不同的是,这个新系统必将强调“低杠杆、严监管”,这将大大降低金融企业的盈利能力,并减弱金融对经济发展的信用支持力度。在当今资本主义金融体系主导世界的情况下,我对杜绝危机的再度发生表示悲观。

斯蒂芬·罗奇:这次峰会更多是原则性的东西,实质性内容不多。我并不想刻意打压这次会议可能给投资者信心带来的提振,当前深陷危机的世界的确从全球最大的 20 个国家领导人的共同宣誓中获得了很大安慰。但是,这次会议提出的很多行动计划只是兑现了之前宣布的动议,而不是新的举措。

特别需要提到的是,我对这次峰会公报中没有重点提到宏观经济层面的全球失衡感到非常失望。资产泡沫破灭和严重全球失衡纠正这两者之间的相互作用,构成了本轮危机和全球衰退的核心问题。如果没有强调这一核心问题——令人担忧和可能诱发不稳定因素的全球储蓄失衡状况,G20 领导人更可能本着政治动机采取一些急应的权益之计,而不是着眼长远采取措施大力促进全球再平衡。这在多年以来再次爆发又一次严重危机埋下了祸根。

### 股市短期或出现震荡

上海证券报:包括美国总统奥巴马在内的很多人都认为,这次峰会可能成为世界经济的转折点,您觉得这次会议会成为复苏的起点么? 或者说大大增加了复苏的概率? 全球股市在此之前已连续上涨,这次会议能否进一步帮助确立新一轮的牛市?

吉姆·奥尼尔:就全球经济复苏而言,G20 伦敦峰会不会起到太多推动作用,当然也不会带来坏处。巧合的是,最近的经济数据正好传递出了一些积极信号,特别是中国的 PMI 数据和美国的 ISM 订单及库存数据。G20 的首脑们应该感到庆幸,他们的第二次峰会正好被安排在(上述利好数据出炉的)同一周!在我看来,世界经济今年第一季度应该已经见底,到第三季度全球有望恢复正增长。

陈志武:全球经济见底还要数月,甚至到明年年初。中国经济在经历去年 12 月至今年 2 月短暂的稳定后,现在看来可能在近期又出现下行,这说明 4 万亿元投资以及十大行业振兴计划的效果仍有待观察。实际上,有些计划可能压缩了民营和中小企业的发展空间,因为 4 万亿项目和十大行业振兴计划都偏重国有企业,这可能挤压民营企业的空间,中小企业的融资难问题也仍然存在。

美国经济的有些指标开始趋稳,但多数宏观指标继续恶化,失业率还继续上升。这种局面还要几个月才能见底。

全球股市在经历过去一个月的修整恢复后,接下来,在 4 月份和 5 月份会面对第一季度财务报告的挑战,估计许多行业的盈利状况会很不好。如果那样,本月和下旬会有些震荡。

赵怀南:我不认为世界经济在此次 G20 峰会后就开始走向复苏。峰会的作用是非常有限的,它只是达成了某些国与国之间行动的共识,这些共识是未来全球经济增长发展的基础。

G20 峰会并没有改变西方国家现存的经济问题:比如房价还在下跌,失业率还在攀升,企业、个人破产还在加速,民间信用还远未恢复流通,等等。在过去的十年间,政府、企业、个人的杠杆率都放到了史无前例的高度,人们都已经习惯了“杠杆经营”。现在,大家必须经历一个漫长的“去杠杆”的过程,并要学会“去杠杆经营”。

我对西方的股市并不表示乐观,其在 G20 峰会前后的短暂上涨,更多是因为人气好转,而不是因为基本面好转。投资者更多的是在互相猜测对方的投资心理,加之对此前大幅做空头寸的平仓,导致了股指的短暂上涨。另外,“去杠杆”也就意味着低盈利,在“去杠杆化”完成之前,我并不认为牛市会开始。

斯蒂芬·罗奇:通过将 IMF 的借贷能力扩大至 7500 亿美元和支持增发 2500 亿美元的 SDR,G20 采取了重要措施来为 IMF 提供更多资源用于应对全球危机。这是防止世界经济进一步恶化的必要措施,但是还不够。当然,这次峰会对于为那些缺乏资金用于经济刺激的最不发达国家提供更多资源起到了很大帮助。不过,即便这些努力给各国应对总需求不足提供了更多弹药,但大可能阻止大规模的去杠杆化进程。简单点说,本次峰会对于 IMF 增资的协议不能确保世界经济从深度衰退中快速和有力地复苏。



陈志武



赵怀南



斯蒂芬·罗奇



吉姆·奥尼尔

### 打破美欧“把持”IMF 格局

上海证券报:您有没有注意到这次峰会在 IMF 改革份额和投票权方面取得的突破?

赵怀南:除了 IMF 的资金增加了若干倍以外,我们并没有看到关于投票权和配额的任何实质性突破,这些问题比简单的增资更加敏感,也许这将是下次纽约峰会讨论的议题。

陈志武:那是下一步的事情,在这次会议上没有太多涉及。IMF 本身的表决权、话语权是要在 IMF 的章程下才能改变,那是具体的问题,不是高峰会议要解决的问题。

上海证券报:现在的不成文规定是,IMF 和世行一把手一直分别由欧洲人和美国人把持,高层也基本来自欧美。本次会议公报中特别提到了 IMF 等国际机构领导层的委任要公开、透明且基于价值,您认为这是不是意味着在未来亚洲人(当然包括中国人)也有可能被选为 IMF 总裁? 或者说至少这种概率大大增加了?

赵怀南:我也注意到了这方面的情况。将来,IMF 和世行将不再只是由美国和欧洲人垄断的游戏。本次峰会的公报已经发出强烈暗示,将来这两大机构的领导人将会依照个人能力来公开选拔,随着亚洲和其他新兴经济体的投票权和份额在未来逐步提高,很有可能在将来的某一天 IMF 或世行的一把手会来自亚洲或其他新兴经济体。

但现实的障碍在于,怎么来定义这个“任人唯贤”。不可否认,相比美欧,来自其他国家的候选人在国际知名度上会有劣势。所以在实际操作中,可能很难令人信服地宣称某个来自非美欧的 IMF 首脑候选人会比美欧的竞争对手更加适合出任类似重要职位。因此,虽说在理论上非美欧国家的候选人出任 IMF 首脑等重要职位没有障碍,但实际操作中可能有难度。

斯蒂芬·罗奇:事实上,世界对于 G20 峰会作为全球经济管理和协调机制的接纳,本身就是对新兴经济体崛起的承认。这意味着,一直以来由美欧主导国际金融市场格局的日子已经时日无多。和这种大趋势相一致的一个发展就是,布雷顿森林体系下的两大国际机构——IMF 和世行的领导架构也会逐步发生变化。欧洲人管 IMF、美国人管世行这样的所谓传统,迟早也会被一种更具广泛代表性的公开甄选机制所取代,现在的问题不是会不会发生这种改变,而是改变最快何时到来。对于全球化大步推进的当今世界而言,这是一个受欢迎的新变化,也早就该有这样的变化了。

陈志武:这一声明很好,但是,IMF 的表决权主要掌握在美国、西欧国家、日本手中,所以,只要投票权结构不变,即使说以资历与能力为选择标准并按程序投票选举,最后还会以美国和西欧国家的偏好选择未来的 IMF 掌门人。

IMF 和世界银行的投票规则跟联合国不同,联合国是不管国家大小、不管经济规模,每个主权国家有同等的一票,所以,联合国的决议往往被发展中国家主导,而 IMF 与世界银行则根据出资额决定投票权重,因此主要由发达国家主导。

吉姆·奥尼尔:这是这次峰会最大的好消息之一。今后国际机构领导人的任命将是任人唯贤,我认为这是一个很了不起的成就。有了这次的突破,今后 IMF 的一把手由中国人出任并非没有可能!

### 中国领袖角色已然显露

上海证券报:就金融体系改革而言,本次峰会似乎刻意强化了 IMF 的权力和角色,这意味着什么呢?

陈志武:IMF 是这次全球金融危机的最大赢家,它的权力和影响力会增加很多,对国际金融市场、对主权国家的金融政策和金融状况今后可能有更多发言权。特别是,如果中国、法国、德国等国家主张的国际金融监管体系与货币体系改革建议能够有进展的话,IMF 的权力会扩张不少。

斯蒂芬·罗奇:在自身资金实力得到大大增强的背景下,IMF 理应在创建一个更有活力的全球金融框架方面发挥领袖作用。我认为特别重要的一点是,IMF 要加强多边预警和磋商机制,后者在 2006 年就曾提出,旨在让中国、欧元区、日本、沙特以及美国坐到一起来处理全球失衡的问题。不幸的是,在世界最需要这一机制发挥作用的时候,也就是 2007 年本轮危机全面爆发前,各国却放弃了继续推进相关努力的动力。

这次会议上,通过将金融稳定论坛升级为金融稳定委员会,G20 在口头上表达了要改善 IMF 多边协调职能的美好愿望,但如果如果没有具体的执行机制,我很难对 IMF 在领导解决全球失衡问题方面感到乐观。但无论如何,高调成立的新的金融稳定委员会应该在约束世界主要经济体的不当经济政策方面起到一些作用。就实际效果而言,可以说是通过一种“令人困惑的机制”迫使那些存在失衡的经济体调整宏观政策。

上海证券报:峰会公报中首次提到增发 SDR 的内容,这是否能促成 SDR 作用的提升,乃至像中国人民银行行长周小川等建议的那样成为新的国际储备货币?

斯蒂芬·罗奇:我对中国在 G20 峰会期间表现出来的领袖气质感到赞赏,不仅仅是为 IMF 提供新资金,还为中国在峰会前发起有关国际金融危机改革的大讨论,比如周小川行长此前发表的几篇论文。中国提出的这些观点是经过了深思熟虑的,需要被国际社会广泛听取。世界只会从中国这种新的全球角色中受益。但与此同时,这样的领袖角色也会带来更多义务,中国需要通过进一步拉动民间消费来改善自身的失衡问题。如果中国不能在这方面取得更大成效,那么其新的领袖角色可能被边缘化,进而给中国自身、亚洲乃至全球经济带来不利后果。

我依然对中国抱有信心,我相信中国能够抓住危机所带来的历史机遇。

赵怀南:IMF 作为国际机构,获得更多的独立决策权力对中国来说是个好消息。只有 IMF 拥有更多的权力,IMF 才可能有基础考虑周小川行长提出的国际储备货币的建议。新的国际储备货币也许是个大趋势,因为即使是美国国力衰退使其不得不让出美元的储备货币地位,美国也不愿意看到人民币或是欧元变成储备货币,折中的方式也许就是一种由 IMF 管理的新的全球储备货币。

陈志武:在会议前,由中国央行行长周小川等官员提出改变国际货币体系、改革国际金融机构的议题,让中国主导了这次峰会的议题。尽管在会议决议中没有直接谈到超主权货币的事,但其实际影响已经存在了。

这次就 SDR 做的调整只是技术上的细节,没有从根本上改变其性质和地位,跟周小川建议的不完全是一回事。但是,扩大 SDR 的储备货币地位并将其转变为贸易结算货币等,是更漫长的改革,许多因素都会影响其进程,包括美国经济、美国金融市场的稳定情况以及中国和其他金砖四国未来的走向。比如,如果美国金融市场很快复苏,继续成为金融世界的大本营,超主权货币取代美元的改革进程就会很难进行,那可能要等下次危机了。

吉姆·奥尼尔:中国的 SDR 建议并未在这次峰会上得到体现,但确实是一大“潜台词”。不过,除非人民币进一步增强可兑换性,否则类似提议的重要性将大打折扣。

### 加强跨国监管仍有难度

上海证券报:您对本次峰会在金融监管改革方面的其他成果如何评价,比如对金融企业的监管,以及对对冲基金和避税天堂等的监管?

赵怀南:G20 提出加强对“影子银行”系统的监管。虽然不是传统意义上的银行,但诸如货币市场基金、共同基金、对冲基金以及结构性投资工具 SIV 等影子银行机构已成为提供信贷的生力军。这一点已不容忽视。但“影子银行”在很大程度上仍位于监管的视线之外,还做着“监管套利”的买卖。要引入公平竞争,就必须一视同仁。因此判断金融机构的性质,应着重考虑其功能而非其构成形式。在许多方面,“影子银行”类似商业银行的金融活动已变得无处不在,在一定程度上甚至可以彼此替代。为了确保市场的公平性,我们应该平等对待传统银行和其功能类似的“影子银行”,如果在监管及会计标准上不视同仁,则可能妨碍了公平竞争,并有可能加大系统风险。

斯蒂芬·罗奇:就监管而言,这次峰会更多谈的是总体原则,在具体细节方面含糊其辞。更多的监管改革自主还是留给了各国自身,这其实是等于承认,G20 认为金融监管的最好方式还是依照各国的具体国情。但在我看来,这并非一个日益全球化经济下的最优选择。我认为,当前国际金融危机已高度相互渗透,金融市场和实体经济都存在失衡问题,而监管则必须从全球的高度考虑到这些问题。

同样,本次的峰会公报中没有提到创建一个全球性系统风险监管者的内容,这令我感到担忧,尤其是考虑到当前全球正在全力应对一场系统性风险爆发的特定背景。建立新的金融稳定委员会代替现有的金融稳定论坛,是朝着这个方向迈出的积极一步,但由于没有给这一新机构赋予实际的执行机制,其在处理实际问题时可能缺乏有效的工具。在一个危机后的世界,尤其需要在监管改革方面采取更多有力措施,在这方面,G20 只是迈出了很小的步子。

陈志武:这次会议在国际金融监管问题上有一些进展,但是,具体执行起来会很难,包括对冲基金行业与金融机构的跨国监管。

之所以很难,会有许多障碍,因为跨国监管涉及到主权问题,比如,当国际金融机构发现美国金融公司违章,是否有权到美国境内“执法”,或者命令美国监管机构对其执法呢?如果各国在主权的理解上存在差别,并且也不愿意将一些主权让出去,最后,跨国监管听起来好像合理,但实际上会到处碰壁。

在英美和欧洲大陆之间,存在一种理念上的分歧。英美主张的全球化是各个主权国家相互平等做交易、以自由国际市场的力量规范国际经济和金融事务,而以法国为主的欧洲大陆国家主张的是“世界化”,即有一个具有强制力的世界政府,包括世界立法机构、国际法院、国际监管部门等,由这个世界政府来管理所有国与国间的经济和金融关系。

这种理念上的差别,决定了这次峰会前英美和欧洲大陆国家的不同立场、不同议程,英美不主张设立国际金融监管机构,而德法却威胁说,如果不同意设立跨国监管架构,那么就将从会议中退席!由此可见,危机之后的制度重建工作会有多么艰难!