

# 美元能否逃脱第三次全面危机风险

本轮美元贬值是否引发美元的全面危机?从目前来看,潜在美元危机的最大挑战在于美国贸易赤字与资本流入的可持续性;国际货币体系仍然是一个以美元霸权为主导的,多种汇率制度共存且不稳定的体系,这种格局注定了美元危机的必然性。由于受“特里芬难题”依然存在、国家间美元资产的挤兑风险和汇率制度选择的政治经济学问题等因素影响,当前美元仍然没有脱离进一步陷入第三次全面危机的风险。

◎陆军荣

二战后,美元经历了二次大规模的贬值危机:第一次危机爆发于1973年至1976年间,美元与黄金彻底脱钩,导致布雷顿森林体系崩溃;第二次危机爆发于1985年至1987年间,美国经济出现滞胀及当时日本和欧洲经济崛起,迫使美元相对于其他货币大幅度贬值。此后,美国从净债权国沦为净债务国。从1996年开始,美元一直处于强势货币地位,但从2002年开始,美元跌入了新一轮贬值周期,使我们再一次感到了“危机”的征兆。2002年至今,美元指数最大跌幅超过60%。近期次贷危机引发的美元下跌,加剧了美元贬值及

对国际货币体系的冲击。

此轮贬值是否会再次导致美元的全面危机,并对世界经济及国际货币体系产生重大影响?

潜在美元危机的最大挑战在于美国贸易赤字与资本流入的可持续性。

美国学者在2004年至2005年曾预测美国经常项目贸易逆差占美国GDP的比重会进一步上升,到2010年可能达到8%至12%。

现在面临的问题是,美国经常账户赤字的缩减调整是否会继续及对美国经济会产生怎样的影响?美国专家特鲁曼博士认为,谁也无法预估这一调整必须付出的代价,巨额经常账户赤字对美国及世界经济都是一个危险变量,其调

整必定会波及全球。

同时,自2001年以来,美国资本账户中外国官方资本流入逐渐超过私人资本流入,目前美国的外债已经超过了GDP的25%。美国经济学家费尔德斯坦认为,这种变化的市场基础是外国资本在美国的股权投资转化为了债权投资,这意味着美国作为债务人必须承担更大的风险。

但是,外部资本会持续流入美国吗?美国前财政部长萨默斯将这种集中性大量持有美国短期美元债权的情形称之为“金融恐怖的平衡”,任何意外冲击都可能会直接动摇国际货币体系,使得依赖于外国资本流入来维持国际收支平衡、刺激经济增长和弥补储蓄不足的美国经济难以继续正常运转。当然,也有官员和学者从不同角度(如全球储蓄过剩论、第二代布雷顿森林体系论和暗物质论等)去寻找美元不存在危机的理由。

在布雷顿森林体系崩溃后近30年里,美元一直维持着国际主要交易结算货币和外汇储备资产的独特地位。但在现行的国际货币体系框架内,以一国货币为世界主导货币的运行体系并不能从根本上保证在国家非均衡发展下国际间汇率的有效性,当汇率不断偏离真实经济所积累的风险可能会集中爆发

并成为危机之源。

当前,国际货币体系仍然是一个以美元霸权为主导的,多种汇率制度共存且不稳定的体系,这种格局注定了美元危机的必然性。

第一,“特里芬难题”依然存在。1960年,特里芬提出了国际货币体系之难题,即在布雷顿森林体系框架下,美元价值要稳定,它就不能作为国际货币;美元要作为国际货币,它的价值就难以稳定”。这一难题今天仍然存在。对其它国家来说,美元作为国际性货币是依靠美国经济实力来支撑的,各国在使用美元特别是像储备黄金一样来储备美元时,总是希望美元的经济更为强大而稳定,以保证美元价值的稳定;而美元作为国际性货币使用越是频繁,他国储备美元数量越大,美国对外的负债或“赤字”也就越大,美国经济的稳定性会越差,美元就难以保证价值稳定。

第二,国家间美元资产的挤兑风险。现时第二代布雷顿森林体系的稳定性取决于外国中央银行的合作程度,共同持有而不单方面抛售美元资产。但事实上,一旦美元有加速贬值风险,外国央行也会要求调整资产配置。虽然它们有时会害怕美元过度贬值会带来储备损失而进行汇率干预,但这仍难以消除挤兑的风险。因为,目前大部分美元

资产已为外国私人机构而不是央行所持有,美元贬值一旦形成强烈预期,挤兑将不可避免。

第三,汇率制度选择的政治经济学问题。本轮美元贬值被认为是再次体现了美元霸权地位,即美国想通过美元贬值来增强出口产品的竞争力,抬升外国产品进入美国的成本,扭转贸易逆差攀升的局面;另一方面,由于美国的外债大都以美元计价,美元贬值实际意味着减债,全世界都在为使用美元而付出代价。

出于政治经济的考虑,美国也不愿意改变存在已久的以美元主导的国际货币体系,以维持其世界经济中的霸权地位。因此,美国希望通过渐进调整来缓和眼前矛盾,以期今后能继续利用霸权地位主导世界经济发展与财富流向。这样一个缺乏协调、各自为政的国际货币体系是非常不稳定的。

可以说,当前美元的处境非常微妙与危险,仍然没有脱离进一步陷入第三次全面危机的风险。或许通过缓慢调整有可能避免引起世界经济的巨大波动,但是如果不改改变当前的国际货币体系格局,类似的美元危机仍会周而复始产生。

(作者系上海社会科学院经济学博士)

## 名家观察

### 美国金融困局教训 房贷风险不可不防

◎易宪容

随着美国次按市场的崩溃,信贷市场危机的进一步恶化,最近有些美国银行相继倒闭,如美国印地麦克克银行因挤提被美国联邦存款保险公司接管。更值得关注的是,美国财政部出面拯救美国两大房贷机构——房利美和房地美。

其实,房利美与房地美一直被它们推动了美国房地产市场发展,帮助了成千上万的美国人获得住房,及实现“美国梦”的重要支撑之一。它们拥有或担保了一半以上的美国住房抵押贷款业务,其债券也曾被华尔街金融机构誉为准国债。所以,当它们的股价出现暴跌并濒临破产边缘时,美国财政部才不得不出手相救。

从表面上看,美国金融市场无限放大了住房按揭贷款风险,但实际上导致美国次贷危机产生的根源是住房按揭贷款。因为,将按揭贷款给次级信用的贷款人及金融机构谋求短期利益而放松对按揭贷款人市场准入审查,这些问题及风险导致了后来按揭贷款产品证券化及衍生工具化的高风险程度。

同样,近年来中国房地产市场的快速发展及银行体系的持续繁荣,都是与个人住房按揭贷款有关。同时,国内一些商业银行放松对个人住房按揭的市场准入所制造的短期繁荣情况,与美国相比有过之而无不及。之所以会出现这种情况,是与近几年来住房按揭贷款政策及银行信贷管理的特殊环境密切相关。与美国的次级按揭贷款相比,国内个人住房按揭贷款的宽松程度“有过之而无不及”,如个人通过银行按揭贷款可购买几十套住房等。

这种情况在发达国家中是很难发生的,但在中国不仅仅是出现了这种情况,而且还相当普遍。几年前,国内一些地区房价的快速飙升基本上都与利用住房按揭贷款的炒作有关。所以,当2007年对国内住房按揭贷款市场管理进行规范时,国内房地产市场就发生了巨大逆转。本来,房地产市场政策发生巨变后,国内房地产市场发生这种调整是很正常的事情,但是房地产市场一出现调整,就有房地产开发商认为,是从紧的货币政策触发了这一市场调整。但是,今年上半年从紧的货币政策并不是针对房地产市场的,实际上银行资金对房地产市场的流入也没有减少。只不过是规范了银行信贷管理后,国内个人住房按揭贷款相应出现了减少。在笔者看来,规范房地产市场的信贷管理之所以会引起国内房地产市场的销售下滑与价格下跌,说明投资炒作而非自住消费是早些时候国内房地产市场的一个重要特征。

以目前调整的房地产信贷管理政策(如2007年的359号文件)来讲,我国对国内个人住房按揭贷款政策仍然是世界上最为宽松的。即使如此,不少商业银行还是希望不断突破相关规定。

最近,当国内一些地方的房地产价格出现了一些理性回归迹象时,一些房地产开发企业及学者就站出来说话,认为中国房地产市场价格不可大跌。因为,房价下跌会影响国家经济安全、国内居民的财富缩水及银行倒闭等。如果房价出现了大跌,如果政府不出台救市措施,那么房地产开发商的暴利将无法持续,它们也不可能在短期内将国人的巨额财富转移到自己手上。所以,要求政府出台政策救市,由放松个人住房按揭信贷管理政策,并由此可能会再度形成新一轮房地产炒作风潮,可以帮助房地产开发商将暴利落袋为安或回避风险。

由美国难以回避因个人按揭贷款问题引发次贷危机来看,我们也应认识到国内房地产市场按揭贷款(包括个人按揭贷款)风险或许会大于美国。对此,我们要对最近国内房地产开发商想左右市场或政府政策保持高度警惕。

总之,从最近美国爆发的银行危机及房利美与房地美所面临的困境来看,我们也要加强对个人住房按揭贷款的信用管理,不仅要针对个人住房按揭贷款制定比较严格的监管标,而且还要建立起一套严格个人住房按揭贷款的信用管理体系。只有这样,我们才有可能降低中国房地产市场特别是银行体系所面临的风险。否则,中国也可能出现类似美国的银行危机。这就是美国银行危机对中国房地产市场的一大启示。

(作者系中国社会科学院金融研究所研究员)

## 今日看板

### “救市”之声喧嚷 凸显两大经济问题

◎亚夫

近日,各种真真假假的“救市”之声,在不同经济部门有蔓延之势。股市要救、楼市要救、中小企业融资难要救、企业出口难也要救。在这一片喧嚷的“救市”声下,凸显的是两大经济问题,即宏观上的体制与机制问题,微观上的市场主体意识问题。

说到股市,投资人肯定有切肤之痛。大约在三、四个月前,一场关于“救市”的争论,让多少投资人在沪深指3500点周围,被“忽悠”入市,补仓抄底,结果套牢者一大批。而那场争吵,除了让少数别有用心心的“忽悠”者暴得大名、赚取出场费等外块之外,并没有改变沪深股市的疲弱轨迹。

现在,又有人讲“救市”了。然而,在没有对股市的供求关系和社会公众投资人的权益,采取实质性保障措施的情况下,任何“救市”的办法,都有可能被投机客拿来炒短线炒作的题材,而最终受害的只能是广大社会公众投资人的利益。更何况“救市”救谁?根本就是一不了解市场的伪命题。

谈到楼市,现在的呼救之声似乎比股市还要厉害。股市吃了“救市”的亏,声音小多了。而楼市不然,甚至有人喊出银行与楼市谁先倒的口号。仔细分析,这两年楼价脱离经济基本面一路狂飙,房地产商纷纷荣登富豪榜,钱太好了赚。现在楼价在高位运行。谁要“救市”?看看呼救的是谁,就明白了。

楼市之所以搞成现在这个样子,和不当炒作有关。房地产商用两个利器进行炒作,一个是把长期趋势短期化,用一年甚至几个月的时间,把二十年的价格趋势炒完;还有一个炒豪华房拉抬整体楼市,营造虚假的价格信号。然而,价格总是要向价值回归的。现在,救什么?救富豪房,还是老百姓?要搞清楚。

至于说到中小企业融资难、出口难,需要有关方面伸出援手,确实是个大问题。企业找不到钱,产品卖不出去,不仅生产困难,而且还影响员工收入和就业,是件大事。这两年,由于本币升值,加上各种政策调整,企业经营环境明显吃紧。而现有的金融制度环境,显然是重大轻小。不少中小企业不仅融资成本高,而且根本就融不到钱,现在发出“呼救”,是很自然的反应。

由此观察,对于纷纷嚷嚷的“救市”之声,要做具体分析。从宏观上看,由于金融市场的完整、不健全,体制机制存在诸多缺失,加上其他经济政策的出台,缺乏协调性,导致相当一部分中小企业面临转型和经营困难,这是需要采取有力措施,加以“援救”的。而对于股市和楼市来说,现在,根本的是要从制度上保障最大数人的财产与投资安全,不要再被“救市”杂音忽悠。

从微观上看,改革开放30年,“救市”之声仍不绝于耳,而且经常出于那些反“政策市”的人之口,真有点悲哀。这说明我们市场主体的市场意识还很薄弱,乌兔经济的特征还很明显。从笼养到圈养到散养,市场经济的路还很长。在这个过程中,管理层和市场主体的关系,到底怎样摆,还需要好好思考。这也许正是下一步改革需要解决的大课题。

## 特别报告

### 次贷危机暴露出证券行业多重缺失

◎王晓国

#### 次贷危机中暴露的证券行业缺失

证券行业是资本市场最重要的中介机构,处在次贷危机风险传导的主要过程和关键环节,充当发行人、机构投资者、交易中介、信用评级、投资顾问、市场监管等多重角色,参与风险识别、风险度量、风险定价、风险交易和风险处置的全过程,证券行业的管理理念、制度安排、业务流程、管理技术和市场监管缺陷,汇集、扩散和放大了爆发的次贷危机风险。根据金融稳定论坛(FSF)的中期报告和国际证监会组织(IOSCO)的《次贷危机报告》,次贷危机所暴露的证券行业缺失,具体表现如下:

(一)结构产品缺乏透明度和流动性。国际证监会组织(IOSCO)已经发布了场内交易证券品种的信息披露标准,各个国家和地区执行的差异不大,证券产品的发行人、创投人、担保人、托管人、资产池、交易规则、交易信息、法律文书、售后服务、投资者教育等都有公开和标准的规范。但是,不少次贷衍生产品MBS和CDO不仅品种不多,而且交投不活跃;不仅在场外交易,而且大多是机构投资者一对一交易;不仅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;不仅交易信息不多,而且交易信息对公众价值不大;不仅或有负债、SPV等表外工具并表条件不清,而且并表准则不统一;不仅发行人信息披露不全,而且缺乏投资者审慎评测机制;也就是说,场外交易的结构产品缺乏透明度,缺少流动性,价格形成机制和发现机制不畅,形成了结构产品的潜在风险。

(二)风险管理和审慎监管不够。国际证监会组织(IOSCO)技术委员会主席工作小组调查了11家大型跨国投资银行的风险性和信用风险业务情况,形成了《关于次贷危机风险管理的调查报告》。他们发现,在网状的次贷产品市场中,证券行业只是业务中介,通过中介投资方和融资方获取管理佣金,不仅没有重视风险管理的积极性,而且不少次贷产品在场外交易,没有高频的市场交易和公允的市值,难以适时管理市场风险;不少机构只好“外包”内部的风险管理,依赖信用等级度量次贷产品风险,结果在次贷危机期间,不少证券公司符合法定的净资产要求,但却无法满足公司的流动性需要;缺乏临时融资能力的证券公司,还由于流动性而破产兼并,传染了次贷危机的风险,扩散了次贷危机。

(三)资产估值和会计核算不当。国际证监会组织技术委员会主席工作小组调查发现,根据美国公认的一般会计准则U.S. Generally Accepted Accounting Principles, U.S. GAAP)和国际金融报告标准(International Financial Reporting Stan-

纵观次贷危机的发生和发展过程,就是风险形成、风险爆发和风险扩散的过程。次贷危机中证券行业暴露的缺失,就是次贷危机爆发后汇集、扩散和放大了次贷危机风险。国外应对次贷危机的措施,就是提振市场信心,防范和化解市场风险的措施。

ards, IFRS)关于结构产品账面价值

处理规定,公允价值核算要求只能按当前市值计价,不能按购入成本计价结构产品投资。这就要求,估值缺少流动性的次贷产品,在市场剧烈震荡的条件下,必须适时考虑市场条件,合理估算现金流,采用恰当折现方法,配备足量合格的估值人员,及时更新数据库,规范估值业务流程,坚持独立核算原则。目前,证券行业还难以全面满足这些条件,尤其缺乏合格的人力资源,成熟的估值模型和规范的业务流程。这些不仅不是一朝一夕之功,而且激化了次贷危机,市值与购入成本价差构成了证券公司亏损,过快的业绩损失加剧了投资者的风险厌恶,造成恐慌性杀跌,形成了次贷危机的一轮又一轮恶性循环。

(四)信用评级的独立性不够。国际证监会组织(IOSCO)技术委员会信用评级工作小组的报告《信用评级机构在结构产品市场中的定位》发现,信用评级透明度欠缺,存在利益冲突,缺少竞争,缺少独立性。对次贷产品评级是一项专业性很强的工作,需要充分掌握历史和相关信息,在现在与未来现金流基本稳定、相似资产现金流基本相同的假设条件下,合理运用估算和折现方法,采用清晰明确的信用等级符号,揭示次贷产品的违约损失风险,并对评级结果进行持续监控。《国际证监会组织信用评级机构行为准则》(IOSCO CRA Code of Conduct)》要求信用评级机构充分披露评级方法。但调查发现,不同地区 and 不同时期次贷产品信用评级的信息披露不尽不详,缺乏应有的市场透明度。同时,由于次贷产品信用评级费用由发行人支付,潜在利益就与市场公正冲突,有些评级机构为了市场份额低估风险、高估信用等级,参与同一结构产品设计及信用评级;加上信用评级市场信誉积累时间长,进入门槛高,缺少竞争,缺少公正,结果是误导投资者,增加了结构产品的不确定性。

#### 国外应对次贷危机的主要做法

从次贷危机的表现形式看,主要是部分金融机构和市场流动性丧失;从次贷危机的形成机理看,住房抵押贷款的流动性丧失,迫使结构产品的投资机构变卖资产补充流动性,导致资产价格大幅下跌,造成部分金融机构资产不抵债而破产,进一步恶化了市场预期,增加了市场的风险厌恶。2008年2月5日,金融稳

定论坛(FSF)次贷危机工作小组报告G7的财长和央行行长,提出应对次贷危机、恢复金融市场活力的政策措施,指出最紧要的任务是重建市场信心。其中,政府的首要任务是调整市场激励结构和处理市场后续风险,关键是不耍架空和妨碍市场

调节机制;中央银行的任务是增加流动性和将表外风险纳入表内监管;监管部门的任务是保证风险管理制与金融创新和环境变化同步,审慎监管风险和有效化解风险。金融稳定论坛(FSF)建议了一揽子措施:

(一)完善监管制度框架,包括实施巴塞尔协议II和它的三个强化标准,夯实资本;强化流动性管理和监管标准,落实流动性支持;将风险管理纳入公司决策过程,完善风险管理流程;减少表外业务的监管套利,提高风险管理的积极性。

(二)夯实结构业务模式,包括明确机构创设产品抵押资产的标准,揭示结构产品的风险特性,规范投资者审慎评估须知,落实公允价值核算措施,鼓励私人部门挖掘抵押资产信息。

(三)转化信用评级角色,包括向投资者明示信用评级不是风险等级,要求评级机构充分披露评级方法,规定发行人采取切实可行的步骤保证向评级机构提供准确信息,督促评级机构切实防范潜在利益冲突,督促评级机构不得误导投资者独立决策,审慎调整评级结果。

(四)增加市场透明度,提高金融机构披露信息的可用性,辨别资产估值假设、估值方法和定价因子,进一步提高流动性欠缺产品的数据挖掘和评价方法,鼓励提升市场导向的信息披露标准,巴塞尔委员会要鼓励和强化实施巴塞尔协议II标准3。

(五)提升危机反应速度,政府、央行和金融监管部门采取更加有效的针对行动,加强国际、国内的信息共享,适时更新金融创新的风险监管技术,加强与金融机构高管的风险管理合作。

(六)增强危机处理能力,确保央行在危机期间能够向市场提供流动性,能够及时总结经验教训,能够在央行之间开展流动性支持合作,监管部门要加强境内外问题机构的处置。

#### 对我国证券行业改革发展的几点建议

纵观次贷危机的发生和发展过程,就是风险形成、风险爆发和风险扩散的过程;次贷危机中证券行业暴

露的缺失,就是次贷危机爆发后,汇集、扩散和放大了次贷危机风险;国外应对次贷危机的措施,就是管理市场信心,防范和化解市场风险的措施。这就要求我们做好以下几点:

(一)“不用风险换市场”,把握好金融创新的力度和节奏,加快建立证券行业的自我创新体系。美国9.11事件后,害怕没有市场,美联储连续降息,壮大了次贷风险的资金基础;住房贷款免交所得税,夯实了次贷风险的低成本基础;住房政策向低收入家庭和少数种族倾斜,加固了次贷风险的低门槛基础;次贷可以打包出售,搭建了次贷风险的制度基础,有了生成次贷危机潜在风险的资金、成本、市场准入和运行机制。次级贷款形成后,通过次级贷款证券化,可以增加贷款主体的流动性,但同时分散了次贷风险;借助次级贷款的期货产品,可以对冲贷款主体的即期风险,也同时延迟了次贷风险。一旦次贷风险爆发,就将通过次级贷款证券及其衍生的集合产品,扩散、蔓延和延时次贷危机。这就说明,不能用风险换市场,必须把握好金融创新的力度和节奏,在风险可控的前提下,推动形成以市场为导向、以需求为动力的产品和业务自主创新。

(二)“不因风险怕市场”,协调好行业自律对行政监管的补充关系,进一步发挥证券行业的自我规范功能。次贷危机爆发后,证券行业害怕风险,甩卖资产,恐慌性杀跌,存在反应过度;次贷产品的杠杆机制和全状结构,通过乘数效应和蝴蝶效应自我强化,加剧危机程度。这种现象容易增加政府的风险厌恶,害怕市场,管制市场。金融稳定论坛(FSF)次贷危机工作小组向G7的财长和央行行长中期报告指出,应对次贷危机,政府关键是不要架空和妨碍市场调节机制,只是监管和约束市场失灵,调整市场激励结构和处理市场后续风险,重建市场信心,恢复金融市场活力。

这就要求,不因风险怕市场”,始终坚持市场化取向的改革,进一步发挥行业自我规范的职能,促进市场化改革和夯实市场发展基础。

(三)“不因风险怪市场”,转换信用评级机构业务定位,进一步完善证券行业的风险发现功能。次贷危机爆发后,发达市场的主要信用评级机构的较高信用等级产品也蒙受了巨大损失,信用评级机构暴露了独立性不够,市场的责难不断。这就要求,不因风险怪市场”,进一步完善信用评级机构和投资咨询机构的风险发现和风险定价能力;在继续改善行政监管的同时,努力让市场的自我约束和行业自律组织,切实充当市场机制的重要形式,在风险防范上发挥前置性、基础性作用,建立健全证券行业防风险的长效机制。

(作者系中国证券业协会发展战略工作委员会委员)

(本研究报告有删节,全文详见中国证券网www.cnstock.com)