

Focus

全球金融体系面临重构 中国该如何应对



巴曙松

“两房”(房地美和房地美)的尘埃尚未落定,雷曼兄弟申请破产又产生了新的冲击波;美林刚刚躲到美国银行麾下,美国国际集团又被美国政府接管……更加糟糕的是,人们不知道华尔街还有多少这样的金融巨头已百病缠身。如果美国金融市场这头“大象”就此倒下,后果无疑是灾难性的。

在经济全球化日益发展的今天,中国经济不大可能独善其身,有必要采取应对措施以保证经济继续稳定发展。那么,次贷危机对全球和中国的经济金融体系会有多大影响?中国应该采取哪些措施进行应对?带着人们关心的问题,记者采访了国务院发展研究中心金融研究所副所长巴曙松。

◎本报记者 卢晓平



9月14日晚,在美国纽约的雷曼兄弟公司总部,一名员工抱着个人物品走出公司大楼 新华社图



李稻葵

李稻葵：市场经济为何让位于“救火队”

自雷曼申请破产、美林被兼并之后,短短两周内美国财政部、美联储、乃至美国国会正以前所未有的力度对金融市场实施救援:联手其他央行注资、禁止卖空、提供贷款资金、将投资银行转为银行控股公司……事实上,自去年次贷危机爆发以来,美国财政部、美联储牵头的西方国家的救市举措一直在不停地打破纪录,而保尔森和伯南克也被西方媒体称为应对危机的“梦之队”。

对于奉行“新自由主义”到实行政府干预,清华大学中国与世界经济研究中心主任李稻葵在接受上海证券报采访时说,西方经济学家早就得出结论,危机来临时,市场经济要让位于“救火队”。

◎本报记者 石贝贝

1 美国和全球经济进入显著调整周期

上海证券报:次贷危机将对全球经济增长产生多大影响?

巴曙松:目前,美国金融市场正在经历次贷危机带来的大幅下调,整个经济调整正在从对金融市场的冲击转向对实体经济的影响。

这主要表现在疲弱的美国经济增长和正在上升的失业率,依然处于下滑阶段的美国房地产价格,最终可能会直接影响到美国银行业原来认为风险不大的正常贷款。据美国劳工部发布的最新数据,继7月份的失业率升至5.7%后,8月份美国的失业率进一步升至6.1%,非农就业人数减少8.4万人,创近五年新高。

据此判断,随着新一轮次贷危机的蔓延,金融危机将逐步扩散为全球性的经济衰退。

第一,房地产投资的萎缩将严重拖累美国经济。伴随着次贷危机的爆发,美国房地产价格进一步下跌,至今美国住房投资已经经历了连续2年多时间的负增长,投资规模减少近40%。同时市场风险的上升和流动性紧缩会促使金融机构减少贷款的发放规模,从而拖累美国经济的增长。

第二,消费的下滑将加快美国经济回落的速度。由于长期实行“双赤字”政策,美国消费率一直保持在较高的水平,个人消费支出占GDP的70%以上,属于典型的内需拉动

型经济。在次贷危机冲击下,资本市场的财富效应消失,甚至会反作用于经济,加上失业率的上升和预期收入的下降,这会导致居民消费水平的降低,这会对美国经济走势形成更大的冲击。

第三,美元的贬值及其带动的国际初级产品和石油价格的剧烈波动,都会对全球的增长格局带来负面影响。其冲击很可能主要由发展中国家和地区来付出代价,一些高资源依赖的行业很可能在这一次的高油价冲击中付出十分沉重的调整代价。目前这种调整压力才刚刚显现,对此我们需要及早做好准备。

第四,次贷危机的扩散效应正逐步波及全球,带动全球经济全面下滑。首先,欧盟、加拿大和日本与美国的经济关系密切,其主要金融机构持有大量的次贷支持证券,已出现不少金融机构破产的案例,其资本市场调整幅度甚至超过美国;其次,美元对欧元和日元的贬值使通货膨胀输出到这些国家,美国已处于降息的通道中,欧盟和日本加息的空间不大,经济将受到衰退和通胀的双重考验;最后,美国、欧盟等发达国家的经济衰退削弱了居民消费能力,对进口商品的需求减少,这对于出口导向型的新兴国家会形成较大冲击,今年以来我国出口的不断下滑就受到了此因素的影响。

2 全球金融市场体系面临新一轮革新

上海证券报:美国政府对于次贷危机作出的反应很快。在拯救这次危机以后,美国全球金融市场体系是否面临着新一轮的革新?

巴曙松:治理次贷危机的根本在于完善金融机构风险管理能力和监管体系,促进全球金融体系的重构。

美国政府对于新一轮的次贷危机作出了迅速反应,陆续推出了向市场注资、接管问题金融机构、禁止做空金融类股票、高达7000亿美元的救援计划(尚需国会批准)等多重措施,9月22日,美联储又批准摩根斯坦利和高盛转变为传统银行控股公司,将投资银行纳入美联储监管体系。

但从根本上来看,这些措施只能对金融市场起到暂时的稳定作用,无法从根本上解决美国乃至全球金融体系存在的问题。当前这次源自于次贷支持证券的金融危机是全球经济在长期繁荣背后所掩盖的市场风险的集中爆发,在拯救这次危机以后,美国全球金融市场体系必然面临新一轮的革新。

上海证券报:从哪些方面进行革新或者重构?

巴曙松:第一,构建新的国际货币体系和国际金融体系,打破美元主导国际货币体系的格局。随着欧

元和以金砖四国为首的新兴经济体的崛起,全球格局发生了重大变化,美国虽然仍然是全球最强大的经济体,但相对地位日益下降。新的全球格局要求国际货币体系和国际金融体系随之相应调整,一个重要的要求就是改变美元主导国际货币体系的格局。

第二,加强对金融衍生品市场和外汇市场的国际联合监管,引导金融交易的去杠杆化,防范金融机构的非理性扩张。全球各国必须加强合作,建立中央银行之间的监管协调机制,提升IMF等国际组织的作用,增强其独立性,对金融市场进行联合、跨境、全面的监管,消除金融监管的空白地带。

第三,完善金融机构的信息披露制度,提高金融交易的透明度。由于无法从根本上解决美国乃至全球金融体系存在的问题,各国中央银行对其监管较为宽松。同时,金融衍生品交易大都在柜台交易市场进行,相比股票市场来说,这一市场的信息披露制度很不完善,在金融创新中,各金融机构都把其金融产品的创造过程看作是商业机密,加上这些产品本身的复杂性,即使专业的投资者也往往感觉眼花缭乱。

因此,探索新的金融市场信息披露制度,提高金融产品和金融市场的透明度,是防范衍生品市场风险的重要举措。

3 为我国发展金融衍生品市场提供借鉴

上海证券报:次贷危机会对中国经济与金融体系的发展产生哪些影响?

巴曙松:中国经济已经日益融入全球金融体系中,因此,要把中国经济金融体系的调整放到整个全球金融体系的调整中考察,这样才能获得更为全面和宽广的考察视角。在特定意义上来说,美国经济结构中存在的低负债、高贸易赤字等结构性问题,与中国的高外汇储备、高贸易顺差是有一定对应关系的,因此,为了预防类似的全球性剧烈经济调整再次出现,中国也需要主动调整当前这种过分依赖出口的增长方式。

上海证券报:很多人认为金融衍生品是罪魁祸首,您怎么看?

巴曙松:应该客观看待金融衍生品工具发展对于金融体系的影响。

实际上,金融衍生品工具所具有的对冲风险、分散风险、价格发现等基本功能依然是有效的,包括次级抵押贷款证券在内的衍生品是金融衍生品市场外交易的一系列非常复杂的产品,问题的关键在于它们没有完整的信息披露和透明度,对其监管也没有场内交易产品严格。

与场外交易相比,场内衍生品市场定价更加规范。因为场外衍生品交易多为协商确定,产品结构复杂多样,这样非标准化的产

品增加了投资者的认知难度,也使得产品流动性不高,导致产品较难正确估值,信用衍生品就属此类。场内衍生品产品则多数属标准化合约,产品结构简单,集中报价的方式使其定价更加规范,估值公允且流动性好,信息披露严格。场外衍生品交易是由交易双方通过直接协商来决定,双方以信用担保或者交纳一定保证金担保履约,监管环境宽松,导致信用风险很高。

次贷危机的爆发也引发了对股指期货等的担忧。实际上,在交易所集中交易的股指期货是场内产品,与次贷、信用违约互换产品等有很大的不同。目前,世界多数股指期货交易所均建立起比较规范、完备的风险管理体系,包括价格限制制度、保证金制度、当日无负债结算制度、强行平仓、持仓限制及大户报告制度等。

次贷危机以及由此引发的金融危机,也为中国发展包括股指期货在内的金融衍生品市场提供了很好的借鉴和警示,但不应该成为我们金融衍生品发展的阻碍。我们应该在美国的监管问题上吸取教训,从金融衍生品的产品设计、规则制度、投资者教育等方面做好准备。比如,由于金融衍生品对投资者的专业性要求较强,并不适合所有投资者参与,在股指期货市场参与方面要有更严格的要求,使得股指期货市场真正发挥其功能。

4 中国应寻求新的经济增长点

上海证券报:中国能否凭借独特的优势在这一轮全球经济的大调整中获得机遇?

巴曙松:中国有可能通过恰当的政策操作把次贷危机的冲击降低到最小限度。中国有一些独特的优势可以使得中国在这一轮全球的大调整中获得机遇,比如:中国拥有巨大的内需潜力、强大的综合国力、强大的财政支持,可以进行一系列减税的措施和基础设施投资;中国目前有充足的外汇储备。同时,国际市场对于人民币的认可,也为人民币国际化提供了良好的条件。这些因素,都对当前中国应对国际金融市场动荡提供了良好的条件。关键是宏观政策要善于利用这些有利条件。

上海证券报:我们如何对可能出现的美元汇率大幅波动特别是贬值做好准备?

巴曙松:如果美国经济出现持续衰退,美国政府继续采取大量发行美元的政策来刺激经济,那么,就可能会导致美元的大幅贬值,从全球范围来看,现存的主要盯住美元、实行管制的汇率体系可能会面临空前的压力。

为此,人民币汇率机制应当更为灵活,降低与美元的直接关联,同时注重美元可能出现的贬值趋势及其对港币等汇

率的影响。

上海证券报:如果美国经济在较长时期内低迷不振,我们该如何应对?

巴曙松:中国经济应当做好美国在较长时期内低迷不振的相应预案,寻求内需等新的经济增长点。

对中国金融市场而言,尽管几大商业银行都参与了对“两房”和雷曼兄弟相关债券的投资,但由于中国金融机构投资的美国次级债券总量不多,短期内次贷危机造成的直接冲击较小。

当前,中国经济已经深刻融入全球金融体系中。因此,中国经济应当做好美国在较长时期内低迷不振的准备和预案,积极寻求内需等新的增长点。

美国和欧盟是中国最重要的贸易伙伴,尤其对于东部沿海出口导向型的地区来说,国外需求的下降将会影响企业的生产和销售,进而影响宏观经济增长。从内部来看,受国内成品油、电力及初级能源产品价格扭曲、工资上涨、PPI(生产资料价格指数)居高不下等多重因素影响,中国经济面临着结构调整和经济转型的内在压力。为应对次贷危机和内部因素的双重压力,确保中国经济平稳运行和成功转型,内需的启动将成为关键因素。

危机何时结束

上海证券报:华尔街是否还会有更坏的消息传出?危机何时结束?

李稻葵:市场上是否会有更坏的消息传出,最重要的取决于美国决策层,主要看本周美国国会能否全心全意支持总额7000亿美元的金融救援计划。从美国利益的角度出发,我认为甚至不能对救援资金总额设置上限。如果这件事情通过了、做好了,那么未来就不会有重大的坏消息出现了;如果没通过、做不好,未来会噩耗不断,甚至整个金融体系会在相当程度上出现崩溃。

我预计这项金融救援计划会通过,但可能需要一些附加条件。美国民主党要求在通过这项决议的同时,附加一些民生性的财政刺激政策,包括提高失业补助、住房补贴等,不能只救Wall Street(华尔街)不救Main Street(住街)。美国共和党则要求救市不能不设期限、要有时间表,要求对政府的权力进行限制。

至于危机何时结束,就金融界而言,最快的一种可能性是,保尔森、伯南克等希望在自己任期内解决问题,会对解决危机不遗余力,有可能在明年上半年结束。如果在美国大选之后危机仍未解决,则有可能因为新任总统、财政部长等经验不足,加之议员将之作为竞选资本进行争辩,而延迟一年。

频繁注资会否带来风险

上海证券报:您提到救援市场的政策。事实上,从危机爆发以来,美联储就频繁向市场注资。如何看待过度注入流动性给市场带来的风险?

李稻葵:这个问题非常好。首先,这个风险是可控的。实际上,这是美国政府在向美国百姓、其他国家借钱,这会使美国长期利率提高,投资成本提高,并使整个金融环境恶化。但这些不利因素可以通过未来经济增长来逐步化解。如果市场对于美国经济增长有信心,来自阿拉伯、中东等富裕地区的外汇储备会继续投资于美国,这也会使得美国长期利率不会大幅提高。

第二,如果美联储目前不这样做,那整个金融体系将面临崩溃的风险。现在美国货币市场上借贷的额度大量缩减,金融机构、企业都很难从市场借贷到资金。

第三,事实上,美国现在是在以国家信用、国家担保向全世界借贷,来提供给本国企业。这也是完全符合美国利益的。美国长期以来都是世界经济增长的龙头,政府信誉很好,即便再发国债,仍会有其他国家使用外汇储备去购买。

最后,美国现在购买一些看似破产企业的股份或债券,有可能多年之后,它会收回这部分投资,甚至获利。

危机来临时“救火”最关键

上海证券报:奉行自由市场经济的国家却频繁干预市场,对此,应如何看待?

李稻葵:认为“新自由主义”市场主导的西方经济不应过多干预市场,其实是对西方经济理解上的偏差。

第一,我们低估了美国政府或西方政府对金融界、经济界危机的应急处理能力、管理能力。我一直在说,保尔森和伯南克是这次危机处理的“梦之队”。在危机来临的时刻,什么市场经济原则都可以不顾,“救火”最关键。在这一点上,我们需要重新认识。

第二,我们过多地解读了西方意识形态的内容,而对最新繁荣西方经济学的解读不够精确。上世纪30年代美国大萧条之后,西方经济学家长期对此进行研究,认为当时是美国政府和美联储没有尽到救助责任,他们早已得出结论:危机来临时,市场经济要让位于“救火队”。而伯南克之前在大学校园做教授时就对此进行过研究。对我们来说,这也是一个重要的学习机会。

在防范由“救火”引发的道德风险等过程中,美国也注重对爆发问题的金融机构CEO等高管进行处罚,对当事人严惩不贷。同时,美国只救助对当前美国经济有直接影响的企业,而不会对全部金融机构进行救助。“救火”结束之后,美国也肯定会出台一些严加监管的政策。