

# 全球经济复苏的前提

凯末尔·德尔维什

经济危机深化之际,我们却在谈论它何时结束。人们不得不持续下调经济预期。不过,只要具备四个条件,经济就有望出现相对较快的复苏。

首先,必要时政府当局必须当机立断地接管银行,重组、改写金融业的资产负债状况。其次,财政支出必须取代摇摇欲坠的私人需求,在下行螺旋演变成土崩瓦解之前挽回颓势。第三,此举必须通过国际协作来完成,从而使导致这场危机的全球经常项目失衡减轻,而非加剧。第四,必须援助那些最脆弱的人,以免他们陷入毁灭性的绝望境地。

世界是否会允许这一切及时实现,从而避免灾难的发生呢? 如果答案是肯定的,经济可能在2010年的某个时候恢复增长。但即使在这种乐观情况下,世界也将发生不可逆转的变化。

出于形势的需要,政府的作用和影响力将会有所提升。至少在一段时期内,政府必须管理所接收的资产和施行的计划。此外,有关市场能够自我调节、无需公共政策这只“看得见的手”的观点已彻底无

人相信。这意味着,全球各地都将寻找将政府行动与私人市场相结合的更好途径。

自上世纪80年代初以来,一种极端的市场原教旨主义思想影响深远,在世纪之交达到空前的“繁盛”——推崇这种思想的分析师当时预测,10年内道琼斯工业平均指数将上涨三倍以上,达到36000点。这种观念已经破产,道指目前仅为上述点位的20%。

许多市场的一个核心问题是短视和羊群效应。其实很多金融业人士已经感觉到,纸牌砌就的房子可能即将倒塌,但竞争意味着,当所有投资经理都能拿出8-10%的回报率时,回报率只有4%的投资经理就得丢掉饭碗。作为根本性调整的组成部分,必须涉及监管框架和公司治理,将报酬与较长期的绩效挂钩。

全球经济能够再次实现我们曾经预期的表现吗? 长期增长率能够达到危机前似乎可能达到的3%-4%的水平吗? 从供应面来看,答案是肯定的。凭借自身的高储蓄率,亚洲目前的投资约占其国内生产总值(GDP)的40%(全球平均水平为

22%左右),因此,亚洲在全球经济中所占的比重将越来越大,这将拉高潜在投资率。信息革命使技术和知识得以迅速普及,使新兴市场中生产率的平稳增长与较高的投资率并存。技术前沿不断向前推进,应使发达经济体得以实现像样的增长。就供应面而言,美国、欧洲和日本总潜在产出的长期增长率接近2%、亚洲达到6%-7%,而其它地区达到4%-5%似乎是可能的。未来10年内,随着亚洲所占的比重不断上升,全球经济的长期增长率有望达到3%-3.5%。

然而,能否实现上述潜在增长率,将取决于如何管理总需求。这场危机已经表明,潜在供应不会自动转化为有效需求。要使需求以一种更可持续的方式恢复扩张(以往,资产泡沫和美国消费者推动了需求扩张),必须做到两点:在不远的将来,经常项目盈余国家(包括德国和日本,但以中国为首)必须在需求扩张方面发挥更大的作用;在更长时期内,各国内部和全球范围内的收入分配,必须朝着减少上层集中度的方

向转变,支持覆盖面广泛的消费者需求的扩张。

目前存在着未得到满足的巨大需求,即便在发达经济体亦是如此。减少收入分配不平等现象,将推动低收入群体的消费。从美国总统巴拉克·奥巴马(Barack Obama)的预算提案看,他计划通过税制、医疗和教育改革,实现更均衡的收入分配,倘若盈余国家以适当的宏观经济政策与之配合,应有助于美国 and 全球朝着这个方向迈进。否则,对于需求增长的需要,可能与日益扩大的美国经常项目赤字和难以控制的全球失衡相抵触。

这场危机应教会我们如何管理全球范围内的风险,以及不要低估看似不可能发生或难以预料的事件的潜在危害。与某些与不可逆转的全球气候变化、流行性疾病或核武器扩散相关的长期风险相比,金融危机的代价或许不值一提。一场危机也可能是实现根本性改进的契机。如果当前这场危机使我们懂得,在人类事务上,稳健与效率同等重要,那么,它就是一个这样的契机。

# 全球金融业尚未走上末路

约翰·普伦德

世界各地政治家寻求推动本国金融业成为经济增长引擎的日子,显得无比遥远。即将召开的20国集团(G20)峰会的重点议程是重新加强监管,将使上述观点彻底过时。但这将给那些更强调以金融业为导向的经济体的政策制定者带来一个问题:他们应该干脆地向自己在金融服务业的所谓相对优势说再见?抑或他们能够从残骸中抢救出什么东西?

愤世嫉俗者会这样回答:那种相对优势大体上是虚幻的,纽约、伦敦和苏黎世等地银行家的技能具有如此大的破坏性,他们几乎配不上这个名称。在一定程度上,这种说法是正确的。美国、英国和瑞士来自金融服务业的大部分产出增长其实是吹牛。结果,对趋势产出的估计必须向下修正。然而,这些经济体的金融业绝非已是明日黄花,因为它们不仅仅与有毒票据、杠杆率过高的私人股本以及对冲基金有关。

在主要金融中心,保险业仍是一大行业,承保周期正在发生变化。外汇交易同样是一项重要活动,且仍然生机勃勃。除了吸收存款和发放贷款这两项基本业务,还有诸如资金管理等其他业

务。然后还有相关的咨询服务。此外,只要存在全球失衡状况,对通过纽约和伦敦进行金融再循环的需求就不会中断。

尽管如此,许多金融中心却存在这样的问题:它们一直是相对监管优势的受益者。伦敦对外国人的开放和宽松的监管,是其成为顶尖国际金融中心的基石。瑞士则得益于该国的银行保密规则。如今,这些方面正面临G20伦敦峰会加强监管冲动的威胁。

在英国,政策趋势实际上已经转向。外国居民现在抱怨道,签证问题越来越多,税制对他们也更为不利。自从北岩银行(Northern Rock)崩溃以来,宽松监管不再是上流社会使用的词语。戈登·布朗(Gordon Brown)支持加强监管,而此前法国和德国呼吁加强监管时,他是唱反调的。

不管从对冲基金行业已套现了数十亿美元,并且没有造成系统性破坏。对冲基金及其它所有各种机构都将受到更严格的监管。毋庸置疑,G20将把金融行业变为一个更加安全、也更像公用事业的行业。记住,受到严格监管的公用事业领域,并不以高利润率著称。幸存的许多证券化业务,将转移到



有组织的交易所进行,在那里被商品化,而利润率也将大大降低。金融业在总体经济中的分量势必减轻,有关金融业作为经济增长引擎的说法,将越来越像是无稽之谈。

这并不意味着,金融中心之间的竞争将会停止,或者政策将毫无作用。然而,在新形势下,政策分歧可能更多与自己造成的创伤有关,而非创新机会。譬如,瑞士央行上周旨在推动瑞士法郎走弱的举措,或许是对通缩威胁的合理反应,但如果此举削弱了瑞郎作为国际投资避风港的地位,这也有可能损及瑞

士财政。大型成熟金融中心,如今可能更容易遭受来自G20影响范围之外的小型金融中心的竞争。

这一切将有助于构建一个更理性、破坏性更小的金融世界。然而,这将不是金融创新的终结,特别是因为加强监管总是会招致监管套利行为。问题在于,受到较少监管的非银行金融机构,会用多长时间达到构成系统性威胁的规模,以及哪些金融中心会容许它们构成这种威胁。有一点是肯定的:发达国家的政客中,没人会大声宣称支持监管套利。

# 看不到美国救市的希望

马丁·沃尔夫

我变得越来越焦虑。我从未对欧洲人或日本人抱有多少期望。但我确实曾期望,在受欢迎的新总统领导下,美国能够比以往更为果断。然而,美国国会正沉湎于癫狂的民粹主义情绪之中;而政府凡事都从好处着想。如果有人对这些危险表示怀疑,他们只需要阅读一下国际货币基金组织(IMF)的最新分析报告。报告预计,今年全球产出将萎缩0.5%至1%,发达国家的经济将会萎缩3%至3.5%。毫无疑问,这是自上世纪30年代以来最为严重的全球经济危机。

要出台刺激需求和拯救银行系统的方案,必须把这种可怕的背景考虑进去。人们的关注重点必然会放在美国,因为它是此次危机的发源地,也是全球最大的经济体。但这里已滋生出对金融业的巨大敌意。美国国会正在讨论征收惩罚性的奖金税,所针对的不只是没落的保险巨头美国国际集团(AIG),而是所有依据问题资产救助计划(Tarp)接受政府资金的公司;同时,纽约州总检察长安德鲁·库默打算列出受救助公司中奖金获得者的名单。这当然会招致毁谤。

不过,发生这种情况的原因显而易见:这场危机打破了美国的社会契约——人们的成功或失败不受约束,也得不到援助。如今,打着系统性风险的旗号,纾困行动已经向拖垮经济的失败机构注入了数

目惊人的资金。国会的反应是一场灾难。如果得以实施,这些想法会导致大批合格员工离开美国各银行,削弱银行扩张信贷的意愿、摧毁人们与政府打交道的信心,并威胁到法治。我推测,立法者希望总统拯救他们于愚蠢之中。这类想法居然会被考虑,就足以说明愤怒是实实在在的。

同样是在这种背景下,美国财政部长盖特纳周一公布了“公私合作投资计划”。用美国财政部的话说,“利用750亿至1000亿美元的Tarp资金和来自私人投资者的资金,公私投资计划将会产生5000亿美元的购买力来购买遗留资产——随着时间的流逝,购买力还可能扩大至1万亿美元。”根据该计划,美国政府实际上会提供所有的资金,承担几乎全部的风险,但利用私人部门对资产进行定价。反过来,根据它们的表现,私人投资者将通过股权参与与财政部共同获得收益——可能会非常丰厚。

我将此视作“兀鹫基金救助计划”。但它行得通吗?这取决于如何定义“行得通”。这不是一个真正的市场机制,因为政府会补贴风险承担行为。价格或许不够低,不足以吸引买家,或者不够高,不足以让卖家满意。不过,这项计划可能会改善银行交易账户的可怕状况。这不可能是一件坏事,对吗? 哦,不,如果它阻碍了更为根本的解决方案,就有可能是件坏事,因

为几乎没有人认为“财政部肯定不这么认为”,这项计划会结束美国金融业长期资本不足的状况。实际上,它可能会使人们更加清楚地认识到,银行长期账户上还有多少资产需要减记。

为何这项计划可能会阻碍必要的注资? 原因有二:第一,美国国会可能会认定,这项计划会降低注资的重要性;第二,也是更为重要的一个理由,这项计划可能会使政府注资变得更加不受欢迎。如果这项计划行得通,许多基金经理将会获得丰厚回报。我担心,这会使美国普通民众相信,他们的政府是华尔街利益的代言人。现在设想一下,如果针对美国大型银行的“压力测试”完成之后,政府的结论——令人惊讶,十分惊讶——是,它需要提供更多的资金,那将会发生什么。它将如何说服国会埋单?

危险在于,这项计划最多只能实现不是特别重要的目标——增强过往贷款的流动性,代价却是增加了实施根本性措施的难度——调整银行资本结构。这很重要,因为政府已经排除了不用政府多花钱就能重组银行财务的唯一方式:债转股,或真正的破产。我所尊敬的经济学家指责称,为什么不情愿是不合时宜的。毫无疑问,保证所有具有系统重要性的金融机构的债权人都完好无损,这种决定造成了对未来的担忧:必须做些什么来解决由此产生

的“太重要以至于不能破产”的问题。针对这个问题,财政部坚持表示,现在出现破产浪潮,会削弱政府以往承诺的可信度,并会带来新的巨大不确定性。这个观点并不是危言耸听。

然而我担心,事实将会证明,另一个选择——充足的公共部门注资——是不可能的。对于愈益愤怒的公众而言,向银行提供公共资金是不可接受的,而对于仍然颇具影响力的银行家而言,政府获得受注资银行的所有权也是不能接受的。这似乎是一个僵局。唯一的出路是:新资金提供的更高透明度,让大型银行能够从私人市场上筹集到充足的资金。如果筹集到了必要规模的资金,新计划将会是一个巨大的成功。但我认为,对遗留资产和贷款进行定价——即使成功了——也不足以保证该目标的实现。在全球萧条的背景下,投资者会愿意向复杂的庞大金融机构提供它们所需要的巨额资金吗? 这些机构管理不善的记录已经得到证实。信任,一旦被摧毁了,就不会如此快速地恢复。

结论是令人沮丧的。没有人能够确信,美国已经找到解决银行业灾难的可行方案。相反,随着公众被激怒,国会产生敌对情绪,总统畏手畏脚,依赖于政府向资金不多的机构注入公共资金能力的政策得以实施,美国已陷入僵局。(www.ftchinese.com)

## 终结美元时代

## 知易行难

吴 铮

二十国集团(G20)峰会召开前夕,关于美元的讨论再度升温。上周,美国联邦储备委员会(Fed)宣布计划购买3000亿美元长期国债。美国货币当局以这种实质上等于“印钞票”的方式,支持政府扩大财政赤字刺激经济,引发了市场对美元购买力的担忧,带动美元下跌和大宗商品价格暴涨。

中国拥有超过2万亿美元的外汇储备,同时是美国国债最大的买主(目前持有约7400亿美元,还不包括具有“准国家信用”的美国机构债)。中国态度对美元汇率的影响不言而喻。另一方面,事态的发展也关系到中国的切身利益。继3月6日中国总理温家宝公开表示对中国持有的巨额美债“确实有些担心”后,3月23日中国人民银行行长周小川在央行官方网站发表了《关于国际货币体系的思考》一文,立即引起广泛关注。

尽管措辞含蓄,周小川这篇2000多字的文章严肃地表达了两个观点:第一,中国认识到现行国际货币体系存在严重缺陷,并且其系统性风险被目前的金融危机所放大,中国认为这种现状必须改变;第二,周小川提出了他对改革国际货币体系的具体设想。即创造一种与主权国家脱钩并能保持币值长期稳定的国际储备货币,取代目前美元扮演的角色。具体来说,他希望通过国际货币基金组织(IMF)及其管理的特别提款权(SDR)的转型,构建以SDR为基础的新国际货币体系。

周小川文章的前一个观点,是对目前形势清醒的“诊断”,值得重视。第二个观点,在目前条件下,则更接近于一个难以见效的“处方”。

周小川认为,以主权信用货币(如今天的美元)作为国际储备货币具有内在缺陷,因为该主权国家的货币当局(如今天的美联储)无法同时兼顾国内外的不同目标,从而无法在为世界提供流动性的同时保障币值的稳定。比如,目前美国国内需要扩大赤字刺激经济,而中国等美国债权国则需要美国控制赤字规模,维护美元币值。这一被称为“特里芬难题”(Triffin's Dilemma)的矛盾,说明了积累大量美元储备模式背后的脆弱性,一旦货币危机爆发,债权国和债务国都将付出巨大的代价。对中国而言,其持有的巨额美元将面临贬值,对美国而言,失去中国的资金,其财政赤字将难以维持,并且成本高昂(美国被迫为国债支付更高利率)。

但是,文章提出的以SDR为基础改造国际货币体系的方案,回避了一个重要的问题:实行什么样的汇率制度。如果中国央行不改变目前干预人民币汇率的政策(即通过外汇市场买入美元,大量积累外汇储备,限制人民币升值空间),仍然难以解决中国外汇储备的风险和整个中国经济的结构性失衡。

存在汇率干预的情况下,美元储备将按照一定汇率转换为一篮子货币组成的SDR储备。但由一篮子主权货币组成SDR储备本身的依然存在贬值风险。受世界各主要经济体货币和财政政策的影响,如果汇率没有弹性,SDR的价值依然可能被高估,只是将过去集中在美国的风险转化为若干国家的风险。但“特里芬难题”的风险依然存在,例如英国央行目前实行的“数量宽松”(Quantitative Easing)同美联储购买国债的政策并无二致——都稀释了本币的购买力。从分散单一储备货币风险的角度来说,即是不借助SDR,这样的目标中国通过外汇储备币种多元化已经部分实现。

解决以主权信用货币作为国际储备货币的风险,目前条件下,最现实的做法是实行浮动汇率制度,而不是建立新的国际货币单位。美元储备不是国际货币体系强加给主权国家货币当局的。一个国家的可以通过选择适当的汇率政策,控制外汇储备规模和持有(或不持有)外汇储备的风险。

历史上,非主权信用货币如黄金、白银等都曾经扮演过国际结算货币的角色。但是,金本位时代中央银行的功能同今天存在巨大的不同。当时,中央银行仅负责币值的稳定(如19世纪的英格兰银行),而没有以货币政策(调节货币供给)促进经济和就业增长的职能。后者是在上世纪30年代经济大萧条和凯恩斯经济学被认可之后逐步发展而来的。一旦中央银行承担起调节货币供给的职能,其主权国家货币政策目标和国际货币单位稳定要求不兼容的问题就相伴而生。

正是基于这样的原因,上世纪70年代,面临国际收支恶化的美国政府放弃了布雷顿森林体系(Bretton Woods System)的核心原则——35美元兑换1盎司黄金。这一国际货币体系的基础是美联储向各国央行承诺按上述“官价”提供黄金,作为发行美元的价值基准,同时各国货币盯住美元。在此之后,西欧、日本等国纷纷放弃或部分放弃了(如日本)本国货币盯住美元的做法,转向当前以市场交易为基础的浮动汇率制,不再持有大规模的外汇储备。然而,上世纪90年以来,包括中国在内的新兴市场国家经济快速发展,为了保持出口的竞争力,这些国家的央行大多对汇率实施干预(即低估本币),积累了大量的以美元为主的外汇储备。这种情况类似于上世纪70年代的西欧和日本,只是美国今天的财政赤字、贸易赤字和外债余额都更为庞大,或者说美元存在更大的贬值风险。

重建国际货币体系不是短期可以实现的目标,IMF成立几十年来,在世界经济中发挥的作用相当有限。1997/98年,IMF在救助发展中国家经济危机时所附带的条件,遇到受救助国的激烈反弹。各国政治、经济利益千差万别,像欧元区国家那样可以将货币政策主权交给超国家组织的例子,还是极少数,在全球范围内实现货币政策的协调,短期内还难以实现。(历史上,布雷顿森林体系的确立,同美国二战后在西方世界的政治、经济、军事优势密切相关。)

中国面临的两难是,在什么时间以什么样的方式结束大规模储备美元的做法。现实的选择是,放弃对外汇市场的干预,允许人民币汇率自由浮动。上世纪80年代,日元经过《广场协议》(Plaza Accord)等大幅升值过程,给日本经济带来的影响依然充满争议。同时,考虑到现有存量外汇储备贬值和汇率升值对实体经济的冲击,中国采取类似的步骤必然高度谨慎。实际上,中国2005年以来允许人民币汇率对美元升值,已经开始向这一目标接近,此后央行干预外汇市场的力度仍然很大。今天的形势下,两害相权,实现人民币汇率市场化改革仍是一个不可回避的目标。

(金融时报中文网)