

国际金融危机的成因及其治理对策

■/ 黄奇帆

2007年底以来,美国次贷危机爆发,逐步演变为金融危机并向国外扩散。特别是今年9月份以来,国际金融形势急剧恶化,迅速演变成上世纪大萧条以来最严重的国际金融危机。金融危机又迅速影响实体经济,全球性经济衰退的风险明显增大。如何迅速遏止金融危机,迅速遏制金融危机对实体经济的影响,是当前世界各国的头等大事和一致行动。

美国金融危机的内在原因

美国金融危机的出现有其必然原因。从本质上看,是美国低储蓄、高消费的发展模式问题,从体制机制方面看,金融疏于监管,存在六个环节上的重弊。

第一个环节,次级房地产按揭贷款。按照国际惯例,购房按揭贷款是20%—30%的首付然后按月还本付息。但美国为了刺激房地产消费,在过去10年里购房实行“零首付”,半年内不用还本付息,5年内只付息不还本,甚至允许购房者将房价增值部分再次向银行抵押贷款。这个世界上最浪漫的购房按揭贷款制度,让美国人超前消费、超能力消费,穷人都住上大房子,造就了美国经济辉煌的十年。但这辉煌背后就潜伏了巨大的房地产泡沫及关联的坏账隐患。

第二个环节,房贷证券化。出于流动性和分散风险的考虑,美国的银行金融机构将购房按揭贷款包括次级按揭贷款打包证券化,通过投资银行卖给社会投资者。巨大的房地产泡沫就转嫁到资本市场,并进一步转嫁到全社会投资者——股民、企业以及全球各种银行和机构投资者。

第三个环节,投资银行的异化。投资银行本是金融中介,但美国的投资银行为房贷证券化交易的巨额利润所惑而角色异化。在通过承销债券赚取中介费用的同时,大举买卖次级债券获取收益。形象地说,是从赌场的发牌者变为赌徒甚至庄家。角色的异化不仅使中介者失去公正,也将自己拖入泥潭不能自拔。

第四个环节,金融杠杆率过高。金融市场要稳定,金融杠杆率一定要合理。美国金融机构片面追逐利润过度扩张,用极小比例的自有资金通过大量负债实现规模扩张,杠杆率高达1:20—30甚至1:40—50。在过去的5年里,美国金融机构以这个过高过大的杠杆率,炮制了一个巨大的市场和虚假的繁

荣。比如雷曼兄弟就用40亿美元自有资金,形成2000亿美元左右的债券投资。

第五个环节,信用违约掉期(CDS)。美国的金融投资杠杆率能达到1:40—50,是因为CDS制度的存在,信用保险机构为这些风险巨大的融资活动提供担保。若融资方出现资金问题,由提供保险的机构赔付。但是,在没有发生违约行为时,保险机构除了得到风险补偿外,还可将CDS在市场公开出售。由此形成一个巨大的规模超过33万亿美元的CDS市场。CDS的出现,在规避局部风险的同时却增大金融整体风险,使分散的可控制的违约风险向信用保险机构集中,变成高度集中的不可控制的风险。

第六个环节,对冲基金缺乏监管。以上五个环节相互作用,已经形成美国金融危机的源头,而“追涨杀跌”的对冲基金又加速危机的发酵爆发。美国有大量缺乏政府监管的对冲基金,当美国经济快速发展时,对冲基金大肆做多大宗商品市场,比如把石油推上147美元的天价;次贷危机爆发后,对冲基金又疯狂做空美国股市,加速整个系统的崩盘。

这六大环节一环扣一环,形成美国金融泡沫的螺旋体和生长链。其中一环的破灭,就会产生多米诺骨牌效应,最终演变成今天美国乃至世界的金融危机。

走出危机需要三阶段统筹

2009年是应对世界金融危机的关键一年。遏制危机并早日走出困境,必须标本兼治、远近结合。当前燃眉之急是解决美国2万亿美元的金融坏账,中期是防止金融危机变成经济危机,远期是建立新的世界货币体系。

(一)当前措施:三招救市

这三招,一是股权重组,增资扩股;二是坏账打包、切割剥离;三是注入资金,解决流动性。首先,政府对陷入危机的金融机构进行重组,增资扩股。比如美国把“两房”国有化,把私有企业变成了国有控股的企业。其次,把银行的坏账剥离,打包放在一边,银行复苏后赎回资金,如果银行倒闭了,由政府埋单,将坏账清零。第三,当银行陷入流动性危机,老百姓挤兑时,注入资金,增加现金流。或者政府出面担保,增强社会信心;或者政府出面担保,让其他银行拆借。根据测算,美

国大约有2万亿美元坏账,今年通过采取这三招大体解决了1万亿美元坏账,明年还将要解决剩下的1万亿美元坏账。

(二)中期目标:振兴实体经济

如何遏制实体经济下滑,是全球高度重视和重点解决的问题。解决的办法,仍然是增加投资、刺激消费、加大出口的三条途径和宽松的货币政策、积极的财政政策。目前,各国政府都启动了增加投资和刺激消费的政策,并且摒弃贸易保护主义而采取共同行动。

在中期,各国政府会采取三个方面的措施。首先是宽松的货币政策,松动银根,降息、降低准备金率,增加流动性。其次是积极的财政政策,财政补助困难企业和困难群体,帮助他们渡过难关、增强活力。第三是培育市场主体。抓住目前大批企业减产停产、破产关闭的时机,推进并购重组,推进企业改造发展。作为美国政府,除了启动投资、消费、出口三大需求,推进产业、企业的结构调整,振兴实体经济之外,还要亡羊补牢,从体制机制上解决滋生金融六个环节弊端的根本问题,健全金融制度。

(三)长期指向:重构国际货币体系

1944年形成的布雷顿森林体系,以黄金为基础、以美元作为最主要的国际储备货币,美元直接与黄金挂钩,各国货币与美元固定汇率挂钩,并可按35美元一盎司的官价向美国兑换黄金。20世纪50年代后期,随着美国国际收支趋向恶化,出现全球性“美元过剩”,美国黄金大量外流,美国的黄金储备不能支撑美元的泛滥。1971年8月,尼克松政府被迫宣布放弃“美元本位制”,实行黄金与美元比价的自由浮动。欧洲经济共同体和日本、加拿大等国宣布实行浮动汇率。1973年布雷顿森林体系正式瓦解后,尽管美元不再承担兑换黄金的义务,欧元、日元实力日强,但美元的核心地位没有改变。

美国作为国际货币的主要发行者,本应该恪守世界金融制度,增强美元的货币责任意识,防止滥用货币发行权。但从这几十年特别是近十来年的实践看,美国没有肩负起职责,利益和责任失衡。2005年,美国GDP12.5万亿美元,贷款余额18万亿美元,超过GDP50%,股票市值20万亿美元,超过GDP60%。美国政府欠债超过10万亿美元,人均负债3万美元。各项金融指标的狂涨意味着大量的泡沫,必将带来金融动荡。从宏观上看,这次国际金融危机是现有世界货币体系的积弊所致。因此,重构适应国际经济新秩序的货币体系是必然趋势。

怎样的世界货币体系才是合理的?我认为,未来的世界货币体系应该是美元、欧元、亚元(以人民币和日元为主的亚洲货币)三大世界主体货币三足鼎立的新体系。三大货币之间实行相对稳定的浮动汇率,各国货币与三大货币挂钩。三

大主体货币对应的国家应实行“G本位”——以GDP为本位。即GDP与银行贷款余额、与股市市值、与房地产市值应该大致相当,虚拟经济与实体经济保持合理的比例。

中国经济有强大的抗危机能力

目前,世界金融危机对中国也产生了影响,股市、房市回调,沿海加工贸易企业订单减少,部分企业停产破产关闭,中小企业融资难问题更加突出。但是,从总体上看,在世界经济加速下滑的背景下,中国经济风景尚好。为什么?中国经济有六大优势:

第一,巨额的外汇储备。目前已有1万9千亿美元外汇储备,足可抵御外来风险的冲击。

第二,传统的储蓄美德和较高的储蓄率。中国老百姓勤劳节俭,有储蓄的传统美德。2007年中国居民储蓄达到17.2亿元,储蓄率达到50%以上。中国政府内债、外债的总和不到GDP的60%,财政负债风险不高。

第三,审慎严格而又灵活,既管制又自由的外汇管理政策。资本项下实行管制,外国资本不能随意地进出中国,而在经常项目下的外汇进出又较为自由灵活。

第四,广阔的发展空间和巨大的内需市场。中国正处于工业化、城镇化的高速发展期和人民生活水平的快速提升期,到2020年将建成全面小康社会,中国人均GDP10年后会突破1万美元。广阔的发展空间和强大的内需,不仅支撑中国经济持续快速发展,对缓解世界金融危机也将发挥重要作用。

第五,健康的金融体系和严格的金融监管。中国的金融体系经过几十年来的改革发展已经基本完善,抵御市场风险的能力显著增强。中国金融制度健全管理严格,且严格控制金融衍生产品,没有出现类似于美国金融体系那样的问题。

第六,强大的制度优势和政府宏观调控能力。中国社会稳定、政治稳定,法制逐步健全,发展环境不断改善。中央政府有高超的领导艺术,见事早、行动快,宏观调控的预见性、针对性和实效性不断提高。比如今年,上半年保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨;9月以后加大宏观调控力度,实施灵活审慎的宏观经济政策;11月份以后果断实施积极财政政策和适度宽松货币政策等等,促进经济增长、稳定市场信心。

总体来看,中国经济增长今年将有所放缓,2009年上半年惯性下滑,下半年开始走出世界经济衰退的阴影。国际金融危机则到2009年底见底,经济危机到2010年底左右见底,2011—2012年开始复苏。

(因无作者详细通联地址,请作者见文后速与本刊编辑部联系)

◇责任编辑:杨 嵘