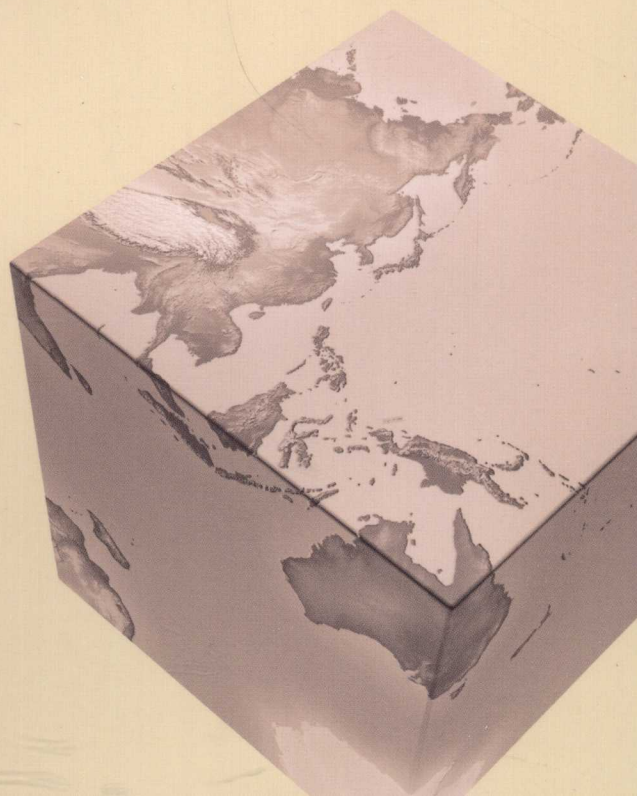




第二届“国际金融青年论坛”获奖论文集

对全球金融危机的 理论探索

主 编 朱 民 李 扬



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

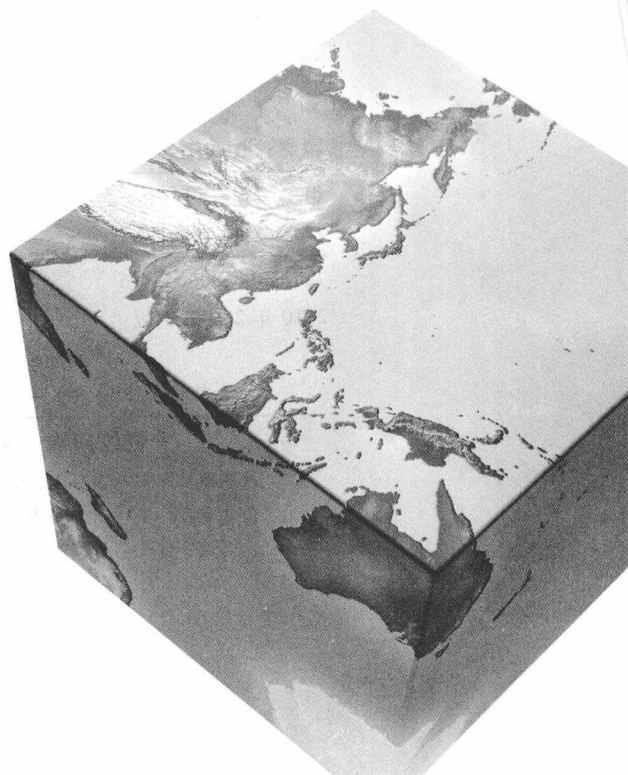
 第二届“国际金融青年论坛”获奖论文集

对全球金融危机的 理论探索

主 编 朱 民 李 扬



经济管理出版社
ECONOMY & MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE



图书在版编目 (CIP) 数据

对全球金融危机的理论探索：第二届“国际金融青年论坛”获奖论文集/朱民，李扬主编. —北京：经济管理出版社，2009. 12

ISBN 978 - 7 - 5096 - 0853 - 1

I. ①对… II. ①朱… ②李… III. ①金融危机—世界—国际学术会议—文集 IV. ①F831. 59 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 220182 号

出版发行：经济管理出版社

北京市海淀区北蜂窝 8 号中雅大厦 11 层

电话：(010) 51915602 邮编：100038

印刷：北京银祥印刷厂

经销：新华书店

组稿编辑：何 怡

责任编辑：曹 靖

技术编辑：杨国强

责任校对：郭 佳

720mm × 1000mm/16

23 印张

421 千字

2010 年 2 月第 1 版

2010 年 2 月第 1 次印刷

定价：48.00 元

书号：ISBN 978 - 7 - 5096 - 0853 - 1

· 版权所有 翻印必究 ·

凡购本社图书，如有印装错误，由本社读者服务部

负责调换。联系地址：北京阜外月坛北小街 2 号

电话：(010) 68022974

邮编：100836

世界需要中国的声音^{*}

(代 序)

朱 民^①

一、祝贺“第二届国际金融青年论坛”召开

很高兴我们和“国际金融青年论坛”年轻的专家学者再次相聚。本次会议由中国国际金融学会主办，中国社科院金融所、中国进出口银行、中国银行国际金融研究所承办，但本次论坛主要由社科院金融所具体负责和组织。社科院李扬副院长亲自选定了黄山这个风景秀丽的地方，亲自选定了本届论坛的主题“对于全球金融危机的理论思考”，并组织我们利用业余时间对所有论文做了初选，又利用周末的时间在初选的基础上进行了复选，最终决定了获奖的论文。谨此，对李扬副院长为此次会议作出的巨大贡献和努力表示衷心的感谢！也借此机会对参加论文评选的专家中国人民大学陈雨露教授、中央财经大学张礼卿教授、北京师范大学贺力平教授、中国社科院金融所王国刚教授等表示衷心的感谢！对支持和参加会务工作的中国进出口银行、黄山市市委、社科院金融所、中国银行国际金融研究所的同志表示衷心的感谢！这个论坛是我们青年学者自己的论坛，与会代表是通过论文评选产生的，因此，也谨对获奖作者和参会代表表示衷心的祝贺。在此我也向新闻媒体表示感谢，《金融时报》、《第一财经》、新浪网、《金融评论》、《国际金融研究》都是我们论坛的战略合作伙伴。我们希望把获奖的文章浓缩成一篇篇短小精悍的文章，把文章的观点和结论在报纸上鲜明地表达出来，让优秀年轻学者的思想和想法得到快速传播。目前获奖青年学者的影响还小，我们希望传媒界加大对青年学者的关爱和宣传。

2008年的同一时间，我们在福州成功地举办了首届“国际金融青年论坛”。发起这个论坛的缘由是我们观察到在金融全球化的浪潮中，中国正在加速融入全球金融市场，我们都强烈地感受到我们正处于一个伟大变革的时代，中国经济的快速发展和中

^{*} 本文为作者于2009年7月21日在黄山召开的“第二届国际金融青年论坛”上的致词，刊发时作者进行了充实和修改。

^① 作者简介：朱民，经济学博士，研究员，中国人民银行副行长，中国国际金融学会常务副会长。

国金融业的崛起为我们进行理论创新提供了丰富的素材，我们应该也可以在借鉴西方经济金融理论的理念和方法的基础上，立足中国的实践，建立和创新符合中国金融发展内在要求和特征的理论，以更好地指导中国金融的发展。与此同时，我们也都深感中国在参与构建全球金融架构的过程中，理论和实证的研究同样不可或缺。我们需要“中国立场的国际金融理论”研究。我们明白这将是一个过程，一个相当长的过程，我们深深感到我们有责任和义务推动这样的国际金融研究。我们同样看到我国年青一代的国际金融专家和学者，已经掌握了现代国际金融理论的一般基础和研究规范，他们身上充满了朝气和对国际金融学科的热情，以及对理论探索的勇气和对现实问题深入了解的渴望。他们是国际金融学科发展和创新的希望，建立中国立场的国际金融理论体系和框架的重担就在他们身上。

因此，由中国国际金融学会倡议，中国银行国际金融研究所、中国社会科学院金融研究所、中国人民大学财政金融学院、中央财经大学金融学院、复旦大学金融研究院、厦门大学经济学院共同发起成立“国际金融青年论坛”，创造了一个进行交流沟通的平台，我们希望在这个平台上，年轻的学者们相互交流，年轻的学者们也可以和中年、老年的专家学者交流。理论工作者把最新的国际金融理论和自己的研究成果介绍给大家，从学界的角度为当前现实问题提出政策建议。同时，实际工作者也可以把最新的实务进展与理论工作者分享，提出当前亟需解决的问题，供理论工作者研究和思索。基于这样的原因，我们鼓励对与中国实际相关的国际金融问题的研究，鼓励对与中国国际金融地位相关国际金融问题的研究，鼓励对全球的国际金融问题、政策和研究的研究，鼓励对纯粹的国际金融理论研究。总之，我们鼓励对中国自身和中国参与构建全球金融架构中的“中国立场的国际金融理论”研究。这将是一个漫长、艰辛的，但也是有趣的过程，完成这一历史使命可能需要几代理论工作者的努力，而年轻的理论工作者将是推动理论创新的主导力量。

二、世界需要中国的声音

从2008年的首届会议到现在整整一年的时间过去了，随着全球金融危机的发生和全球经济衰退，在这一年中金融界发生了翻天覆地的变化。自2008年9月以来，美国次贷危机骤然恶化，美欧发达国家金融机构纷纷出现流动性困难和财务危机，濒临破产边缘，连带影响股价暴跌和全球股市的进一步下挫。先是贝尔斯登被接管，接着是房利美和房地美公司被美国政府接管，而后雷曼兄弟公司破产，直到美国第一大保险巨头AIG因为流动性困难也被政府接管。仅仅一个多月的时间，美国前九大商业银行都接受了政府国有化性质的注资，年内破产关闭的中小银行达到22家，美国前十大商业银行发生巨变，华尔街五大独立投资银行全军覆没。欧洲银行业同样未能幸免，英国Lloyds银行在收购陷入困境的HBOS银行后被英国政府国有化，B&B银行、苏格兰皇家银行等英国前十大银行被政府注资或国有化援救，同样的故事也发生

在德国、比利时和其他欧洲国家。

我们看到从来在金融市场占有霸权地位的西方金融帝国开始倾倒，一直在金融业前沿的西方顶级金融公司轰然倒塌，那些传奇的金融人物今天也退到历史的角落，更为深刻的是危机向传统的金融基础理论提出了挑战。正如我在为《改变未来的金融危机》一书所作的序中说的：“我们为一个又一个金融王国的轰然倒塌而震惊，为一个又一个事件中人性道德的丧失而沮丧，为一次又一次制度的缺陷而惊讶，为一批又一批财富的烟消云散而惋惜，为一次又一次出现的人类的短视而痛苦。我们在观察中思考，在困惑中体会，在事件中寻找历史，在层层硝烟中探寻明天。”^①

危机开始之时，也是思考启航之点。我们也在一次又一次纷繁的事件中看到21世纪的曙光。我们相信，这场金融危机不仅是百年来最严重的一次危机，也改变着未来世界经济金融模式、格局和体系。全球经济与金融发展将因为这一次百年一遇的金融危机，导致全球格局发生巨大的变化，包括各国经济增长方式、金融发展模式、金融监管架构以及国际金融体系等都会重新定义。从中长期来看，全球格局的这一变化，可能意味着全球经济与金融发展新时代的到来，意味着新一轮经济周期的到来。在此过程中，各国、各企业与金融机构都面临着各种风险，更面临着巨大的转型机遇。

和危机同时进行的，是全世界的学术界、政府、业界对危机根源的询问，对危机教训的研究，对未来方向的探讨。是宏观货币政策的失误？监管的缺失？还是金融机构公司治理机制的缺乏？风险管理系统的不足和定价的失败？或是金融业管理者和从业人员的贪婪和欲望失控？抑或是经济增长模式的失败？全球货币系统和全球金融体系的内在缺陷？为什么这场突如其来的危机把毫无准备的世界拖入了全球金融危机和经济衰退中，事态的发展远远超出了所有人的想象？我们又应该从这场危机中学习什么？

我们骄傲我国的金融体系经受住了危机的考验，我们也关注我国的经济正在经受主要发达经济体全面衰退的冲击。我们意识到理解这次危机的发生和发展，探讨这次危机的原因和教训，研究未来的制度建设，对我国未来的改革和发展具有重大意义，也是中国对人类共同建设更美好的未来的责任。同时，当这个世界金融的格局重新构建的时候，中国因为其特殊的地位和不断壮大的经济金融实力，更多地受到世界的关注。中国拥有了一个新的舞台，开始在上发挥更大的作用，发出更大的声音。经历了这次百年一遇的金融危机之后，在世界重新创造未来时，在中国进一步走向世界的时候，世界更加需要中国的声音，世界期盼中国更多地参与世界的重建；中国也更加需要加强对国际金融的研究，增强在世界上的声音，并履行我们对重建未来世界的不可推卸的历史责任。

现时、历史和未来都在考问我们。在这个巨大的变化下重新审视我们论坛的宗旨，我们一年前提出的从年轻的学者开始加强我国国际金融理论研究，提升中国参与

① 朱民：《改变未来的金融危机》，中国金融出版社，2009。

国际金融事务的声音的设想，在这次全球金融危机中加强了迫切性。

三、从中国视角研究十个国际金融课题

2008年，在福州召开的“首届国际金融青年论坛”上，我结合当时的情况提出了“要研究中国立场的国际金融理论”这个命题，并就这个题目下，我根据自己作为一名金融实务工作者的观察，也提出了我认为今后在国际金融领域需要研究的十二个问题：一是国际资本流动的新形势及其走向；二是国际货币体系重建；三是全球经济失衡的调整及其伴随的金融风险；四是亚洲一体化：经济与货币合作；五是人民币“走出去”与“国际化”；六是国际金融中心建设的有效路径；七是全球物价上涨的因素及其深远影响；八是中国资本走出去的战略选择与实现路径；九是全球银行业实施新巴塞尔协议的发展与问题；十是美国次贷危机的深度、广度与演变；十一是中国金融监管、金融开放的尺度把握；十二是全球金融格局的未来演变^①。

在过去的一年里，由于全球危机的发生，这十二个问题或多或少有了些新的变化和发展，有些变得越来越重要，有些则因为其他事件的发生逐渐变得不那么重要。不过，这十二个问题在过去的一年里都或多或少地被不断提起、重复，它们是从不同的角度来探究当今国际金融领域的风云变幻。从2008年9月次贷危机经过演化成全球金融、经济危机以来，各国政府积极救市，注入大量流动性到市场，投入大量资源刺激经济。经过8个月的努力，目前市场已经稍稍企稳，下滑速度放缓，市场的关注点已经不再是危机是否触底，什么时候触底，而是世界将以什么方式走出这次危机，以及由此连带产生的我们将面临着什么样的宏观经济金融环境的问题。金融危机已经发生，经济衰退也已经是既定事实，我们需要前瞻性地研究危机后的世界基本格局和发生的变化。在此，我结合上述的十二个问题，并就当前的国际金融形势，再次提出我认为当前需要从中国视角研究的比较重要的十个国际金融方面的问题。

1. 世界如何走出这场金融危机

世界如何走出这场金融危机，也即“退出战略”，会决定未来的宏观经济金融环境。从2008年9月次贷危机经过演化成全球金融、经济危机以来，各国政府积极救市，注入大量流动性到市场，投入大量资源刺激经济，经过8个月的努力，政府的救市政策收到初步的效果，目前市场已经稍稍企稳，经济下滑速度放缓。但是政府救市的成本是巨大的。就美国而言，美联储已经把利率水平降到了史无前例的0.25%低水平，美联储也已经为这场危机向市场注入了4万亿美元的流动性，使得美联储的资产负债表迅速膨胀，从18个月前的6000亿美元到今天的2.6万亿美元。奥巴马政府又提出了7800亿美元的经济刺激计划，美国2009年的财政赤字已经接近1.8万亿美元，迄今为止，美国政府已经为挽救美国的金融机构和企业，为刺激美国经济共承诺

^① 朱民：《动荡中的国际金融》，中国金融出版社，2009。

了4万亿美元的负债。美国经济界金融界和政治界已经普遍开始担忧美国可能的通货膨胀压力。2009年6月初,美国二年期国债和十年期国债利率水平急剧上升30~40个基点,明显表明市场担忧美国的通货膨胀和美元贬值。但是危机尚未结束,现有的经济恢复是明显的“弱恢复”,美国的失业率几近10%。消费者信心尚未企稳,投资和消费明显不足。美国的政府财政赤字已经迅速地高攀到占GDP的60%以上。美国政府现在面对另一个新的两难境地:危机尚未结束,市场仍然需要政府的支持,但是对通货膨胀的担忧已经出现,现有的政府财政支出不可持续也日益明显;美国政府既要考虑如何拉动经济走出危机,继续刺激的经济金融政策,又要考虑如何预防未来的通货膨胀和美元贬值以及开始紧缩的宏观经济政策。两难选择使得政府的“退出战略”格外含糊,也使得市场仍然不断波动。

以史为鉴。20世纪20年代,德国因为“一战”失败承担赔偿责任,引发巨大的债务危机。德国政府通过大量印钱的“通胀战略”方法消化债务,引发德国的天文数字的通货膨胀。从1922年1月到1923年11月,德国的货币和物价都以惊人的比率上升。例如,一份《金融时报》报纸的价格从1921年1月的0.3马克上升到1922年5月的1马克、1922年10月的8马克、1923年2月的100马克,直到1923年9月的1000马克。在1923年秋季,价格实际上飞起来了:一份《金融时报》报纸的价格10月1日2000马克、10月15日12万马克、10月29日100万马克、11月9日500万马克,直到11月17日7000万马克。马克兑美元的汇率从1918年初的5.21马克兑1美元到4.2万亿马克兑1美元。这一切导致严重的金融混乱和经济危机,30%以上的失业率,最后导致希特勒上台和“二战”。

20世纪30年代,美国经济大萧条危机,美国政府采用“破产战略”,让资不抵债的企业破产,结果32%的企业破产,失业率达26%,GDP下跌30%,股市下跌70%,并引发长达5年的经济衰退。直到“二战”开始,需求上升,美国经济才恢复。90年代,日本陷入金融危机,日本政府采取“政府支出替代民间支出的战略”,政府大量举债支出,弥补私人部门支出不足,制造需求,以维持GDP增长,并创造空间,使企业得以修补被严重损坏或资不抵债的资产负债表。其好处是避免了日本经济的大起大落波动和可能的大萧条,维持了日本经济在-1%到+1.5%低速但相对平稳的增长,保持了日本社会和政治的基本稳定。但政府负债从占GDP的60%增长到目前的180%。日本的M1/GDP比重从20世纪90年代的25%到目前的75%。日本利率长期为零,日本经历了10年衰退,基本丧失了在国际经济金融上的活力。

这次全球金融经济危机,世界、美国、欧洲、日本,也包括我国会以什么方式走出来?这是目前市场的关注点,也是值得研究的问题。伦敦G20会议的主要不足即没有能力指出世界走出这场危机的方向和方式。目前各国政府都对市场注入大量的流动性,美国美联储已经公开表明要购买高达1万亿美元的国债,即印发高达1万亿美元的美钞,这是未来通货膨胀的先兆。美国、欧洲、日本,包括我国也都实施了大规

模的经济刺激计划，这也是由政府支出替代私人部门支出的做法。但是现有的政策仍然不足以拉动世界经济走出衰退，各国政府特别是美国政府下一步的政策引人关注。虽然整体仍然不明朗，用通货膨胀和通过财政赤字的政府支出替代私人部门支出已经形成了基本的底线，未来滞胀的可能性很大。但是，世界如何走出这场金融危机仍然不清楚，需要予以研究。

2. 危机后的世界金融新格局

这场全球金融危机最早被称之为次贷危机，但危机来势之凶猛以及对实体经济冲击之大，已经远远超过了次贷的规模。这场危机的本质是次债泡沫破灭的危机引发了一场全面的金融泡沫破灭的危机。这是过去 25 年来持续的全球经济金融化的结果，我曾经在过去的三年期间多次撰文讨论过这个问题，在此不再予以细说。但全球金融危机击破了金融市场的泡沫，金融业辉煌不再，而且在短期内难以恢复。

以 2007 年为例，2007 年全球 1000 家最大的银行的总资产 90.4 万亿美元，为全球 GDP 的 158.8%；全球股市市值 62.7 万亿美元，为全球 GDP 的 114.4%；全球债券余额 79.8 万亿美元，为全球 GDP 的 145.6%，全球金融衍生产品名义值 674.4 万亿美元，为全球 GDP 的 1229.8%。粗略计算，全球金融业的规模达到了全球 GDP 规模的 16~17 倍。显然，实体经济不需要一个 16~17 倍于它的虚拟经济服务于它。经过这次全球金融危机，金融业的资产规模、利润水平和市值都很难在一个相当时期回到 2007 年的高价值。金融业的去杠杆化不可避免。我认为，以 2007 年为界，未来两三年内市场稳定后，全球 1000 家最大的银行的总资产会下降 15%~20%，全球股市市值会下降 30%~40%，全球债市总额会下降 20%~30%，全球衍生产品名义值会下降 50%。这一趋势已经开始显现。2008 年，全球 1000 家最大的银行的总资产已经下降了 4 万亿美元，全球股市市值已经下降了 29 万亿美元，降为全球 GDP 的 54.9%；全球债券余额已经下降了 6 万亿美元，全球金融衍生产品名义值已经下降了 25 万亿美元。

比规模下降更为重要的是全球银行业结构的变化，金融业将发生根本性的结构变化。

第一，银行业的经营模式会发生变化。银行业过度追求利润的短期化行为倾向会得到矫正，从单纯追求资本回报率（ROE）转而为社会和股东的长期利益服务，追求长期的股东利益、银行利益和社会利益相一致的长期社会收益回报。银行在寻求稳健的可持续发展的模式。银行会进一步加强对全面风险的管理，更审慎的信用风险管理，也更关注流动性风险和市场风险的管理。银行过度依赖货币市场融资的负债结构会得到调整，会加强负债管理、加强动态流动性管理和加强对稳健的居民储蓄的管理。银行会收缩表外业务，例如金融衍生产品交易、债券交易、杠杆融资等，同时大规模地减少交易业务账户的敞口。花旗银行的分拆表明，稳健银行经营不能持有过大

的交易账户敞口。总之，银行会更多地回到传统商业银行的业务，回到为实体经济服务的基础上。

第二，银行的收益水平和结构也会发生变化。2008 年全球 1000 家最大的银行的税前利润从 2007 年的 7808 亿美元下降到 1150 亿美元，ROE 从 20% 下降到 2.69%，资产回报率（ROA）从 0.87% 下降到 0.12%。2001 年到 2006 年，全球银行业整体有 14%~15% 的股本回报率，但在 2001 年以前的 30 年间，银行业平均股本回报率为 9%~10%。今后的 2~3 年内，银行业的整体回报率会下降到 6%~7%，以后逐渐恢复到 9%~10% 的均衡水平。同时银行业的整体收益结构也会从交易和各项费用收入超过总收入 50%~60% 的水平逐渐下降。

第三，全球银行业的国际业务会下降更快。在过去的 15 年里，银行的国际资产规模增长最快，1990~1995 年全球国际化银行的资产每年平均增长 4.5%，1996~2000 年增速提高到 7.2%，2001~2007 年进一步提高到 18.4%。这是非同寻常的强劲增长。2007 年全球银行的国际资产达到 37.3 万亿美元，2008 年已经下降了约 3 万亿美元。为了支持国内市场的需要和满足强化的监管的需求，大型国际化银行会在全球撤资。全球银行的国际资产会继续下降。这会改变全球金融格局，即会对新兴市场经济的金融业产生很大的压力，也会给新兴市场经济的金融业创造发展空间，为这些金融机构开发国际金融业务提供机会。

第四，全球金融市场也会发生结构性变化。美国、欧洲的金融机构在这次金融危机中遭到重创。在全球 1000 家最大的银行的总利润中，美国的银行的税前利润从 2007 年的 1887 亿美元下滑到 -911 亿美元，欧洲的银行的税前利润从 2007 年的 3742 亿美元下滑到 -161 亿美元，只有亚洲的银行业仍然保持了 1461 亿美元税前利润成绩。欧洲银行业发达，历来占全球 1000 家最大的银行的总资产的一半，这次受到的损失也最大，英国经济正在经历一个相当长和相当严重的衰退。随着国际银行业务的下降，全球资本流动的下降，金融衍生产品交易的大幅缩小，伦敦作为全球第一金融市场的地位正在受到直接的冲击。美国的金融机构也遭到重创，纽约的金融地位也面临挑战。全球都在重新定义金融市场结构，会更关注亚洲，包括上海和香港都有新的发展空间。

这些是我们正在观察到的变化，但这只是变化的开始，更大的变化还正在酝酿中。全球金融格局的变化会对中国的金融发展和战略产生重大的影响，我们必须对全球金融新格局予以认真研究。

3. 探寻新的金融监管范式

这次全球金融危机清楚地表明了现行的仅仅建立在巴塞尔资本协议之上的监管有严重的缺陷。巴塞尔协议最根本的特点是强调资本金的管理，然而在今天的金融市场和法律条件上，银行很容易突破这一约束。比如，银行可以很容易地把业务放在表

外,并通过特殊目的载体(SPV)的方式在一定程度上规避监管。雷曼公司倒闭的时候它的名义资本充足率是11%左右,因存在大量表外业务,并表以后,实际资本金比率才2.5%左右。巴塞尔资本协议还有明显的顺周期倾向,过分依赖市场的自动均衡机制和存在着以正态分布假设为前提的风险管理体系等缺陷。

这次全球金融危机表明了美国式的分权和制衡、政出多门的混合式监管模式的失效,也表明了欧洲式主要是法国、意大利等国家的功能性监管在沟通和协调方面的严重不足。这次全球金融危机同样表明了以英国FSA为代表的新型的并日益被越来越多的国家接受的统一监管也在宏观稳定方面存在系统性不足,而发展中国家和新兴经济的以机构为主的监管模式也不能满足预防系统性风险的审慎监管的要求。

这次全球金融危机明显地表明了在全球经济金融化的今天,金融业已经远远超出了作为一个行业的存在部门定位,具有举足轻重的宏观经济金融的影响,而现有的监管模式都或多或少地偏重于微观监管,而缺乏宏观的视野和有效的宏观协调与沟通框架及有效的行动手段。这次全球金融危机进一步表明了在全球经济金融一体化的今天,各国在经济和金融上依赖性大大增加,国际资本跨境流动大幅提升,而世界明显缺乏有效的全球金融监管的沟通和协调平台,缺乏有效的全球金融监管框架和平台。现有的国际金融体系,如国际货币基金组织(IMF)、国际清算银行(BIS)和金融稳定论坛(FSF)都未能承担全球监管的职责。

全球金融危机发生后,各国都开始对现有的监管体系进行检查。美国财政部最早推出了《金融监管改革蓝图》,提出短期改革以摆脱美国当时面临的次贷危机困境,成立总统金融市场工作小组、成立抵押贷款创设委员会和有效加强美联储向市场提供流动性的建议。中期改革方案以统一监管为模式,逐步废除联邦储蓄宪章,合并储贷监理署和货币监理署,健全州立银行监管机制,加强支付结算系统管控,对证券、期货、保险等业务领域的监管实施渐进式改革。长期理想的监管模式是既能发挥目标性监管的优势,又能极大程度保持这一监管构架的持久性和灵活性,以便更加迅捷地应对市场变化,增强资本市场竞争力,更好地保护消费者利益,维护市场稳定和有序运行。

2009年3月,随着金融危机的发展,美国提出了更加彻底的监管改革计划:第一,提出建立一个独立的监管机构,防范系统性风险。第二,明确定义对系统重要性的金融机构界定,主要通过三个标准:一是该公司与金融体系之间的相互依存度;二是公司的规模、杠杆比率(包括资产负债表外的敞口)以及对短期融资的依赖程度等;三是作为家庭、企业和政府的信贷来源及金融体系流动性来源的重要性。第三,对具有系统重要性的金融机构在资本和风险管理方面提出了更高的监管标准。第四,加大对一些对冲基金和货币市场共同基金的控制,要求一定规模以上的所有对冲基金进行注册。第五,明确对场外衍生品市场加强监管。

2009年6月18日,美国又推出了自20世纪30年代以来最大规模的一揽子金融

监管改革方案。在金融机构监管方面，方案明确赋予美联储监管美国规模最大、最具系统关联性的公司的权力并计划将撤销储蓄管理局；在市场监管方面，方案增加对场外衍生产品、私人金融合约和衍生品交易商的监管，并增加市场透明度，虽然未推动美国证券交易委员会与商品期货交易委员会合并，但将呼吁两家机构在政策方面进行更多协调；在消费者保护方面，计划将创立一个新的机构——消费者联邦保护局，负责制定和推行诸如抵押贷款和信用卡等方面的消费者保护法规；在宏观危机应对方面，赋予政府接管具有系统重要性的大型金融公司的权力，赋予美联储在非正常紧急情况下进行紧急放贷的权力；在国际监管合作方面，提议加强国际金融监管政策协调，具体举措包括制定相似的信用衍生产品监管规定，在对大型跨国金融机构进行监管方面签署跨境协议，以及与海外监管机构进行更好的合作；同时美国财政部将要求原始贷款发放机构必须承担所出售证券的5%的信贷风险。

英国也在应对金融危机中对金融监管提出了一系列的改革方案，颁布了一系列的法案、条例与改革建议。英国率先于2007年10月正式宣布对对冲基金实施监管，并建立了对冲基金标准管理委员会，并在2008年1月发布《对冲基金标准管理委员会标准》，在加强信息披露、强化基金资产估值管理、组建风险管理架构和完善与健全基金治理机制等方面对对冲基金的监管做出了相应规定。2008年1月，英国金融监管当局（财政部、英格兰银行和金融服务局）发布《金融稳定和存款者保护：强化现有框架》征求意见稿；2008年7月，又发布了《金融稳定和存款者保护：进一步的咨询》和《金融稳定和存款者保护：特殊解决机制》；2009年2月，英国议会通过了《2009银行法案》；2009年3月，FSA公布了《特纳报告：对全球金融危机的反应》；2009年7月，英国财政大臣达林公布了《改革金融市场》白皮书。

英国监管改革的重要特点是：第一，高度重视金融稳定目标，重视对系统性风险的监管。《2009银行法案》中明确规定了英格兰银行作为中央银行在金融稳定中的法定职责和所处的核心地位，并强化了相关的金融稳定政策工具和权限。赋予英格兰银行保障金融稳定的新的政策工具，并在英格兰银行理事会下专职成立金融稳定委员会。第二，加强监管当局在危机银行处置中的权限和程序，为此设立了特别处理机制（Special Resolution Regime, SRR）来干预和处置问题银行。要求财政部、英格兰银行和金融服务局三大机构分别承担不同职责，共同协调采取措施。由金融服务局确定对问题银行启动特别处理机制，由英格兰银行负责问题银行的处理程序，由财政部、金融服务保险计划公司等提供流动性支持。第三，建立了整套的银行破产程序，规定银行破产的基本条件，以减少因银行破产引起的可能的震荡，同时改善金融监管部门之间的协调。第四，规定了有关金融监管部门在信息共享等方面的职权。

2008年的银行监管改革计划同样加强了对金融机构的监管，要建立一个专门机构，帮助监督商业银行的风险模式，计划建立监管联席会议，以对所有大型的、复杂的跨国金融集团实施审慎性的监管。英国和欧盟成员国密切合作，确保对银行跨境业

务的监管及储蓄保证。

欧盟金融监管改革面临不同的形势，自欧元区成立以来，区内各国金融市场一体化程度逐渐加深，尽管如此，对金融市场统一的监管体制和市场规则却迟迟没有形成，最后贷款人的职能仍保留在各成员国内，ECB的“银行的银行”职能受到限制，难以调解区内各利益主体在监管问题上的分歧。由于缺乏统一的政治和财政支持，欧盟区内各国受金融危机的影响不同，因此，欧盟的监管改革建议，一方面是加强在欧盟内的沟通和协调；另一方面出台了一系列的微观监管的措施。

2009年6月，欧盟通过了《欧盟金融监管体系改革》。首先，欧盟成立了欧盟系统风险委员会（European Systemic Risk Board, ESRB）作为宏观监管部门，加强欧盟内部沟通和协调，控制系统性风险。其次，建立欧洲金融监管系统，强化欧盟的微观金融监管和协调机制，升级原先的欧盟银行、证券和保险监管委员会为欧盟监管当局（European Supervisory Authorities, ESA）。最后，在各国层面上，由各国监管当局承担对金融机构的日常监管。为了加强欧盟监管机构之间的合作、监管方法的一致性以及对金融混业经营的有效监管，欧盟将在欧盟系统风险委员会中建立监管当局的信息交流与监管合作机制。

《欧盟金融监管体系改革》同样在微观监管方面提出一系列改革举措。第一，加强对银行资本监管改革，进一步完善巴塞尔新资本协议，对交易账户、跨境机构流动性监测及特殊投资等加以改进。第二，加强对银行的交易账户监管，要求银行增加额外资本缓冲，增强违约风险管理，制定交易账户下证券化头寸的风险加权要求。第三，加强对银行证券化业务监管，提高银行对诸如交易账户中资产证券化风险敞口的信息披露。第四，大大强化了对于银行再证券化业务的资本金要求，对银行从事复杂的再证券化投资业务加以一定的限制。第五，提出关于流动性风险管理的30项原则性建议。第六，提出对金融机构的薪酬政策的规定，赋予各国监管机构审查银行薪酬政策的权力并对不符合新的资本金要求的薪酬政策给予处罚。第七，加强对评级机构的监管，发布了关于信用评级公司监管立法草案，拟对该类公司在注册、治理结构、评级方法、透明度等方面采取比国际证券业协会（IOSCO）原则更为严格的监管。

全球金融危机以来，各国都认识到了现有金融监管体制的不足，总体趋势是向统一监管发展，同时加强宏观金融稳定防止系统风险和强化微观金融监管降低机构破产风险。同时强化对全球资本流动和大型跨境金融机构的监管，加强全球金融监管的协调和沟通，逐渐建立全球的金融监管平台。我们需要研究美国、英国和欧洲的监管改革方案，以其作为我国金融监管体制改革的借鉴。我们也需要研究如何加强全球金融监管的协调和沟通，以支持中国积极参加建立全球金融监管机构的国际活动。全球金融监管架构正在发生变化，并表监管、统一监管、全球监管变得日益重要，这也给了中国一个前所未有的机会参加这些讨论和决策，提出自己的意见，代表新兴经济的利益参与进行全球监管的重构。

4. 寻找“过渡”的国际货币体系

这次金融危机宣布了以美元为中心的美国本位制的国际货币体系的严重不足。第二次世界大战结束后,世界建立了以布雷顿森林体系为基础的金本位全球货币体系。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,各国货币则与美元挂钩,可按 35 美元一盎司的官价向美国兑换黄金。其时,美国的工业生产占全球 46%,美国的黄金占全球 73%,这个体系是基本稳定的。维持这个体系的必要条件是:第一,美国国际收支保持顺差,不断输出美元以实现世界货币职能;第二,美国有充足的黄金储备以保持兑换能力;第三,美元与黄金的兑换比例稳定。但从 20 世纪 50 年代后期开始,美国经济竞争力逐渐削弱导致其国际收支不断恶化,各国纷纷抛出美元兑换黄金,美国黄金大量外流,动摇了人们对美元的信心,从 60 年代开始爆发了多次美元危机,最终美国政府于 70 年代初被迫放弃黄金与美元挂钩,实行比价的自由浮动。随即欧洲经济共同体和日本、加拿大等国也宣布实行浮动汇率制,不再承担维持美元固定汇率的义务,美元也不再成为各国货币围绕的中心——布雷顿森林体系完全崩溃。

1976 年,主要国家于牙买加首都金斯敦签署了《牙买加协议》,标志着国际货币体系进入了牙买加体系阶段。其主要变化是:推行浮动汇率制度;黄金非货币化;国际储备资产多元化;国际收支调节形式多样化;加强基金组织的作用。牙买加体系为适应巨大波动的市场,在制度安排上比较灵活,但牙买加体系没有建立稳定货币体系的机构,没有制定明确的规则,各国根据自己的考虑履行义务,缺乏本位货币及其增长约束,以及国际收支协调机制的体系。现实中牙买加体系以世界各国的货币和以美元、德国马克、英镑和日元等一篮子货币挂钩,美元、德国马克、英镑和日元相互之间以浮动汇率协调。20 世纪 90 年代后,美国经济日益走强,实际上形成了各国货币和美元挂钩,全球货币体系进入了美元本位制。从此,国际货币体系的稳定系于美国国内的宏观政策。在 1976 年到 1996 年的 20 年中,世界对美元的需求相比之前是大大增加了,特别是 1996 年以后,美国日益成为一个以消费为主导的大国,美国的经常账户赤字不断增大,各国对美元的需求也不断增加,全球外汇储备也不断增长。美国只从本国利益出发印发美元和全球宏观经济不协调的矛盾日益增大,产生了美元作为美国一国的主权货币和作为全球流通手段的矛盾。这种利益冲突则以全球金融动荡和金融危机表现出来,这是产生本次全球金融危机的一个重要原因。

针对国际货币体系的种种缺陷,改革国际货币体系的要求也众说纷纭,见仁见智。理论讨论原则上大致可概括为三类:第一类方案由来已久,倡导以某种方式恢复金本位制或商品本位制的设想,代表人物是美国经济学家蒙代尔。这类观点更多地可视为一种思想理论上的争锋,金属或商品的本位制度已尘封于历史多年,恢复实施的可能性较小。第二类方案以建立超国家的世界货币和世界中央银行或类似国际金融机

构为最终目标,其代表性人物是美国经济学家库珀,他指出“国际权力机构发行一种用于国际贸易的特殊货币,各国执行独立、统一的货币政策,才是稳定汇率的唯一方法”,为此应当“用循序渐进的办法,使国际货币改革走向世界货币体系,在数年内先实行汇率目标区制,再实行美、日、欧三级的单一通货制,最后过渡到全世界都参加的单一通货制”。第三类方案主要是在前两类观点基础上的折中和妥协,以建立区域性的固定汇率制度为基本诉求。20世纪60年代,蒙代尔、麦金农、肯南等人创立并发展了“最适度货币区理论”,其内容主要是结合某种经济特征来判断汇率安排的优劣,并说明何种情况下实行固定汇率安排和货币同盟或货币一体化是最佳的。这一理论的产生成为欧元诞生的理论依据,而欧元的产生对现行国际货币体系的发展有了一个启示,使得现行国际货币体系更可能向一种“区域性固定汇率制”的方向发展。

也有对国际货币体系改革的激进的设想,例如莫里斯·阿莱曾提出过一个激进的方案,包括:①完全放弃浮动汇率制,代之以可调整的固定汇率制;②实行可确保国际收支平衡的汇率制;③禁止货币竞相贬值的做法;④在国际上完全放弃以美元为结算货币、汇兑货币和储备货币的记账单位;⑤将WTO和IMF合并为一个组织,成立地区性组织;⑥禁止各大银行为了自己的利益在汇兑、股票和衍生产品方面从事投机活动;⑦通过适当的指数化在国际上逐步实行共同的记账单位^①。

对国际货币体系的最终模式的探讨从来就没有中断过,也会继续进行下去。困难在于,讨论的方方面面都看到了美元作为一国的主权货币和作为全球流通手段的失衡,但也都意识到了世界目前还暂时没有对美元的替代。今天美元仍然占据全球外汇储备的64%,全球贸易结算的60%。美国的资本市场仍然是世界上规模最大和最具流动性的市场。欧元的地位还远远不能和美元相比。欧元只占据全球外汇储备的22%,全球贸易结算的份额更小。欧洲的债券市场规模和流动性仍然有限。而日元的地位还在欧元之下。大家也都同意,建立一个理想的国际货币体系是一个长期的任务,不可能一蹴而就。

因此,在短期和中期内,关于国际货币体系模式和改革方案的讨论会继续争议不断,金融市场特别是货币市场和汇率会波动不断。从当前全球经济金融稳定的要求出发,世界迫切需要一个稳定的储备货币/储备货币系统(篮子)以维护一个稳定的汇率体系和货币市场。世界也需要一个相对平衡的经常账户和资本账户结构,因此世界需要对全球资本流动进行监控和协调以防止全球经济金融失衡的再度发生,需要对全球和各国的宏观经济金融政策和宏观经济金融变化进行监控和协调。最后,世界也需要全球的最后贷款人,在危机的情况下能迅速地采取措施对危机的国际和区域进行有效的援助和支持。对上述问题都需要从理论上、操作上和制度安排上进行深入的

① 陈元. 国际货币市场变化趋势及对策研究. 北京: 中国财政经济出版社, 2007: 201.

研究。

5. 研究危机后的全球贸易、经济、金融新格局

全球经济金融一体化的直接结果是世界分工的进一步细化，产业链的进一步拉长。到2008年，世界实际上已经分化成三个主要板块，即以美国、英国、西班牙等为主的金融和消费板块，以德国、日本、中国、韩国为主的制造业和出口板块以及其他资源和农业国家板块。金融和消费板块以全球的资源借贷消费，制造业和出口板块以全球需求为市场生产，生产链大大拉长，其实形成了金融和消费板块的过度消费，以及制造业和出口板块的过剩产能，由于通过金融市场融资，全球资本流动的规模和速度都大大提高。

受到金融危机的打击，美国普遍意识到美国进口太多、消费太多，而向全球借贷消费不可持久。因此美国国内居民储蓄率上升很快，在过去9个月内，美国国内居民净储蓄已经从-1.2%的GDP上升到6.5%的GDP，目前还在缓缓地上升。按目前美国国内居民储蓄水平，预计美国2009年的经常账户赤字会从2007年的8000亿美元下降到3000亿美元。美国作为世界主要的消费进口国，它的进口减少，会对现有贸易格局产生很大影响。首先，制造业和出口板块就要减少5000亿美元的出口。其次，美国等金融和消费板块调整消费和储蓄行为相对比较容易，而日本等制造业和出口板块要调整出口相对比较困难，因为这涉及对现有已经过剩的生产能力进一步调整，涉及结构调整的方方面面。例如，我国的钢产能是6.9亿吨。但2008年和2009年的实际需求在5亿吨左右，25%~30%的产能过剩。2008年和2007年我国的钢铁出口维持在6000万吨左右，2009年以来几乎停滞。我国22个主要行业，2009年将面临20个行业产能过剩的局面。2009年，韩国的制船业产能过剩高达40%，而德国和日本的设备、机床等产业的产能也过剩达20%~40%。这就是为什么2008年第四季度年化的经济增长，美国为-6.1%，欧洲为-5.9%，英国为-5.9%，而日本是-12.1%，新加坡是-16.2%，韩国是-20.6%。2009年第一季度年化的经济增长，美国为-5.4%，而日本是-13.4%。换言之，在危机形成的金融和消费板块经济受到的影响反而小于受到连带影响的制造业和出口板块。

因此，在以美国、英国、西班牙等为主的金融和消费板块经历“去杠杆化”的同时，以德国、日本、中国、韩国为主的制造业和出口板块在经历“去产能化”，这是一个长期的过程。美国和英国等国家会从金融机构开始资产负债表的“去杠杆化”，逐渐走向企业和居民个人的负债“去杠杆化”。而以德国、日本、中国、韩国为主的制造业和出口板块则会在最终消费品制造业到机器设备和重化工业都面临一个长期的“去产能化”结构调整过程。

由此在当今世界：第一，贸易保护主义会抬头。世界银行报道，2008年10月以来，有近90条新的贸易限制措施出台，包括美国的购买美国货条款、俄罗斯的钢铁

关税、欧洲的汽车补贴、阿根廷和巴西的农业限制贸易……其结果自然是贸易流动受限，跨境投资受阻，全球供应链被破坏，全球流动劳动力的下降和跨境汇款的减少。最后，是全球生产成本上升，消费者要付出更高的价格。第二，即便在没有贸易保护主义的情况下，全球贸易也会下降，2009 年估计会下降 11% ~ 13%。第三，由此带动全球资本流动大幅下降。我们估计，2009 年全球资本净流动量只有 2007 年高峰时期的 25%。由此，东欧、拉美以及亚洲的新兴经济体和发展中国家都会面临外资撤离的压力和汇率波动以及偿还债务再融资的压力。而全球资本流动减少也会减少欧美资本市场的交易和活动。第四，制造业和出口板块的产能调整会更困难，因此危机的下一个发展点是欧美面临金融机构和居民在继续去杠杆化过程中不良（有毒）资产处理可能引发的破产及其对宏观经济金融的压力时，制造业和出口板块的国家会面临去产能化过程的产业重组及其引发的企业破产、失业、增长进一步放缓、银行新不良资产形成等新的冲击。第五，这种新的格局变化提出了新的全球经济金融协调的新要求。1929 年美国“大萧条”后，世界各国在伦敦开会协商，会议开了一个多月，但失败了。这次危机爆发仅仅六个星期之后，世界主要国家先在华盛顿开会，之后又在伦敦开会，进行全球的协商和协调，而伦敦会议是全世界信心恢复的一个关键。会议表明只有世界共同合作才能缓和金融危机对全球经济的冲击，而在全新的全球经济金融格局的变化中全球经济金融更需要协调才能得到比较好的发展。最后，目前全球经济金融一体化在停滞，但是这种停滞是短期的暂时的，还是根本的和长期的？我们是处在全球化后期还是去全球化过程中？或者全球化发生了新的变化？这些都需要予以研究。

6. 关注碳金融、碳关税和低碳经济

在全球金融危机的冲击下，全球经济进入衰退，在解救全球经济危机的同时各国都在寻找下一个引领全球经济走出困境的领头行业。从现有的情况看，世界正在加大绿色投资、倡导绿色消费、促进绿色增长。广义绿色行业会是未来的领军行业，这包括可替代性能源和节能、新材料、气候变化和环境保护、健康和老年医学、生物基因等。其中低碳经济发展正在成为世界经济新的增长点，发展低碳经济成为各国抢占未来经济制高点的重要战略选择，包括节能技术和装备、提高能效技术和装备、清洁煤、可再生能源、先进核能、新能源、低碳和零碳技术的研发和产业化。低碳经济正在形成继全球 IT 革命、金融创新之后，既适应人类发展和全球环保趋势，又拥有一定技术和产业基础，因而能够创造出巨大投资机会和就业机会的新的经济增长点，并由此创造以低碳排放为特征的工业、建筑和交通体系，形成以低碳排放为特征的新的经济调整结构。

低碳经济和金融有很大的关系。虽然目前各国政府仍然在政府间单边和多边举行外交谈判，讨论定义和额度问题，但在外交谈判之外，碳金融、碳关税、碳交易、碳