

《改变未来的金融危机》*

□朱 民(中国银行)

2007年3月13日,初春的纽约,略带凉意的微风吹拂过刚抽出嫩芽的柳枝。上午,一阵窃窃私语穿过华尔街的窗门之间:美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融公司因无力偿还共计84亿美元的债务,公司濒临破产。受此利空消息影响,当日美国三大股指暴跌幅度均超过2%,引发股市“黑色星期二”。一直以来,被议论的次级抵押贷款问题初次浮出水面。日暮,华尔街上,高楼的斜影遮住了大部的街面,一阵寒风吹过,卷起街上碎纸片片。但是,此时更多的市场参与者仅把新世纪金融破产事件看作是千变万化的金融市场随机扰动的一部分。华灯初上,纽约又一次沉浸在灯红酒绿之中。

6月,贝尔斯登的对冲基金爆出巨亏而申请破产,华尔街仍未想到他们已经点燃了全球危机导火索。2007年接近尾声之时,一贯被认为经营稳健的金融机构不约而同地冲销资产。亏损金额一次次被刷新,恐慌情绪开始一步步蔓延。短短几个月,瑞士银行、花旗银行、贝尔斯登、美林等世界顶级金融机构的高管黯然离职。霎那间,华尔街噤若寒蝉。

事情远未结束。进入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。面对市场的急剧动荡和恐慌,各国政府纷纷出手救援金融机构维护市场稳定。9月7日美国出资2000亿美元接管了股价急剧下跌的“两房”(房利美公司和房地美公司);9月15日雷曼兄弟申请破产保护;同日,美国银行收购美林公司。雷曼兄弟的破产揭开了此次金融大瘟疫的序幕。9月15日,欧美各国股市开盘即大幅下跌。标准普尔500指数暴跌4.71%,为“9·11”事件后股市重开以来当日最大跌幅;道琼斯工业指数收低4.42%,为2001年9月以来最大单日点数跌幅;英国股市富时100指数跌3.9%,为2008年1月21日以来最大单日百分比跌幅。金融机构股价跌势令人招架不住,美国银行下挫21.3%;AIG狂跌60.8%;高盛和摩根士丹利分别大跌12.1%和13.5%……

9月15日美国第一大保险巨头AIG因为流动性困难,政府注资800亿美元,被政府接管;9月26日摩根大通银行收购陷入困境的华盛顿互助银行;9月28日美国政府提出7000亿美元的经济紧急稳定法案,但是市场继续动荡。10月3日富国银行收购几近破产的美联银行,同期高盛和摩根士丹利也先后被迫申请转制为商业银行控股公司。仅仅两个月的时间,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。至此,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,9月15日英国劳埃德(Lloyds)银行收购陷入困境的HBOS银行、B&B银行被政府接管/国有化;10月8日英国政府出资870亿英镑对包括苏格兰皇家银行在内的英国前十大银行进行注资或国有化援救;德国Hypo银行因担保贷款拖累而被政府救助;比利时富通银行被比荷卢三国经济联盟救助;冰岛前三大银行被政府国有化……

欧洲一些小国经济和亚洲新兴市场国家也先后受到全球金融危机的冲击,出现了自1998年亚洲金融危机以来最为严重的经济金融动荡。在欧洲,人均GDP位居全球第四

的冰岛在三大银行被国有化以后,同时发生了通货膨胀高企、股市暴跌、汇率大幅下降,该国政府宣布国家面临破产风险,最终不得不向国际货币基金组织和俄罗斯求援。匈牙利和乌克兰则因为外资大量流出,股市暴跌、汇率下降,最终分别接受欧洲央行50亿欧元和国际货币基金组织的140亿美元贷款援助。在亚洲,韩国出现大量资本外流,股市下跌,汇率贬值超过30%,外汇储备减少,政府不得不紧急注资金融机构以挽救信贷市场,同时向周边国家求助。巴基斯坦也遭遇了外资流出、外汇储备大幅下降和不能偿还到期债务的危机。阿联酋则宣布为国有银行的所有存款、储蓄以及银行间贷款提供担保,并向银行体系注入所需的流动性。中国的港澳地区也遭遇个别银行挤兑风波和雷曼迷你债券事件。拉美新兴国家的股市和汇市也同样感受到全球金融危机的冲击。

至此,美国次贷危机已经演变为一场自大萧条以来最为严重的全球性的金融危机,也有观点认为这是一场百年未遇、史上最大的全球性金融危机。全球范围内的金融危机和各大金融机构的信用风险陡升,引发市场信心的极度恐慌,金融市场的流动性紧缩市场信心严重不足,银行间拆借市场几乎冻结。资本市场巨幅下挫,全球主要股指巨幅下跌,同时大幅波动,日内3%~5%的波幅频繁出现,衡量全球资本市场走势的MSCI指数降至2002年以来最低点。在短短两个月内全球股市均不同程度地下跌30%~45%不等。一时间全球金融业哀鸿遍野,一片恐慌。冬日的华尔街,寒风凛冽,街口的奔牛铜像也在瑟瑟寒风中显得疲惫不堪。

危机开始之时,也是思考启航之点。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?是风险管理体系的不足和定价的失败,还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?

现时、历史和未来都在考问我们。

由于工作的关系,自2007年初美国次贷危机爆发后,我们便时时刻刻关注整个事件的进展,分析可能产生的影响。我们在内部举办了每周的讨论会,积累了大量的研究笔记。我们认为要以中国学者的视角思考这次金融危机对未来的影响。在大家的共同努力下,终成《改变未来的金融危机》一书。

本书前三章从危机的缘起、爆发和蔓延,政府救市的得失与困惑,金融危机向经济衰退的传导三个方面审视这场危机。第四章解读三个有代表性的案例,让读者对这场危机有更深入的认识。本书后三章从教训出发展望未来,从未来着眼分析现实。第五章剖析实体经济与虚拟经济、经济金融全球化问题。第六章分析银行业经营和金融监管中的问题与缺陷,并对重构银行业和银行监管进行初步的探索。第七章就目前备受争议的国际货币体系何去何从进行简要的评述。

(下见64页)

*作者系中国银行副行长,本文为作者专著《改变未来的金融危机》之序。该书已由中国金融出版社2009年3月出版。

从结果(参见表1)可以看出,5865.9亿元的出口退税将通过出口途径导致GDP增长3205.62亿元,而相应数量的政府购买将导致GDP增长6980.42亿元,政府转移支付将导致GDP增长1396.08亿元。可见,作为刺激中国经济增长的手段,出口退税的作用远不及政府购买,原因就在于中国出口商品的低价格弹性导致政策传导过程中利益的大量流失。另一方面,由于中国的边际消费倾向较低,出口退税的经济刺激作用又显著高于政府转移支付。

四、结论与政策建议

通过对中国出口退税的“然后”和“如果”分析,我们发现,(1)在出口增长带来的利益分配方面,中国较低的出口价格弹性导致一半以上的出口退税支出事实上补贴了外国进口商和消费者;(2)在经济刺激效果方面,较低的出口价格弹性同样导致出口退税政策显著劣于政府购买手段。综合考虑,以出口退税为手段通过刺激出口来拉动中国经济增长的方式远不如看上去那么诱人。事实上我们还有更好的替代性政策选择,例如政府出资购买消费品分配给低收入者,此举不仅对经济增长的刺激作用强于出口退税,而且不存在政策支出的国外漏出。

我们分析中隐含的一个前提假定是仅将出口退税视为一种财政支持政策,从而忽略了出口退税避免双重征税、保证国际竞争公平性等其他重要作用,这些作用也正是出口退税制度设立与存在的基础。但我们假定的合理性在于:(1)中国虽然于1994年税制改革后确立了“彻底退税”的指导思想,可这一指导思想在实际运行中并未得到全面贯彻实施,反映为中国的出口退税率随出口收入、财政状况和产业结构优化需要而时有调整,并且存在部门和商品间的重大差异;(2)尽管从长期看中国努力的方向是以稳定的方式实行出口商品零税率,可这一目标在短期内无法实现,中国目前的出口退税政策仍然带有浓郁的宏观调节色彩;(3)保增长保就业是中国经济面临的最突出问题,衡量重要政策的效果都应该从这一点出发而不是其他;(4)2009年中国财政收支紧张状况突出,财政赤字预计为9500亿元。根据预算草案,2009年出口退税总额为6708亿元,从数量上看占全国财政收入(66230亿元,不含从中央预算稳定调节基金调入的505亿元)的10.24%,占全国财政支出(76235亿元)的8.8%。在当前情势下,这笔庞大的资金应该有更好的去处。▲

注释:

[1] 在2008年汇率月度数据上的平均,其中月度数据来自中国货币网, <http://www.chinamoney.com.cn/column/waihui/hqxx/>

rmbybjhl/index.html。

[2] 中国社会科学院国际研究学部应急课题《美国金融危机与人民币升值对中国出口与宏观稳定的冲击》,姚枝仲主持,成员包括宋泓、田丰和苏庆义。

[3] 估计价格弹性是国际贸易理论研究领域的一个重要主题。一些早期的相关研究(Houthakker and Magee, 1969; Krugman, 1989)使用出口的平均单价来估算出口商品的价格水平变动。这种估算方法主要存在两个问题:一是忽视了产品质量变化引起的出口商品单价变化;二是忽视了新旧产品的区别。事实上一国的出口商品组合是动态的,是一个不断淘汰老产品和增加新产品的过程,仅使用出口商品平均单价无法体现出口商品的同质可比性。特别是在中国,由于出口商品结构的快速变化,平均单价法的上述两个缺陷将导致估算上的较大偏差,因此我们对出口商品价格水平变动的估算主要建立在Feenstra(1994, 2004)研究的基础上。考虑到数据的连续性和可获得性,课题组所选的贸易伙伴仅包括美国、加拿大、德国、法国、意大利、西班牙、英国、日本、韩国、中国香港、中国台湾、东盟五国和印度等。2007年中国对这些国家的出口额已占中国当年总出口额的71%,因而据此的计算结果也具有较强的说服力。我们对新旧产品的区分在HS1992六位码上进行。样本期为1992年—2006年。

[4] 来自于中国社科院世经政所课题组的计算结果。

(上接封三)

利用业余时间写一本书不是一件容易的事。写一本关于目前尚在发生和发展中的金融危机的书,并希望找出未来的方向更不是一件容易的事。我们在写作中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,在斑斑事件中寻找历史,在层层硝烟中探寻明天。在写作中,我们也在一次又一次纷繁的事件中看到新世纪的曙光,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不遇的金融危机,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。

当我们从大洋的彼岸回首探视我们的祖国,我们骄傲我国的金融体系经受了危机的硝烟,我们也关注我国的经济正在经受主要发达经济全面衰退的冲击。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。

行文至此,新年的第一缕阳光正从窗外斜斜地照射进来。2009年注定是动荡的一年、挑战的一年,变革的一年,同样也一定是充满机遇的一年、思索的一年,改变历史的一年。危机还在继续,而在不知不觉中新的世界一页也正在打开。

我们学识简陋,虽绵薄,仍焉有失,还敬请谅解。

谨此,我们诚惶诚恐地把本书敬献给读者。▲

势,将使中国的国内经济发展严重依赖于世界市场。能否满足和协调出口国和进口国的关系,实现稳定供应和消费,对于中国和出口国来说,具有双重的石油安全利益。

自从中国石油企业跨出国门后,海外石油直接投资与合作范围不断扩大。目前,中国的海外石油作业产量在7000万吨左右,国内的石油产业已经延伸到了30多个国家、70多个国际项目上。显然,中国的石油产业已经国际化了。

基于以上的事实,全球性的金融危机必然也对中国的石油产业造成直接的冲击。具体表现在:(1)2008年汽车摩托车消费增长趋缓,航空业低迷,交通等主要用油部门增速下降。(2)2009年汽油需求虽然继续增长,但是增幅明显回落,而柴油和煤油不仅没有增长,而且可能出现负增长,出现供过于求。(3)由于前几年的持续投资,增加炼油能力,而近年来炼油装置开工率下降,炼油装置负荷不足75%。(4)中国的石油公司年收入和利润下降。

但是,笔者认为,这些是金融危机带来的暂时困难和现象,会在2009年和2010、2011两年内被逐步解决。目前对于中国石油产业来说,能否转危为机,取决于对关键问题的处理。

——能否利用这次金融危机,调整油价,与国际接轨;

——能否调整石油产业结构,适当抑制需求,促进新能源的开发利用;

——能否加快跨国油气管道等重大基础设施和储备建设的投资,并产生巨大的带动效应;

——能否利用目前国际油价变化和石油资产价值的变化,利用中国的市场优势、资金优势和资本市场优势,利用一些资源国在低油价下加大与中国合作的机会,加大利用境外油气资源的步伐。

总之,需要认真分析目前中国石油产业和国际形势的发展趋势,及时调整发展模式和结构。

三、若干认识与建议

通过以上分析可见,国际石油市场需要2~3年时间逐步恢复常态。未来世界石油需求靠包括中国在内的新兴经济体石油需求的恢复,西方经济制度重整,全球资本市场和金融秩序的重规,世界对诸多产油国投资信心的恢复等。世界经济的发展需要一个合理的油价区间,必须防止长期维持低油价,打击世界石油产业的产能建设,出现新一轮的供应短缺。

对于中国石油产业来说,不仅需要分析面临的现状和问题,更需要寻找下一轮经济发展的机遇,重新寻找发展战略、结构与模式;不仅需要认真分析国内形势,更需要从全球的角度看中国。在全球化背景下寻

找解决中国石油问题的综合方案,包括应对金融危机的措施。

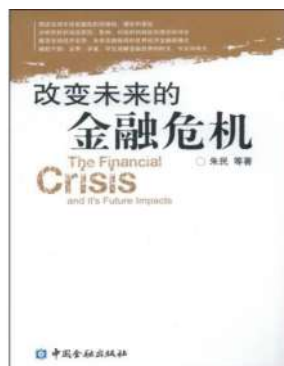
为此,笔者在利用当前的时机,充分利用国际石油资源方面,向国家有关部门和石油公司提出了一些具体建议,包括:(1)建立全球化的石油贸易体系。现在我们只有进口,而没有形成全球化贸易体系,没有相应的制度。(2)加快国内外油气基础设施建设,包括跨国油气管道建设和重大战略储备设施建设。今后中国的石油进口规模很大,必须通过战略运作,加大力度,建设从周边和中东产油国进口石油的长输管线和相应设施。(3)在过去的15年时间里,中石油、中海油和中石化均在加快对外投资与合作步伐。然而,当前国际石油形势的变化巨大,迫切需要认真分析,借鉴其他国际石油公司的经验,树立信心,坚定对外投资与合作的步伐与战略。(4)在“走出去”方面,由于目前国内石油企业走出去的热情高,出手粗,效益优劣相参。建议国家研究出台一套指导性的政策,支持大中小石油企业的跨国经营。(5)在利用国际油气资源过程中,既要双赢互利,也要在适当的时机,超越双赢互利,强调巧合作,扩大对外合作的战略优势。(6)积极参与国际能源对话,提高国际影响力,为中国企业参与国际油气大分工创造良好的环境。▲

注释:

[1]徐锭明:“科技决定能源未来”,载《中国科技投资》,2009年1月号。

[2]美国地质家协会2008年研究大会报告。

书 讯



书 名:改变未来的金融危机

作 者:朱 民 等著

出 版 社:中国金融出版社

出版时间:2009年3月

定 价:40.00元