

应对市场流行病,设计“金融 WHO”: 宏观审慎的全球治理方法

Yasunori Sone

关 键 译 陈永杰 校*

【摘 要】对于全球金融市场应该如何监管和治理,一直存着一个“三元悖论”的难题,亦即既要获得金融市场发展的好处,但又要确保必要的全球监管,并且不损害国家主权。论文认为,全球金融“传染病”的不断蔓延是解决这一难题的天赐良机,现在正是布雷顿体系后建立新体制的最佳时机,一个“金融 WHO”的出现,将有效降低金融泡沫的规模。

【关键词】金融 WHO 市场流行病 三元悖论 衍生物 国家主权

【DOI】10.3969/j.issn.1674-2486.2009.02.006

【中图分类号】D5 【文献标识码】A

【文章编号】1674-2486(2009)02-0126-09

许多评论家把现在的世界金融危机比喻成“一场大火”。然而,这一类比并不完全恰当,因为大火不会越洋过海。现在这场源于美国次贷问题的危机,已经越洋过海蔓延全世界。因此,这次被认为是“大萧条”后最为严重的金融危机,用蔓延全世界的“传染病”来形容更为合适。这场危机应该理解为全球金融领域的“市场流行病”,就像流感和传染性非典型肺炎(SARS)之类肆虐全球的传

* Yasunori Sone(曾根泰教),日本庆应义塾大学媒体与政府研究院,教授;关键,中山大学亚太研究院国际关系学系,硕士;陈永杰,中山大学行政管理研究中心、社会保障与社会政策研究所,讲师。

本文曾在“东亚公共管理论坛”(2008年12月20-21日,广州)上宣读;译者感谢中山大学亚太研究院方志操同学对本译文的贡献。

染病一样。

虽然使风险多样化的金融工程技术加速了“传染病”的蔓延,但以“公共卫生”为角度的思考,在市场经济中却还比较罕见。金融工程学往往用多样化的方法来管理风险。诸如证券化、信用违约互换(Credit Default Swap, CDS)和融资(或杠杆效应)等衍生物和新技术加速了全球金融危机。最后,危机蔓延为三个互联的恶性循环:房地产市场、金融市场和实体经济(见图1)。

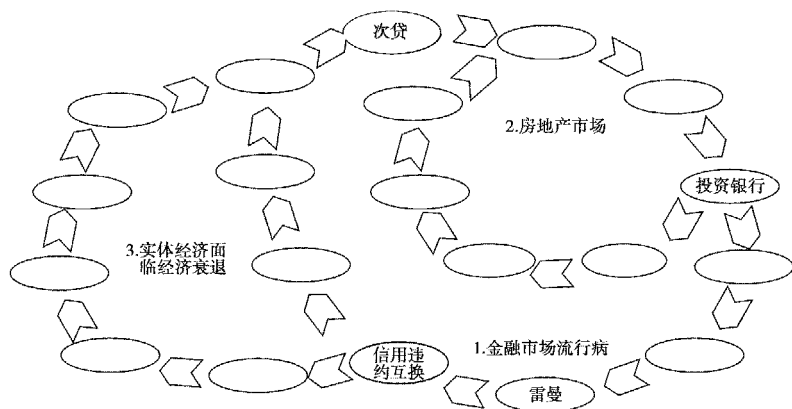


图1 三个金融恶性循环

注:三个恶性循环:1. 雷曼兄弟破产后的金融传染病:投资银行的衍生物,证券化。2. 次贷:错误假定房地产价格上涨。3. 实体经济:经济衰退的恶性循环。

但是,在金融市场中并没有控制风险的中央机构。换言之,在货币和信用领域中,不存在一个等同于世界卫生组织(World Health Organization, WHO)的机构。虽然有学派认为,金融系统是公共产品,但是很难说该学派是否已将危机管理纳入考虑范围。既然至今仍未发现预防、消除和阻止金融“病毒”扩散的“有效疫苗”,为了预防和应对市场传染病,我们就应该建立“金融 WHO”观念。

此外,许多人指出,如果我们把现在的国际合作水平与过去相比较,当前的情况与大萧条时期有很大差别。那么,把现在的情况

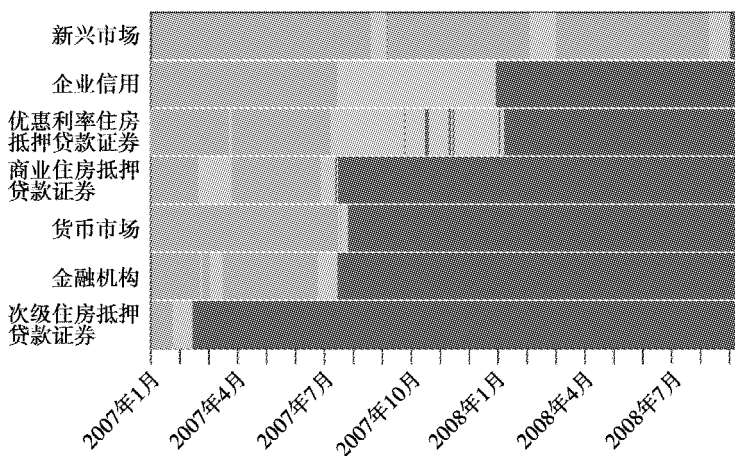


图2 系统资产级别发展

资料来源:IMF(2008)

与布雷顿森林体系(Bretton Woods system)时期相比不是更为合适吗? 1944年7月,来自44个国家的730名代表齐聚美国新罕布什尔州布雷顿森林,为“二战”后的世界设计了一个金融体系。当时的美国财政部长怀特(Harry White)是设计者之一,另一位重要人物是英国代表团团长凯恩斯(John Maynard Keynes)。国际货币基金组织(International Monetary Fund, IMF)是布雷顿森林体系的产物,它固定了每盎司黄金兑35美元这一比例,直到1971年尼克松政府宣布可以提高固定汇率时为止。虽然IMF的主要任务是给那些在收支平衡上面临严重困难的国家提供经济援助,但目前这场危机使得IMF新增了一项名为“短期流动性便利”的职能。2008年11月15日在华盛顿举行的20国集团峰会(G20 Summit)上颁布了“金融市场和世界经济峰会宣言”(Declaration of the Summit on Financial Markets and the World Economy)。但是,具体的提议被推迟到2009年4月的次届会议。

“如何在金融领域建立全球治理”是当前的热门话题。意欲为此构建框架,则有必要建立一个“新布雷顿森林体系”或“布雷顿森

林体系二代”。在目前的情况下,并没有一个中央银行监督和管理整个世界,对各金融机构的监督和管理也只是每个国家的责任。尽管各国的利率和管制都不一样,但实际的金融交易很容易就跨越了国界。国际清算银行(Bank for International Settlements, BIS)即使已尝试建立一个标准,也没有强大的法律权威来执行这一标准。

为设计“金融 WHO”,我们需要考虑以下几点:

1. 建立一个“金融 WHO”国际版

这将是一个致力于预防和控制“市场传染病”的国际机构。也就是说,为了监督那些在全球运行以稳定市场的金融机构,“金融 WHO”国际版将是一个早期预警和危机管理的组织。比方说,为了应对流感的蔓延,世界卫生组织建立相关的方针指引,界定危机管理的六个阶段,提出“暂时性停课”等缓和策略。而金融稳定论坛(Financial Stability Forum, FSF)现在在早期预警和稳定中发挥着部分作用。

2. 建立“中央银行联盟”(Federation of Central Banks)

它与“金融 WHO”合作,监控全球每个角落的整体货币供给和资产(房地产、证券等)价格,并对各国中央银行提出货币政策方面的建议。

3. 宏观层面新政策的必要性

传统的金融工程重在企业行为,而各国政府的规管重在对国内市场指示器的监督和监管。应该重新监测世界范围内的资产价格和融资杠杆,规管信用评级机构,并(通过审慎的宏观政策,见表1)为全球金融市场制定宏观货币政策。

4. 从传统政策指标转向新政策目标

我们要将货币政策指标从传统的指数——基于对消费者物价指数(Consumer Price Index, CPI)、汇率、外汇储备等的监督——转变为以对资产价格、银行信用、信用、CDS等新指数监督作为参考标准。这也是重构防止国际金融泡沫的指标,意味着加强货币作为国际公共产品的监管和监督,并监控如日元利差交易等跨境交易。

表 1 宏观和微观审慎的观点比较

	宏观审慎	微观审慎
近期目标	限制金融系统大规模危机	限制单独机构的危机
最终目标	避免产出 (GDP) 成本	消费者 (投资者、存款人) 保护
风险模型	(部分) 内生	外生
相关性和机制接触率	重要	不相关
审慎控制的标度	根据系统危机范围; 自上而下组织管理严密	根据单独机构的危机; 自下而上

注: 机制接触率 (common exposure across institutions)。

资料来源: Borio (2003: 183)

5. 危机管理、隔离和道德风险

人们往往反应强烈: “为什么纳税人要为薪酬高昂的华尔街雇员的失败埋单?” 当 (社会上) 感受到出现了一种严重的道德危机, 公众则难以被游说去支持向金融机构注资的拯救方案和相关措施。

假设采取 WHO 的方法, 有必要回应两种不同的批判。为防止传染病传播, 有可能会采取类似于“隔离”的措施, 其中包括限制私人权利。为保护金融体系, 尤其是清算功能, 我们应该对银行采纳诸如储户保护、提供流动资金和资金注入等政策。当政府介入时, 为了达到这个目标, 有时候不可避免要更换管理层。然而, 虽然金融机构与一般的公司不同, 它在清算功能中扮演特殊角色, 而这种功能可以被认为是公共产品, 因此对于它们是否应该被拯救和注资有必要作进一步的论证。

为实现这一方案, 有必要解决几个难题。但是, 没有金融架构能同时容纳“三元悖论” (Impossible Trinity) (The Economist, 1999), 即国家主权不受损, 一个受国际监管和监督的金融市场, 以及来自于全球化资本市场的好处。在这一方案实现前, 必须解决许多问题, 也包括技术层面的问题。

如果以货币和信用的形式进行, “接种疫苗”将使行政法规得

以正确形成。比如,要实施股票监管,企业会计必须制定出规制。但是当股票价值、房地产价格和外汇汇率反复无常时,市场价值的计算就会出现問題。如果将其应用在并不清晰的价值之上,比如三级资产和三级债务,那么我们就需要建立新的会计标准。

许多评论认为,日本的经验为这次危机提供了很好的借鉴。如果我们用日本的经验作参考,那这场危机就是一个“局部的”流行病而不是全球流行病。考虑蔓延全球的金融危机的内在联系,有助于理解 1997 年亚洲金融危机和 1998 年造成长期资本管理失败的俄罗斯金融危机(见图 3)。全球化问题是至关重要的,这包括了对“对冲基金”(hedge fund)的认识,而通过设立一个“国际金融体系架构”以控制危机的想法也在那时候浮现。但是无论怎么说,我们还没有明确的解决方案。美国前财政部部长鲁宾(Robert Rubin)退休之时,不得不承认,这一计划不了了之。

也许最需要讨论的、也是经常被提及的一点是,日本在后泡沫时代对坏账的处理(见图 4)。然而,它不能说明“失落的 10 年”和清理后遗症的“失去的 15 年”所体现的问题。这源于以下这样一个结论:政府在早期于短时间内将大量纳税人的钱注入金融机构中,然后追究起管理责任和并没有发生的道德危机。但是政府机构或市场的决策姗姗来迟,致使公民经历了一段漫长的时间才能建立起信心。

如果我们把日本的案例与现在的危机做比较,就会发现两者之间有很大差异。虽然在过去日本的案例中,银行承担着风险,但当前的危机中,风险多样化,牵涉其中的参与者远不止银行一个。

而且,金融市场的规模已经扩大到实体经济的四倍。此外,虽然过去对坏账的衡量往往以房地产为中心,最近的金融产品已经证券化和杠杆化。现在要分析最近的证券化的商业票据和融资杠杆技术,要确定呆坏账的数量并不容易。金融工程学,在这种情况下是“相反的工程学”,也应该有所发展,以此衡量金融产品中的呆坏账。

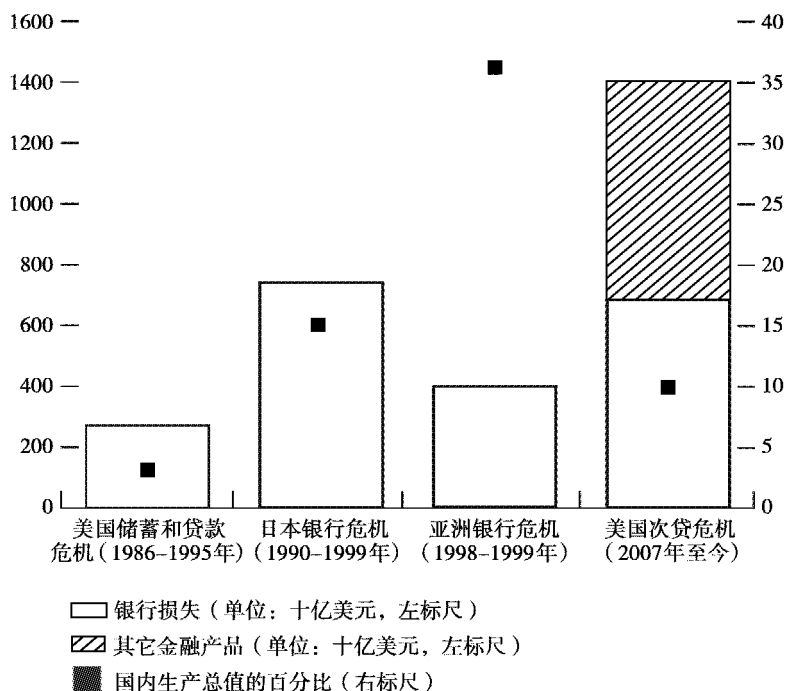


图3 金融危机比较

注:美国次贷成本代表有关人员对图中银行和其他金融机构的损失估计。所有成本均以2007年美元现值计算。亚洲包括了印尼、马来西亚、韩国、菲律宾以及泰国。

资料来源:IMF(2008)

巴菲特(Warren Buffett)在结束通用再保险证券(General Re Securities)衍生经销商生涯时说,结束一项金融衍生业务,说来容易做很难(Buffett, 2003)。他总结道,然而在我们看来,金融衍生产品是大杀伤力武器,其危险性尽管现在是潜藏的却可堪致命(Buffett, 2003)。因为这些工具均要求未来的某个时间进行资金结算,其价值决定于一个或多个参考项目,比如说汇率、股票价格或者货币价值。更进一步地说,金融衍生产品的期限各不相同(有时候运作长达20年或以上),其价值常常与好几个变量相联系(Buffett, 2003)。

即使这样一个“金融WHO”成立,我们也应该清晰地认识到,这

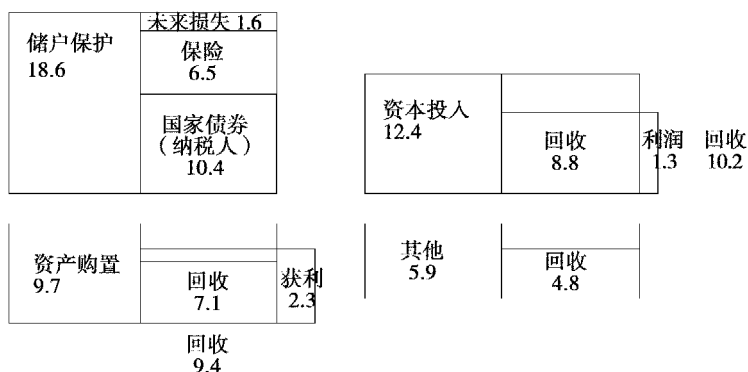


图4 日本的经验:纳税人的钱及其结果(单位:万亿日元)

资料来源:FSA(2007)

并不意味着所有全球性金融问题都将获得彻底解决。而且,只要有人想利用不对称信息和价格波动谋取巨额利润,那么即使全球监管措施与时俱进,泡沫经济仍必然会形成。

尽管如此,以“金融 WHO”为预防药物,将有效降低金融泡沫的规模。

尝试创造一个全球金融治理体系,使“三元悖论”问题显得更为迫近。建造这样一个体系来监管国际市场可能导致国家主权的让渡。此外,被认为妨碍了全球金融和资本市场的发展的治理体系,很可能成为激烈批判的对象。然而,现在正是解决这个问题的时候。我们应该意识到,现在的全球金融传染病正是解决这一难题的天赐良机。如果不是这场全球金融传染病显现出严重的问题,我们不会尝试去解决国际监管、国家主权和金融市场发展这一“三元悖论”问题。建立“金融 WHO”意味着我们的权利会部分被限制,市场行为亦会受到暂时的干预。然而,我们应该理解,这并不是要制造一个“金融社会主义”。在这次自“大萧条”以来最为严重的金融危机中,全世界的人们会明白“金融 WHO”是必不可少的。现在是布雷顿体系后建立新体制的最佳时期。我们也许能够在新时期

◆ 新观点

创造出一种新的制度,使“不可能”变为可能。

参考文献

Borio, C. (2003), Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation? *CESifo Economics Studies*, 49(2): 181-215.

Buffett, W. (2003). Berkshire Hathaway Inc. 2002 Annual Report. From: <http://www.Berkshirehathaway.com/2002ar/2002ar.pdf>.

International Monetary Fund (2008). Financial Stress and Deleveraging Macro-Financial Implications and Policy. Global Financial Stability Report. From: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2008/02/pdf/text.pdf>.

The Economist (1999). Time for a Redesign. January 30. From: https://www.economist.com/specialreports/displayStory.cfm?story_id=183887.

(责任编辑:刘亚平)

“博士学位论文摘要”征稿启事

为了促进青年行政学者的交流,形成更广范围的学术对话,本刊从2009年起设置“博士学位论文摘要”栏目,现特向国内外征集博士学位论文摘要。

具体要求是:

1. 稿件为已完成并通过论文答辩,且尚未公开出版的博士学位论文。论文不限定所获学位专业(可为行政学、政治学、社会学、经济学、管理学或其他相关专业)与学校(包括海内外各高校及其他科研机构),而以聚焦公共行政领域与学术品质为标准。

2. 摘要内容主要包括:研究问题、研究方法、主要研究结论、研究意义及有待完善之处。

3. 如博士学位论文用中文之外的其他语种写作而成,请作者先自行翻译成中文。

4. 摘要字数在1500字以内,同时请附上博士学位论文全文(电子版或纸质版)。