

香港傳真

(香港) 桑尼研究有限公司
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2009-60

2009年11月10日

世界需要中國的聲音

中國銀行 朱民¹

過去的一年的時間，隨著全球金融危機的發生和全球經濟衰退，金融界發生了翻天覆地的變化。從2008年9月以來，美國次貸危機驟然惡化，美歐發達國家金融機構紛紛出現流動性困難和財務危機，瀕臨破產邊緣，連帶影響股價暴跌和全球股市的進一步下挫。先是貝爾斯登被接管，接著是房利美和房地美公司被美國政府接管，而後雷曼兄弟公司破產，直到美國第一大保險鉅頭AIG因為流動性困難也被政府接管。僅僅一個多月的時間，美國前九大商業銀行都接受了政府國有化性質的注資，年內破產關閉的中小銀行達到22家，美國前十大商業銀行發生鉅變，華爾街五大獨立投資銀行全軍覆沒。歐洲銀行

¹ 作者為經濟學博士、研究員，任中國銀行副行長、中國國際金融學會常務副會長。本文為作者2009年7月21日在“第二屆國際金融青年論壇”上的致詞，為刊發《香港傳真》，作者又做了充實和修改。

業同樣未能幸免，英國 Lloyds 銀行在收購陷入困境的 HBOS 銀行後被英國政府國有化，B&B 銀行、蘇格蘭皇家銀行等英國前十大銀行被政府注資或國有化援救，同樣的故事也發生在德國、比利時和其他歐洲國家。

我們看到從來在金融市場佔有霸權地位的西方金融帝國開始傾倒，一直在金融業前沿的西方頂級金融公司轟然倒塌，那些傳奇的金融人物今天也退到歷史的角落，更為深刻的是危機向傳統的金融基礎理論提出了挑戰。正如我在《改變未來的金融危機》一書的序中寫道：“我們為一個又一個金融王國的轟然倒塌而震驚，為一個又一個事件中人性道德的喪失而沮喪，為一次又一次制度的缺陷而驚訝，為一批又一批財富的煙消雲散而惋惜，為一次又一次出現的人類的短視而痛苦。我們在觀察中思考，在困惑中體會，在斑斑事件中尋找歷史，在層層硝煙中探尋明天”。²

危機開始之時，也是思考啟航之點。我們也在一次又一次紛繁的事件中看到新世紀的曙光。我們相信，這場金融危機不僅是百年來最嚴重的一次危機，也改變著未來世界經濟金融模式、格局和體系。全球經濟與金融發展將因為這一次百年一遇的金融危機，導致全球格局發生鉅大的變化，包括各國經濟增長方式、金融發展模式、金融監管架構以及國際金融體系等都會重新定義。從中長期來看，全球格局的這一變化，可能意味著全球經濟與金融發展新時代的到來，意味著新一輪經濟週期的到來。在此過程中，各國、各企業與金融機構都面臨著各種風險，更面臨著鉅大的轉型機遇。

和危機同時進行的，是全世界的學術界、政府、業界對危機根源的詢問，對危機教訓的研究，對未來方向的探討。是宏觀貨幣政策的失誤？監管的缺失？還是金融機構公司治理機制的缺乏？風險管理

² 朱民：《改變未來的金融危機》。

系統的不足和定價的失敗？或是金融業管理者和從業人員的貪婪和慾望失控？抑或是經濟增長模式的失敗？全球貨幣系統和全球金融體系的內在缺陷？為什麼這場突如其來的危機把毫無準備的世界拖入了全球金融危機和經濟衰退中、事態的發展遠遠超出了所有人的想像？我們又應該從這場危機中學習什麼？

我們驕傲我國的金融體系經受了危機的硝煙，我們也關注我國的經濟正在經受主要發達經濟全面衰退的衝擊。我們意識到理解這次危機的發生和發展，探討這次危機的原因和教訓，研究未來的制度建設，對我國未來的改革和發展具有重大意義，也是中國對人類共同建設更美好的未來的責任。同時，當這個世界金融的格局重新構建的時候，中國因為她特殊的地位和不斷壯大的經濟金融實力，更多地受到世界的關注。中國擁有了一個新的舞臺，開始在世界上發揮更大的作用，發出更大的聲音。經歷了這次百年一遇的金融危機之後，在世界重新創造未來時，在中國進一步走向世界的時候，世界更加需要中國的聲音，世界期盼中國更多地參與世界的重建；中國也更加需要加強對國際金融的研究，增強在世界上的聲音，並履行我們對重建未來世界的不可推卸的歷史責任。

現時、歷史和未來都在考問我們。在金融全球化的浪潮中，中國正在加速融入全球金融市場，我們都強烈地感受到我們正處於一個偉大變革的時代，中國經濟的快速發展和中國金融業的崛起為我們進行理論創新提供了豐富的素材，我們應該也可以在借鑒西方經濟金融理論的理念和方法的基礎上，立足中國的實踐，建立和創新符合中國金融發展內在要求和特徵的理論，以更好地指導中國金融的發展。與此同時，我們也都深感中國在參與構建全球金融架構的過程中，理論和實證的研究同樣不可或缺。我們需要“中國立場的國際金融理論”研究。包括對與中國國際金融地位相關國際金融問題的研究，對全球的國際金融問題、政策和理論的研究，對純粹的國際金融理論研究，等

等。這將是一個漫長、艱辛的也是有趣的過程，完成這一歷史使命可能需要幾代理論工作者的努力，但我們必須開始。

2008年，在福州召開的“首屆國際金融青年論壇”上，我結合當時的情況提出了“要研究中國立場的國際金融理論”這個命題，並就這個題目下，我自己作為一名金融實務工作者的觀察也提出了我認為今後在國際金融領域需要研究的12個問題：一是國際資本流動的新形勢及其走向；二是國際貨幣體系重建；三是全球經濟失衡的調整及其伴隨的金融風險；四是亞洲一體化：經濟與貨幣合作；五是人民幣“走出去”與“國際化”；六是國際金融中心建設的有效路徑；七是全球物價上漲的因素及其深遠影響；八是中國資本走出去的戰略選擇與實現路徑；九是全球銀行業實施新巴塞爾協議的發展與問題；十是美國次貸危機的深度、廣度與演變；十一是中國金融監管、金融開放的尺度把握；十二是全球金融格局的未來演變。³

在過去的一年裡，由於全球金融危機的發生，這12個問題或多或少有了些新的變化和發展，有些變得越來越重要，有些則因為其他事件的發生逐漸變得不那麼重要。不過，這12個問題在過去的一年裡都或多或少地被不斷提起、重複，它們是從不同的角度來探究當今國際金融領域的風雲變幻。從2008年9月次貸危機經過演化成全球金融、經濟危機以來，各國政府積極救市，注入大量流動性到市場，投入大量資源刺激經濟。經過八個月的努力，目前市場已經稍稍企穩，下滑速度放緩，市場的關注點已經不再是危機是否觸底，什麼時候觸底，而是世界將以什麼方式走出這次危機，以及由此連帶產生的我們將面臨著什麼樣的宏觀經濟金融環境的問題。金融危機已經發生，經濟衰退也已經是既定事實，我們需要前瞻性地研究危機後的世界基本

³ 朱民：《動盪中的國際金融》。

格局和發生的變化。在此，我結合 2008 年提出的 12 個問題，並就當前的國際金融形勢，再次提出我認為當前需要從中國視角研究的比較重要的十個國際金融方面的問題。

一、世界如何走出這場金融危機

世界如何走出這場金融危機，也即“退出戰略”，會決定未來的宏觀經濟金融環境。從 2008 年 9 月次貸危機經過演化成全球金融、經濟危機以來，各國政府積極救市，注入大量流動性到市場，投入大量資源刺激經濟，經過八個月的努力，政府的救市政策收到初步的效果，目前市場已經稍稍企穩，經濟下滑速度放緩。但是政府救市的成本是鉅大的。但以美國而言，美聯儲已經把利率水平降到了史無前例的 0.25% 低水平，美聯儲也已經為這場危機向市場注入了四萬億美元的流動性，使得美聯儲的資產負債表迅速膨脹，從 18 個月前的六千億美元到今天的 2.6 萬億美元。奧巴馬政府又提出了 7800 億美元的經濟刺激計劃，美國 2009 年的財政赤字已經接近 1.8 萬億美元，至今為止，美國政府已經為挽救美國的金融機構和企業，為刺激美國經濟共承諾了四萬億美元的負債。美國經濟界金融界和政治界已經普遍開始擔憂美國可能的通貨膨脹壓力。2009 年 6 月初，美國二年期國債和十年期國債利率水平急劇上昇 30~40 個基點，明顯表明市場擔憂美國的通貨膨脹和美元貶值。但是危機尚未結束，現有的經濟恢復是明顯的“弱恢復”，美國的失業率幾近 10%。消費者信心尚未企穩，投資和消費明顯不足。美國政府財政赤字已經迅速地高攀到佔 GDP 的 60% 以上。美國政府現在面對另一個新的兩難境地：危機尚未結束，市場仍然需要政府的支持，但是對通貨膨脹的擔憂已經出現，現有的政府財政支出不可持續也日益明顯；美國政府既要考慮如何拉動經濟走出危機，繼續刺激的經濟金融政策，又要考

慮如何預防未來的通貨膨脹和美元貶值以及開始緊縮的宏觀經濟政策。兩難選擇使得政府的“退出戰略”格外的含糊，也使得市場仍然不斷的波動。

歷史為鑒。1920年代，德國因為一戰失敗承擔賠償，引發鉅大的債務危機。德國政府通過大量印錢的“通脹戰略”方法消化債務，引發德國的天文數通貨膨脹。從1922年1月到1923年11月，德國的貨幣和物價都以驚人的比率上昇。例如，一份《金融時報》報紙的價格從1921年1月的0.3馬克上昇到1922年5月的一馬克、1922年10月的八馬克、1923年2月的一百馬克直到1923年9月的一千馬克。在1923年秋季，價格實際上飛起來了：一份《金融時報》報紙的價格10月1日二千馬克、10月15日12萬馬克、10月29日一百萬馬克、11月9日五百萬馬克直到11月17日七千萬馬克。馬克兌美元的匯率從1918年初的5.21馬克兌一美元到4.2萬億馬克兌一美元。這一切導致嚴重金融混亂和經濟危機，30%以上的失業率，最後導致希特勒上臺和二戰。

1930年代，美國經濟大蕭條危機，美國政府採用“破產戰略”，讓資不抵債的企業破產，結果32%企業破產，失業率達26%，GDP下跌30%，股市下跌70%，並引發長達五年的經濟衰退。直到二戰開始，需求上昇，美國經濟才恢復。1990年代，日本陷入金融危機，日本政府採取“政府支出替代民間支出的戰略”，政府大量舉債支出，彌補私人部門支出不足，製造需求，以維持GDP增長，並創造空間，使企業得以修補被嚴重損壞或資不抵債的資產負債表。其好處是避免了日本經濟的大起大落波動和可能的大蕭條，維持了日本經濟在負1%到正1.5%低速但相對平穩的增長，保持了日本社會和政治的基本穩定。但政府負債從佔GDP的60%增長到目前的180%。日本的M1比GDP比重從1990年代的25%到目前的75%。日本利率長期為零，日本經歷了十年衰退，基本喪失了在國際經濟金融上的活力。

這次全球金融經濟危機，世界、美國、歐洲、日本，也包括我國會以什麼方式走出來？這是目前市場的關注點，也是值得研究的問題。倫敦 G20 會議的主要不足即沒有能力指出世界走出這場危機的方向和方式。目前各國政府都對市場注入大量的流動性，美國美聯儲已經公開表明要購買高達一萬億美元的國債，即印發高達一萬億美元的美鈔，這是未來通貨膨脹的先兆。美國、歐洲、日本、包括我國也都實施了大規模的經濟刺激計劃，這也是由政府支出替代私人部門支出的做法。但是現有的政策仍然不足以拉動世界經濟走出衰退，各國政府特別是美國政府下一步的政策引人關注。雖然整體仍然不明朗，用通貨膨脹和通過財政赤字的政府支出替代私人部門支出已經形成了基本的底線，未來滯脹的可能性很大。但是，世界如何走出這場金融危機仍然不清楚，需要予以研究。

二、危機後的世界金融新格局

這場全球金融危機最早被稱之為次貸危機，但危機來勢之兇猛以及對實體經濟衝擊之大，已經遠遠超過了次貸的規模。這場危機的本質是，次貸泡沫破滅的危機引發了一場全面的金融泡沫破滅的危機。這是過去 25 年來持續的全球經濟金融化的結果，我曾經在過去的三年期間多次撰文討論過這個問題，在此不再予以細說。但全球金融危機擊破了金融市場的泡沫，金融業輝煌不再，而且在短期內難以恢復。

以 2007 年計，2007 年全球一千家最大的銀行的總資產 90.4 萬億美元，為全球 GDP 的 158.8%；全球股市市值 62.7 萬億美元，為全球 GDP 的 114.4%；全球債券餘額 79.8 萬億美元，為全球 GDP 的 145.6%；全球金融衍生產品名義值 674.4 萬億美元，為全球 GDP 的 1229.8%。粗略計算，全球金融業的規模達到了全球 GDP 規模的 16~17 倍。顯然，實體經濟不需要一個高達 16~17 倍於它的虛擬經濟服務於它。經過這

次全球金融危機，金融業從資產規模、利潤水平和市值都很難在一個相當時期回到 2007 年的高峯值。金融業的去槓桿化不可避免。我認為，以 2007 年為界，未來兩三年內市場穩定後，全球一千家最大的銀行的總資產會下降 15~20%，全球股市市值會下降 30~40%，全球債市總額會下降 20~30%，全球衍生產品名義值會下降 50%。這一趨勢已經開始顯現。2008 年，全球一千家最大的銀行的總資產已經下降了四萬億美元；全球股市市值已經下降了 29 萬億美元，降為全球 GDP 的 54.9%；全球債券餘額已經下降了六萬億美元；全球金融衍生產品名義值已經下降了 25 萬億美元。

比規模下降更為重要的是全球銀行業結構的變化，金融業將發生根本性的結構變化。

第一，銀行業的經營模式會發生變化。銀行業過度追求利潤的短期化行為傾向會得到矯正，從單純追求資本回報率（ROE）轉而為社會和股東的長期利益服務，追求長期的股東利益、銀行利益和社會利益相一致的長期社會收益回報。銀行在尋求穩健的可持續增長的模式。銀行會進一步加強對全面風險的管理，更審慎的信用風險管理，也更關注流動性風險和市場風險的管理。銀行過度依賴貨幣市場融資的負債結構會得到調整，會加強負債管理，加強動態流動性管理和加強對穩健的居民儲蓄的管理。銀行會收縮表外業務，例如金融衍生產品交易、債券交易、槓桿融資等等，同時大規模地減少交易業務賬戶的敞口。花旗銀行的分拆表明，穩健銀行經營不能持有過大的交易賬戶敞口。總之，銀行會更多地回到傳統商業銀行的業務，回到為實體經濟服務的基礎上。

第二，銀行的收益水平和結構也會發生變化。2008 年全球一千家最大的銀行的稅前利潤從 2007 年的 7808 億美元下降到 1150 億美元，ROE 從 20% 下降到 2.69%，資產回報率（ROA）從 0.87% 下降到 0.12%。2001~2006 年全球銀行業整體有 14~15% 的股本回報率，但在

2001年以前的30年間，銀行業平均股本回報率為9~10%。今後的2~3年內，銀行業的整體回報率會下降到6~7%，以後逐漸恢復到9~10%的均衡水平。同時銀行業的整體收益結構也會從交易和各項費用收入超過總收入50~60%的水平逐漸下降。

第三，全球銀行業的國際業務會下降更快。在過去的15年裡，銀行的國際資產規模增長最快，1990~1995年全球國際化銀行的資產每年平均增長4.5%，1996~2000年增速提高到7.2%，2001~2007年進一步提高到18.4%。這是非同尋常的強勁增長。2007年全球銀行的國際資產達到37.3萬億美元，2008年已經下降了約三萬億美元。為了支持國內市場的需要和滿足強化的監管的需求，大型國際化銀行會在全球撤資。全球銀行的國際資產會繼續下降。這會改變全球金融格局，既會對新興市場經濟的金融業產生很大的壓力，也會給新興市場經濟的金融業創造發展空間，為這些金融機構開發國際金融業務提供機會。

第四，全球金融市場也會發生結構性變化。美國、歐洲的金融機構在這次金融危機中遭到重創。在全球一千家最大的銀行的總利潤中，美國的銀行的稅前利潤從2007年的1887億美元下滑到負911億美元，歐洲的銀行的稅前利潤從2007年的3742億美元下滑到負161億美元。只有亞洲的銀行業仍然保持了1461億美元稅前利潤成績。歐洲銀行業發達，歷來佔全球一千家最大的銀行的總資產的一半，這次受到的損失也最大，英國經濟正在經歷一個相當長和相當嚴重的衰退。隨著國際銀行業務的下降，全球資本流動的下降，金融衍生產品交易的大幅縮小，倫敦作為全球第一金融市場的地位正在受到直接的衝擊。美國的金融機構也遭到重創，紐約的金融地位也面臨挑戰。全球都在重新定義金融市場結構，會更關注亞洲，包括上海和香港都有新的發展空間。

這些是我們正在觀察到的變化，但這只是變化的剛剛開始，更大的變化還正在醞釀中。全球金融格局的變化會對中國的金融發展和戰

略產生重大的影響，我們必須對全球金融新格局予以認真研究。

三、探尋新的金融監管範式

這次全球金融危機清楚地表明了現行的僅僅建立在巴塞爾資本協議之上的監管有嚴重的缺陷。巴塞爾協議最根本的特點是強調資本金的管理，然而在今天的金融市場和法律條件上，銀行很容易突破這一約束。比如，銀行可以很容易地把業務放在表外，並通過特殊目的載體（SPV）的方式在一定程度上規避監管。雷曼公司倒閉的時候它的名義資本充足率是11%左右，因存在大量表外業務，併表以後，實際資本金比率才2.5%左右。巴塞爾資本協議還有明顯的順週期傾向，過分依賴市場的自動均衡機制和存在著以正態分佈假設為前提的風險管理體系等缺陷。

這次全球金融危機表明了美國式的分權和制衡、政出多門的混合式監管模式的失效，也表明了歐洲式主要是法國、意大利等國家的功能性監管在溝通和協調方面的嚴重不足。這次全球金融危機同樣表明了，以英國金融服務局（FSA）為代表的新型的並日益被越來越多的國家接受的統一監管，也在宏觀穩定方面存在系統性不足，而發展中國家和新興經濟的以機構為主的監管模式也不能滿足預防系統性風險的審慎監管的要求。

這次全球金融危機明顯地表明了在全球經濟金融化的今天，金融業已經遠遠超出了作為一個行業的存在部門定位，而具有舉足輕重的宏觀經濟金融的影響，而現有的監管模式都或多或少地偏重於微觀監管而缺乏宏觀的視野和有效的宏觀協調和溝通框架及有效的行動手段。這次全球金融危機進一步表明了在全球經濟金融一體化的今天，各國在經濟和金融上依賴性大大增加，國際資本跨境流動大幅提昇，而世界明顯缺乏有效的全球金融監管的溝通和協調平臺，缺乏有效的

全球金融監管框架和平臺。現有的國際金融體系，如國際貨幣基金組織（IMF）、國際清算銀行（BIS）和金融穩定論壇（FSF）都未能承擔全球監管的職責。

全球金融危機發生後，各國都開始對現有的監管體系進行檢查。美國財政部最早推出了《金融監管改革藍圖》，提出短期改革以擺脫美國當時面臨的次貸危機困境，成立總統金融市場工作小組、成立抵押貸款創設委員會和有效加強美聯儲向市場提供流動性的建議。中期改革方案以統一監管為模式，逐步廢除聯邦儲蓄憲章，合併儲貸監理署和貨幣監理署，健全州立銀行監管機制，加強支付結算系統管控，對證券、期貨、保險等業務領域的監管實施漸進式改革。長期理想的監管模式是既能發揮目標性監管的優勢，又能極大程度保持這一監管構架的持久性和靈活性，以便更加迅捷地應對市場變化，增強資本市場競爭力，更好地保護消費者利益，維護市場穩定和有序運行。

2009年3月，隨著金融危機的發展，美國提出了更加徹底的監管改革計劃：第一，提出建立一個獨立的監管機構，防範系統性風險。第二，明確定義對系統重要性的金融機構界定，主要通過三個標準：一是該公司與金融體系之間的相互依存度；二是公司的規模、槓桿比率（包括資產負債表外的敞口）以及對短期融資的依賴程度等；三是作為家庭、企業和政府的信貸來源及金融體系流動性來源的重要性。第三，對具有系統重要性的金融機構在資本和風險管理方面提出了更高的監管標準。第四，加大對一些對沖基金和貨幣市場共同基金的控制，要求一定規模以上的所有對沖基金進行註冊。第五，明確對場外衍生品市場加強監管。

2009年6月18日，美國又推出了自1930年代以來最大規模的一攬子金融監管改革方案。在金融機構監管方面，方案明確賦予美聯儲監管美國規模最大、最具系統關聯性的公司的權力，並計劃將撤銷儲蓄管理局；在市場監管方面，方案增加對場外衍生產品、私人金融合

約和衍生品交易商的監管，並增加市場透明度，雖然未推動美國證券交易委員會與商品期貨交易委員會合併，但將呼籲兩家機構在政策方面進行更多協調；在消費者保護方面，計劃將創立一個新的機構——消費者聯邦保護局，負責制定和推行諸如抵押貸款和信用卡等方面的消費者保護法規，在宏觀危機應對方面，賦予政府接管具有系統重要性的大型金融公司的權力，賦予美聯儲在非正常緊急情況下進行緊急放貸的權力；在國際監管合作方面，提議加強國際金融監管政策協調，具體舉措包括制定相似的信用衍生產品監管規定，在對大型跨國金融機構進行監管方面簽署跨境協議，以及與海外監管機構進行更好的合作；同時美國財政部將要求原始貸款發放機構必須承擔所出售證券的5%的信貸風險。

英國也在應對金融危機中對金融監管提出了一系列的改革方案，頒佈了一系列的法案、條例與改革建議。英國率先於2007年10月正式宣佈對對沖基金實施監管，並建立了對沖基金標準管理委員會，並在2008年1月發佈《對沖基金標準管理委員會標準》，在加強信息披露、強化基金資產估值管理、組建風險管理架構和完善和健全基金治理機制等方面，對對沖基金的監管做出了相應規定。2008年1月，英國金融監管當局⁴發佈《金融穩定和存款者保護：強化現有框架》徵求意見稿；2008年7月，又發佈了《金融穩定和存款者保護：進一步的諮詢》和《金融穩定和存款者保護：特殊解決機制》；2009年2月英國議會通過了《2009銀行法案》；2009年3月FSA公佈了《特納報告：對全球金融危機的反應》；2009年7月英國財政大臣達林公佈了《改革金融市場》白皮書。

英國監管改革的重要特點是：第一，高度重視金融穩定目標，重視對系統性風險的監管。《2009銀行法案》中明確規定了英格蘭銀行

⁴ 財政部、英格蘭銀行和金融服務局。

作為中央銀行在金融穩定中的法定職責和所處的核心地位，並強化了相關的金融穩定政策工具和權限。賦予英格蘭銀行保障金融穩定的新的政策工具，並在英格蘭銀行理事會下專職成立金融穩定委員會。第二，加強監管當局在危機銀行處置中的權限和程序，為此設立了特別處理機制（Special Resolution Regime, SRR）來干預和處置問題銀行。要求財政部、英格蘭銀行和金融服務局三大機構分別承擔著不同職責，共同協調採取措施。由金融服務局確定對問題銀行啟動特別處理機制，由英格蘭銀行負責問題銀行的處理程序，由財政部、金融服務保險計劃公司等流動性支持。第三，建立了整套的銀行破產程序，規定銀行破產的基本條件，以減少因銀行破產引起的可能的震盪，同時改善金融監管部門之間的協調。第四，規定了有關金融監管部門在信息共享等方面的職權。

2008年的銀行監管改革計劃同樣加強了對金融機構的監管，要建立一個專門機構，幫助監督商業銀行的風險模式，計劃建立監管聯席會議，以對所有大型的、複雜的跨國金融集團實施審慎性的監管。英國和歐盟成員國密切合作，確保對銀行跨境業務的監管及儲蓄保證。

歐盟金融監管改革面臨不同的形勢，自歐元區成立以來，區內各國金融市場一體化程度逐漸加深，儘管如此，對金融市場統一的監管體制和市場規則卻遲遲沒有形成，最後貸款人的職能仍保留在各成員國內，歐洲中央銀行（ECB）的“銀行的銀行”職能受到限制，難以調解區內各利益主體在監管問題上的分歧。由於缺乏統一的政治和財政支持，歐盟區內各國受金融危機的影響不同，因此歐盟的監管改革建議一方面是加強在歐盟內的溝通和協調，另一方面出臺了一系列的微觀監管的措施。

2009年6月，歐盟通過了《歐盟金融監管體系改革》。首先，歐盟成立了歐盟系統風險委員會（European Systemic Risk Board, ESRB）作為宏觀監管部門，加強歐盟內部溝通和協調，控制系統性風險。其

次，建立歐洲金融監管系統，強化歐盟的微觀金融監管和協調機制，昇級原先歐盟銀行、證券和保險監管委員會為歐盟監管當局(European Supervisory Authorities, ESA)。最後，在各國層面上，由各國監管當局承擔對金融機構的日常監管。為了加強歐盟監管機構之間的合作、監管方法的一致性以及對金融混業經營的有效監管，歐盟將在歐盟系統風險委員會中建立監管當局的信息交流與監管合作機制。

《歐盟金融監管體系改革》同樣在微觀監管方面提出一系列改革舉措。第一，加強對銀行資本監管改革，進一步完善巴塞爾新資本協議，對交易賬戶、跨境機構流動性監測及特殊投資等加以改進。第二，加強對銀行的交易賬戶監管，要求銀行增加額外資本緩衝，增強違約風險管理，制定交易賬戶下證券化頭寸的風險加權要求。第三，加強對銀行證券化業務監管，提高銀行對諸如交易賬戶中資產證券化風險敞口的信息披露。第四，大大強化了對於銀行再證券化業務的資本金要求，對銀行從事複雜的再證券化投資業務加以一定的限制。第五，提出關於流動性風險管理的 30 項原則性建議。第六，提出對金融機構的薪酬政策的規定，賦予各國監管機構審查銀行薪酬政策的權力，並對不符合新的資本金要求的薪酬政策給予處罰。第六，加強對評級機構監管，發佈了關於信用評級公司監管立法草案，擬對該類公司在註冊、治理結構、評級方法、透明度等方面採取比國際證券業協會(IOSCO)原則更為嚴格的監管。

全球金融危機以來，各國都認識到了現有金融監管體制的不足，總體趨勢是向統一監管發展，同時加強宏觀金融穩定防止系統風險和強化微觀金融監管降低機構破產風險。同時強化對全球資本流動和大型跨境金融機構的監管，加強全球金融監管的協調和溝通，逐漸建立全球的金融監管平臺。我們需要研究美國、英國和歐洲的監管改革方案，以為我國金融監管體制改革的借鑒。我們也需要研究如何加強全球金融監管的協調和溝通，以支持中國積極參加建立全球金融監管機

構的國際的活動。全球金融監管架構正在發生變化，併表監管、統一監管、全球監管變得日益重要，這也給了中國一個前所未有的機會參加這些討論和決策，提出自己的意見，代表新興經濟的利益參與進行全球監管的重構。

四、尋找“過渡”的國際貨幣體系

這次金融危機宣佈了以美元為中心的美元本位制的國際貨幣體系的嚴重不足。第二次世界大戰結束後，世界建立了以布雷頓森林體系為基礎的金本位為全球貨幣體系。以黃金為基礎，以美元作為最主要的國際儲備貨幣，美元直接與黃金掛鉤，各國貨幣則與美元掛鉤，可按 35 美元一盎司的官價向美國兌換黃金。其時，美國的工業生產佔全球 46%，美國的黃金佔全球 73%，這個體系是基本穩定的。維持這個體系的必要條件是：第一，美國國際收支保持順差，不斷輸出美元以實現世界貨幣職能；第二，美國有充足的黃金儲備以保持兌換能力；第三，美元與黃金的兌換比例穩定。但從 1950 年代後期開始，美國經濟競爭力逐漸削弱導致其國際收支不斷惡化，各國紛紛拋出美元兌換黃金，美國黃金大量外流，動搖了人們對美元的信心，從 1960 年代開始爆發了多次美元危機，最終美國政府於 1970 年代初被迫放棄黃金與美元掛鉤，實行比價的自由浮動。隨即歐洲經濟共同體和日本、加拿大等國也宣佈實行浮動匯率制，不再承擔維持美元固定匯率的義務，美元也不再成為各國貨幣圍繞的中心——布雷頓森林體系完全崩潰。

1976 年，主要國家於牙買加首都金斯頓簽署了《牙買加協議》，標誌著國際貨幣體系進入了牙買加體系階段。其主要變化是：推行浮動匯率制度；黃金非貨幣化；國際儲備資產多元化；國際收支調節形式多樣化；加強基金組織的作用。牙買加體系為適應鉅大波動的市場，在制度安排上比較靈活，但牙買加體系沒有建立穩定貨幣體系的機構，

沒有制定明確的規則，各國根據自己的考慮履行義務，缺乏本位貨幣及其增長約束，以及國際收支協調機制的體系。現實中牙買加協議以世界各國的貨幣和以美元、德國馬克、英鎊和日元等一籃子貨幣掛鉤，美元、德國馬克、英鎊和日元相互之間以浮動匯率協調。1990年代後，美國經濟日益走強，實際上形成了各國貨幣和美元掛鉤，全球貨幣體系進入了美元本位制。從此，國際貨幣體系的穩定系於美國國內的宏觀政策。1976~1996年的20年中，世界對美元的需求相比之前是大大增加了，特別是1996年以後，美國日益成為一個以消費為主導的大國，美國的經常賬戶赤字不斷增大，各國對美元的需求也不斷增加，全球外匯儲備也不斷增長。美國只從本國利益出發印發美元和全球宏觀經濟不協調的矛盾日益增大，產生了美元作為美國一國的主權貨幣和作為全球流通手段的矛盾。這種利益衝突則以全球金融動盪和金融危機表現出來，這是產生本次全球金融危機的一個重要原因。

針對國際貨幣體系的種種缺陷，改革國際貨幣體系的要求也眾說紛紜，見仁見智。理論討論的原則上大致可概括為三類：第一類方案由來已久，倡導以某種方式恢復金本位制或商品本位制的設想，代表人物是美國經濟學家蒙代爾。這類觀點更多的可視為一種思想理論上的爭鋒，金屬或商品的本位制度已塵封於歷史多年，恢復實施的可能性較小。第二類方案以建立超國家的世界貨幣和世界中央銀行或類似國際金融機構為最終目標，其代表性人物是美國經濟學家庫珀，他指出“國際權力機構發行一種用於國際貿易的特殊貨幣，各國執行獨立、統一的貨幣政策，才是穩定匯率的唯一方法”，為此應當“用循序漸進的辦法，使國際貨幣改革走向世界貨幣體系，在數年內先實行匯率目標區制，再實行美、日、歐三極的單一通貨制，最後過渡到全世界都參加的單一通貨制”。第三類方案主要是在前兩類觀點基礎上的折中和妥協，以建立區域性的固定匯率制度為基本訴求。1960年代，由蒙代爾、麥金農、肯南等人創立和發展了“最適度貨幣區理論”，

其內容主要是結合某種經濟特徵來判斷匯率安排的優劣，並說明何種情況下實行固定匯率安排和貨幣同盟或貨幣一體化是最佳的。這一理論的產生成為歐元誕生的理論依據，而歐元的產生對現行國際貨幣體系的發展有了一個啟示，使得現行國際貨幣體系更可能向一種“區域性固定匯率制”的方向發展。

也有對國際貨幣體系改革的激進的設想，例如莫里斯·阿萊曾提出過一個激進的方案，包括：1、完全放棄浮動匯率制，代之以可調整的固定匯率制；2、實行可確保國際收支平衡的匯率制；3、禁止貨幣競相貶值的做法；4、在國際上完全放棄以美元為結算貨幣、匯兌貨幣和儲備貨幣的記賬單位；5、將WTO和IMF合併為一個組織，成立地區性組織；6、禁止各大銀行為了自己的利益在匯兌、股票和衍生產品方面從事投機活動；7、通過適當的指數化在國際上逐步實行共同的記賬單位。⁵

對國際貨幣體系的最終模式的探討從來就沒有中斷過，也會繼續進行下去。困難在於，討論的方方面面都看到了美元作為一國的主權貨幣和作為全球流通手段的失衡，但也都意識到了世界目前還暫時沒有對美元的替代。今天美元仍然佔據全球外匯儲備的64%，全球貿易結算的60%。美國的資本市場仍然是世界上規模最大和最具流動性的市場。歐元的地位還遠遠不能和美元相比。歐元只佔據全球外匯儲備的22%，全球貿易結算的份額更小。歐洲的債券市場規模和流動性仍然有限。而日元的地位還在歐元之下。大家也都同意，建立一個理想的國際貨幣體系是個長期的任務，不可能一蹴而就。

因此，在短期和中期內，關於國際貨幣體系模式和改革方案的討論會繼續爭議不斷，金融市場特別是貨幣市場和匯率會波動不斷。從當前全球經濟金融穩定的要求出發，世界迫切需要一個穩定的儲備貨

⁵ 陳元：《國際貨幣市場變化趨勢及對策研究》第201頁。

幣 / 儲備貨幣系統(籃子)，以維護一個穩定的匯率體系和貨幣市場。世界也需要一個相對平衡的經常賬戶和資本賬戶結構，因此世界需要對全球資本流動進行監控和協調以防止全球經濟金融失衡的再度發生，需要對全球和各國的宏觀經濟金融政策和宏觀經濟金融變化進行監控和協調。最後世界也需要全球的最後貸款人，在危機的情況下能迅速地採取措施對危機的國家和區域進行有效的援助和支持。對上述問題都需要從理論上、操作上和制度安排上進行深入的研究。

五、研究危機後的全球貿易、經濟、金融新格局

全球經濟金融一體化的直接結果是世界分工的進一步細化，產業鏈的進一步拉長。到 2008 年，世界實際上已經分化成三個主要板塊：以美國、英國、西班牙等為主的金融和消費板塊；以德國、日本、中國、韓國為主的製造業和出口板塊；以及其他資源和農業國家板塊。金融和消費板塊以全球的資源借貸消費，製造業和出口板塊以全球需求為市場生產，生產鏈大大拉長，其實形成了金融和消費板塊的過度消費，以及製造業和出口板塊的過剩產能，由於通過金融市場融資，全球資本流動的規模和速度都大大提高。

受到金融危機的打擊，美國普遍意識到美國進口太多、消費太多，而向全球借貸消費不可持久。因此美國國內居民儲蓄率上昇很快，在過去九個月內，美國國內居民淨儲蓄已經從負 1.2% 的 GDP 上昇到 6.5% 的 GDP，目前還在緩緩地上昇。即便按目前美國國內居民儲蓄水平，預計美國今年的經常賬戶赤字會從 2007 年的八千億美元下降到三千億美元。美國作為世界主要的消費進口國，它的進口減少，會對現有貿易格局產生很大影響。首先，製造業和出口板塊就要減少五千億美元的出口。其次，美國等金融和消費板塊調整消費和儲蓄行為相對比較容易，而日本等製造業和出口板塊要調整出口相對比較困

難，因為這涉及到對現有已經過剩的生產能力進一步調整，涉及結構調整的方方面面。例如，我國的鋼產能是 6.9 億噸，但 2008 和 2009 年的實際需求在五億噸左右，25~30% 的產能過剩。2007 和 2008 年我國的鋼鐵出口維持在六千萬噸左右，2009 年以來幾乎停滯。我國 22 個主要行業，2009 年將面臨 20 個行業產能過剩的局面。2009 年，韓國的制船業產能過剩高達 40%，而德國和日本的設備、機床等產業的產能也過剩高達 20~40% 左右。這就是為什麼 2008 年第四季度年化的經濟增長，美國為負 6.1%，歐洲為負 5.9%，英國為負 5.9%，而日本是負 12.1%，新加坡是負 16.2%，韓國是負 20.6%。2009 年第一季度年化的經濟增長，美國為負 5.4%，而日本是負 13.4%。換言之，在危機形成的金融和消費板塊經濟受到的影響，反而小於受到連帶影響的製造業和出口板塊。

因此，在以美國、英國、西班牙等為主的金融和消費板塊經歷“去槓桿化”的同時，以德國、日本、中國、韓國為主的製造業和出口板塊在經歷“去產能化”，這是一個長期的過程。美國和英國等國家會從金融機構開始資產負債表的“去槓桿化”，逐漸走向企業和居民個人的負債“去槓桿化”。而德國、日本、中國、韓國為主的製造業和出口板塊，則會在最終消費品製造業到機器設備和重化工業，都面臨一個長期的“去產能化”結構調整過程。

由此，第一，貿易保護主義會抬頭。世界銀行報道，2008 年 10 月以來，有近 90 條新的貿易限制措施出臺，包括美國的購買美國貨條款，俄國的鋼鐵關稅，歐洲的汽車補貼，阿根廷和巴西的農業限制貿易……其結果自然是貿易流動受限，跨境投資受阻，全球供應鏈被破壞，全球流動勞動力的下降和跨境匯款的減少。最後，是全球生產成本上昇，消費者要付出更高的價；第二，即便在沒有貿易保護主義的情況下，全球貿易也會下降，2009 年估計會下降 11~13%；第三，由此帶動全球資本流動大幅下降。我們估計，2009 年全球資本淨流動

量只有 2007 年高峰時期的 25%。由此，東歐、拉美以及亞洲的新興經濟體和發展中國家都會面臨外資撤離的壓力和匯率波動，以及償還債務再融資的壓力。而全球資本流動減少也會減少歐美資本市場的交易和活動；第四，製造業和出口板塊的產能調整會更困難，因此危機的下一個發展點是，歐美面臨金融機構和居民在繼續去槓桿化過程中不良（有毒）資產處理可能引發的破產及其對宏觀經濟金融的壓力時，製造業和出口板塊的國家會面臨去產能化過程的產業重組及其引發的企業破產、失業、增長進一步放緩、銀行新不良資產形成等新的衝擊；第五，這種新的格局變化提出了新的全球經濟金融協調的新要求。1929 年美國大蕭條後，世界各國在倫敦開會協商，會議開了一個多月，但失敗了。這次危機爆發僅僅六個星期之後，世界主要國家先在華盛頓開會，之後又在倫敦開會，進行全球的協商和協調，而倫敦會議是全世界信心恢復的一個關鍵。會議表明只有世界共同合作才能緩和金融危機對全球經濟的衝擊，而在新的全球經濟金融格局的變化中全球經濟金融更需要協調才能得到比較好的發展。最後，目前全球經濟金融一體化在停滯，但是這種停滯是短期的暫時的？還是根本的和長期的？我們是處在全球化後期還是去全球化過程中？或者全球化發生了新的變化？這些都需要予以研究。

六、關注碳金融、碳關稅和低碳經濟

在全球金融危機的衝擊下，全球經濟進入衰退，在解救全球經濟危機的同時各國都在尋找下一個引領全球經濟走出困境的領頭行業。從現有的情況看，世界正在加大綠色投資、倡導綠色消費、促進綠色增長。廣義綠色行業會是未來的領軍行業，這包括可替代性能源和節能、新材料、氣候變化和環境保護、健康和老年醫學、生物基因等。其中低碳經濟發展正在成為世界經濟新的增長點，發展低碳經濟

成為各國搶佔未來經濟制高點的重要戰略選擇，包括節能技術和裝備、提高能效技術和裝備、清潔煤、可再生能源、先進核能、新能源。低碳和零碳技術的研發和產業化。低碳經濟正在形成繼全球 IT 革命、金融創新之後，既適應人類發展和全球環保趨勢，又擁有一定技術和產業基礎，因而能夠創造出鉅大投資機會和就業機會的新的經濟增長點，並由此創造以低碳排放為特徵的工業、建築和交通體系，形成以低碳排放為特徵的新的經濟調整結構。

低碳經濟和金融有很大的關係。因為，雖然目前各國政府仍然在政府間單邊和多邊舉行外交談判，討論定義和額度問題。但在外交談判之外，碳金融、碳關稅、碳交易、碳足跡等市場手段正在迅速地推進低碳經濟的建設。碳金融是服務旨在減少溫室氣體排放的各種金融活動，包括碳排放權及其衍生產品的交易和投資，以及低碳項目的投融資等。碳交易是為促進全球溫室氣體減排，減少全球二氧化碳排放所採用的市場機制。《京都議定書》把市場機制作為解決二氧化碳為代表的溫室氣體減排問題的新路徑，即把二氧化碳排放權作為一種商品，從而形成了二氧化碳排放權的交易。《京都議定書》為每一個締約的發達國家規定了在 2012 年前的量化減排指標。發達國家可以向發展中國家提供技術和資金購買經核實的減排量（CER），發展中國家則可以通過實施減少溫室氣體排放的特定項目向發達國家出售 CER。⁶ 2005 年京都議定書正式生效後，全球碳交易市場出現了爆炸式的增長。2007 年碳交易量從 2006 年的 16 億噸躍升到 27 億噸，上昇 68.75%。成交額的增長更為迅速。2007 年全球碳交易市場價值達四百億歐元，比 2006 年的 220 億歐元以上昇了 81.8%，2008 年全球碳交易市場總值又超過 2007 年水平。經過多年的發展，碳交易市場漸趨成熟，參與國地理範圍不斷擴展，市場結構向多層次深化，以及財

⁶ 清潔發展機制，簡稱 CDM 項目。

務複雜度也不可同日而語。據聯合國和世界銀行預測,2008~2012 年間,市場規模每年可達六百億美元,2012 年全球碳交易市場容量為 1500 億美元。據芝加哥氣候交易所估計,如果美國國會通過氣候變化碳交易法案,到 2020 年,碳交易市場會達到三萬億美元的規模,成為規模大於石油市場的主要商品市場。

到 2008 年,活躍在 CDM 交易市場的買家主要來自歐洲和日本、加拿大。日本和歐美等發達國家及地區已通過碳交易取得了一定的環境和經濟效益。英國通過“以激勵機制促進低碳發展”的氣候政策來提高能源利用效率,降低溫室氣體排放量;德國通過碳排放權交易管理,提倡經濟與環境雙贏;日本則把碳排放權交易看作是“21 世紀第一個鉅大商機”,通過在世界各地大量購買和銷售碳排放權,獲得經濟收入。

碳關稅也正在興起。碳關稅是奧巴馬執政白宮以後的一項能源新政。按照《美國清潔能源安全法案》,從 2020 年起,美國將對不接受污染物減排標準的國家進行貿易制裁,對從這些國家的進口產品開徵一項新稅種即碳關稅,從而使這些國家的產品在美國市場上喪失競爭力。隨即法國也要對那些在生產、運輸以及使用中會產生二氧化碳的產品徵收“能源~氣候”稅。歐盟提出在 2012 年開徵飛機排放費。總之,徵收碳關稅會是未來全球的金融經濟大變化之一。

我國碳交易市場潛力鉅大,是世界碳減排量的主要供應方,目前已經佔到世界市場的 30%左右,到 2012 年會進一步提高到 40%左右。碳金融業務會在我國有廣闊的發展前景。在中國,越來越多的企業正在積極參與碳交易。但主要是外國企業購買中國公司的溫室氣體排放權交易,已經有包括歐盟、日本和英國的公司和中國公司的交易。但中國尚沒有碳排放權的交易環境和交易平臺,包括環境產權交易所、能源交易所等碳交易平臺等。目前交易的主動權仍然在國外的交易平臺和外國公司。我們對碳關稅的研究才剛剛起步。低碳經濟發展方興

未艾，發展低碳經濟成為各國搶佔未來經濟制高點的戰略。低碳經濟的快速發展將對全球產業及金融產生深遠影響，進而影響世界經濟發展的格局及發展的新模式，並形成相應的新的遊戲規則。而碳交易標的的標價貨幣綁定權以及由此衍生出來的貨幣職能，將對形成新的全球貨幣體系促使國際貨幣格局多元化產生影響。我們需要對此進行深入和認真的研究。

七、探索新的全球化下的全球治理框架和機制

在更高的層面上，這場全球金融危機同樣表明，目前世界主要以第二次世界大戰後的局勢而制定的制度和格局已經不再能夠應對我們今天在 21 世紀人類面對的諸多挑戰。第二次世界大戰以後，世界缺乏統一的全球治理架構和基礎，基本以美國和“北約”對蘇聯和東歐兩大集團相互對峙為基礎形成了以兩大板塊為基本特徵的制衡格局。聯合國成了唯一的危機處理紐帶，世界銀行和國際貨幣組織在 1950 和 1960 年代都只關注西歐的復興，在 1980 年代才開始關注發展中國家和新興經濟。對峙和制衡是當時的主要治理理念。期間發生了德國和日本在經濟上的崛起以及新興經濟的出現和發展，也產生了對美國經濟的挑戰和壓力。但矛盾都在東西方對峙和制衡的格局下在各自系統內得到了解決。最為明顯的案例，是《廣場協定》解決了德國馬克和日元兌美元的升值。1990 年蘇聯瓦解後，兩極世界消失，先是軍費開支減少，科技投入和消費支出增加，接著大量新興經濟的勞動力加入全球市場，減低了成本，遏制了通貨膨脹，隨後 IT 和金融業先後蓬勃發展，世界迅速地在經濟金融上融為一體。但是，全球治理機制和架構卻遠遠落後，1990 年代以來，世界實際上處於一個沒有全球治理機制的全球化時代。

過去的 20 年間，美國實際上在經濟、金融等方面處於全球的主

導地位，但是美國實施單邊主義政策，忽視全球化的基本多元特徵，使得適合全球經濟金融一體化的新的全球治理機制和框架遲遲不能建立。這次危機表明，全球化的經濟金融需要與之相適應的新的全球化的治理機制和框架。現有的經濟、金融問題、環境污染和大氣變化問題、節能和可持續發展問題、傳染性疾病和消除貧困增長模式和生活方式等，都早已跨越了一國的國界，成為全球性的問題。現有的國際治理框架和機制遠遠不能滿足現實世界變化的需要。從新的視角重新定義今天的世界，並制定相應的制度和組織框架也是我們人類今天面臨的共同的挑戰，包括共同應對金融危機，共同振興全球經濟，改革國際金融秩序，研究經濟的可持續增長，消除貧困，節約能源，減低碳排放，保護環境，降低污染，等等。世界需要一個平衡的受到一定限制的多極體系，一個大家相互依賴的、但是規則明確的、以平等交易為基礎的全球市場經濟。這一定是一個跨國界、跨文化、跨市場、跨學科的創造性思維過程。

八、繼續深入研究亞洲區域經濟金融合作和區域一體化

1998年亞洲金融危機使亞洲意識到亞洲需要更多的區域合作，以抵禦外部經濟金融的衝擊。經過十多年的努力，亞洲的區域合作取得了很大的進展，亞洲的區內貿易已經達到了55%的水平，2001年的“10+3”會議上東盟十國領導人與中國領導人一致同意在十年內建立“‘10+3’東亞自由貿易區”，標誌著亞洲經濟合作進入了嶄新的歷史階段。經過各國多年的努力，東亞自由貿易區各國和地區在削減關稅方面進行了積極的談判，服務貿易、投資協議的談判也已經進行了多年，大大加速了東亞各國間的要素流動。目前貿易談判的重點在於對原產地規定證書的標準、批准程序等方面形成共識，使得自由貿易能在區內紮紮實實地開展。

亞洲的金融合作機制也取得了一定的進展，在日本的亞洲貨幣基金（AFM）方案被放棄以後，以《清邁協定》為標誌的區內貨幣互換和貨幣合作取得了很好的實際效果，從雙邊到多邊化，並形成地區的聯合機制，在本次危機中發揮了積極作用。地區外匯儲備基金的倡議也正在實施。但是亞洲區域內的資本流動卻非常有限，亞洲也缺乏統一的資本市場特別是債券市場。亞洲內部經濟聯繫的緊密與強化是亞洲貨幣合作的物質基礎，而貨幣一體化則是這一發展的最終目標。亞洲貨幣一體化模式可劃分為兩大類，即主導貨幣區域化模式和單一貨幣聯盟模式，其中前者按照錨定貨幣的選擇又可以分為美元模式和日元模式，而後者主要以歐元貨幣聯盟為代表，因此也稱之為歐元模式。美元模式主要是指亞洲國家或地區共同盯住美元的美元本位制。主要理由是基於亞洲國家和地區中發展中國家佔絕大多數，經濟增長很大程度上依賴於貿易和外資投資，而長期以來在世界範圍內美元被廣泛作為貿易和投資的結算及計價貨幣，因此將本國貨幣錨定美元有利於減少了匯率波動，穩定金融和貿易環境。日元模式是把貨幣錨確立在區內，將日元作為亞洲的貨幣錨，以便於和區內國家（地區）及時協商和監管，形成較穩定的匯率平價，也可以及時干預。歐元模式是指模仿歐洲貨幣體系從歐洲匯率機制統一貨幣（歐元）的貨幣一體化演進過程。在確立貨幣體系的初始階段，重點是確定亞洲貨幣單位，⁷ 然後以虛擬的貨幣單位為錨確定成員國之間的中心匯率標準，最後再確定穩定匯率機制並實現貨幣統一。

“10+3”機制的建立加強了亞洲內部的貨幣支持、信息共享和產業合作。亞洲已經取得共識，亞洲一體化的核心是在多邊機制基礎上推動本地區經貿與貨幣合作，但是亞洲的社會、政治合作機制進展緩慢。目前亞洲經濟金融合作的實質性內容大多通過單邊協議進行，

⁷ 可以考慮由區域內外的主要貨幣共同構成的貨幣籃子作為混合貨幣錨。

多邊機制主要由各種形式的會議、宣言和組織等構成，對各國的政策產生了一定的影響，但也存在著制度化程度不高、多邊安全機制還處於淺表層面等問題。亞洲的一體化需要漸進地發展，並在多邊機制上取得實質性的進展。

由於文化和政治的原因，以及中國和一些其他區域內經濟迅速增長帶來了區域經濟格局的不斷變化，亞洲難以建立和歐洲共同體相近的亞洲共同體這樣的區域體制，作為亞洲經濟金融合作的框架。而這次全球金融危機表明，亞洲經濟無法和世界經濟脫鉤，危機進一步提出了加快亞洲經濟金融合作的迫切性。另一方面在危機和新的世界經濟金融格局形成的過程中，亞洲需要重新定位，這些給亞洲區域經濟金融合作提出了新的內容和要求。亞洲經濟金融合作一定也是一種新的模式，我們需要加大力度具體探討建立開放式的亞洲經濟、貿易、金融合作的新命題。

九、人民幣

— 研究中國獨創的非自由兌換貨幣的國際化模式

這次全球金融危機揭示了美元作為世界貨幣的內在不穩定性。隨著中國經濟金融實力的增長，關於人民幣國際地位的問題引起了國內外的討論，見仁見智，但大都一致認為要加快人民幣的國際化進程。對人民幣國際化問題的研究主要集中在：一是人民幣資本項目的可兌換和國際化的關係問題。大多數學者認為，資本項目可兌換是貨幣國際化的基礎或不可缺少的條件，應當加強對跨境資本流動的監管，穩步推進人民幣資本項目可兌換。二是通過借鑒國際經驗的比較研究方法，為人民幣“走出去”之路提供參考。一般認為，強大的經濟實力和綜合國力是推動人民幣走向世界的有利條件和物質基礎，而發達

的本土和離岸金融市場是人民幣國際化的主要支撐。現階段的主要措施應當包括：一方面，實行有步驟的、漸進式資本項目下可兌換，培育足夠規模的、可以有效平衡人民幣跨境流動的國內金融市場，完善境外合格機構投資者（QFII）和境內合格機構投資者（QDII）的機制建設，邀請海外高質量的企業發行人民幣股票，鼓勵外貿企業以人民幣結算，帶動人民幣在周邊國家和地區流通；另一方面，要建立功能完善的外匯市場，擴大以人民幣計價的金融資產的規模以及交易水平。

也有學者認為雖然成熟的國際貨幣必然是可以自由兌換的，但貨幣國際化的起步階段並不一定要求完全的自由兌換，沒有必要把充分可自由兌換作為起步的前提條件，中國不斷擴大的國內市場因素大於不充分可自由兌換的限制因素。

但是，由於中國的國情，我國人口衆多，外幣資產有限，對外開放程度高，人民幣的完全自由兌換會是一個相當長的過程。在我國實現人民幣的完全自由兌換，我國可以根據實際經濟金融的發展和市場的變化，謹慎推進人民幣在非自由兌換條件下的國際化使用，包括擴大人民幣作為國際貿易結算的工具，建立以人民幣為計價單位的資本市場，推動人民幣作為國際儲備貨幣的使用。這會有悖於現行的理論，但這正是現實給我們提出的挑戰。我們應該由此探索新的模式。關於人民幣的國際化發展需要綜合考慮我們在未來全球貨幣體系中的地位、在金融市場中的地位，綜合考慮中國金融的實力、未來發展的方向，才能定義人民幣的國際地位。

十、重新定義市場和傳統的古典經濟學

這次全球金融危機對西方傳統的經濟金融理論界提出了一系列的挑戰，在我們應對當前的金融危機、考慮宏觀經濟復甦的政策、構建未來的金融經濟模式和未來世界的新格局的時候，有必要對這些我

們傳統奉為主臬的經濟金融理論進行反思。在這一點上，我們堅定不移的相信，中國的理論工作者特別是青年理論工作者與全世界的理論工作者是站在同一起點線上的，這是一個重新探討新的金融基礎理論的機會，它有很大的空間。就我有限的觀察，這次危機對傳統的理性市場和古典經濟學提出了以下的挑戰。

一是最為基礎的市場有效性理論亦即傳統的理性市場理論。現有的金融市場理性的理論是建立在古典經濟學和 1960 年代法瑪教授的市場有效性假說基礎上的，⁸ 但是這次危機表明有效市場和理性人等經典假設都已經在危機中失效。有效市場的理念需要信息充分流動，但本次金融危機表明信息的流通是不充分的，市場也不是完全理性的，危機表明金融產品的市場價格會遠遠偏離真實價格，因為未來經濟和未來趨勢的不確定性使得金融市場定價方法和定價模型非完全理性，市場能理性地為風險定價並由此出清市場的機制是不完全的。危機也表明古典市場理論假定各個市場是不相關的也是錯誤的，現代金融市場的相關性是很強的，所有表面不相關的事情會組合起來，形成市場的正相關。現有的觀察也進一步表明，金融市場的參與者並不一定符合正態分佈，肥尾現象時有出現，我們傳統上依靠的看標準差、方差和協方差的風險管理模型並不解決問題。這次金融危機也表明，理性人的經典假設已經在危機中失效。危機中出現的極端的“羊群效應”表明，金融市場的行為並不符合理性人的假設而更多地趨向行為金融學所作的解釋。

二是有效委托代理理論，⁹ 在傳統的公司財務理論中一個重要的基礎是職業經理人代表股東利益的假設。傳統的經濟學理論假設企業

⁸ Eugene Fama : “The Behavior of Stock Market Prices” , *Journal of Business*, 1965(38), 第 34~105 頁。

⁹ Jensen和Meckling : “Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure” , *Journal of Financial economics*, 1976(3-4), 第 305~360 頁。

的職業經理人代表股東利益，但從此次金融機構崩潰的後面，以及以前的安然、世通事件，都看到職業經理人並沒有誠實地代表股東的長期利益。有效市場的一個前提是內部監管有效，現有失敗的案例表明金融機構內部的監管是遠遠不足的。

三是金融危機形成理論。這個問題也和以上兩個問題相關。傳統理論都認為金融危機主要是貨幣危機，是由財政失衡引起的。亞洲金融危機把對金融危機引向“恐慌”和部門間流動性問題，以及在宏觀和微觀兩個層面上的資產負債失衡問題。本次金融危機再次觀察到在公司的微觀層面的原因成為金融危機的動因。

四是這次全球金融危機也引起了對馬克思資本主義經濟金融危機理論的再次熱議。按照馬克思資本主義經濟金融危機理論，資本主義生產的內在目的即轉移過剩產能，必須以世界市場的廣泛佔有為前提，而世界市場的絕對擴張一定會帶來週期性的萎縮，並最後以金融危機的形式出現，從而宣告資本主義生產方式的破滅。本次全球金融危機符合馬克思資本主義經濟金融危機理論的描述。

五是這次全球金融危機再次重新挑起了奧地利學派與凱恩斯學派長期的持續爭辯。即便在目前凱恩斯學派和政府干預思想在政府行動中佔上風的情況下，奧地利學派已經執言新自由主義意識形態根深蒂固，本次金融危機不會撼動其根本，長期看自由市場主義學派仍有強大生命力。而長週期理論則從大危機角度提出了解釋。其實，這次全球金融危機對奧地利學派與凱恩斯學派的理論都提出了挑戰。凱恩斯也曾經提出過，市場既不是理性的和萬無一失，也不是可有可無的。市場是經濟和個體自由的基礎，是創造財富的機制但也會出現嚴重偏差，必須謹慎加以監管。更多的學者已經提出，任何已有的理論已經不能全面地解釋當今金融市場的運行，金融危機帶來的對現代全球經濟金融運行本質的再思考將催生新理論和新的突破。

關於本次全球金融危機後的世界的討論目前分為兩大基本觀點：第一個觀點認為，此次金融危機是一個週期性的現象，危機過後世界會回到原先的格局，全球失衡局部調整後再發展；第二個觀點認為，危機打破了原有的格局，原有的全球失衡結構不可能再維持，原有的消費~金融板塊和製造業~出口板塊不可能回到原來的增長模式，危機後我們面臨著一個新的世界。我個人持有第二種觀點。這場危機宣告了全球失衡結構的不可持續性和現有金融體系的脆弱。這場危機也宣告了現有市場體系和公共體系的不完整性。這場危機同樣宣告了由 IT 技術和金融衍生產品發展帶來的虛擬經濟的發展以及實體經濟和虛擬經濟背離的不可持續性。但同時，在經過了數十年的全球經濟金融一體化發展，人類在經濟、金融、文化、環境、社會和政治的交融程度大大提高，人類的相互依賴程度也大大增強。

一個新的世界正在形成。我們也需要一個新的世界。我們已經依稀看到一個新的產業結構的浮現，一個新的金融系統的雛形，一個新的全球治理機制的框架顯現，一個新的增長模式的孕育。雖然這個新世界的輪廓還不完全清晰，我們相信它會在人類的共同探索中形成，而中國正是這一努力的重要的一部分。我們應該努力為探索新的世界的模式而努力。我們需要全球視野與中國立場的研究立場，我們需要戰略性的主動應對全球挑戰的課題，我們需要對基礎理論的探討、傳承和創新，我們需要富有想像力的思維和智慧，我們需要共擔責任的全球心胸。這是一個人類改變歷史的新時刻，我們都能成為中國參與世界重建的努力的一部分。

參考文獻：

（德）馬克思：《資本論》，（上海）三聯書店 2009 年。

朱民：《動盪中的國際金融》，中國金融出版社 2009 年。

朱民：《改變未來的金融危機》，中國金融出版社 2009 年。

陳柳欽：〈後危機時期美國金融監管改革框架解讀〉（<http://www.xslx.com/hlm/jjlc/csjr/2009-09-08-23973.htm>）。

王明昕、李雲峰：〈英國對沖基金管理的最新標準及啟示〉，《中國金融》2008 年第 18 期。

李亞培、鄢門：〈近期英國金融監管改革的動向、特徵及其啟示〉，《改革與開放》2008 年第 10 期。

胡濱、尹振濤：〈英國的金融監管改革〉，《中國金融》2009 年第 17 期。

湯柳、尹振濤：〈歐盟的金融監管改革〉，《中國金融》2009 年第 17 期。

陳元：《國際貨幣市場變化趨勢及對策研究》，中國財政經濟出版社 2007 年。

何慧剛：〈東亞貨幣合作的模式探討和路徑選擇〉，《亞太經濟》2004 年第 4 期。

于同申：《國際貨幣區域化與發展中國家的金融安全》，中國人民大學出版社 2005 年。

鍾偉：〈略論人民幣國際化進程〉，《世界經濟》2002 年第 3 期。

李婧：〈人民幣匯率制度與人民幣國際化〉，《上海財經大學學報》2009 年第 2 期。

李婧：〈人民幣離國際化有多遠〉，《中國外匯》2009 年第 5 期。

姜波克：〈國際貨幣的兩難及人民幣國際化的思考〉，《學習與探索》2005 年第 4 期。

胡曉煉：〈人民幣資本項目可兌換問題研究〉，《中國外匯管理》2002 年第 4 期。

周小川：〈關於國際貨幣體系改革的思考〉，《中國金融》2009 年第 7 期。

孫立行：〈階段性推進人民幣國際化〉，上海《文匯報》2009 年 4 月 8 日。

張維迎：〈危機中的選擇〉，《經濟觀察報》2009 年 2 月 14 日。

張維迎：〈理解經濟危機〉，《讀書》2009 年第 5 期。

胡鈞、沈尤佳：〈馬克思經濟危機理論〉，《當代經濟研究》2008 年第 11 期。

崔友平、陳華、趙俊燕：〈基於馬克思經濟危機理論的美國金融危機問

題研究〉，《山東社會科學》2009年第4期。

（美）伊斯雷爾·科茲納、穆雷·羅斯巴德：《現代奧地利學派經濟學的基礎》（奧地利學派譯叢），浙江大學出版社2008年。

Eugene Fama：“The Behavior of Stock Market Prices”，*Journal of Business*, 1965(38), 第34~105頁。

Paul Samuelson：“Proof That Properly Anticipated Prices Fluctuate Randomly”，*Industrial Management Review*, 1965(6), 第41~49頁。

Eugene Fama：“Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work”，*Journal of Finance*, 1970(25), 第383~417頁。

Jensen和Meckling：“Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs, and ownership structure”，*Journal of Financial economics*, 1976(3-4), 第305~360頁。

IMF：*Global Financial Stability Report*, 2008年。

Valentina Lorenzon, Cecile Sourbes 和 Charles Piggott：“Top 1000 World Banks”，*The Banker*, 2009(7)。