

编者按:

即将于4月2日在伦敦召开的二十国集团(G20)会议,在方向上已经呈现出明显的多极化。美国注重对经济的刺激计划,传统欧洲强调加强全球金融监管,中、俄、印、巴等金砖四国则在公报中要求扩大在国际货币基金组织(IMF)中的代表权。毫无疑问,美国金融危机是现代经济金融发展史上一个具有里程碑意义的重要事件,将对全球经济和金融格局的演变产生深远影响。在百年不遇的金融危机背景之下,我们迫切需要更多的解读声音。日本是其中重要的一极,尤其是经过十年危机的洗礼,日本学者对危机的认识具有重要的参考意义。

本期“第一财经圆桌”特邀中国社科院世界经济与政治研究所王永中博士主持,近期他在日本访学,访问了多位日本知名学者。日本学者对国际金融格局前景的认识,对东亚地区金融合作的的态度,对中国参与其中角色的建议,都值得我们参考。

特邀主持人:

王永中(中国社科院世界经济与政治研究所博士)

嘉宾:

竹中平藏(Heizo Takenaka):庆应大学教授,日本经济研究中心特别顾问,曾任日本经济财政大臣

深尾光洋(Mitsuhiro Fukao):日本经济研究中心理事长,庆应大学教授  
伊藤隆敏(Takatoshi Ito):东京大学教授,曾任职IMF和日本财务省

小岛明(Akira Kojima):日本经济研究中心特别顾问,前任会长

水野和夫(Kazuo Mizuno):三菱UFJ证券株式会社首席经济学家

平田英明(Hideaki Hirata):法政大学副教授,曾任职日本银行

六位日本知名学者纵论国际金融新体系:

# 美国金融危机将是美元的历史转折点

## 1 日美金融危机的异同

**主持人:**日本和美国的金融危机是二战后全球两次最大的金融危机,两次危机有何异同?

不良资产:

日本在企业,美国在家庭

**伊藤隆敏:**日美金融危机有以下三点相似之处:货币当局的宽松货币政策和松懈金融监管措施造成了资产泡沫,日本集中于商业地产,而美国则是个人住房;不动产泡沫崩溃,导致金融机构持有大量不良资产,金融企业资产负债表状况非常虚弱;政府采取的政策基本类似,向金融企业注入公共资金,购买金融机构资产或采取国有化政策。

**深尾光洋:**日美银行不良贷款的来源和结构有很大的不同。日本银行不良贷款主要来源于企业部门,企业把银行的贷款大量投入到股票和不动产上面,地产和股票价格崩溃,企业亏损很大,不能偿还银行贷款,形成了银行的坏账。美国银行不良贷款主要来自家庭部门,过度举债的消费者用银行的钱来购买住房、消费,价格转跌导致违约。

**小岛明:**日美不良资产的持有结构也有很大不同。日本市场当时没有证券化金融产品,日本的银行没有出售不良贷款,而是全部持有不良贷款,虽然银行受到的损失很大,但危机并没有传递给其他类型投资者和国外投资者。因此,日本金融危机是一个典型的、一国内部的银行业危机。

美国金融危机将是美元地位一个历史转折点。中东国家目前面临着输入型通货膨胀和外汇资产贬值等问题,这将可能促进其将货币由钉住美元转为钉住一篮子货币,从而可能导致石油以美元计价机制终结

美国市场是高度证券化的,商业银行通过复杂证券化技术,将不良资产几乎传染到所有金融资产上面。同时,美国还凭借其关键货币国地位,将不良资产销售到欧洲等世界各地,导致美国较小规模次贷危机演变为规模空前的全球性金融风暴。因此,美国金融危机是全球化、非常复杂的金融市场危机。

美国对银行不良资产评估不充分

**平田英明:**美国政府应对金融危机的速度要明显优于日本,但在不良资产评估上存在一些问题。美国政策的不足之处在于,对银行等金融机构的救助不是以资产质量为依据,没有对银行等机构的资产质量进行评估。日本对银行的注资是以银行资产质量的评估为依据。日本对银行的资产质量作了非常认真的评估,然后决定需要注入多少公共资金。而美国并没有那样做,在“大到不能倒”心理预期的影响下,由市场力量来决定政府是否需要救助大的金融机构。例如,美国政府注资花旗银行的直接动因是其股票价格迅速下跌,实际上是市场力量迫使美国政府援助花旗银行。这将对美国政府救援资金产生巨大压力。

**竹中平藏:**对银行资产评估的问题实际上非常重要。目前许多国家采取向金融机构注资办法。这一措施是不够的。日本在这方面有沉痛的教训。1999年,日本决定对银行部门进行注资,大规模资金被注入银行部门。即使如此,日本的银行危机仍然持续了4年。原因在于,银行资产评估或衡量方法不正确。于是人们对银行资产负债表健康状况便丧失信心。即使政府已向银行系统注资,人们也不知道金融危机什么时候结束。

2002年,我就任经济财政大臣后,首先对银行不良资产规模进行评估和衡量,作为向银行注资或对银行实行国有化的依据。两年之后,日本的银行危机便结束了。因此,不良资产评估和衡量是一个非常重要步骤。这是美国和欧洲应借鉴日本的一个重要经验。

不过,日本金融危机是一个简单银

行危机,仅仅是银行系统受损,很容易对银行不良资产规模进行评估。但美国危机不是一个简单银行危机,而是一个复杂的金融市场危机,许许多多金融机构和金融资产受到损失。所以,对美国银行不良资产进行正确评估,在技术上是复杂和困难的。

**深尾光洋:**可以说美国政府基本没有借鉴日本经验。日本在对银行系统进行注资或国有化之前,作了严格而全面的尽职调查。美国在对金融机构注资或国有化之前,没有进行尽职调查。这可能与美国金融危机的紧迫性有关。但尽职调查有助于维护对金融机构的信心。

## 2 现行国际货币体系可持续性

**主持人:**这次肇始美国的金融危机,其背后是美元为主导的国际货币体系。您怎么看危机冲击之下的现行国际货币体系的可持续性?怎么看美元今后的地位?

美元在危机恢复后的贬值不可避免

**伊藤隆敏:**尽管自美国金融危机以来,美元汇率一直呈现出强势,但美国近来持续升值是一种暂时现象。金融危机结束后,美元必将下跌。原因在于,在金融危机期间,美国的公司和金融机构在全球出售资产,以帮助总部克服流动性不足困难。这些大量资金是以外币计价,若要回流美国,必须兑换成美元。这意味着美元需求增加,外币供给增加,从而美元升值。当美国金融体系恢复稳定后,美国公司和金融机构的力量将得到增强,这种形式资本流入将会停止。所以,美元将会变弱、贬值。

美元体系的转折点

**水野和夫:**从历史视角来看,目前美国金融市场困难状况加剧,已从流动性短缺发展为资本短缺,目前美国借款人坏账规模将达1.3万亿美元。当银行减记这些巨额不良资产时,美国金融系统整体上将陷入资不抵债状态。根据日本经验,美国经济最困难时期可能是2009-2010年。当美国房屋价格下跌至40%时,银行系统不良贷款将上升至2.2万亿美元。因此,美国经济将挣扎3-4年时间,直至银行等金融机构将不良资产处理完毕。

以前,美国的银行可寻求中东国家主权财富基金的资金,以弥补资本损失,但现在已经难以再得到类似支持。向私人银行部门注入公共资金是唯一选择。在美国家庭负债累累情形下,通过提高利率来获取所需资金显然不是一个可行选择,美国政府只能通过发行更多债券来筹集资金。

而有能力购买这些债券只能是外国投资者。2004年以来,美国新债年均发行量达4000亿美元,外国购买比重达94%。

但是,美国政府债券是以美国政府所征收税收为担保的,在美国家庭陷入长期债务危机状况下,新国债发行显然不能获得足够的偿还保证。美国向银行系统注入公共资金将有可能导致美元危机。为实施注资计划,美国需要寻求其他国家支持或国际联合干预以支持美元。目前七国集团框架下的国际合作显然不够,需要中国和中东石油出口国的参与。

不过,随着对美国政府税收征收能力疑虑的加深,外国政府和投资者继续购买美国债券的前提条件可能是,美国发行非美元计价债券。例如,1978年,美国卡特政府在美元危机时期发行了以欧洲货币计价美国国债(卡特债券)。发行非美元计价债券将使美国更多地暴露于汇率风险之下。

美国金融危机将是美元地位一个历史转折点。二战以来,中东国家支撑了以美元为主导的全球货币体系。但是,中东国家目前面临着输入型通货膨胀和外汇资产贬值等问题,这将可能促进其将货币由钉住美元转为钉住一篮子货币,从而可能导致石油以美元计价机制终结。即使各国合力阻止以美国为中心的战后国际体制崩溃,国际新秩序出现将不可避免。正如美国外交关系协会主席理查德·哈斯所言:“全球化将增强非极化趋势。”在非极化时代,即使有一国扮演了美国现在的角色,也并不意味着现行体制的继续。因此,次贷危机和美元危机预示着“现代社会”的终结。

现行国际货币体系不可持续

小岛明:现行国际货币体系不可持

续。首先,现行以美元为主导的货币体系是建立在全球失衡基础上的。二战结束时,美国是唯一贸易顺差国,现在则是最大逆差国。上世纪80年代,美国曾对时值不断累积的经常账户赤字表达关注,并在1985年通过广场协议对美元币值作了深幅下调,但并未能解决贸易失衡问题。此后,美国政府再也没有认真对待贸易失衡问题。因为美国政府知道,它具有通过印刷美元来为经常项目赤字融资的特权,如果继续保持这种特权,就不用担心经常项目赤字问题。

近30年来,每隔10年便发生一次金融危机。例如,1987年“黑色星期一”、1997年亚洲金融危机和2007年美国金融危机。这些危机的一个重要背景,就是不断恶化的全球失衡。由于美国持续通过向外借款来为其日益膨胀的经常账户赤字融资,其净外债在2007年底已达3.2万亿美元,占GDP的23%。出于对不断攀升美国资产的保值能力忧虑,贷款国开始降低美元资产在其外汇储备中的比重。因此,美元汇率大幅度调整,或者美元崩溃,将在任何时候都有可能发生。这就是全球失衡的危险之处。

其次,美元过剩也是全球失衡引发的一个重要问题。大量投机性过剩美元,造成金融市场和外汇市场的不稳定。颇具讽刺意味的是,美国金融机构在这场金融危机中竟然拿不出美元资产来。美国政府应认识到全球失衡问题来源于国内结构失衡,并拿出建设性解决办法。

现行国际货币体系已经过时了。因为美国巨额经常项目赤字使得这一体系不可持续。美元将从世界关键货币地位上逐渐衰落,美国货币特权将逐步削弱。目前,包括欧元在内的任何一种单一货币均不能取代美元地位,国际货币体系将从以单一货币为主导向多元货币为基础过渡。

## 3 国际金融监管体系如何重建?

**主持人:**金融监管问题及其改进,是目前国际热议的话题。尤其是欧洲,试图建设更全球范围意义的监管体系。应该如何在国际和国家层次上加强对金融机构的监管? IMF应该承担一个怎样的角色,改革IMF有哪些方向?

监管改进

**伊藤隆敏:**当前国际金融监管存在下述问题:一是监管力度弱,发达国家对金融系统的监管较弱,导致适当预警信号没有发出或预警信号发出了但没有得到重视。二是监管框架不统一。尽管私人金融机构活动已跨越国界,但各国对金融机构监管框架差别很大。各国监管框架应趋向于一致。对银行、证券公司和保险公司的监管应予加强。巴塞尔协议II需要修改以吸取目前金融危机的教训。三是各国金融机构破产程序差别大,很难使那些从事高风险投资且投资失败的国际活跃银行破产。

据此,我提出下述建议:一是改进监管机制以避免未来的危机;二是增进各国金融监督和管制框架的协调;三是扩大广泛参与国际金融交易的大型银行破产程序建立一个国际协定。

**竹中平藏:**过度自由、不受管制、不受监督的金融机构显然不合适,4月份将要召开的G20会议应集中讨论金融机构和金融市场的监管问题。目前,对银行系统监管相对较完善,国际清算银行(BIS)制定了系统的银行监管规则。但对于对冲基金、证券公司之类金融机构,监管规则还很少。在这次金融危机期间,雷曼、贝尔斯登等投资银行的财务状况非常类似,均有大量资产损失。因此,欧盟提出加强金融机构监管以及协调货币金融政策的建议是比较务实的。

谁来执行国际金融监管?

**竹中平藏:**IMF应被赋予某些使命来监管全球性金融市场,或成立类似IMF的机构来监督全球金融市场的活动。

**平田英明:**对于一些学者提出赋予IMF在国际金融机构之中以核心地位的观点,我持反对意见。在国际经济越来越复杂情况下,任何一个国际组织不可能在所有事情上都能取得成功,许多国际性组织都呈现出越来越专业化的趋势。因此,IMF的活动应有所侧重,不应拓展工作领域,应将援助贫穷国家以及遭遇资本外逃和资本流入突然停止的国家,作为最为优先的选择。

由IMF担任国际金融市场监管者的角色不太合适,而BIS则是较好的候选者。IMF职责首先是评估各国宏观经济状况,并决定是否向一些国家提供信贷支持,其次是评估各国金融系统的健康状况。但IMF缺乏市场经验,不是国际金融市场的实际参与者。

中央银行比IMF要好,中央银行有调查、监管各国内部金融市场的经验。如果要选择一个现有国际金融机构去从事国际监管工作,那么这个机构可能是BIS。BIS是中央银行的中央银行,远比IMF有实际市场经验,特别是在银行业方面。但问题在于,BIS能否熟悉整个市场。在国际金融市场上,除银行之外,还有投资银行、对冲基金等许多机构。

BIS应该可以制定出一些较好的针对非银行金融机构的监管规则。但是,BIS在银行监管方面也存在一些问题。例如,巴塞尔协议II对目前金融危机的发展负有不可推卸责任。巴塞尔协议II在计算核心资本时引入了评级,风险资本折算的权重取决于资产信用等级。如果信用等级下降,那么金融机构的核心资本将会迅速下降。因此,引入信用评级在评估银行核心资本方面并不有效。

同时,对国际金融市场的监管还应依赖市场力量。利用市场力量可能是解决复杂市场监管问题的一个捷径。一些大金融机构可根据市场状况制定一些自律性市场监管规则,但市场自身制定的监管原则可能有利于企业自身,不利于公众利益,需要监管机构作适当管理与修正。

IMF需要四点重大改革

**伊藤隆敏:**当前全球金融危机,使得改革国际金融系统特别是IMF显得尤为必要。我建议对IMF作出下述四点重大改革:

一是增强IMF独立性。独立性是IMF实行成功监督的关键。为使IMF能对宏观经济基本状况和早期预警指标作客观公正的分析,IMF管理层和员工应独立于大股东。IMF目前的监督是在执行董事会紧密控制之下,后者则受大股东控制。在一些情况下,执行董事会曾胁迫员工以使其避免发出强烈预警信号。

二是增强对源于外国冲击而受到打击的小国流动性支持力度。IMF新贷款工具(NLF)应帮助那些遭遇流动性紧缩但有偿债能力的国家。当一个小国因他国原因而遭受大量资本外流时,IMF应无条件向其提供短期流动性帮助。IMF提供的贷款不应与该国配额相联系,但应计算资本外流规模。信贷支持应尽量不设置信贷规模和惩罚性利率等条件限制。IMF向那些遭受金融危机传染国家提供资金的目标,是阻止金融危机传导至其他国家。在IMF信贷资源耗尽时,那些持有大量外汇储备的国家可通过捐款方式给予IMF以流动性支持。

三是IMF的金融部门评估规划应予以强化。建立IMF、BIS和金融稳定论坛(FSF)的协调机制。各国应对其金融机构进行相应改革,以构建一套包括银行、证券公司和保险公司等金融机构监管框架的最佳行为准则。

四是充当国际金融破产法庭角色。雷曼破产的教训表明,当一个国际活跃金融机构破产时,各国的监管机构纷纷冻结其在该国分支或附属机构的资产,以保护该国投资者。但是,由于破产法在各国不尽相同,使得资产出售和归还贷款人变得非常困难。IMF可扮演国际金融破产法庭角色以解决这一复杂的交易问题。

**深尾光洋:**IMF应加强向遭受流动性冲击的发展中国家提供流动性的职责。不过,发展中国家不能过度依赖IMF,不能过多举债。中国利用外债来发展经济是明智的。当然,中国可能存在过度利用外国直接投资的问题。借来的钱不可能发挥很大作用,而且非常危险,成本很高。一个国家外债占GDP比例在10%以内,尚可以接受,但若达到20%或30%,就非常危险了。IMF可能不会甚至也没有能力援救。

支持发展中国家在IMF扮演更重要角色

**竹中平藏:**一个和IMF改革密切相关而有趣的问题是,现在全球面临一个非常严重的金融危机,全球股票价格基本跌去一半,然而,实体经济相对于上世纪20年代大萧条并不是很糟糕。原因是新兴国家发挥了非常重要的作用。

例如,中国GDP增长率从11%降至8%,印度GDP增长率从8%降至6%,尽管2%~3%的增长率速度下降已经非常大,但中印两国仍维持6%~8%的高增长率。根据一项预测,明年新兴国家GDP总和将超过美国。这是一个非常具有震撼力和令人印象深刻的消息。

因此,尽管全球实体经济将会下降,但表现不会太差,主要原因是发展中国家作用在增强。所以,发展中国家投票权应该增加。但是,投票权分配不仅仅取决于经济因素,而且受政治所制约。现在越来越多的人认为,提高新兴国家在IMF的地位是非常合理的。若事实果真如此,若中国、印度、俄罗斯和巴西在IMF中能承担更为负责任角色,对国际社会而言,这将是一个非常积极的变化,整个世界都将会从这一变化中获益。

## 4 构建国际金融新体系与中国的角色

**主持人:**在讨论全球金融体系重建的过程中,我们也看到,包括欧盟、东亚等地区,也非常注重地区性金融体系的建设。怎么看东亚地区的建设,中国应该发挥什么样的角色?

区域金融建设非常重要

**竹中平藏:**建立一个像世界银行这样的全球性金融机构是非常困难的,而建立区域性金融机构,如亚洲货币基金组织,在当前形势下应该得到更为认真的考虑。对全球性金融系统进行调整是必要的,但在此之前,应调整区域性金融系统,甚至包括双边性金融安排。

这类似于国际贸易领域。例如,尽管全球性谈判机构WTO很重要,但区域性APEC和双边性自由贸易协定也很重要。因此,全球性、区域性、双边性机构之间是互相补充,而不是互相竞争的关系。乌拉圭回合协议之所以在经过10年艰苦谈判之后仍得以达成,是因为APEC的成立推动了WTO的建立。

所以,在构建国际金融体系问题上,一个建设性思路是将全球性、区域性、双边性三个层次金融机构的构建结合起来。当前,应认真考虑的一个议题是,建立区域性的亚洲货币基金组织。美国和欧洲国家可能会反对,但是日本、中国可以互相合作。

在构建国际金融新体系问题上,日本和中国的合作非常重要。目前,日中两国都持有巨额外汇储备。如果日中两国能合作,将会对美国产生强大影响力,尽管美国综合实力仍然强于日中两国。日本现已清醒地认识到,中国经济力量非常大,没有中国的合作,日本是不能成功的。当然,有些时候,日本和中国的方案是互相竞争的。但是,合作是非常好的一件事情。特别是在美国遭遇金融危机情况下,日中可以合作去说服美国同意建立一些有利于亚洲和日中两国的国际金融规则。

真正的权力集团是G10

**深尾光洋:**要建立国际金融新体系,制定新的国际金融市场监管规则,至少需要两至三年时间,需要举行多次副部长级别(如财政部副部长和中央银行行长)会议。G20峰会仅是一个昂贵的聚会,是个政治仪式,层次太高,不可能讨论监管规则这样非常谨慎而具体的问题。

目前,在国际金融领域,十国集团(G10)是主要规则制定者。G10中央银行行长每个月都在巴塞尔开会一次,称为巴塞尔会议。BIS监管规则由G10中央银行行长会议制定。G10央行行长会议还控制了IMF的理事会和金融稳定论坛FSF。G10是IMF最大的联合董事。同时,G10的财政部长和中央银行行长还是OECD工作组会议最为重要的参加者。G10D(副部长)会议是G10最为重要会议,由成员国财政部副部长和中央银行副行长参加。G10部长会议是由财政部长和中央银行行长参加的会议。在IMF理事会,G10通常举行部长会议,以协调成员国立场。在部长会议之前,通常举行副部长会议,研究决定具体而重大的问题。G10D会议控制了IMF的贷款总安排机构(GAB),IMF的拨款方案由GAB制定,从而,G10D实际上控制了IMF财政权。因此,G10是BIS、IMF和OECD的实际控制者。

下转 A16