



■ 向松祚 中国人民大学国际货币研究所副所长、中国农业银行首席经济学家

金融市场的胜利

1980年代,西方世界许多人欢呼里根和撒切尔经济学的胜利,他们为此还创造出一个新名词:“市场的胜利!”以庆祝自由市场竞争终于战胜政府权力管制。

实际上,从全球经济生态体系的演化角度看,所谓“市场的胜利”其实是“金融市场的胜利”。里根和撒切尔政府所奉行的自由放任的市场原教旨主义经济政策,为市场的胜利和金融市场的胜利奠定基础。本质上,市场的胜利尤其是金融市场的胜利的根源,乃是第三次工业革命。第三次工业革命,尤其是以电脑为核心的信息科技革命,才是市场胜利和金融市场的胜利的核心推动力量。与产业资本主义时代一样,宏观经济生态体系的变革必然带来整个价值链的变革,从而引发市场结构和市场权力的变革。

全球金融市场的胜利超越了所有人的想象。的确,二战之后关贸总协定的签署和许多国家经济的快速增长,推动国际贸易快速增长,贸易和金融结合达到史无前例的巨大规模。自1970年代以来,跨国流动金融资产的规模迅速超过贸易规模,从数千亿美元急速扩张到数万亿和数十万亿美元。世界各国竞相开设股票市场和外汇市场,1980年以来,全球超过50个国家创立股票市场、外汇市场和衍生金融交易。它们包括许多之前实施计划经济的国家,譬如中国、越南、俄罗斯、匈牙利,拉美和非洲的低收入国家——萨尔瓦多、洪都拉斯、马拉维等等,中东——安曼、科威特、加勒比海(特尼安达、巴巴多斯),就连人口仅33万的冰岛小国也在1985年建立了股票交易所。发达国家股票投资者向新兴市场国家的股权和股票投资迅猛增长。发达国家对新兴市场国家的股票投资1980年之前几乎为零,到1990年代就达到数千亿美元,目前超过万亿美元。股票投资遍及世界每个角落,从靠近北极圈的冰岛国民到世界屋脊西藏的中国投资者。各国股票市场的创立和投资者全球范围内的股票投资组合,共同创造出一个真正全球化的金融市场。

如果说全球产业资本主义时代的一个显著特征是公司跨国经营,那么全球金融资本主义时代的一个显著特征是公司跨国上市,以及各类投资基金和私人投资者加速实施跨国投资组合。数千家外国公司选择海外上市——1990年代,到纳斯达克和纽约交易所上市的外国公司就有数百家,包括60多家以色列公司和两家智利公司。到2005年时,全球最大的25家公司里,有23家选择纽约上市。1990年代后期到新世纪,数十家乃至数百家公司纷纷登陆纳斯达克和纽交所,目前到美国和其他海外股票市场上交易的中国公司已达数百家。与此同时,伦敦、中国香港、东京、法兰克福、新加坡等等金融中心,千方百计争夺和吸引各国公司到本地上市,海外上市甚至成为衡量公司成功的耀眼光标和最佳广告宣传活动。

公司跨国上市进一步加速股票和股权投资的全球化。自1980年代以来,以美国风险

投资基金和私募股权基金为首的跨国股权投资,迅速成为股权投资全球化的急先锋和主要力量。它们激发了许多国家的IT和互联网革命,刺激许多国家创设股票交易所,大幅度开放本国金融市场。1990年代中期以来,IT和互联网成为中国最具活力、发展最为迅猛的产业。几乎每一家成功的中国互联网企业,都有跨国投资基金作为它们的天使投资者。跨国风险投资和私募股权投资是全球金融资本主义时代最具活力和创造力的力量,具有四两拨千斤的神奇威力,往往数百万或数千万美元的资金,就能够创造一个新的商业模式,甚至是一个新的产业。举凡苹果、谷歌、脸谱等等无数改变当代全球产业格局的伟大公司,创业资金都是来自风险投资基金和私募股权基金。

全球市场的权力结构

我们可以将当代全球经济和金融市场体系划分为相互区别又紧密联系的五个市场体系或价格体系,它们构成一个相互交错、层次分明的金字塔式的全球经济和金融市场体系,以及全球金融市场的价格体系。

第一层:全球最终商品和服务的市场体系和价格体系。

第二层:全球战略资源(包括石油、天然气、铁矿石等大宗商品市场)和其他生产要素(包括人力资本和科学技术)的市场体系和价格体系。

第三层:全球企业股权(包括公司股票、私募基金、风险投资、收购兼并等等)的市场体系和价格体系。

第四层:全球债券(包括交易量异常庞大的国债、公司债、地方政府债,以及由此派生的衍生金融等等)的市场体系和价格体系。

第五层:货币发行体系、货币市场体系和货币价格体系。主要是全球基础货币发行市场和发行机制、交易量巨大的外汇市场、以及汇率制度之安排,等等。

上述五个层级的全球市场体系和价格体系里,第五层最具决定性,是全球价格体系金字塔的最顶层。五个层次构成一个金字塔式的全球市场体系和价格体系,其皇冠明珠就是美元本位制或美元储备货币的发行和美联储的货币政策。

全球货币金融价格体系的传导机制是:美元储备货币的价格决定或左右全球其他国家的货币和信用价格(利率和国债收益率);利率和国债收益率决定或左右决定全球股权市场价格;利率、国债收益率和全球股权市场价格决定全球战略资源的价格;利率、国债收益率和全球战略资源价格决定各国货币汇率和全球通胀水平,亦即全球最终商品和服务的价格。我们可以简要描述一下全球金融货币市场的价格传导机制:

第一步:美联储决定美元储备货币的发行量和储备货币之价格。此处所谓储备货币之价格,是一个广义的价格指标,包括美元汇率水平、美元利率水平、国债收益率和长期通货膨胀预期。虽然美联储货币政策目标里不包括任何汇率指标,联储所谓“双目标原则”只包括长期通胀水平和失业率,但是,联储的任何政策动作客观上都会改变美元汇率、国

如果说全球产业资本主义时代的一个显著特征是公司跨国经营,那么全球金融资本主义时代的一个显著特征是公司跨国上市,以及各类投资基金和私人投资者加速实施跨国投资组合。

金融市场的权力结构和权力滥用

债收益率和长期通胀预期。

第二步:由于全球超过70个国家的货币汇率与美元直接挂钩,由于欧元—美元汇率是全球金融市场最重要的价格,由于欧元区在欧洲许多国家的货币汇率与欧元挂钩,联储所主导的美元价格或美元汇率、国债收益率、长期利率和预期通货膨胀率,立刻传导到全球所有金融市场,迅速改变其他国家的货币汇率、利率、债券收益率和通胀预期,也就是迅速改变或决定全球信用市场的价格体系。联储确定的基准利率水平或联邦基金利率水平,迅速改变或决定世界各主要金融中心的基准利率水平,譬如伦敦同业银行拆借利率LIBOR、香港银行同业拆借利率水平等等。基准利率水平反过来决定各商业银行对客户贷款和存款利率水平。美联储的货币政策同样决定了全球债券市场之价格水平和收益率水平。

第三步:汇率、长期利率、国债收益率等信用市场的价格水平决定或改变全球企业股权市场之兴旺发达和全球资金之流向。对股票市场最具影响力的价格信号就是利率、汇率和预期通胀率。数十万亿美元的私募基金、风险投资、收购兼并市场,以及全球股市的起伏涨落,基本决定力量就是全球金融市场的信用总量(流动性)和信用价格(短期和长期利率水平)。2009年以来的量化宽松历史清楚表明,每当美联储改变政策走向或者只是表达政策改变的意向,国际资金往往闻风而动。2013年第四季度,当联储宣布即将开始逐步退出量化宽松之后,从新兴市场流出的资金就超过1400亿美元。

第四步:货币信用市场的价格波动(汇率、利率、国债收益率、通胀预期)和少数几家最具权势的美国金融机构(包括高盛集团、花旗集团、摩根大通、摩根斯坦利等等),共同决定了全球战略资源的价格和其他重要生产要素的价格(即大宗商品的价格)。以石油为例。石油的定价机制绝非通常意义上的真实商品供求均衡机制。畅销书《石油、金钱、权力》的作者丹尼尔·耶金对石油价格的决定机制分析得很清楚:“全球石油价格一度由美孚石油公司确定,后来由美国的得克萨斯铁路委员会系统和世界各地几大公司决定,再往后就是由欧佩克来定价。如今则由纽约商品交易所决定。”上述几家金融巨头皆是全球商品交易所的主要股东和做市商。

第五步:最后,货币信用价格(汇率、利率、国债收益率和通胀预期)和战略资源的价格共同决定了全球最终商品和服务市场的价格。譬如原油价格和铁矿石价格直接决定了成品油和钢铁的价格,成品油价格和钢铁价格则直接传导到几乎所有最终商品价格,包括最普通的蔬菜、猪肉和鸡蛋。

在所有金融市场里,美国国债市场又是最具有决定性的市场。国债收益率决定了长期利率和通胀预期。联储货币政策的传导机制主要是通过国债市场,量化宽松就是通过持续购买国债和其他债券来压低长期债券收益率。美国国债市场不仅是美国金融市场之基石,也是全球货币金融市场之基石,是全球债券市场之定海神针,美国国债的信用等级亦是全球其他所有债市信用级别的参考标准,其他债券的信用级别均参照美国国债信用等级来确定。

全球金融市场的幕后君主

《世界是平的》的作者托马斯·弗里德曼曾经如此写道:“以我之见,当今社会有两大超级权力机构,那就是美利坚合众国和穆迪评级。美利坚合众国用炸弹摧毁我,穆迪通过降低我的债券评级毁灭我。而且,相信我吧,有时,谁也说不准这两者谁更厉害。”

1996年,全球著名咨询公司麦肯锡出版一项长期研究成果《无疆界市场》,核心思想是“全球资本市场对主权国家政府的牵制越来越多,而主权国家对资本市场的控制力却

日渐削弱。”该书宣告:谁掌控全球资本市场的定价权,谁就掌控了全球资金的流向,谁就掌控了主权国家的货币政策和金融政策,谁就掌控了主权国家兴衰成败的命脉。

那么,当今世界,谁掌控着全球债券市场和资本市场的定价权呢?答案:主要是穆迪、标准普尔和惠誉三大国际信用评级机构。

真正理解当代全球经济和金融内在运行机制之人,就能明白为什么三大国际信用评级公司掌控着整个国际货币和金融体系的命脉和枢纽,就能明白上述评论绝非夸夸其谈,它们的确蕴含着异常深刻的真理,的确揭示了当代全球货币和金融体系的残酷现实,揭示了当代全球金融资本主义市场体系的内在权力结构。

如果没有良好的国际信用评级,任何政府、企业和金融机构都无法进入国际债券市场进行融资,国际信用评级是任何债券发行人进入国际债券市场和资本市场必备的通行证。如果国际信用评级达不到投资级别,那么债券发行人即使能够勉强发行债券,也将付出极高的代价(只能发行收益率极高的垃圾债券)。当今世界,任何政府、企业和金融机构要想在主流国际金融市场拥有一席之地,就必须维持投资级别以上的信用评级(至少为BBB-)。国际信用评级就是国际金融市场之命脉。三大国际信用评级机构掌控了国际金融市场的命脉,往往具有极强的威慑力,尤其是关键时刻。

三大国际信用评级公司的评级模型主要是依照美国债市和股市运转经验所构建和完善的。如同美国国债市场及其信用级别是全球货币金融市场和资本市场的命脉和枢纽一样,每个国家的主权信用级别和债券市场则是该国金融货币市场和资本市场的命脉和枢纽。谁能够决定一国主权债券的信用级别和债券市场的价格水平,谁就站到了整个金融市场乃至整个经济体系的权力之巅。

过去数十年里,以下场景我们早已司空见惯。如果三大国际信用评级机构(穆迪、标普、惠誉)其中一家宣布下调某个国家的主权信用评级,该国货币金融市场有可能立刻陷入风雨飘摇的困境:汇率暴跌、股市崩盘、企业倒闭、乃至社会动荡、国家破产和政权更迭。三大信用评级公司的一纸降级声明,威力往往超过总统、总理、财长和央行行长的信心讲话。

让我们简要回顾一下1997—1998年亚洲金融危机期间,几个惊涛骇浪的场景:

1997年9月3日,标准普尔宣布下调泰国的主权信用评级,由A-下降至A-,长期评级由AA-下调为AA-;短期外债和泰铢评级尽管维持A-1和A+1不变,前景则下调为负面。与此同时,标准普尔宣布还可能再次下调泰国的信用评级。尽管泰国政府立刻发表声明,指责标准普尔下调评级有失公允,泰铢汇率当天应声下跌超过4%。菲律宾比索和马来西亚货币皆大幅下挫。标志着东南亚货币危机进入新的阶段。

1997年11月25日,标准普尔公司下调韩国的信用评级,同时降低韩国进出口银行、产业银行、中小企业银行等金融机构,以及韩国电力公司、韩国电气通信公司等大公司的债券信用评级。紧接着12月22日,标准普尔一下子将韩国外汇债券信用等级一次性降低四个档次,成为“垃圾债券”。早已风雨飘摇的韩国货币金融市场立刻掀起惊天大浪,韩元当日暴跌幅度超过12%,股市下挫7.5%,皆创下有史以来单日最大跌幅。

让我们再回到2010年,历史总是重演,总是惊人的相似。

2010年4月27日,标准普尔将希腊主权信用评级从BBB+下调至BB+,一次下调三个级别,前景展望为负;同日,标准普尔将葡萄牙主权信用评级从A+下降到A-,一次下调两个级别,前景展望为负;第二天(4月28日),标普宣布将西班牙主权信用评级从AAA下降到AA,一次下调两个级别,

前景展望为负。

消息传出,金融市场立刻产生强烈反应。4月27日,希腊和葡萄牙股市分别暴跌6%和5%;受此影响,德国、法国、英国等国股市普遍下跌2%—3%。28日,欧洲各国股市继续下跌1%左右。全球金融市场数据显示,希腊主权债务危机导致全球股市总市值蒸发超过1万亿美元,尽管希腊债务总额也不超过3000亿美元。

主权信用级别的降低以及负面的前景展望,让希腊、西班牙和葡萄牙三国原本已经恶化的国内经济和财政状况变得更加不堪一击。之前希腊政府债券信用评级尽管无法与顶级债券相比,却依然维持在投资级别,许多跨国商业银行仍然愿意购买。希腊经济长期没有起色,却依然可以维持庞大债务,国债能够维持投资级别的信用等级可以说是关键条件。

面对信用评级下降的严重后果,希腊、葡萄牙和西班牙三国政府同声高调对评级机构“落井下石”的行为表示谴责。IMF总裁呼吁公众不要过于相信信用评级机构的评级下调。德国财长表示,市场不应该过分看重评级机构的决定。

然而,无论财经官员和总理们如何强硬表态,市场却更加相信信用评级公司的决定。后来的事实表明,标普的决定大大加速了欧盟、德国以及IMF对希腊的救援速度。国际信用评级公司的巨大威力再一次展示得淋漓尽致。

值得我们高度注意的是:次贷危机、金融海啸、全球性金融危机和经济衰退连续爆发以来,美国多家金融机构倒闭破产、被政府接管和接受政府救助,美国政府以史无前例的扩张性财政政策和货币政策来挽救金融危机,全球投资者普遍担心美国国债的安全性。假若换做其他国家,其主权信用评级应该早就被降低了,然而三大评级公司并没有全面下调美国的主权信用评级(标普2010年下调美国主权信用评级是唯一一次)。美国国债依然维持了最高的信用等级。

相反,作为美国最大的债权国,2003年之前,中国的主权信用评级一直维持在BBB级,直到2005年后才得到逐步调升,目前穆迪投资对中国的主权信用评级为A1,标普给予中国的长期主权信用评级为A+,短期主权信用评级为A-1+。人们不仅要问:美国三大评级机构之信用评级是否也是双重标准?答案自然是肯定的。

次贷危机和金融海啸的幕后推手

掌控全球金融市场话语权和金融资产定价权的三大信用评级机构,绝对不是金融市场被动的旁观者。相反,新世纪以来,三大信用评级机构摇身一变,成为全球金融创新尤其是资产抵押债券(次级贷款抵押债券,所谓ABS或CDO等等)最积极的推动者和盈利最丰厚的赢家。直到2007年次贷危机爆发,世界人民才恍然大悟:原来三大信用评级机构与投资银行沆瀣一气,制造了人类有史以来规模最大、时间最长的金融大骗局,最终让全球损失数十万亿美元,让许多重量级的金融机构濒临破产,次贷危机终于演变为大萧条以来最严重的金融危机和经济危机。

奇怪的是,直到次贷危机爆发,美国媒体才开始揭露出信用评级机构是如何制造金融大骗局的。《纽约时报》如此描述评级机构的“金钱魔术”:

“美国最优秀的非金融企业所发行的债券里,只有不到10%的比例才能获得最高的AAA信用评级。然而,令人不可思议和极度震惊的是,以次级贷款做担保所发行的所谓抵押支持债券(CDO)以及CDO平方,又称为结构性金融产品,竟然有90%获得AAA信用评级。次级贷款所支持的债券,竟然与我们最尊崇的企业所发行的债券一样安全,谁能够相信这套把戏呢?”(下转03版)

“一带一路”的棋局观

■ 梁国勇
(联合国贸发组织投资和企业司经济事务官员)

(上接01版)

“算”与预测

善弈者必善“算”。“好点”的选择必然基于对盘面的分析,但也离不开对未来出招、应招的算计。的确,科学的决策离不开对未来的预测,经济政策的制定和实施也是如此。“一带一路”战略的直接经济影响涉及贸易、投资、金融等多个领域,将在项目、地方、国家、区域等多个层面展开。对相关经济影响的分析和预测具有重要的政策参考价值,非常值得重视。

然而,纵观各国、各界对“一带一路”的分析和解读,可以发现对目的和动机的主观猜

测多,对效果和影响的客观预测少。实际上,该战略的推出仅有两年,相关政策文件也刚刚发布,因此具体分析和预测必然面临数据支持的障碍;同时,“一带一路”影响相关经济变量的机制复杂,使得相关研究又面临理论和实证方法上的困难。但是,我认为,基于现有价值的实证研究;除此之外,模拟分析也是一个重要的方向。

首先应针对贸易(包括商品和服务贸易)、投资、融资等主要国际经济变量进行研究。以国际直接投资为例,“一带一路”带来的资源增量和制度变量变化将影响中国对外投资的总量和结构,具体可能带来“创造效应”(增量投资)、“转移效应”(投资向沿线国家的转移)和“集聚效应”(投资向重要节点的集聚)。对投资总量方面影响的评估既要考虑企业作为投资主体的动机和行为,又要考虑“一



带”在政策方面带来的推动作用,以及亚投行、丝路基金等机构的撬动作用。前者反映在国家战略引导企业行为的积极影响,后者则反映在公共资金带动私人资本的杠杆作用。2014年,中国对外直接投资达到1160亿美元,已连续三年居世界第三位。展望未来5年—10年,中国海外投资增长的“基线场景”如何,“一带一路”可能带来的“变更场景”是怎样的,相关政策选项有哪些,影响是什么……这些问题都值得深入研究。

从更广泛的经济影响看,中国过剩的产能和资本将获得新的“出口”,经济转型和升级也将得到很大促进。金融方面,人民币国际

化进程将得到有力推动,国家资产负债表将进行良性重构,资源的配置也将趋向合理。中国之外,巨大的发展机遇正在出现:以中国为“枢纽”互联互通的程度将迅速提升;以中国为“头雁”产业转移和经济发展的“新雁阵”有望形成。总体上看,“一带一路”推出和“走出去”战略升级正在为受金融危机影响而弱化的全球化进程注入新的动力,并可望掀起新一轮的全球化浪潮。

制胜之“道”

“一带一路”通向何方,相关博弈如何制胜?建设绿色、和谐、繁荣、共赢的“一带一路”,既需要审慎的战略思考,又需要细致的具体规划。这不仅是中国的事情,也是沿线国家的事情,不仅是政府的事情,更是企业和公民社会的事情。对作为主导者的中国而言,应强调国家战略目标和企业经营目标的一致性,将国家层面的经济合理性建立在企业层面的商务可行性的基础上;对企业来说,应将海外投资运营建立在经济、环境、社会三重合

理性之上。短期内,应避免“一带一路”出现外冷内热的倾向,防止地方政府借题发挥,盲目、过度投资。在当下的中国,以投资促增长是必要的选择,但必须注意将投资导向有助于经济转型和可持续发展的领域,否则又会重复老路,以长期代价换取短期繁荣。

“一带一路”战略的推出和亚投行等机构的设立,难免使人将其与二战后马歇尔计划的实施和布雷顿森林机构的成立相类比。的确,世界秩序正在发生变革,而中美两国将在很大程度上决定其方向和进程。“一带一路”、“北京路线图”、亚投行等等一系列的招无无疑全球经济外交的大棋局更加精彩。

中国的大手笔、新举措有其现实考量,但其背后的思维方式更值得重视。以合作共赢的“发展思维”取代零和博弈的“冷战思维”,也许这正是“一带一路”所体现的一个重要精神。围棋对弈重布局而轻杀伐,双方在“地”与“势”的权衡取舍中共存,而输赢常在几目之间。或许这正是围棋这种东方游戏有别于西方思维的一个独特之处。(完)