

当前金融改革如何协调推进

□李扬

2012年上半年,盛松成牵头的人民银行调查统计司课题组连续发布了《我国加快资本账户开放条件基本成熟》和《协调推进利率、汇率改革和资本账户开放》两篇报告,第一次明确提出了金融改革的“协调推进论”。该理论受到经济金融理论界和实务界的广泛关注和认同。《金融改革协调推进论——论中国的利率、汇率改革和资本账户开放》是盛松成、刘西的最新著作。该书从理论到实践、从国际到国内、从定性分析到定量分析、从数理模型到计量模型、从静态分析到动态分析,将金融改革与开放宏观经济理论相结合,将金融改革与超调理论相结合,深入、系统地对我国协调推进金融改革开放的理论进行了阐述。实际上,该书也是对近几十年来我国金融改革开放的理论总结,自然地,对于仍在进行中的我国金融改革开放,也有较强的指导意义。

在金融领域,以利率、汇率改革为主、为先,而以资本账户开放为辅、为后的“先内后外”金融改革次序论曾占据主导地位。金融改革次序论是从蒙代尔—弗莱明模型推演出的。它有三个理论基础,即金融抑制论、不可能三角理论和利率平价理论。金融抑制论论证了金融改革的必要性,而不可能三角理论和利率平价理论则是决定金融改革次序论的主要理论支柱。按照不可能三角理论和利率平价理论,在利率市场化和汇率形成机制改革完成前放开资本管制,跨境套利资金将自由进入国内市场,套取利差和汇差,加大经济波动,削弱国内货币政策有效性,甚至引发经济危机。

作者认为,不可能三角理论和利率平价理论都有其局限性。不可能三角中的“三角”是绝对状态,而这些绝对状态并非常态。现实情况往往是资本不完全自由流动或不完全管制,汇率也并非完全固定或完全浮动,也就是存在着中间状态。各国金融改革与开放的起点大多都是某种这样的“中间状态”,改革的推进过程,常常也并非指向不可能三角的某种纯粹状态。利率平价理论也未必与实际相符。现实中的市场并不像市场原教旨主义者们宣称的那样有效,资本流动与利率变化也非一一对应的关系。以上分析告诉我们,金融改革次序论在理论上并非绝对真理,教条地坚持“大爆炸式”改革理论或者“先内后外”、“先外后内”等金融改革模式,而不考虑国情,无异“刻舟求剑”。当然,

以这种理想化的蓝图来指导改革,其成功也在未定之天。

实践提供了多彩的图景:拉美国家的大爆炸式金融改革多以失败告终;美国实行先外后内的金融改革取得成功,而英国实施与美国几乎相同的改革顺序并不成功;日本先内后外的金融改革最终失败;德国的各项金融改革几乎都在70年代完成,前后相差不过两三年,各项改革互相配合,协调推进,产生了协同效应,取得了较好效果。实践证明,如果我们将金融改革“次序论”僵化,过分强调改革的前提条件,就会使改革的渐进模式蜕变为消极、静止的模式,从而延误改革开放的时机。本书作者反复强调:我国的金融改革应该植根于中国实际,应当全面协调各项改革举措。我以为,这是很有见地的。在我看来,本书在论证协调推进金融改革理论时,有四个亮点。

一是将金融改革与宏观经济平衡结合。作者在开放经济条件下的宏观经济分析框架下,论述了经济金融体系调节的静态及动态机制。静态看,固定顺序的金融改革和协调推进式改革过程中,各经济金融指标不会出现大幅震荡。固定改革顺序是“先内后外”还是“先外后内”,主要取决于改革时的

初始状态。如果错误地判断初始条件,改革顺序就会有误,经济运行就会面临较大震荡。动态看,若协调推进金融改革,经济金融体系可以较容易地实现内外均衡。若按固定顺序推进金融改革,经济金融系统会以循环的方式向均衡收敛。分步骤看,金融改革时的初始状态决定了推进利率、汇率改革和资本账户开放的时机,也决定了哪一项或几项金融改革可以先行一步。

二是将金融改革与利率、汇率超调理论结合。为了简化金融改革效果的评估过程,作者作出了几点假设。金融改革中有三个状态,初始状态、过渡期和最终状态。决定金融改革成败的关键在于过渡期里各指标的变动方向、频度和易变性。如果变动过多,超过社会承受力,改革可能失败。指标变动少的改革方案是好的方案。评估各指标变动情况,首先就要看各项指标是否超调。如果各指标向均衡状态平稳收敛,这样的改革就没有超调之虞。如果金融改革分先后顺序,各个领域逐步完成改革,经济体会沿着先实现局部均衡再实现一般均衡的路径发展;利率、汇率、资本流动莫不如此。若局部均衡与一般均衡值的方向存在较大差异,超调将不可避免。协调推进金融改革,当可减少局

部均衡值与一般均衡值的冲突,减少甚至避免金融指标超调。

三是将金融改革与宏观经济政策结合。为了实现经济可持续增长,金融改革当然不可或缺,但是为了减少经济和金融剧烈波动,金融改革与宏观调控应协调一致,也肯定是必然的要求。从宏观调控一侧看,应当减少软约束的投资刺激计划,减少投资对融资的过度依赖;从货币政策一侧看,则需要货币政策与投资政策相协调,并做到松紧适度。短期内,经济自身的发展、利率市场化改革等都可能产生推高利率水平的结果,因此,货币政策不能过紧。同时由于我国杠杆率快速提升,金融风险正在加剧,货币政策又不能过松。稳健的货币政策对抑制利率的快速上涨是必要的。2014年,央行实施了一系列结构性宽松政策,包括定向降准、定向再贷款等,这些都有利于抑制利率上行,抵消利率市场化的短期影响。在推进利率市场化过程中,过分追求实现货币供应量目标,可能会导致短期利率波动较大。简言之,由于金融改革自身就有宏观调控的意义,改革与宏观调控相配合,是一个自然的要求。

四是不过分强调金融改革的前提条件,而将一些所谓前提条件看做金融改革的重要组成部分,它们与利率、汇率形成机制改革等同步协调推进。金融市场建设不应与利率市场化改革割裂开来,而是与利率形成机制改革一样,成为利率市场化改革的一个有机组成部分。金融市场建设也应贯穿于利率形成机制改革之始终。我们不可能等到金融市场没有任何缺陷了才开展利率形成机制改革,或者等利率形成机制改革完成后才发展和完善金融市场。外汇市场建设与汇率形成机制改革也是互相促进的关系。完善外汇市场能保障汇率形成机制改革顺利实施,改革汇率形成机制能促进外汇市场的发展。资本项目开放既要减少对资本流出的管制,也要减少对资本流入的管制。如此等等。

当前,我国正进一步推进利率市场化、汇率形成机制弹性化、资本项目开放等各项金融改革,面对的情况极其复杂。加之全球经济进入长期萧条,中国经济进入新常态,这种复杂情况使金融改革增添了一些不确定性。当此关键时期,我们尤其需要金融改革的顶层设计及其实施的路线图和时间表。盛松成等在本书中所作的探讨,无疑有助于推进我国金融改革的理论建设,从而有助于改革的顺利推进。

商品交易超级周期中他们如何操控世界



□毛志辉

2014年11月,美国参议院发布的一份调查报告备受全球投资界的关注,报告揭露了高盛、摩根士丹利和摩根大通等华尔街大银行“深度介入”实物大宗商品交易的内幕。报告显示,这些大型银行既从事大宗商品金融交易,又大量持有、仓储实物商品,涉嫌“从事高风险业务”、“混淆银行和商业”、“影响价格”、“获得交易优势”等八宗罪。报告还建议,监管机构应限制大型银行的大宗商品交易,以降低风险和打击不公平交易。

事实上,华尔街的实物商品业务引发争议已有多时。早在2011年夏天,伦敦金属交易所的工作人员就收到可口可乐公司对高盛的投诉。由于现货铝被高盛大量囤积而不是投放市场,导致饮料罐制造的原材料成本步步高。而高盛则称,通过为客户提供融资、流动性和对冲,以及减少市场的波动性,自己在大宗商品市场扮演了不可或缺的关键角色。

在过去的十多年中,国际大宗商品交易市场可谓经历了一个超级周期,原油、矿产、农产品等商品价格的持续上涨,使得人们对大宗商品及其衍生品交易有了更多的关注,而那些从事其中的机构及其从业者,也在各

种争议中走入人们的视野。他们是如何操作大宗商品交易的?他们在金融市场中扮演了怎样的角色?他们的所作所为何以能够影响到全球的大宗商品价格乃至经济社会运行?人们有着太多的好奇和困惑。

CNBC驻华尔街资深记者凯特·凯利最近推出的《商品交易之王》一书,或许能够很好地满足人们对这些大宗商品交易机构和从业者的好奇心。在过去三年多时间中,凯特·凯利深入华尔街商品圈,采访了蓝金资本管理公司、嘉能可国际公司、摩根士丹利、高盛公司等大型商品交易机构从事天然气、农产品、金属、原油等交易的关键人物,探究并还原了这些专业投资机构、专业投资者参与大宗商品交易的真实历程。在书中,她以细腻的笔触,通过对蓝金资本管理公司的安杜兰德、高盛公司的科恩、嘉能可国际公司的格拉森博格、达美航空公司的拉格尔斯、美国商品期货交易委员会的根斯勒等人的刻画,生动地描摹了对冲基金、银行、经纪商、监管者等市场相关方的互动,勾勒出一幅21世纪初以来国际大宗商品交易市场的全景图。

作者以泡沫的形成开篇,复以泡沫的破裂收尾,在全书的十二章中,通过每章讲述一个相对独立而又互有联系的故事,串联起一段大宗商品交易的非凡历史。而那些天才

的大宗商品专业投资者,无疑是书中每个故事的主角。在作者的笔下,他们是那么年轻气盛而富有才华,精明能干而敢于进取,机智果断而百折不挠。

皮埃尔·安杜兰德初出茅庐之时,在9个月的时间里,就通过商品交易为美国银行获利5000万美元,当时他只有25岁;华裔珍妮弗·冯2004年入职摩根士丹利时只有20岁,但她此后每年为公司创造的利润达到了3500万美元;至于那些缔造了嘉能可国际、摩根士丹利、高盛等公司辉煌的投资大师们,也都有着多彩而迷人的履历。凯特·凯利称他们为“操控世界的神秘俱乐部”。他们既不追求曝光率,也不愿意像巴菲特或比尔·格罗斯那样声名显赫,他们隐藏在大型银行和金融机构的背后,灵活应用大量资金和各类技巧在众多商品合约中转圈交易,不声不响地创造着巨额的财富。

如果不是因为大宗商品交易经历了一个超级大周期,这个领域以及从事其中的人们或许还将长期不被媒体所关注,更不会被普通民众所了解。即使是在商品对冲基金的明星交易员们在报端频频出现的今天,人们对其资金运作模式和手段的了解也仍然有限,对嘉能可、高盛等商品巨头们的认知也仍是一团迷雾。也正缘于此,凯特·凯利这部作品的出现可谓切中所需,为我们认识大宗商品交易商、了解商品价格攀升背后的推手提供了不可多得的参考。

比如,嘉能可大概可以称得上是这个时代最激动人心、却又鲜为人知的财富传奇。它已在事实上超越高盛、摩根士丹利和摩根大通等大名鼎鼎的华尔街投行,成为过去十年中最赚钱的公司之一,而此前公众对它的了解却几乎是一片空白。在“马克·里奇帝国”一章中,凯特·凯利通过对嘉能可的创始人马克·里奇的创业经历、首席执行官伊凡·格拉森博格和原油事业部总监亚历克斯·比尔德对嘉能可的作用的叙述,详细披露了嘉能可的上市之路,也复原了这家传奇公司的成长、成熟。

书中还为高盛专辟一章,详述了其所卷入的“铝价操纵案”。2009年时,全球铝产能已经过剩。高盛于2010年购买了存储美国绝大多数商品铝的公司——迈特罗,由此开始大量的铝交易。迈特罗在底特律的仓库囤积了数百万吨的铝。按照伦敦金属交易所目前的仓储交易规则,仓库每天必须出货至少1500吨金属。高盛像挤牙膏一样,每天按照

最低要求出货,这使得买家要等待超过6个月才可以收到货。通过限制对市场的供给,高盛成功地将LME铝价预期上调至新的历史高点。通过仓单操作,高盛人为地扭曲了供求关系,达到控制美国以及全球铝现货市场目的。凯特·凯利还披露了高盛如何在系统内部转移铝,如何通过上涨仓储费坐收不菲利润,高盛总裁加里·科恩以及其他高管又如何游走于交易规则的灰色地带,从而为高盛创造了令人匪夷所思的暴利。

大宗商品交易商们拥有广阔的资讯网络,监控着全球商品的供应和需求,他们利用这些数据进行套利、投机。在凯特·凯利的笔下,他们都有一个共同的特征——低调,但却凶猛;同时,在他们波澜不惊的生活背后,资本的嗜血本性也一览无余。他们以金融杠杆撬动大宗商品贸易,进而以大宗商品贸易控制生产商,最终打破下游贸易商和上游生产商间的行业界限,意图主导行业市场新秩序。然而,他们的逐利之途未必就能一帆风顺,他们也要接受监管者的审视,要迎接对手的竞争,还要直面下游贸易商的质疑和挑战。因此,凯特·凯利在书中所讲述的交易商与监管机构的斡旋、与同行的交锋,以及诸如达美航空公司所采取的对冲操作等故事,读来都能让人觉得惊心动魄、精彩纷呈。

最近两年来,随着交易收益率的持续下降,越来越多投资机构不再青睐大宗商品交易,交易业务的萎缩成为“新常态”。这是全球金融危机之后,各国旨在加强金融系统安全性的监管新规的必然结果。正是受制于监管的日益严格,摩根大通、巴克莱、瑞信集团等华尔街大型机构纷纷选择退出大宗商品交易。而随着机构的退出,大宗商品期货市场开始逐步回归其原有功能,成为农场主、矿山和企业对冲未来价格风险的工具。

历史总是值得人们玩味和深思。21世纪初以来这十多年中形成的大宗商品交易泡沫,是美国乃至全球金融发展史中一段极不寻常时期的一个精致缩影。在全球经历一轮严重的金融危机之时,银行、对冲基金和大型金融机构群魔乱舞,大举进入现货大宗商品交易和衍生品交易市场,最终放大了从石油到铜等几乎每种大宗商品的涨幅,进一步拖累了经济实体。如今,泡沫已然退潮,而凯特·凯利在书中所描绘的金融世界脱离实体经济过度发展的过程,所展示的交易精英们运筹帷幄的市场运作,无疑能为今日的市场参与者和监管者提供难能可贵的资鉴。

■ 新书快递

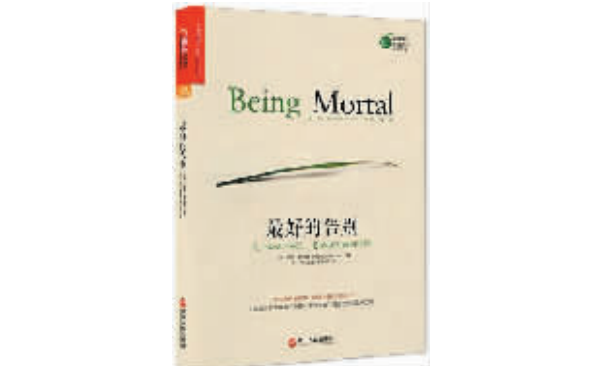
赢者思维



作者:克里·斯帕克曼
出版社:中国人民大学出版社
内容简介:
很多人接受过克里·斯帕克曼的咨询和培训,他们的人生由此改变。
《赢者思维》告诉人们,目标为我们的生活提供意义,“形象化凝视技术”可以让目标在大脑中建立连接,这种连接一旦建立,将深刻地改变人的行为。如何调整思维,为实现目标提供巨大驱动力?如何充分利用大脑的情感系统,激发我们内在的潜能?如何挖掘价值观的力量,为成功助力?本书作者用几十年的研究和实践帮助许多运动员成为了世界冠军,更多的是,帮助了更多处于困境中的普通人,开启了他们新的人生。本书也成为新西兰乃至欧洲最受欢迎的思维方法课。

作者简介:
克里·斯帕克曼,新西兰最著名的神经学家,曾获得创造性思维世界级大奖。他还是正在拍摄中的好莱坞电影巨片《爱因斯坦的指南针》的编剧、探索频道纪录片《叙述科学》的撰稿人兼主持人。

最好的告别



作者:阿图·葛文德
出版社:浙江人民出版社
内容简介:

当独立、自助的生活不能再维持时,我们该怎么办?在生命临近终点的时刻,我们该和医生谈些什么?应该如何优雅地跨越生命的终点?对于这些问题,大多数人缺少清晰的观念,而只是把命运交由医学、技术和陌生人来掌控。影响世界的医生阿图·葛文德结合其多年的外科医生经验与流畅的文笔,讲述了一个个伤感而发人深省的故事,对在21世纪变老意味着什么进行了清醒、深入的探索。本书富有洞见、感人至深,并为我们提供了实用的路线图,告诉我们为了使生命最后的岁月有意义,我们可以做什么、应该做什么。

作者梳理了美国社会养老的方方面面和发展历程,以及医学界对末期病人的不当处置。书中不只讲述了死亡和医药的局限,也揭示了如何自主、快乐、拥有尊严地活到生命的终点。书中对“善终服务”、“辅助生活”、“生前预嘱”等一系列作者推崇的理念,都穿插在故事中作出了详尽的说明,相信会给老龄化日益加剧的中国社会以启迪。

作者简介:
阿图·葛文德,白宫最年轻的健康政策顾问,影响奥巴马医改政策的关键人物,《时代周刊》2010年全球100位最具影响力人物”榜单中唯一的医生。

方法革命



作者:威廉·D·艾格斯,保罗·麦克米伦
出版社:中信出版集团
内容简介:

《方法革命》揭示了企业、NGO与政府如何在互联网+时代联手,如何借助影响力资本、颠覆性科技和规模化市场经验模式,来解决社会问题和环境问题。“互联网+”时代,解决社会问题的最有效方式是什么?如何让企业在帮助解决社会问题的同时也赢利?草根阶层如何参与到创新运动的方法革命之中?作者提出了一种全新的,同时更具有合作性以及生产力的经济模式——方法经济解决上述问题。

文中列举了几十个来自全球的案例,生动描述了方法经济带来的颠覆性方法革命是如何解决社会问题创造社会价值的。方法革命是用互联网思维解决社会难题的典范,它是开拓金字塔底层的万亿市场,打破陈旧商业模式、服务和思维的金钥匙!创业人士、企业家、社会慈善家不可不读。

作者简介:
威廉·D·艾格斯德勤全球研发中心主管,负责带领团队研究公共部门行业案例。

保罗·麦克米伦,加拿大行政管理研究所(IPAC)的创始人,他也是多伦多Bridgepoint Active Healthcare董事会成员。