

联合国贸易和发展会议

**全球经济危机：
系统失灵与多边对策**

贸发会议秘书处系统问题
与经济合作工作队报告

执行摘要



联合国
纽约和日内瓦，2009年

说 明

联合国文件都用英文大写字母附加数字编号。凡是提到这种编号，就是指联合国的某一个文件。

本出版物所采用的名称及其材料的编写方式，并不意味着联合国秘书处对于任何国家、领土、城市、地区或其当局的法律地位，或对于其边界或界线的划分，表示任何意见。

本出版物的材料可自由援引或翻印，但需说明出处及文件号码。应向贸发会议秘书处提交一份载有文件引文或翻印部分的出版物。

联合国出版物
UNCTAD/GDS/2009/1
版权©联合国，2009年 联合国版权所有

要 点

贸发会议长期以来呼吁加强国际货币和金融管理，这一点在当前全球性和系统性危机中显得尤为迫切。危机的走势反映了国家和国际层面放松金融监管的失败，持续的全球失调，国际货币制度的缺失以及全球贸易、金融和货币政策的严重紊乱。

国家和多边对策

- 过去 20 年来市场原教旨主义者的自由放任理念显然不能经受考验。放松金融监管导致积累了巨额风险头寸，一旦平仓，即将全球经济拖入了债务紧缩，只能靠政府的债务膨胀来应对：
 - 首要任务是打破资产价格下跌和需求减少的恶性循环，恢复金融部门为生产性投资提供信贷的能力，刺激经济增长，避免价格紧缩。监管改革的主要目标是全面革除没有社会回报的金融创新。
- 迷信放松金融市场监管的效用以及缺乏合作性金融和货币制度，造成了通过在许多领域的投机性金融享有无风险利润并有权挥霍的假象：
 - 这一系统失灵只能通过全面改革和恢复监管来加以补救，在此过程中，各国政府应协同努力，发挥积极作用。与传统看法不同，各国政府完全有能力判断受金融投机驱动的那些市场的价格走向，在出现重大失调征兆时，应当立即出手干预。
- 大规模金融投资者在商品期货市场上的作用和重要性日益增加，影响到商品价格及其波动性。一些商品在繁荣期间出现投机泡沫，这些泡沫又在次贷危机冲击下一一破灭：

- 管理者需要掌握更全面的贸易数据，以了解哪些因素在推动价格，在某些交易看来有问题时加以干预，同时需要堵塞监管中的一些重大漏洞，以确保当前不受监管的场外交易市场中的头寸不会导致“过度投机”。
- 缺乏合作性国际制度管理汇率波动，助长了猖獗的货币投机，加剧了全球失调。如同亚洲 10 年前的情况，货币投机和货币危机将一系列国家拖至不履行债务的边缘，大大加剧了危机：
 - 发展中国家不应受制于由导致其困境的金融市场进行的“危机分级”。迫切需要作出多边乃至全球汇率安排，以维持全球稳定，避免国际贸易制度崩溃，抢先阻断受危机冲击国家的顺周期政策。

全球经济决策

- 这场危机清楚地表明，贸易和金融的全球化要求全球合作和全球监管。但化解这场危机和避免其再度发生，其含义已超出银行和金融监管的领域，直指如何复兴和扩展全球化世界中多元主义这一问题的核心。
- 联合国在指导这一改革进程中必须发挥关键作用。它是具有会籍普遍性，以及且具有确保改革后管理制度的合法性和可行性的公信力的惟一机构。情况表明，它有能力在这一领域提供公正的分析和切实的政策建议。

贸发会议秘书长的前言

2007 年中期首先冲击世界经济，其后又在 2008 年秋季加速的全球去杠杆化，倘若不是因为一系列市场失灵和市场起动的少有巧合，本来是不可能的，这些失灵和起动有些反映了全球经济的根本失调，有些则是高端金融市场运作过程中特有的。这些“系统性”因素中的主要因素，是金融市场全面放松监管，以及投机技术和金融运作日趋精密。还有其他一些决定因素，特别是国际贸易、金融和货币制度之间的系统不一致性，且不要说未能改革全球金融体制。最近，新的和强有力的经济行为者，尤其是来自发展中国家的此类行为者的崛起，在缺乏对管理世界经济的框架进行必要改革的情况下，加剧了这种不一致性。

许多年来，甚至在全球经济状况远胜于今日的时刻，贸发会议都在强调需要建立系统一致性。它不断指明国际经济制度的欠缺，挑战在缺乏明确的全球管理框架的情况下为金融自由化声辩的主流经济理论。贸发会议提请人们注意世界经济存在严重的贸易失调，质询调整这些失调如何能够不干扰发展。我们已经警告说，如果缺乏国际宏观经济政策协调，调整可能采取硬着陆的形式，引发严重衰退。我们注意到，金融市场波澜起伏，动荡不定，日益有可能殃及实体经济。在这一背景下，贸发会议始终倡导加强国际货币和金融管理。

对缺乏适当的金融监管如何造成了商品和货币市场上风险越来越大的投机活动，以及跨界金融松绑和金融自由化如何助长了全球失调，需要有更深入的了解。在此过程中，人们可能更清楚地意识到，这些和其他一些系统弊病只能通过积极改革国际货币和金融制度来加以校正，而改革必须借助广泛的多边合作进程和机制，加强发展中国家在全球管理中的作用。

有鉴于此，2008年10月，我设立了一个贸发会议系统问题与经济合作部门间工作队，由全球化与战略发展司司长担任主席。这一组贸发会议经济学家的任务是审查经济危机的系统性问题，并制定国家和多边政策行动建议。毋庸赘言，发展问题和适当对策是贸发会议的主要关注，本报告所涉问题的确认都考虑到了这一点。

毫无疑问，除了需要加强国家一级的金融监管外，全球经济当下的问题需要全球解决办法。联合国必须在这一改革进程中发挥中心作用，不仅因为它是具有会籍普遍性，且具有确保改革后管理制度的合法性和可行性的公信力的唯一机构，还因为实践证明，它有能力在这一领域提供公正的分析和切实的政策建议。

贸发会议秘书长



素帕猜·巴尼巴滴

执行摘要

全球经济危机尚未触底。主要工业国家处于严重衰退，发展中世界的增长大幅度放缓。对许多重要经济实体而言，不可排除陷入通货紧缩困境的危险。扶危救困是目前的当务之急，但同样迫切需要检讨危机的根源，着手深入改革全球经济管理制度。

一些简单化的解释认为危机源于所谓的政府失灵，但实际上，这场危机的触发因素要比这复杂得多。“美国扩张性货币政策”导致的“流动性过剩”，或“全球储蓄过剩”，都难以用来解释金融系统为何接近崩溃。个人行为不当也不是一个理由。毫无疑问，如果不是有太多的行为者贪得无厌，试图从增长仅达一位数字的经济体系中攫取两位数字的回报，危机本不会来得如此迅猛。但良好的政策本应预见到人类可能是贪婪和短视的。金融市场上实际上所有组成部分的投机性头寸突然平仓，是由美国房价泡沫的破灭触发的，但所有此类泡沫都难以持久，或迟或早都会破灭。对那些本应当更清醒的决策者来说，将事情归结为贪婪大行其道或监管者灾难临头仍然“高枕无忧”并不能说明问题。

对市场效用的意识形态信仰促使人们放松金融监管，催生了“创新性”金融工具，完全与实体经济部门的生产性活动相脱离。此类工具助长建立在看似可信的信息基础上的投机活动，而这些信息不过是对未来趋势的推断。在此情况下，追求过度高额回报的投机虽然可以自行维持，但只是在一段时间内。许多行为者投入巨额(往往是借贷而来的)资金，豪赌同一个“似乎可能的”结果(例如稳步上升的不动产、石油、股票或货币价格)。随着人们的预期得到媒体、所谓的分析家和决策者的肯定，由于相信价格只升不降，孤注一掷的行为，似乎是没有风险的，而不是一种轻率孟浪。

与经济学理论的主流看法相悖，此类投机行为造成的不是价格的稳定，而是价格的动荡。在一个以客观不确定性为特点的世界上，人们难以了解“真实”价格，因此，稳定性投机的主要条件不能得到满足。对长期价格趋势的一致但却是错误的预期迟早都会在现实面前碰壁，因为资金并没有用来提高实体经济的生产能力，进而增加实际收入。当金融市场上的狂热遭遇增长相对缓慢的实体经济的现实，调整金融市场行为者的过度预期即势在必行。

在此情况下，实体经济的表现很大程度上取决于未偿债务的规模：经济行为者越多地直接卷入以借入资金为杠杆进行投机活动，去杠杆化，也即针对递减收入调整借贷水平的过程的痛苦就越大。债务人试图通过出售资产和削减开支来改善其财务状况，导致资产价格下跌，大大减少了公司利润，转而在其他地方造成了新的“债务—通缩”。这可能导致商品和服务价格下跌，因为它限制了消费和投资于整体经济的能力。因此，一些行为者的偿债努力造成其他人偿债更加困难。唯一的出路是政府采取干预措施，通过“政府举债”稳定整个系统。

* * *

回顾一下布雷顿森林制度的结局或许是有益的，在布雷顿森林制度下，世界经历了二十年的繁荣和货币稳定。此后，世界经济失调和金融危机的频度和规模都大大增加，在本次危机中达到顶点。由于经常账户的失衡反映在资本账户的失衡上，结果导致金融危机在世界各国迅速蔓延。经常账户顺差国家不得不以种种形式弥补其对逆差国家的出口收入和进口开支之间的差额。各国之间债务人与债权人关系的大量增加还影响到1990年代中期金融危机以来新生的发展中经济实体防护全球资本市场寒风袭来的方式。

逆差国家的财政损失或无力偿付借入资本转而直接影响顺差国家，危害到它们的金融体系。这一传播渠道由于极度缺乏对国际货币和金融关系的管理，在当今世界上尤其具有巨大能量。失调加剧的另一个重要理由在于交易货物相对价格的走势，这是因为货币和金融市场上的投机导致了汇率的巨大偏差。货币市场上的投机由于利差导致了目前显现的资本接受国的过度开支。伴随输入资本寻求高额回报，资本接受国的货币(随着通货膨胀加剧，利率提高)在名义和实际上都贬值了，导致了一国对其他国家的绝对优势或整体竞争能力的巨大变动。

名义汇率走势与“基本面”(主要是各国之间的通货膨胀差异)的日益脱节，始终是全球失调不断加剧的一个主要原因。经济福利要想保持持续增长，必须在不改变各国相对竞争地位的情况下分享之。各公司以其他公司为代价而获取市场份额，是市场制度的一个主要特点。但国家因其优势竞争地位不惜损及其他国家而获取好处，则必然会面对两难选择。“胜出”国家如果不愿充分恢复竞争地位的长远平衡，就迫使“失败”国家不履行债务。这就是 80 多年前 J.M.凯恩斯称为“转移问题”的现象，其逻辑至今仍然有效。

除了所有这些因素外，商品价格超高还导致了过去五年来商品出口国经常账户的顺差，有时是巨额顺差。但在“调整”来临时，较贫穷和较小发展中国家的许多商品生产者的状况便急剧恶化。有越来越多的证据表明，商品期货市场的金融化对市场动荡的规模和程度产生了重大影响。每个人都期待更高的价格，这种预期本身可能是金融市场、商品期货市场和货币市场之间投机实力变化推高期货价格的结果，仅仅因为每个人的这种预期，许多商品现货市场的价格便被抬高了。

* * *

全球金融危机是由于国际社会未能就全球化经济制定可靠的全球规则，尤其是在国际金融关系和宏观经济政策方面。在世界各国政府普遍赞同下，积极推进全球范围的金融市场放松监管政策，促成了始于美国房价泡沫的投机泡沫。通过似乎满足了投资者追逐两位数利润饥渴的住房抵押证券一类工具实现“证券化”，导致了风险的蔓延和加剧，也推动了有关信息的传播。就是在此刻，贪婪与挥霍开始登场。如果有更适当的监管，人们本来不会预期靠纯粹的金融工具博得两位数的回报。

大多数发达国家的实体经济增长处于 5% 以下，因此，上述预期从一开始便受到误导。隐瞒以往的失败，或许是人性的使然，但专家、信贷分级机构、管理者和政策顾问知道，不是每个人的收益都能超出平均数，人们从夸大的不动产和商品价格或汇率偏差中赚取收入，但实体经济应对此类收入的能力受到严格限制。“新经济”股票市场暴涨的经历本应当传递这一教训，但相反，大量金融市场行为者开始投资于对冲基金和“创新性金融工具”。这些基金为追求更大收益，需要不断扩大风险敞口，使用更其严密的计算机模式寻求最有可能成功的机会，实际上却增加了许多工具的不透明性。只有到现在，随着危机的演进，许多行为者和决策人才开始慢慢理解实体经济增长的重要性及其与可能的资本收益的必然联系。

危机清楚表明，贸易和金融的全球化要求全球合作和全球监管。但化解这场危机，避免今后再度发生类似事情，其含义已经超出银行和金融监管领域，直指如何复兴和扩展全球化世界中多元主义这一问题的核心。

* * *

在金融市场，众多金融市场参与者行为的类似性以及指导其行为的信息数量有限，说明需要大大加强政府干预。与微观货物和劳务市场以及帮助形成价格的大量数据不同，决定投机

者和避险者行为的大多数信息是公开的，对这些数据的解释遵循许多非常简单的模式。市场参与者和政府都无从知道金融市场上的均衡价格。但这并不是一个反对干预的有效论据，因为我们现在知道，金融市场参与者不仅对均衡一无所知，其行为也往往驱使金融价格全面偏离均衡。政府也不了解均衡，但有些时候，它们最有可能判断市场何时处于失衡状态，尤其是在以功能/社会效率为压倒性监管标准时。

如果说金融市场崩溃粉碎了毫无节制的金融自由化和政府审慎不干预将促成福利最大化这种幼稚的信念，则危机就提供了一个不可错过的机会。政府、监督机构和国际机构应当发挥关键作用，使整个社会得以享有分散决策的市场制度的潜在好处。为确保微观货物和劳务市场有效运作，需要那些了解系统风险的机构对金融市场进行持续和有利的干预，因为评估系统风险的角度与评估个体投资者风险的角度有很大不同。过去二十年来市场原教旨主义者的自由放任理念显然没能经受住考验。金融市场监管的新的开端，需要对从这场危机中必然得出的经验教训有所认识，例如：

- 市场效率应定义为部门刺激长期经济增长和提供消费理服务的能力。管理改革的一个主要目标是设计一种制度，可以革除无助于功能或社会效率的金融工具；
- 只有监管者能够掌控整个金融系统，确保根据交易产生的风险监督所有金融交易，才能避免监管套利；
- 微观谨慎管理必须辅之以宏观谨慎政策，以在繁荣时期建立缓冲机制，避免在危机时期流动性耗竭；
- 在缺乏切实的合作性国际金融制度的情况下，发展中国家可通过保持竞争性汇率和限制私人 and 公共资产负债表的币种和期限错配，增加其对外部冲击的回弹力。如果其他的一切失灵，后备政策，例如面向市场的资本控制，可限制繁荣时期积累的风险；

- 发展中国家管理者应逐步发展其金融部门，以避免暴涨与暴跌的交替循环；
- 不同国家的管理者应交流信息，以设立相同标准，避免在金融管理中竞相逐低；

由于越来越多的金融投资者进入商品期货交易所，为改革管理和全球合作，有以下若干当务之急：

- 需要全面的交易数据报告，以监测关于可能影响受监管市场的类似合同中巨额交易的信息，如此一来，管理者可了解哪些因素在推动价格，并在某些交易看来有问题时加以干预；
- 有效的管理改革还应弥补掉期交易商漏洞，使管理者能够抵消场外交易市场对商品交易所的不必要的影响。因此，管理者应可以在掉期交易商头寸超过投机头寸限仓，形成“过度投机”时出手干预；
- 另一个重要的监管问题涉及扩大总部设在美国的商品交易所的详尽头寸报告的产品涵盖范围，并要求交易类似合同的非美国交易所搜集同样收据。加强权力可使监管者能够防止产生泡沫的交易行为对商品期货交易的运作产生不良影响；
- 需要大力制定受所有有关国家支持的全球体制安排，掌握最低限度的实物粮食储备(用以稳定市场，应对紧急情况和人道主义危机)并设立干预机制。在有关全球机构认为市场价格大大偏离基于市场基本面的估计动态价格浮动时，应考虑在期货市场上进行干预。全球机制应当有能力与对冲基金和其他市场巨头对博，承担“市场制造者”的作用。

在全球化经济中，金融市场上的干预行动要求国家机构的合作与协调，并要求负有多重使命的专门机构监督国家行动。在危机期间，这一点要比平时更为重要。许多国家的政府任由

金融市场担负改革进程中的法官或陪审团的作用，甚至听其决定整个国家的命运，这种倾向看来是不恰当的。必须通过直接和协调的政府干预，在多方监督下稳定汇率，而不是听任市场寻求底线，并努力“说服”金融市场参与者相信贬值国家“政策的可靠性”，此类政策通常是促进周期性波动的，例如削减公共开支或提升利率；

应当以统筹兼顾的方式处理过度投机金融活动问题。例如，只处理恢复监管的国家方面，以防止再度出现房产泡沫和创生有关的风险金融工具资产，只能加剧在其他领域，例如股票市场的投机。通过可以自动调整汇率的新的全球货币系统防止货币投机可能促使投机活动转向商品期货市场，寻求迅速获利，加剧那里的波动，某个区域遏制投机取得成功，情况也是如此，因为这可能使投机者转向其他区域，只有彻底关闭大赌场，才是持久的解决办法。