

负责人：詹向阳 邹新

全球经济复苏差异性加大

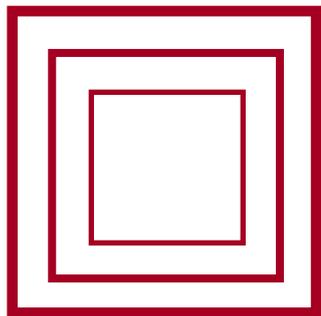
利益博弈主导后危机时代趋势

国际宏观经济研究团队：

——2010年第1季度国际经济金融走势分析及第2季度展望
邹新 马素红 程实 宋玮 罗宁

2010年4月22日

全球经济



解读 洞察 知胜
Reading Foresight Strategy

相关研究：

2010/4/9 《全球经济渐进复苏和利益调整过程中的中国策略选择》

2010/4/1 《政策调整差异性扩大 全球博弈结构更趋复杂——2010年3月全球经济趋势变化及4月前瞻》

2010/2/8 《后危机时代全球经济进入渐进复苏阶段 国际金融市场将在大幅震荡中寻找趋势——2009年国际经济金融走势分析及2010年展望》

要点：

➤ 2010年第1季度，全球经济呈现差异性复苏态势：美国经济复苏较为稳健，欧洲经济由于主权债务危机而复苏疲弱，日本经济复苏力度温和，新兴市场复苏势头依旧强劲。第2季度，全球经济在继续维持整体复苏态势的同时，区域差异性可能进一步拉大。尽管各主要经济体将逐渐退出“超宽松”货币政策，但宽松货币政策基调短期内不会有实质转变。

➤ 2010年第2季度、全年乃至整个后危机时代，全球经济平稳复苏的主要动力来自于以下方面：一是更为稳健的金融创新将加强全球范围内的金融深化；二是经济金融的“再平衡”进程将促进全球资源的优化配置；三是包括国际银行业在内的行业内整合和行业间互动将加快生产要素的国际流动；四是新兴市场将通过“鲶鱼效应”带动全球经济增长；五是新科技和新能源的快速发展将提高全球范围内的全要素生产力。

➤ 2010年第1季度，在全球主要经济体差异性复苏和欧洲主权债务问题两大因素影响下，美元总体走强，全球股市“V”型震荡，大宗商品价格高位波动。第2季度，全球金融市场主要有以下看点：美元有望持续走强，主权债务风险凸现使国债收益率下降，流入新兴市场的跨境资金将大幅增加。

➤ 从后危机时代的经济金融大趋势来看，无论是各经济体政策调整、主权债务危机演化，还是贸易保护主义抬头、金融监管强化，均体现了差异性复苏进程中全球利益博弈的结果。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在单位的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

目录

一、全球经济走势回顾与展望	1
二、国际金融市场走势回顾与展望	4
三、全球利益博弈主导后危机时代经济金融大趋势	10
(一) 利益博弈使各经济体的政策调整从“有协调”到“被协调”	10
(二) 利益博弈决定主权债务危机演化进程	12
(三) 利益博弈加剧贸易保护主义抬头	15
(四) 利益博弈下的全球金融监管强化是大势所趋	17

图表目录

表 1 全球主要经济体经济增速及预测	2
表 2 欧美国家最新监管改革进展	19
图 1 2010 年初以来美元对主要货币汇率变动情况 (2010.1.1 - 2010.4.15)	5
图 2 2 年期美国国债和蓝筹股公司债收益率走势比较	8
图 3 新兴市场资金净流入统计 (2008.06-2010.03)	9
图 4 欧洲部分国家 5 年期 CDS 息差 (2009.03-2010.04)	14

2010 年第 1 季度,全球经济正式进入后危机时代的复苏阶段。虽然欧洲主权债务风险尚未根本消除,但进一步演化成系统性危机的可能性较小。展望第 2 季度,全球经济将延续温和复苏态势,但渐进复苏进程中的区域差异性可能拉大,各经济体在逐步退出超常规经济刺激政策的同时,也给全球经济复苏带来了新的风险。从国际金融市场走势看,美元有望持续走强,主权债务风险凸现使发达经济体国债吸引力下降,流入新兴市场的跨境资金将大幅增长。从后危机时代的经济金融大趋势来看,无论是各经济体政策调整、主权债务危机演化,还是贸易保护主义抬头、金融监管强化,均体现了差异性复苏进程中全球利益博弈的结果。

一、全球经济走势回顾与展望

2010 年第 1 季度,虽然金融危机的深远影响尚未彻底消除,但前期大规模金融救助政策和经济刺激政策已帮助全球主要经济体走出衰退,步入新的复苏阶段。全球经济在复苏伊始呈现出以下特征:其一,复苏力度持续超预期,大部分国际组织和市场分析机构均在 3 月底、4 月初先后上调了对第 1 季度乃至全年增长率的预期;其二,复苏的差异性进一步扩大,美国经济复苏较为稳健,欧洲经济由于主权债务危机而复苏疲弱,新兴市场经济体的复苏势头则依旧强劲;其三,复苏中的风险进一步显现,差异性复苏导致全球利益博弈更趋复杂,全球政策调整过程中出现“搭便车”现象,通胀压力潜在加大,汇率争端时有发生,保护主义

趋向泛滥，主权债务问题日趋严峻；其四，复苏的曲折性进一步显现，希腊主权债务危机较大程度拖累了欧洲经济复苏，并导致 2010 年全球经济的风险核心从美国转移至欧洲。

表 1 全球主要经济体经济增速及预测

单位：%

	2009			2010		
	第三季度	第四季度	全年	第一季度	第二季度	全年
美国	2.2	5.6	-2.4	3.0	2.9	3.1
欧元区	-4.1	-2.2	-4.1	0.7	1.2	1.0
英国	-5.3	-3.1	-4.9	-0.2	1.0	1.3
日本	-0.6	3.8	-5.2	1.2	1.4	1.9
印度	7.9	6.0	5.7	7.4	7.7	8.8
发达经济体	—	—	-3.2	—	—	2.3
新兴市场	—	—	2.4	—	—	6.3
全球	—	—	-0.6	—	—	4.2

注：表中阴影部分为预测数据。

资料来源：Bloomberg, IMF, 中国工商银行城市金融研究所，除特别注明外，下同。

从全球主要经济体 2010 年第 1 季度的情况来看（见表 1），美国经济增长率预估值为 3%，较 2009 年第四季度的回落幅度小于预期，尽管就业形势依然严峻，但在消费、零售、生产和产能利用等方面均呈现出良好的增长态势。欧元区和英国经济增长预估值分别为 0.7%和-0.2%，虽然较前几个季度有所改善并逐步走出衰退，但仍然处于增长停滞的阶段，就业形势继续恶化，通缩压力依旧较大。日本经济增长率预估值为 1.2%，延续了 2009 年第四季度以来的正增长趋势，贸易和工业产出的持续反弹为温和

复苏奠定了基础。新兴市场经济整体持续复苏，但地区分化继续加剧：中印为代表的亚洲新兴市场的经济复苏态势持续领先于其他新兴市场；巴西经济强劲反弹推动拉美复苏步伐加快；受益于大宗商品价格上涨，非洲经济稳步复苏；受欧洲主权债务危机冲击，中东欧经济继续萎靡不振。

2010 年第 2 季度，伴随着经济增长引擎渐次从政策刺激、库存变化转向消费驱动，全球经济的复苏路径将更趋平稳。美国经济复苏势头较为稳健，消费回归新的均衡后将给增长提供可持续动力，美联储将逐渐退出超常规的货币政策，但在年内加息的可能性较小；欧洲经济受制于主权债务危机的演化，整体复苏力度较弱，区域内各国经济结构的差异将进一步加大，政治一体化进程将决定其经济一体化的迈进速度，主权债务风险凸现和经济复苏疲弱两重压力决定了欧洲央行加息时点将相对延后；日本经济则将缓慢复苏，复苏力度介于美国和欧洲之间，受贸易保护主义抬升影响，出口贸易持续扩张可能将面临较大压力，日本央行可能将继续维持低利率不变；新兴市场复苏则具有相对最高的确定性，亚洲有望长期领跑新兴市场，非洲将继续稳步崛起，巴西将巩固拉美领头羊地位，但中东欧经济短期内难以东山再起，新兴市场面临的通胀压力将进一步抬头，其政策调整进程将继续领先于发达经济体。预计 2010 年第 2 季度，美国、欧元区、日本和印度的经济增长率分别为 2.9%、1.1%、1.4%和 7.7%。

我们认为，2010 年第 2 季度、全年乃至整个后危机时代，全球经济平稳复苏的动力来自于几个方面：其一，后危机时代虚拟经济和实体经济的偏离将渐次缩小，金融创新将更为稳健、更注重实体经济基本面的真实需要，进而进一步激活并带动实体经济的技术创新，通过加强全球范围内的金融深化给复苏提供动力。其二，后危机时代全球经济金融再平衡进程将稳步推进，发达经济体逐步改变高负债下的消费主导型增长模式，而新兴市场则推动经济增长模式由出口导向型向内需主导型转变，再平衡进程将通过优化全球资源配置给复苏提供动力。其三，后危机时代包括国际银行业在内的各个行业将加速行业内融合和行业间互动，全球化在微观层次的有效发展将通过加快生产要素的国际流动给复苏提供动力。其四，后危机时代新兴市场作为全球增长主引擎的重要作用将进一步显现，并将通过“鲶鱼效应”带动全球经济增长。其五，后危机时代新科技和新能源的开发利用将快速发展，生物科技、网络科技、通讯科技、海洋开发科技和航天科技将持续发展；太阳能、风能、现代生物质能、地热能、海洋能以及核能、氢能等新能源的开发利用则有望取得突破性进展，并将通过提高全球范围内的全要素生产力给复苏提供动力。

二、国际金融市场走势回顾与展望

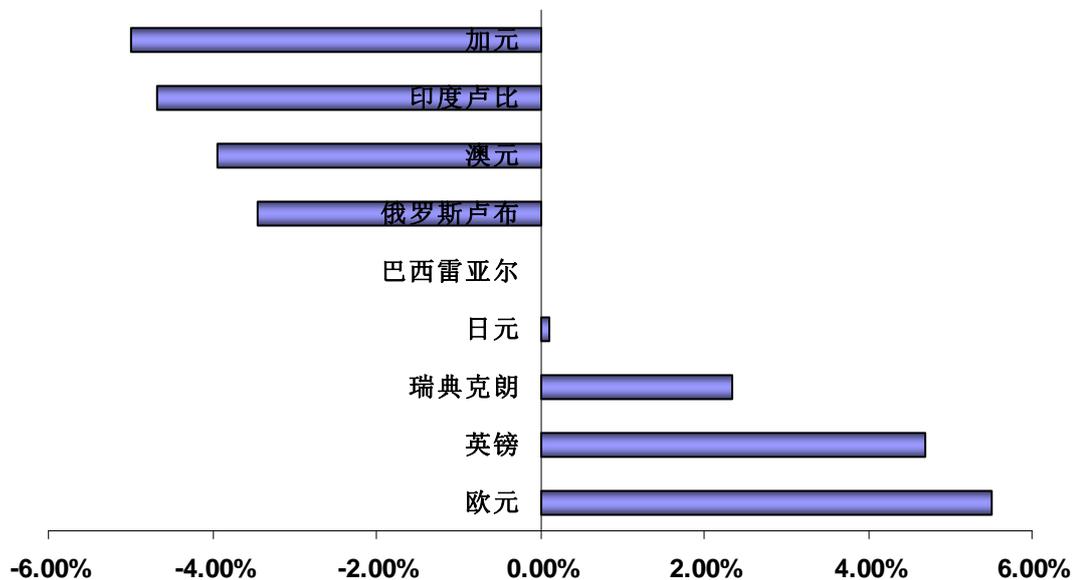
2010 年第 1 季度，在全球主要经济体差异性复苏和欧洲主权债务问题两大主导因素的影响下，美元总体走强，全球股市 V 型

震荡，黄金和石油等大宗商品价格高位波动，美国国债和公司债息差显著收窄。展望第 2 季度，在前述两大因素的持续影响下，我们认为国际金融市场主要有以下看点：一是美元有望持续走强；二是公司债和国债的息差继续收窄；三是跨境资金继续呈现加速流入新兴市场的趋势。

（一）美元对欧元日元有望持续走强

2010 年第 1 季度，受希腊等国主权债务危机和美国相对较强的经济表现推动，美元指数上涨了 4.58%。美元在总体走强的同时，呈现了对欧系、日系货币升值，对新兴市场货币贬值的结构化特征（见图 1）。

图 1 2010 年初以来美元对主要货币汇率变动情况（2010. 1. 1—2010. 4. 15）



展望第2季度，美元有望延续对欧元日元走强的势头：

其一，欧洲主权债务问题可能出现反复使欧元承受压力。自2010年底希腊主权债务危机爆发以来，欧元对主要货币呈一路贬值势头。2010年4月，尽管IMF和欧洲央行的联合救助使希腊债务危机的短期风险大为降低，但欧洲债务问题面临的中长期风险并未得到根本解决。从中期来看，欧元区其他国家的债务风险可能会反复出现；从长期看，希腊债务危机暴露出欧元区的深层次缺陷，并促使欧元区进行内部机制改革，这也给欧元带来了不确定性。受以上因素影响，欧元可能在今年第2季度乃至更长的时间内延续弱势，意味着美元将持续走强。

其二，日元对美元进一步贬值的概率较大。首先，在其它国家考虑退出实施数量型的宽松政策时，日本仍在考虑扩大相关措施的力度；其次，日元的利率将在较长时间内低于其它货币，这使得日元重新成为套利交易的融资货币；第三，日本经济的复苏程度要弱于美国等主要经济体；第四，日本政府为了支持经济的复苏，倾向于通过政策干预来维持日元的弱势地位。

（二）主权债务风险凸现使国债和公司债的息差收窄

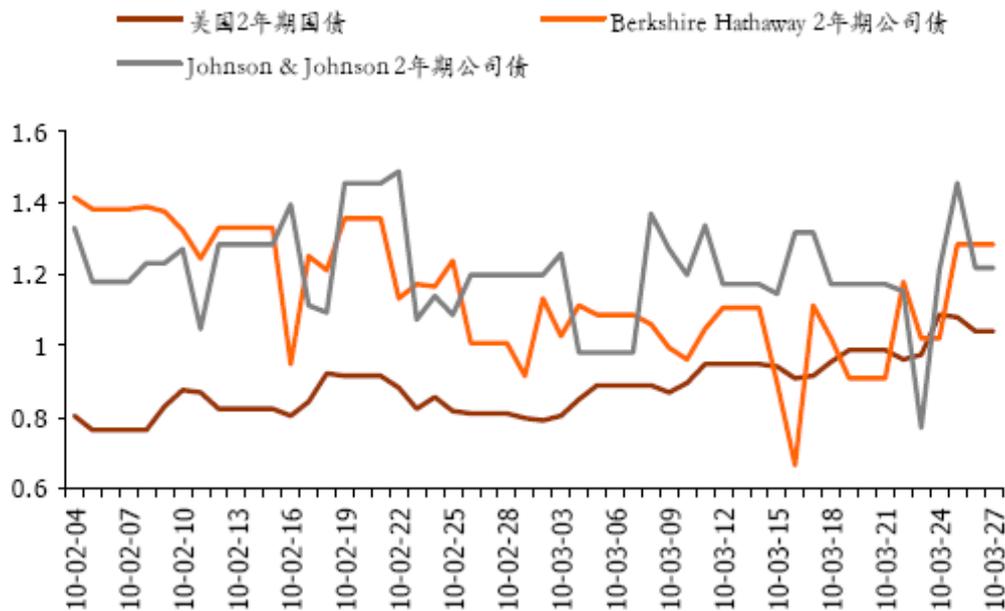
我们此前曾判断，全球经济“超预期反弹中蕴藏了违约风险由微观个体向宏观主权转变的潜在趋势”，近期主要经济体国债和公司债市场出现此消彼长的现象也印证了我们的上述预判。经过本次金融危机的冲击，全球多个国家的主权债务已逼近以至超越

了警戒线，从欧猪五国（PIIGS）¹，到英国、日本、美国，均被严重的公共债务问题所困扰，投资者对各国财赤问题的担忧使国债市场的吸引力明显下降。但另一方面，由于大型的蓝筹公司和企业的资产负债情况良好，全球的公司债市场在金融危机过后得到了全面的恢复，甚至已经超越了2007年的前期高点。

一般来说，由于公司有破产的可能性，所以即使是AAA级别的公司债，其收益率也应高于国债收益率。但随着各国政府财政赤字问题的恶化，国债的公信力开始受到市场怀疑，投资者认为公司债的安全性相对升高，进而导致近期债券市场出现了一些“反常”现象，比如美国国债和公司债的息差收窄甚至部分蓝筹股公司债的收益率低于美国国债（图2）。这一方面说明投资者对主权信用风险的忧虑加重导致对国债需求的下降；另一方面也说明投资者对经济增长和企业盈利的前景十分看好，才将大量资金投入风险相对较高的公司债市场，这在一定程度上可视为经济复苏的前兆。从第2季度情况来看，公司债和国债供求关系的变化可能导致公司债和国债收益率之间的息差继续缩小。

¹ PIIGS, Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain, 即葡萄牙, 爱尔兰, 意大利, 希腊, 西班牙, 被称为欧猪五国。

图 2 2 年期美国国债和蓝筹股公司债收益率走势比较

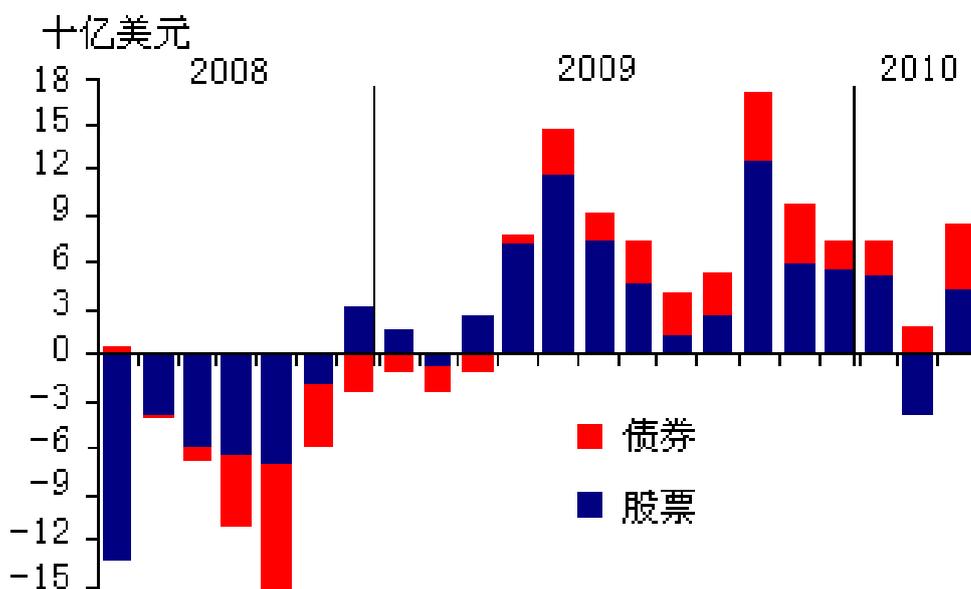


（三）流入新兴市场的跨境资本将大幅增长，但潜在风险不容忽视

2010 年伊始，发达经济体复苏进程相对缓慢，以希腊为代表的欧洲经济体债务问题致使投资者投资欧洲市场意愿相对较弱，复苏力度相对较强的新兴市场成为资本流向的焦点之一。据EPFR²统计，2010 年第 1 季度流入新兴市场债市股市资金总计达 188.7 亿美元，其中债市流入资金约 114.3 亿美元，股市流入资金约 74.4 亿美元。

² EPFR, Emerging Portfolio Fund Research, 中文全称“新兴市场投资基金研究公司”。EPFR是1994年成立于美国的一家基金研究机构，主要提供基金流向和资产分配的及时数据，反映金融机构与个人投资动向以及基金资产的投资分布。

图 3 新兴市场资金净流入统计 (2008.06-2010.03)



资料来源: IIF

随着新兴市场经济体复苏进程的加快, 流入新兴市场的跨境资本将大幅增长。据国际金融协会 (Institute of International Finance, IIF) IIF 预测, 2010 年和 2011 年新兴市场私人资本净流入将分别达到 7086 亿美元和 7464 亿美元, 分别较 2009 年提升 33.5% 和 40.6%, 远高于 2008 年新兴市场私人资本净流入总额 5882 亿美元。

值得注意的是, 金融危机期间各经济体制定的“超宽松”经济刺激政策, 将随着其复苏进程的不同和面临风险程度的差异, 而呈现差异性退出的格局。虽然当前发达经济体货币政策的“去

超化³”已经开始进行，但从整体看，宽松货币政策尚未根本转变，货币资金的借贷成本相对较低。一旦美国等主要发达经济体将加息付诸实施，全球资本流动将有可能出现逆转，此前涌入新兴市场的大量资本将迅速撤出并回流发达市场，全球资产价格尤其是新兴市场经济体资产价格可能出现剧烈波动。

三、全球利益博弈主导后危机时代经济金融大趋势

（一）利益博弈使各经济体的政策调整从“有协调”到“被协调”

对于后危机时代的全球政策调整问题，我们此前的核心观点是：“单纯的政策退出难以应对各种风险，贸然的退出更可能破坏复苏的节奏，2010年全球政策调整的整体风格将是有进有退有协调，基本原则是避免不成熟的过早退出和不干脆的过晚退出”。2010年第1季度，从整体上看，全球政策调整的“有进有退”正有序进行：“有退”表现为大部分经济体正在适度缩小刺激性的政策支出，重新谋求政府财政的“再平衡”，超宽松货币政策向宽松货币政策转变的“去超化”进程也正渐次推进；“有进”则表现为大部分经济体正逐步推出促进中长期经济发展的经济政策，美国通过了旨在实现全民医保的医改法案，一部分新兴市场经济体也跟进经济结构调整政策。

但从结构上看，差异性扩大的复苏正将全球经济政策的“有协调”转变为“被协调”。“有协调”是以实现全球经济复苏利益

³ 所谓“去超化”，是指全球经济、金融运行去除危机时代遗留的“超常规和超预期”因素的过程。

最大化为核心目标，以复苏利益在全球范围内的有效和公平分配为主要标志，以全球各个经济体主动参与、平等沟通、有效协作为主要表现的全球政策协调机制；而“被协调”则是以少数经济体的个体利益凌驾于全球复苏整体利益之上为主要标志，以个体理性导致集体非理性、未能实现全球复苏整体利益最大化为主要表现，以经济金融领域的霸权主义为主要方式的全球政策协调机制。

2010 年第 1 季度，全球金融领域的政策“被协调”现象已经有所显现：差异性复苏加大了美国推迟宽松货币政策退出以实现“搭便车”的潜在激励，全球通胀压力未能得到发达经济体政策调整的有效控制，进而导致新兴市场经济体被动货币紧缩的压力有所加大。自 2009 年 12 月至 2010 年 3 月，越南、马来西亚和印度分别加息 100、25 和 25 个基点，迈出了退出宽松货币政策的实质性步伐，而与此同时，美联储仅上调了再贴现利率，并未根本性地改变宽松货币政策基调。

我们认为，后危机时代，复苏的差异性将长期存在，利益的重新分配将深入演化，而政策的被协调问题则将不断扩散。展望未来，在金融领域，货币政策的被协调问题还将以“欧美较长时期滞留于政策‘去超化’阶段，新兴市场快速进入实质性紧缩阶段”为主要表现，美联储将通过引导市场预期的方式在较长时期内保持宽松货币政策基调，在 2010 年内加息的概率不大。在经济

领域，宏观政策的被协调问题则可能将表现为新兴市场结构调整压力和自主创新压力的被动加大。一方面，美国可能将利用其对全球汇率市场和国际资本流动的较大影响力实现其五年出口翻番的目标，这将对新兴市场出口造成较大的“挤出效应”，加大其经济结构调整的压力；另一方面，美国可能将延续抑制技术输出的贸易政策，美国商务部的数据显示，1992-2009 年，技术、专利对外输出在美国商品和服务出口中的占比始终处于 5.5% 以下的低水平，2009 年，技术、专利输出占美国服务出口的比例更是从 2008 年的 16.67% 降为 16.58%，美国抑制技术输出的贸易政策在保障美国劳动生产力比较优势的同时，减弱了新兴市场通过引进成熟技术快速提高经济增长内生动力的可能性，加大了其经济起飞过程中自主创新的压力。

全球政策调整从“有协调”转向“被协调”，是差异化复苏过程中全球利益博弈的结果，也给全球经济复苏带来了新风险：其一，保护主义和汇率争端将更趋泛滥；其二，全球经济和国际金融市场的波动性将进一步加剧；其三，全球范围内的多边协作氛围将有所恶化；其四，全球经济资源配置的有效性将有所下降。

（二）利益博弈决定主权债务危机演化进程

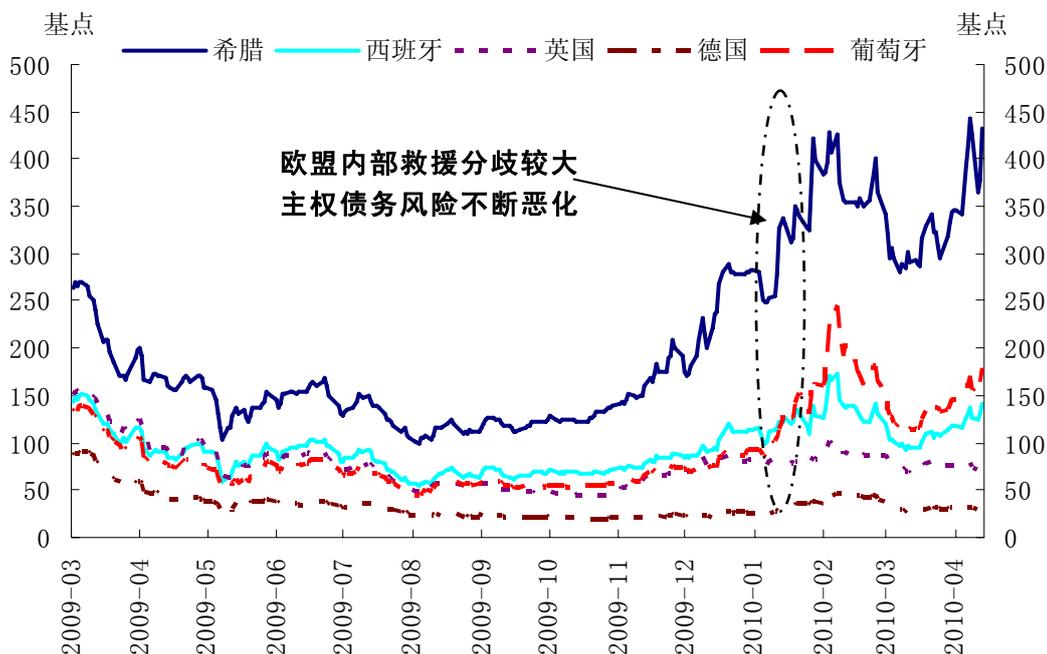
自 2009 年底希腊主权债务危机初露端倪至今已半年有余，在经历了激烈的争论与反复的博弈之后，直到 2010 年 4 月欧盟与 IMF 才达成了实质性的救助计划。救助计划出台如此困难，主要

是背后存在着多方博弈和两难选择：其一，欧盟内部成员国对于是否救助希腊存在较大分歧。以德国为代表的成员国主张希腊通过缩减财政赤字、在市场上自行融资以解决债务问题；以法国为代表的成员国则认为，为缓解市场忧虑，避免区域金融动荡，应尽早救助希腊；就希腊本身而言，则利用德法等核心国家不敢冒欧元崩溃和欧元区解体的风险，以及不愿看到 IMF 插手欧元区事务的微妙心态，为自身争取最大利益。其二，欧洲央行作为区域货币政策的制定机构，在是否施救的问题上面临两难。一方面，如不及时救援希腊，则会影响欧元的国际地位，不利于欧元区经济保持稳定；另一方面，如贸然出手，则容易造成逆向选择，变相鼓励希腊等欧元区外围弱国长期放任财政赤字，绑架区内严格执行财政纪律和经济状况较好的国家。

欧盟内部存在的较大分歧和两难选择，使实质性的救助计划迟迟难以出台，一度致使市场信心急剧下滑，主权债务风险不断恶化，突出表现在主权CDS⁴的大幅上升。如 2010 年 2 月 4 日，希腊主权CDS达到 428 点，较 2009 年底的 283 点上升了 51.2%，葡萄牙、西班牙、英国、德国的主权CDS当日涨幅分别为 150%、51.3%、21.7%、80.8%。

⁴ 信用违约掉期 (Credit Default Swap, CDS) 是体现金融资产违约保险的一种衍生产品，其具体走势反映持有金融资产方对违约风险的担心程度，也即是市场风险程度。因此，主权CDS成为了对主权债务违约风险的重要指标。国家主权CDS越高，其主权债务违约风险就越大。

图 4 欧洲部分国家 5 年期 CDS 息差 (2009.03-2010.04)



经过利益各方的反复权衡和博弈，欧盟与 IMF 最终达成了资金援助方案——欧盟同意于 2010 年在必要时向希腊提供高达 300 亿欧元的紧急援助贷款，IMF 则可能以多年期备用贷款安排的方式向希腊提供至少 100 亿欧元的资金。该救助计划覆盖了 2010 年希腊债务的风险敞口，大幅降低了希腊近期融资风险，有助于避免希腊债务危机继续恶化。但我们认为，这一短期利益博弈均衡结果稳定性相对较差，主权债务问题的未来演化仍存在较大的不确定性：一方面，最新救助计划显示，各方尚未就欧洲经济结构调整等债务危机的根本性问题达成一致，有效防范系统性债务风险的机制也尚未形成。这不仅致使希腊债务问题在 2010 年之后的发展前景尚不明朗，而且使债务和经济增长状况类似希腊的葡萄牙、西班牙、爱尔兰等经济体在欧元区内部还可能继续引发债务

危机；另一方面，欧元区成员国必须按照一定比例出资救助希腊，但许多国家仍身处经济衰退和债务危机的边缘，很可能在出资后面临更严峻的困境，在危急时刻是否能迅速为希腊提供援助资金存在变数。

综上所述，欧洲主权债务危机的解决需要各经济体之间的主动协调和密切配合，如此方能最大限度地减小其对区域经济复苏的不利影响。但实际上，在国际经济政治关系中，本国利益最大化从来都是惟一准绳。希腊主权债务危机的演化进程充分证明了这一点。目前暂且达成的最新救助计划，实际上是各方利益博弈的短期均衡结果，难以从根本上治理危机。因此，从中长期看，欧洲主权债务的风险仍不可忽视。

（三）利益博弈加剧贸易保护主义抬头

任何一个经济体在国际贸易中都面临着保持贸易自由与实行贸易保护的两难选择，不同经济体的利益差别促使其在博弈过程中选择不同的贸易政策。自金融危机爆发以来，全球经济增长放缓甚至陷入衰退，部分发达经济体在全球贸易中过于强调自身经济利益而不是互惠互利，促使贸易保护主义日益抬头。据世界贸易组织（WTO）估计，2009 年全球发起的反倾销调查达 230~250 起，超过 2008 年的 212 起；发起反补贴调查达到 41 起，同比增长高达 193%。

当前既有的国际贸易格局是基于各经济体的比较利益，按照

互惠互利的原则自然发展起来的，实行贸易保护主义只能打破互惠互利的利益分配格局。为了获取更多的利益，发达经济体更多地对新兴市场经济体采取了贸易保护主义措施，加剧了全球发达与新兴市场经济体之间利益再分配的失衡，主要体现在：一是发达经济体通过提高关税、限制配额等有形壁垒和知识产权、碳排放等无形壁垒，提高进口商品成本，以损害新兴市场出口导向型经济体出口增长，来获取消化本国过剩产能和拉动本国经济增长的利益；二是在保护本国新兴产业的同时，发达经济体所采取的贸易保护主义措施对新兴市场未受保护的产业造成了巨大的损害，进一步加大了新兴市场在新兴产业方面与发达经济体的差距；三是发达经济体的贸易保护主义措施扩大了其国内利益集团的利益所得，但却同时增加了新兴市场出口的交易成本，以牺牲新兴市场的经济利益来换取本国的政治稳定和民众支持；四是发达经济体所采取的贸易保护主义措施，一定程度上放缓了诸多贫穷国家经济发展以及民众生活水平改善的步伐，对一些贫穷国家造成了灾难性的影响，进一步加大了世界各经济体之间的贫富差距。

虽然发达经济体看似通过贸易保护主义措施获取了巨大利益，但全球贸易将会因此受到巨大冲击，世界经济复苏亦会面临着二次探底的风险，在经济日益全球化、各经济体相互依存度越来越高的背景下，发达经济体经济亦难逃经济衰退。因此，世界各国应积极推进贸易投资自由化和便利化，深化国际经贸合作，推进

多边贸易体制健康发展,为世界经济早日渡过难关打下坚实基础。

(四) 利益博弈下的全球金融监管强化是大势所趋

金融监管的放松和加强历来就是在监管者与被监管者的利益博弈中不断交替的过程。各界在对本次金融危机的制度性根源进行反思时认识到,金融监管的疏漏对危机的爆发和蔓延负有较大责任。从后危机时代的全球金融监管改革动向来看,尽管利益各方仍在不断地协调和博弈,但全球金融监管强化已经是大势所趋。

自 2009 年下半年起,欧美政府公布了一系列旨在提高监管效率、降低金融风险的改革方案(见表 2)。美国奥巴马政府提出了金融监管改革的三大原则——保护消费者、堵住金融系统和监管系统的漏洞、加强国际合作,并推出了“沃尔克规则”、“金融危机责任费”等多项金融监管改革议案。欧盟主张通过建立泛欧监管体系促进欧盟层面的综合监管。英国则推出了系统性风险和流动性风险并重的系列监管改革措施。

在欧美政府积极行动的同时,IMF、国际清算银行(BIS)和巴塞尔监管委员会等国际金融机构也在着手推动国际监管体系改革。尽管尚未达成最后共识,但上述国际机构已在如何加强金融监管的具体措施上有所指向:一是通过创建“系统性风险监管机构”和跨境监管机构,加强系统性风险监管和反周期监管;二是对“大到不能倒”、“具有系统重要性”的银行提出更高的资本金要求。三是要求大型银行按比例提高流动资金的水平。四是针

对银行资产负债规模和利润征税，以防止银行陷入过度负债状态。

由于金融监管的改革与强化不仅会影响到金融机构等市场主体的利益，也会涉及到现有监管者之间的利益协调和重新分配，因此，当前无论是在欧美政府层面还是全球层面推行的金融监管改革都是在各方的不断协调和博弈中推进的。尽管如此，各经济体及全球层面的金融监管改革已经势在必行，并将给全球金融业带来深远的影响和改变。我们认为，这种影响和改变不可避免地贯穿着两面性：

首先，“更多的监管”是否意味着“更好的监管”？金融监管在改革中不断得到强化无疑将有利于加强金融体系的稳定性，降低金融危机再次爆发的可能。但一些旨在限制银行规模的改革措施存在“过度监管”倾向，这不但将使大型银行机构的规模扩张和盈利增长受到制约，还可能抑制全球经济的复苏和增长。

其次，监管改革在强调“全球性”的同时是否能兼顾“差异性”？在推进国际金融监管改革的进程中，各方均认识到加强全球性协调合作的重要性，这可能促成未来的全球金融监管合作有所突破。但另一点必须认识到的是，全球不同区域的金融业存在着巨大的差异性，因此国际监管改革是否能兼顾到各地区的差异性、防止“一刀切”，将决定着国际监管改革是否顺利。

其三，金融竞争力，加强还是削弱？完备的监管体系和强大的监管能力是金融竞争力的重要保证。在本次危机之后，欧美等

国政府纷纷采取措施切实加强金融监管，其要义不仅在于控制风险，更在于维护金融市场的诚信体系、加强金融市场的竞争力、巩固现有国际金融中心的地位。但欧美大力加强金融监管的举措有可能使其现有国际金融中心的业务向其他新兴市场金融中心转移，这反过来又会削弱自身的金融竞争力。因此，如何在强化金融监管和提高金融竞争力之间找到平衡，也将是一个不断调整和博弈的过程。

表 2 欧美国家最新监管改革进展

区域	推出时间	监管改革法案/议案	主要内容
美国	2009年12月	“华尔街改革和消费者保护法”	围绕着监管系统性风险和消费者金融保护两大核心，推出了以下措施：1.变分散监管为集中监管；2. 监管重点从局部性风险向系统性风险转变；3. 强化对金融控股公司的监管；4. 弥补现有监管体系中的漏洞；5. 加强消费者金融保护和投资者保护。
	2010年1月	“沃尔克规则”议案	1. 限制金融机构的规模，减少单个金融机构绑架国民经济的风险；2. 限制大型银行进行自营交易，防止银行利用廉价资金进行高风险投机。
	2010年1月	“金融危机责任费”议案	提前向大型金融机构开征“金融危机责任费”，以偿还纳税人向其提供的特别援助，以及使问题资产救助计划(TARP)不再增加赤字。
欧盟	2009年6月	“欧洲金融监管体系改革”提案	建立新泛欧金融监管体系，力推欧盟层面的综合监管：1.加强宏观监管功能，成立欧洲系统风险委员会；2.强化微观监管机制，整合成立欧洲金融监管局。
英国	2009年2月	“2009银行法案”	强化英格兰银行在金融稳定中的核心地位与法定职责，在一定程度上扩充了其金融稳定政策的工具和权限。
	2009年7月	“改革金融市场”白皮书	强化金融服务局(FSA)在防范金融风险中的关键作用，加强了其在金融监管方面的多项职能，力图降低系统性风险造成的危害。
	2009年10月	“关于加强流动性监管的政策公告”	加强流动性量化监管政策、提高流动性缓冲(Liquid Assets Buffer)标准。