

# 刍议 2008 年全球金融危机的影响及启示

[美] 吴一群 刘 榆

**摘要:** 2007 年开始浮现的全球金融危机, 是自 1930 年代经济大萧条以来世界经济遇到的最严重危机。全球信贷市场与资本市场已经受到剧烈冲击, 许多国家的实体经济陷入衰退。在全球化日益深入的今天, 中国难以在这场危机中独善其身, 经济必将受到严重的影响。本文将探讨这场全球金融危机的起因及蔓延, 对中国乃至全球经济的影响, 以及这场危机的启示和应对策略。

**关键词:** 全球金融危机; 原因与机理; 影响与启示

**中图分类号:** F831.59

**文献标识码:** A

**文章编号:** 1008 - 1569 (2009) 01 - 0028 - 06

2007 年 8 月爆发于美国的次级抵押贷款危机, 已经蔓延到美国金融体系的其他领域。由于经济全球化程度的不断加深和全球贸易、金融体系的长期失衡, 这场金融风暴愈演愈烈, 迅速波及欧洲、日本等主要金融市场, 并蔓延到实体经济, 演变成全球性的金融危机, 其冲击之强、波及之广、规模之大, 都是自 1930 年代经济大萧条以来所仅见。可以预见, 它将对国际融体系及世界经济政治格局产生重大的趋势性和结构性的影响。

## 一、全球金融危机发生的深层原因

在过去的 20 年中, 世界经济格局发生了根本性的变化。最为显著的特征在于, 美国经常项目逆差不断积累和中国、日本等东亚各国及一些石油生产国的经常项目顺差不断增加。例如, 2006 年中国和日本的经常项目顺差分别为 1840 亿美元与 1670 亿美元。2006 年亚洲的外汇储备之和超过了 3 万亿美元, 占全球外汇储备的 60% 以上。与此形成鲜明对比的是, 美国经济长期以来一直有着高负债、低储蓄的特征。近年来个人消费支出占美国 GDP 的比重达到 70%; 个人储蓄率几乎为零, 2006 年个人储蓄率为负 1%, 创 1933 年以来的最低。从 2001 年末到 2007 年底的 6 年中, 美国个人积累的债务更是达到过去 40 年的总和。美国国内储蓄率过低和消费过剩, 也反映在巨额的贸易逆差与经常项目赤字上。从图 1 可以看出, 70 及 80 年代, 美国经常项目赤字的规模很小。但是从 1991 年起, 赤字规模开始放大, 特别是 2001 年后

**基金项目:** 教育部文科重点研究基地重大项目 (项目批准号: 07JJD630226)。

**作者简介:** 吴一群, 美国纽约州立大学经济系经济学博士候选人;

刘榆, 经济学博士, 厦门大学宏观经济研究中心教授。

其规模急速攀升,2006年已突破8000亿美元,约占GDP的7%。由于经常项目持续逆差,美国政府严重依赖外国中央银行的外汇储备积累对其经常账户赤字的融资。多年来,美国政府通过高利率和强势美元政策,吸引国外资本流入,刺激消费和投资,实现企业重组和调整。这是一个十分脆弱的失衡局面。一旦美元资产对外国投资者和中央银行不再具有吸引力,美国将不得不压缩投资与消费,并可能引发经济衰退。

美国经常项目逆差的可延续性也得益于金融市场的扩张与创新。近20年来,美国新的金融机构纷纷涌现,金融工具创新层出不穷,股市、汇市、债市、期市迅速发展,投机性资金、避险基金和衍生性金融商品泛滥。在1945年至1980年的35年中,美国的虚拟资产只增长44.69%,而在1980年至2006年的24年中,虚拟资产却增长了453.00%。虚拟经济膨胀远远超过了实体经济自身。2006年美国GDP为13.5万亿美元,而当年未进行平仓的衍生类金融产品合约总市值则高达518万亿美金,后者是前者的40倍。在这个金融扩张与创新过程中,美联储没有加强相关监管,主要依赖于行业自律,造成资产市场泡沫日益膨胀。前美联储主席格林斯潘与前财政部长鲁宾等人均极力反对限制金融衍生品。格林斯潘多次向国会表示,金融衍生产品交易不需要政府规范。他认为,央行应将注意力集中在控制通胀和实现充分就业上,放松对资产市场的监管。然而,事实证明,金融杠杆的非理性放大,不可避免地积聚了大量的金融风险。金融监管的过于宽松,更是酿成危机的重要原因。

## 二、全球金融危机的诱因、爆发及蔓延

形成次贷危机的直接原因是房市泡沫。为了应对2000年前后的互联网泡沫破灭和2001年恐怖袭击事件的冲击,美联储在2001年1月至2003年6月之间,连续13次下调联邦基金利率,如图2所示。短期利率降至40年来最低水平,30年期的抵押贷款利率也随之下降。货币的扩张和低利率的环境降低了借贷成本,加之对未来房价持续上升的乐观预期,美国民众纷纷投资房地产领域。在住房消费的带动下,消费在美国GDP构成中的比重上升了近4个百分点,从66%上升到70%。银行在利率收入的驱动下,也不断扩大向这些信用度极低的借款者推销次级抵押贷款(subprime mortgage loan,文中简称“次贷”),次贷市场迅速发展。

自2004年6月开始,为控制通货膨胀,美联储在2年内连续17次提息。住房抵押贷款利率的攀升加重了购房者的还贷负担。2006年第2季度起,美国房市开始大幅降温,房屋资产价值缩水。次贷购房者难以将房屋出售或者通过抵押获得融资,次贷违约率不断上升。大量次贷形成坏账,基于这些次贷的证券大幅贬值,造成许多金融公司的资产负债表平衡出现问题。这时,美联储做出错误的估计,认为房市下跌导致的房贷坏帐对金融市场影响有限。2007年夏天,全球金融市场因美国次级债问题出现持续性大幅下跌,危机的影响面逐渐扩大。次贷危机深化的根源在于,美国家庭、部分企业和金融投资者的过度负债,增强了金融市场的脆弱性。近年来美国宽松的货币政策环境,也产生了大量的资产泡沫和信贷泡沫。随着投资者对按揭证券的价值失去信心,流动性危机进一步加剧。

愈演愈烈的次贷危机最终引发了华尔街金融海啸。2008年9月,美国住房抵押贷款市场巨头房利美和房地美两家公司被美国政府宣布接管。美国前五大投资银行或破产、或被收购、或转为银行控股公司,全军覆没。世界最大保险公司美国国际集团(AIG)及美国最大储蓄银行华盛顿互惠银行先后被联邦监管机构接管。华尔街经历了一场前所未有的“世纪洗牌”,并迅速波及世界其他主要金融市场,最终演变成一场世界性危机。全球股市遭遇重创,仅10月

份全球股市就蒸发 5.79 万亿美元。在欧洲,人均国内生产总值排名世界第五的冰岛受灾最重,其银行体系已经瘫痪。亚太地区国家的金融体系也面临考验,其中,巴基斯坦、韩国受灾严重。拉美地区正面临 1990 年代经济危机以来最严重的货币危机,其区域内企业的美元债务压力大增,并可能引发通胀。

金融危机发生后,各国企业在公司债市场、股市和货币市场均出现融资困难,这对整个经济活动产生紧缩影响。世界经济增长明显放缓,部分国家或地区经济陷入衰退,失业人口大量增加。国际经济组织普遍认为,一个高增长、低通胀的全球化黄金时代已经终结,美国、欧洲经济将维持较长时间的低迷,全球经济将步入明显减速的下行期。近年来,新兴市场经济体主要靠扩大出口等战略迅速崛起,对美欧的贸易成为支撑经济增长的重要拉动力。金融危机爆发后,美欧内需减缓,导致全球商品贸易量下降,对新兴市场国家出口和经济增长造成沉重打击。在国际投资方面,金融动荡已经导致国际货币和债务市场出现周转危机,企业并购活动和全球外国直接投资流入量显著减少。此外,金融危机持续蔓延,也加重了全球能源和粮食问题。总的来说,2009 年全球金融危机的严重程度及其所产生的冲击力极有可能超过 2008 年。我国应对此有清醒的认识,并做好相应准备。

### 三、全球金融危机蔓延机制的一个简单模型

由于金融自由化和经济全球化,世界各国都处在不同程度的金融开放之中,各种金融衍生品将全球金融机构盘根错节地联系在一起。2008 年诺贝尔经济学奖获得者保罗·克鲁格曼 (Paul Krugman) 在最近撰写的一篇题为《国际金融乘数》的短文中,在罗姆尼·罗宾逊 (Romyne Robinson, 1952) 的外贸乘数上,提出了一个简单精巧的模型。它可以用来解释为什么美国的金融危机如此迅速地向全世界蔓延。

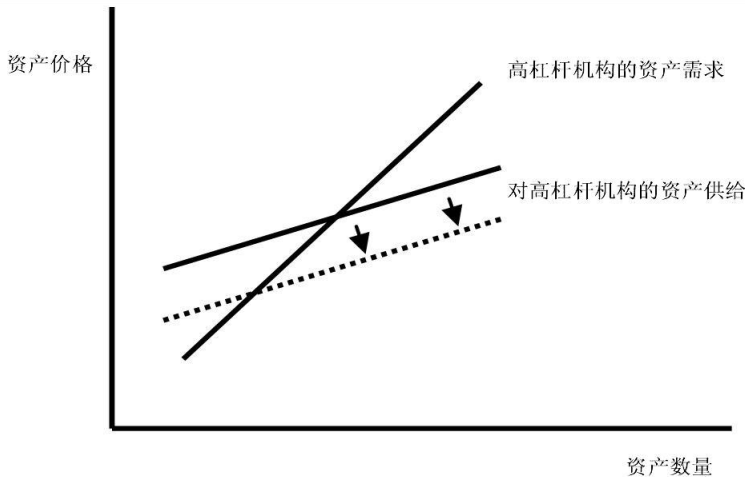


图 1 资产负债表效应

先考虑单一国家的情况。假设世界上只有一种固定供应为  $A$  的风险资产 (如抵押贷款支持证券) 及两类投资者,即普通公众和高杠杆交易机构 (HLD)。普通公众的资产需求是资产价格  $q$  的负斜率函数  $G = G(q)$ 。对高杠杆机构而言,在盯市基础上计算的资产为  $E = qN - D$ , 其中,  $N$  是期初持有的风险资产,  $D$  为当前债务。假设杠杆比率最高为  $M$ , 则其风险资产需求价值为  $qM = (qN - D)$ , 因此需求数量是  $q$  的正斜率函数为  $M = (N - D/q)$ 。市场出清要求,

$(N - D/q) + G(q) = A$ , 亦即  $(N - D/q) = A - G(q)$ , 等式的左边是高杠杆机构对风险资产的需求, 右边是其风险资产供给 (即资产总供给与一般公众需求之差)。从图 1 可以看出, 供给曲线的斜率低于需求曲线。 $q$  的上升将导致供应过剩 (其下降导致需求过剩), 从而推动价格回到原来的水平, 因此, 均衡处于局部稳定状态。若普通公众减少对风险资产的需求, 则对高杠杆机构的资产供给将增加, 即资产供给曲线将向右下方移动, 资产价格降低。相应地, 高杠杆机构将收缩资产负债表规模, 从而导致资产价格进一步下降, 于是机构进一步收缩资产负债表, 一直循环下去, 这就是所谓的乘数机制。价格的变化被放大, 产生了资产负债表效应。

现在假设有两个国家 (本国与外国)。普通公众的资产需求是资产价格的负斜率函数  $\mathcal{G} = G(q)$ ,  $\mathcal{G}^* = G^*(q^*)$ , 星号表示外国。假设高杠杆机构同时持有国内与国外风险资产 (国内份额为  $\alpha$ , 国外份额为  $1 - \alpha$ )。本国与外国的风险资产价值分别为  $q^M = \alpha [qN + q^*N^* - D]$ ;  $q^*M^* = (1 - \alpha) [qN + q^*N^* - D]$ , 于是, 本国与外国的风险资产需求函数分别为  $M = \alpha [N + (q^*/q)N^* - D/q]$  及  $M^* = (1 - \alpha) [(q/q^*)N + N^* - D/q^*]$ 。由于国内外的风险资产具有互补性,  $q$  的上升, 增加了高杠杆机构的资本, 也提高了对国外资产的需求。类似的,  $q^*$  的上升, 将提高对国内资产的需求。如果假设本国普通公众减少对风险资产的需求, 那么资产供给曲线  $HH$  将向左方移动, 两个国家的资产价格都将下降, 如图 2 所示。这个传导机制来源于高杠杆机构的资产负债表效应。现实世界中, 金融市场的全球化使得国家间相互持有风险资产的情况愈加普遍。例如, 美国一些金融机构把大量的房地产抵押债券打包后, 出售给很多国家。正因为如此, 发源于美国这一全球最大经济体和最发达金融体系的金融风暴, 才会造成严重的影响。

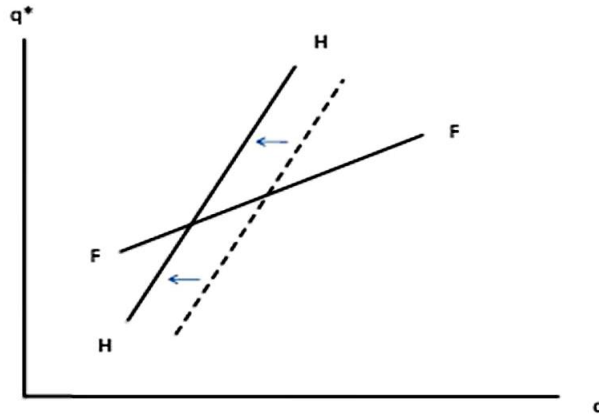


图 2 危机的蔓延机制

#### 四、全球金融危机的长远影响

这场金融危机在给全球经济造成巨大损失的同时, 也将对世界金融体系、能源消费结构以及国际经济政治格局等带来深远的影响。自上世纪 70 年代关于国际货币的布雷顿森林体系瓦解以来, 美元在现行国际货币体系中具有核心货币的地位。国际贸易计价、世界外汇储备, 以及国际金融交易中, 美元分别占 48%、61% 和 83.6%。美国为主的商业银行、投行和对冲基金在国际金融体系中占据主导权, 美元本位的金融架构支撑着美国赤字体系和无止境的信用扩张。世界上主要贸易国家将大量资金投入美元资产, 推动美国房地产及金融衍生产品发展,

也使得金融市场风险在缺乏有效监管的情况下不断积聚。由于美元在国际货币体系中的特殊地位,美元的周期性波动,直接影响或决定了全球金融市场动荡。金融危机发生后,美元资产及其金融产品的吸引力下降,美国依赖资本账户为其国内赤字和消费融资的发展模式将难以为继,全球货币金融体系面临严峻挑战,这引起了国际社会对现今金融体系的反思。而美国金融霸权被削弱,也为调整金融体系提供了契机。当前迫切需要改变美元在国际货币体系中的特权地位,建立不依赖于美国的多元化货币金融体系,鼓励更多的货币(如欧元和人民币等)与美元竞争,从而制约美国对美元的投机。

此外,20年来,随着新兴经济体的崛起,世界经济版图已经发生了重大变化。然而,国际金融体系的游戏规则长期以来由发达国家主导,缺乏全球的广泛参与,漠视广大发展中国家的利益。这场肇始于美国并肆虐于全球的金融危机,以及危机爆发后发达国家集团的束手无策,充分暴露出原有的体系已无法有效应对当前及未来可能发生的金融危机。同时,西方国家经济的颓势也为中国等新兴经济体在国际舞台上扩大话语权提供了有利条件。改革不合理的经济和金融秩序,缔造公平、公正、包容、有序的国际秩序,使之既反映金融监管的普遍规律和原则,也兼顾不同经济体的发展阶段和特征,并体现新兴市场国家和发展中国家利益,这已成为不少国家的共识。但另一方面,从2008年11月举行的20国峰会也可以看出,各国受金融危机破坏程度和影响领域特点不一、差别各异,美国还不愿意放弃主导权,各利益相关方对于建立新秩序的具体措施尚未形成一致意见。因此,只有先易后难,分阶段努力,才能最终形成平衡体现各方利益,形成各方有效参与的国际金融新秩序。

金融危机也将深刻影响世界能源产业格局。随着金融风暴愈演愈烈,国际油价已由2008年7月147.27美元的最高价迅速回落,到11月下旬,纽约市场油价跌破每桶50美元。据估计,每桶80至100美元是世界石油工业实现盈亏平衡的合理价位。金融危机后的油价持续低迷,将造成产油国经济困难,削弱其国家地位和国际话语权。美欧等西方发达国家经济增长速度放缓,对能源的需求不断减弱。石油的最大需求将来自中国、印度等新兴经济国家。新兴经济国家在全球能源领域中的迅速崛起,将打破西方国家长期以来对全球能源工业的垄断。

## 五、全球金融危机对中国的启示与对策

这次全球金融风暴起源于美国的次贷危机,而次贷危机本身就是产生于房地产抵押贷款中的风险。我们应该从这次金融风暴中得到一些对于发展虚拟经济的教训与启示。虚拟经济是指与虚拟资本以金融系统为主要依托的循环运动有关的经济活动,具有复杂性、高风险性、寄生性和周期性。虚拟经济是一把“双刃剑”,它可以为实体经济提供融资支持,转移风险,降低交易成本,提高实体经济运作效率和社会资本配置效率。但另一方面,虚拟经济是一种极易滋长泡沫的经济,一旦严重脱离实体经济的支撑,就会逐渐演变成投机经济。监管稍有疏忽,容易导致泡沫破裂,发生金融危机或经济危机。资产证券化所创造的金融衍生产品虽然可以分散风险,提高金融机构效率,但不能从根本上消除风险。参与者的扩大使监管更为复杂,链条的延伸增加了脆弱性。因此,金融监管应跟上金融创新的步伐,在引入金融衍生品、金融创新业务时,加强风险评估、管理和预警机制,强化评级部门的相对独立性,防范信用评级机构的评级风险;提高识别国际业务潜在风险的能力,时刻关注海外金融市场的风险,完善预警机制。此外,还应加强外汇管理,完善针对不同流出流入渠道的管理措施,防范短期资本流动冲击我国金融体系。

金融危机已经对中国金融业及整体经济造成了深刻影响。由于次贷相关的债券在这次危机中大幅贬值,国内银行蒙受了一定的经济损失。此外,国内股市出现大幅下挫,使得资本市场的流动性遭到严峻考验,从长远来看,势必影响到中小企业融资。金融危机爆发后,作为我国最大贸易伙伴的欧美国家内需减缓,直接影响我国的出口贸易。越来越多的迹象表明,金融危机的负面影响在逐步加重,中国经济可能会遭受幅度较大的放缓。但另一方面,目前我国正处于工业化、城市化和产业结构升级的过程中,有着广阔的国内市场和素质不断提高的劳动力。近年来金融改革发展取得较大进展,各类金融机构盈利能力和抗风险能力提高。国内有较高的储蓄率,资金来源稳定充裕。人民币不能完全自由兑换,有很强的避险能力。中国有着抵抗金融风暴冲击的雄厚实力。

面对出口贸易的增速放缓,扩大内需、阻碍经济下滑已经成为中国经济政策的当务之急和重中之重。国家应快速制定扩大内需、刺激经济的措施。国内消费的增加存在时滞,短期内保持增长仍然要依靠投资。国家已公布了2010年底前总投入4万亿元人民币的经济刺激计划,各地政府也积极响应,至2008年11月底,各省市公布的固定资产投资总额已逾10万亿。有国外学者通过乘数效应进行测算,4万亿经济刺激配套将使2009年中国的国内生产总值被拉动2.8%,到了2010年这个数字将跃升到6.8%,为2010年下半年埋下经济过热的隐忧。盲从的投资冲动将造成重复建设和资源的浪费,出现新一轮产能过剩,并引发“通胀”等新的经济问题。在新一轮大规模固定资产投资建设中,应克服政府主导型投资长期存在的效率低下的弊端,避免一哄而上的高能耗、高污染企业所带来的资源与环境代价。

国家应加强宏观调控的针对性和有效性,加快民生工程、基础设施和生态环境的建设,加强农田水利建设,鼓励企业进行设备投资。提高对技能培训、人力资源发展、教育补贴的资源投入。此外,还应推行适度扩张的货币政策,确保金融体系流动性充足,进一步发挥债券市场的融资功能。充分利用国际消费结构的改变及资源型消费国家经济发展所提供的机会,努力拓展对新兴国家和地区的出口。我们相信,中国能够克服这场金融危机所带来的各种困难,保持国民经济在更长时间内平稳发展。中国的稳定与繁荣,就是对世界战胜这次危机的最大贡献。

#### 注释:

参见 Greenspan (2004)。

参见 Anthony Faiola等, What Went Wrong, The Washington Post, 2008年10月14日。

指贷款机构向信用记录较差、收入较低且还贷违约风险较大的借款人专门设计的一种贷款。次级贷款经过投资机构用金融工程技术加以估算、组合、包装,以票据或证券产品形式,在抵押二级市场上出售给包括商业银行、保险公司、养老金、对冲基金等在内的投资者。由此可见,围绕次贷形成了一个金融创新链条。

参见 John Cassidy, Anatomy of a Meltdown, The New Yorker, 2008年12月1日。

主要是指一些对冲基金 (hedge funds), 运用杠杆操作,使自有资金发挥数倍的效用。由于避险基金是针对特定人募集资金,在许多国家都不受金融管理单位监督,而享有极高的自由度及隐蔽性。

有关我国经济近年来依靠“投资驱动、出口拉动”维持高增长的增长模式的讨论,参见李文溥、龚敏:《中国宏观经济分析与预测(2006年)——经济增长:需求拉动还是供给调整》,经济科学出版社2007年版。

“中国4万亿元配套,可能造成经济过热”,《联合早报》2008年11月24日。

有关对于重复建设的讨论,参见曾五一、江晓东、吴一群:《重复建设的效应、成因及其治理》,《厦门大学学报(哲学社会科学版)》,2002年第3期。

#### 参考文献:

- Greenspan, Alan 2004. "The Evolving U. S. Payments Imbalance and Its Impact on Europe and the Rest of the World," *Cato Journal* 24, 1 - 11.
- Krugman, Paul 2008. "The International Finance Multiplier." *Mimeo graph*
- Robinson, Romney. 1952. "A graphical analysis of the foreign trade multiplier," *The Economic Journal*, Vol 62, No. 247, 546 - 564.