

The Global Financial Crisis
Challenges and Opportunities for Sustainable Development

国际金融危机与 可持续发展

刘 明◆著

中国社会科学出版社

The Global Financial Crisis

Challenges and Opportunities for Sustainable Development

国际金融危机与 可持续发展

藏书

刘明◆著

中国社会科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融危机与可持续发展/刘明著. —北京: 中国社会科学出版社, 2016. 3

ISBN 978 - 7 - 5161 - 7701 - 3

I. ①国… II. ①刘… III. ①国际金融—金融危机—研究
IV. ①F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2016) 第 041316 号

出 版 人 赵剑英
责任编辑 卢小生
特约编辑 林 木
责任校对 周晓东
责任印制 王 超

出 版 中国社会科学出版社
社 址 北京鼓楼西大街甲 158 号
邮 编 100720
网 址 [http: //www. csspw. cn](http://www.csspw.cn)
发 行 部 010 - 84083685
门 市 部 010 - 84029450
经 销 新华书店及其他书店

印刷装订 三河市君旺印务有限公司
版 次 2016 年 3 月第 1 版
印 次 2016 年 3 月第 1 次印刷

开 本 710 × 1000 1/16
印 张 15. 75
插 页 2
字 数 264 千字
定 价 59. 00 元

凡购买中国社会科学出版社图书, 如有质量问题请与本社营销中心联系调换
电话: 010 - 84083683
版权所有 侵权必究

前言：我从日内瓦带回了什么

2008年8月，北京奥运会闭幕的那个夜晚，我站在前门大街，仰望绚烂的礼花在天安门的夜空绽放。那是中国改革开放30年发展成果与日益上升的国际声望集中展示的瞬间。

次日，我离京赴瑞士日内瓦工作。

对于西方世界来说，这无疑是一个惊心动魄的夏秋之交。一年前发端于美国的“次贷”危机持续发酵，以不可阻挡之势向全球各主要经济体扩散。就在我抵达欧洲仅仅约20天，有着158年悠久历史的美国第四大投资银行——雷曼兄弟正式宣布申请破产保护。雷曼兄弟这一金融巨头的轰然倒塌，被视为西方金融体系的核心遭到撼动，标志着世纪性、全球性的金融风暴进入高潮。

此后的6年，我在西方工作、生活、游历，同时观察、思考、写作。或许这就叫机缘巧合，我有机会几乎恰好是从头至尾，在西方世界传统的核心地区，而且是“零距离”地“亲密接触”着这场高潮不断、持续演进的国际金融危机；我的工作性质和特点，也使我常有机会与众多国际组织有关负责人，各国政要、议员、企业家、学者，以及社会其他各界精英人士进行广泛接触和交流。

今天，如此“机缘巧合”所形成的写作成果，将汇集在本书中。相信我的观察和写作，将有助于推动对这场重大的国际危机进行更深入的思考。

金融界的人士常常自嘲：你从事这一行业越久，你越不相信金融预测。原因在于，太多的预测以失败告终。但是，真理往前跨过一步有可能就是谬误。事实上，科学预测的价值和意义远远超出一般人的想象。

在西方一些企业中，一个经典的“年度游戏”是规划人员被要求对某项投资进行预测，一年之后，他们再次聚集一堂，对自己当时所做的判断进行评估、验证。当然，事实的发展与他们的预测常常并不完全吻合。

那么，这是不是意味着当年的预测就没有意义呢？答案显然是否定的。因为问题的关键已经不在于“准”还是“不准”——经济学家并不是算命先生。更重要的是，你可以借此思考为什么会出现这样的偏差？当时的考虑是什么？从而去修正你的模型，使你未来的预测更进一步趋近事实的真相和发展的逻辑。

唯其如是，本书基本保持了所有文章写作时的原貌。无论是形势判断、原因分析，还是趋势预测、对策研拟，那都是基于当时的背景、环境、条件，包括信息掌握情况等所做出的。这些判断、分析、预测、研拟，更重要的价值可能倒是其中所蕴含的逻辑和方法，而不仅仅是某个简单的、具体的结论。

你如果在本书中看到了作者当年的若干“先见之明”，请小心，它或许今天仍然具有价值，但或许明天就会，甚至或者昨日已经成为过去。你如果在本书中发现作者当年的若干看法多少有点“言过其实”，甚至“大胆的预测”与事后的发展似乎也并不是那么“完全一致”，且慢离开，不妨再想想为什么，阅读的意义没准反而就在这里。

目 录

第一部分 国际金融危机：缘起、性质、判断

国际金融危机五年回眸：美国房地产泡沫如何

触发金融危机·····	3
一 寻找增长出路如何埋下危机种子·····	5
二 证券化如何大规模释放流动性·····	7
三 杠杆运用如何急剧放大市场规模·····	9
四 对冲违约风险如何将风险扩散至金融系统 的纵深领域 ·····	11
五 市场预期如何触发自我实现式的预言 ·····	13
六 金融危机和经济危机如何联结成“双危机”模型 ·····	15
七 小结：美国经济的困境与出路 ·····	17
关于国际金融危机形势的若干基本判断 ·····	19
一 在这场金融危机中，美国进行了空前规模的政府干预，但 这并不意味着美国打算放弃自由市场经济的基本理念，自 由市场经济仍将是美国国家“软实力”的核心组成部分 ···	21
二 本次金融危机重创了美国经济，特别是高度发达同时投机 过度的国际金融行业，但是，就此判断美国已经处于走向 “衰落”的“拐点”为时尚早 ·····	22
三 美国是本次国际金融危机的发源地，遭受损失首当其冲， 但并非损失最重，在相对意义上，美国可望保持甚至可能 在危机中巩固其所谓的全球“领导”地位 ·····	24
四 应对国际金融危机，国际货币与金融体系的改革已经势在 必行，但从当今世界相互依赖的程度与大国关系基本格局	

看,提出“推倒重来”的理念与主张仍然缺乏现实依据 ...	27
五 中国改革开放 30 多年来,综合国力和国际影响力实现了由弱到强的巨大转变,但中国的“赶超战略”远没有结束,保持国民经济快速稳定发展,本身也是中国对国际社会做出的重要贡献	29
国际金融危机的全球应对及其影响	31
一 国际合作的新进展及其局限性	32
二 全球治理的新动向及其矛盾性	34
三 可持续发展的新机遇及其复杂性	36
四 权力转移的新趋势及其长期性	38

第二部分 经济刺激与泡沫经济

国际金融危机与泡沫经济学	43
一 泡沫经济全球化和“国家破产”	44
二 泡沫经济的可知性与不可知性	48
三 马斯金教授错在哪里:政府与泡沫经济	52
四 “特里芬难题”批判与美国债务危机	56
刺激 刺激 再刺激	
——美国“泡沫经济”的回顾与前瞻	62
一 “新经济”的沉浮	63
二 “金融创新”和房地产兴盛	64
三 继续刺激与新泡沫	66
四 前景:破裂还是软着陆	68
五 美元的命运	70
六 再看“同舟共济”	73
新兴经济体应警惕泡沫经济风险	74
一 拉美债务危机	75
二 亚洲金融危机	76
三 强劲复苏与问题和挑战	77
四 反思与应对	78
五 小结	80

第三部分 长期停滞趋势及其出路

产出缺口理论与美国经济的出路	83
一 本轮危机的“双危机”解读	84
二 从奥肯定律看产出缺口	85
三 重新构建增长模式	87
四 金融的不确定性与确定性	94
五 小结	98
美国如何定位经济增长引擎	99
一 如何在美国创造良好的工作岗位	101
二 如何以这些工作岗位所要求的技能“武装”美国人	102
三 如何确保辛勤的工作能够赢得体面的生活	102
从减税看美国在金融危机中往哪里花钱	104
一 奥巴马政府采取了何种税收减免政策	105
二 规模庞大的减税行动将资金导向何方	106
三 减税引出的话题	107

第四部分 系统性风险与超越防范风险

国际金融整合与系统重要性金融机构	111
一 金融领域的整合与国际化	113
二 系统性收益 vs 系统性风险	115
三 系统重要性金融机构	117
四 小结：系统重要性金融机构与系统性风险	119
系统性风险与决策困境	121
一 欧美在金融危机中的形势研判与应对决策	124
二 传导效应：如何研判金融领域的系统性风险	126
三 道德风险与决策困境	128
四 小结：研判、防范系统性风险的难度和复杂性	130
金融监管改革新趋势与改革开放新空间	131
一 金融危机爆发以来监管改革的基本方向	133

二 破解“大而不能倒”的困局	135
三 监管边际效用递减与超越防范风险	137
四 小结：金融体制改革与“第二次异军突起”	139

第五部分 战略新边疆

从气候变化问题看新时期大国博弈	143
一 新时期大国博弈更加强调占领道德高地，理念竞争能力直接影响大国道义感召力，在应对气候变化等重大问题时要进一步打造中国理念	146
二 新时期大国博弈更加强调占领科技前沿，产业升级能力直接影响大国经济竞争力，在应对气候变化等重大问题时要进一步创新中国产业	148
三 新时期大国博弈更加强调占领多边舞台，议程设置能力直接影响大国政治影响力，在应对气候变化等重大问题时要进一步推动中国议程	151
四 新时期大国博弈更加强调占领舆论阵地，公共外交能力直接影响大国形象亲和力，在应对气候变化等重大问题时要进一步传播中国声音	154
“管”窥能源政治	157
一 新“石油大亨”初露锋芒	160
二 一条管道如何撬动中亚地缘政治格局	161
三 不断延伸的博弈	163
博弈蕴含合作	
——试论如何运用博弈论解析中美关系	166
一 从“囚徒困境”看基本博弈模型	168
二 从游戏规则看“囚徒”能否合作	170
三 大国与国际社会游戏规则的建立	174
四 博弈论视野下的中美关系	177

第六部分 中国的国际环境与战略选择

可持续发展为什么要求法治经济·····	187
一 法治经济与改革动力·····	187
二 法治经济与稳定预期·····	188
三 法治经济与统一市场·····	189
四 法治经济与产业升级·····	189
五 法治经济与交易成本·····	190
六 法治经济与社会脱困·····	191
变革与稳定：后“冷战”时代如何建设新型大国关系·····	193
一 大国关系：国际战略研究的基本课题·····	195
二 大国关系调整的基本模式和多重可能性·····	197
三 新型大国的本质与新型大国关系的核心内涵·····	200
从“中国崩溃论”到“同舟共济论”	
——评析西方涉华“六论”·····	203
一 “崩溃论”·····	206
二 “威胁论”·····	208
三 “机遇论”·····	209
四 “责任论”·····	211
五 “管理论”·····	212
六 “同舟共济论”·····	214
从国家形象到国家品牌	
——九组概念解析国家形象的国际传播·····	217
一 “国家形象”与国家的“国际形象”·····	218
二 “自视形象”与“他视形象”·····	219
三 直接印象与国家形象·····	220
四 间接印象与国家形象·····	222
五 验证与“选择性验证”·····	223
六 “误读”与“歪曲”·····	224
七 “事实”与“抽象”·····	226
八 总体印象、群体观念及其模式化·····	227

九 国家形象与国家品牌..... 228

结束语

让中国的“意见领袖”走上国际舞台 233

一 理论基础：“意见领袖”在舆论形成与管理中的关键
作用..... 234

二 现实需求：积极影响国际舆论的课题不可回避..... 235

三 工作方向：让中国的“意见领袖”走上国际舞台 236

第一部分

国际金融危机： 缘起、性质、判断

国际金融危机五年回眸：美国 房地产泡沫如何触发金融危机

题记

本文主要内容原载中共中央党校《中国党政干部论坛》2012年第11—12期。中共中央党校权威刊物连续两期，分上、下两部分，长篇连载某篇文章，这种情况的确不多见。该文刊发后，大量媒体也随即进行转载。

关于本文所受的“优待”，笔者的理解是，美国房地产泡沫直接触发金融危机的事实和教训受到了广泛的关注——尽管有关这个问题的反思还远远谈不上深入。

总体来看，在过去的一百多年里，美国房地产业基本保持了平稳向上的发展趋势，并呈现出与宏观经济发展密切相关的显著的周期性特征。伴随美国总体经济水平的不断跃升、金融体系的不断完善，美国的房地产市场也不断发展成熟。

特别是第二次世界大战结束以后，美国经济迅速恢复并进一步扩张，消费水平提高，生活质量改善，再加上美国政府一系列有利于房地产业发展的政策措施，以及“婴儿潮”的出现与人口的增长，美国的住房需求相应地也在不断扩张，土地与房产价格则呈不断上涨态势，直至1973年达到一个顶峰。

20世纪70年代以后，美国房地产业尽管不断出现周期性波动，但是总体来看仍然呈现稳定发展态势。20世纪90年代以来，美国房地产业出现了新一轮兴盛，这轮房地产兴盛甚至帮助美国度过了“9·11”事件和“新经济”泡沫破灭形成的危机。当然，正如本文所要讨论的那样，美国房地产市场的过度膨胀，也最终导致2007年“次贷”危机的爆发，并形成一场重大的金融危机。

近年来，美国房地产市场复苏态势明显。随着美国经济逐步摆脱危机影响，房地产再度超过黄金的储蓄和购买，成为美国人长期投资的首选。2011年以来，美国房屋销量一直持续增长，其中旧房销量在2013年创下近5年的高位，2014年销量有所回落，但此后仍然有望再度攀升。与此同时，美国的房屋价格也呈现持续上涨的态势。到2015年2月，美国全国房价水平仅比2007年3月的峰值低2.9%，比2014年同期则高出5.4%。^①相应地，美国房屋总价值不断攀升，居民财富效应明显。

当然，美国房地产市场仍然存在诸多不确定性因素和挑战。例如，美国经济复苏、就业形势改善是否可持续，总体的货币政策以及更具体一些的住房金融政策是否可能转向，家庭收入能否如预期不断提高，机构买家和国际买家能否继续看好、持续进入美国房地产市场等，都将影响美国房地产市场的下一步走向。

毋庸讳言的是，本文所受“优待”同样关乎中国。在中国，房地产与泡沫经济问题近年来的确得到了高度重视——尽管我们不得不承认，甚至直到今天，这个问题在理论上也没有完全厘清，在实践中也没有完全得以解决。在本文发表前后的几年里，而且迄今为止，有关这个话题的讨论，甚至可以说是激烈的辩论，持续长期占据着有关中国经济形势讨论的显著位置。

最后需要强调的是，本文所受“优待”更关键的原因或者问题在于，无论是在美国还是在中国，房地产业其实都已经远远超出了房地产业本身。至少在某一特定时期，它已经成为一国总体经济增长的引擎，甚至支柱，因而牵动着决策者最敏感的那根神经。

毫无疑问，房地产业可以造就巨大财富，但在某些时候，它也可能变成沉重的包袱。然而，不管你把它视作财富，还是包袱，它都在那里；也不管你想，还是不想，说，还是不说，它都在那里。

如果不深刻反思本轮国际金融危机的形成，就无法真正走出这场迄今仍在持续演进的危机，更无法有效防止未来发生类似的危机。本轮国际金融危机的前导是美国“次贷”危机；房地产泡沫则是危机积聚、形成、触发的关键。回顾这段不远的“历史”，对于认识、思考今天的美国经济

^① 《美国房地产市场持续复苏》，《中国证券报》2015年4月25日。

乃至全球经济具有重要意义。

一 寻找增长出路如何埋下危机种子

20 世纪 80 年代，美国总统里根、英国首相撒切尔倡导对金融市场的“去监管化”（deregulation），自由市场经济成为当时引领世界的潮流，甚至成为一种政治信仰。1991 年，布什政府推出监管改革绿皮书。到 1999 年克林顿政府晚期，美国国会通过《金融服务现代化法案》（Financial Services Modernization Act, FSMA），结束了美国长达 66 年之久的金融分业经营历史，导致商业银行开始大规模从事投资银行活动。“去监管化”的直接后果是包括证券化债务在内的金融工程迅猛发展、日趋复杂，以令人瞠目的规模释放出流动性，并被认为是最终直接导致本轮危机。

但是，截取某一时间段，其中事件的时间顺序并不必然是全部的因果关系。大规模释放流动性是美国等成熟经济体在传统经济结构固化、增长空间萎缩背景下寻找增长出路的结果，金融繁荣与创新（同时伴以大规模减税、低利率等政策措施），则是大规模释放流动性的机制设计或载体。只有在这样的大背景下来考察金融繁荣与创新，才可能更好地把握逻辑的本质。

问题的关键在于，大规模释放流动性的结果是不是引导资金进入了可持续发展的产业。担纲的相关产业如 20 世纪 90 年代的“新经济”、20 世纪不到十年的房地产兴盛，等等，究竟能够带领美国经济走多远。

从克林顿到小布什，提高住房拥有率是两党共同的努力，支持住房贷款的激进政策既有实现“美国梦”的理想主义的一面，更有寻找增长发动机的现实考虑。此后发展表明，房地产兴盛使美国在 21 世纪初“新经济”泡沫破裂之后没有陷入长时间和大规模的衰退，仅仅大约 8 个月之后即告复苏；但房地产泡沫膨胀所带来的短暂繁荣，却也掩盖了并且继续积累着“新经济”泡沫破裂之后美国经济存在的结构性问题，为本轮金融危机和经济危机埋下了更深层的种子。本轮房地产泡沫的崩溃最终对金融系统和整个经济造成了远较“新经济”泡沫更为严重和持久的损害。

巴菲特曾说，2008 年之前的几年，美国新增住房数量比美国家庭数量还多，最终泡沫的破裂将不可避免地冲击整个经济。从 20 世纪 90 年代末到 2006 年早期，美国房价大约上涨了 130%。在这场非理性繁荣中，人们认为房价能够永远涨下去。自 2006 年起，房价开始下跌，此后跌幅超过 30%。如果考虑进通货膨胀的因素，即使 2% 的年通货膨胀率，在此

期间也会将房价推高 30%—40%。以此进行调整，则本轮金融危机后的房价大约已经回到了房地产泡沫开始之前。

早在 2005 年，随着美国利率的升高，美国“次贷”债务人开始出现违约。许多人的贷款超出了他们的支付能力，抵押贷款拖欠数增加。到 2009 年，超过 500 万笔贷款出现拖欠，大约占美国抵押贷款总数的 10%。最终银行只好没收房产，然后再予出售，这就是所谓的取消抵押品赎回权（foreclosure）。

房价下跌导致违约增加，并不必然是因为房主失业、破产，也可能是因为他们认为当时的房价已经不值得按原贷款支付（“资不抵贷”，underwater），他们拥有的已经是负资产（negative equity）。从 2007 年开始，负资产的抵押贷款数量急剧上升。美国全国不动产协会估计，截至 2011 年年底，有 1100 多万美国人房屋抵押贷款债务大于其房产价值，约占全部抵押贷款屋主的 22.8%。^①

与借贷人和房主相对应的另一面，银行和相应的抵押贷款证券持有者，即这些贷款的制造者也遭受巨大损失，金融系统问题由此暴露出来。经济学家们最多预测房价下跌可能导致经济衰退，却无人预测房价下跌通过抵押贷款这样的媒介制造出连锁式恐慌，直至对整个金融系统的稳定性产生广泛、深刻影响。房价下跌仅仅是触发点，连锁式的雪崩才是这场危机的全貌。

2007 年 1 月，次级抵押贷款市场开始崩溃，3—4 月间跌去 40%。但是直到当年 10 月，股市才到达崩盘的临界点。这就说明，在次级抵押贷款市场崩溃后的 9—10 月间，人们并没有认识到事情的严重性。而当股市崩盘的时候，其螺旋式下降的急剧程度远超过房价和次级抵押贷款市场。金融海啸引发的经济衰退直到 2009 年中才暂告缓解，但此后迄今，复苏步伐仍然十分缓慢。

从地域角度看，美国的房地产投机行为最初集中在诸如加利福尼亚海岸、凤凰城、佛罗里达、拉斯维加斯等不大的地域，这些地区也是后来出现抵押贷款拖欠、违约和取消抵押品赎回权的高发地带；但是，雪球越滚越大，区域性的危机迅速波及全美国。

进一步说，按伯南克说法，亚洲金融危机以后，各国出于储备的需

^① 《美国房市企稳但不少房子还是负资产》，《人民日报》2012 年 3 月 13 日。