


GLOBAL FINANCIAL CRISIS AND
CHINA'S NEW INTERNATIONAL FINANCIAL STRATEGIES

张明 著

全球金融危机与 中国国际金融新战略

 中国金融出版社



全球金融危机与 中国国际金融新战略

 中国金融出版社

责任编辑：何 为
责任校对：李俊英
责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

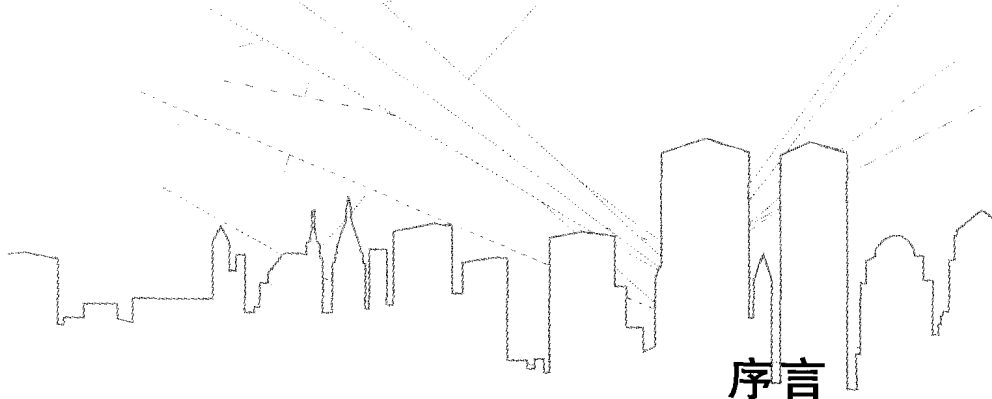
全球金融危机与中国国际金融新战略 (Quanqiu Jinrong Weiji yu Zhongguo Guoji Jinrong Xinzhanlue) / 张明著. — 北京: 中国金融出版社, 2010. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5516 - 6

I. ①全… II. ①张… III. ①金融危机—研究—世界
②金融事业—经济战略—研究—中国 IV. ①F831. 59
②F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 093630 号

出版 **中国金融出版社**
发行
社址 北京市丰台区益泽路 2 号
市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)
网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010) 63286832, 63365686 (传真)
读者服务部 (010) 66070833, 62568380
邮编 100071
经销 新华书店
印刷 保利达印务有限公司
尺寸 160 毫米 × 235 毫米
印张 18.25
字数 202 千
版次 2010 年 7 月第 1 版
印次 2010 年 7 月第 1 次印刷
定价 35.00 元
ISBN 978 - 7 - 5049 - 5516 - 6/F. 5076
如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947



序言

Preface

2007年8月爆发的美国次贷危机把全球拖入自第二次世界大战以来最严重的金融、经济危机。2009年下半年以来，美国经济恢复正增长。正当各国对2010年世界经济增长的乐观情绪日益高涨的时候，2010年4月，希腊政府宣布，如在5月之前得不到救援贷款，它将无法为即将到期的200亿欧元国债再融资（refinancing）。由于担心希腊政府违约，投资者开始大规模抛售希腊国债，希腊主权债务危机爆发。希腊主权债务危机迅速向欧洲其他地区扩展：西班牙、爱尔兰、葡萄牙和意大利等国（PIIGS——“欧猪五国”）国债相继遭到抛售，欧洲资金外逃，欧元贬值。在此情况下，欧盟、欧洲中央银行和IMF紧急出台了7500亿欧元的救援计划。欧洲中央银行在国债市场上购买私人投资者抛售的希腊国债，以防止国债价格下跌和收益率攀升。在稳定金融市场的同时，欧盟国家开始执行紧缩性财政政策，以稳定国债市场。欧洲主权债务危机的爆发向我们传递了一个非常明确的信号：自2007年8月开始的全球金融、经济危机还远未结束，全球金融稳定和经济增长依然面临严重挑战。

美国次贷危机的实质是私人部门债务危机。在资本市场高度发达的条件下，私人消费在很大程度上摆脱了收入限制而靠借贷支撑。各种衍生金融工具的出现，大大延伸了债务链条，转移了原始债权人的风险，而最终投资者（债权人、储蓄者）对于原始债务人的还债能力根本不可能有正确的估价。这样，私人部门的

负债率远远超过了实际经济所允许的程度，以债务为基础的金融资产价格的膨胀大大背离了经济基本面。一旦第一块多米诺骨牌倒下（如次贷违约率上升），通过债务链条逐级传递，所有多米诺骨牌都将倒下。金融危机的爆发过程是资产价格重新定价的过程，换言之，是债务人和债权人分担损失、重新确定债务债权关系的过程。只有当这个重新定价过程最终结束，金融市场才会最终稳定下来。而这个新资产价格体系应该恢复到与实体经济相适应的状态。在这个资产价格调整过程中，即重新确立债务债权关系的过程中，由于没有抵押品（或没有足够的抵押品），受损失的主要是债权人。越是处于债务链条的终端，债权人的损失就越大。由于债务链条过长、信息不对称、“羊群效应”等，资产的重新定价不可能是渐进有序的。依靠市场力量根本无法使金融市场恢复到合理的均衡状态，市场自发的调整过程往往是通向金融崩溃与经济萧条的过程。政府的介入避免了整个金融市场的崩溃。但政府购买各种有毒资产的举措，只能暂时维持这些资产的价格，为实现资产价格的有序调整创造喘息时间。美国政府面对的两难局面是：为了稳定金融市场（稳定资产价格），政府必须承接私人债务（或调整债务债权分配）；而政府承接债务意味着公共债务的增加，而后者同样会导致金融不稳定。换言之，私人部门债务危机将会转化为公共债务危机。

同美国次贷危机不同，欧洲的债务危机一开始就表现为公共部门债务危机。尽管具体形式不同，欧洲主权债务危机同美国私人部门债务危机并无本质不同。其根本原因都是国内消费大于国内储蓄（就“欧猪五国”而言）。由于“欧猪五国”有着更为完备的公共福利制度，在美国的私人支出，到“欧猪五国”就变成了公共支出。总之，由于在过去十年或更长的时间中，发达国家通过借债以及借新债还旧债，维持着人不敷出的生活方式。而这种人不敷出的生活方式在金融资产价格上就表现为资产泡沫。

资产价格从根本上是对未来经济增长的折现。资本存量的货币价值一般可用以下公式^①表示：

$$K = N \int_0^T e^{-rt} dt = \frac{N}{r} (1 - e^{-rT})$$

式中： K 代表资本量（时间是资本的现值）， T 代表资本平均使用寿命， N 代表年均收益， r 代表利息率（严格来说是预期利息率）， t 代表时间。

从上式可以看出，资本存量的货币价值取决于市场对未来各年的预期收益，以及对未来利息率的预期。换言之，资本存量价格并不存在客观量度。但是，资本品的生产能力则是客观的。资本品的生产能力是资本存量价格的引力中心。人们只能在事后对资本存量价格是否脱离了引力中心做出判断。推而广之，资产价格取决于市场对于资产未来收益和利息率的主观判断。但是，资产创造真实财富的能力并不会随市场对这种能力的主观判断而变化。资产价格不可能完全脱离相应资本品的财富创造力。技术革新、技术革命带来的过度乐观情绪将导致资产价格的高估。由于投机力量的存在，资产价格的上升成为一个正反馈过程。这个过程只有通过资产泡沫破灭才能实现回调。而资产泡沫的形成和发展过程往往（但不一定必然）伴随实体经济中的消费过度行为和债务急剧膨胀过程。之所以会发生这种消费过度 and 债务急剧膨胀，是因为债务人对其未来收入做了不合实际的判断。当债务对GDP的比例超过某一个门槛，当受到某种外部因素冲击，不管采取什么具体形式，新债代替旧债的延续发行（rolling-over）将难以为继，债务危机终归要爆发。

现在，当美国的债务危机刚刚走完半程，欧洲债务危机就已

^① Robinson, Joan, *Collected Economic Papers Vol. 1-5*, Blackwell, Oxford, 1979, Vol. 2, pp. 205-208.

爆发，而日本的财政危机也在蓄势待发。全球经济很可能要经历一场史无前例的债务危机的考验。更令人担忧的是，许多发达国家（特别是美国）；不仅面临严重的公共债务负担（尽管在短期内可能还不会爆发危机），而且面临严重的国际收支问题（尽管在短期内可能也不会爆发危机）。在2007年8月次贷危机爆发之前，美国是否会因外债的累积而发生国际收支危机，一直是国际经济学界和美国决策者关注的焦点。在次贷危机爆发后，由于美国国债成为避险资产，美国并未爆发国际收支危机。但是随着美国财政状况的迅速恶化，美国爆发国际收支危机的可能性将会进一步增加。未来要避免财政和国际收支状况同时恶化，美国必须增加出口。但是，如果美国不出现新的技术革新和技术革命，美国经常项目收支的改善只能依靠传统的居民压缩消费和企业压缩投资或传统的贸易鼓励措施（贬值和贸易保护主义）。美国肯定不希望看到经济增长由于国内需求的压缩而陷入停滞（这肯定不利于维持资产价格），而传统的贸易鼓励措施一时也难以奏效。与此同时，由于日本和德国等经常项目顺差国国内和欧元区国内财政状况的持续恶化，将越来越难以为美国提供资金，使美国越来越难以借新债还旧债。当国债对GDP的比例超过一定临界值后，国债收益率可能会有跳跃式的上升。当外债对GDP的比例超过一定临界值后，外债风险贴水也可能会有跳跃式的上升。当两种可能性同时发生或相继发生后，全球性金融危机就会爆发。而这种危机的解决办法只有两个：违约和通货膨胀。由于美元是国际储备货币，因此对美国来说，最方便的解决办法就是印钞票。美国现在实际上已经在印钞票，有所不同的是，美国政府成功地使它的债权人相信，美国有一个退出战略，美国将能顺利地抽干在金融危机中印刷的钞票。但是，美国会这样做吗？或者，即便美国有这个愿望，美国有能力这样做吗？没有什么历史先例可以给我们提供答案。总之，我们目前面对的是“想不清、理还乱”的纷繁复杂的国际金融和经济形势。国际金融、经济危机将如何演

变？中国将面临何种考验？这些都是每一个经济学者，特别是国际金融领域的经济学者必须回答的问题。

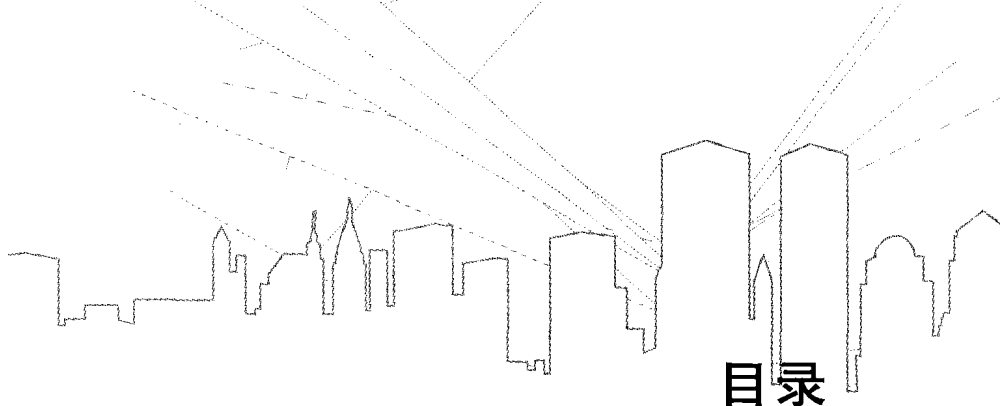
自 20 世纪 80 年代以来，这个世界经历了一系列金融危机：日本不良债权危机、东亚国家国际收支危机、拉丁美洲国家国际收支危机和财政危机、俄罗斯财政危机和货币危机、美国 IT 泡沫危机和次贷危机。所有金融危机都同某种金融资产价格的暴跌有关。同 20 世纪 80 年代以来历次金融危机相关的金融资产大致有银行信贷资产、股票、国债、住房抵押贷款相关的债券、某种货币的汇率等。而同这些资产相关的金融机构又包括商业银行、证券公司、投资银行、财政部、中央银行等。形形色色金融危机的酝酿、发生、发展和最终克服尽管各不相同，似乎又都有某种规律可循。经济学的任务就在于揭示这种共同性和规律性。只有发现这种共同性和规律性，我们才可以对未来有所预断，我们的政策才具有前瞻性。然而，普遍性必须建立在归纳的基础之上；抽象必须建立在具体的基础之上。只有对最近几十年以来的历次金融危机做十分具体的研究，我们才有可能抽象出真正有意义的共性和规律性。中国经济学者对以往金融危机研究的最大问题是失之抽象、大而化之、不求甚解。为了克服这种缺陷，当 2007 年 7 月美国次贷危机浮出水面之后，世界经济与政治研究所国际金融研究中心的成员即开始对事件发展进行紧密跟踪、力图找到对金融危机发展的每一个阶段和重大事件原因的解释，并在对已发生事件解释的基础上，对未来金融危机发展的前景做出预测。而预测的成败又成为我们对在以往经验基础之上所得出的一般规律的检验和深化。当然，这一过程是永无止境的，我们所希望的只不过是越来越接近真理。

在世界经济与政治研究所国际金融中心不断追求对金融危机进行具体、深入了解的努力过程中，张明博士发挥了十分突出的作用。张明有着良好的经济学训练和一定的金融实践经验。不仅

如此，张明还十分勤奋，是世界经济与政治研究所青年团队中最高产的一位。恩格斯曾经盛赞德国工人阶级在理论研究中“对职位、牟利，对上帝的恩典，没有任何考虑。”我不敢说张明已经达到这种境界，但我不怀疑张明对学术的追求是十分纯粹的。出于对于学术的兴趣和“搞清楚问题”的执著，张明对美国次贷危机的过程进行了非常翔实的研究。我不敢说张明已经彻底搞清了有关次贷危机的所有重要环节，但我敢说，在读张明文章的时候，你可以相当放心：他对事实的叙述一般是很准确的，在逻辑上一般也不会出错。我始终对有像张明这样的学生感到非常自豪。

张明在本书中也对中国在复杂的金融环境和可能出现的变局中应该采取什么政策进行了讨论。我认为他的基本方向是正确的。但是，“基本方向正确”在经济实践中，特别是在政策制定上是远远不够的。作为一个书斋学者，“基本方向正确”可能就足够好了。但是，如果把自己的工作定位为政策咨询，更重要的是能够拿出具体的有行动意义的政策方案。从这个意义上说，张明的《全球金融危机与中国国际金融新战略》只能说是万里长征刚刚迈出的第一步。张明还需努力。

余永定
中国社会科学院学部委员



目录

Contents

- 第一章 全球金融危机与世界经济增长/1
 - 一、全球金融危机的演进历程与发展趋势/3
 - 二、世界经济增长形势回顾与展望/8

- 第二章 次贷危机的扩散传导机制研究/17
 - 一、引言/19
 - 二、次贷危机形成的根源以及危机的触发/21
 - 三、次贷危机如何由信贷危机演变为金融市场系统性危机/27
 - 四、危机如何由金融市场传导至实体经济/40
 - 五、危机如何由美国传递至全球/44
 - 六、对次贷危机的展望/47
 - 附录 投资银行是如何在次贷危机中破产倒闭的/49

- 第三章 透视 CDO：类型、构造、评级与市场/57
 - 一、引言/59
 - 二、CDO 的特征和类型/60
 - 三、CDO 的构造——现金型 CDO 与合成型 CDO/65
 - 四、CDO 的信用评级/71

五、全球 CDO 市场概览/73

六、CDO 的历史意义和潜在风险/77

第四章 透视 CDS：功能、定价、市场与危机/81

一、引言/83

二、CDS 的定义与类型/84

三、CDS 的功能/87

四、CDS 的定价/90

五、全球 CDS 市场概览/92

六、CDS 在次贷危机中扮演的角色/95

第五章 美国的财政政策能够持续吗/103

一、引言/105

二、研究财政政策可持续性的传统框架/107

三、一个新框架：美国国债市场的供求
缺口分析/109

四、小结/114

附录 分析财政政策可持续性的理论框架/115

第六章 欧洲主权信用危机与全球短期资本流动/125

一、欧洲主权债务危机仍将继续扩展/127

二、危机下的全球短期资本流动/131

三、中国面临的短期资本流动/133

第七章 全球金融危机背景下的国际货币体系改革/135

一、危机爆发前的国际货币金融体系/137

二、全球金融危机对国际货币金融体系提出的
挑战/151

- 三、危机后国际多边货币合作的进展与前景/158
- 四、中国如何更有效地参与国际多边货币合作/178

第八章 全球金融危机背景下的中国国际金融新战略/187

- 一、引言/189
- 二、人民币国际化/190
- 三、区域货币金融合作/195
- 四、国际货币体系重建/201
- 五、小结/205

附录 浮出水面的亚洲货币基金/206

第九章 全球金融危机背景下的中国外汇储备管理/215

- 一、外汇储备增长、币种与资产结构及
投资收益率/217
- 二、次贷危机背景下中国对美国证券投资
组合的变化/228
- 三、中国外汇储备如何逃出“金融恐怖均衡”/239
- 附录 略论中国外汇储备面临的潜在资本损失/250

第十章 全球金融危机背景下的人民币国际化/259

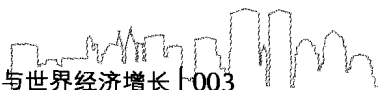
- 一、人民币国际化的重要性/261
- 二、人民币国际化取得的进展/263
- 三、人民币国际化的收益/265
- 四、人民币国际化的成本/266
- 五、如何在风险可控的前提下进一步推进人民币
国际化/272

后记/277

1 第一章 CHAPTER 全球金融危机与世界经济增长¹



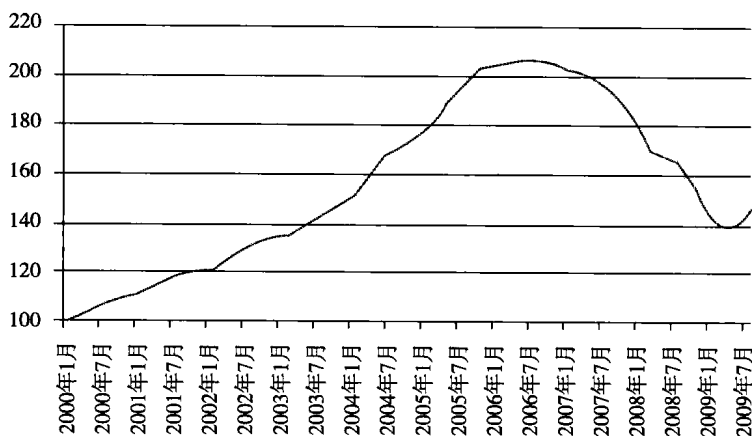
¹ 本章单独作为一文即将发表于《世界经济年鉴 2009/2010》。



一、全球金融危机的演进历程与发展趋势

本轮全球金融危机肇始于美国次贷危机，而美国次贷危机则源于美国房地产价格泡沫的破灭。在 2000 年美国互联网泡沫破灭后，为稳定金融市场与提振实体经济，美联储在较长时期内实施了过于宽松的货币政策，导致美国房地产市场逐渐形成史无前例的泡沫。如图 1.1 所示，在 2000 年 1 月至 2006 年 7 月（本次美国房地产泡沫的最高点），美国最大 20 个城市的平均房价上涨了 107%。在金融市场低利率与房价持续上涨的背景下，美国金融机构开发出次级抵押贷款（Subprime Mortgage Crisis）这一新的金融产品——针对低收入目标人群而发放的既不需要收入证明也不需要信用评级的房地产抵押贷款，并以次级抵押贷款债权为基础，通过证券化（Securitization）的手段创造出住房抵押贷款支持债券（Mortgage - Backed Securities, MBS）、抵押债务权证（Collateral Debt Obligations, CDO）等信用衍生产品。由于美国政府自 20 世纪 80 年代放松管制改革以来，一直对金融创新采取放任自流的监管态度，导致本轮基于次级抵押贷款的衍生品创新过度发展，以至于形成衍生产品泡沫。这个泡沫的存在与膨胀是建立在美国房地产价格将会持续上升的脆弱基础上。

当美联储在通货膨胀压力下从 2004 年 6 月起重新步入加息周期后，美国房地产价格从 2006 年 6 月起开始下跌，截至 2009 年 4 月，美国最大 20 个城市的平均房价下跌了 33%（图 1.1）。房价下跌造成次级抵押贷款违约率上升，



注：S&P/Case - Shiller Home Price Indices，全美 20 个大城市的平均房价指数。

资料来源：Standard & Poors.

图 1.1 美国房地产泡沫的形成与破灭

以及基于次级抵押贷款的 MBS、CDO 等金融衍生产品的市场价值大幅下跌。持有这类金融衍生产品的金融机构开始出现亏损。次贷危机由此爆发。2007 年 8 月，美国第五大投资银行贝尔斯登宣布旗下的对冲基金停止赎回，引发投资者撤资，从而触发了流动性危机。这被视为美国次贷危机全面爆发的标志。2008 年 2 月，英国北岩银行被英国政府国有化，这是次贷危机爆发以来第一家被政府国有化的金融机构，同时也标志着次贷危机已经传递至欧洲。2008 年 3 月，贝尔斯登申请破产倒闭，在美联储的斡旋下被商业银行摩根大通收购。美国政府对贝尔斯登的救援标志着次贷危机进入一个新阶段，同时强化了投资者对金融机构“大而不倒”的预期。

2008 年 9 月是美国次贷危机转变为全球金融危机的转折点。9 月 7 日，美国政府宣布接管房利美与房地美两大房



地产金融巨头，这意味着美国房地产金融市场爆发系统性危机。9月15日，美国第四大投资银行雷曼兄弟申请破产保护，美国政府没有实施救援。美国政府听任雷曼兄弟破产倒闭的做法打破了金融市场关于金融机构“大而不倒”的预期，直接造成美国短期货币市场的崩盘。由于短期货币市场是美国影子银行体系最重要的融资来源，雷曼兄弟的破产使得美国投资银行的覆灭变得不可逆转。在雷曼兄弟破产的同一周内，美国第三大投资银行美林宣布被商业银行美国银行收购，美国前两大投资银行高盛与摩根士丹利宣布转为银行控股公司。华尔街上煊赫一时的五大投资银行集体消失。此外，美国最大的保险公司美国国际集团出现严重亏损，最终被美联储注资850亿美元并实施国有化，这标志着信用违约掉期（Credit Default Swap, CDS）市场开始崩溃。在2008年9月，危机也由美国金融市场全面蔓延至欧洲与新兴市场国家的金融市场，危机正式由国别危机转变为全球金融市场危机。

在次贷危机爆发前的全球低利率时期，发达国家的机构投资者实质上形成了较高的财务杠杆。随着次贷危机的爆发，这些机构投资者被迫进行去杠杆化（Deleveraging），即出售风险资产换回流动性资产（主要是美元）、调回本国后偿还负债。这种集体去杠杆化行为导致了三大后果：第一，全球股票市场价格大幅下挫，如图1.2所示，美国道琼斯工业指数由2007年7月中旬的14 000点狂跌至2009年3月初的6 550点左右，跌幅达到53%；第二，国际资本流动趋势发生逆转，短期国际资本开始从新兴市场国家流向发达国家，部分新兴市场国家（尤其是东欧国家）面临由于资本持续流出而引致的货币金融危机；第三，美元汇率逆市反弹。受金融