

2010

国务院发展研究中心研究丛书

DEVELOPMENT RESEARCH CENTER
OF THE STATE COUNCIL

美国金融危机的 六个问题

SIX QUESTIONS ABOUT
THE US FINANCIAL CRISIS

方晋等著



中国发展出版社

2010

国务院发展研究中心研究丛书

DEVELOPMENT RESEARCH CENTER
OF THE STATE COUNCIL

美国金融危机的 六个问题

SIX QUESTIONS ABOUT
THE US FINANCIAL CRISIS

方 晋 等著



中国发展出版社

封面设计：耀午书装

图书在版编目 (CIP) 数据

美国金融危机的六个问题/方晋等著. —北京: 中国发展出版社, 2010. 7

ISBN 978 - 7 - 80234 - 565 - 2

I. 美… II. 方… III. 金融危机—研究—美国
IV. F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 134697 号

书 名: 美国金融危机的六个问题

著作责任者: 方 晋 等

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978 - 7 - 80234 - 565 - 2

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 北京科信印刷厂

开 本: 700 × 1000mm

印 张: 12.25

字 数: 170 千字

版 次: 2010 年 7 月第 1 版

印 次: 2010 年 7 月第 1 次印刷

定 价: 30.00 元

咨询电话: (010) 68990692 68990622

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.developress.com.cn>

电子邮件: fazhan@drc.gov.cn

版权所有 · 翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换



国务院发展研究中心研究丛书

编委会名单

主 编：张玉台

副 主 编：刘世锦 侯云春 卢中原

编委会成员：（按姓氏笔画为序）

丁宁宁 冯 飞 卢 迈 卢中原 包月阳

刘世锦 吕 薇 米建国 任兴洲 孙兰兰

迟福林 陈小洪 李善同 陆文强 余 斌

张小济 张玉台 张军扩 郭励弘 侯云春

夏 斌 程秀生 韩 俊 葛延风 隆国强



前言

Foreword

为什么金融危机周而复始地发生？为什么 20 世纪 70 年代之前 30 年很少爆发金融危机，之后 30 年危机却此起彼伏？美联储的低利率政策是导致此次美国金融危机的原因吗？全球失衡与金融危机之间是什么关系？在危机前，很多国家的宏观经济政策和美国一样宽松，其房地产泡沫程度甚至要远远大于美国，为什么危机是在美国爆发的呢？既然资产泡沫危害如此巨大，政府应不应该将资产价格列为宏观调控目标呢？

从次贷危机算起，美国金融危机从爆发到现在已经有 3 年时间了，有关的文章和书籍已是汗牛充栋。或许是由于危机还没有结束，或许是因为此次危机太复杂，对于危机的成因目前还存在巨大分歧。这些分歧已经影响到了包括我国在内的各国政府在应对危机、加强金融监管和改革国际货币体系等方面的决策。如果不对危机的成因进行正确的分析，我们就不能总结真正的经验和教训，也就无法防范未来可能发生的金融危机。

比如说，西方国家仍有人认为，全球失衡是导致此次危机的重要原因，而这种观点在我国也有一定市场。因此当西方继续以此为理由逼迫人民币升值时，我方难以提出有理有节的应对。而本书认为，全球失衡是当前国际货币体系弊端的结果，并不是造成此次危机的原因。全球失衡现象出现之前就发生过多资产泡沫和银行危机，全球经济的再平衡也不能避免新的资产泡沫和银行危机。

还有一种流行的观点认为，美联储为了应对美国互联网泡沫破灭而在 2003 年时把利率降低到 1% 并维持一年之久，引发了美国房地产泡沫，最终导致了金融危机。如果这种逻辑是正确的，那么当前的美联储为了应对此次危机实行的零利率政策，岂不是要引发更大的房地产泡沫？为什么美国的房价还在下跌呢？

问题的关键不是利率和货币，而是信贷。金德伯格在《金融危机史》一书中曾经说过：过多的货币导致商品价格膨胀，过多的信贷导致资产价格膨胀。当银行惜贷的时候，宽松的货币政策并不能导致信贷的增长，资产泡沫也就没有基础，正如 20 世纪 90 年代的日本和今天的美国。反之，即时货币政策是中性甚至是偏紧的，金融机构通过金融创新一样可以扩大信贷。美国此次房地产泡沫主要是依赖资产证券化等金融创新手段实现的，金融风险也从传统的商业银行转移到整个金融体系，并从美国蔓延到全世界。

本书认为，造成此次美国金融危机的根本原因来自于微观制度层面。由于金融管制放松后导致的金融创新泛滥和金融监管的缺失，以及委托代理问题的恶化，使得美国金融体系的风险和脆弱性大大上升，导致有限的房价下跌，从而引发了一场巨大的金融危机。

本书的另一个特点是运用明斯基模型的分析框架，来解释此次美国金融危机，并从中得到借鉴和启示。明斯基认为，金融体系具有内在的不稳定性，易于动荡和爆发金融危机。私人信用创造机构，特别是商业银行和其他贷款人的内在特性，使得它们经历周期性危机和破产浪潮，金融中介的困境被传递到经济的各个组成部分，产生金融市场和宏观经济的动荡和危机。这才是金融危机周而复始地发生的根本原因。因此本书建议，宏观管理部门和金融监管当局，应将资产价格列为政策调控目标，并制定逆周期的政策工具。

方 晋

2010 年 6 月

目 录

Contents

第一章 美国金融危机的六个问题 / 1

- 一、金融危机是怎样炼成的 / 1
- 二、美国资产泡沫是怎样形成的 / 4
- 三、金融风险是如何积累的 / 9
- 四、美国金融危机是如何爆发和演进的 / 12
- 五、金融危机对世界经济格局产生了哪些影响 / 15
- 六、美国金融危机对中国有什么样的启示 / 19

第二章 研究金融危机的理论框架 / 26

- 一、金融危机的概念、形式和特性 / 26
- 二、有关金融危机理论的文献回顾 / 30
- 三、明斯基模型及其适用性 / 35
- 四、基于明斯基模型的美国金融危机 / 45

第三章 美国金融危机形成的宏观经济背景 / 56

- 一、美联储货币政策的失误及其思想根源 / 57
- 二、全球失衡与国际货币体系的制度性缺陷 / 62
- 三、美国负债消费的增长模式 / 71

第四章 美国金融危机形成的微观经济基础 / 78

- 一、金融创新过度：埋下风险的种子 / 81
- 二、委托代理问题恶化：将风险推向极致 / 88
- 三、金融监管缺位：危机不可避免 / 96

第五章 美国金融危机的演进历程 / 105

- 一、泡沫的形成和风险的集聚 / 105
- 二、次贷危机显现 / 111
- 三、金融危机全面爆发 / 116
- 四、史无前例的救市措施使危机见底 / 123

第六章 美国金融危机对世界经济格局的影响 / 132

- 一、一次史无前例的金融危机 / 132
- 二、世界经济格局发生重大变化 / 142
- 三、金融危机给中国发展带来的挑战和机遇 / 152

第七章 美国金融危机对我国的启示 / 159

- 一、继续推动我国金融业的改革开放 / 159
- 二、保持货币政策的灵活性和稳定性，择机调控资产价格 / 163
- 三、完善监管方法，制定逆周期的政策工具 / 167
- 四、加强宏观审慎监管，明确系统性风险的防范职责 / 170
- 五、借鉴美国的做法和经验，完善危机处置的机制和工具 / 174
- 六、积极参与国际货币体系改革，推动人民币国际化 / 178

参考文献 / 183

后 记 / 185

美国金融危机的 六个问题



一、金融危机是怎样炼成的

金融危机的结构总是相似的，尽管每一次危机的细节各有不同。20世纪70年代以来，各种金融危机此起彼伏，危机的频率和影响的范围均超过历史上任何一段时期。而2008年9月爆发的美国金融危机，可以说是达到了这一金融动荡时期的顶峰。通过对金融危机理论的梳理，我们可以总结出共性的结构和原因，用于对美国金融危机的解释，并从中得出正确的政策含义。

（一）金融危机具有哪些的特点

金融危机是指一个国家或几个国家与地区的全部或大部分金融指标，如短期利率、货币资产、证券、房地产、土地价格、商业破产数和金融机构倒闭数的急剧、短暂和超周期的恶化，严重时会导致经济衰退甚至经济危机。

金融危机的产生具有一定的历史背景、市场制度和金融体系的特性。低效的财政货币政策往往是金融危机爆发的潜在的基本因素，金融自由化和监管制度不到位是金融危机爆发的重要诱因。国际货币基金组

织（IMF）将金融危机大致分为货币危机、银行危机、外债危机和系统性金融危机四大类。

纵观 20 世纪 70 年代以来的各类金融危机可以发现，发展中国家的危机往往是货币危机、外债危机、银行危机接连发生甚至同步发生。发达国家的货币一般都是国际可兑换货币，因此很少爆发外债危机，而自从发达国家全面转向浮动汇率制之后，货币危机也很少发生。因此，发达国家出现的危机一般都是银行危机，如 20 世纪 90 年代北欧三国房地产泡沫破灭之后引发的金融危机。但受此次美国金融危机的影响，欧洲国家近来爆发了主权债务危机，并引发欧元汇率大幅下跌。发达国家可能也会走上各种金融危机先后爆发的道路。这充分反映出此次危机的严重性。

（二）为什么金融危机会周而复始地出现

对金融危机的系统性理论研究是近二三十年出现的，研究的重点主要是货币危机理论和银行危机理论。银行危机研究的代表性理论包括：弗里德曼的货币政策失误论、托宾的银行体系关键论、戴尔蒙德和获伯威格的金融恐慌理论、麦金农的道德风险论以及明斯基的金融不稳定假说。前四种理论都只是揭示了危机爆发的一个侧面或是最直接的原因，只对部分危机有解释力，没有揭示危机形成的深层次原因，也不能解释金融危机为什么会周而复始的发生。

而明斯基认为，金融体系具有内在的不稳定性，易于动荡和爆发金融危机。私人信用创造机构，特别是商业银行和其他贷款人的内在特性使得它们经历周期性危机和破产浪潮，金融中介的困境被传递到经济的各个组成部分，产生金融市场和宏观经济的动荡和危机。

这种金融市场动荡是由“错位”引起的，错位可能是由多种因素引发的，可能是由于战争的爆发与结束，也可能是年成的好坏、新技术的发明应用、金融创新等。只要错位产生的影响足够大，就可以在一个重要的经济部门通过提供获利机会来改善该部门的经济前景，使该部门

具有极大的投资价值。一旦市场主体发现了这个投资机会，就会纷纷涌入，泡沫成分开始显现，经济的表面繁荣也随之而来。在此过程中，银行信贷的膨胀及向该领域的资金注入，又使投机色彩更为浓郁，昔日的投资理性也不复存在，资金的缺乏就通过向银行的借款来解决。当市场进入到过度投机阶段时，人们对未来的担心也逐步增强，一旦银行信贷不能及时跟上，这种担心就会发展为普遍的金融恐慌，接着就是市场崩溃。

显然，市场崩溃与企业的市场融资行为紧密相关。明斯基根据企业融资时的市场表现，将进入市场融资的企业行为分为三种，即抵补性、投机性和高风险企业，相应的融资行为也有三种，即谨慎融资、冒险融资和“庞氏”融资。正是由于经济生活中这种融资行为和债务结构的大量存在，才使得金融体系具有极大的不稳定性。当市场利率的上升导致那些冒险投资者的财务状况恶化，财务赤字出现并不断扩大时，信贷违约现象就会逐步增多，单个金融机构破产会像传染病一样迅速传播，导致金融危机爆发。

金融危机的爆发具有循环往复的特点。明斯基在解释这种周期现象时，给出了三点解释：一是代际遗忘，二是竞争压力，三是市场主体的非理性。也正是由于这些方面的因素存在，金融危机与经济危机都具有一定周期性。

根据上述分析，可以把泡沫扩张到金融危机的过程概括为“出现异常变化→资金过剩→过度发放贷款→资产交易过度 and 资产价格暴涨→利率上升、收回资金和贷款→资产价格暴跌→金融危机”。通过回顾美国 20 世纪 30 年代的大萧条、20 世纪 90 年代日本资产价格泡沫破灭以及 1997 年东亚金融危机，都可以发现上述危机基本上是按照明斯基模型描述的过程演进和发展的。2008 年的美国金融危机也不例外。

（三）如何用明斯基模型解释美国金融危机

此次美国金融危机有一个重要特点，就是投资银行受到的冲击最

大，影响也最严重。次贷危机是从美国第五大投资银行贝尔斯登旗下的两个对冲基金倒闭开始，而危机的全面爆发则是由美国第四大投资银行雷曼兄弟的破产引发。由于金融创新和资产证券化，房地产泡沫的风险从商业银行转移到了投资银行。本次危机实质上仍是资产价格泡沫破灭导致金融机构资产负债表恶化引发的信用危机，因此具有传统银行危机的特点。

鉴于明斯基模型对于信用危机有较好的解释力，可以用该模型系统地阐述此次危机的背景、产生及演进。通过回顾过去一段时期美国经济的发展历程，可以清晰地看出，美国同样走过了“出现异常变化→资金过剩→过度发放贷款→资产交易过度 and 资产价格暴涨→利率上升、收回资金和贷款→资产价格暴跌→金融危机”这样一个过程。首先，正向冲击导致房地产泡沫。这些正向冲击包括美国经济和世界经济的持续增长，宽松货币政策带来的流动性过剩，金融创新与资产证券化等等。随着赚钱效应的出现，市场参与者的投机行为增加，导致了次贷及其衍生品市场的繁荣。随着信贷的不断扩张，金融的脆弱性也被放大，表现为放贷标准的不断降低和杠杆率的上升等等。同时，由于监管体系的滞后与漏洞，风险控制方法的缺乏，金融体系的风险不断累积。当宏观经济政策开始收缩，房价由升转跌，各参与方或多或少地陷入财务困难。一旦负面的冲击接连发生，投资者便迅速丧失信心，市场预期急转而下，危机随即爆发。

二、美国资产泡沫是怎样形成的

美国金融危机是一个典型的资产价格泡沫破灭后引发的信用危机，而这个泡沫的来源是房地产市场。从 1997 ~ 2006 年期间，美国的实际房价上涨了 80% 左右。上涨的速度和幅度远远超过历史上任何一个时期，和各种指标相比，都说明这是一个泡沫。

（一）为什么说过去 30 年泡沫一直伴随着美国经济

如果回顾过去 30 年的历史，就可以发现泡沫实际上一直伴随着美国经济。20 世纪 80 年代是垃圾债券、杠杆收购以及商业地产的投机热潮，90 年代是互联网股票泡沫，21 世纪以来则是房地产泡沫。随着泡沫的起伏，美国也经历了数次局部性的危机。1987 年股灾，80 年代至 90 年代的储贷协会危机；1998 年长期资本管理公司倒闭危机等。这些泡沫和危机是一脉相承的，正是因为之前调整得不充分，才使得泡沫越吹越大，最终形成了一个超级泡沫。

资产价格泡沫通常出现在经济繁荣和扩张期。从 1982 年起，美国经济进入了一个长期的繁荣与扩张期。虽然增长的绝对速度比不上 20 世纪 50 和 60 年代，但这段时期出现了两个特点，一是高增长和低通胀并存，二是经济波动幅度大大收窄，1982 ~ 2007 年 25 年中，仅出现两次衰退，而且衰退程度都很轻。西方学者将这段时期称为“大平稳”时期（The Great Moderation）。

与此同时，美国国内的管制放松、经济全球化的大发展、冷战结束带来的“和平红利”、信息技术产业的兴起等一系列重要事件和变化的发生，为美国的某些行业和整体经济带来了良好的发展前景。美国成为同一时期发达国家中经济表现最好的国家之一，也是世界经济增长的主要动力。在这样的背景下，投资者和消费者很容易产生持续的乐观情绪，风险偏好易于上升，各类资产价格不断上涨。

（二）美联储的政策错在哪里

很多人把美国金融危机归咎于美联储错误的货币政策，认为是超低利率刺激了房地产泡沫和金融投机。但如果回顾美国过去 20 多年的货币政策就可以发现，美联储在面对历次危机和衰退时都曾经实行非常宽松的货币政策。在这次危机之后，美联储更是采取了量化宽松和零利率的货币政策。可见，美联储的政策是一贯的。

20 世纪 80 年代初，美联储使用极度紧缩的货币政策，成功地消除

了 70 年代的“滞胀”问题。通货膨胀率和通胀预期的持续走低，为美联储实行宽松的货币政策创造了先决条件。美联储的近两任主席格林斯潘和伯南克，都是坚定的货币主义者。根据货币主义理论，美国大萧条是由于美联储采取了不适当的货币紧缩政策造成的，其政策含义是，只要货币当局注入足够的流动性，就能避免危机的发生。

格林斯潘刚上台，美国就出现了 1987 年的股灾，股票跌幅超过引发大萧条的 1929 年 10 月的“黑色星期四”。通过向金融市场注入大量流动性，股灾没有演变成金融危机。之后，每一次美国的金融体系和实体经济受到考验时，美联储都会实施宽松的货币政策，如 1997 年亚洲金融危机，1998 年长期资本管理公司倒闭等等。2001 年为了应对互联网泡沫破灭以及“9·11”恐怖袭击的冲击，美联储大幅度降息，在 2003 年将联邦基金利率降低到 1% 的低水平并维持一年之久。

利率是信贷的成本。在经济处于长期扩张且资产价格趋势向上的时候，信贷成本的降低必然会刺激信贷的需求，推升资产泡沫。格林斯潘认为政府并不比市场聪明，因此从不把资产价格作为调控目标，而是只盯通货膨胀率。但一旦资产价格出现下降，因为担心会波及实体经济和引发金融危机，往往会迅速降息和采取其他刺激措施。这样就在金融市场形成了强烈的“道德风险”。市场人士相信美联储遇到危机时一定会出手救市，从而大胆的推动资产价格和金融衍生产品规模的不断膨胀。

（三）全球失衡是造成金融危机的原因吗

但也有很多美国人并不认为美联储应该为低利率和资产价格泡沫负责。他们认为是全球失衡问题导致了美国的金融危机。其基本逻辑是：中国等经常项目顺差国储蓄太多，不断积累美元资产，导致美国利率过低，催生了房地产泡沫，引发了金融危机。其政策含义就是要实现全球经济再平衡，顺差国应该增加消费、降低储蓄，逆差国应该增加储蓄、减少消费。

这种逻辑有很大的漏洞。首先，由于美元是国际储备货币，美国在

制订自己的经济政策时，不需要考虑国际影响和约束条件。如果认为国际资金流入太多，利率太低，美国完全可以主动采取应对措施。其次，全球失衡与房地产泡沫以及金融危机之间没有必然联系。在前一阶段，很多国家都出现了房地产泡沫，其中既有经常项目逆差国，也有顺差国。如果说顺差国的过剩储蓄流入了逆差国导致了泡沫，那么为什么很多顺差国也有房地产泡沫呢？或许有某种共同原因导致泡沫在多个国家出现，但这个原因绝不是全球失衡。关于全球失衡导致此次危机的逻辑还隐含一个假设，即低利率会导致资产泡沫。那么日本已经长时间实施零利率政策，为什么资产价格特别是房地产价格多年持续下跌呢？为了应对此次金融危机，美联储也实施了史无前例的零利率政策，这次很少有人认为这样做不对，也很少有人认为会引发新一轮房地产泡沫。

全球失衡之所以能够长期存在，一方面是经济全球化背景下国际产业分工深化的结果，具有一定的合理性。但另一方面，这种失衡也不是没有限度的。近年来全球失衡的不断加剧，则是与当前国际货币体系的制度性缺陷密切相关。

（四）美元的国际储备货币地位对资产泡沫起到了什么作用

布雷顿森林体系结束之后，金融市场经历了一段动荡时期，逐步形成了以美元为中心的多元储备以及以浮动汇率制为主的国际货币体系。美元仍然保持着在国际货币体系中的核心地位，是国际经济中最主要的初级产品定价货币、贸易结算货币和储备货币。由于这实际上是一种“信用”本位的货币体系，作为本位货币的美元，其发行几乎没有限制。美国在制订国内经济政策时，也从不考虑对国际货币体系和国际经济的影响。

过去 30 年国际金融市场经常大幅波动，各种金融危机频频在发展中国家爆发，而且都是以货币危机和外债危机为主。一方面，这一结果造成了一种假象，即发达国家的金融体系是完善的，风险是最小的。特别是美国可以不受外部条件的约束，采取扩张性的经济政策应对每一次

经济衰退和金融动荡，因此对美国投资是安全和有保障的。另一方面，部分发展中国家认为，只有大量的积累外汇储备和保持经常项目顺差，才能抵御金融风险。这就形成了对美元资产的刚性需求。

美元作为主要的储备货币，充分地享受了当前国际货币体系的好处，如向全世界征收铸币税，利用汇率贬值来化解外债，以及不受约束地采取扩张性宏观经济政策等等。特别是其他国家对美元资产的刚性需求使得美国可以不断吸收全世界的资金，以较低的资金成本维持经济增长。问题是美国滥用了这一独有的优势，把不断流入的国外资本用在消费和金融投机上，进一步助推了泡沫的放大。

（五）美国负债消费的增长模式与泡沫经济之间是什么关系

美国非金融部门债务余额占 GDP 的比重从 1980 年的 142% 上升到 2008 年的 233%，而之前的 30 年仅上升了 5 个百分点。负债的增长主要出现在居民和政府部门。过去 30 年，居民消费成为美国经济增长的主要动力。美国消费占 GDP 的比重曾长期稳定在 61% ~ 63% 之间，但从 1980 年开始，该比重一路上升到 2007 年的近 70%，而投资占 GDP 的比重总体上是下降的。一个只消费的经济是没有资本积累的，也就没有技术进步和劳动生产率的提高。美国负债率不断上升，却没有把钱用在扩大长期经济增长的潜力上，而是用在满足短期消费需求上。这样的增长模式是不可持续的。

美国经济的泡沫化与虚拟化，也是支撑负债消费增长模式的重要手段，特别是 20 世纪 90 年代的股票泡沫和 21 世纪以来的房地产泡沫。例如，由于房价的上涨带来了巨大的财富效应刺激了居民消费，使得 2001 年的衰退成为美国有史以来最轻微的经济衰退。但是，这种消费支出的增加，几乎完全是靠增加房地产按揭贷款来获得的。结果是增加了消费者的负债率，降低了贷款的安全边界。这样的增长方式有赖于资产价格泡沫的持续放大。一旦泡沫破裂、房价下跌，房子可能变为“负资产”，消费者财富化为乌有，而金融机构也将面临贷款损失。整

个经济和金融体系的风险也因此增加。

三、金融风险是如何积累的

危机爆发之前，许多国家都出现了房地产泡沫，而且房价涨幅比美国大很多。那么为什么危机会在美国爆发呢？原因就在于过度的金融创新和缺失的金融监管，使得美国金融体系的风险和脆弱性大大上升，导致有限的房价下跌就能引发一场巨大的金融危机。

（一）过度金融创新带来什么样的后果

20 世纪 70 年代，面对“滞胀”带来的挑战，新自由主义思潮在西方国家兴起，管制放松和经济全球化成为大势所趋。宽松的政策环境，新的市场机遇，以及对利润无止境的追逐，使得美国金融业的创新活动出现了快速地发展。从具体内容来看，过去 30 年来美国的金融创新主要可以分成业务创新、技术创新和组织创新三个层面。具体表现为信贷资产的证券化及相关金融衍生产品业务的发展、资产定价的数学化以及金融机构创造和发展的新的组织形式。

金融创新的好处是非常明显的，如增加流动性，分散风险，降低交易成本等等。但过度的金融创新却有可能带来一系列不利的后果。首先，金融体系的复杂性显著上升。金融机构利用数量工具任意构建复杂的金融衍生产品，使得投资者和监管部门都搞不明白。投资者搞不明白就容易产生欺诈行为，监管部门搞不明白就只好相信金融机构的模型是合理的，索性放弃监管。

金融衍生产品的泛滥也导致交易关系的复杂性显著上升，最后形成一个超级复杂而又混乱的交易网络。如果有一家金融机构出问题，很可能会引发连锁反应，导致整个系统的崩溃。过去，美国政府的救市原则是“太大而不能倒闭”（too big to fail），即必须挽救资产规模大到足以