



人民币、日元 与亚洲货币合作 ——中日学者的对话

李晓 上川孝夫 主编

清华大学出版社



本书得到教育部人文社会科学重点研究基地——吉林大学东北亚研究中心专项资助

人民币、日元 与亚洲货币合作 ——中日学者的对话

清华大学出版社
北京

本书封面贴有清华大学出版社防伪标签,无标签者不得销售。

版权所有,侵权必究。侵权举报电话:010-62782989 13701121933

图书在版编目(CIP)数据

人民币、日元与亚洲货币合作:中日学者的对话 / 李晓,(日)上川孝夫主编. -- 北京:清华大学出版社,2010.5

ISBN 978-7-302-22749-6

I. ①人… II. ①李… ②上… III. ①人民币(元)—国际化—研究 ②日元—国际化—研究 IV. ①F822.1 ②F823.131

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 081755 号

责任编辑:龙海峰

责任校对:宋玉莲

责任印制:杨 艳

出版发行:清华大学出版社

地 址:北京清华大学学研大厦 A 座

<http://www.tup.com.cn>

邮 编:100084

社 总 机:010-62770175 邮 购:010-62786544

投稿与读者服务:010-62776969, c-service@tup.tsinghua.edu.cn

质 量 反 馈:010-62772015, zhiliang@tup.tsinghua.edu.cn

印 装 者:三河市金元印装有限公司

经 销:全国新华书店

开 本:170×230 印 张:15.25 字 数:274 千字

版 次:2010 年 5 月第 1 版 印 次:2010 年 5 月第 1 次印刷

印 数:1~3000

定 价:39.00 元

产品编号:037259-01

本书是中日两国学者的合作之作。它通过“对话”的形式分析了全球金融危机对世界经济特别是东亚经济的影响,在展望后危机时代东亚经济发展的同时,着重探讨了东亚货币金融合作的发展前景以及在此过程中人民币与日元合作的必要性与可行性。

2008年9月全球金融危机的爆发对世界经济产生了巨大冲击。在此过程中,亚洲经济尤其是实体经济不可避免地遭受到了严重打击。需要指出的是,自1997年亚洲金融危机以来东亚地区的货币金融合作虽然取得了一系列进展,但是显然,这些以应对区域货币金融危机为出发点的合作成果在很大程度上难以有效地避免此次金融危机的巨大负面影响,换言之,东亚各国、各地区经过十几年的努力所构建的区域货币金融合作框架,在此次金融危机到来之时所发挥的作用不大。面对危机或后危机时代的到来,东亚货币金融合作正处在一个重要的转折点。

展望危机后世界经济的发展,必须重视亚洲经济的未来发展。自20世纪末以来,东亚经济增长的动力结构正在发生重大变化。中国经济增长对东亚经济增长的贡献日益增大,成为引导东亚经济增长的新的重要力量。与此同时,作为该地区的发达国家,日本同东亚地区在贸易、投资等方面的相互依存关系也在不断地继续深化。包括中日两国在内的整个东亚地区实体经济的关联程度不断提高,区域内贸易的比重日益提升。但东亚地区的货币金融合作却依旧未能突破“清迈倡议”(CMI)的框架,至今尚未在汇率协调与合作领域有所进展。众所周知,日元自20世纪80年代以来就已逐步成为世界主要货币,但日元国际化的进程并非一帆风顺。自2008年年底开始,为了应对全球金融危机的影响,中国政府首次公开制定并推行了人民币国际化战略——在边境贸易和跨境贸易中推行人民币结算的试点工作,积极推进东亚区域货币合作以及主张国际货币体系改革,等等。但人民币国际化战略也面临着诸如资本项目未能实现完全自由化等一些障碍。

迄今为止,中日两国学术界和政府都在从自身的有利条件和地位出发谋划本国在东亚地区扩大影响的路径。中国试图利用自己的巨大市场规模以及未来的增

长趋势,通过推进人民币在与周边各国、各地区贸易中作为结算货币的作用,来逐步实现人民币的周边化和区域化;而日本则试图利用日元现有的国际地位和自身比较发达的金融市场的影响及其经验,以推广“亚洲货币单位”(ACU)的方式直接扩大日元在东亚地区的作用和影响。无疑,中日两国都是将本币的“亚洲化”作为货币国际化的主导性战略,这实际上是中日两国进行货币协调与合作的重要前提。事实上,在当今的“美元体制”下,中日两国都不具备单独主导区域货币金融合作的能力。欧洲经济一体化、欧元诞生的经历以及亚洲复杂的历史、社会、经济与文化传统都表明,在该地区无法实行美洲式的“一家独大”型的货币合作模式。因此,中日两国的合作立场及其模式对今后东亚货币金融合作的深入发展具有十分重大的影响,甚至可以说决定着其未来的基本走向,进而也将决定现行国际货币体系的未来图式。

正是基于上述思考,本书首先对此次全球金融危机对东亚经济发展的影响进行了分析,并对日元国际化、人民币国际化的历史、现状、政策以及未来走向等问题进行了深入探讨,最后对危机后的东亚货币金融合作及其未来课题等进行了分析和展望。

在至今汗牛充栋的相关研究中,由中日两国学者共同就东亚货币金融合作以及中日两国在其中的作用尤其是人民币与日元的协调与合作问题进行深入分析的并不多见。本书虽然不可能面面俱到地对所有相关问题进行分析,但两国作者本着推动东亚经济持续、稳定发展的共同愿望进行直接的对话与沟通,是十分必要和有意義的。因此,本书按照“国际货币体系与东亚——亚洲面临的国际环境”、“日元国际化与东亚”、“人民币国际化与东亚”和“亚洲货币合作的现状与未来——中日两国的合作之路”四个问题的顺序,以中日各一名学者做专题论述的方式,充分地展开讨论。这也正是本书以“中日学者的对话”为副标题的缘由。这其中,之所以将“日元国际化”问题置于“人民币国际化”之前,主要是考虑到日元国际化早于人民币国际化近20年的时间且积累了许多经验与教训。我们希望,以本书的出版为契机,能够促进对这一问题的深入研究,并为推动东亚地区经济的稳定发展、货币金融合作的顺利进行,以及构建东亚和谐、繁荣的未来做出应有的贡献。

在此,有必要向读者简要介绍一下本书的产生过程。日本横滨国立大学经济学部的上川孝夫教授是本书构思与出版的最主要的推动者。2007年2月,应上川孝夫教授邀请,中国吉林大学经济学院李晓教授在日本国际金融研究会暨国际经济政策研究会上做了题为“人民币的亚洲化战略”的学术报告,并同与会的学者、专家、新闻界人士和学生等进行了深入的交流。翌年2月,李晓教授再次受上川孝夫教授的邀请,在日本横滨国立大学经济学部贸易文献资料中心举办的研讨会上为

150 名学生进行了题为“亚洲货币金融合作与中日的课题”的演讲,并同该校师生进行了交流与对话。同年 9 月,应李晓教授邀请,上川孝夫教授在吉林大学经济学院为 100 余名硕士生和博士生做了题为“日元的经验——日元汇率、日元国际化与日本经济”的学术报告。正是在这种学术交流过程中,上川孝夫教授与李晓教授产生了就共同关心的问题深入研究并共同出版成果的设想,随后双方开始组建研究团队并联系出版社。2009 年 6 月 1 日,李晓教授借赴日本中央大学参加国际学术会议之机,到横滨与上川孝夫教授、本书主要的翻译人员和日本春风社的编辑就出版规划等问题进行了深入交流,双方约定本书将以中日两国同时出版的方式,来充分表达中日两国学者就中日合作问题进行深入交流的意愿。

由于本书是中日两国学者合作的成果,书中有许多专业词汇如“亚洲”、“东亚”、“东南亚”等提法,以及“世界金融危机”、“全球金融危机”和“国际金融危机”等的表述方式并不一致,还有一些用语没有作出特殊说明或定义、解释,但本书对此没有进行调整,尊重作者原意出版。读者可以自己进行必要的鉴别或参考。同时,为方便读者对文献资料的查寻,本书亦保持了日方作者的原文参考文献。

本书的姊妹版将同时在日本由春风社出版,其作者和基本内容相同,但标题有所变化。

在此,我们向参与本书编写工作的中日两国学者、向承担辛苦的翻译工作的在日中国留学生们,表示诚挚的谢意!当然,我们还要向清华大学出版社表示由衷的感谢,没有他们的热情和努力,本书无论如何也不能如此高效率地出版。

李 晓

上川孝夫

2010 年 2 月

前言	I
----------	---

I 国际货币体系与东亚——亚洲面临的国际环境

第1章 全球金融危机的形成、发展与亚洲的未来	上川孝夫 3
引言	3
1 全球金融危机的冲击	3
2 全球金融危机与亚洲	11
3 世界格局调整的启动	14
4 亚洲货币金融合作的未来	17
结语	19
参考文献	22
第2章 全球金融危机与亚洲：影响、关联及挑战	齐俊妍 25
引言	25
1 此次全球金融危机与1997年亚洲金融危机的区别	25
2 世界金融危机对亚洲的影响	26
3 亚洲经济增长模式与当前世界金融危机	30
4 国际收支失衡中的亚洲与全球金融危机	33
5 亚洲经济体宏观经济政策协调的困境	38
6 亚洲经济体的对策	39
参考文献	42

II 日元国际化与东亚

第3章 日元国际化：回顾及其新的亚洲战略	今松英悦 47
引言	47
1 从固定汇率到浮动汇率	48

2 意见不一致的日元国际化·····	51
3 日本版金融大爆炸的本质·····	56
4 亚洲共同货币构想、日元国际化与 21 世纪的世界金融、 经济危机·····	65
5 日元国际化和东京国际金融市场的现状与展望·····	69
结语·····	73
参考文献·····	74

第 4 章 日元国际化的发展历程及其战略调整:

中国学者的评价·····	李晓	76
引言·····		76
1 日元国际化的历程·····		76
2 日元国际化的战略调整:日元的亚洲化道路·····		80
3 日元国际化的机遇与挑战·····		92
参考文献·····		108

III 人民币的崛起与东亚

第 5 章 人民币的崛起与亚洲化、国际化战略·····	李婧	113
引言·····		113
1 人民币在亚洲崛起的主要表现及特征·····		115
2 人民币崛起的主要动力·····		128
3 人民币崛起对中国、亚洲和世界的意义·····		130
4 人民币亚洲化、国际化的战略·····		132
结语·····		149
参考文献·····		151
第 6 章 人民币的稳定化、国际化与东亚货币体制的将来·····	石田护	154
引言·····		154
1 中国汇率政策的困境·····		155
2 人民币走向国际化的问题与课题·····		159
3 从世界金融危机到亚洲货币合作·····		166
结语·····		172
参考文献·····		173

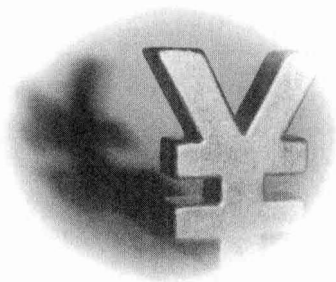
IV 亚洲货币合作的现状与未来——中日两国的合作之路

第 7 章 亚洲货币合作与中日协调：中国的视点与构想	丁一兵	177
引言		177
1 亚洲货币合作的进展		178
2 现阶段亚洲货币金融合作面临的主要困境及其根源		182
3 现阶段亚洲货币合作的必要性与条件		188
4 亚洲货币合作的未来发展方向与路径		194
5 亚洲货币合作中人民币与日元的协调		203
参考文献		206
第 8 章 亚洲货币合作与国际货币金融体系的未来前景	紺井博則	209
引言		209
1 亚洲货币金融合作的目标		210
2 世界金融危机的原因及其对策共识		211
3 国际货币体制的重建与人民币的国际化		215
4 世界金融危机之后中日两国面临的亚洲货币金融合作的课题		217
结语		224
参考文献		227



国际货币体系与东亚

——亚洲面临的国际环境



第1章

全球金融危机的形成、 发展与亚洲的未来

上川孝夫

引言

由美国“次贷危机”引发的金融危机给世界经济带来了深刻的影响。即使是被认为影响较小的亚洲也不例外,国内经济和出口等方面都出现了大幅滑坡。在经历了1997年金融危机之后,亚洲各国开始尝试在区域内开展货币金融合作,而此次全球金融危机使得这种合作显得更为重要。货币金融合作是亚洲在可预见的未来发展中面临的一个重要课题。通过此次全球金融危机,我们该如何看待它的现状和今后的问题呢。

本文在讨论此问题之前,首先结合历史经验对此次全球金融危机的发展过程和特征进行分析,然后通过对比金融危机前亚洲经济的特性,揭示全球金融危机给亚洲带来的影响,接着再从全球的视角,对金融危机下凸显的关于国际货币体系以及国际金融改革的一些论点进行整理,探讨世界格局调整的动向;最后,对亚洲货币金融合作的现状与今后的问题进行分析和思考。

1 全球金融危机的冲击

(1) 全球金融危机的概貌

回顾此次全球金融危机,迄今为止大致经历了三个阶段。第一阶段是因美国房地产泡沫破裂引发的“次贷危机”,此为起端;第二阶段是以雷曼兄弟公司破产为导火索引发的全球金融危机;第三阶段是金融危机发展为全球性金融经济危机。以下将分别对这三个阶段的进程和特征进行分析^①。

① “次贷危机”的显现

第一阶段主要表现为自 2006 年下半年以来“次贷危机”的显现。在 2001 年 IT 泡沫破灭后,美国联邦储备委员会(FRB)将联邦基金利率(FF 利率的诱导目标)自年利率 6.5%逐步下调至 2003 年 6 月的 1%,降到了历史最低水平。低利率和流动性过剩使得房价一路上升,面向信用等级较低的低收入阶层的住宅贷款(即次级抵押贷款)也不断增加。次级抵押贷款有多种形式,其中增加最快的是最初几年利息较为优惠的贷款,也有很多是因估测未来房价将会上涨而进行的借款。这其中有很多是没有仔细审查贷款人的收入等还债能力就给予发放的贷款。之后由于经济出现过热势头,美联储在 2004 年 6 月开始上调基金利率,2006 年 6 月达到了年利率 5.25%。而一路飙升的房价也在 2006 年年中冲至顶峰后开始下降。利率上升和住房市场持续降温使得从 2006 年下半年开始无法按期偿还贷款或只能上交抵押的“次贷”借款人逐渐增多^②。

造成“次贷”急剧增加的一个重要原因,是资产证券化这一工具的广泛使用。“次贷”贷款债权大多被美国的投资银行所购买,它们将购买来的债权作为担保发行了 MBS(房贷担保证券,正确为 RMBS)以及含有 MBS 的债务抵押债券(CDO),并向国内外投资者出售。信用评级机构对此类证券化商品给予了不恰当的信用评价,使得证券化生意不断膨胀。但是,随着无法按期还债的“次贷”房贷者不断增多,加上大量的证券化商品的等级评价下降,从 2006 年年末起次级 MBS 的价格开始下降,并影响到其他的 MBS 和 CDO 的价格(IMF,2008a)。

这里值得注目的是,此次起源于美国的“次贷危机”向欧洲金融机构的迅速蔓延,其中具有代表性的一例就是法国巴黎银行(BNP Paribas)事件。2007 年 8 月,法国最大的金融机构 BNP Paribas 旗下的投资基金因证券化商品价格的急速下跌宣布暂停投资人的解约和赎回,由此引起了欧美短期金融市场流动性紧缩,短期利率上扬。对此,欧美主要央行向市场注入了大量资金。“次贷危机”波及欧洲,是因为欧洲的金融机构也美国的金融机构一样大量持有次级 MBS 和 CDO 等商品。而亚洲金融机构的持有量较少,这与危机初期的欧洲不同^③。

但是,之后问题层出不穷。首先是 2007 年秋天至冬天,欧美金融机构因与“次贷”相关的投资遭受了重大损失,接受了来自中东及亚洲的政府基金的出资。接着 2008 年年初,经营证券化商品担保的担保公司陷入了经营危机。同年 3 月份,由于证券化商品的滞销以及市场资金的撤回,美国投资银行贝尔斯通公司出现了资金周转困难,最终被摩根大通银行收购。在此情况下,美联储紧急降低利率,同时推出了一项不限制贷款额度的融资制度(PDLF),向初级市场交易商(包括投资银

行)提供贷款。也就是说,美联储对其监管之下的存款金融机构以外的金融机构也给予了“最后贷款人”的援助。7月份,美国政府宣布将两家房贷按揭公司暂时纳入政府监管。此项措施的目的,是为了在房屋贷款迅速减少的情况下政府可以起到替代及完善其功能的作用,同时也因为国外持有大量房贷公司所发行的债券(GSE 债券),希望此举能够增强对美元的信心^①。

② 发展成“全球金融危机”

第二阶段表现为由“次贷危机”发展扩大成全球金融危机,引燃危机爆发的是2008年9月美国投资银行雷曼兄弟公司的破产。雷曼兄弟破产的原因,主要是该公司持有的“次贷”证券化商品造成了巨大的账面损失,出现了结算逆差,导致股票价格急剧下落,投资者撤走资金。雷曼兄弟申请破产的次日,美国保险公司AIG被政府接管。这是因为AIG不但持有大量的证券化商品,而且出售了大量信用违约掉期CDS商品,如果破产,将会对整个金融系统产生巨大的影响。因此,美联储以“最后贷款人”的身份史无前例地对AIG提供了救援。

雷曼兄弟破产后,世界主要金融市场出现了大动荡。在欧美短期金融市场上,各个金融机构都强烈地意识到交易对手风险,伦敦同业拆借利率(Libor)中的美元利率急剧上升,扩大了与美国债券的收益率差距(TED spread)。这个差距扩大的程度远远超过了2007年8月份的法国巴黎银行事件和2008年3月份的贝尔斯通事件,日、美、欧5大央行除了本国货币资金之外,还根据与美联储签订的货币掉期协议,向市场注入了美元资金。但是因为效果甚微,10月份撤销了美元资金注入限额制度,实行了无限度的美元资金提供。与美联储签署货币掉期协议的央行达到了14家。

在这种紧迫的形势下,以危机影响严重的欧美国家为主,金融机构经营恶化,金融重组和政府介入的案例不断增多。在美国,作为剩下的两大投资银行,高盛和摩根斯坦利转变为银行持股公司,投资银行作为单体实际上已经消失了。而在欧洲和欧元区,金融危机的影响已经超过美国,金融机构的跨境业务经营日趋恶化。对此,欧美各国采取了各种稳定金融系统的策略,其中主要有向金融机构注入公共资金或接手管理,从金融机构买进不良资产,加强存款担保(提升担保存款的上限或实行全额担保),对银行间的债务和公司债券给予政府担保等。

另外,2008年10月份,美国国会通过了《紧急经济稳定法案》。该法案当初旨在使用公共资金向金融机构买入不良债权,后来经过修改,变为先实行向金融机构注资。这是因为政府认识到金融机构的问题不单是“流动性不足(liquidity)”,而且是“资本不足”和“支付能力(solvency)”的问题(Bordo, 2008)。同年10月,首批

接受注资的有花旗银行、美国银行以及转为银行持股公司的高盛和摩根斯坦利。

③ 演变成“全球金融经济危机”

第三阶段是金融危机的影响向实体经济扩散,全球金融危机演变成“全球金融经济危机”的时期。笔者认为这个时期是从2008年11月开始的。虽然一般认为雷曼事件之后实体经济就迅速恶化,似乎没有必要把这两个时期区分开来,但笔者认为是有必要的。以下将通过比较银行间交易的利率和世界股价来予以说明。首先是伦敦同业拆借利率(LIBOR)在雷曼事件之后急剧上升,11月份又迅速下降并持续至2009年(IMF,2009a)。虽然不能认为市场已经完全消除了紧张情绪,但是可以说是来自主要央行的资金注入起到了作用。而与此同时,世界主要股市在雷曼事件之后大幅度下跌,即使进入2009年之后也不断出现大幅挫跌现象。2009年3月9日,纽约道琼斯指数创下了最低点的6547美元,而日经平均股票价格在3月10日创下了7054日元的记录,这是自日本泡沫经济破灭以来的最低点(截至2009年6月底)。也就是说,银行间市场的流动性危机被控制住了,但实体经济却急剧滑坡。

演变成全球金融经济危机的典型标志,就是继金融机构之后世界各大企业的结算都出现逆差,并开始着手调整员工数量和生产计划。一方面,围绕美国三大汽车制造商的经营危机及其救济方案的议论被大书特书可以说是这个时期的特征。另一方面,金融机构由于实体经济状况的恶化,不良债权和股价账面损失增加,为了防止自有资产遭受新的损失,对于贷款更加严格谨慎了。于是,金融危机和实体经济恶化出现了恶性循环。2009年1月,ILO(国际劳动机构)的年度报告指出,2008年年底世界的失业人数达到了历史最多。

在实体经济急剧滑坡的情况下,主要发达国家积极采取了各种各样的对策来克服危机。在财政政策方面,2009年2月诞生的奥巴马政权通过了“美国复苏与再投资法案”,此为美国历史上最大的一笔政府公共支出。欧洲和亚洲也开始推出了各类经济刺激方案。在金融政策方面,欧美和欧元区除了将利率降至最低水平之外,由于通过诱导短期利率的金融政策空间很小,还纷纷采取了买进长期国债和企业债券(如CP和公司债券等)的策略,迈出了“非传统的金融政策”的一步。同时,在稳定金融系统方面上,各国还推出向金融机构注资和再注资,对银行债务进行担保以及买进金融机构不良资产等政策。另外,金融危机在中东欧各国和冰岛等地也蔓延开来,IMF(国际货币基金)对其实施了救援。

这一时期尤其值得一提的是G20金融峰会的首次召开。此次峰会除了发达国家以外,新兴市场国家和发展中国家等也积极参与,预示着至今为止的以发达国

家为中心的体制开始向多元化的世界经济新格局转换。第一次金融峰会于2008年11月召开,第二次于2009年4月召开,参会各国首脑就为防止世界经济衰退应采取的财政金融政策,对国际金融市场和金融机构的监督管理以及国际金融机构的改革等进行了讨论。虽然在导入财政规模目标数值及金融管制的内容上出现了意见分歧,但是4月份的峰会后,各发达国家纷纷发表了有关金融监管制度改革的具体方案和意见。^⑤

(2) 全球金融危机的特征

我们应该如何来总结此次全球金融危机的特征呢?关于这个问题笔者认为,有必要分别以长期、中期及短期的视角来分析。首先,此次全球金融危机是1929年经济大恐慌以来的一场大危机,因此要从资本主义经济长期变动的视角来分析。其次,作为关键货币发行国的美国自20世纪80年代以来经常项目逆差不断扩大,不得不依靠海外的巨额资金流入来平衡收支,因此有必要从国际货币体系的中期变化的视角来分析。最后,此次危机的直接原因在于2001年网络泡沫破灭后的低利率政策和房地产泡沫,因此有必要从经济短期循环的视角来分析。

① 20世纪30年代经济大恐慌以来的全球危机(以长期视角来看)

首先,以长期视角来看,此次全球金融危机被称为是“百年一遇或50年一遇”(Greenspan, 2008)。不管人们如何表达此次全球金融危机所代表的历史意义,毫无疑问,至少这是一次自1929年经济大恐慌以来的全球性危机。我们应该从历史的长期视角来看待此次危机。

1929年的恐慌实际上终止了当时金融全球化的进程,并成为其瓦解的导火索。当时的金融全球化在19世纪末至第一次世界大战期间和20世纪20年代期间得到了发展,之后,保护主义、外汇管制和区域化得到加强。第二次世界大战之后,在布雷顿森林体系下,一开始虽然允许实行外汇管理,但由于主要货币实现了可兑换以及欧洲货币市场的发展,使得民间资金流动趋于活跃。20世纪80年代主要发达国家废除了外汇管理,金融全球化再度兴起。进入20世纪90年代后,金融全球化的浪潮涌向了新兴市场国家和发展中国家^⑥。此次全球金融危机就是在这个新的金融全球化进程中以美国为震源发生的,这一点与1929年的经济大恐慌有共同之处。

对这两个时期的共同之处做进一步的分析,可以得出以下几点结论。第一,危机发生前不动产和股票市场出现了急速的金融创新和信用扩张。第二,金融部门的结算中介功能出现障碍,出现了凯恩斯(Keynes, J. M.)所说的“偏好流动性”^⑦。第三,危机越过国境不断扩大,演变成世界规模的危机。第四,工业通用商品的价

格不断下跌,出现了费雪(Fisher,I)所说的“负债—通货紧缩”^⑧(20世纪20年代的时候还出现了一次产品价格和农产品价格的下跌)。第五,在国际货币体系方面都是遇到了关键货币的动荡时期(前者是英镑和美元,后者是美元和欧元)。

虽然有以上共同之处,但是此次全球金融危机并非单纯是过去历史的再现,有其新的特征。

第一,1929年的大恐慌发生在金本位制下,而此次危机发生在脱离金本位制后的管理货币制度下,因而此次可动用的宏观政策余地较大,实体经济的下滑没有大恐慌时期那么严重。但是另一方面,由于主要发达国家的国债债台高筑,并受到零利率的制约,因此也产生了新的困难,这一点不能忽视。

第二,从与资本主义经济的关联上来看,自1929年大恐慌以来,寡头垄断化和金融全球化程度进一步加强。此次危机可以说是在现代全球化资本主义下发生的第一次世界性危机^⑨。同时,在金融创新方面,20世纪20年代的美国经济热潮中出现了投资信托的普及和发达的分期付款制度;而此次热潮中出现的是IT技术迅猛发展所带来的证券化和衍生金融商品与高度复杂的金融交易纠缠在一起,这是此次危机的特点。

第三,在金融机构破产方面,20世纪30年代初发生了商业银行的存款挤兑,出现了三次“银行恐慌”。而此次危机的特点是依附市场资金经营证券化业务的投资银行和经营衍生金融商品的保险公司等陷入了严重的经营危机。这是存款——借贷市场转向证券化衍生金融商品市场这种金融市场的历史性构造变化所导致的。结果,美联储也不得不对商业银行以外的金融机构发挥其作为“最后贷款人”的作用^⑩。

第四,在国际合作方面,可能是出于对20世纪30年代经济集团化以及1933年伦敦世界经济会议失败的反省,20世纪30年代尚未设立的IMF等国际金融机构在此次危机中进行了紧急融资(国际公共信用),迅速采取了对应行动^⑪。

② 20世纪70年代之后的国际货币体制与世界不均衡(以中期视角来看)

以中期视角来看,此次全球金融危机是在关键货币发行国美国的经常项目逆差不断扩大,依靠海外巨额资金流入来平衡收支这种状况下发生的。因此,“次贷危机”从一开始就具有全球性这一属性。美国国际收支失衡的起点,可以说是1971年8月黄金和美元可兑换性的终止及1973年春浮动汇率制度的采用。20世纪70年代初的这两个变化,使得国际货币体系成为基本上听由市场运作的“没有制度”的体系。这个变化的时间长度处于上述的长期和以下将要叙述的短期的中间,因此把它称为中期(但是,比金融学上所说的中期的概念要长得多)。

第二次世界大战之后,美国贸易收支出现第一次逆差是在停止黄金和美元兑