

· 中国美国经济学会丛书 · 第4辑 ·



美国金融危机与 中美经贸关系

MEIGUO JINRONGWEIJI YU ZHONGMEIJINGMAO GUANXI

浦东美国经济研究中心

武汉大学美国加拿大经济研究所

编



· 中国美国经济学会丛书 · 第4辑 ·



美国金融危机与 中美经贸关系

MEIGUO JINRONGWEIJI YU ZHONGMEIJINGMAO GUANXI

浦东美国经济研究中心

武汉大学美国加拿大经济研究所

编



上海社会科学院出版社

图书在版编目(CIP)数据

美国金融危机与中美经贸关系/中国美国经济学会
编. —上海:上海社会科学院出版社, 2010

ISBN 978-7-80745-471-7

I. ①美… II. ①中… III. ①金融危机-研究-美国
②对外经济关系:中美关系-研究 IV. ①
F837.125.9②F125.571.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 119744 号

美国金融危机与中美经贸关系

编 者: 浦东美国经济研究中心
武汉大学美国加拿大经济研究所

特约编辑: 张学安

责任编辑: 徐祝浩

封面设计: 闵 敏

出版发行: 上海社会科学院出版社

上海淮海中路 622 弄 7 号 电话 63875741 邮编 200020

<http://www.sassp.com> E-mail: sassp@sass.org.cn

经 销: 新华书店

印 刷: 上海图字印刷有限公司

开 本: 710×1010 毫米 1/16 开

印 张: 40.5

字 数: 800 千字

版 次: 2010 年 7 月第 1 版 2010 年 7 月第 1 次印刷

ISBN 978-7-80745-471-7/F·110

定价: 75.00 元

版权所有 翻印必究

序

由中国美国经济学会主办,上海师范大学金融学院、上海社会科学院世界经济研究所、复旦大学世界经济系和浦东美国经济研究中心承办的 2009 年中国美国经济学会暨“美国金融危机与中美经贸关系”研讨会于 2009 年 10 月 23~25 日在上海召开。来自中国社会科学院、新华社世界经济研究中心、上海社会科学院、中国人民银行总行、中国银行、复旦大学、武汉大学、南开大学、南京大学、浙江大学、吉林大学、上海师范大学、上海财经大学、美国佛罗里达大学、美国斯坦福大学胡佛研究所、浦东改革与发展研究院、中国现代国际关系研究院、《国际经济评论》杂志社等 40 多家单位的近 100 位国内外从事中美经济研究的专家学者出席了此次会议。

本次会议主要围绕“美国金融危机与中美经贸关系”这一主题展开,就美国金融危机与中美金融合作,奥巴马政府经济政策及美国经济走势,中美经贸关系的新动向和新问题,中美在能源、环境、气候等领域的合作等问题进行了深入研讨,并经过大会的主题讨论和分组交流,学者们提出了许多颇有见地的观点与建设性的对策建议。

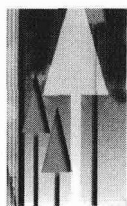
目前,全球金融危机的影响仍在持续,并引起诸多变化:此次危机提高了发展中国家在国际事务中的话语权;随着中国经济力量不断上升,中国对世界经济的影响力也不断增强;在新周期中新能源和低碳产业将是经济发展的主要动力,也为中美两国之间的合作开辟新的领域。

本次会议共收到参会论文 73 篇,通过精心筛选收录了 52 篇研究成果编辑成册,奉献给广大关心中美经济研究的读者。本书的出版是中国美国经济学会与上海浦东美国经济研究中心、武汉大学美国加拿大经济研究所继续合作的成果。同时,本书的出版要感谢上海浦东美国经济研究中心的资助和上海社会科学院的大力支持。因时间仓促和编者能力有限,书中难免出现一定的差错与不足,敬请各位同仁指教!

中国美国经济学会会长
武汉大学美加经济研究所所长

陈继勇 教授

2010 年 5 月于武昌珞珈山



目 录

序 /001

第一编 美国金融危机原因探析

李长久：美国爆发金融危机的原因、影响和启示 /003

张 震：投资银行模式与过度证券化

——美国次贷危机的制度解读 /010

朱小梅 刘光远：美国金融危机的深层次原因

——基于对国际货币体系缺陷的思考 /019

王孜弘：次贷危机根源与政府角色偏差 /026

杜邢晔：评级机构对次贷危机的影响 /039

罗振兴：经济周期与美国次贷危机 /052

黄国妍：美国货币政策超调与金融危机 /075

项卫星 刘晓鑫：美元本位制的问题及其可持续性 /083

第二编 金融危机下的奥巴马政府经济政策走向

章嘉琳：美国政府的救市措施及经济前景 /097

陈宝森：奥巴马政府经济政策和美国经济走势 /104

戴伦彰 章 赟：美国金融危机、救市政策的制度透视与后危机时代的制度展望 /110

何伟文：美国经济形势回顾与展望 /169

李 卓：关于美国金融救市计划的随机控制分析

——兼论救市计划的经济最优性与政治可行性的对立统一 /184

张茂荣 王 力：美国经济政策和经济结构演变的新趋势及对中国的影响 /194

王国兴 马 鸿:美国新政府的经济和技术政策 /202

宋玉华 叶绮娜:美国金融监管改革及其面临的挑战 /224

杨丽花 马相东:美国经济危机与奥巴马政府经济政策

——基于米切尔经济周期理论的探讨 /234

第三编 金融危机下的中美经贸、金融新动向

马红霞 孙国华:美国金融危机国际传染机制的新特点与干预对策 /247

黄梅波 熊爱宗:美国金融危机对东亚金融体系的传染效应

——以股票市场为例 /261

肖 德 杜雪飞:金融危机下中国对外经济战略调整 /271

孙茂辉:金融危机下的中美经贸关系 /282

顾小存:中美经贸关系面临的新挑战与应对 /288

方 颖 全 毅:金融危机下中美贸易模式的转变 /297

徐耀良:新形势下中美经贸关系的新动向和新问题 /309

李坤望 王孝松 谢申祥:奥巴马内阁、党派性与中美贸易发展走势 /313

刘迪玲 柴 晔 何 超 周健悦:中美经贸合作新动向和中国对策 /324

赵春明 魏 浩:美国金融危机影响中国外贸出口的传导机制与政策建议 /347

马文秀:中美贸易不平衡的产业结构因素 /359

彭斯达 柳 叶:美国金融危机对中国国际收支的影响 /372

湛柏明 刘茂红:金融危机对美国进口中国商品的行业影响及因素分析 /383

肖卫国 赵 阳:美国对华直接投资与中美贸易变动的实证分析 /399

齐俊妍 刘 静:金融危机背景下中国出口退税政策的调整及效果评价 /407

宣文俊:美国金融危机与国际货币体系改革研究 /417

路 妍:美国金融危机与中美金融监管合作研究 /426

宏 结:美国涉华保障措施的政治经济学分析 /439

陈汉林 孔令香:美国对华反倾销出口转移效应的案例分析及启示 /451

何伟文:轮胎特保:美国针对中国的贸易保护主义浪潮刚刚开始 /460

林 玲 段世德:基于贸易的技术溢出对中美贸易利益分配的影响 /467

胡 艺 陈继勇:基于新评价标准的中美经济增长质量比较研究 /478

第四编 中美在能源、环境、气候等领域的合作

- 刘运顶：美国能源供求的路径依赖及变革方向 /493
- 余群芝：中美能源与环境合作的特点 /507
- 尹显萍 唐 黎：从国际贸易的角度透视能源与环境问题 /516
- 赵行姝：美国气候变化政策及其影响因素 /524
- 周茂荣 石红莲：低碳经济时代中美气候变化与能源领域的合作 /534

第五编 相关经济与金融问题分析

- 窦菲菲：金融危机背景下对政府作用的再思考 /545
- 孙长华 戴伦彰 靳玉英：全球金融危机中各国应对措施的比较研究 /551
- 马先仙：美国汇率政策中的美元因素分析 /570
- 李 巍 张志超：不同类型对外投资的经济及金融风险分析 /578
- 张 彬 吴云雁：试析产业转移对美元国际循环的影响 /595
- 刘继森 颜雯晶：产业资本与金融资本博弈背景下的企业经济安全研究 /608
- 杜 莉 谢 皓：中美高技术产品产业内贸易水平及其国际比较 /615
- 周文贵 周骏宇：对 Chimerica 的理性思考 /625

第一编

美国金融危机原因探析

美国爆发金融危机的原因、影响和启示

李长久*

一、爆发严重金融危机的深层原因

美国自 20 世纪 30 年代大危机爆发以来又一次严重金融危机的深层原因是什么? 迄今仍众说纷纭, 其中主要有以下三种看法:

第一种看法认为, 美英模式是造成这次金融危机的祸根。法国和德国近来不断强调, “市场自由”的美英模式(“盎格鲁—撒克逊模式”)资本主义是造成金融危机的祸根^①。2008 年 9 月 25 日, 法国总统萨科齐在一次会议上指出, 这场金融风暴并非单纯源于美国次贷危机, 其根源更深, “对冲基金”之类以套利为主要目的的资本出现, 这类基金的操控者将资本主义股票市场引入纯粹的投机歧途而无法自拔。他指出, 目前的金融危机表明“金融资本主义的终结”, 那种认为“市场万能、不需要任何规则和政府干预”的观点是“疯狂”的, 市场经济应该有所规范。

第二种看法认为, 这次金融危机是资本主义基本矛盾不断深化的结果。2009 年 2 月 11 日, 在由中国社会科学院世界社会主义研究中心、马克思主义研究院和世界历史研究所等单位主办的“《资本论》《帝国主义论》与当前西方金融危机学术研讨会”上, 与会 150 多位专家学者深入分析了当前西方金融危机产生的深层次根源, 指出, 这场危机的爆发是资本主义经济发展进入一个新阶段后基本矛盾不断深化和集中爆发的结果^②。

第三种看法认为, 这次金融危机产生的根源在于信托责任的沦丧, 其背后甚至隐藏着美国的战略意图。经济学家郎咸平在其新著《谁都逃不掉的金融危机》一书中指出, 这次金融危机产生的根源在于资本主义的灵魂——信托责任的沦丧。大连理工大学城市学院孙开焕

* 李长久: 新华社世界研究中心研究员。

① 《G20 峰会各国分歧明显 美受中欧夹击》,《朝鲜日报》2009 年 4 月 2 日。

② 王婷:《〈资本论〉、〈帝国主义论〉与当前西方金融危机学术研讨会召开》,《社会科学报》2009 年 2 月 19 日。

认为,唯利是图、放松监管、法制缺失等是造成这次历史罕见的金融危机的原因之一。不过,相对于这些原因,或许还隐藏着美国政府令人不易察觉的战略意图在里面。既然金融危机给全球经济造成这么大的损失,那么,正如郎咸平书中所质疑的,美国政府为什么不救雷曼兄弟,从而制止一场蔓延全球的金融危机?因此,导致这次金融危机的始作俑者或许有其巨大的利益隐藏其中,这就是“利用这一场次贷危机的导火索,转嫁国内经济出现的问题,必然导致全球金融市场出现动荡”^①。

美国是世界上最大的经济体、最大的市场和对外投资最多的国家。因此,美国的承受能力和应变能力最强,不管是否有战略意图,美国往往通过调整利率、汇率、投资和贸易政策,从全球获取超额利润和转嫁危机。大多数国家经济不仅难以与美国经济“脱钩”,而且遭到 的伤害往往重于美国。北京大学教授迈克尔·佩蒂斯指出:“最近,中国制造业产量锐减,全球脱钩理论似乎寿终正寝,这是理所当然的。所谓发展中国家已经变得不太依赖美国经济状况因而不受美国经济危机影响的说法是基于拙劣的分析和一厢情愿的妄想。实际上,这次危机的第一阶段主要涉及贸易逆差国家,包括许多富国。到了第二阶段,危机会转向贸易顺差国家,其中大多是发展中国家。”^②英国《金融时报》2008年10月22日刊登该报首席经济评论员马丁·沃尔夫题为《“脱钩论”已到梦醒时分》的文章指出:“美国仍然具有令全球经济陷入混乱的能力,至少从20世纪20年代起,它就具备了这种能力。因此,高收入国家去杠杆化和新兴经济体经济增长势头之间的角力,最终将以前者取得决定性胜利而告终。”他认为:“新兴经济体不会‘脱钩’。这并不令人惊讶,按市价计算,美国和欧盟占全球产出的54%,再加上日本,它们所占的比例高达62%。这些国家经济增速大幅放慢,必将给世界其他地区经济发展造成巨大的影响。”

中国国际经济关系学会常务理事谭雅玲2009年4月1日在《环球时报》发表文章认为,金融危机蔓延至今,“美国受了轻伤,欧洲受了重伤,中国受了内伤”。据国际清算银行统计,截至2007年第三季度,全球金融衍生产品市值已高达681万亿美元,其中半数在美国,半数在欧洲。据纽约大学经济学教授鲁比尼估计,源自美国的信贷资产损失可能达到3.6万亿美元,其中半数损失将落到海外。美国绍罗什基金管理公司董事长绍罗什指出:在过去几十年里,全球金融体系一直为美国和所谓的“华盛顿共识”所主导。在谈到这次金融危机的影响时,他指出:“危机清楚地表明,现行金融体制多么不公平,危机发源于美国,却由边缘国家挑起大部分负担。”

国际金融危机对全球实体经济的冲击日益显现。所有转轨和发展中国家无一幸免。所

① 孙开焕:《对国际金融危机产生根源的再思考》,《上海证券报》2009年3月2日。

② 迈克尔·佩蒂斯,随着产量下降,亚洲面临艰难的2009年,《金融时报》2008年12月15日。

谓“金砖四国”经济增速都将放慢。国际金融危机给中国带来了前所未有的困难和挑战。中国虽然保持较高经济增长水平,但经济下行压力明显加大,进出口继续下滑,工业生产明显放缓,部分企业生产经营困难,就业难度加大,2009年将是进入21世纪以来中国经济发展最困难的一年。

国际金融危机和经济衰退导致世界贸易和跨国投资急剧萎缩。据世界贸易组织(WTO)统计和预测,1990~2006年,世界贸易增长率在6%以上,大大高于同期世界经济年均3%的增长水平,而2009年全球商品贸易将萎缩9%。据联合国贸发会议统计和预测,外国直接投资(FDI)在2008年减少21%的基础上将继续收缩,特别是流入新兴经济体的外资大幅减少。与此同时,全球失业人数大幅增加。到2008年底,全球失业总人数已超过2.1亿,2009年亚洲失业人数将超过1.13亿,2010年经合组织30个国家的失业率将接近甚至达到两位数。全球已有10亿人正在挨饿,粮食危机远未解决。社会稳定面临巨大挑战。

二、美国金融危机带来的教训和启示

这次美国金融危机波及范围之广、影响程度之深、冲击强度之大,为20世纪30年代大危机以来所罕见,教训与启示很多。要防止类似悲剧重演,各国和国际社会要妥善处理以下四大关系。

(一) 市场机制与政府干预要相辅相成

英国著名经济学家亚当·斯密1759年出版的《道德情操论》中反复强调,追求自我利益的人常常被“一只看不见的手”牵着走,最终促进了全社会的利益。他在1776年出版的《国富论》一书中强调了制度的作用,认为制度可促使因盲目服从感情而可能发生的混乱得到控制,而这种制度就是竞争和分工。亚当·斯密主张自由放任,反对政府干预。美国共和党自1861年执政后基本上实行这种政策,直到1929年爆发大危机。

1933年,民主党人罗斯福入主白宫后实施“新政”,加强了政府对经济社会发展的干预,在资本主义世界率先使市场机制(“无形的手”)与政府干预(“有形的手”)相辅相成。1936年,英国著名经济学家凯恩斯发表《就业、利息和货币通论》,主张由政府实行旨在刺激总需求的宏观财政和货币政策,以达到充分就业、缓解经济危机。罗斯福的实践与凯恩斯理论相结合形成的有宏观调控的市场经济,几乎被所有资本主义国家接受,直至20世纪80年代初。1981年共和党人里根担任美国总统后再次实行“更少的政府干预”政策,特别是21世纪初以来的8年间,在金融衍生产品层出不穷、规模恶性膨胀的过程中,布什政府没有相应加强宏观监管,终于爆发了次贷危机和金融危机。

2009年1月,民主党人奥巴马入主白宫,标志着美国开启了自罗斯福和里根以来的第三次大变革。奥巴马1月20日在就职演讲中指出:“我们今天提出的问题不是我们的政府太大还是太小,而是它是否行之有效……我们提出的问题也不在于市场力量是替天行道还是为虎作伥。市场在生成财富和传播自由方面具有无与伦比的力量。但这场危机提醒我们,没有严格的监管,市场就会失控——如果一个国家仅仅施惠于富裕者,其富裕便不能持久。我们的经济成就从来不是仅仅依赖国内总产值的规模,而是还依赖繁荣的普及,即为每一位愿意致富的人提供机会的能力——不是通过施舍——因为这才是最可靠的共同富裕之路。”奥巴马不仅实行了美国历史上最大规模的经济刺激计划,而且提出要加强对整个金融领域进行全面严格监管和调控。但是,美国以及其他国家经济发展史表明,政府干预与市场机制要相辅相成、各尽其职,要防止从“市场至上”走向“政府包办”。

(二) 虚拟经济与实体经济要协调发展

实体经济是指物质产品、精神产品的生产、销售及提供相关服务的经济活动;虚拟经济是相对于实体经济的经济活动,是指银行信用、有价证券、产权、物权及各种金融衍生品等虚拟资本的持有和交易活动,具有高流动性、高风险性和高投机性特征^①。

据统计,美国实体经济创造的GDP所占比重,已经从1950年的61.7%降至2007年的33.99%,其中制造业在美国GDP中所占比重,已经从27%降至11.7%。进入21世纪以来,虚拟经济主要是金融衍生产品市场急剧扩大。据IMF统计,全球金融衍生产品市值已从2000年12月的94万亿美元增加到2006年12月的414.6万亿美元。据英国《经济学家》杂志统计,截至2008年12月29日,全球股市平均下跌44.7%,其中,新兴市场股指下跌55.2%,发达国家股指下跌43.3%,全球股市蒸发29.1万亿美元,相当于世界GDP的47%。亚洲开发银行发表的一项报告指出,2008年全球金融资产缩水超过50万亿美元,相当于全球一年的经济产出,其中亚洲(不含日本)金融资产损失达96250亿美元,相当于该地区GDP的109%。亚行的统计包括股票市场价值下跌、抵押贷款以及其他资产担保的债券价值缩水。以美元计价的资产损失中,约1/5是由很多货币对美元汇率贬值造成的。

无论经济社会发展到什么阶段和水平,人类都离不开衣食住行,因此,实体经济总是实体经济的基础。澳大利亚一位汽车专家认为:“如果印度的汽车拥有率达到西方的水平,即每1000人拥有700辆汽车,那么,地球上的汽车数量将增加一倍,从目前的约9亿辆增至18亿辆。还有中国肯定将发展汽车业和增加汽车拥有量。怎么办呢?就是发展新能源。生物技术、节能和新能源技术与相关产业是21世纪人类最具潜力的技术和产业,日益成熟的生

^① 杨琳:《从几次金融危机看虚拟经济与实体经济关系》,《中国金融》2009(第5)。

物技术和新能源技术以及相关产业将给人类生活带来巨大变化。在发展生物技术和新能源技术、逐步形成强大绿色产业并迈向绿色经济时代,美国仍有优势,在新的经济领域,各国之间没有硝烟的战争——经济竞争——将更加激烈。”^①

虚拟经济源于实体经济,虚拟经济健康发展能够有力地推动实体经济持续发展。如果虚拟经济严重脱离实体经济而恶性膨胀,很可能引发股市、房市乃至金融泡沫甚至爆发金融危机,从而对实体经济造成巨大破坏。世界近现代经济史表明,虚拟经济与实体经济协调发展,才能保障整体经济持续健康运行。

(三) 社会收入分配和税收政策要有利于缩小贫富差距

美国历史上两次社会收入分配和税收政策大调整,都导致贫富差距发生重大变化。2008年,美国著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者克鲁格曼研究发现,20世纪20年代之前,共和党执政期间实行有利于富人的税收政策,当时的所得税最高税率仅为24%,政府对最大的地产所征收的遗产税也不过20%。这种税收体制大大加剧了美国社会的不平等。

1933年3月4日,民主党人罗斯福入主白宫后实行“新政”,在其第一任期内,美国所得税最高税率升至63%,在其第二任期内升到79%,到20世纪50年代中期高达91%,政府对企业征收的联邦税平均税率,从1929年的不到14%提高到1955年的45%以上。“新政”实施后,美国普通家庭年收入从2.2万美元增加到4.4万美元。克鲁格曼的评价是,“新政”政策的实施使美国收入均衡保持30多年,“而平等的时代也是空前繁荣的时代”。

1981年共和党人里根担任总统后,立即大幅度调低最高税率,他执政8年里,把公司所得税最高税率从46%降至34%,把个人所得税最高税率从50%降至28%,被称为“劫贫济富”的政策。与此同时,里根听任大公司垄断牟取超额利润和高管们获取超高报酬。美国《纽约时报》提供的数据显示,2000年,美国家庭中将近20%没有净资产,最底层40%家庭的资产仅占美国家庭资产总额的0.2%,而1%的最富家庭却拥有美国家庭资产总额的40%。在全球上千富豪中,美国占45%。2007年美国400多名富豪中有半数华尔街金融衍生工具操纵者。美国《商业周刊》公布的高管们与普通职工的收入差距显示,1990年公司首席执行官平均报酬是普通员工的84倍,1999年扩大为416倍。克鲁格曼在其新著《美国怎么了:一个自由主义者的良知》一书中指出:“这已不仅仅是社会平等问题,而是美国曾经的一个基本信念和道义——老板收入大大超过普通员工不利于士气——的崩塌。”^②

美国一些大财团、大公司经营亏损陷入危机后,在得到纳税人的钱拯救的同时,继续发

^① 布伦丹·奥尼尔,西方“生态帝国主义”兴起,卫报网站(英国)2009年3月24日。

^② 里克·克鲁格曼和美国人的“伤疤”,《瞭望东方周刊》2008年11月13日。

放巨额奖金,引起美国人的愤怒。奥巴马 2009 年 3 月 16 日指出:“这不只是奖金问题,而是基本价值观问题。”他指令财长盖特纳“寻求所有法律途径”阻止这一“鲁莽而贪婪”的行为。美国芝加哥研究生商学院研究企业家精神的津加莱斯教授提出质疑:“难道我们希望生活在利润私人化、损失社会化,并用纳税人的钱来支撑经营失败的公司的制度里吗?”奥巴马表示,政府将实行惠及 95% 美国人的减税和其他福利政策,并对年收入超过 25 万美元的富人征税。美国财政赤字急剧增加,又将遭到特殊利益集团的抵制,奥巴马政府要缩小收入差距、率领美国人走上“共同富裕之路”,将面临重重困难和严峻挑战。

美国历史上社会收入分配和税收政策变化及其影响的经验教训,值得我们认真研究,并引以为戒。我们也要吸取其他国家的经验,改进我国的社会收入分配和税收政策,缩小贫富差距,使经济发展成果惠及全国人民。

(四) 加强合作与协调发展

2009 年 4 月 2 日在伦敦举行的 20 国集团(G20)金融峰会就全球应对金融危机和推动世界经济恢复增长提出了不少有力措施,达成多项共识,取得了积极务实的成果,向国际社会发出了积极信号。奥巴马表示,此次峰会具有历史意义,是实现世界经济复苏的转折点。英国《每日电讯报》4 月 3 日以“绝处求生”描述 20 国集团领导人所达成的“伦敦共识”对全球经济所产生的意义。多名 G20 领导人认为,“伦敦共识”可以取代 1989 年美国经济学家约翰·威廉姆斯提出的“华盛顿共识”。新加坡《联合早报》网站 4 月 3 日发表文章认为:世界新秩序从伦敦峰会开始^①。

伦敦峰会达成的共识包括:为 IMF 和世界银行等多边金融机构提供总额 1.1 万亿美元资金,其中 IMF 资金规模将由 2500 亿美元增至 7500 亿美元,以帮助陷入困境的国家。与此同时,IMF 将增发 2500 亿美元特别提款权分配给各成员,以增强流动性,并向发展中国家倾斜。为促进贸易以推动全球经济复苏,G20 领导人同意在未来两年内提供 2500 亿美元用于贸易融资。此外,G20 领导人还将为区域性的多边发展银行提供至少 1000 亿美元贷款支持,用于帮助发展中穷国。

伦敦金融峰会还为推动国际金融改革迈出了坚实的一大步。G20 领导人一致认为,有必要对所有具有系统性影响的金融机构、金融产品和金融市场实施监管和监督,并首次把对冲基金置于金融监管之下。信用评级机构和企业高管薪酬也被列入监管之列。与会领导人同意对拒不合作的“避税天堂”采取行动,并准备实施制裁。有关会计准则和金融企业资本金要求均有待完善。IMF 和世界银行将实施改革并赋予新兴经济体和发展中国家更大的发

^① 杜平:《世界新秩序从伦敦峰会》,联合早报网站 2009 年 4 月 3 日。

言权,包括在负责人选任问题上打破美欧分别把持的局面,改为任人唯贤。英国首相布朗承认,应对当前的危机没有“速效药”,重要的是各国能够携起手来。奥巴马也表示,伦敦峰会拿出的一系列举措是否足够,人们将拭目以待。

G20 人口占世界人口的 $\frac{2}{3}$, GDP 占 85%, 贸易占 75%。中国国家主席胡锦涛出席这次峰会并发表了重要讲话,他指出:“只要我们增强信心,携手合作,就一定能克服这场国际金融危机的严峻挑战,创造更加美好的未来。”

投资银行模式与过度证券化

——美国次贷危机的制度解读

张 震*

一、问题的提出

起始于 2007 年 8 月的美国次贷危机,经过一年多的深化,于 2008 年 9 月以后演化成一场全球金融危机。乔治·索罗斯评价说:“我们正处于 20 世纪 30 年代以来最严重的金融危机中。”国内外学者从多角度对美国次贷危机的成因展开了广泛的探讨,得出了各种结论。主要的解释大致有“贪欲说”、“货币政策失误说”、“流动性过剩说”、“市场失灵说”、“过度金融创新说”、“金融监管不力说”、“过度负债说”、“经济结构失衡说”、“经济周期说”、“全球经济失衡说”和“会计标准不当说”等 10 多种,而且大多解释都可以找到实践面的佐证。但是,笔者认为上述分析并没有完全有效地揭示次贷危机的真实成因。在此次次贷危机中,有两个现象尤其值得关注:第一,此次危机彻底改变了美国投资银行业原有的版图^①,而新的结构正在形成之中,但仍然具有不确定性。第二,在 2007 年 8 月以后的次贷危机中,大批金融机构破产倒闭,但大多数发放次贷的金融机构却没有陷入此厄运之中。表 1 中列出的 9 大次贷投放机构,2006 年占美国次贷市场份额超过了 50%,但在此轮危机的破产金融机构中,除新世纪金融公司(New Century Financial Corp.)和华盛顿互惠公司(Washington Mutual)榜上有名外,其他各家均未进入破产程序。与此相比,2007 年的 20 大破产金融机构和 2008 年 20 大破产金融机构中绝大多数都并不从事次贷的投放业务。因此,本文力图解读这两个现象,并提出笔者对于美国次贷危机真实成因的猜想。

* 张震:上海师范大学金融学院副教授。

① 传统的五大投行,雷曼兄弟破产,美林和贝尔斯登被收购,高盛和摩根士丹利转型为银行控股公司,大部分投资银行则固守传统业务模式,比较具有代表性的有 R. 詹姆斯、杰佛瑞、格林、K. B. 伍德和 P. 杰佛。