

中美 经济博弈

The Economic Game
Between
China and the United States

肖炼 著



中国财政经济出版社

中美经济博弈

肖 炼 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

中美经济博弈/肖炼著. —北京: 中国财政经济出版社, 2011. 6

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2893 - 8

I. ①中… II. ①肖… III. ①对外经济关系: 中美关系 - 研究 IV. ①
F125.571.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 090807 号

责任编辑: 张晓彪

责任校对: 徐艳丽

封面设计: 陈 瑶

版式设计: 兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码: 100142

发行处电话: 88190406 财经书店电话: 64033436

北京富生印刷厂印刷 各地新华书店经销

787×960 毫米 16 开 4 插页 18.25 印张 322 000 字

2011 年 6 月第 1 版 2011 年 6 月北京第 1 次印刷

印数: 1 - 4 000 定价: 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5095 - 2893 - 8/F · 2456

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

本社质量投诉电话: 010 - 88190744



序

2008年以来，我在北京大学和中央部委讲授金融危机及中美经济问题。此时，正值美国金融危机爆发和蔓延，它对全球经济，包括对中国经济造成重大的影响。学员们对美国经济、中国经济、中美关系的热点问题非常感兴趣。为满足广大学员的需求，我的讲课内容也“与时俱进”，先后涉及“美国金融危机的发展趋势及对中国的影响”、“后危机时期的中美关系：热点问题分析”、“量化宽松货币政策对世界经济和中国的影响”等热点问题。每次授课后都有学员要求获得讲稿，由于有些讲课内容涉及敏感的问题，不便于公开发表，同时，有些内容与时事非常贴近，难以及时形成文字材料。根据我的好友林骏伦博士的提议，我将近年来研究美国经济和中美经济关系的部分成果，会同在北京大学和各部委机关授课的内容做一个梳理，形成目前的这本书《中美经济博弈》。

全书包括17个专题。

第一个专题，“美国‘次贷’危机的原因及发展趋势”，是对金融危机爆发原因的理论和实际原因考察，以及对危机演变趋势的研判。美国“次级贷款”危机是美国金融危机的导火索，美国国内关于“次贷危机”原因存在不同观点，其中最典型的观点是将“次贷危机”原因推卸给国外，认为中国储蓄率过高及中国政府操控人民币汇率是造成美国金融危机的重要原因，这也为随后的中美经济博弈及所谓“货币战”埋下伏笔。面对史无前例的国际金融危机，美国政府推出了“刺激经济法案”，包括减免税、放松金融信贷、发债救市、成立国有资产管理公司、对“两房”（房利美和房地美）采取金融拯救行动、对美国国际集团（AIG）采取金融拯救行动、对美国大公司采取金融拯救行动、加强对银行金融机构的监管、寻求国际援助等政策举措，防止银行大规模破产，美联储成为全球银行业“最后贷款人”。美国金融危机导致全球经济格局重新洗牌重新组合，“美国做坏事，世界买单”，国际金融机构被边缘化，美国金融超级大国地位削弱，全球金融体系

将转向多极化。

第二个专题，“缺乏充分就业的经济复苏将不可持续”，指出失业率高企不下是制约美国经济复苏的最大问题之一。美国经济陷入“高失业率—内需不足—实体经济萎缩—银行金融业收缩—通货紧缩—经济衰退—失业率增加”的怪圈。当前全球经济复苏应当尽量避免这种怪圈或恶性循环。同时，还要尽量避免另一种怪圈或恶性循环：“救市”资金投入—房市和股市—资产价格上升—通货膨胀—生活水平下降（变相失业）。

第三个专题，“美国‘不良资产救助计划’（TARP）分析”，着重分析布什政府应对金融危机的货币政策与财政政策。TARP 下辖 8 个项目。由布什和奥巴马两届政府使用，主要用于收购银行、保险公司等金融机构的不良资产及实体经济（如救助通用汽车业等）。美国大规模的救援和政府干预会留下巨大的“后遗症”：首先，TARP 导致美联储巨额资产负债，美联储资产负债增加了 1 倍以上，规模已超过 2 万亿美元以上。其次，TARP 并没有完全解决银行系统的呆账问题。再次，TARP 使美联储的功能发生变化，从降低资金成本转化为信贷提供者。最后，TARP 对帮助美国走出金融危机起到积极作用，但它不能完全根除美国金融危机的病根。

第四个专题，“量化宽松货币政策对中国经济的影响”，着重探讨奥巴马政府继布什政府救市政策之后所采取的两次量化宽松货币政策（QE1 和 QE2），及其对美国经济、世界（包括中国）经济的影响。由于第一次量化宽松的货币政策（QE1）效果不理想，美联储于 2010 年 11 月推出第二次量化宽松的货币政策（QE2）。量化宽松货币政策对美国的好处在于：（1）压低资本价格，降低借款成本；（2）提升股票市场价格，以利于美国家庭“套现”增加消费支出；（3）过低的资本价格有利于美国增加企业投资，刺激经济增长和扩大就业；（4）导致美元贬值将有利于降低美国出口产品价格，扩大出口；（5）美元贬值将有利于美国降低还债成本；（6）美国跨国公司利用 QE2 造成的宽松流动性优势，分享新兴市场国家较高增长速度的经济成果，将其丰厚的利润汇回美国母公司。但是，量化宽松政策加剧美国资本外流，造成全球流动性泛滥。一方面，新增的流动性不会迅速进入实体经济变为资产，而是流入金融机构和海外，催生新的资产泡沫，导致大宗商品价格的上涨，转化为发展中国家的输入型通胀。另一方面，全球各经济体之间出现一条越来越大的鸿沟，一边是美国因通货紧缩而制造流动性，另一

边则是诸多新兴经济体和大宗商品出产国由于制造流动性过剩而引发的通货膨胀。美国量化宽松货币政策是以牺牲世界其他国家的利益而获取对自己的好处，这将给世界包括中国经济带来极大的风险，对中国宏观经济形势、经济发展方式、进出口模式、对外直接投资模式、建立和谐社会构成巨大挑战。

第五个专题，“美联储经济刺激政策（货币政策）‘退出计划’分析”，分析具有一定超前性，由于美国刺激经济计划执行效果不佳，其“退出计划”实际上尚未推行，但为研究美联储未来的政策走向提供参考。总体上来讲，美联储未来实行“退出政策”的手段主要有三种：（1）提高银行存款保证金利率；（2）减少对银行和非银行机构的贷款；（3）减少对银行储蓄供应量。同时，联邦公开市场委员会将采取任何必要的手段以达到其充分就业和物价稳定的双重目标。

第六个专题，“债转股是化解国债危机的办法之一”，是本人关于中国对外经济发展战略及外汇储备结构的建议，受到美国前总统克林顿的回应。坊间对此有一些批评和议论，我建议感兴趣的同仁可读一读这个专题，可能会得出比较客观的判断。我提出所谓“债转股”，基于两个基本判断：第一，美国道琼斯工业平均价格指数处于历史低位 6000 点；第二，此时是最佳“债转股”时期（目前已经错过这个最佳时期）。我提出的“债转股”设想与克林顿接受我的设想存在的区别在于：（1）我提出把中国持有的美国国债转化为美国股票（或股票指数），克林顿提议将中国持有的美国国债转化为美国实业（这有一定的参考价值）；（2）如果采纳克林顿对我“债转股”设想的反馈意见，必须研究具体操作“债转股”时存在的包括政治风险、法律风险、商业风险、经营管理风险在内的各种不可确定的风险。

第七个专题，“奥巴马访华目的：重新定位美国对亚洲的政策以及中国地位”，谈奥巴马访华的目的及意义。可惜，奥巴马访华的言行与其访华后的做法南辕北辙。奥巴马访华时与中国共同发表的“中美联合声明”指出：（1）“美中合作共同应对全球经济危机”，美国中期选举前后在人民币汇率问题上对中国施压，两国“货币战”一触即发；（2）“美中合作共同应对全球气候变化”，但 2009 年底两国在“哥本哈根全球气候变化大会”上“唇枪舌剑”，致使大会以“失败”告终；（3）“美中合作共同处理亚洲地区冲突”，但 2010 年下半年两国在南海、朝鲜半岛危机等问题上“剑拔弩张”。

种种迹象表明，美国对华战略及政策发生了重大调整，中国似乎对这种战略及政策调整没有做好充分的准备和有效的对策，一场新的“中美博弈”在所谓“中国崛起”的噪声中从幕后转向台前。

第八个专题，“全球经济危机与中美关系的发展趋势”，是作者在搜狐网和宣讲家网共同主办的《第一时评》节目与全国网民在线交流实录。我的基本观点是：中美经济关系是中美关系的基石（美国人称“压仓石”），无论中美关系顺利发展还是面临困难，中美双边的贸易额是在扩大的。美国需要中国的市场，中国需要美国的技术，合作互利。美国和中国是世界经济的两大引擎。中国希望与美国“同舟共济”，而美国对中国却“同床异梦”。当美国对华“遏制派”占上风时，中美关系便处于困难，当美国对华“接触派”占上风时，中美关系就发展顺利。没有永恒的敌人，也没有永恒的朋友，只有永恒的利益。关键是要把自己的事情办好，国富民强，让美国有求于你，中美关系就好办。中美关系你中有我，我中有你。船翻了对谁都没有好处。中美合则双赢，斗则皆败。同时，我分析了“战略经济对话”和“战略与经济对话”的区别：（1）“战略经济对话”——强调经济问题；“战略与经济对话”——除经济问题外，中美还讨论政治、外交、军事等双边和全球的战略问题。（2）“战略与经济对话”的组织机构由美国财政部主持转向由国务院和财政部共同主持。希拉里有从财政部夺权的味道。（3）“战略与经济对话”的级别可能由内阁成员上升为国家元首（副总统）。（4）“战略与经济对话”可能由此演化为 G2，分别与 G7、G20 对应——提升对话的战略层次及国际影响力。（5）欧洲、日本等都效仿“战略经济对话”，希望与中国建立类似中美对话的模式，如果“战略与经济对话”能够成行，将发挥更大的作用。2011 年 5 月 16 日从美国访问回来，就刚刚结束的第三次中美战略与经济对话与前两次对话的异同作一点新补充：第一次中美战略与经济对话是在全球经济最困难的时候召开的，中美双方强调的重点是每一方都要尽自己的力量去稳定全球经济。第二次中美战略与经济对话时，全球经济开始复苏，双方强调要坚定信心、全力支持经济复苏，重点是如何采取行动，保持全球经济持续复苏。第二次中美战略与经济对话重点是如何解决全球经济失衡问题，美国希望中国多消费，中国则希望美国多储蓄。第三次中美战略与经济对话的重点是继续保持前两次对话的结果，增加双边互信，缓和双边关系的紧张局面，使双边关系走上正确轨道。第三

次中美战略与经济对话触及对话的结构和组织问题，战略对话以前分为两个轨道——经济轨道和战略轨道，第三次中美战略与经济对话把战略安全轨道放入，实际上就成了三个轨道。

第九个专题，“未来十年中美关系发展趋势”，是回答新华社记者专访，侧重于美国的经济战略转变及对中国的借鉴意义、中美经贸合作、中美双边及多边关系处理等内容。我认为，国际格局在发生重大变化，中国要充分利用美国与各国的矛盾关系，团结大多数国家，不要当头。充分贯彻邓小平的“韬光养晦、有所作为”的方针。在外交工作中，核心利益不能妥协，其他方面可以有技巧性和灵活性。

第十个专题，“后危机时期的中美关系：热点问题分析”，讨论了中美在“人民币汇率”、“贸易平衡”、“气候变化”、“知识产权”等问题方面的博弈。在汇率问题上，人民币汇率迟早要走国际化道路，使人民币在国际金融中的货币地位与中国在经济中的实力相匹配，使人民币在贸易、投资、储备等方面的功能有所体现。人民币国际化急不得，也等不得。要解决经常项目和资本项目可兑换问题，要规划上海国际金融中心建设问题；要解决中国在IMF和WB中的地位问题；要解决人民币在SDR（特别提款权）中的地位问题。在贸易平衡问题上，中美贸易不平衡是结构性的，并不是中国刻意追求。美国在海外直接投资（FDI）所带来的间接贸易额是美国直接商品贸易实现贸易额的两倍，从这个角度讲，美国是世界上最大的贸易顺差国，也是世界上最大的货币操纵国。在应对气候变化问题上，中美分歧的焦点在于：中国坚持发展中国家以《联合国气候变化框架公约》和《京都议定书》双轨谈判，而美国坚持发达国家将双轨合并为一轨道，另起炉灶，不承担发达国家过多排放二氧化碳的历史责任。在知识产权问题上，中美应该遵循下述原则：一是处理好维护国家利益和承担国际义务的关系，在维护国家主权和做“负责任的大国”之间保持平衡；二是处理好知识产权保护（垄断）与市场竞争的关系，在促进技术创新与保持市场竞争之间保持平衡；三是处理好知识产权保护（垄断）与社会公共利益之间的关系，在知识产权创造者的利益和社会公共利益之间保持平衡，即知识产权保护的边际总成本等于社会边际总收益。

第十一个专题，“第二次中美战略经济对话：贸易逆差和知识产权”，提出中美之间应该从世界经济全局性、战略性、长期性、宏观性的高度来处

理双边问题，而非仅仅从局部性、战术性、短期性、微观性层面处理双边关系；努力贯彻执行 WTO 的基本原则，共同反对贸易保护主义；避免将双边经贸问题政治化，避免双边经贸问题被利用为政治选举的工具。

第十二个专题，“中美能源合作前景及对策：保证能源安全和应对全球气候变化”，是作者与美国能源部（U. S. Department of Energy）能源问题专家 Ehr Ping HuangFu（皇甫二平）合作的研究成果，其目的在于，努力找到新的方式，缓解中美两国的能源消费压力，减少双方误判，避免矛盾和冲突，增强互信与合作，最终达到双赢。

第十三个专题，“美国奥巴马新政府能源政策分析”，探讨朱棣文就任美国能源部长对未来中美能源合作可能产生的影响。（1）中美两国在能源合作的基点不会因美国政府的更迭而产生重大变化，两国在能源问题上的利益共同点大于分歧点。（2）两国在能源上游领域——传统能源贸易领域存在相互竞争和排他性，而在能源中、下游领域，在能源使用效率、清洁能源以及保护环境层面存在合作机会。（3）奥巴马政府贸易保护主义将会抬头，中美贸易摩擦和争端将会增加，从而影响中美在能源领域的合作。（4）中美两国在涉及碳排放量交易贸易方面的摩擦将会大大增加。

第十四个专题，“中美能源合作：机会还是挑战？”，提出奥巴马新政府上台后美国可能会重返《京都议定书》，但是从 2009 年失败的“哥本哈根全球气候变化大会”来看，奥巴马违背了他在竞选总统时的承诺，仍然继承布什政府拒绝加入《京都议定书》的政策，它将对我国“十二五规划”产生巨大的压力和挑战。

第十五个专题，“G20：大国博弈与中国预期”，阐明：（1）后危机时代国际格局的重新洗牌和组合；（2）明确中国世界格局重组中的“韬光养晦”定位，不要“越位”；（3）国际格局重组中的中美博弈。在这种博弈中，中国应该积极参与 G20 多边合作，承担与国力相符的经济责任和义务，谢绝与国力不相符的经济责任和义务；在西方 7 国集团内部美国与其他 6 国之间的利益协调方面，中国应该持“中立的态度”；在西方 7 国集团与非 7 国集团之间的利益协调方面，中国应该“不当头”；在与非 7 国集团之间的利益协调方面，中国应该“团结大多数”。

第十六个专题，“对中国同意援助国际货币基金组织 400 亿美元的经济分析”。2010 年国际货币基金组织（IMF）改革前一年，中国政府向国际货

币基金组织援助了 500 亿美元，作者分析了中国援助行动对全球国际金融体系的影响。同时，提出中国援助 IMF 应该与 IMF 成员国承认中国的市场经济地位挂钩，并作为中国援助 IMF 以缓解流动性短缺的必要条件。一方面否认中国的市场经济地位，另一方面却接受来自所谓“非市场经济国家”——中国的资金，既自相矛盾，也不利于建立新的国际金融体系。

第十七个专题，“中国政府需从战略高度与奥巴马打交道”，谈了四个观点：（1）奥巴马新政府上台不会改变美国对华总体战略；（2）中国政府对美政策应从“摸着石头过河”上升到战略高度；（3）美国金融经济危机为中国提供了战略机遇；（4）从战略高度与奥巴马打交道的建议。

本书的后半部分附了《踢开梯子——从历史的角度考察发展战略》，它由四章组成。第一章，绪论：富国是如何真正变富的；第二章，经济发展政策：历史视角下的工业、贸易和技术政策；第三章，体制与经济发展：“善政”之历史视角；第四章，对当前的教训。

《踢开梯子》是英籍韩裔学者张夏准（Ha - Joon Chang）的第一部专著，发表于 2002 年。2003 年、2004 年连续重印，并被翻译成土耳其语、西班牙语、保加利亚语和韩语。该著于 2003 年获得了由欧洲演进政治经济学会颁发的“迈达尔奖”，张夏准于 2005 年与哥伦比亚大学的理查德·纳尔逊共同获得了由塔夫茨大学授予的、对经济学思想作出开拓者贡献的“里昂惕夫奖”。上述学术成就证明，该著的基本观点不仅得到广大发展中国家的赞扬，同时也得到包括发达国家在内的有识之士的认同。

我们的中文版译稿是根据 2004 年英文重印本翻译的，2009 年又再版，可见受欢迎的程度。社会科学文献出版社在 2007 年第一版和 2009 年再版时用的中文书名为《富国陷阱——发达国家为何踢开梯子？》，我始终认为，“富国陷阱”没有完全准确表达作者张夏准的原意（对读者有误导），也不符合翻译要忠实于原意的准则。这次，利用《中美经济博弈》出版的机会，将“富国陷阱——发达国家为何踢开梯子？”还原于“踢开梯子——从历史的角度考察发展战略”。

根据我的好友林贻伦博士的另一建议，我把在 2007 年的译著《踢开梯子——从历史的角度考察发展战略》（Kicking Away the Ladder: Development Strategy in Historical Perspective）作为《中美经济博弈》的补充史料。

自从中国 1978 年实行改革开放政策以来，中国的经济和社会发生了巨

大的变化。尤其是 2001 年中国加入世界贸易组织（WTO）以来，中国经济与世界经济的联系更加紧密。应该看到，一方面，中国“入世”加快了中国经济与国际经济“接轨”的过程，促进了中国经济的迅速增长，提升了中国的综合竞争实力。尤其是经历史无前例的全球金融危机，中国在国际上的地位与日俱增。另一方面，也应该看到，在中国经济与世界经济“接轨”的过程中遇到种种挑战和压力，尤其是来自美国的挑战和压力，支付了巨大的成本。除中国以外，世界上许多发展中国家都面临类似中国所面临的挑战和压力，并且做出了巨大的牺牲和让步。在经济全球化的浪潮中，如何看待西方发达国家的所谓成功历史，如何看待以世界贸易组织、世界银行、国际货币基金组织为代表的国际金融组织的作用，如何看待这些组织以及对其进行幕后操纵的发达国家（尤其是美国）对发展中国家施加的种种压力，无论发达国家还是发展中国家对此都有截然不同的见解。

张夏准从世界历史发展的角度考察了发达国家是如何真正变富的，考察了发展中国家所承受的来自发达国家的巨大压力。他把发达国家现在正在向发展中国家所推荐的那些所谓“好政策”和“好制度”比做引导发展中国家“致富的梯子”，但是，大量世界经济的历史资料证明，这些“好政策”和“好制度”在其历史发展早期都是高度“不完善”的，其实这些“不完善”的政策和制度发达国家也没有很好地用过，甚至根本就没有使用过。用一句形象的话来说，就是“学习我所说的，而不是我所做的”。

“踢开梯子”的实质，是西方发达国家利用其控制和操纵世界经济的实力，在制定国际经济体系的规则上实行双重标准。一方面，西方发达国家口头上要求发展中国家采用那些他们从来没有为发展而使用过的“好政策”和“好制度”；另一方面，当发展中国家在某种程度上沿着发达国家设定的“致富的梯子”向上攀登时，尤其是发展中国家经济发展水平将要接近或达到发达国家的发展水平之前，发达国家就会制造各种借口“踢开梯子”（包括重新制定和修改不利于发展中国家经济发展的国际经济规则 and 标准），使发展中国家的经济发展水平永远也不可能达到发达国家现已达到的高度。

“踢开梯子”的危害在于，它将进一步导致世界经济体系新的不平衡，扩大世界经济体系中富国和穷国之间的差距，它将使人们对国际经济组织（包括 WTO、WB、IMF）制定的国际经济规则的公正性和权威性产生怀疑，激化发展中国家和发达国家在经济发展上的矛盾和冲突。凡此种种，都将不

利于世界经济的稳定、和谐、可持续发展。

纠正西方发达国家“踢开梯子”式损人利己做法的途径是，对现行的国际经济组织进行改革，使其不仅代表发达国家的利益，同时更要充分反映和代表发展中国家的利益。“致富的梯子”需要发展中国家和发达国家共同来建立，一旦“致富的梯子”被取得共识，就不允许任何国家或国家联盟随意“踢开”。

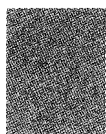
中国以及一些其他发展中国家经济发展所取得的成就，从另一个视角证明了张夏准博士在“踢开梯子”中所阐述的基本观点的正确性。如果全世界的发展中国家都能够从本国的具体实际出发，共同参与“致富的梯子”的建设，他们的经济发展就不会受他人的摆布。也许可以把这种成功的经验概括为：“学习他所做的，而不是他所说的”。

张夏准博士在联合国许多机构（包括联合国贸易和发展会议、联合国开发计划署、联合国工业发展组织、联合国社会发展研究所、联合国国际劳工局）、世界银行、亚洲发展银行中担任顾问，一些国家政府（英国、加拿大、日本和南非）也聘其为发展政策顾问。这些实践工作有助于他对发达国家及其所控制的国际经济组织做深刻的理性分析，使人们认清他们目前所鼓吹的所谓“好政策”和“好制度”的实质。

十分可贵的是，10年前，《踢开梯子》提出的许多观点，被当前美国金融危机乃至全球金融危机的事实所证实。因此，把《踢开梯子——从历史的角度考察发展战略》作为《中美经济博弈》的补充史料，以史为镜，考察当前世界上最大的发达国家——美国与世界上最大的发展中国家——中国之间不同的发展战略，可能会得出一些有益的启示。

肖 炼

2011年5月20日



目 录

1	美国“次贷”危机的原因及发展趋势	(1)
2	缺乏充分就业的经济复苏将不可持续	(28)
3	美国“不良资产救助计划”(TARP)分析	(31)
4	量化宽松货币政策对中国经济的影响 ——兼谈“货币战争”	(33)
5	美联储经济刺激政策(货币政策)“退出计划”分析	(44)
6	债转股是化解国债危机的办法之一 ——克林顿总统接受肖炼关于化解中国持有美国国债风险的政 策建议	(54)
7	奥巴马访华目的:重新定位美国对亚洲的政策以及中国地位	(63)
8	全球经济危机与中美关系的发展趋势	(68)
9	未来十年中美关系发展趋势	(78)
10	后危机时期的中美关系:热点问题分析	(82)
11	第二次中美战略经济对话:贸易逆差和知识产权	(87)
12	中美能源合作前景及对策:保证能源安全和应对全球气候变化	(95)
13	美国奥巴马新政府能源政策分析 ——朱棣文就任美国能源部长对未来中美能源合作可能产生的 影响	(118)
14	中美能源合作:机会还是挑战?	(123)
15	G20:大国博弈与中国预期 ——洞悉未来十年的世界与中国	(128)
16	对中国同意援助国际货币基金组织 400 亿美元的经济分析	(138)
17	中国政府需从战略高度与奥巴马打交道	(141)

附 踢开梯子——从历史的角度考察发展战略

第一章 绪论：富国是如何真正变富的 (149)

第二章 经济发展政策：历史视角下的工业、贸易和技术政策
..... (159)

第三章 体制与经济发展：“善政”之历史视角 (213)

第四章 对当前的教训 (264)



美国“次贷”危机的原因及发展趋势^{*}

一、“次级贷款”危机是美国金融危机的导火索

“次级贷款”危机是美国金融危机的导火索。美国次级贷款在美国住房贷款的比重仅 14% 左右（不到 1.5 万亿美元，见图 1-1），却造成了美国金融危机和经济危机，并引发全球近百年以来最严重的世界金融危机和经济危机，其教训令人深思。

“次贷”有一点儿类似于中国的“廉租房”。世界上任何一个国家都有一个社会安定问题。老百姓没房住就会闹事。美国政府让银行发“次贷”，银行不是傻瓜，它们必须考虑放出的贷款能否有效地收

* 载北京市委讲师团《大讲坛》，2010 年第 7 期。

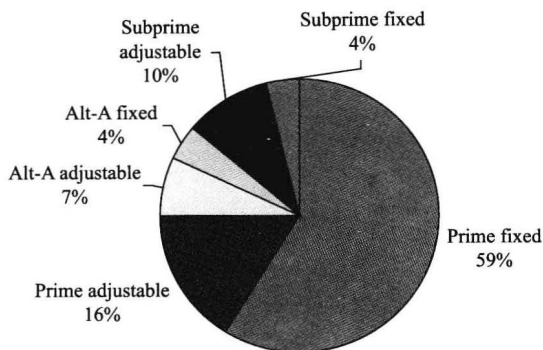


图 1-1 美国住房抵押贷款市场

资料来源：Deutsche Bank, 2007.

回来。于是，“次贷”被金融机构通过特殊目的公司（SPV），把众多次级住房抵押贷款收集起来，做成一个资产池，做成标准化的次级（住房）抵押贷款支持债券（MBS）和债务质押支持债券（CDO）。一旦 MBS 和 CDO 被投资者购买，风险就从住房贷款金融公司转移到投资者。结果，1994—2007 年，“次贷”规模增长了 20 多倍。

美国宽松的货币政策也是导致“次贷”泛滥的原因（见图 1-2）。美国大量发“次贷”是在本世纪初。这时，美国中央银行的基础利率只有 1%，住房抵押贷款也只有 4.5% 左右。举一个简单的例子，假如美国人到银行借 1 万美元来申请房贷，每个月交的利息为 100 美元，房贷 450 美元，加起来共计 550 美元。^① 但是，随着美国经济过热，美联储收缩银根，中央银行的基础利率提高到 6.25%，房贷利率相应提升至 9%，这样，美国人的借贷成本就提高到 1500 美元，而美国人平均在银行存款不到 400 美元，结果，借款人被迫违约而停止购买按揭。一个人这么做问题还不大，当所有的人都采取类似的行动，所有的人都在抛售，而没有人接盘，“次贷”危机就不可避免地爆发了。

再看一看，“次贷”游戏是如何上演的。资产证券化过程的主要参与者有：发起人（originator）、特殊目的载体（special purpose vehicle, SPV）、投资银行、资产服务人、受托管理人（trustee）、信用增

① 省略交易手续费费用。

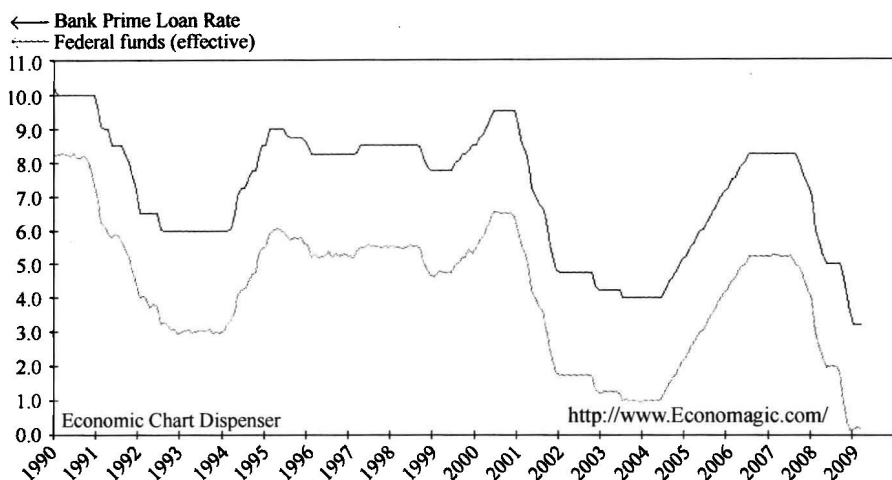


图 1-2 美国银行利率和次贷利率（1990—2009）

级机构（credit enhancer）、信用评级机构（rating agency）以及投资者等。见图 1-3。

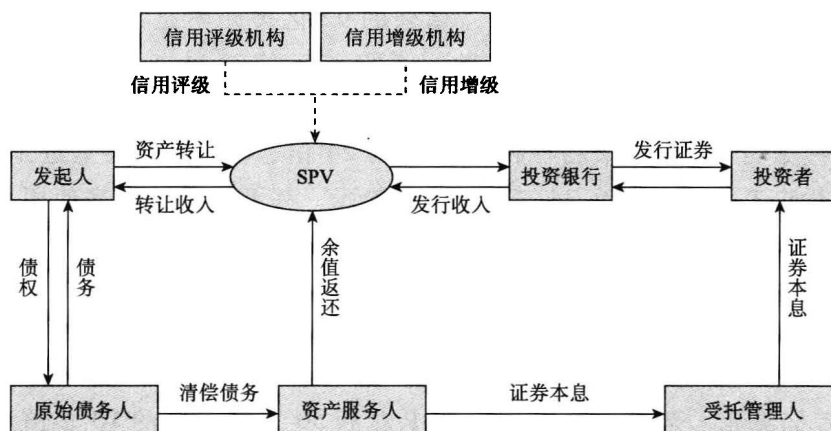


图 1-3 次级抵押贷款证券化的过程

投资银行和普通投资者是“次贷”的直接投资者，其余的机构（如资产服务人、受托管理人等）是中介机构。投资者在买卖“次贷”时主要根据两个重要机构对“次贷”的评价，一个是信用评级机构，另一个是信用增级机构。这两个机构在对“次贷”评级时存在两个问题：一是技术原因，“次贷”本身是一个“毒债”很难卖得出