

周小川◎ 著

The Global
Financial
Crisis

国际金融危机：
观察、分析与应对

| Observations, Analysis and
Countermeasures

国际金融危机： 观察、分析与应对

周小川 著



中国金融出版社

责任编辑：张 驰
责任校对：孙 蕊
责任印制：裴 刚

图书在版编目 (CIP) 数据

国际金融危机：观察、分析与应对 (Guoji Jinrong Weiji: Guancha Fenxi
yu Yingdui) / 周小川著. —北京：中国金融出版社，2012. 10
ISBN 978 - 7 - 5049 - 6589 - 9

I. ①国… II. ①周… III. ①国际金融—金融危机—文集
IV. ①F831. 59 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 224955 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)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网上书店 [http: //www. chinafph. com](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 北京市松源印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 32. 25

字数 380 千

版次 2012 年 10 月第 1 版

印次 2012 年 11 月第 2 次印刷

定价 69. 00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6589 - 9/F. 6149

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

出版者的话

展现在读者面前的，是一本全新的文集，汇集了作者对于这次国际金融危机的观察、分析与应对探索。

危机早在2007年夏天即开始浮现，到2008年9月开始全面深化，成为一场波及全球、影响深远的国际金融动荡。从最初的次贷风险暴露到2007年9月北岩银行挤兑，再到2008年3月贝尔斯登被收购，金融界每天都在关注、讨论着这场危机会向何处去。对危机的解释和对未来的预测众说纷纭，但令人意外的是，几个月后，危机竟演变为自由落体式的金融市场崩溃。从2008年9月7日“两房”事件爆发开始，紧接着是AIG、雷曼兄弟、美林……一连串过去我们耳熟能详的国际金融机构纷纷陷入危机。雷曼事件后，危机迅速扩散，引发了全球范围内的金融海啸。直到今天，全球经济仍然没有走出这次危机的阴影，很多问题仍然困扰着我们，不少国家都存在着债务占GDP之比过高的问题，债务危机能否得到有效缓解？如何从根本上打开“三连环恶性循环”的死结？全球经济再平衡是否将有所改善、出路在何方？无论在理论上、金融运行的实践上，还是在全球治理和金融当局的政策层面上，这次危机需要我们研究、应对和改革的内容都太多、太多了。

作为央行行长，作者亲历了危机爆发、深化发展的全过程，先

后参加了数十次关于危机研究和应对的各种会议，包括 G20 部长会、IMF/世界银行春季和秋季会议、FSB 和 BIS 例会，以及其他诸多全球或区域性、国际或国内、公开或内部的会议，比较全面地参与了对危机的观察、分析、反思和对策研究，以及危机后推进全球治理和国际金融改革的过程，这也包括中国在国际格局变革中的角色转换以及国内若干政策措施的推出过程。正是在这个过程中，形成了作者对于这次危机的认识和思考。这本文集就是收录了这方面的内容，既体现了作者对危机的研究和探索，也反映了当前应对金融危机的某些认识基础和政策措施。

从形式看，文集收录的是作者在不同场合关于这次危机的演讲稿、公开发表的文章，还有少量的媒体访谈稿，共 45 篇。其中，已经在报刊或互联网公开发表的 21 篇，包括接受媒体访谈稿 3 篇；其他 24 篇则是首次与读者见面。所有稿件均保持了原貌，只在文字上做了少量的修饰。

从时间跨度看，书中收录的文稿主要形成于 2007 年夏季危机刚刚开始显现到 2012 年夏季这五年间。通过此书，从作者 2008 年较早开始关注次贷危机、在人民银行西安分行作专题形势报告开始，读者可以清晰地沿着危机从早期的局部事件，到集中爆发，再到进一步蔓延、深化发展的时间轴，感受到作者对危机观察、分析的逻辑脉络和思想演进。其中尤其值得一提的是，为准备 2009 年 4 月 G20 伦敦峰会，作者于 2009 年 3 月下旬通过人民银行网站集中发表了 4 篇文章，在国际上产生了较大的影响。关于这 4 篇文章的有关背景，在本书收录的“国际货币体系改革：背景、关联与建议”一文中也有具体介绍。此后的文稿，也围绕着危机的成因、特征、救

助、金融政策响应以及人民币国际化等主题，大体反映了危机中的争议性问题，以及由此引发的相关研究。最后一篇，是2012年6月在上海市金融学会上所作的学术报告“出口信贷：争议与规则”，涉及了在当前应对危机和全球经济再平衡背景下，对出口信贷及海外投资规则的一些争议和探讨。

除此之外，还在附录中收录了2006年7月、2007年10月的2篇文章，分别是作者在世界计量经济学会远东会议和在清华大学“全球管理论坛”上所作的演讲。之所以收录2006年的文稿，是因为那次演讲的题目是“全球经济不平衡与亚洲金融风波的关系”。当时次贷风波刚现端倪，但全球经济不平衡问题已广受关注，作者在这次演讲中试图从20世纪90年代发生的亚洲金融风波中寻找不平衡的解释因素。从这个意义上说，这次危机与10年前的亚洲金融风波是有内在联系的。另一篇文稿，即作者2007年10月在清华大学所作的演讲“关于金融系统的稳态及其演进”，则较早地对美国次贷危机作了讨论，与文集收录的第一篇文稿“从次贷危机说起”体现了承启关系。

从内容看，本书所收录的这45篇文章主要涉及以下几个方面的内容：一是关于危机的原因，特别是储蓄率问题、全球经济不平衡、宏观和微观顺周期性，以及金融市场稳定性及其与实体经济的关系等方面的研究。二是关于中央银行应对危机的政策、效能和角色转变方面的研究，涵盖了中央银行政策目标和工具、中央银行治理以及中央银行理论针对这次危机而可能发生的演变。三是关于危机救助。作者就“能否救援”和“如何救助”作了数次专题演讲，其观点和建议引起了金融界的关注，并引发了一些相关的研究和讨

论。在作者看来，当前走出危机需要有新的设计和新的激励机制。四是关于国际金融改革和监管重构，涉及中央银行和监管当局的金融政策、国际金融体系及其监管改革、系统重要性金融机构和信用评级改革等相关内容。五是关于国际货币体系改革，从作者在2009年3月23日公开发表的“关于改革国际货币体系的思考”开始，涵盖了作者对当前国际货币体系所存在的问题及其改革方向、人民币“走出去”和可自由使用的一些探讨。六是关于中国应对危机、维护金融稳定和改进行经济平衡的政策分析，内容较广，主要涉及人民银行在货币政策、金融稳定等方面的一些研究成果和政策选择，以及我国在稳增长、扩内需、调结构方面的政策措施。

需要指出的是，文集收录的45篇文稿围绕上述六个方面的内容展开，但各篇文章在分类上似并没有严格的界限，往往在内容上各有涉及，相互交错。而且，这六个方面的内容本身在概念和逻辑上也是密切相关、紧密联系的。因此，在编排上，我们将这45篇文稿以形成时间的先后顺序排列。这样，一方面，契合危机的酝酿、爆发、深化发展过程，读者从各篇文章中大致可以看出危机的演变，以及金融界、政策界对危机应对的关注重点、观念转变和政策响应；另一方面，也较为忠实地反映了作者本人对这次危机的分析、研究和政策思考过程。

还要说明的是，既然选题是围绕这次金融危机，文稿又来自于作者在不同场合的演讲、讲话稿和访谈稿，作者往往会围绕同一题目在多个场合反复讨论、不断总结，这些文稿的内容就免不了会有所重复。当然，这并不是简单的重复，而是反映了中央银行在国际和国内加强沟通、防范偏颇、争取共识的过程，同时也体现了作者

对于危机思考和研究所依赖的经济学思维框架，以及对危机进行分析、探讨的争议过程和认识进展。

综观这45篇文稿中的思考、观点、研究结论以及相关的政策主张，虽然仍有不少争议，但有一部分已在理论界、金融界以及中央银行界达成共识，有的已经成为政策。应该说，这是作者对危机研究和应对所作出的积极贡献。当然，危机还在发展、演变，这意味着对危机的研究、应对也尚未结束，并将继续对金融理论、实践和金融政策带来很大的冲击，提出更多的创新要求。下一步怎么走？这仍然是一个非常迫切需要解决的问题。我们期待着有更多的研究成果，以资为应对危机选择正确的道路。无疑，这需要理论界和实务界充分汲取已有的研究成果和实践经验，并开展充分的交流和探讨。我们希望，编辑整理并出版作者的这本文集，能够在上述方面发挥有益的作用。

二〇一二年九月

目 录

从次贷危机说起 (2008 年 7 月 29 日)	1
关于储蓄率问题的若干观察与分析 (2009 年 2 月 10 日)	14
关于改革国际货币体系的思考 (2009 年 3 月 23 日)	26
关于储蓄率问题的思考 (2009 年 3 月 24 日)	31
关于改变宏观和微观顺周期性的进一步探讨 (2009 年 3 月 26 日) ...	38
对改革国际金融监管体系的几点认识 (2009 年 3 月 26 日)	48
能否救援金融行业而不用纳税人的税款 (2009 年 5 月 22 日)	56
全球储蓄不平衡及其发展前景 (2009 年 7 月 3 日)	60
分析全球经济不平衡的若干视角 (2009 年 7 月 17 日)	67
中央银行研究和应对危机的若干方法论问题 (2009 年 9 月 9 日)	83
从全球金融危机看中央银行的理论、目标和工具演变 (2009 年 11 月 4 日)	101
金融市场与实体经济的关系：金融市场的频率特性与滤波器 (2009 年 12 月 10 日)	107
中央银行货币政策的目标和工具选择 (2009 年 12 月 22 日)	122
国际货币体系改革：背景、关联与建议 (2010 年 5 月 20 日)	130
金融危机救助与中央银行国际合作 (2010 年 5 月 28 日)	150
关于人民币跨境使用和走出去的若干问题 (2010 年 6 月 1 日)	157

中央银行在维护金融稳定中的作用（2010 年 8 月 3 日）	178
中央银行重点关切问题的演变（2010 年 9 月 9 日）	184
货币政策目标与危机应对措施（2010 年 10 月 29 日）	192
关于汇率调整和资本流动的政策思考（2010 年 11 月 5 日）	197
应对危机的政策选择与调整（2010 年 11 月 22 日）	202
金融政策对金融危机的响应（2010 年 12 月 15 日）	208
亚洲金融风波与这次国际金融危机：一个对比分析框架	
（2011 年 2 月 17 日）	231
中央银行治理问题（2011 年 3 月 1 日）	235
中央银行治理研究：议题与要点（2011 年 3 月 18 日）	239
国际货币体系的现状和问题（2011 年 3 月 31 日）	263
附：对国际货币体系改革的若干评议（2009 年 4 月 24 日）	267
参与国际金融准则新一轮修订 提升我国金融业标准	
（2011 年 4 月 1 日）	271
建立存款保险制度有关问题（2011 年 4 月 1 日）	290
当前国际经济金融形势的不确定性及其应对	
（2011 年 5 月 22 日）	302
如何应对国际上对中国经济金融政策的评议	
（2011 年 6 月 2 日）	308
货币政策的工具和工具选择（2011 年 7 月 8 日）	327
从生产能力形成的角度解释经济不平衡（2011 年 10 月 24 日）	332
利率汇率改革再推进（2011 年 11 月 24 日）	341
金融危机中关于救助问题的争论（2011 年 11 月 25 日）	356
FSAP 与金融稳定——中国的实践与经验（2011 年 12 月 9 日）	387
金融业要注重支持实体经济（2011 年 12 月 15 日）	394

当前的经济金融形势与货币政策（2011 年 12 月 22 日） 403

关于信用评级的若干问题及展望（2011 年 12 月 25 日） 417

关于全球系统重要性金融机构监管的若干问题
（2012 年 2 月 3 日） 426

解读 G20 部长会和 IMF 春季年会（2012 年 4 月 22 日） 431

走出危机僵局需要设计新的激励机制（2012 年 4 月 28 日） 451

出口信贷：争议与规则（2012 年 6 月 29 日） 458

附录

全球经济不平衡的政策响应及其与亚洲金融风波的联系
（2006 年 7 月 11 日） 484

关于金融系统的稳态及其演进（2007 年 10 月 30 日） 494

从次贷危机说起

——在人民银行西安分行的形势报告*

(2008年7月29日)

当前金融方面的热点非常多，上半年经济形势分析中争议最大的就是有关货币、金融方面的议题。这一方面反映出金融工作受到各个方面的高度关注，另一方面也反映出对当前国际、国内经济金融形势进行判断的难度。当前，中国经济和金融与国际经济和金融联结的广度和深度都是过去不曾有过的，讨论中国的金融形势和货币政策也离不开国际经济金融的大环境。今年年初，国务院领导同志就强调，今年可能是经济工作最困难的一年，很主要的原因就是今年国际经济金融形势较难判断、不确定性很大。今天，我就从美国次贷危机及其经验教训说起，与大家交流。

目前，这一轮由次贷危机引起的国际金融市场动荡尚未结束，各种判断都尚不明朗。对于一场危机，通常在收场时才能分析、判断得比较准确，甚至有可能收场时也说不准确。2007年是亚洲金融风波发生十周年，夏秋之际，一些国家特别是亚洲国家召开了关于亚洲金融风波十周年的讨论会，但一些看法还是不一致，对风波爆发的原因、相关问题的

* 2008年7月27—29日，第13届EMEAP行长会议（东亚及太平洋地区中央银行行长年会）及中日韩中央银行行长会议在西安召开。期间，周小川行长到人民银行西安分行作了这次形势报告。——编者注

分析，还有很多分歧。如果再回顾一下 1929 年的美国经济大萧条，那也是一场极大的危机，一度导致了美国十年的经济调整。“二战”结束后，一些学者开始重新评价、讨论大萧条时期的经济政策，形成的认识很多与大萧条时期的判断不一样。例如，弗里德曼的一项重要学术成果是，他找出了与前人对大萧条的共同认识完全不同的新解释；美联储现任主席伯南克的重要学术成果之一是危机研究，其中一部分也是回顾大萧条时期的问题。可是，对当前的次贷危机的判断和认识如果有不准确之处，也是不足为奇的。今天我向大家作报告，希望能启发大家更多地关注危机、研究危机，这一方面有助于大家对中国经济形势的把握，另一方面也有利于我们汲取外部的经验教训。

一、次贷危机与资产泡沫

美国次贷危机是资产泡沫所导致的危机，问题在泡沫破裂时集中出现。美国房地产价格连续若干年较快地上升，这种上升累积了好多年，一旦形势逆转，泡沫破裂，就开始出现一系列的调整。在分析次贷危机产生的原因时，有人从住房贷款者——消费者的角度看，也有人从住房贷款提供者的角度看，还有人从监管者角度看，但都围绕泡沫问题展开。

从消费者角度来看，消费者在房地产升值预期和美国再融资便利的条件下，高估了自己的能力，甚至明知买不起也买，贷款购买了超出自身承受能力的住房。

从贷款提供者角度来看，美国住房抵押贷款的提供者和中国不同，不仅仅是商业银行在提供这种贷款，很多非银行类机构，如投资银行、一般贷款公司，都在做住房抵押贷款的发起者。这些机构对房价连续上涨持乐观态度，认为只要在发起贷款到打包出售这一段时间内不出现泡沫破裂，就不会有太大的风险。按美国的“发起—配售”方式，发起者

发起住房抵押贷款，然后证券化就可以配售卖出。这往往导致贷款者在风险上产生比较短视的态度，认为即使泡沫存在，短期内威胁也不太大。所以在贷款方面创造了一些风险比较大的产品，如零首付、利率十分优惠的住房贷款，其中还存在一些误导性的做法，如提供可变利率的住房抵押贷款。

从监管者角度来看，监管者审视这项业务时未能及时考虑到泡沫破裂的可能性。同时，美国的监管是不统一的，住房贷款表面上由金融监管机构实施监管，但许多不吸收存款的机构，如投资银行、贷款公司等，可以作为住房贷款的发起者，如美林、雷曼等投资银行也从事住房贷款业务而且有大量零售网点，这些机构不归美联储监管，也不归 OCC（美国货币监理署）监管。监管的分割、监管盲点以及监管部门未对泡沫破裂及其影响作充分估计，也是导致次贷危机的原因之一。

导致次贷危机可能有多种多样的原因，但其中一个关键因素是资产泡沫。因此，一个可做进一步研究的相关结论是：泡沫的形成和破裂是值得中央银行高度关注的问题，对待资产泡沫，我们切不可持有过分乐观的态度。

二、中央银行在处理金融风波、危机中的角色

中央银行在处理金融风波、危机时会面临两难。一方面，中央银行要避免对金融机构施以过分的救助，从而导致道德风险。这种道德风险，一是可能要消耗国家的资源；二是可能使得一些不谨慎的金融机构对中央银行或政府产生依赖性从而过分地承担风险。这具有明显的利益不对称性：金融机构创造了利润，都是自己名下的，特别是高管人员薪酬很高；而如果发生了亏损，则躺在中央银行身上，把责任推给国家。另一方面，如果中央银行宏观调控不力，而危机又是系统性的，就有可能导

致一系列的连锁反应，导致经济的螺旋式下滑，甚至造成经济形势的严重恶化。这两个方面是一个矛盾体，需要找出平衡点，而寻找这个平衡点，首先要对形势有准确的判断。

次贷问题从 2007 年七八月份开始有明显深化，但对次贷问题的判断却比较难，包括美联储要作出判断也不容易。我最近在参加 S&ED（中美战略经济对话）时也听到了一些不同的观点。回顾去年夏天以来对次贷危机的一些观点，与现在的分析判断也是不一样的。最初用词显得比较轻微，比如说是“有一些”“金融动荡”、“市场波动”，后来用词变成“市场骚乱”、“信贷紧缩”，到 2008 年 3 月贝尔斯登出问题后，很多人开始用“金融危机”，而且有人说这次金融危机是近年来最严重的一次，比 1987 年美国“黑色星期一”股灾、美国储贷危机、纳斯达克崩盘还要严重。目前，次贷危机仍处于深化过程中。这种情况下，中央银行的判断能力就显得非常重要了。

很多事物都是不断变化的，金融危机也类似。以美国为例，每次金融风波各有不同。比如，20 世纪 70 年代到 80 年代中期的美国通货膨胀危机，美联储（当时的主席是 Paul Volcker）采取了一系列坚决的措施，花了很大代价，才使美国从通货膨胀危机中走出来。从 80 年代初期开始，美国大约花了十年时间，用了 1 700 亿美元处置储贷危机。1987 年美国“黑色星期一”股灾爆发后，美联储组织了流动性投放的救助行动。2000 年的纳斯达克泡沫破裂、2001 年的“9·11”事件对金融市场都是重大考验。2003 年美国又发生安然、世通欺诈案，对资本市场产生了很大的影响。可见，美国多年来也是金融风波不断，金融市场经常面临着挑战，而且风波每次都不一样。总结一两次金融风波的经验教训，依然很难顺利地应对下一次金融风波。

在前不久召开的人民银行 2008 年年中工作会议上，我也曾讲道：金

融风波是很难避免的，实际上是经济中许多问题的反映。金融是实体经济的一面镜子，经济出乱子会先从金融体系中表现出来。次贷危机反映的是房地产这一实体经济出现了泡沫问题，安然、世通事件反映的是实体经济会计丑闻，纳斯达克泡沫破裂反映的是实体经济中高科技投资过热问题。当然，也有金融系统自己出问题并拖累实体经济的，这里不再介绍。

面对金融危机，中央银行往往有三个方面的对策：一是调节流动性；二是实施某种货币政策组合；三是履行最后贷款人职责。我重点讲讲第一方面和第三方面的对策。

2007年夏天之前，全球流动性过剩问题显现。对此，有人认为其原因在于，纳斯达克泡沫破裂后美联储连续降息以支持美国经济恢复，在这个过程中很多国家也吐出了大量的流动性。从中国情况看，M2/GDP达160%，流动性非常充裕，为此人民银行不断进行流动性对冲，存款准备金率调整比较频繁。从美国的情况看，其流动性不仅源于存款，还有其他金融资产，如债券、股票，流动性都比较强。但很多人发现，在次贷危机后，美国的状况迅速变为流动性紧缺。实际情况是，一部分金融机构持有大量的流动性，而另一部分金融机构的流动性又非常紧缺。这种状况也许是由其业务模式所决定的：手中握有充裕流动性的金融机构看不清楚交易对手到底有多大风险，因此更多地倾向于持有流动性、避免交易。当时揭露出来的问题是，一部分过去被认为评级很高的债券，包括住房抵押债券，在危机发生时信用评级降得很快；一部分衍生产品的安全性受到了怀疑，也使得持有流动性的金融机构不敢轻易交易；相当一部分金融机构有表外投资业务，使得交易对手难以把握对方的真实情况，使持有流动性的机构一时不敢出手，导致流动性迅速紧缩。这种情况下，中央银行面对次贷危机首先面临的挑战是，是否应在必要时吐

出流动性。吐出流动性是一种信用形式，如中央银行流动性再贷款，或争取抵押形式的中央银行贷款。

中央银行面临的更大的考验是，作为最后贷款人，对出了问题的机构是救还是不救。对是否救助的问题，有几种说法，一是传统理论认为应当救助商业银行类机构，不救助非商业银行类机构；二是救助那些会产生系统性风险的机构，不救助那些没有系统性风险的机构；三是救助能够监管的机构，不救助不能监管的机构。在这次次贷危机中，美联储对其不监管的机构也进行了救助，不过采取了一些迂回的方式，如支持J. P. 摩根收购贝尔斯登等。金融业在混业经营后出现了新的变化，对系统性风险的认识也发生了变化，过去认为商业银行体系具有创造货币的功能，所以是容易产生系统性风险的；不吸收存款的金融机构没有放大货币的作用，因此通常被认为不会产生系统性风险。现在这些观念都受到了挑战，发生了变化。当然，这并非是以前的理论错了，而是情况发生了变化。现在的金融系统非常复杂，一些非存款类金融机构规模非常大，具有系统重要性。新的现象表明，这些非存款类机构在金融市场产生连锁反应的可能性和能力都比以前大得多。

面对危机，中央银行是否有能力应对？现在碰到的情况往往是，在经济正常运行的情况下，各个方面都想约束中央银行的能力，限制中央银行的灵活性，但当经济出问题、需要中央银行发挥金融稳定功能时，却发现中央银行的能力不够。美国现在不断扩大美联储在市场上的应急和救助能力，美联储的监管功能也有所增强。同时，财政能力也得到了扩张，如不久前美国参议院通过了《房地产市场救助法案》，以救助在次贷危机中出了问题的房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）两家机构。可见，要设计一整套机制来保证中央银行应对危机、保持稳定的能力，以便一旦发生危机时可用。