



中国国际问题研究基金会丛书

张德广 / 主 编
崔永乾 / 副主编

大危机 大变革

中国学者看金融风暴下的世界经济



世界知识出版社

中国国际问题研究基金会丛书

大危机 大变革

——中国学者看金融风暴下的世界经济

张德广/主 编

崔永乾/副主编

世界知识出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

大危机 大变革: 中国学者看金融风暴下的世界经济 / 张德广主编.

—北京: 世界知识出版社, 2009. 12

(中国国际问题研究基金会丛书)

ISBN 978 - 7 - 5012 - 3719 - 7

I. ①大… II. ①张… III. ①金融危机 - 研究 - 世界 IV. ①F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 228841 号

责任编辑
责任出版
责任校对
封面设计

贾如梅
林 琦
马莉娜
小 月

书 名

大危机 大变革

——中国学者看金融风暴下的世界经济

Dawei Ji Dabiange

——Zhongguoxuezhe Kan Jinrong Fengbaoxia de Shijiejingji

作 者

张德广 / 主 编
崔永乾 / 副主编

出版发行
地址邮编
排版印刷
经 销
开本印张
字 数
版次印次
标准书号
定 价

世界知识出版社
北京市东城区干面胡同 51 号 (100010)
科鑫苑图文设计制作中心排版 北京楠萍印刷有限公司印刷
新华书店
787 × 1092 1/16 31¼ 印张
420 千字
2010 年 1 月第一版 2010 年 1 月第一次印刷
ISBN 978 - 7 - 5012 - 3719 - 7
39.80 元

版权所有 翻印必究

序 言

经过半年多的辛勤努力，中国国际问题研究基金会世界经济研究中心组织编著的《大危机 大变革——中国学者看金融风暴下的世界经济》一书，终于与读者见面了。这本专著集国内世界经济研究领域大家之大成，展现了中国著名学者的研究成果。作为中国国际问题研究基金会的理事长，我对本书的出版表示祝贺，同时感谢社科院、外交部、发改委、商务部、新华社、中国银行以及中国现代国际关系研究院等机构参加本书编写工作的各位著名专家为本书出版所做出的贡献。

从2008年下半年开始在美国形成的金融危机，迅速蔓延到其他国家和地区，并引发了一次世界性的经济衰退。这次危机给国际社会和各个国家造成的冲击和严重破坏不容低估。虽然目前有学者认为世界经济已现复苏端倪，但也有很多世界级的专家坚持认为危机尚未完全触底，世界经济何时能够从危机造成的巨大伤痛中恢复仍待观察。

我们高兴地看到，在中国政府的坚强领导和正确决策下，中国顶住了这次大范围经济危机的冲击，成功地保持了8%的经济增长率，为世界经济的稳定和发展做出了突出的贡献。在这样的背景下，基金会组织国内经济研究领域的专家学者编著此书，更有学术价值和特殊意义。

我希望这本饱含中国学者智慧和辛勤劳动的专著，能给经济界的研究者和实践者，以及对国际问题感兴趣的广大读者带来更深层次的思考，也祝愿中国经济能持续稳定健康地发展，为世界经济和人类的进步与发展做出更大的贡献。

中国国际问题研究基金会理事长 张德广

2009年11月10日

目 录

第一章 国际金融危机的成因、演进与前景

一、国际金融危机的根源及诱因	2
二、全球金融危机的演进	7
三、美国政府的救市政策及其评价	16
四、全球金融危机的前景	28

第二章 危机后世界经济调整、重组与发展趋势

一、世界经济调整、重组与发展趋势	33
二、国际经济环境变化对我国经济发展的影响	47
三、应对国际经济环境变化的对策建议	54

第三章 大国实力消长与国际格局变迁

一、历史是一面镜子	60
二、综合国力是世界强国之基	65
三、用三个指标衡量大国经济实力的差异和缺陷	71

四、新兴经济体与国际新秩序	78
五、从“一超多强”到“多极世界”	88

第四章 全球发展失衡与调整趋势

一、全球发展不平衡现象与成因分析	102
二、中美经贸关系与不平衡现象分析	132
三、若干思考与对策思路	146

第五章 金融危机催生国际货币体系的改革

一、牙买加货币体系的内在矛盾	160
二、现行国际货币体系的弊端	166
三、伦敦金融峰会和国际货币体系改革	175
四、货币体系多元化和人民币国际化	186

第六章 金融危机对全球化和亚洲一体化的影响

一、国际金融危机对经济全球化的影响	197
二、国际金融危机对亚洲经济一体化的影响	209
三、对“脱钩论”的看法	226

第七章 国际贸易格局的调整与变迁

一、国际金融危机中的世界贸易·····	230
二、全球贸易保护主义愈演愈烈·····	244
三、重新思考全球多边贸易体制·····	254
四、金融危机对中国外贸的影响及应对·····	265

第八章 国际资本流动与格局变化

一、新世纪以来国际资本流动格局的变化 ·····	280
二、全球金融危机对国际资本流动的影响 ·····	290
三、未来影响国际资本流动的两大因素 ·····	296
四、后危机时代国际资本流动的新格局 ·····	300
五、中国资本流动形势展望 ·····	307

第九章 金融危机与美国经济前景

一、美国制造的国际金融危机·····	313
二、二战后最严重的美国经济衰退·····	329
三、美国应对危机举措及经济前景·····	338
四、金融危机对中美经贸关系的影响·····	360

第十章 金融危机与欧洲经济前景

一、金融危机对欧洲经济的影响	369
二、欧盟应对危机的措施	374
三、欧洲经济前景	388

第十一章 金融危机中的日本经济与中日经贸合作

一、金融危机下的日本经济	399
二、日本努力开拓外需市场刺激经济恢复	403
三、深化中日经济合作	405

第十二章 金融危机与俄罗斯经济前景

一、国际金融危机改变了俄罗斯经济增长轨迹	418
二、俄罗斯经济遭受空前重创的内在原因	428
三、俄罗斯反危机措施与经济发展前景	438

第十三章 国际金融危机对发展中国家的影响及其应对政策

一、国际金融危机对发展中国家的影响	447
二、发展中国家应对国际金融危机的措施	459

第十四章 后危机时代中国经济发展前景

一、金融危机对中国经济的影响	466
二、中国经济发展正进入一个新阶段	476
三、后危机时代中国经济发展重点及前景	483
后 记	489

第一章 国际金融危机的 成因、演进与前景

爆发于2007年8月的美国次贷危机，自2008年9月雷曼兄弟破产倒闭后，已经发展成为自1929—1933年大萧条以来规模最大、影响最深的全球金融危机。这场危机是自20世纪80年代金融全球化以来爆发的首次全球金融危机，也是数十年来罕见的爆发于国际货币体系中心国家的金融危机。本轮国际金融危机的爆发可能显著改变未来经济全球化与金融全球化的格局与演进方向。危机的爆发被视为是全球国际收支失衡导致的流动性过剩、金融当局对金融衍生产品的疏于监管以及发达国家货币政策未能及时对资产价格做出反应等原因共同导致的。危机之后，世界各国将对全球国际收支失衡、跨国金融监管以及货币政策目标进行反思。此外，全球金融危机的爆发也可能加速未来国际收支格局与国际货币体系的调整。目前本轮国际金融危机仍未完全结束，其发展方向依然具有一定的不确定性。

本章将集中探讨本轮全球金融危机自身的演进过程。第一部分概述国际金融危机的成因及触发机制；第二部分分析国际金融危机的传递与扩展过程；第三部分对美国政府的各项应对方案进行评论；第四部分是对金融危机发展前景的预测。

一、国际金融危机的根源及诱因

美国次贷危机的形成主要有如下三个根源：^①

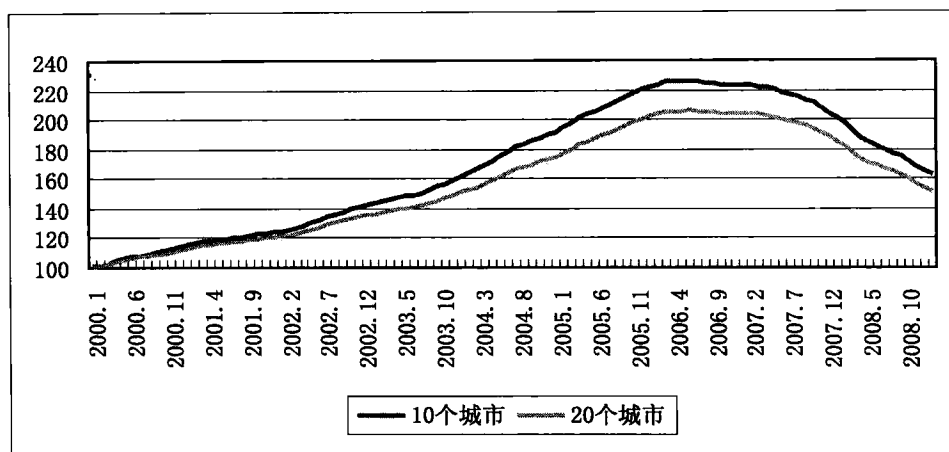
首先，美联储过分宽松的货币政策造就了美国房地产市场的过度繁荣。

自2000年美国互联网泡沫破灭后，为缓解资产价格泡沫破灭对实体经济造成的冲击，美联储在2001年1月至2003年6月期间连续13次下调联邦基准利率，将该利率从6.5%下调至1%的历史低水平。美联储通过下调基准利率来缓冲实体经济下滑是无可厚非的。然而问题在于，当美国实体经济开始重新走强时，美联储却没有及时重新上调基准利率。1%的低利率一直持续到2004年6月。在长期的低利率政策刺激下，美国房地产市场出现了历史上前所未有的大牛市。如图1所示，2000年1月至2006年6月，美国10个城市的房价指数由100上升至226，上涨了1.26倍；美国20个城市的房价指数由100上升至206，上涨了1.06倍。^②

① Hannoun (2008) 提出了类似看法。他认为三大原因导致了2007年的全球金融动荡。第一个原因是G3国家（美国、欧元区、日本）宽松的货币政策导致金融市场短期利率走低；第二个原因是美国的经常项目赤字与新兴市场国家外汇储备的累计导致金融市场长期利率走低。上述两个原因导致金融机构去开发低波动性、高风险的产品。第三个原因是金融创新、证券化与结构性金融，包括提供高评级高收益率的金融工程产品、证券化导致贷款总供应量的增加、放松了信贷标准等。以上三个原因共同导致了信贷更加容易获得。参见 Hannoun, Herve: "Policy Lessons from the Recent Financial Market Turmoil", Speech made on the XLV Meeting of Central Bank Governors of the American Continent, Ottawa, 8 - 9 May, 2008.

② Reinhart 与 Rogoff (2008) 比较了次贷危机与此前金融危机的结构性特征。其研究发现，在次贷危机爆发前后，在实际股票指数、人均GDP增速与政府债务方面，次贷危机与之前的金融危机并无显著差异，然而在实际房产价格涨幅与经常项目赤字规模方面，次贷危机的确要比之前的金融危机更加严重。参见 Reinhart · Carmen and Rogoff · Kenneth: "Is the 2007 U. S. Sub - Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", Draft on February 5, 2008.

图1 美国的 S&P Case Shiller 房价指数



资料来源: www.homeprice.standardandpoors.com

其次,金融监管缺位下的金融衍生产品创新过分发展。^③

自上世纪 80 年代以来,美国国内出现了对金融行业放松管制 (Deregulation) 的浪潮。1999 年《金融服务现代化》法案的通过,标志着自 1933 年以来“格拉斯—斯蒂格尔法案”所奠定的金融业分业经营模式的终结。然而,虽然金融机构事实上已经开始混业经营,但美国联邦政府与州政府分业监管的模式却没有改变,这就赋予金融机构通过各种创新来打“擦边球”的机会。次级抵押贷款以及基于该贷款的金融产品恰好是在这一背景下产生的。次级抵押贷款是指贷款供应商向低信用评分或者不能提供收入证明的低收入阶层提供的房产抵押贷款。贷款供应商之所以愿意提供次级抵押贷款,一方面是因为他们预期房价会不断上升,即使借款者违约,贷款者也可以通过没收抵押房产来收回本息;另一方面是因为贷款供应商可以通过证券化——即以由大量次级抵押贷款债权构成的资产

^③ 金融衍生产品创新的一大后果是美国债务水平的累积。Wolf (2008) 指出,从 1980 年到 2007 年,美国债务总额从 GDP 的 163% 上升到 346%,其中美国家庭债务与 GDP 之比由 50% 上升到 100%,金融部门债务与 GDP 之比由 21% 上升到 116%。

池为基础，发行不同信用等级的抵押贷款支持证券（Mortgage - Backed Securities, MBS）——将与贷款相关的收益与风险转移给全球市场上的投资者。^④ 低收入阶层之所以愿意借次级抵押贷款，一方面是因为他们可以超前享受自有住房，而违约后除了将房子退还银行之外也没有其他损失；另一方面是因为在房价上升期间，低收入阶层通过房屋净值贷款（Home Equity Loan）将房产市场价值的增值收入套现，用于支付抵押贷款本息。投资者之所以愿意购买基于次级抵押贷款的 MBS，在于历史上这种债券的违约率极低，且收益率显著高于其他可比资产。这个游戏之所以能够不断玩下去，关键在于各方均预期房价会不断上升。此外，为了将无人问津的中间级 MBS 推销出去，金融机构又将这些中间级 MBS 打包并发行新的证券——抵押债务权证（Collateral Debt Obligations, CDO），并将新产品销售给投资者。^⑤ 这种将原有金融产品反复打包并发行新的衍生产品的做法理论上可以无限延伸下去，从而造成金融衍生产品的规模远远超过实体经济的规模。^⑥ “在房价大涨与低利率环境下，借贷双方风险意识日趋薄弱，次级贷款规模迅速增长。可调利率房贷占比与各种优惠贷款比率不断提高，各种高风险放贷工具增速迅猛。”^⑦

④ 根据瑞士信贷提供的数据，当前美国住房抵押贷款市场的总规模是 12 万亿美元，其中大约 7.8 万亿美元的住房抵押贷款被证券化。其中已经证券化的次级抵押贷款规模约为 8200 亿美元，约占证券化贷款总规模的 10.6%。

⑤ 张明：“透视 CDO：类型、构造、评级与市场”，《国际金融研究》，2008 年第 6 期。

⑥ 当前美国 GDP 约为 14 万亿美元，全球 GDP 约为 56 万亿美元，但全球金融衍生产品的规模约为 400 亿—500 亿美元。衍生产品的规模已经严重脱离实体经济的支撑，危机爆发是早晚的事情。

⑦ 哈继铭、沈建光、邢自强、肖红：“美国金融危机原因、政策反应及对中国的影响”，《宏观经济》，中国国际金融有限公司，2008 年 9 月 24 日。

第三,国际收支失衡导致全球金融市场上出现显著的流动性过剩。^⑧

进入 21 世纪后,全球范围内出现了显著的国际收支失衡,这一方面表现为美国的经常项目赤字和外债规模不断扩大,另一方面表现为东亚国家和石油输出国的经常项目盈余不断扩大,并积累了巨额外汇储备。如图 2 所示,从 2001 年到 2007 年,美国经常项目赤字占 GDP 的比重从 3.8% 上升至 5.3%; 同期东亚国家经常项目盈余占 GDP 的比重从 1.5% 上升至 6.7% (其中中国从 1.3% 上升至 11.1%); 中东国家经常项目盈余占 GDP 的比重从 6.3% 上升至 19.8%。加剧国际收支失衡的因素既包括美国的过度消费,也包括东亚国家的过度储蓄以及全球原油价格上升。在国际收支失衡格局下,东亚国家和石油输出国累积了大量的外汇储备。1999 年底全球外汇储备约为 1.78 万亿美元,2007 年底上升至 6.40 万亿美元,增长了 2.6 倍。1999 年底发展中国家外汇储备约为 1.05 万亿美元 (占全球规模的 59%), 2007 年底上升至 4.90 万亿美元 (占全球规模的 77%), 增长了 3.7 倍。相比之下,工业化国家外汇储备同期内仅增长了 1.1 倍。^⑨ 东亚国家和石油输出国外汇储备的累积,加剧了国内的流动性过剩,并在一定程度上导致全球范围流动性过剩和金融市场的长期利率下降,从而间接推动全球资产价格上涨。^⑩

⑧ 孙昊认为,导致次贷危机爆发的两大因素为以美元为主要储备货币的全球货币体系,以及以美国消费带动的全球增长模式。这两个因素均可以统一到国际收支失衡的背景下来。参见孙昊:“从次贷危机到全球金融危机:仍在演奏的四部曲”,《上海证券报》,2008 年 10 月 28 日。

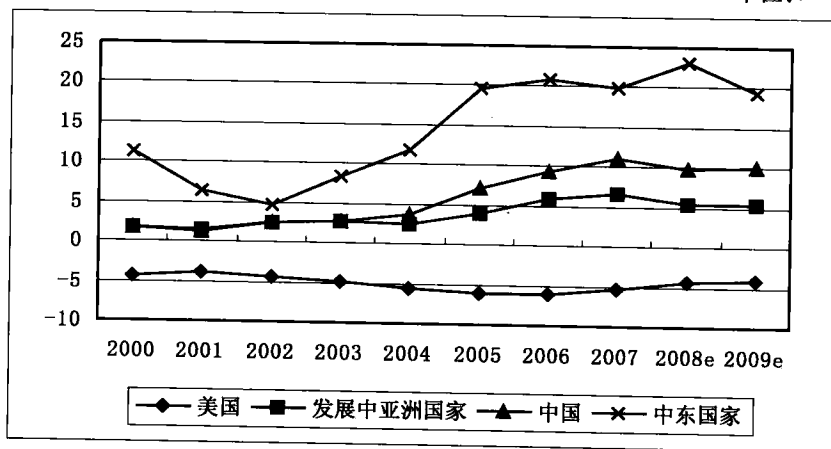
⑨ 相关数据引自 IMF COFER。

⑩ Lander, Gerald, Barker, Katherine, Zabelina, Margarita and Williams, Tiffany (2008). “Subprime Mortgage Tremors: An International Issue”, International Atlantic Economic Society.

图 2

主要国家经常项目差额占 GDP 的百分比

单位: %



资料来源: IMF World Economic Outlook, April 2008

此外,次贷危机的诱发因素包括美国基准利率的上升以及随之而来的美国房地产价格的下跌。由于实体经济明显回升、通货膨胀压力加剧,美联储在2004年6月至2006年6月期间,连续17次调高联邦基准利率,将该利率从1%上调至5.25%。由于次级抵押贷款中大约75%是可调利率贷款(Adjustable Rate Mortgage, ARM),基准利率大幅上调导致贷款利率相应上调,借款者的还款压力显著上升。另一方面,基准利率的上升导致房地产价格开始下降。如图1所示,从2006年7月开始,美国房价指数开始下跌。2006年7月初至2009年5月底,美国10个城市的房价指数下跌了33.3%;美国20个城市的房价指数下跌了32.2%。^①房价大幅下跌一方面降低了抵押品价值,使得贷款供应商不能通过出售抵押品回收贷款本息;另一方面也导致借款者不能继续通过举借房屋净值贷款来偿还本息。因此,基准利率的上升与房价大幅下降,共同导致了次级抵押贷款的违约率大幅飙升,从而导致基于次级抵押贷款资产池的

^① 目前市场普遍预计美国房价还有10%左右的下跌空间,整个下跌过程有望在2009年完成。

MBS 与 CDO 的信用等级显著调降、市场价值大幅缩水。购买了上述金融产品的投资者出现了严重的账面损失。2007 年 8 月，以贝尔斯登宣布旗下对冲基金停止赎回为标志，次贷危机全面爆发。

二、全球金融危机的演进

（一）危机演进的四个阶段

迄今为止，美国次贷危机的演进经历了四个阶段（图 3）。第一个阶段是美国房地产价格下降与次级抵押贷款违约率上升，以及基于次级抵押贷款的金融产品的市场价值缩水。在这个阶段内，仅有持有次级抵押贷款支持金融产品的金融机构遭受账面损失。这一阶段的标志性事件是 2007 年 4 月美国最大的次级抵押贷款商之一新世纪金融公司（New Century Financial）破产。第二个阶段是流动性短缺（Liquidity Squeeze）。由于市场投资者不清楚次贷危机的损失究竟有多大、持有次贷金融产品的金融机构的损失究竟有多少，投资者开始从短期货币市场抽回资金，导致短期货币市场上出现流动性短缺，导致那些严重依赖短期货币市场的非商业银行类金融机构出现融资问题，不得不通过出售资产来偿还到期负债。这一阶段的标志性事件是 2008 年 3 月美国第五大投行贝尔斯登申请破产保护。第三个阶段是信贷紧缩（Credit Crunch）。由于商业银行自身持有的风险资产出现巨额亏损，以及商业银行旗下的表外投资机构不能继续从短期货币市场融资，商业银行开始削减对其他银行、居民与企业的贷款，市场上出现普遍的“惜贷”现象。这一阶段的标志性事件是 2008 年 9 月美国华盛顿互惠银行与美联银行陷入危机。第四个阶段是实体经济受到冲击。在资产价格下跌与信贷紧缩的冲击下，美国居民消费与固定资本投资全面下滑。这一阶段的标志性事件是美国、欧元区、日本、英国等经济 2008 年第四季度和 2009 年第一季