

## 从次贷危机走向金融危机

<http://www.criifs.org.cn> 2008年11月14日 刘克崮

谢谢主持人。我做一个简短的发言。今天是讨论美国金融危机对中国的影响。我选了一个题就是《从次贷危机走向金融危机》。我去年11月写了一篇《美国次贷危机的发生原因和启示》的稿子，几个杂志登过，《新华文摘》登过，我出了一本自己的书里面也收了。我想对这一年做一个简要的回顾和展望。

讲六个问题，三个环节的危害，三个方面的应对。

第一，次贷危机灾害的发生。这个不说了，它的原因，内因，金融体系内在原因有四个：第一，借贷双方超出自身能力造成风险源头上的问题；第二是衍生产品制造者利用杠杆工具无限度地放大风险，制造了很长的风险传递链；第三，中介机构责任软化失职，追逐利益，忽悠了所有买证券的人；第四，政府监管缺失。外因，两个因素，宏观经济环境，房市和利率政策。原来借贷双方都把希望寄托在房价的持续增长，但这是不可能的。房价一走弱这个危机就开始产生。格林斯潘长期采用低利率刺激经济，积累形成通货膨胀，然后调高利率，借款人月供增加还不了款，房价又下降就成了次贷危机发生的诱因。

第二，次贷危机演变成金融危机有五个因素。一是次贷还款持续进入高峰。08年仍然是还款高峰年之一。放贷高峰04-06年，07年危机爆发就是因为07进入还款高峰开始出问题，08年继续是高峰，还没有完。二是市场流动性出问题，流动性急冻。三是新会计准则下市值计价制度的催化作用。四是金融衍生市场过度繁荣，泡沫吹大。五是全球的金融机构高度国际化，全球的金融体系和货币体系过度地依赖美国和美元，使得美国的金融危机变成了全球的金融危机。

第三，美国金融危机和全球金融危机引起经济衰退。这就是次贷灾害，金融灾害，经济灾害三个环节。美国的金融危机引起美国经济的衰退，雷曼等大量的金融机构倒闭，美国最辉煌的五大投资银行全部垮台或者改组，这样引起了美国的经济衰退，美国的汽车制造业已经首当其冲，开始严重的下滑。其他的，我认为很快就会跟着来，各行各业都会跟着来。按经济学的标准，衰退的标尺是连续两个季度经济负增长。美国三季度是负0.3%，有专家预计，我赞成，四季度的负增长要大于三季度，我看负3%是有可能的。全球的金融危机首先波及到欧洲，欧洲大量购买了美国的衍生产品证券，美国把自身的风险相当大程度，我估计在三分之一多到二分之一转移到了欧洲，形成了欧洲的金融危机，然后还有亚洲和南美一些国家，形成了全球的金融危机。这样欧洲的金融危机就带动欧洲经济衰退，全球的金融危机就带动全球经济衰退。现在英国房市急剧下滑，拉美阿根廷已经很危险了，亚洲很多国家已经顶不住了，冰岛整个自己的资产搭进去都不够堵银行的窟窿。

第四、全球“抢险救灾”。跟四川地震一样，地震第一阶段是灾害“爆发”，大家都惨了。第

二阶段是“抢险救灾”。美国带头抢险救灾，若干措施大概分四个阶段，从去年8月开始到今年的2月，到今年的上半年，第四轮是今年夏天开始到10月。现在全球走向集体的救市，首先是欧洲人，欧洲人当情况不好的时候，反应比美国还快，美国现在通过的议案是大约9000亿美元，加上先前的几笔救市，是一万多亿美元；欧洲人的救市举动承诺额已经达到了2万亿美元。同时布什向全球主要国家首脑发出邀请，在11月要开高峰会，研究全球的金融危机问题，各个国家都救市，一些地区组织也在救市。

第五、美国金融危机对中国的影响和应对。第一，直接影响。中国的美元资产投资暴露于风险之中，中国政府及中国商业银行持有大量的美国国债和两房债券以及雷曼兄弟等倒闭的各类金融公司手里的衍生债券。第二，间接影响，我们的国内金融机构和大量的企业也持有美国人发的各种衍生产品的交易合约，也会持续出风险。上周香港新闻媒体报道，已经有一批生产企业出现了衍生交易合约的损失，其中主体是中国大陆一部分国有企业。间接影响，还有海外需求下降，出口下降，还有生产、金融的关联活动，如海外资金出逃带来短期金融市场流动性波动等等，这些都是对中国的影响。加上国内经济周期已进入下行期，与外力合并，国内实体经济会有较明显的下行风险。

我们的应对，第一，就是促进经济协调发展，三驾马车都要使劲，出口肯定是下滑，你要使劲让它少下滑。国内内需要使劲去拉动，消费拉动，投资也要拉动，像亚洲金融危机时那样的应对，那时很果断，发建设国债，这个手段可用，但是不仅限如此。投资拉动，主要还是基础设施，这几天公布了国家确定两万亿的铁路建设。第二，降低所得税，实现增值税转型。固定资产购入含的增值税过去不抵扣，现在可以抵扣，在东北试点，我估计可能会在明年一月一号在全国全面实施。第三是教育、医疗、社保事业要发展。第四是金融政策，要放松信贷，促进资本市场的健康发展。第五是要支持小企业，小企业解决就业问题，出口下降对经济影响最大的是就业，所以要立足于就业。第六要稳定房地产。第七是大家都关注的，要继续推进金融、财税、社保、住房、农村和行政体制的改革。第八，积极审慎的参与国际经济格局，包括我们的外汇储备使用方向要调整，抄底金融要做，但是要慎重，要有功底。借机会要把主要的外汇投到国际的油气和战略矿产，那是实物，比大量的投到金融机构里要好。再一条就是参与国际金融的重组，应该调整改造现有的货币和金融体系，调整全球的货币和金融体系，中国要发挥积极主动的作用。

第六，对“灾后重建”的思考。救完灾怎么干，要思考，救灾就是稳定，把它稳住，然后想我们新的秩序是什么，新的体系框架是什么，新的运行和合作机制是什么。现在就要研究灾后重建，我认为灾后重建要研究八个重大的经济关系。第一，金融创新与风险管理。创新是发展的源泉，必须进行。MBS，房贷证券创到这儿就可以了，其他CDO、CDS不断的衍生，就出问题了。我认为，创新要在可控的状态下研究发展，先试点后推行，控制机制不落实就别往前走。第二，直接金融与间接金融。美国直接金融过大，欧日各国间接金融大一些。我认为中国目前的状态应该取直接金融为主，适度、谨慎、有节奏、有把握地去发展直接融资。第三，虚拟经济与实体经济。一定要明确，虚拟经济是为实体经济服务的，不要忘了根本的宗旨。会议材料中巴曙松画的那个倒三角，我不知道他的数据来源，我还有点怀疑它的数据可靠性，但是我觉得总体的格局应是可能的。他说美国的金融产品中信贷占1%，证券占10%，而虚拟产品是90%，这绝对是过头了。第四，个体利益和公共利益。个体的活力过大，会伤及公共利益，然后公共利益一定要有政府和社会团体作为代言去管制。第五，适度消费和适度储蓄。美国人消费超前，过了；适度储蓄，中国人也有点过了。第六，市场经济与政府干预，二者绝对要结合。依据各国的情况要掂量二者结合的度。第七，制度建设和技术基础。不光要进行金融监管、宏观管理等制度建设，这里面还有很多技术问题，交易结算问题，经营核算问题，显示和掌握数字信息问题，现在危机出现，究竟是什么情况，坏帐有多少，谁都不知

道数，但是网络很普及，投行可以运用网络迅速的把一个产品交易传到、做到全球。格林斯潘以此为自己辩护，说这次危机的主要原因是计算机速度太快。第八，国家金融与全球金融的关系。现在就建立一个全新的全球机制是不可能的，但继续赋予美国一个国家如此霸道的权利也不可以，必须调整。每个国家要有相对的独立性，但是不可否认全球已经有相当紧密的联系。这两块怎么结合，如何高速建立更好的反映共同利益的新的国际合作机制，要认真研究。

谢谢大家！

文章来源：中国改革论坛      （责任编辑： zfy）