

本刊简介

读者意见

我要投稿

主编信箱

联系我们

作者名 关键字

搜索>>

2010年 第6期

按期查阅>>

== 专栏查阅 ==

过往期刊

2009年 more >

• 第一期 • 第二期

2008年 more >

• 第一期 • 第二期

2007年 more >

• 第一期 • 第二期

友情链接

友情链接

[返回前页]

国际金融危机的成因、前景及启示

作者/来源:何国勇 倪瑾

由美国次贷危机引发的全球金融危机,还在延缓之中,许多问题尚未暴露,但可以肯定的是,它对我国出口需求已经形成了巨大的冲击,使我国的宏观经济面发生了逆转。在这种背景下,深入分析这次危机发生的原因,预测发展前景,总结其中的经验教训,对于我们贯彻落实科学发展观,进行积极的宏观调控并战胜危机,具有重要意义。

一、全球金融危机的成因

笔者以为,这场危机是由美国虚拟经济引起的,但根子还是因为实体经济出了问题。实体经济和虚拟经济相互作用,使这场危机不断恶化。

(一) 实体经济方面

1. 美国负债经济模式的破灭。美国政府、企业和家庭均是负债运行。从政府、企业层面来看,由于经济全球化的加速推进,面对中国、印度、东南亚等国家、地区的发展,美国制造业大量转移海外,有全球竞争力的行业只剩下高科技、金融服务业和军工,产业“空心化”现象严重。制造业在GDP中占比,从1990年的24%下降到2007年的18%,制造业投资的增长率2006年仅为2.7%,投资额仅相当于GDP的2.1%。产业“空心化”必然带来巨大的国际收支经常项目赤字,美国利用其美元的国际贸易清算货币地位,大量输出美元,其他国家则将贸易的盈余大量购买美国国债,作为美元储备。同时,还大量购买美国的公司债券,作为保值、盈利工具。理论上讲,只要美元国际结算货币的地位不倒,外国政府就永远需要美元储备,美国欠下的债务就永远不必归还,就是利息也因为通胀或美元贬值而大大压缩。如此循环往复,美国的国债、公司债越积越多,形成了美国政府、企业层面的负债经济模式。2007年美国国家债务余额为10.35万亿,加上国会已通过的8500亿美元救市国债,则达到11.2万亿美元,相对于美国13.8万亿美元的GDP而言,美国债务率为81.16%(负债总额与GDP之比为债务率),高于国际公认的安全债务率60%。如果把美国政府对国民的社保欠账等所有隐性债务统统加在一起,那么,2007年美国的实际债务总额高达53万亿美元。如果再把诸如“两房债券”那样的抵押债券、美国各大财团所发行的、说不清是公司债还是政府债务以及市政债券等总计20万亿美元(2007年末美国国债协会SIFMA统计)的债务再统计进来,美国债务更是高达73万亿美元。按照2007年的市场公允价格计算,美国的全部资产的总市值约76万亿美元。

从家庭层面上看,同样由于全球化带来的国际竞争,美国工人的工资不断下降,但美国的国内消费却在不断增长,这个差额的很大部分就由美国家庭的负债来弥补。从1971~2007年,美国企业平均工资从每小时17.6美元降到了10美元;同期,美国企业高管与普通员工的工资差距,从40:1扩大到了357:1;同期,美国民众的消费信贷从1200亿美元扩张至2.5万亿美元,住房负债11.5万亿美元,美国普通民众的负债(住房负债加消费负债)共计14万亿美元,相当于GDP的101%,平均每人负债7万美元,而负担最重的则是低收入人群。

从以上分析可以看出,美国的负债经济模式由于规模太大,远远超出其实际支付能力,破产是迟早的事,需要的只是一根导火索而已。

2. 科技创新步伐没有跟上。美国引领了信息技术革命,支撑了美国经济从上世纪80年代以来的快速增长,特别是克林顿时代的经济增长黄金时期。但美国的科技创新没有继续孕育出一次足以带动美国经济继续增长的新的产业革命,而信息技术对经济增长的拉动作用却不断衰竭,这意味着美国国际竞争力的下降,对于全球化时代的领先国家而言,是其经济繁荣的致命伤,必然导致经济增长的下滑。

3. 经济运行的周期规律。由于市场经济自身具有的乘数和加速数相互作用原理,经济活动必然沿着经济发展的长期趋势呈现出有规律的扩张和收缩。基钦周期作为短周期,认为经济波动应以40个月为一轮,朱格拉周期作为中周期,认为8~10年为一次扩张、收缩的周期。美国经济在90年代前期形势极好,两年后增长率突增到5%,并持续了5年。于2001年3月开始的衰退已于当年11月结束,仅持续了8个月,是战后经济周期史上持续时间最短的衰退之一。2001年底后,美国经济曾出现5年多的高增长、低通胀和金融市场稳定的繁荣景象。市场经济的繁荣不可能长期维持。因此,从经济周期来看,美国经济也需要经历一次比较大的收缩。

(二) 虚拟经济方面

1. 长期的低利率和流动性泛滥。为了缓解网络泡沫破灭、“911”恐怖事件的影响和2001年经济衰退,2001年美联储连续11次降息,又在随后两年各降息1次,将联邦基金利率最低降到1%。2004年6月起开始了连续17次的加息,基准利率从1%缓慢上升至5.25%,美国延续3~4年的低利率时期。长期的低利率造成了市场流动性过剩,助长了经济泡沫。

2. 房地产市场泡沫和次级贷款过多。低利率和流动性过剩，推动了住房需求和房价上涨，这又降低了房贷的风险，刺激了房贷需求。为满足这些需求，获取最大利润，金融机构开发了次贷产品，商业银行和信贷机构向很多不具备贷款条件的客户发放次级按揭贷款，2006年次贷购房者已占新增购房人数的40%。到2007年上半年，美国次贷余额已达1.5万亿美元。

3. 投行杠杆比例过高和金融衍生品开发过滥。在赚钱效应的影响下，金融业最重要的风险控制和谨慎被贪婪和狂热取代，华尔街投行的高杠杆盈利模式大行其道。统计显示，美林的杠杆率从2003年的15倍飙升至去年的28倍，摩根士丹利的杠杆率攀升至33倍，高盛也达到28倍。就连雷曼兄弟在破产前，杠杆比例也有30倍。如果算上结构型投资工具SIV等表外业务，华尔街投行的杠杆倍数可高达50倍至60倍。套用商业银行的算法，这些投行的资本充足率约在1%~2%之间。在这样高的杠杆比例下，当资产价格下跌时，对投行财务的冲击就特别大。

4. 信用评级不严和金融监管不力。根据美国证券交易委员会(SEC)在2008年7月份发表的调查报告，在给高风险次贷金融产品进行评级时，美国三大信用评级机构都存在大量违反内部程序的行为，都未能避免利益冲突问题。比如，一些对高风险次贷金融产品进行信用评级的工作人员就直接参与了评级费用的商谈。由于评级费用由债券承销商支付，评级越高越利于债券销售，评级费用也越高，因此评级机构无法保证评级的独立性，评级机构对次级债券和衍生产品给予了与风险不对称的评级。此外，美国信用评级体系存在制度性缺陷，评级机构出于利益考虑，没有动力去纠正这些缺陷。在信用评级不严的同时，美国金融监管当局对市场上的金融创新监管松懈。可以说，金融监管当局对投资银行、评级机构和金融创新缺乏预见和监管滞后，是导致这场金融危机的主要原因之一。

二、国际金融危机的前景

从以上分析可以看出，这次源于美国的金融危机还远未结束，很多问题也还没有完全暴露，对危机影响的深度和广度现在还难下断论。但笔者认为，以下几点是可以明确的：

(一) 这次危机很严重。美国总统奥巴马在当选演讲中称此次全球金融危机为“百年来最为严峻的”，由此导致的挑战“是当世人平生最大的”。奥巴马的这一判断应该是有根据的，也代表了美国的主流看法。危机严重的根源在于美国面临实体经济和虚拟经济的双重调整。危机到底的信号是美国消费的大规模收缩、完成投资的经济周期收缩、虚拟经济泡沫的挤掉，如果再有科技创新带动新兴产业发展的趋势，则更好。

(二) 美国和欧盟、日本经济衰退将持续一个较长的时期。欧盟、日本的金融机构因大量购买美国的金融衍生品，再加上自身虚拟经济的缺陷和实体经济的不足，引发了严重的经济衰退。根据测算，笔者以为美国国内消费将比次贷前高峰时收缩20%左右才算回到正常。欧盟、日本的宏观经济面将跟随美国，在经济低谷徘徊一个较长的时期。笔者估测经济衰退为3年左右，然后慢慢回升。

(三) 中国经济因为财政金融形势好，消费升级、产业升级、城市化、基础设施现代化等引致的需求依然强劲，政府投资拉动的效应将在2009年第二季度显现，全年保8%的增长估计不成问题。如果启动国内消费的政策快速到位，产业振兴规划实施有力，则消费和投资的增长将抵消掉出口的收缩，如果新兴市场开拓成功，中国经济会在今后数年内能够保持8%~10%的增长。但恢复到10%以上的增长率，则要到美国、欧盟、日本等世界主要经济体经济走出低谷之后。

三、几点启示

(一) 宏观经济的基本原理是判断经济发展形势的根本点。宏观经济分析是为了解决两大问题，即短期的经济波动和长期的经济发展。对于短期的经济波动，总供给与总需求的平衡，即 $I=S$ ，始终是一个经济体尤其是大经济体宏观经济健康与否的根本指标。对于长期的经济发展，要素投入增长率和要素投入效率的提高是保证经济良性增长的根本原因。

(二) 政府与市场的关系不是恒定的。实际上，在市场经济运行体制和机制中，市场是基础，政府是引导，两者的作用都不可或缺。只是在不同的地区、时间，在不同的社会环境、科技条件下，政府和市场的作用力度、方向会有所不同，也就是说两种作用的比例不是恒定的，而是应该经常调整的。为了应对这次全球金融危机，各国政府不约而同地大力介入市场活动，尤其是美国、欧盟各国政府大量增持商业银行股份，让人以为西方新自由主义完全失败了。由于政府、市场两种作用比例的不固定性，学术的新自由主义经济学总有它的生命力，不会完全没落。所以，不能因为这次金融危机而得出一个市场无效、政府万能的结论。当这场危机平息后，政府作用在总体上一定会有所减弱。

(三) 虚拟经济服务于实体经济，虚拟经济的发展不能脱离实体经济。虚拟经济能够发展的根本理由在于实体经济的有效需求，虚拟经济只能赚取全社会的平均利润率，而不能贪图过高，尤其不能指望长期获得大大超过社会平均的利润率。同理，金融创新、资本市场开放等虚拟经济中的重大问题，一定要服从和服务于实体经济发展的需要，不能脱离实体经济去抽象地谈论虚拟经济中这些重大问题。

(四) 发展中经济体要高度重视比较优势和后发优势在追赶发达经济体过程中的作用。在全球化、信息化时代，比较优势、后发优势是发展中经济体实现快速发展的根本优势。在不同发展阶段，政策对两者的偏重是不同的，但充分发挥好这两种优势，是发展中经济体保持微观活力和宏观健康的根本。

(五) 发达经济体只有始终保持自己的领先优势才能保证自己的持续发展动力。发达经济体之所以发达，根本原因是经济活动的投入要素效率高，背后的支撑因素是科技创新、制度创新、文化创新。发达经济体一旦丧失它的领先优势，经济就会陷入停滞、衰退，被发展中经济体赶超。

参考文献：

{1}迈克尔·赫德森：《金融帝国》，第1版，中央文编译出版社，2008年8月。

{2}时寒冰：《中国怎么办》，第1版，机械工业出版社，2008年12月。

{3}高辉清、熊亦智、胡嘉妮：《世界金融危机及其对中国的影响》，《国际金融研究》2008年第11期。

{4}蒋定之：《美国金融危机的九个警示》，《学习时报》2008年11月17日。

{5}郑学勤：《2008年信用危机及其启示》，《中国证券报》2008年10月28日。

{6}克里斯·哈曼：《关于新自由主义理论研究的反思》，《国外理论动态》2008年第9、10期。

（何国勇系深圳市社会科学院科研处副处长；倪瑾，深圳市劳动和社会保障局培训处）

版权所有：中共深圳市委党校 粤ICP备05016979号