



7000 亿美元救市方案 并不意味着次贷危机的终结

历经曲折的救市方案

在华尔街经历了九月末史上最黑暗的一周后，美国财政部长保尔森向国会提交了一份 7000 亿美元的救市方案。该方案的最初版本是，由美国国会简单开出一张巨额支票，由美国财政部与美联储自由决断，用于购买遭遇困境的金融机构资产负债表上的不良资产。该方案因此被称之为“问题资产纾困计划”（Troubled Assets Relieve Program, TARP）。该方案与 1980 年代美国政府用来为储蓄贷款协会纾困的重组信托基金（Resolution Trust Fund, RTF）颇为相似。

该方案一经提出就受到很多经济学家与市场人士的尖锐批评。以克鲁格曼、斯蒂格利茨与罗比尼为代表的批评者指出，用规模如此之大的财政资金去购买金融机构账面上的不良资产，并不能从根本上解决问题，政府无疑是用纳税人的钱去冒险。第一，美国金融机构目前面临的最大问题是资产减记后的资本金不足，因此最有效的方法是直接用财政资金向金融机构注资，而不是购买金融机构的不良资产；第二，如果政府试图用购买金融机构不良资产的方式来缓解危机，那么政府必须支付高于不良资产市场价值的价格。这种过高的资产定价无疑将损害纳税人的利益；第三，次贷危机的根源在于抵押贷款借款者不能按期还本付息，而保尔森的救市方案并不能降低住房抵押贷款市场的违约率。

在来自国会两党领导人的压力下，保尔森被迫调整了最初的救市方案。新增条款主要包括：其一，7000 亿美元的财政资金分期支付。美国财政部可以直接动用 2500

美元。经美国总统同意后，可以动用另外 1000 亿美元。而其余 3500 亿美元支付，则由美国国会视救市方案的效果之后投票决定；其二，部分资金将用于帮助抵押贷款借款者与贷款者之间重新商议合同条款，避免违约家庭失去自己的房屋；其三，对接受援助的金融机构管理层的薪酬水平施加限制，防止获得援助的金融机构管理层利用“金色降落伞”等激励计划攫取大量奖金后拍屁股走人；其四，允许财政部获得部分金融机构的股权，从而保证一旦金融机构恢复正常经营后，纳税人可以得到一定程度的补偿；其五，成立一个由两党议员组成的委员会来监督救市资金的使用；其六，总统将在该方案实施五年后重新审查该方案是否盈亏平衡。如果该方案未能收支相抵，则财政部有权向该方案受益者征收相关税费以弥补资金缺口。

美国财政部与国会两党领导人就修改后的救市方案达成了一致。然而，9 月 29 日，该方案在众议院的投票表决中以 228 票对 205 票被否决。保尔森被迫再次调整救市方案，向其中加入两项新内容：一是提出一项针对美国家庭与企业的将近 1500 亿美元的额外减税计划；二是将美国联邦存款保险公司的存款保险上限由 10 万美元临时调增至 25 万美元。再度修正后的方案最终相继在美国参议院与众议院获得通过，并由美国总统布什签署实施。

7000 亿救市方案并不意味着次贷危机的终结

7000 亿美元救市方案的通过虽然有助于缓解金融机构进一步的资产减记压力，在短期内提振市场信心，但并不足以帮助美国金融市场以及实体经济从次贷危机的漩涡中脱身。各种证据表明，次贷危机将仍继续深化与扩展，仍将有更多的金融机构倒闭或被兼并收购，美国实体经济很可能陷入严重衰退，美联储可能进一步降息，美国财政部将被迫动用更多的财政资金，美国的财政赤字将会进一步扩大，从而对美国国债的信用等级以及美元有效汇率构成进一步的打压。

首先，美国的房价仍将进一步下跌。迄今为止美国 10 个城市或 20 个城市的标准普尔 Case 希勒指数均下跌了 20% 左右，市场普遍估计美国平均房价还有 10% 左右的下跌空间。房价继续下跌无疑将导致次级乃至优质抵押贷款的违约率继续上升，从而造成基于抵押贷款债权的 MBS、CDO 的信用等级被进一步调降、市场价值进一步缩水。如果金融机构继续持有这类 MBS 和 CDO 资产，则它们不得不继续减记资产；如果金融机构将这些资产出售给财政部，则财政部同样面临着减记资产的问题。

其次，美国政府对房利美、房地美与 AIG 的救助均贯彻了只保护债权人，而让这

些机构的股东们均承担损失的原则。美国政府以很低价格获得上述机构的股权，不但使得老股东们的股权被严重稀释，股票的市场价格也显著缩水。由于美国很多中小州立银行均是两房的首选股东，这些中小银行将因为两房倒闭而承受严重的账面损失。

再次，目前美国的商业票据市场、债券回购市场等短期货币市场基本上陷入停顿，代表着短期融资利率水平的 TED、OIS，以及美元 LIBOR 与联邦基金利率之间的息差均处于历史性的高水平。如果短期货币市场的紧张状况不能及时得到缓解，则所有依赖于短期货币市场进行融资的机构，包括投资银行、对冲基金、商业银行旗下的特别投资载体以及管道等依赖于“借短投长”模型进行盈利的金融机构，将持续面临越来越严重的短期债务压力。为偿还债务，它们不得不继续火线抛售（Fire-sale）金融资产，而资产抛售将造成这些机构持有的资产余额的价值下降。换句话说，由于短期融资市场陷入停顿，金融机构不得不抛售风险资产以偿还短期债务，但风险资产的抛售将造成金融机构所持有资产价值的进一步下降，导致更多的资产减记与潜在亏损。如果 7000 亿救市计划不能立刻缓解短期货币市场以及信贷市场面临的压力，或者金融机构以市定价（Mark to market）的会计方式不有所调整，则金融机构将继续爆出亏损甚至破产倒闭。

第四，信贷紧缩的局面没有得到根本性缓解。虽然联邦基金利率已经被调降至 2% 的水平，但是由于商业银行自身出现投资亏损而出现惜贷现象，以及违约率上升造成金融机构提高了对各类贷款的审核，导致美国居民与企业部门均面临较严重的信贷紧缩。持续的信贷紧缩、股票市场与房地产市场价值缩水的财富效应与托宾 Q 效应，使得危机从金融领域传导至实体经济。目前美国的居民消费、企业投资与房地产投资均出现下滑趋势，而唯一比较强劲的出口也将因为欧洲经济与日本经济的走软而好景不常。美国很有可能在 2008 年下半年陷入负增长。

第五，7000 亿美元的救市金额，相对于 12 万亿美元的住房抵押贷款、62 万亿美元的 CDS、数百万亿美元的金融衍生产品而言规模不算太大。如果 7000 亿美元被全部用于充实问题金融机构的资本金，则可能在很大程度上解决问题（考虑到资产与资本金之间的杠杆效应）。但如果 7000 亿美元仅用于购买不良资产，则这一救市方案的效果就不得不大打折扣。事实上，美国在历次大规模金融危机期间，均采用了利用财政资金直接向金融机构注资的方式。为什么美国财政部这次提出用财政资金购买不良资产的方案，目前尚不得而知。一个重要原因之一，是如果利用财政资金注资，则很

多金融机构将被国有化。这可能是一贯标榜自由市场资本主义的美国政府与国会所不愿意看到的。

第六，次贷危机以来美国政府的救市举措将极大地恶化美国政府的财政状况。2008 年年初白宫曾预计，2008 年财年美国政府的财政赤字将达到 4100 亿美元。而次贷危机爆发后，美国政府先后推出了 1680 亿美元的减税计划、用 2000 亿美元救助两房、用 850 亿美元救助 AIG、7000 亿美元救市方案，以及与 7000 亿美元救市方案捆绑在一起的大约 1500 亿美元的额外减税，简单计算，则次贷危机爆发以来美国政府与救市相关的潜在财政支出已经高达 1.3 万亿美元。这还不包括美联储通过各种创新机制向金融机构注入的上万亿美元流动性贷款中可能出现的坏账。唯一可以确定的是，次贷危机尘埃落定之后，美国政府的财政赤字将会达到创纪录的水平。在经济衰退、金融市场动荡、财政赤字飙升的背景下，美国国债的信用等级，以及美元的有效汇率都将面临严峻考验。

欧洲的危机可能更加严重

就在九月底之前，还有不少欧洲政客对美国次贷危机幸灾乐祸，认为这是盎格鲁—萨克逊式金融自由主义的重大失败。更有人认为这是美元没落欧元上升的标志性事件。然而九月底的一系列事件证明这只是欧洲政客们的短视与一厢情愿。短短一两周内，德国的 Hypo Real Estate、比利时的 Fotis 与 Dexia、英国的布拉德福德-宾利等纷纷出了问题。爱尔兰甚至提出了为自己国内六大主要贷款商的所有负债提供保险的激进举措。

据英国《每日电讯》报道，法国财政部长 Lagarde 曾经请求美国财政部长保尔森对 AIG 进行救援。因为 AIG 为欧洲银行提供了价值 300 亿美元的信用保险，而且这些信用保险被欧洲银行用于“降低监管资本要求，而非用于降低所承担的风险”。一旦 AIG 轰然倒塌，一大批欧洲银行将面临资本金严重不足的困境。此外，欧洲银行的杠杆比率以及表外资产的规模与风险，可能并不亚于其美国同行。由于欧洲金融体系相对美国而言更加依赖于银行融资，一旦银行体系爆发危机，则欧洲实体经济面临的打击将会更加沉重。

更令人担忧的是，作为一个松散的政治实体的欧盟，很难像美国那样，能够在很短时间内通过一个庞大的财政刺激方案来应对危机，这已经远远超过了欧洲央行的权限。事实上，由法国总统萨科齐提出的成立欧盟紧急基金的倡议，已经被德国的政客

们否决了。

在市场面临严重危机的情况下，欧盟这种讨价还价式的缓慢决策方式注定会错过出台救市方案的最佳时机。目前已经有很多分析人士对于欧洲央行未能及时降息提出批评。欧盟也很难出台整体性的财政纾困方案。再考虑到欧洲的金融市场不如美国金融市场灵活，则一旦金融危机在欧洲全面爆发，欧洲的金融市场和实体经济将面临更为严重的冲击。这也是为什么近来虽然美国金融市场负面消息频出，但美元却相对于欧元不断升值的根本原因之一。

中国如何应对危机的深化

诚如温家宝总理所言，在全球金融危机动荡时刻，中国经济保持持续较快增长，就是对世界经济作出的最大贡献。问题在于，在当前非常不利的国际环境下，由于中国经济本身也处于一个景气周期下行的阶段，中国经济要做到独善其身是非常困难的。

次贷危机对中国宏观经济增长的最重要冲击是外需下降。不仅美国外需下降，次贷危机还造成其他发达国家或地区对中国出口产品的外需普遍下降。例如目前中国对欧盟的出口增速也显著放缓。在外需下降、劳动力成本提高、信贷成本提高、原材料与燃料价格上升、出口退税率下降、环保压力加大、人民币升值等各种不利因素冲击下，中国出口行业面临着前所未有的压力。一方面，这种压力为中国出口行业的产业升级与收购兼并提供了外部动力。然而另一方面，如果外部压力造成太多的出口企业倒闭，不仅会危及短期经济增长，甚至也不利于长期的结构性调整。

问题的关键在于，在造成当前出口行业面临不利环境的诸多因素中，哪些因素是我们可控的，其中哪些因素是应该调整的。我们认为，外需下降、原材料与燃料价格上升是外部不可控因素。而在其他因素中，环境保护事关中国经济的可持续增长、人民币升值关系到中国国内制造业与服务业之间的产业结构调整，关于这两项政策应该有更加长远的考量。而除此之外，在劳动力与信贷成本、出口退税政策方面，政府都应该出台更加积极的政策。新劳动法的实施应该缓行或者更加变通、在货币政策方面可考虑扩大对出口企业的信贷额度。出口退税应该成为一项中性政策，而非用于刺激或遏制贸易增长的政策工具，因此，可以考虑将出口退税率提高到出口企业实际承担的国内增值税负担的水平。此外，如果中国外贸顺差的绝对水平发生大规模下降，FDI的流入显著放缓，则在更加市场化的人民币汇率制度下，人民币有效汇率的升值幅度

也会自然放缓。

无论如何，美国经济陷入衰退已经不可避免，欧盟经济同样不容乐观。中国出口行业将在 2009 至 2010 年面临前所未有的困难局面。即使中国政府通过各种手段刺激出口，也难以阻止出口增速的下降甚至绝对值的下滑。在这一前提下，为保证国民经济平稳增长，中国政府必须通过有效手段来刺激内需，以消费与投资的更高增长来对冲净出口的下降。

中国宏观经济目前面临的另一大问题是固定资产投资的实际增长速度下滑，尤其是与房地产市场相关的投资。从 2007 年下半年起，在沿海某些城市开始出现房地产成交量萎缩与价格下降的情况。2008 年更多的大城市出现房地产交易量价齐跌的局面。如果说房地产价格的适度下跌有助于提高中国居民的购买能力，是中国政府针对房地产行业出台的大量宏观调控措施的本意，那么房地产市场价格崩溃以及房地产相关投资严重萎缩的局面，既不利于中国宏观经济增长，也不利于提高中国居民的支付能力（因为可能出现大量的失业，以及随之而来的工资水平下降），还可能造成中国银行业的系统性风险。因此，为防止房地产行业的积极调整转变为破坏性的市场崩盘，中国政府也应该作出一些适当的政策调整。当然，那些针对房地产开发商囤积土地与房源、恶意哄抬价格的调控措施应该保留，例如开发商不得用银行贷款缴纳土地出让金、政府收回两年之内未开发的土地、房地产增值税等。政府可以放松的是对居民购买第二套房屋的利率管制、降低二手房交易税等抑制购房需求的措施。在市场敏感时期，我们必须确保合理挤压房地产市场价格泡沫的力度不致于导致整个市场崩盘。目前适当放松某些相关政策，要比房地产市场出现系统性风险后，政府无限制地放松信贷政策要好得多。

次贷危机对中国经济的另一大冲击是造成中国外汇储备的国际购买力严重缩水。目前中国的外汇储备已经接近两万亿美元，其中至少一万亿美元投资于美国国债与机构债。两房倒闭使得中国机构债面临巨大的潜在损失，而两房的国有化不过意味着潜在损失由美国机构债转为美国国债。事实上，只要中国持有庞大的外汇储备，中国就不可能从次贷危机这一全球金融市场的系统性风险中脱身。中国央行也很难通过外汇储备的多元化来降低系统性风险。虽然美元资产面临着信用等级下降以及美元贬值的风险，但如前所述，欧元资产的前景不容乐观，日元资产的收益率太低，而其他币种资产或者市场规模太小、或者流动性不足。从长期来看，如果中国政府不积极调整出口导向的外贸外资政策，不及时地让市场来决定人民币汇率水平，外汇储备规模将

会继续上升，而中国政府也将持续面临外汇储备购买力缩水的冲击，次贷危机不过是冲击的开始。

从短期来看，中国很难通过减持美元资产来规避美元贬值以及美元资产违约率上升的风险（这将导致尚未减持美元资产的市场价值大幅下降）。在中国新增的外汇储备中，必然仍将有相当部分投资于美元资产。既然这已经成为既成事实，中国政府或许可以在全球政府联合应对次贷危机的过程中表现出更加积极的姿态。在 10 年前的东南亚金融危机时，中国政府郑重承诺人民币不贬值，从而抑制了危机的进一步深化，提高了中国政府的国际声誉。在次贷危机肆虐的今天，中国政府也可以承诺在危机期间不显著减持美元资产，从而为稳定美国金融市场以及美元汇率作出自己的贡献（当然，这其中不排除与美国政府就某些政治问题进行讨价还价的可能性——例如台湾问题或对华军售问题）。

国内某些舆论的观点是前后矛盾的。例如，一些分析人士认为，中国不应该对美国进行援助，中国应该抛售美元资产，让美国政府自作自受、让美国经济自生自灭；但这些人士又同时认为，中国应该让人民币对美元贬值，通过扩大出口来刺激经济。事实上，在全球化的世界经济中，中国不可能独善其身，中国经济保持持续增长，中国政府保持外汇储备的保值增值，就等于是在援助美国。那种既希望中国通过出口拉动经济，又试图在次贷危机中置身事外的看法既是不现实的，也是非常危险的。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。