



国际战略研究简报

International and Strategic Studies Report

第24期

2008年10月27日

北京大学国际战略研究中心主办

Center for International and Strategic Studies, Peking University

美国金融危机及其影响

中银国际控股有限公司首席经济学家 曹远征

编者按：2008年10月18日，曹远征先生莅临北京大学国际关系学院，向出席国关学院校友会的代表做了题为《美国金融危机及其影响》的学术报告。曹先生介绍和分析了当前美国次贷危机的发生根源和发展过程，对世界和中国经济的影响，以及带给中国的挑战与机遇。

一、美国次贷危机的根源

冷战结束以来，世界经济才进入了真正意义上的全球化时代。市场规模在全球范围内得到扩展从而形成了“全球化的红利”，并为世界各国所分享。以中国为代表的新兴经济体，以其低成本的制造业优势通过出口获得了巨额贸易顺差；以石油输出国俄罗斯为代表的能源资源出口国，也因为新兴经济体工业化趋势的推动，不仅出口大增，而且产品价格上升；与此同时，以美国为代表的发达国家凭借着其金融服务业优势，在改善全球资源配置效率的同时，亦分享了全球化的红利。现在的金融危机的实质就是全世界人民为美国没有支付房贷能力的人“买单”。

在经济全球化大潮下，美国的经济发展模式发生了悄然的变化。20世纪80年代以后，家庭消费逐渐在美国经济中占据主导地位。金融创新使美国的家庭通过负债实现超前消费。尤其是20世纪90年代以来以住房抵押贷款和消费信贷证券化为代表的金融创新刺激了家庭负债的增加。2000—2007年，美国私人消费对GDP增长的贡献率逐渐达到80%左右，美国进入了一个消费经济的时代。



金融创新不仅使美国家庭可以负债消费，同时其资产收益也成为美国家庭的重要收入来源。20世纪80年代以来，与亚洲国家储蓄型经济模式相比，美国经济模式转换为资产型，金融资产成为美国家庭的重要收入，股票和房地产投资在美国家庭资产中占重要地位。房价和股价因之也成为影响消费的重要因素，房价的波动极大影响了美国消费者物价指数（CPI）的变化。2007年以前，房价的持续走高导致美国消费者物价指数持续上升。在此过程中，美国住房的销量大增，2006年的新屋开工量达到顶峰，当时美国住房投资占GDP的比重高达6.3%，是继朝鲜战争后美国住房投资最多的一年。住房投资扩大的一个重要原因就是房贷在不断增加，带动美国资本市场也随之发生变化，其中的债务市场飞速发展，债务市值占资本市场市值的58%，而债务市场中住房抵押债券占14%。房贷占GDP的比重达到70%以上，对美国来说，整个国家的经济是建立在负债的基础上的，而且这种债务在不断增长。

众所周知，美国实体经济的三大支柱产业分别为钢铁、汽车和房地产，其中钢铁和汽车这两大产业在上世纪90年代初就都已经被日本赶超。随后，美国出现了以高科技信息产业为代表的“新经济”，并由此实现连续106个月的经济增长。2000年美国信息产业泡沫破裂，并导致经济衰退。9·11事件之后，美国政府竭力通过金融创新刺激经济发展，其着力点又是房地产。依靠房地产的发展，过去七年中美国的经济增长依然强劲，形成了以金融创新支持寅吃卯粮，透支未来为特征的虚拟经济。虽然早在2004年就有学者预言这种经济模式无法维持，但是，全球化使得美国可以将其风险分散转移到全世界，故而原本早应该出现问题的美国房地产市场始终没有出现重大危机。

二、美国金融危机对世界的影响及其预期

哈佛教授肯尼思·罗格夫（Kenneth Rogoff）曾以一句话概括这次金融危机：“费解的金融产品、迟钝的监管者、神经质的投资者，这就是21世纪第一场金融危机所包含的全部内容。”也就是说，流动性短缺、资产价格下跌、资本金不足以及经济周期下行这四大恶性循环同时作用，导致这场给世界带来巨大冲击的金融危机的爆发。

目前，世界各大地区经济体的状况和前景如何呢？2007年第二季度至2008年第三季度，美国GDP下降约1.6个百分点，失业率的快速攀升和资产收益的下降将导致美国消费和经济增速进一步下降。此外，根据欧盟的协议，各成员国财政赤字不能超过GDP的3%，债务不能超过60%，目前许多成员国已远远高出这一警戒线，欧洲国家可能面临更大的困难。亚洲的境况相对较好，尤其是中国因

为国际收支和财政收入的双顺差，似能维持相对高的经济增长。非洲金融产业不发达，因此受伤害较少。不过全球市场萎缩和美元贬值将导致燃料和食品的价格上涨，这也许给非洲带来人道主义危机。拉丁美洲的情况则介于非洲与亚洲之间，拉美国家目前已采取“抱团取暖”的急救策略，“去美元化”的趋势逐渐显现。OPEC 成员国的收入将有所下降。俄罗斯前几年凭借高油价获利不菲，面对此次金融危机相对从容，近期对冰岛三家银行的收购便显现了俄罗斯在金融领域的实力。

对于此次危机的持续时间以及发展过程该作何估计呢？根据 IMF 的预测，2009 年全球经济增长将仅为 3%，为 2002 年以来最低水平，处于 IMF 确定的全球经济衰退的临界点。经济学家普遍预计在政府干预下，此次衰退幅度不致太过剧烈，但持续时间很长。按照最乐观的估计，衰退将持续两年，而 2009 年是最难过的一年。同时也有人悲观地认为衰退将持续 10 年，甚至 20 年，也就是所谓的“L”型周期。“L”型周期的逻辑基于在国际化条件下所形成的发达国家与发展中国家的新格局。以中美之间当前的经济关系为例，中国对美出口造成顺差，顺差又投入美国国债市场，中国的经常性项目成为美国资本项目顺差的来源，两国国际收支的不平衡成为相互平衡的条件，中国和美国由此产生高度相互依存的经济关系。中国出口增加是美国人过分花钱的结果，如果美国模式出现问题，那么中国经济也将受其拖累。

目前，金融危机对实体危机的影响才刚刚显现。以中国为代表的储蓄型经济模式与以美国为代表的资产型经济模式都需要进行重大调整。总的来说，世界经济将进入幅度不剧烈但持续时间较长的衰退期。这个经济的冬天不太冷，但时间会相当长。

三、金融危机面前中国的机遇

由于中国金融业相对较低的发展水平，此次危机对中国金融机构的打击相对来说不是很大，但是对包括出口产业在内的实体经济的影响比较突出。今年外商对我国企业贷款的拖欠达到往年的两到三倍，沿海地区很多小企业由于贷款无法回收而倒闭。据预测，2009 年将是中国经济相当困难的一年。不过，此次危机也给中国带来前所未有的机遇。既有的国际货币体系暴露出相当严重的弊病，世界各国逐渐认识到这一体系必须重建，而人民币在重建过程中有望大显身手。

此次金融危机将极大冲击以美元为中心的国际货币体系。既有国际货币体系，即布雷顿森林体系的要点有三：第一，美元与黄金挂钩（1 盎司黄金 = 35 美元）；第二，各国货币与美元挂钩，进而间接与黄金挂钩；第三，各国负有义务维持美元汇率的稳定。但是这一体系却存在着“特里芬难题”，即美国必须保持国际收支



逆差，否则他国不具备以美元清偿的能力，但是长期的国际收支逆差，又必然会造成美元贬值，由此带来国际货币体系的不稳定。

此外，在布雷顿森林体系下，美联储本应成为全球的中心银行，为全球的金融稳定承担责任，但现实中美联储仅是美国的中央银行，不愿也不能为全球金融稳定承担责任。由于美元是全球的主要结算和支付货币，美国的金融问题便通过美元扩散到全世界，不负责任的美元政策将给世界经济带来压力。据测算，美元每贬值1%，油价就要上涨4美元。例如，石油输出国组织认为油价疯涨的原因并不是产量不够，而是美元的持续贬值，并提出用欧元或者石油货币进行结算。此次金融危机便凸显了这一体系的不合理性。虽然短期内各国应相互支持，共同维持目前的国际货币体系，但是从长期看，我们需要重建国际货币体系。

在重建国际经济秩序的过程中，人民币作为一种比较稳定的货币势必发挥更加积极的作用。促进人民币的国际化应当是我们努力的方向，这首先可以在亚洲地区进行，目前已有四大有利条件：第一，人民币在亚洲地区受到许多国家的认可，甚至被视为“硬通货”。今年越南爆发的金融危机中，人们纷纷抢购美元和人民币的现象即是明证。第二，中国对亚洲国家存在着贸易逆差，表明中国有对外支付的义务，目前是用第三国货币支付，今后可与这些国家协商改为用人民币支付。第三，中国同周边国家的各种双边、多边机制的发展也需要相应货币制度的变革。例如，“中国—东盟”贸易投资自由化、上海合作组织从政治合作向经济合作的转变，都需要制定新的货币制度与之相适应。第四，亚洲金融危机以后，亚洲各国之间已达成的多边货币协定也为人民币国际化提供了空间，而香港作为国际金融中心可以提供技术服务和制度支持。

倘若美国7000亿美元的救市计划成功实施，将会导致美元的持续贬值从而使得美元计价不准。人民币有机会依靠计价、结算、支付的国际化在亚洲地区成为有影响的主导货币。美国的世界霸权建立在美元的世界霸权基础之上。人民币国际化，不仅有利于中国的国家利益，也将促进这一地区的稳定。只要抓住这一难得的历史机遇，中国的国际地位和影响力都会随着人民币的国际化而不断上升，这是中国和平崛起的一次历史性机遇。

（本文由北京大学国际关系学院研究生龚正根据录音整理，经作者审定）

编辑：赵明昊 审核：王缉思

网址：www.ciss.pku.edu.cn

邮件地址：CISS@pku.edu.cn

地址：北京 北京大学国际关系学院

电话：86-10-62756530

邮编：100871

传真：86-10-62759302