从美国次贷危机到全球金融危机：对中国的冲击及对策建议

陈凤英

内容提要：美国次贷危机引爆华尔街金融风暴，最终演变成全球金融危机，迄今尚未见底。全球金融危机正向实体经济蔓延，将世界经济推向衰退深渊，吞噬着各国发展成果。在全球化背景下，中国经济难以独善其身。全球金融危机恶化中国外部经济环境，影响国内金融市场稳定，加大经济硬着陆风险。然而，危机源自美国，欧洲首当其冲，中国不在危机中心，冲击与影响可控。“百年一遇”的危机潜藏巨大风险，亦孕育着诸多机遇。我们要以大思路谋划“后金融危机时代”的全球发展蓝图；以大智慧避风险，抢先机，抓机遇，全力以赴拓展国际合作空间，为下一轮经济扩张厉兵秣马；以内需拉动、科技创新，做大与做强国内产业，为经济转型夯实基础，实现和平发展的战略目标。

关键词：美国次贷危机　全球金融危机　对中国冲击　对策建议

一、美国次贷危机引发全球金融危机

2008年影响世界经济的最大事件是，美国次贷危机引爆华尔街金融风暴，并迅速蔓延全球，演变成世界性金融危机，导致美、欧、日经济技术性衰退。危机引发华尔街史无前例的金融变局：美国最大的五家投资银行——高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和贝尔斯登在不到半年时间内全部折翼，后三家倒闭或被并购，前两家被迫转型为商业银行；美国最大两家政府担保的住房抵押贷款融资公司房利美与房地美（简称“两房”）最后被政府接管；世界最大的保险公司美国国际集团（AIG）被迫寻求政府庇护；美国最大的储蓄银行华盛顿互

陈凤英　中国现代国际关系研究院世界经济研究所所长、研究员。

惠银行被摩根大通公司收购；商业银行巨头花旗集团不得不一分为二，等等。华尔街乃至全球金融市场一时风声鹤唳，深陷自20世纪30年代大萧条以来最严重的金融危机。

华尔街发生的一系列世纪变局让世界惊恐异常：美国前财政部长保尔森深感“愤怒”，悲叹这是“美国的耻辱”；经济学界视其为“一个时代的终结”；美联储前主席格林斯潘称之为“百年一遇”；金融大鳄索罗斯认为，华尔街金融危机是“市场原教旨主义”带来的严重后果。人们开始怀疑美式资本主义的发展模式，认为华尔街金融危机实质是美国新自由主义的危机，是市场过度投机与贪婪导致的必然结果。美欧金融机构纷纷实施“国有化”使人们看到，20世纪大萧条时期盛行的凯恩斯主义正在回归，政府“看得见的手”正在力挽狂澜，全球政府救市力度之大、合作之密实属空前和罕见。但是，全球金融和资本市场依然如惊弓之鸟，股市依然大跌不止，原因何在？因为，危机由金融层面蔓延至信心层面，变成大萧条以来最严重的信心危机。恢复信心需要时间，需要各国决策者的智慧与魄力，需要具体政策与措施，需要利好消息作支撑。

人们开始怀疑美式资本主义的发展模式，认为华尔街金融危机实质是美国新自由主义的危机，是市场过度投机与贪婪导致的必然结果。

经济全球化与金融证券化，使发端于美国的次贷危机极具扩散性与传染性，世界各国很难不被卷入，特别是欧洲首当其冲。此前，一些欧洲国家如西班牙、英国、爱尔兰、丹麦、冰岛、挪威、芬兰等房地产价格上涨幅度高于美国；期间，英国、比利时、荷兰、冰岛、德国等银行大量购买美国的次贷债券；迄今，美国房价调整超过两年，欧洲国家房价调整只有一年。结果是，冰岛银行体系在金融风暴冲击下全面崩溃，国家陷入“破产状态”，因为其银行资产是GDP规模的10倍多，又购买了大量美国的“有毒”金融资产；英国只得对大银行实行部分国有化；德国仓促出资拯救陷入困境中的商业地产贷款机构；法国最大两家银行宣布合并；以比利时、荷兰、卢森堡为基地的富通银行遭遇麻烦，等等。

金融危机拖累全球实体经济。主要表现为以下几个方面。一是造成巨大资产损失。据统计，截至2008年12月3日，危机已造成全球金融机构损失9650亿美元，其中美国损失6541亿美元，欧洲损失2709亿美元，亚洲为300亿美元。[1] 另据国际货币基金组织（IMF）估计，金融危机将最终给全球造成1.405万亿美元的损失，其中债券损失将达9800亿美元，贷款损失为4250亿美元。[2] 英国苏格兰银行则认为，损失将高达1.8万亿英镑（约合2.8万亿美元，按预测当时的汇率折算）。二是引发严重负财富效应。华尔街金融风暴迅速演变成信心危机，全球股市“蝴蝶效应”凸显，世界陷入30多年来最严重的熊市，全球股市市值蒸发达

1 ADB, *Asia Economic Monitor 2008*, December 2008, p.48.

2 Goldman Sachs; JPMorgan Chase &Co; Lehman Brothers; Market Com; Merrill Lynch and IMF staff estimates.

29.1万亿美元，相当于2007年全球产出的53%。各国央行联手频频降息，向市场注资达11万亿美元，但投资者信心依然低迷。三是恶化宏观经济环境。美国次贷危机及此后的全球金融危机明显恶化全球宏观经济运行环境，国际经济乱象纷呈，让各国决策者措手不及。2008年，美元超贬后猛升，粮油价飙涨后暴跌，通胀上涨转为通缩风险，迫使各国宏观政策由紧变松。四是扼杀投资与消费。危机冲击各行各业，国际贸易与投资全面收缩，惜贷惜购现象蔓延，大批企业倒闭，制造业尤其是汽车业面临生存危机，造成大量失业，加剧贫困问题。据联合国估计，金融危机将使全球失业人口新增2000万，总数高达2.1亿，贫困人口将新增1亿，总数达5亿。[1]

二、金融危机对中国冲击与影响

与20世纪90年代的金融危机不同，此次危机源自美国次贷危机，首先是美欧虚拟经济危机。鉴于中国资本账户尚未开放，资本市场未与世界金融市场完全接轨，使危机对中国的冲击远小于发达国家与其他新兴市场。然而，全球金融危机正在由虚拟经济向实体经济蔓延，可能将世界经济推入严重衰退，全球面临大萧条以来最严峻的挑战。特别是，在经济全球化的今天，没有一个国家可独善其身，中国经济亦不例外，正面临近20年来最严峻的外部经济环境。

金融与资本

海外投资风险上升。据中国银监会颁布的《中国银行业监督管理委员会2007年年报》统计，2007年底中资银行业金融机构在海外设立了60家分支机构，海外总资产达到2674亿美元。金融危机使中国海外投资风险上升。首先，中资金融机构对美国债券市场投资遭受损失。如对黑石公司、摩根士丹利公司、“两房”，以及雷曼兄弟公司等投资，都遭遇不同程度的账面或实际损失。据中国人民银行统计，中国银行涉及次贷的金额为100亿美元。其中14家中资银行投资美国“两房”债券，7家商业银行持有雷曼兄弟公司债券。鉴于金融危机尚未见底，最终损失尚难准确评估，但是相对于赢利能力和资本实力，中资金融机构遭受的损失依然较小。美国毕马威会计事务所报告认为，中国银行业虽然遭受一些损失，但中国的银行业情况最好，或许能以最小的损失渡过金融危机。其次，中国居民海外理财产品损失严重。雷曼兄弟是QDII华安基金的国际保本负责机构，其破产导致基金持有者本金损失严重。雷曼兄弟的最大债权人——花旗银行在中国参与近10种QDII基金，其中海外房产QDII基金与美日房地产股指挂钩，损失十分惨重。此外，危机对中国金融业的主要挑战是，金融危机将使世界经济陷

1 The United Nations, *World Economic Situation and Prospects 2009*, January, 2009.

入衰退，中国银行业面临不良贷款增加的系统性风险上升。

股市雪上加霜。一方面，华尔街金融风暴引发全球性股灾，加剧深度调整中的中国股市下挫。金融危机引发股市“蝴蝶效应”，全球股市一片熊态。据英国《经济学家》统计，截至2008年12月29日，全球股市平均下挫44.7%，新兴市场下跌更甚，达55.2%，发达国家为43.3%。[1] 蝴蝶效应引发中国股市激烈震荡，全年跌幅超过大多数新兴市场，更大于美欧等危机国家，沪指全年暴跌67.6%，严重挫伤市场信心，负财富效应凸显，直接影响企业融资与居民消费。另一方面，全球股灾使在海外上市的中国概念股深受牵累。雷曼兄弟持有中国在港上市的联想、腾讯、金山、中国电信、中国网通、中国移动、中国联通、中铁、富力地产和绿城中国等股份，并持有在美国上市的中国概念股，如携程、百度等。与其关联的公司股票大幅下跌，公司业绩受影响，一些甚至面临被转让、抵押或拍卖的境地。最近，以美欧战略投资者为主的外资金融机构大笔抛售中资银行股份，使工行、建行、中行等银行H股股价全线下跌，影响不可小视。

外资加速撤离。国际金融市场流动性枯竭，使外资加速从中国资本市场撤离。其一，美国金融机构接连倒闭，严重打击全球投资者信心，外资在华投资趋于谨慎，纷纷采取“紧急避险”措施，撤资观望情绪蔓延；其二，美欧银行业深陷危机，急需增加流动性，从华撤资特别是短期资本，以救燃眉之急，由此引发国际资本加速流出。特别在A股市场低迷情况下，外资撤离必然给中国股市资金供给带来更大压力。去年奥运后中国股市持续暴跌，一定程度上与外资撤离有关。2009年初，瑞士银行、摩根大通、美国银行、李嘉诚基金会以及苏格兰皇家银行（RBS）分别减持或清空所持中行、建行和招行股份，合计套现60多亿美元。英国《金融时报》称，高盛、花旗、汇丰、淡马锡和RBS等外国金融机构持有的中国各大银行股份价值达数百亿美元。2009年仍将有外资银行持有的中资银行股份解禁，其中高盛集团、安联保险和美国运通公司合计持有工行7.3%股份，禁售期将分别于4月和10月结束；RBS持有的中行8.3%股份也将于12月解禁。RBS最近表示，该行正在评估其所持中行股份。届时，如果外资再次大量集中抛售，将引发中资银行股价异常波动，影响香港乃至大陆资本市场稳定。

美欧银行业深陷危机，急需增加流动性，从华撤资特别是短期资本，以救燃眉之急，由此引发国际资本加速流出。

美元资产缩水。金融危机与经济衰退，使美国经济基本面恶化，经常账户逆差未能有效改善，美元得不到有效支撑而持续贬值。另外，为刺激经济，美国正大量印发货币，未来美元流动性过剩不可避免，近期利率又降至历史低点，财政赤字则创历史新高，外债猛增并短期化。一旦去杠杆化进程结束，美元将恢复下跌走势并可能硬着陆。从政策层面看，美元贬值有利于刺激美国商品出口，符合

1 *The Economists*, January 3, 2009.

奥巴马政府的“公平”贸易与振兴制造业的政策主张，也可减轻美国债务负担。美元震荡将影响人民币汇率的不稳定性，外汇储备与美元资产缩水风险加大。特别是，迄今为止中国持有的美元资产仍在增加。据统计，截至2008年12月，中国外汇储备达到1.946万亿美元，且以美元为主，主要投资于美国。另外，到2008年11月底，中国持有的美国国债达到6819亿美元，加之企业债券等，共持有美元资产超过1万亿美元。中国持有的美元资产虽然受美国政府的信用担保，安全系数较高，但是在金融危机深化情况下，美国金融经济前景不明，美元持续贬值会导致中国的美元资产进一步缩水，风险日益增大。

产业与贸易

影响工业生产。雷曼、美林、AIG等来华拓展业务十余载，领域涵盖金融服务、信用评级、保险业、房地产、制造业等，近两年业务拓展较快。其倒闭或被并购，将使在华业务前途未卜，部分可能收缩或被抛售。华尔街金融风暴后，摩根士丹利等开始出售在华住宅项目，引起中国房地产市场恐慌。可以说，近期中国房地产市场迅速降温，与华尔街金融风暴有一定关系。另外，美欧汽车业萧条，开始影响中国汽车业发展。全球金融危机使中国消费者购车能力和意愿削弱，即使有购买能力的消费者同样存在持币观望的态度，使车价和成交量不断下跌。然而，汽车和房地产行业是中国经济的支柱产业，其产业链上游关系到水泥、钢铁等行业，下游与消费和内需紧密相连。事实上，金融危机对中国产业影响全面而深远。据国家统计局统计，截至2008年11月，钢铁行业产量前11个月为53075.45万吨，同比增长4.3%，但11月仅为4230.12万吨，同比下降了11%；11月份焦碳、发电量、家电冰箱产量等增长速度同比分别下降29.7%、9.6%和4.9%；中国工业增加值增速从2月的15.4%回落到11月的5.4%，全年规模以上工业增加值比上年增长12.9%，增速比上年回落5.6个百分点。工业生产增长明显放缓，企业利润增速回落，经济硬着陆迹象明显。

恶化贸易环境。金融危机令全球经济衰退，西方经济陷入深度衰退，新兴市场与发展中国家经济全面回落，全球商品需求严重不足，国际贸易出现负增长。虽然自2001年以来中国一直在推进贸易多元化战略，与新兴市场的贸易关系明显增强，但是在发达国家与新兴市场的商品需求同时趋软下，中国进出口贸易不可避免受到冲击。2008年，受出口成本激增、外部需求减弱、人民币升值等影响，中国商品进出口仍然增长17.8%，总值达25616.3亿美元，出口为14285.5亿美元，增长7.2%，进口为11330.8亿美元，增长18.5%。但是，与2007年相比，进出口增长速度回落5.7个百分点，出口增长则回落8.5个百分点。应该说，在国际贸易普遍疲软背景下，中国外贸能够取得上述成绩值得庆贺。但是，金融危机对中国外贸冲击在去年11—12月明显加大，外贸进出口连续两个月负增长，是自2001年10月以来的首次，月度进出口同时下降则为1998年10月以来的第一

次。据估计，2009年全球金融危机对中国外贸冲击将进一步加大。据IMF预测，2009年全球国际贸易将由2008年增长4.1%变为下降2.8%，发达国家和新兴市场及发展中国家的商品进口将分别下降3.1%和2.2%，出口则分别下降3.7%和0.8%。[1] 这表明，全球金融危机对中国贸易的真正考验是在2009年，寒流将至前景堪忧。

宏观环境与经济决策

通胀与通缩风险。2008年，全球宏观经济形势变化之大实属罕见，让中国决策者措手不及，宏观政策由上半年的“从紧”匆匆变为下半年的“宽松”。上半年，国际粮油矿价格飙涨，加大中国输入型通胀压力，推高消费者物价指数与生产价格，迫使中国宏观政策以抑制通胀为主要目标。下半年，全球金融危机爆发，发达国家经济出现技术性衰退，导致大宗商品价格从高位直线下滑，发达国家出现通缩威胁，保增长与防通缩成为中国宏观经济政策的重要目标。

就业形势严峻。外部市场订单锐减使沿海劳动密集型企业大量倒闭，房地产与汽车等行业萎靡不振，能源与钢铁等行业利润严重下滑等，迅速恶化中国的就业市场，农民工不得不大量提前返乡，大学生只好推迟就业。尤其是沿海发达地区从事外贸的中小企业，外需减少使其生产深受冲击，导致近2000万农民工失去就业岗位。[2] 解决就业成为中国宏观政策的重要目标。

经济硬着陆风险。当前，世界经济面临金融危机与商业周期收缩的双重压力，金融危机加大周期调整难度，加深经济收缩程度，延长萧条时间。最近，IMF强调，在全球金融恢复稳定之前，世界经济不可能真正复苏。IMF预测，按购买力平价计算，2009年世界经济增长将由2008年的3.4%降到0.5%，按市场汇率计算，则将由增长2.2%变为下降0.6%，将是“二战”以来世界经济增长最低的年份。2009年，预计发达国家经济将由2008年增长1%变为衰退2%，新兴市场与发展中国家经济增长将由6.3%降至3.3%。[3] 在严峻的外部经济环境影响下，中国经济增长迅速大幅滑落，2008年GDP增长由上年的13%降至9%，尤其是第四季度甚至跌到6.8%。2009年世界经济深度衰退，将加大中国经济硬着陆风险。世界银行预测，2009年中国经济增长将放缓到7.5%，IMF预测只能增长6.7%。可见，工业生产增长明显放缓、企业利润锐减、就业形势严峻、投资与消费意愿骤降，将严重影响中国经济，使政府宏观政策难度加大。

世界经济面临金融危机与商业周期收缩的双重压力，金融危机加大周期调整难度，加深经济收缩程度，延长萧条时间。

1 The IMF, *World Economic Outlook UPDATE*, January 28, 2009.

2 “2000万农民工因金融危机失业”，2009年2月3日，人民网，http: //politics: people.com.cn/GB/1026/8737324.html。

3 The IMF, *World Economic Outlook UPDATE*, January 28, 2009.

三、应对金融危机的政策思路

1. 以大战略谋划“后危机时代”的全球发展蓝图

每一次危机都是一次洗牌，尤其是当前面临“百年一遇”的金融危机，风险巨大，但机遇空前。我们在采取增加政府投资，扩大居民消费，保经济增长等短期应对措施外，更要以大思路与大战略谋划“后危机时代”的发展战略。毫无疑问，全球金融危机与世界经济衰退，将使中国经济增长速度在近几年明显减缓，但是如果我们处理得当，发展机遇依然不少。事实上，当西方经济全面衰退时，中国经济的发展优势将进一步凸显，国际地位跃升将更为明显。据国家统计局公布的修正数据，2007年中国GDP规模达到25.7306万亿元人民币，折合成美元为3.38万亿，超过德国的3.32万亿美元，成为世界第三大经济体。2008年，中国GDP增长降到9%，但规模达到30.067万亿元，折合成美元为4.4万亿（人民币兑美元汇率为6.83:1）。这一规模已经高于2007年的日本经济规模（4.367万亿美元）。据世界银行预测，2009年中国经济增长率将放缓到7.5%，但总量将增加到4.798万亿美元。[1] 以笔者保守预测，到危机结束的2010年，中国经济规模将超过日本（也许发生在今年），将跃居世界第二。届时，世界前十大经济体的排序将发生巨大变化，“金砖四国”均将入围，加拿大与西班牙将退出。美国深陷金融经济危机不能自拔，中国则不在危机中心，且影响可控又具备足够财力，独特优势将使中国在本轮经济调整中获得空前发展机遇。事实上，自2001年（世界经济出现周期性衰退）以来，中国经济实力明显提升，GDP规模相当于德国的比重由2000年的62.9%增到2007年的101.8%，与日本由25.2%增到77.2%，与美国由12.2%增至24.5%，占全球产出的比重由3.8%增到6.03%，几乎年增1个百分点，跃升之快实属空前。近来，美国有识之士已经向美国新任总统奥巴马建言制定大战略，变危机为美国再次获得领导世界的机会。奥巴马在就职演讲中也强调，美国必须为迎来一个和平的新纪元发挥自己的领导作用。上述动向值得关注，做法更可借鉴。以笔者之见，20世纪90年代末的亚洲金融危机成就了中国的地区大国地位，当前这场金融经济危机将给中国真正成为世界大国奠定基础。故此，我们必须为金融危机之后的国际经济金融谋划发展战略，力争延长战略机遇期，高瞻远瞩洞察危机催生的国际金融经济体系、秩序、规则之变，深谋远虑规划后危机时代的发展战略，利用多种渠道与途径

我们在采取增加政府投资，扩大居民消费，保经济增长等短期应对措施外，更要以大思路与大战略谋划“后危机时代”的发展战略。

1 The World Bank, *Economic Update For the East Asia and Pacific Region (China: Key Indicators)*, December 12, 2008, p.60.

提升中国的国际地位，真正发挥世界大国的国际影响力，并承担应该承担的国际责任。

2. 拓展国际空间为下一轮扩张期厉兵秣马

金融危机使中国外部经济环境恶化，但以两分法看问题则是“危”中有“机”，我们必须避危机，抢先机，抓机会，全力以赴拓展大国经济生存的国际空间。首先，利用国际商品价格周期性下跌，全面拓展国际资源合作。未来几年，国际矿产资源价格将周期性走低，供求转向买方市场，“中国需求”成为中国与资源国与消费国的合作筹码。在低价格时期，我们应该尽量增加石油等矿产资源进口，控制或减少国内生产，有选择地增加资源储备，尤其是石油的资源储备。其次，与主要贸易伙伴设立稳定基金，并采取本币结算等方式，促出口保增长。最近，中美通过两国进出口银行为贸易融资200亿美元，以减少金融危机对两国贸易影响。此做法可以全面推广，特别在主要贸易伙伴之间，可减缓国际贸易下降对中国外贸的冲击程度。此外，在双边贸易结算中，可以采用本币结算等方式，尤其在周边地区，这既能搞活双边贸易，又能促进人民币周边化，也为未来国际化探路。再次，加强国际和区域金融合作。我们应该借重G20峰会推进经济金融秩序与规则制订改革与重订。地区金融合作可从构建亚洲金融中心入手，提升上海金融中心影响力。同时，可以货币互换方式，帮助受危机威胁的周边国家渡过难关，既有利于周边安全环境，也能提升我国的金融影响力。

未来几年，国际矿产资源价格将周期性走低，供求转向买方市场，“中国需求”成为中国与资源国与消费国的合作筹码。

3. 以内需拉动做强国内产业为经济转型夯实基础

全球金融危机让我们认识到转变经济增长方式的重要性。为此，我们必须做到“两大两强”，即做大国内市场、做大金融产业、做强国内产业、做强国际市场。我们需要：首先，变“出口导向型”为“内需拉动型”发展战略。应该说，改革开放30年以来，我们以出口导向发展战略，使GDP保持年均增长9.8%，经济跃升为世界第三大经济体，取得斐然成绩。然而，在未来30年中，为实现中华民族伟大复兴的战略目标，我们必须变“出口导向”为“内需拉动”的发展战略。因为，一个经济规模超过4万亿美元、进出口贸易达到2.5万亿美元、人口超过13亿的大国，还以外贸依赖度高达60%、严重牺牲环境与资源方式发展经济，无论对世界还是对中国均不可持续，唯有真正改变经济增长方式，才能保持未来经济的可持续发展。其次，必须加快提升产业链中关键行业的自主创新能力和核心技术，提高企业技术创新和价值创造能力，以技术创新提高企业的国际竞争力。短期内，我们需要以增加基础设施

我们必须做到“两大两强”，即做大国内市场、做大金融产业、做强国内产业、做强国际市场。

建设投资等刺激措施，扩大就业，保持经济增长。然而，从长期看，我们必须花大力气提升企业的技术创新能力，把增强自主创新能力作为提升中国产业国际竞争力的核心环节，扭转充当跨国公司加工组装车间、出口产品附加值低的局面。因为，贸易可以做大经济，科技才能增强国力。再次，必须调整产业结构，促进产业升级，全面优化经济结构，使中国经济发展更加均衡。据国家统计局最新数据，2007年在中国三类产业结构中，第一产业占11.1%，第二产业占48.5%，第三产业只占40.4%。这说明，中国产业结构中第二产业所占比重过高，第三产业即服务业明显发展滞后。另据世界银行统计，2007年在世界经济中，第一产业占3%，第二产业为28%，第三产业则高达69%。[1] 其中，在高收入国家中，第二产业比重只有26%，第三产业达到72%；在中等收入国家中，第二产业为28%，第三产业为59%，即使在低收入国家，第三产业的比重也达到48%。可见，中国的第三产业所占比重过低，既低于世界平均水平，更低于发达国家，也低于低收入国家。因此，大力发展第三产业应该是中国产业结构调整与优化的重点，尤其是中国的金融服务业必须做大做强。因为，做大经济靠制造业，但做强经济靠金融、物流等服务业。最后，积极吸收海外金融经济高端人才和先进技术，为下一轮经济增长做准备。华尔街金融风暴倒下一批知名金融机构，大量高端金融人才由此失业，中国留学人员更愿归国发展。我们应该果断出手，有甄别地招募这些金融界的精英，为危机后中国金融业的发展储备人才。同时，金融危机使一些国际先进技术可获性上升，我们应该引导相关行业购进急需的先进技术，提升企业竞争力和综合实力。

1 The World Bank, *World Development Report 2009*, November 2008, p. 357.