

美国金融危机的根源、影响及我国的对策分析

金成晓, 王亚男, 王 猛

(吉林大学 数量经济研究中心, 吉林 长春 130012)

[摘要]美国次级抵押贷款危机爆发的根源在于美国扭曲的经济增长方式及不平衡的经济结构。美国金融危机对美国经济产生了消极影响,并进一步蔓延到全球,从而对其他经济体产生影响,也对我国经济造成一定负面影响。因此,我国需要做出相应的调整,一方面避免经济的过快下滑;另一方面,也应适时调整经济结构,扩大内需,增加国内消费。

[关键词]美国;金融危机;经济;经济结构

[中图分类号] F831.59 **[文献标识码]** A **[文章编号]** 1004-9339(2009)04-0001-05

一、引言

世界正处在一场全球性的金融动荡之中,危机源自美国华尔街的次级抵押贷款危机,并逐步演变为一场大规模的信贷危机。自2007年4月金融危机爆发以来,美国的金融市场受到了剧烈的冲击。^[1]华尔街的巨头陷入了困境,从2007年7月至2008年3月,华尔街各大投资银行资产损失共达1750亿美元。曾经的第二大次级抵押贷款机构新世纪金融公司已遭破产;美国最大的两家住房抵押贷款融资机构“房利美”和“房地美”分别被联邦储备委员会和财政部收归国有;全球最大的保险公司美国国际集团(AIG)也被美国政府接管;华尔街的五大独立投资银行几乎全军覆没;雷曼兄弟公司被迫申请破产保护,贝尔斯登被摩根大通收购,美林证券被美国银行吞并,而高盛和摩根士丹利已改制为银行控股公司。由于金融市场的全球化,使得华尔街的危机开始蔓延。伴随全球股市大幅下挫,金融市场上的不安情绪也打击了对实体经济的信心。美国、欧洲、日本等发达国家面临着衰退的风险,而新兴经济体也遭受了不同程度的打击。索罗斯将这次危机称为自大萧条以来最为严重的金融危机。而这场金融危机若不能有效应对,也有可能导致大规模的经济危机,全球经济面临着大幅下滑的风险。

为了应对危机,美国政府推出了7000亿美元的不良资产纾困计划(TARP),欧洲也相应出台援助计划,全球联手降息。而近期,我国也推出了4万亿财政支出计划,用以提振经济。然而,这些纾困计划是否能达到预期的效果,危机现今处在什么阶段,是否已完全显现在我们面前,将发展到何种程度,种种谜团尚未揭开。全球经济的未来走向依然充满未知与不确定性。在这种情况下,本文分析了金融危机的根源、金融危机对全球经济及中国经济的影响,以及我国应对危机的政策。

二、金融危机的根源

回顾整个危机由爆发到发展至今的局面,可以看到,这一由次级抵押债券而引发的危机,并非一次偶

[收稿日期] 2009-03-09

[作者简介] 金成晓(1966),男,吉林舒兰人,吉林大学数量经济研究中心教授,博士生导师,经济学博士;王亚男(1985-),女,黑龙江哈尔滨人,吉林大学数量经济研究中心博士研究生;王猛(1983-),辽宁抚顺人,吉林大学数量经济研究中心博士研究生。

然事故,而是有着深层次的根源,而这一根源就在于美国扭曲的经济增长方式和不平衡的经济结构。

为了揭示这一原因,先了解次级抵押债券及其涉及到的一系列证券化产品的风险结构问题。次级抵押贷款是美国为了向较高风险的借贷者(主要是相对贫穷的少数人群,如西班牙裔及非洲裔)提供住房所有权机会而设计的一种金融产品。^[2]与优级贷款相比,次级贷款的借款人平均信用评级较低,而“贷款价值比”和“债务收入比”较高。次级贷款以浮动利率贷款(ARM)为主,大多数是“2/28”或“3/27”这类的复式结构。这类复式结构的抵押贷款通常是在30年期内分期偿还,在前2(或3)年中采用固定利率,而之后则采用在Libor基础上加上一定的溢价调整利率。由于这种浮动的结构,借款人对于利率和房屋价格的波动十分敏感。因此,次级抵押贷款具有相对更高的信用风险。次级贷款发放机构大多数不能吸收公共存款,而是以信贷资产证券化作为主要的融资方式。^[3]通常情况下,次级贷款金融机构将借款者的个人住房抵押债权转给(或卖给)特殊目的机构(SPV),这些住房抵押品汇聚成资产池,SPV就将这些资产打包,以债券的形式出售,即所谓的“住房抵押贷款支持证券”(RMBS)。与传统的证券化不同,次级住房抵押贷款支持证券(subprime RMBS)一般具有XS/OC结构,这种结构具有对房价十分敏感的特征。^[4]为了获得更高的资产收益,金融机构在RMBS的基础上,进行了新一轮的证券化。证券化链条的这一环节即所谓的“担保债务凭证”(CDO)。CDO是以中间段的RMBS和其他债券,如其他资产支持证券(ABS和各种公司债作为资产池发行的证券化产品。而CDO的中间段又可以不断注入另一个CDO资产组合中去,形成所谓CDO平方、CDO立方等衍生品。^[5]这样,通过一系列的证券化产品及其衍生品,使得次级抵押贷款的风险在整个金融部门分摊开。证券化中的MBS、ABS、CDO等产品,最终都是以次级抵押贷款作为基础资产,因此,次级贷款的运行状况直接或间接地决定这些产品的市场运行。但是由于过度衍生导致证券化产品的复杂性,而形成信息极度不对称的市场,购买者看不到违约的风险,即使坏账发生,在二级市场中的传导也很缓慢,因此过多的金融产品被购买,使得次级贷市场更加膨胀。

尽管次级贷在风险结构上存在着天生的缺陷,但令其演变成一场金融危机的直接原因是美联储长期的低利率政策。2001年以来,为了弥补IT泡沫破灭对美国经济造成的损失,格林斯潘领导的美联储采取了扩张性的货币政策,经过13次降息,到2003年6月25日,美联储将联邦基金利率下调到1%,创45年来最低水平。美联储的低利率政策,直接导致市场中流动性过多,多余的流动性注入房市,从而使房地产价格被拉升,作为次级贷抵押品的住房不断升值。这样,信用评级很低的借款人,也可以凭借不断升值的房地产,获取新的贷款,来偿还旧债,并且可以用富余的贷款来支付超额的消费开支。在低利率、高房价的情况下,次级贷的信用级别不断被调高。保险公司、商业银行、养老金等机构也将多余的流动性投资于住房抵押贷款。在这种情况下,住房抵押贷款市场达到了前所未有的繁荣,而次级贷市场也迅速扩张。2003~2005年,是美国次级抵押贷款市场发展最为迅速的阶段,美国次级贷款余额从2003年的4000亿美元增长到2005年的14000亿美元,占房屋抵押贷款的比重也从2003年的5.4%左右上升到2005年的接近14%。但是房价不可能永远持续地增长,必然会回落。2003年,美国经济开始复苏,为防止通货膨胀反弹,从2004年6月到2006年6月,美联储连续17次上调联邦基金利率。美联储不断升息导致住房贷款市场利息率的上升和房价的下跌。这样,在房市上涨阶段进入的借款者,多数并不具备偿债能力,而在利率升高、房价下降时,抵押品也随之贬值,从而信用级别也不断调低,违约率提高,信贷的链条开始出现断裂,从而引起危机爆发。

然而究其本质,金融危机的根源在于美国扭曲的经济增长方式和不平衡的经济结构。一方面,美国经济增长依赖于其过度的消费。美国GDP中占比最大的是消费支出,约占GDP的70%,而生产部门所占比重不大。从20世纪80年代至今,消费逐渐成为推动美国经济增长的主要动力。特别是2000年以后,消费对经济增长的贡献率一直在八成左右。2002年消费对经济增长的贡献甚至达到120%。至2008年底,消费贡献率较80年代初期提高了近20%。^[6]在以消费驱动增长的经济中,政府必然会鼓励消费,扩大信贷的规模。^[7]根据美联储的统计数据,美国的全民负债总额相对于GDP的比例已从1997年的255.3%,上升至2007年的352.6%;这其中,房地产和金融产品的比例分别从1997年的66.1%和63.8%上升至99.9%和113.8%。这期间,就导致了次级贷市场膨胀,产生了泡沫。然而过度的消费,使得储蓄不足,最终导致贸易逆差过大,经常账户赤字增加。而不断增加的经常账户赤字最终又会导致美国汇率的下降,从而使进口商品价格升高,产生通货膨胀压力。为了平稳物价,货币当局必然会提高联邦利率,进而导致金

融市场泡沫破裂。另一方面,美国经济结构不平衡,虚拟经济过大,而实体经济则相对较小。根据国际清算银行保守估计,2006年底美国境内的股票、债券、外汇、大宗商品期货和金融衍生品市值约为400万亿美元,为美国13万亿GDP的30倍左右。过度膨胀的虚拟经济最终导致经济泡沫化,金融部门过度杠杆化。而实体经济的发展相对不平衡,难以支撑虚拟经济的发展。这样,资本价格不断被拉高,最终导致泡沫破灭、信贷链条断裂。而银行等信贷部门,为了应对危机,则开始去杠杆化过程,原先支持金融市场的大量复杂的组合、杠杆放大的投资工具被解散。衍生品市场萎缩、相关行业受创,市场流动性因此大幅缩减,并导致经济遭遇衰退。

三、金融危机对全球经济的影响

首先,金融危机爆发以来,美国的金融业受到了严重的影响。金融危机给抵押贷款发行机构、次级债券市场及其他金融衍生品市场均造成了直接的损失。华尔街的金融机构面临着严峻的风险考验,承受着直接的财务损失和间接的市场损失,多家金融机构受金融危机所累而濒临破产。其次,受金融系统动荡的影响,股票指数急剧下跌;同时,由于对未来不确定因素的担忧、对当前危机的恐慌以及对未来市场的悲观情绪,也使得股指加剧了下跌。从2007年11月到2008年10月一年的时间内,道琼斯指数由13370余点下滑到了9330余点,跌幅达4000余点;纳斯达克指数由2660余点跌至1720余点;标准普尔500指数也由1480余点跌至960余点。第三,由于信贷收缩导致对房地产需求下降;但是大批无法偿还贷款的借款人却只能被迫出售房屋,这又导致供给增加。大量的房屋卖不出去,使得原本不景气的房地产市场增加了价格进一步下跌的压力。而金融危机对于美国消费市场的负面影响也十分显著。主要通过以下渠道:借款人的债务状况恶化,而直接影响其消费能力,特别是部分中等收入群体,消费弹性较高,而受到的影响较大;抵押品权益赎回金额占消费比重开始下降,这部分通过再融资创造的消费被挤出;资产价格下跌,使得财富缩水,从而影响支出;对于可能失业的担忧也会促使消费者削减开支。第四,由于对消费及虚拟经济依赖较大,美国实体经济也遭受了负面影响,开始下滑。数据显示,2008年第三季度美国GDP负增长0.1%,消费者支出大幅削减,导致美国经济折合成成年率收缩0.3%。而美国劳工统计局发布的一项劳工失业率统计月报显示,2008年10月份,全美失业率达到了6.5%,新增失业人口24万,总失业人口达到了1010万。

金融危机对全球其他国家的经济也产生了负面的影响:一方面,金融部门直接承担损失。由于美国在全球金融体系中的地位,其他国家的银行等金融部门购买了美国的公司债或金融衍生产品,而这些产品可能直接或间接与次级贷款相关,而导致坏账。银行为避免风险,收紧信贷,银行间同业拆借利率升高,货币市场动荡加剧。金融部门的恐慌,造成信贷危机,从而影响投资与消费,进而影响各国的经济。另一方面,美国消费的下滑直接影响全球的消费需求。美国作为全球第一大经济体,近年来,美国消费占全球GDP的比重持续上升。2007年,美国消费占全球GDP的18.2%。美国消费缩减直接影响其他国家的出口贸易,特别是很多以出口导向型增长为主的新兴国家,受到的影响更为强烈。在这种情况下,全球经济都面临着强烈的下滑风险。欧洲经济前景黯淡,2008年第三季度欧元区15国GDP萎缩0.2%,而第二季度也同样负增长0.2%。特别是以金融业为主的英国受到了强烈的冲击,实体经济陷入萎缩,第三季度GDP负增长0.5%。英国工业联合会(CBI)的一项调查显示,英国工业订单已跌至5年来最低水平,商业信心指数跌至上世纪80年代初工业大调整以来的最低点。新兴市场国家纷纷告急,冰岛面临国家破产,匈牙利和乌克兰也因股市暴跌和通货膨胀,只能求助国际货币基金组织(IMF),以使本国经济免遭崩溃。而亚洲也未能幸免,日本经济陷入泥沼,第三季度GDP较前一季度下降0.1%,折合成成年率下降0.4%。第二季度修正后较前一季度下降0.9%,折合成成年率下降3.7%。韩国经济危机四伏,韩元币值2008年下跌了三分之一,并促使信用评级机构标准普尔将韩国7家银行列入“负面观察名单”。

四、金融危机对我国的影响

第一,金融危机对我国最为直接的影响在于我国持有的大量美国债券承受的损失。美国财政部公布的国际资本流动报告显示,截至2008年9月末,中国持有的美国国债达到5850亿美元,取代日本成为美国国债的最大持有国。而中国持有的美国机构债也高达3700亿美元。中国1.8万亿美元外汇储备中的

70%左右是美元资产。一方面,部分债券受金融危机影响,存在违约的风险,会对中国造成直接的损失。另一方面,对于占我国持有债券比重较大的风险较低的美国国债,尽管在短期内可能会由于全球信贷危机,吸引大批投资者,而使其收益率走高,但是从长期来看,受美国资产价格暴跌、消费缩减、经济前景看淡的影响,美元及美国国债都面临着贬值的风险。

第二,我国资本市场受金融危机的影响发生剧烈震荡。由于金融危机带来的对市场的负面预期,对将来经济增长信心下滑,在我国股市由高点向下调整的过程中,更加加剧了下跌的幅度,并可能通过资本市场的“羊群效应”进一步放大。另外,尽管我国在资本账户上有所控制,但由于全球股市动荡,也会对我国股市产生消极的传导作用,加剧了动荡。上证指数从2007年11月份最高的6124.04点下跌到2009年3月份的不到2400点。股市下跌可能对实体经济产生不利的影晌。一方面,股市价格下跌使得投资者的资金流动性变差,因此消费者会缩减耐用品支出;而股票贬值也会使得投资者的预期财富下降,会通过财富效应,对消费产生消极影响,而消费下降对产出有直接的消极影响。另一方面,根据托宾的“理论,股票价格下跌时,托宾Q值,即企业的市场价值与资本的重置价值之比会减小,企业倾向于减少投资,从而对实体经济产生消极影响。

第三,房地产市场也受到金融危机影响。但这种影响是间接的,主要通过资金层面和心理预期层面发生影响。在美国金融危机全面爆发之前,中国的房地产业就已经开始了向下调整。而危机爆发之后,一方面,由于境外投资机构流动性紧缩,为了周转资金,可能会从中国的房地产中撤资,造成资金层面断流;另一方面,由于对市场不景气的预期,使得房地产商对于项目投资更加谨慎,而消费者受未来预期不确定性的影响,也会推迟购买,房地产市场进入观望状态。由于近年来房地产增长一直是GDP的主要增长点之一,房地产投资占总投资的1/4左右,如果房地产市场快速下滑,势必在短期内对我国经济增长产生显著的不利影响。而房地产相关的行业,如建筑行业、钢铁行业等也将受到直接的冲击。

第四,金融危机对我国产生的最为强烈的影响在于对出口的不利影响。出口作为拉动中国经济增长的“三驾马车”之一,在中国经济中占据的地位十分重要。美国是中国最大的出口流向国家,美国经济放缓、信贷收缩而导致的消费下降,将直接影响中国对美国的出口商品总量。中国海关总署公布的数据显示,2008年10月份我国出口额较上年同期增长了19.2%,增速低于9月份的21.5%和2007年全年的25.7%;而最新的数据显示,^[8]在刚刚过去的2009年1月份和2月份,我国的出口增长与去年同期相比分别下降了17.5%和25.7%,形势非常严峻。若剔除价格上涨等因素,我国出口增速下滑会更严重。出口下滑一方面会直接影响我国经济增长速度,例如,2008年第四季度GDP同比增长仅6.8%;另一方面,出口导向型企业投资减缓,也会通过产业链条,最终作用于整个宏观经济。

第五,金融危机对我国产生的最为明显的影响体现在我国劳动力市场的变化。据国务院发展研究中心统计,2009年我国将有1000万大学毕业生面临就业挑战,其中包括610万应届毕业生和400万往届毕业生。另据2009年2月2日中央财经领导小组办公室非正式估算,目前,失业和返乡农民工达2000万人之多。这不仅会对农民收入的增长产生负面影响,而且还会关系到经济社会发展全局。因此,当下解决高校毕业生和农民工就业问题已经成为我国促进就业的重中之重。

五、我国的相应对策

金融危机爆发,我国面临的最主要的压力在于出口。这也暴露出我国过于依赖出口,而内需不足,在经济结构上存在的缺陷。面对危机,我国需要做出相应的调整,一方面避免经济过快下滑;另一方面,也应及时调整经济结构,扩大内需,增加国内消费。

财政政策需在政策调整中起重要作用。政府应增加资本性支出,特别是对基础设施的投入,从而直接提升国内需求,刺激经济。同时,政府投资建设,增加了就业的机会,也将缓解由于房地产市场低迷而造成的失业压力。另外,应增加社会保障、医疗及教育开支,使居民减少预防性储蓄,从而增加消费;税收政策方面也可适度放宽,提高个人所得税起征点,增加居民可支配收入,从而刺激消费;进一步改革增值税,降低企业税负,促进投资;调高出口退税率,缓解出口型企业的压力,以免出口过快下降。

货币政策应保证相对稳健、适度宽松。由于受金融危机影响,我国经济面临严重下滑的风险和对潜在通货紧缩的忧虑,以及全球低利率政策的影响,因此利率可能进一步调低,信贷政策也有可能进一步松动。

但是, 应该看到, 当前通胀压力虽然有所缓解, 但是这主要是受短期内由美国金融危机引起的信心因素影响, 及人民币贸易加权汇率升值而使进口产品价格下降而引起的, 未来通胀压力仍有可能浮现。在通胀压力与通缩压力同时存在的情况下, 应保持货币政策的相对稳健。

[参 考 文 献]

- [1] 罗熹. 美国金融危机的演变及对我国的警示[J]. 求是杂志, 2008 (18): 56—58
- [2] 中国社会科学院经济学部赴美考察团. 2008 美国金融危机考察报告[EB/OL]. <http://ie.cass.cn/yjw/index> [2008—09—24].
- [3] 余永定. 2008 美国金融危机: 背景、原因与发展[EB/OL]. <http://www.ivep.org.cn/info/content.asp?infoId=3482> [2008—10—08].
- [4] G. B. Gorton. The SubPrime Panic [J]. NBER Working Paper, 2008 No. 14398
- [5] R. G. Rajan. Has Financial Development Made the World Riskier [J]. NBER Working Paper, 2008 No. 11728
- [6] 张斌. 次贷危机下的中国经济[J]. 中国社会科学院世界经济与政治研究所, Policy Brief No. 08071, 2008—10—23
- [7] Federal Reserve Bank. Flow of Funds, Washington, DC, 2008. The Significance of These Figures is Explored in a Fundamental Paper by Jane D. Arista, 'Broken Systems: Agendas for Financial and Monetary Reform', Presented at 17th Annual Hyman Minsky Conference R/OL. [2008—04—17]. <http://www.Levy.org/pubs/Pro-Apr-08.Pdf>
- [8] Geoff Dyer. China Hit by Massive Drop in Exports [J]. Financial Times, 2009, 11 Mar.

责任编辑: 纪国义

Analysis of Root Causes, Effects of U. S. Financial Crisis and China's Countermeasures

Jin Cheng-xiao, Wang Ya-nan, Wang Meng

(Center of Quantitative Economics, Jilin University, Changchun 130012, China)

Abstract: The causes of subprime mortgage crisis of U. S. are the distorted growth pattern and imbalanced economic structure. U. S. financial crisis had a negative impact on American economy and its impact has been spread to the world economy including Chinese economy. Therefore, it is necessary to make adjustment to avoid the excessive economic downturn. It is also important to adjust the economic structure, expand domestic demand and increase domestic consumption.

Keyword: U. S.; financial crisis; economics; economic structure