



## 美国政府危机应对措施：内容、效果与前景

2007年6月，美国次贷危机爆发之后，美国联邦储备委员会（下简称：美联储）采取了较为果断的措施。相对于20世纪80年代末、90年代初爆发在日本的金融危机，发生的美国的金融危机在规模、深度、影响程度上，都远远要大于前者，也在全球范围内引发了更多的担忧。尽管如此，从某些方面来看，美国显然在这次危机的处理上占据了一定的先机：首先，由于日本的历史经验，对于危机的影响机制已经较为明确，金融危机借由资产负债表的调整进行扩散，并影响到实体经济，这一点在日本的经验中已经可以较为准确地把握，只是在美国金融危机之后，这一机制才受到应有的重视。其次，美国政府在处理危机时反应迅速，力度也比较大。无论是货币政策，还是财政政策上，都采取了强有力的措施。最后，也许只能说是庆幸，伯南克在金融危机时期持掌美联储，也为美国应对金融危机增添了些许胜算。

尽管拥有以上有利条件，美国政府应对金融危机仍然是任重道远，到目前为止，虽然危机蔓延的速度已经有所回落，但是，总体而言，全球经济和美国经济仍然没有看到谷底。从2007年9月，美联储降低联邦基准利率以来，美国政府的救助行动已经持续一年半之久，本文将回顾这一年半中美国政府为了应对危机出台的相关措施，分析这些措施取得的效果，并对美国应对金融危机的前景进行展望。

### 一、美国政府危机应对措施的主要内容

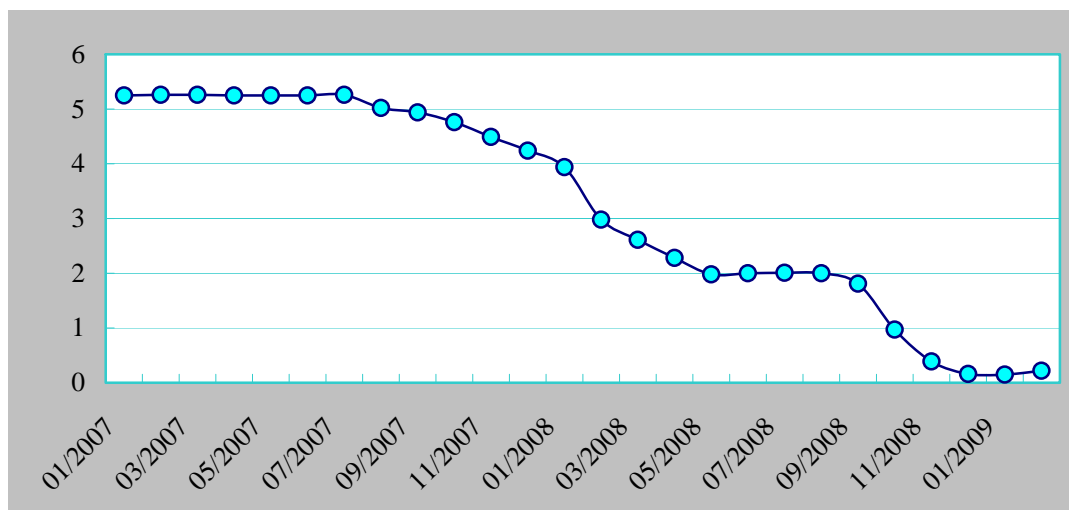
政府干预经济的主要手段，主要是货币政策和财政政策。因此，在总结美国政府应对危机的措施时，这里也主要关注美联储的货币政策和美国财政部的财政政策。

#### （一）货币政策

美国金融危机爆发以来，美联储主要采取了两个方面的货币政策：一方面是减息，采取更为宽松的货币政策。这样做可能可以实现的目标有两个，一是金融机构从美联储借款的成本更低，二是由于联邦基准利率下调，其他市场的利率也受压下调，可以减少市场借款人的支付压力。

图 1 美国金融危机爆发以来联邦基准利率的变化

(单位：%)



数据来源：美联储。

在危机爆发后不到 3 个月的时间里，美联储在 2007 年 8 月果断下降基准利率 24 个基点，并在非常短的时间里（从 2007 年 8 月到 2008 年 10 月，共一年零三个月）将利率下降到了接近零的水平<sup>①</sup>。

除了利率政策之外，美联储对市场的干预主要是在信贷市场上进行。根据伯南克的介绍<sup>②</sup>，美联储在扩充信贷时，除了降息之外，采取的主要措施包括：

**1. 通过各种途径让金融机构获得短期信贷。**其直接作用是缓解金融机构的流动性困境，间接的作用是，通过扩充信贷降低 Libor 的水平，减少其他借款人的支付压力。同时，美联储也与 14 个国家的中央银行建立货币互换协议，根据互换协议，协议国可以从美联储获得美元，借给当地的金融机构，以缓解国外金融机构对美元的需求。

**2. 在主要信贷市场上，直接面向借款人和投资者提供流动性。**包括购买三个月期的高评级商业票据（AAA 级），以及向货币市场共同基金提供后备流动性。

**3. 购买长期资产。**美联储计划到 2009 年中，共购买 1000 亿美元政府出资企业（GSEs, Government-sponsored Enterprises）发行的公司债，以及购买近 5000 亿美元有抵押的资产，这些资产由联邦机构出面担保。

要追踪美联储在信贷市场上的动作，是一件非常琐碎的事情，因此，为了简便起见，这里主要从美联储的资产负债表来进行分析。要准确反映美联储对市场的动作，必须了解美联储资产负债表的总量变化、结构变化以及资产期限结构的变化。

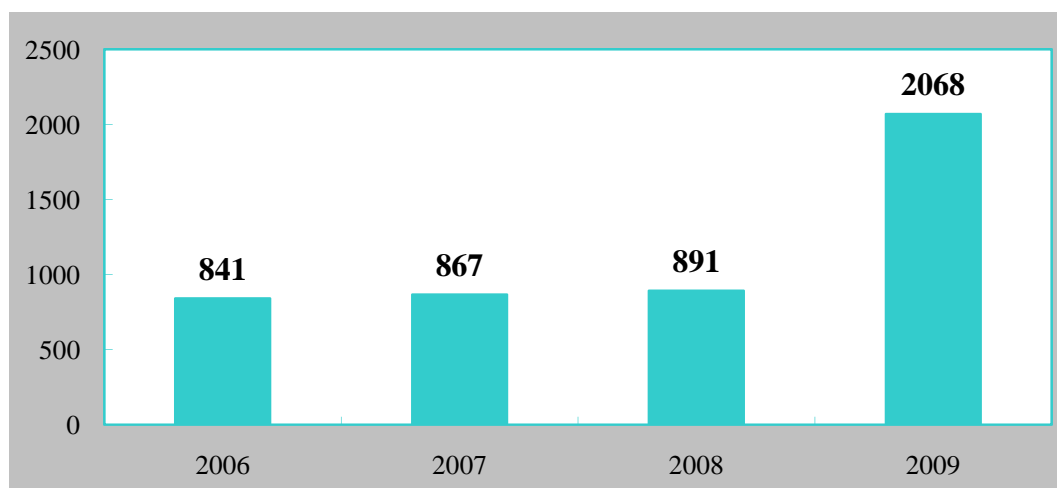
**1. 美联储资产负债表的扩张。**从图 2 可以看出来，2008 年中，美联储货币政策的最大特点，就是资产负债表迅速扩张。

<sup>①</sup> 若非特别说明，本文中关于货币政策的数据均来自美联储，关于财政政策的数据均来自美国财政部。

<sup>②</sup> Bernanke, B.S., Federal Reserve Policies to Ease Credit and Their Implications for the Fed's Balance Sheet, At the National Press Club Luncheon, National Press Club, Washington, D.C., Feb. 18, 2009.

图 2 2006-2009 年美联储总资产变化

(单位：十亿美元)



数据来源：美联储。

说明：为了表示最新的进展以及便于比较，数据为每年 3 月底数据。

在 2008 年 3 月到 2009 年 3 月，美联储的总资产扩张了一倍以上，从 8910 亿美元扩张到 20680 亿美元。而在危机之初的 2007 年，美联储与往常一样，并没有在资产负债表上做太大的动作，主要是依靠利率政策，2007 年 3 月到 2008 年 3 月，美联储的总资产只增加了 240 亿美元。

**2. 美联储资产负债表扩张的结构分析。**从上面的分析可以看出，2008 年美联储主要是通过扩张资产负债表来实施救助的，对于美联储的资产负债表扩张，需要从两个方面来考察：一是要考察负债以及自有资本的变化，以分析扩张的资金来源；二是要分析资产项的变化，以得出扩张的资金主要用于什么用途<sup>①</sup>。

表 1 2008 年 3 月-2009 年 3 月间美联储负债变化

(单位：十亿美元)

负债项目	金额
联储票据（现金）	81.5
回购协议	18.9
存款	1067.5
存款性机构	770.1
财政存款（一般账户）	95.0
财政拨款（补充金融账户）	200.0
国外机构存款	2.4
其他负债与应付红利	5.0
资本账户（自有资本）	5.0

数据来源：美联储。

<sup>①</sup> 本节分析的基础数据来自美联储于 2009 年 3 月 19 日公布的表 H.4.1 (Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions and Condition Statement of Federal Reserve Banks)。参考了以下文献：张翼珍，“看懂美联储的资产负债表”，2008 年 10 月 22 日，<http://www.zhanggongdao.net/html/y2008/613.html>；张翔，“看不懂的美联储资产负债表”，《财经》，2008 年 12 月 4 日。

相对于美联储的资产项目而言，负债项目要简单得多，从表 1 可以看出，美联储资产负债表扩张的资金主要来自于存款增加，这与美联储一再提高准备金利率有关。根据《2008 紧急经济稳定法案》，美联储从 2008 年 10 月 9 日开始对存款机构储蓄在美联储的准备金付息，在经过了一段时间的调整之后，法定准备金和超额准备金的利率都确定在与联邦基准利率大致持平的水平，目前是 0.25%。除了通过增加负债来获得资金外，美联储在 2008 年中，还对资产结构进行了一定的调整，抛出了 1858 亿美元的国债，以及 620 亿美元的有抵押的证券（Mortgage-backed Securities）。同时，财政部通过补充金融账户拨款 2000 亿美元到美联储，也是美联储的重要资金来源。

由此可以看出，在 2008 年，通过扩大负债，以及出售一部分资产，是美联储获得所需资金的主要渠道。需要说明的是，从目前的情况来看，美联储并没有采取“定量宽松”等非传统货币政策为救市融资，市场上的现金以及美联储持有的国债规模并没有出现太大的异动，而这两个项目被认为是非传统货币政策的必由之路。

相对而言，要解释美联储的资产变化则是一件不轻松的事情。上面曾经介绍过，除了通过降息实施宽松的货币政策外，美联储还更多地参与信贷市场，以应对金融危机。自 2007 年底以来，美联储推出了多种政策工具，为短期融资市场、货币市场提供流动性。表 2 提供了 2007 年底至 2008 年底期间，美联储推出的各种政策工具，同时，表 3 将各种政策工具与美联储的资产负债表对应起来。

**表 2 美联储为提供流动性设立的政策工具一览表**

名称及设立时间	简介
期限标售工具（TAF），2007 年 12 月 12 日	面向存款机构。自 2007 年 12 月 17 日起，美联储隔周向符合一定条件的存款机构提供 28 天固定期限的短期贷款，存款机构以投标的方式参与竞标，每期贷款金额从一开始的 200 亿美元，后屡次提高，至 300 亿美元、500 亿美元、750 亿美元，2008 年 10 月起，每期贷款金额为 1500 亿美元。 2008 年 8 月 11 日起新增 84 天固定期限的贷款，频率为每月一期，每期贷款金额起初为 250 亿美元，自 2008 年 10 月起也增至 1500 亿美元。
期限有价证券借贷工具（TSLF），2008 年 3 月 11 日	面向一级交易商。每周一次，一级交易商（Primary Dealer）可以以自己持有的其他类型抵押品为抵押，向美联储借贷一月期的美国国债。旨在提高美国国债及其他抵押品市场的流动性。
一级交易商信贷工具（PDCF），2008 年 3 月 16 日	面向一级交易商。为其提供有抵押的隔夜贷款。
资产支持商业票据货币市场基金流动性工具（AMLF），2008 年 9 月 19 日	面向存款机构及银行控股公司。为其从货币市场共同基金处购买资产支持商业票据（ABCP）提供融资。旨在帮助持有 ABCP 的货币基金满足其投资者赎回的需求，提高 ABCP 及货币市场的流动性。
商业票据融资工具（CPFF），2008 年 10 月 7 日	面向商业票据发行者。由纽约联储银行对一级交易商提供融资，通过后者向满足一定条件的商业票据发行商（包括金融与非金融机构）购买高评级的三月期商业票据（包括无担保的和有资产支持的）。旨在提高短期融资市场流动性。
货币市场投资者融资工具（MMIFF），2008 年 10 月 21 日	面向货币市场投资者。由纽约联储银行对私营机构的特殊目的工具（SPV）提供融资，帮助其向合格的货币市场投资者购买满足一定条件的资产。旨在活跃私营部门在货币市场中的交易活动。

资料来源：张翊，“看不懂的美联储资产负债表”，《财经》，2008 年 12 月 4 日。

表 3 2008 年 3 月至 2009 年 3 月美联储新增的非常规贷款项目

(单位: 亿美元)

信贷项目	对应政策工具	金额
AIG 定向贷款	—	435.8
贝尔思登商业票据	—	2410.3
贝尔思登资产清算公司资产*	—	722.1
央行货币互换	—	3295.9
定期竞标信贷	TAF	3885.9
一级交易商信贷	PDCF	62.4
资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具	AMLF	92.3
合计	—	10904.7

\* 包括为了清算贝尔思登而先后成立的三家资产清算公司。

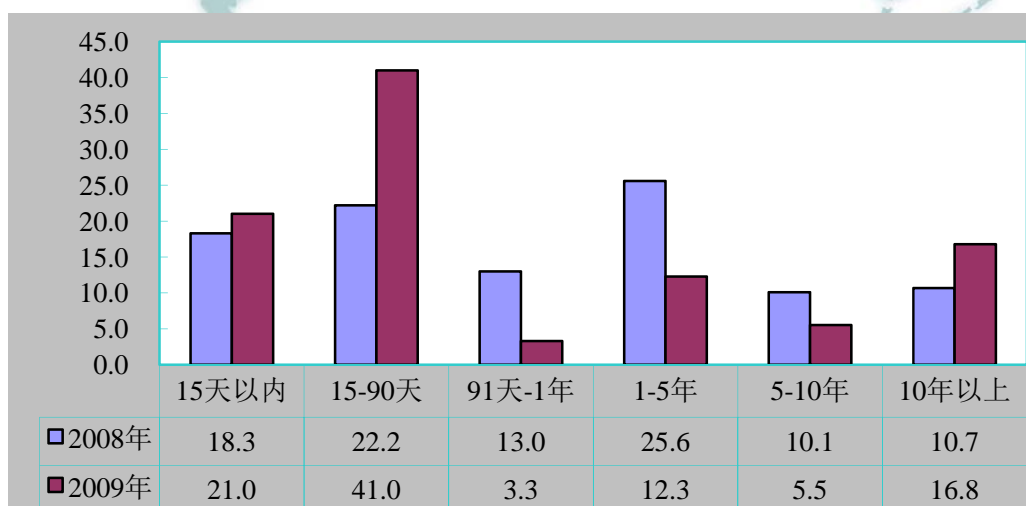
数据来源: 美联储, 表 H.4.1。

从表 3 可以看出, 在目前美联储推出的各种政策工具中, 只有 TAF、PDCF 和 AMLF 在资产负债表中比较明确的标示出来, 而且在最新的资产负债表中, 美联储把对 AIG 的定向贷款也单独列出了。在 2008 年 3 月至 2009 年 3 月间, 美联储通过这些政策工具, 共向市场提供了 10904.7 亿美元的流动性, 对照前面对美联储负债项目的分析, 可以看出, 美联储扩张的资金主要用于应地金融危机的专项支出, 而常规的支出则变化不大。

**3. 美联储资产期限结构的变化。**除了扩张资产负债表之外, 调整贷款和所持证券的期限结构也是为短期融资市场提供流动性的重要途径。具体的做法是, 调整现有的资产期限结构, 持有更多的短期资产, 以便为市场更为及时和灵活地为市场提供流动性。

图 3 2008-09 年美联储贷款和所持证券期限结构变化

(单位: 百分比)



数据来源: 美联储, 表 H.4.1, 时间分别为 2008 年 3 月 18 日和 2009 年 3 月 19 日。

从图 3 可以看出, 在 2008 年中, 美联储的短期资产迅速增加, 90 天以内的信贷其他资产所占的比例从 2008 年的 40.5% 上升到了 62%, 提高了超过 20 个百分点, 尤其是

15-90 天的资产，所占比例几乎翻了一番。

通过对美联储资产负债表的分析，我们可以比较清晰地看到美国应对金融危机的货币政策框架，它主要由三个部分构成：低利率、资产负债表扩张、期限结构调整。在进一步分析美联储货币政策的效果之前，我们想对其货币政策进行一个简要的小结：

**第一，美联储并未采取定量宽松的货币政策。**与外界的猜测不同，到目前为止，美联储的救市措施并没有超出传统的货币政策范畴。同时，这也说明伯南克是在非常谨慎地处理通货膨胀问题，并没有通过通胀来刺激经济的意图。当然，当前的货币政策是否会对未来通货膨胀造成明显的影响，还有待于进一步分析。

**第二，美联储在担当“有信用的银行”。**从美联储存款大量增加的事实可以看出，美国市场的流动性困境有很强的结构性特点，并不是所有的机构都缺乏资金，只是由于金融市场的风险不明确，在信息不对称的情况下，流动性充裕的机构不敢把钱投入到市场上去。在这种情况下，美联储实际上在担当“有信用的银行”这一角色，把市场的流动性吸收回来，再把这些流动性投入到需要的地方。

## （二）财政政策

美国政府在应对金融危机时，除了货币政策作为主要的支撑外，财政政策也是重要的支撑。美国的财政政策主要包括两大块<sup>①</sup>：

**1.不良资产救助计划（TRAP）。**在保尔森任期内公布的 7000 亿金融救助基金，一直到今天还没有用完。已经使用的有 3000 多亿，表 4 提供了一个粗略的列表。

表 4 7000 亿美元金融救助基金使用情况\*

（单位：亿美元）

用途	金额	说明
对美联储拨款**	200	计划为 1000 亿
汽车行业	209	—
房地产	500	遏制房地产止赎
银行业注资	1960	收购股票
专项注资***	800	AIG400 亿；花旗、美国银行各 200 亿。
合计	3669	

\* 其中包括部分计划中的支出，所以与美国财政部公布的数据不完全吻合。

\*\* 可能是因为公布的时间不一样，根据 2009 年 3 月 19 日美联储的资产负债表，财政拨款为 2000 亿美元。

\*\*\* 专项注资指对出现问题的大型金融机构进行注资。

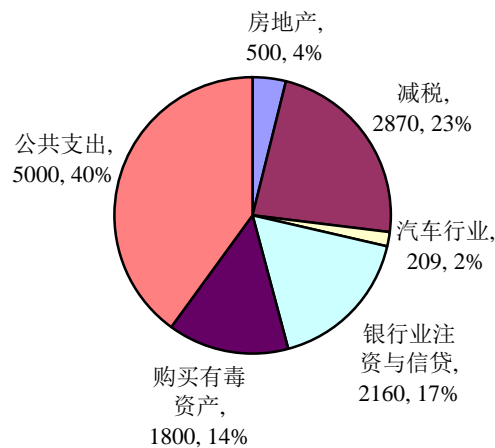
数据来源：“背景资料：美国 7,000 亿美元金融救助基金最新流向”，路透中文网，2009 年 2 月 24 日。

另外，美国政府新近公布的“公私合作收购金融机构有毒资产计划”中，财政部的投入也是来自于 TRAP 的资金。据美国财政部提供的方案，财政部将向该方案投入 750-1,000 亿美元资金，计划利用这些资金购买 5000 亿美元的有毒资产。同时，计划表明，美国联邦存款保险公司（FDIC）和美联储也将为此提供融资，最终买进有毒资产的规模最高可能达到 1 万亿美元。

<sup>①</sup> 这里没有专门介绍“公私合作收购金融机构有毒资产计划”，因为根据财政部公布的计划详情，这一计划的资金来源仍然是原来的 7000 亿 TRAP 计划。

图 4 美国财政政策下支出分类

(单位: 亿美元, %)



**2.奥巴马的经济刺激计划。**与财政部的经济刺激计划不同，奥巴马的计划侧重于扩大公共支出，以经济增长和就业为目标。根据其 7870 亿美元的计划，其中 2870 亿用于减税，平均个人减税 400 美元，购房者减税 8000 美元。同时，另外 5000 亿为公共支出。

根据财政部和奥巴马的经济刺激计划，我们对美国财政政策下的各项支出进行了一个大体的分类（图 4）。从中可以看出，大体上财政支出可以分为四大块：一是减税，2870 亿，占 23%；二是公共支出，5000 亿，占 40%；三是实体经济（包

括房地产和汽车），709 亿，占 6%；四是金融行业，3960 亿，占 31%。虽然从支出上看，非金融类的支出占到了比较大的比重，但是，考虑到金融类支的杠杆作用，金融类支出最终起到的带动作用可能要比实体经济的支出强得多。

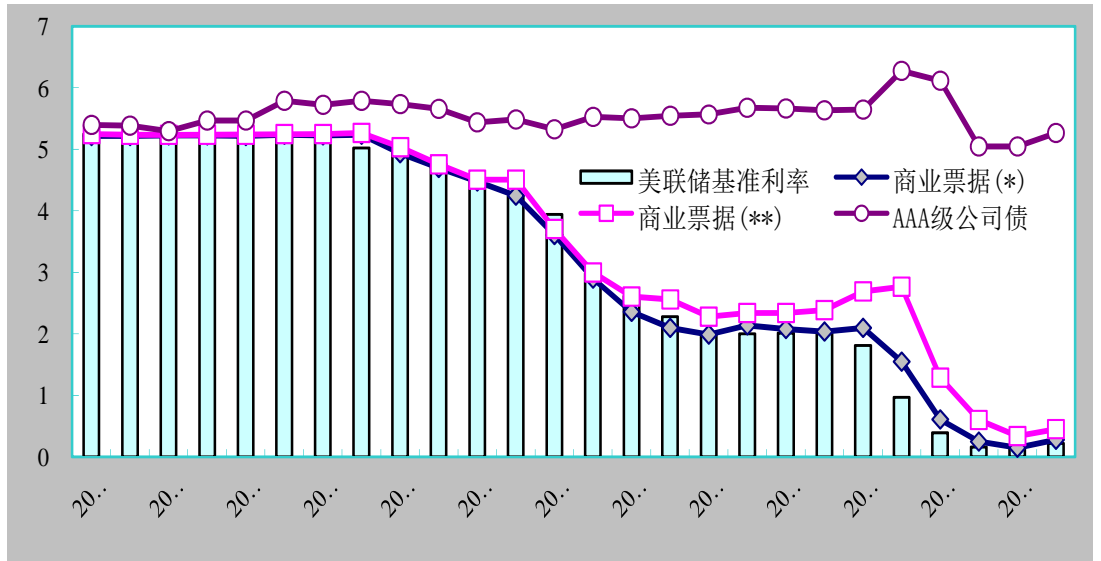
## 二、危机应对措施的效果与美国经济的表现

要判断美国政府危机应对措施的效果，比较直观的办法，就是看是否继续有大规模的破产发生，根据最新的情况，美国金融机构和实体经济部门并没有再出现“多米诺骨牌”式的破产，金融机构和企业破产的蔓延趋势显然得到了一定的抑制。当然，这种直观的判断可能会导致错误的结论，也可能只是暂时现象。为了更为细致地分析美国救市措施的效果，需要对美国经济的整体情况有一个判断，下面，我们将从金融市场、实体经济等各个方面对美国政府危机应对措施的效果进行分析。

**1.减息对金融市场利率的影响。**从短期融资市场的情况来看，在 2007 年 9 月美联储持续降低联邦基准利率后，短期融资市场的利率的确是应声而下，金融机构和非金融机构商业票据利率随着基准利率下行，几乎成吻合之势。导致这一结果的可能原因是：一是美联储基准利率的确对短期融资市场的利率影响很大，二是由于美联储不断向市场提供流动性，短期融资市场的流动性紧缺得到了一定程度的缓解。

但是，也要清楚地看到，联邦利率对长期融资利率的影响很小，同时，长期融资市场的流动性紧缺状况也没有得到有效缓解。在美联储不断降低基准利率的过程中，AAA 级公司债利率几乎没有受到任何影响，在 2008 年 10 月和 11 月之间，还出现了短暂的上升。在短期内，长期融资市场的流动性紧缺不会导致严重的问题，但是，长期融资市场的不况也会带来很严重的后果：一是可能会使实体经济在危机中变得更为脆弱；二是会影响实体经济的投资，进而影响经济增长；三是会延长经济处于低谷的时间。

图5 美联储减息过程中市场利率的变化

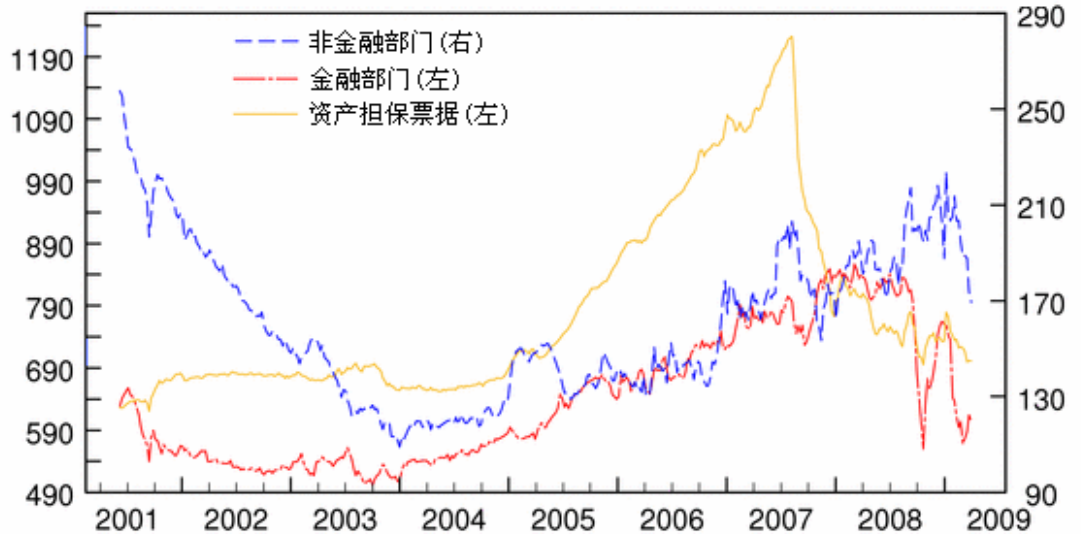


\* 非金融机构一月期商业票据利率；\*\* 金融机构一月期商业票据利率。  
数据来源：美联储。

**2.短期融资市场的走势。**从信贷市场的走势来看，截止2009年4月1日，市场上共有未付票据14765亿美元，其中非金融部门1694亿美元，金融部门6047亿美元，资产担保票据7009亿美元。从市场走势来看，短期融资市场尚未重拾信心，尤其是2009年以后，金融机构、非金融机构以及资产担保的票据融资均出现下滑。尤其是金融部门票据，在2008年下半年就开始在剧烈波动中不断下滑。相对而言，非金融部门的票据融资反而有所上升。但是，非金融部门票据在票据市场上所占的比例非常小，因此，也不足以代表市场的走向，只能说非金融部门与金融部门融资出现了相反的走势。

图5 2001-2009年商业票据存量变化

(单位：10亿美元，经季度调整)

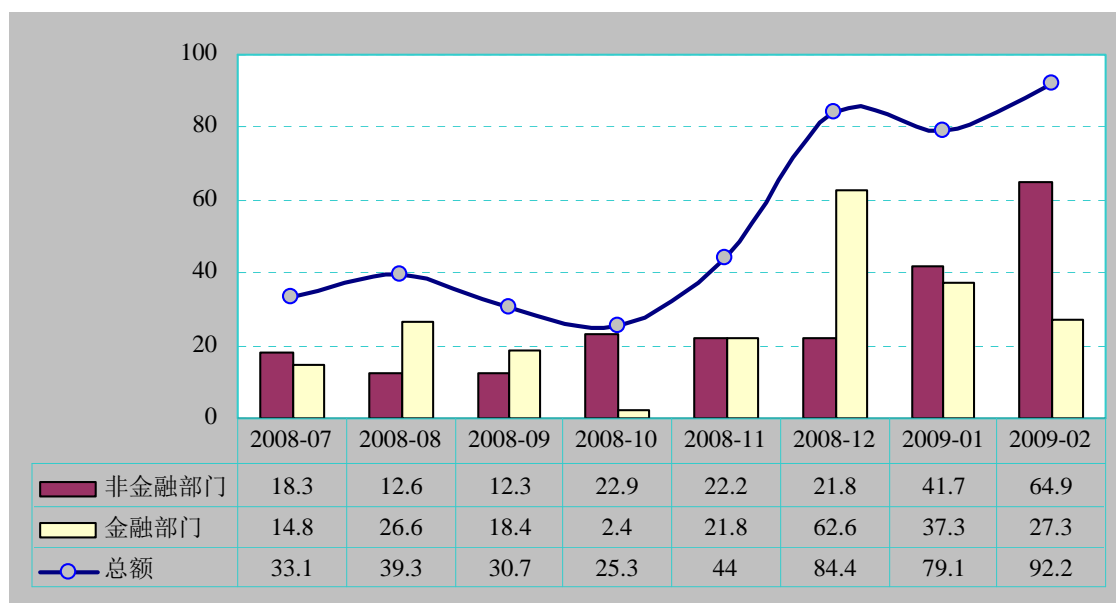


数据来源：美联储。



图6 2008年7月至2009年2月新发行公司债规模

(单位: 十亿美元)

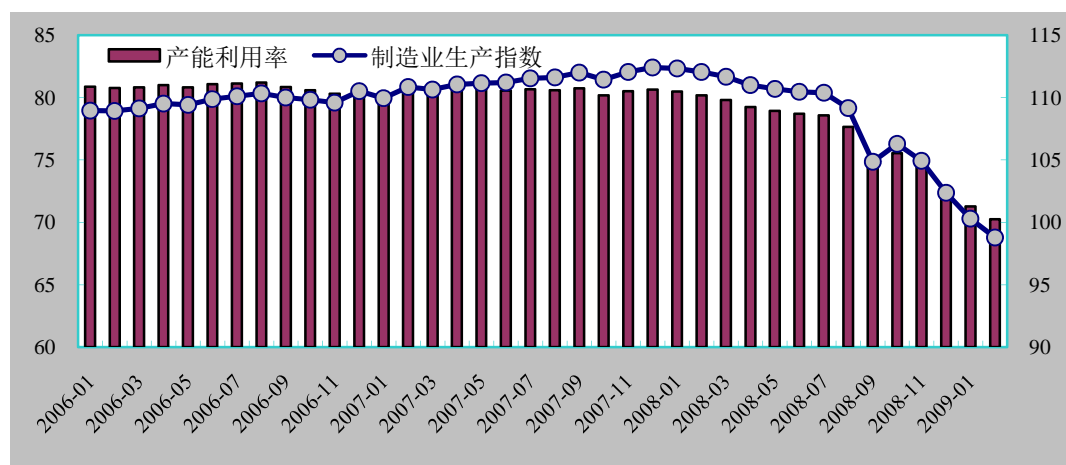


数据来源: 美联储。

从公司债发行的情况来看, 2006年、2007年和2008年全年新发行的公司债分别为25008亿美元、22205亿美元和8656亿美元。以2009年1月和2月的数据来看, 2009年的公司债规模有望高于2008年的水平, 达到2007年的一半以上。从总量上判断, 公司债市场的确已经在2008年下半年触底, 并在之后的数月中有所反弹。需要特别强调的是, 公司债市场反弹的主要动力来自于非金融部门公司债的发行和认购, 在2009年1月和2月, 非金融部门连续两个月反超金融部门, 我们将在后面的小结中分析这一变化的含义。

**3. 实体经济状况 (制造业)。** 上面的分析主要是为了考察美联储政策对市场利率和融资的影响, 为了更为准确地把握美国经济的基本面, 我们将对美国实体经济的状况进行一个简要的分析, 这里分析的是制造业, 下一部分中将分析房地产行业的情况。

图7 2006-09年美国制造业生产指数和产能利用率



数据来源: 美联储。

表 5 美国制造业新订单变化率

(单位：百分比，经季节调整)

	2008 年 11-12 月	2008 年 12 月-2009 年 1 月	2009 年 1-2 月
所有制造业	-4.9	-3.5	1.8
其中：耐用品	-4.6	-7.8	3.5
机械设备	-9.5	-12.2	12.7

数据来源：美国普查局。

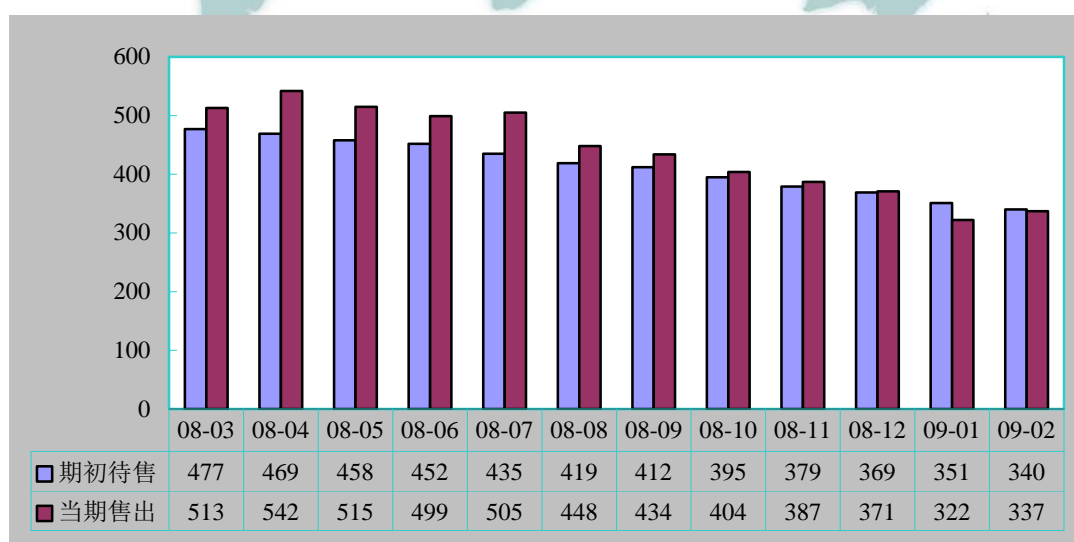
从工业生产的情况来看，实体经济状况非常不容乐观，2009 年 2 月，工业生产指数首次跌到低于 100 的水平，同时，制造业产能利用率持续下降，到 2009 年 2 月已经下降到了 70% 的水平。而且，没有任何迹象表明，上述两个指标在近期内可能反弹。唯一的积极消息是制造业新订单在今年 2 月出现了小幅反弹，当月制造业订单上升 1.8%。其中机械设备订单则出现较大幅度的反弹，上升幅度达到 12.7%。这是否意味着实体经济开始走向稳定，现在断言尚为时过早。

**4. 实体经济状况（房地产）。**要判断美国金融市场与实体经济的恢复是否具有可持续性，就要观察目前这场危机的原因是否持续存在，因此，有必要对房地产销售与止赎的情况进行一定的分析。

在次贷危机之后，受市场需求疲软的影响，美国新屋开工迅速降低，房地产市场的供给与需要持续低迷，2008 年的房地产市场进一步延续了这一趋势。在 2008 年 3 月至 2009 年 3 月期间，美国新屋待售和售出量继续缓慢下滑。2009 年 2 月，全美待售的房屋只有 34 万套，当月销售为 33.7 万套，分别比 2008 年 3 月的水平下降了 17.7 万和 17.6 万。

图 8 2008-09 年美国新屋销售情况

(单位：千户)



数据来源：美国普查局。

同时，从房屋止赎率看，2009 年 1 月止赎备案率有所下降，但是 2 月又重新上升。根据 RealtyTrac 的数据，2009 年 1 月止赎备案率下降了 10%，但在 2009 年 2 月，又上

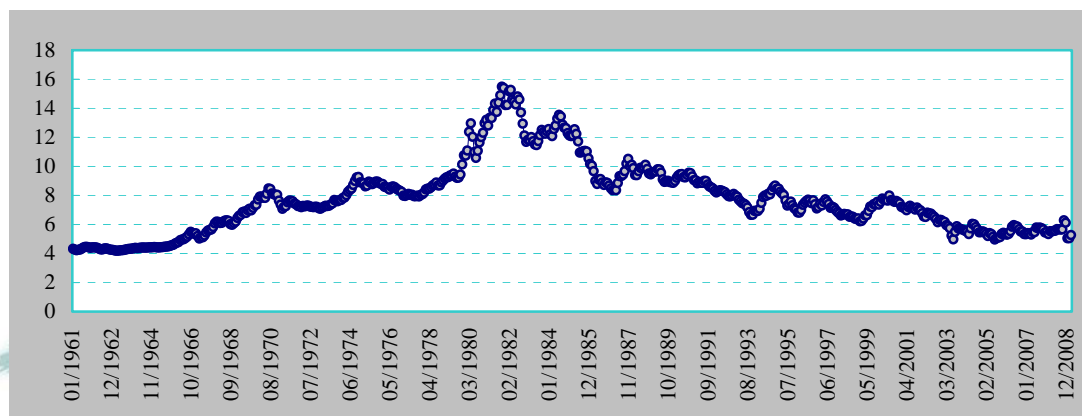
升了6%。与2008年同期相比，2009年2月比2008年同比上升了30%。因此，很难判断房地产止赎率的未来走势。

在这一部分中，我们分析了美联储利率和信贷政策对市场的影响，并对美国实体经济的状况进行了一个简要的分析。在此基础上，我们想做以下几点评述：

**第一，到目前为止，美国应对危机的货币政策基本无效。**无论是观察对市场利率还是对市场流动性的影响，都可以看出这一点。

图9 1961年以来美国公司债利率变化

(单位：%)



数据来源：美联储。

从联邦基准利率对市场利率的影响看，虽然在美联储持续降息的过程中，短期融资的利率不断下降，但是从短期融资市场成交量看，这种利率下降是在“有价无市”的背景下发生的。因此，不足以据此判断美联储降息产生了实质的影响，这也可以从长期融资市场的走势上看出来，公司债利率几乎没有受到任何影响，还出现了小幅度的上升。其次，从美国信贷市场的情况来看，美联储对金融机构的各种救助，并没有导致金融机构信贷市场稳定或恢复。相反，是非金融机构的融资规模扩大导致了部分融资市场出现恢复的迹象（公司债市场）。

**第二，流动性困境是结构性问题，不是系统问题。**当前美联储向市场投入大量流动性的做法，是建立在错误的前提下的：首先，市场并不缺乏流动性，缺乏的是能够让流动性释放出来的环境；其次，美联储投入流动性的目的，应当是引发市场上的供给方提供更多的流动性，在信息不对称的情况下，这是根据实现不了的<sup>①</sup>。

相对而言，美国金融市场的稳定和恢复，更需要的是一个透明、安全的环境，在各个机构持有的有毒资产都不透明的情况下，所有金融机构的资产负债表与白纸无异，市场的信息一下消失殆尽，而随之消失的，是市场的信心。

**第三，非金融部门可能早于金融部门趋稳。**从公司债市场可以看出，非金融部门融资已经反超金融部门，成为支撑长期融资市场的主力。这种结构性变化有着更为深层的原因：由于美国政府拒绝公布金融机构资产负债表的详细内容，实际上，金融机构融资

<sup>①</sup> 这让我想起来小时候经常遇到的一个很低级问题：一棵树上有10只鸟，朝树上开了一枪，打死了1只，请问树上还有几只鸟？我想美联储的答案可能是11只（美联储放上去2只，然后其他9只鸟就飞回来了）。我的问题是：难道美联储往树上放2只鸟，就能让其他9只鸟“不怕死”地回到树上来？

过程中存在严重的信息不对称问题，因此，尽管美国政府强力出台货币政策和财政政策救市，仍然不能解决金融机构融资市场的系统性问题。而相对而言，非金融机构的生产、销售情况，及其资产负债表要比金融机构透明得多，非金融机构的系统风险远低于金融机构，这是导致非金融机构早于金融部门趋稳和恢复的主要原因。

当然，这其实也部分说明了美国救市政策无法获得成功的原因。在金融市场存在信息不对称和系统性风险的情况下，无论向市场投入再多的流动性，都无法恢复市场的信心。在系统性风险没有得到缓解之前，市场预期不能得到改变。目前美国政府的政策，就像给有炎症的病人不断吃退烧药一样，是典型的“治标不治本”的模式。

第四，实体经济的趋稳和恢复还有待时日。虽然实体经济融资市场已经有恢复的迹象，但是实体经济真正趋稳和恢复还有待时日。一方面，是因为大部分实体经济无法从直接融资市场获得资金，尤其是许多中小型企业，仍然需要依靠间接融资，在金融部门没有恢复之前，间接融资很难恢复起来。另一方面，因为全球经济目前还没有找到新的增长点，可以肯定的是，寻找到新的增长点绝不是一朝一夕的事情，因此，即使实体经济在这场危机中走过来，要实现新的增长，也需要长时间的等待。在这一背景下，仍然要注意实体经济不况对虚拟经济造成新一轮的冲击。

### 三、美国政府应对危机的前景分析

根据上面第二部分对美国危机应对措施的效果的分析，我们认为，美国政府在应对金融危机上需要方向性的改变，否则现行措施难以奏效。现行的措施主要包括三个支撑：低利率、流动性供给、收购有毒资产<sup>①</sup>。这三项都无法解决当前市场存在的系统风险，只要市场的系统风险没有消除，市场信心就不可能恢复，金融市场也不可能恢复，这样只会形成恶性循环，在收购有毒资产的过程中，一些原来是没有问题的资产也可能在这一期间变成有毒资产<sup>②</sup>，从而产生出更多的有毒资产。

目前，美国金融市场的系统风险主要有两方面形成的：一是市场无法获得金融机构资产负债表的详细情况，二是 CDO 和 CDS 市场还没有开始结算。这导致了市场无法获知金融机构是否持有有毒资产，及其持有的规模。要从根本上解决这一问题，必须让一些优质的机构公布资产负债表的详细情况<sup>③</sup>，让市场出现越来越多较为透明、良好的参与者。这样，一些流动性充足的机构就可以向市场提供流动性<sup>④</sup>，否则，即使美联储向市场投入再多流动性，也无法恢复市场化的供给。同时，要对 CDO 和 CDS 市场进行局部结算。只有在以上两个方面有所进展的情况下，市场信息不对称和系统风险才有可能消失，市场的信心才有可能恢复。

<sup>①</sup> 根据财政部公布的最新计划，财政部、美国联邦存款保险公司（FDIC）和美联储将共同提供融资，收购规模可能达到 1 万亿美元的有毒资产。随之而来的问题是：许多大型金融机构已经得到政府的注资，这 1 万亿有毒资产都分布在什么地方？有毒资产的真实规模到底是多少？这也充分说明目前的金融市场不够透明，存在严重的信息不对称和系统风险，有流动性的机构无法甄别需求方的风险。

<sup>②</sup> 如果在政府收购有毒资产的过程中，股票等金融产品的收益率不断下降（系统风险不消除的情况下，很有可能发生），那么就会产生更多的有毒资产。

<sup>③</sup> 可以选择性地公布，比如说 CDO 在总资产中占的比例低于 10% 的机构。

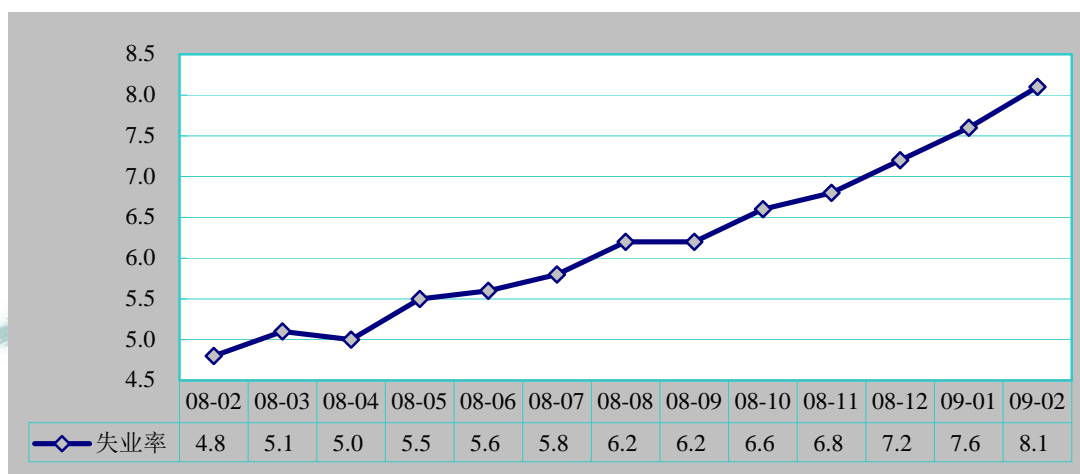
<sup>④</sup> 关于这一点，我们前面已经分析过了，金融市场流动性紧缺是结构性问题，也就是说很多机构仍然有充足的流动性，只是由于市场存在较大的风险，而无法投向合适、安全的机构。我想有两个现象可以补充说明这一点：一是在美国次贷危机之前，全球面临的是流动性过剩，危机之后，过剩的流动性并没有消失，而是“趴下”了。二是美联储的 2008 年资产负债表扩张了 1 万亿以上，其中绝大部分资金来自于金融机构的存款，这也说明市场上仍然有流动性充足的机构，这些机构宁愿拿 0.25% 的存款准备金利率，只是为了把钱放在更为安全的地方。

即使美国政府从现在开始改变应对危机的方向，仍然已经浪费了近两年的时间，而且从现在开始采取有效的措施，金融市场什么时候能够见底仍然是很难预知的事情。因此，在政府应对危机（目前主要是救金融机构和少量实体经济）的过程中，仍需注意在保障国民福利等方面投入更多的精力和财力：

**第一，要关注失业与福利问题。**在过去的一年中，美国失业率从4.8%上升到了8.1%的水平<sup>①</sup>，没有就业，就没有消费，一些失业人员甚至会出现生存危机。考虑到失业可能是短期内无法解决的问题，政府需要加大力度保障失业人员的基本需求。

图 10 2008 年 2 月-2009 年 2 月美国失业率

(单位：%)



数据来源：美国劳工部。

**第二，要解决实体经济融资问题。**实体经济融资过程中，存在的主要问题是成本高、不容易获得，对一些中小企业尤其是如此。在当前市场状况下，就风险而言，向实体经济提供流动性要比向金融机构提供流动性小，关键是需要一些有效的措施，扩充实体经济直接融资的渠道，扩大实体经济融资市场的规模。

**第三，亚洲国家要更积极地参与应对美国金融危机。**美国金融危机的状况远比想象的差，其后果也远比想象的严重，因此，需要在全球范围内更多的力量参与，尤其是亚洲流动性充足的国家要更多的参与。美国经济的崩溃对亚洲国家的打击不可小视，亚洲国家可以依托强大的财政力量低销外需下降的冲击，但是不可能改变高储蓄的经济模式，美国经济的下滑在短期内减少的是内需，在长期内威胁的是高储蓄的亚洲模式，以及全球长期维持的不平衡。因此，亚洲国家在这场危机中采取超然的势态是非常不合时宜的。

声明：本报告为非成熟稿件，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所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。

<sup>①</sup> 无论在增加预算的时候承诺的是解决多少人口的就业，失业率在不断上升是不争的事实。政客的需求与市民的需求相去甚远。