

## 全球金融危机的发展历程与未来走向

### 一、全球金融危机的发展历程

本轮全球金融危机肇始于美国次贷危机，而美国次贷危机则源于美国房地产价格泡沫的破灭。在互联网泡沫破灭之后，美联储在很长时期内实施了过于宽松的货币政策，导致美国房地产价格指数在 2000 年 1 月至 2006 年 5 月期间上涨了 1.24 倍。<sup>1</sup> 在低利率与房价持续上涨背景下，由于美国政府金融监管缺位，导致次级抵押贷款市场以及基于次级抵押贷款的各种金融衍生产品过度发展。不过，上述繁荣建立在假定美国房地产价格将会持续上涨的脆弱基础上。

当美联储在通货膨胀压力下从 2004 年 6 月起重新步入加息周期后，房地产价格从 2006 年 6 月起开始下跌。次级抵押贷款市场以及金融衍生产品市场繁荣的基础不复存在。2007 年 8 月，美国第五大投资银行贝尔斯登宣布旗下对冲基金停止赎回，引发投资者撤资行为，从而触发了流动性危机。这被视为美国次贷危机全面爆发的标志。2008 年 2 月，英国北岩银行被英国政府国有化，这是次贷危机爆发以来第一家被国有化的金融机构，也标志着次贷危机已经传递至欧洲。2008 年 3 月，贝尔斯登申请破产倒闭，在美联储的斡旋下被摩根大通收购。美国政府对贝尔斯登的救援标志着次贷危机进入一个新阶段，同时强化了投资者对金融机构“大而不倒”的预期。

2008 年 9 月是美国次贷危机转变为全球金融危机的转折点。9 月 7 日，美国政府宣布接管房地美与房利美，这意味着美国房地产金融市场爆发系统性危机。9 月 15 日，美国第四大投资银行雷曼兄弟申请破产保护，美国政府没有实施救援。美国政府

听任雷曼兄弟破产倒闭的做法打破了金融市场关于金融机构“大而不倒”的预期，直接造成美国短期货币市场崩盘。由于短期货币市场是美国影子银行体系最重要的融资来源，雷曼兄弟的破产使得美国投资银行的覆灭变得不可逆转。在雷曼兄弟破产的同一周内，美国第三大投资银行美林宣布被美洲银行收购，美国前两大投资银行高盛与摩根士丹利宣布转为银行控股公司。华尔街上烜赫一时的五大投行集体消失。此外，美国最大的保险公司美国国际集团（AIG）出现严重亏损，最终被美联储注资 850 亿美元并实施国有化，这标志着信用违约掉期（Credit Default Swap, CDS）市场开始崩溃。在 2008 年 9 月，危机也由美国金融市场全面蔓延至欧洲与新兴市场国家的金融市场，危机正式由国别危机转变为全球金融危机。

金融市场的危机也通过财富效应、信贷紧缩、切断企业融资来源等渠道影响到全球实体经济。从 2008 年第 2 季度起，欧元区与日本经济进入负增长；从 2008 年第 3 季度起，美国经济进入负增长。三大发达经济体在 2008 年下半年集体陷入衰退，新兴市场国家与发展中国家的经济增长也明显减速。根据 IMF 的最新预测，2009 年全球经济将实现 1.3% 的负增长，这是全球经济自二战以来的首度萎缩。其中发达国家经济将萎缩 3.8%，新兴市场国家与发展中国家的经济增长率也仅为 1.6%。<sup>ii</sup>

在 2009 年 2-3 月，有四种危机重叠发生：一是以花旗银行、美洲银行为代表的美国大型商业银行爆出巨额资产减记（不过 09 年第 1 季度财报显示相关银行盈利状况有所好转）；二是美国对冲基金行业从 2008 年 10 月起遭遇大规模的投资者撤资行为；三是发达国家实体经济仍在不断下滑；四是中东欧国家很可能爆发因为外资抽逃而引发的金融危机。因此，2009 年春季也被称为“金融海啸第二波”，以对应雷曼兄弟破产所引发的金融市场系统性危机。不过，由于投资者预期已经显著调低，目前已经很难有打破投资者预期的意外事件发生，金融市场重现系统性危机的可能性相对较低。然而，全球金融危机仍处于深化与扩展的过程中。

以上我们简要回顾了全球金融危机的发展历程。事实上，我们很难清晰划分金融危机的发展阶段，原因是各种不同类型的危机往往交叠在一起。例如，房价下跌从 2006 年 6 月起延续至今（美国房价指数迄今为止已经下跌了 30%<sup>iii</sup>），流动性短缺和信贷紧缩从 2007 年 8 月起延续至今，股市下跌从 2007 年 10 月起延续至今，实体经济衰退从 2008 年第 3 季度起延续至今。因此，我们只能用标志性事件（例如金融机构破产）

的发生来大致描述金融危机的演进。

## 二、美国政府救市政策及其后果

要判断全球金融危机的未来走向，就离不开对美国政府救市政策的梳理与评价。下面我们从财政政策与货币政策两个层面来分析美国政府救市政策及其后果。

表 1 总结了迄今为止美国政府出台的财政救市方案，主要包括 1680 亿美元的减税、7000 亿美元的问题资产纾困方案、奥巴马政府 7870 亿美元的经济刺激方案，以及最近出台的公私合营的坏账银行等。简单计算，美国政府财政救市方案的金额已经高达 1.66 万亿美元，约为 GDP 的 12%。上述方案既包括帮助金融机构纾困的具体措施（包括注资、剥离问题资产、为金融机构负债提供担保等），也包括提振实体经济的具体措施（包括减税和增加社会公共支出等）。现在要全面评价财政救市方案的效力为时尚早，但相关政策的出台至少缓解了金融市场与实体经济的进一步下滑。

表 1 美国政府救市政策——财政方面

出台日期	方案名称	主要内容
2008 年 2 月	Economic Stimulus Act	1680 亿美元减税
2008 年 7 月	Housing and Economic Recovery Act	帮助购房者再融资，避免出现持续违约
2008 年 10 月	Emergency Economic Stabilization Act	■ 将 FDIC 存款保险上限由 10 万美元提高到 25 万美元 ■ 引入 7000 亿美元问题资产纾困方案（Troubled Assets Relief Program, TARP），购买金融机构问题资产以及帮助金融机构注资
2009 年 2 月	American Recovery and Reinvestment Act	总额 7870 亿美元，包括 2880 亿美元减税、1440 亿美元用于州政府与地方政府的医疗与教育开支，以及 3550 亿美元用于联邦开支与社会项目
2009 年 3 月	Public-Private Investment Program for Legacy Assets	吸引私人部门资金参与，剥离金融机构资产负债表上的不良资产

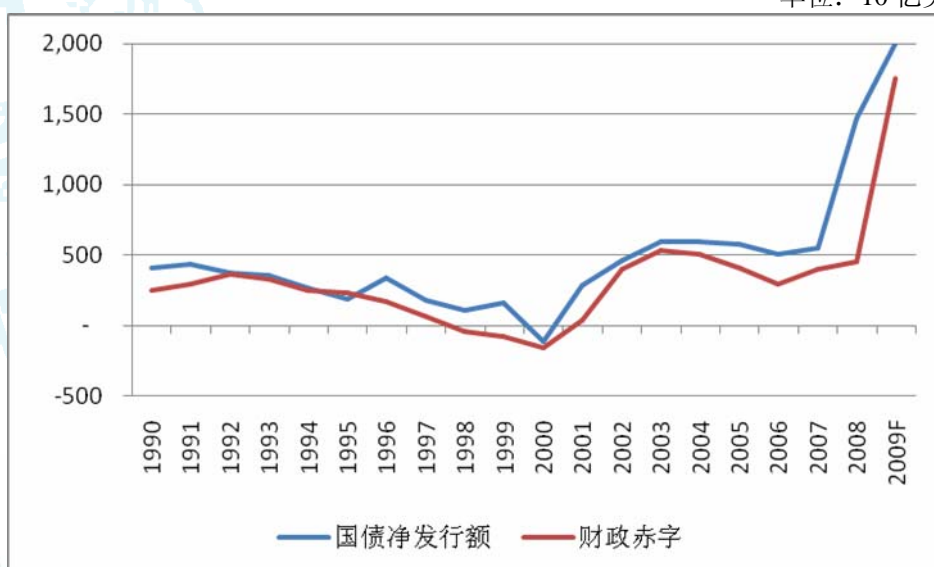
资料来源：作者自行整理。

美国政府巨额财政刺激方案的直接后果，是美国政府的财政赤字飙升，以及为财政融资的压力上升。2002 年至 2007 年，美国政府财政赤字平均为 4270 亿美元。根据

奥巴马政府的预算，2009 财年的财政赤字将达到 1.75 万亿美元，超过美国 GDP 的 12 %。发行国债是美国政府用于弥补财政赤字的重要手段。如图 1 所示，自 1990 年以来，美国历年的国债净发行额与财政赤字水平大体相符，这表明美国政府主要用增发国债来弥补财政赤字。自 1996 年以来，每年国债净发行额均高于财政赤字水平。<sup>iv</sup> 2002 年至 2007 年，美国国债净发行额一直稳定在 5000 亿美元左右，2008 年则飙升至 1.47 万亿美元。市场预计，要为巨额财政赤字募集足够资金，2009 年美国国债净发行额将至少达到 2 万亿美元。

图 1 美国历年国债净发行额与财政赤字水平

单位：10 亿美元



资料来源：US Treasury, BEA。

2008 年年底美国国债市场未清偿余额约为 10.7 万亿美元。如果 2009 年新增 2 万亿美元的国债发行，相当于市场上新增 20% 的供给。如果对美国国债需求的增长跟不上国债供给的增长，美国政府必须提高新发国债的收益率，而这会压低存量国债的市场价值，持有大量美国国债的外国投资者将遭受严重损失。<sup>v</sup> 然而现实情况是，截止 2009 年 4 月中旬，美国国债市场收益率总体而言仍处于不断下降趋势：目前 10 年期国债收益率低于 3%，而 3 个月国债收益率低于 0.20%。美国国债市场的火爆行情，主要与国际金融机构的去杠杆化，以及国际资本在危机时期的“流向安全港”（Fly to Safety）效应有关。一旦国际机构投资者的去杠杆化结束并重新配置风险资产，大量

的资金将从美国国债市场撤出，这可能显著推高国债市场收益率并压低国债市场价值。

表 2 归纳了危机爆发至今美联储的应对方案。美联储的救市方案主要包括三类：一是降息，在次贷危机爆发后一年半时间内，联邦基金利率由 5.25% 降低至 0-0.25%；二是通过各种信贷创新机制向金融机构提供流动性支持，包括针对存款类金融机构的期限拍卖贷款（TAF）、针对交易商（投资银行）的主要交易商信用贷款（PDCF）、针对商业票据发行者的商业票据贷款（CPFF），以及针对资产支持证券购买者的期限资产支持证券贷款（TALF）；三是所谓的定量宽松（Quantitative Easing）政策，即美联储通过直接购买证券的方式向金融市场注入流动性，相关证券包括国债、机构债与 MBS。

表 2 美国政府救市政策——货币方面

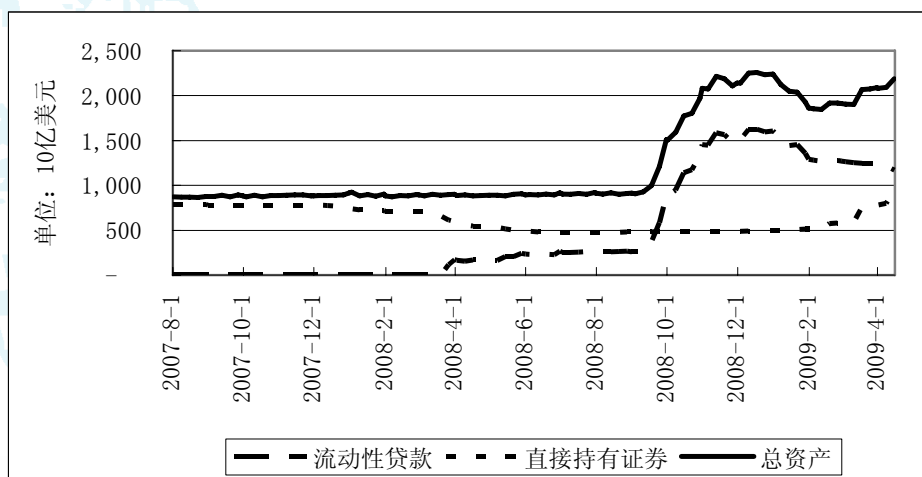
出台日期	方案名称	主要内容
2007年7月至 2009年12月	降低联邦基金利率	由 5.25% 下调至 0-0.25%
2007年12月	Term Auction Facility (TAF)	用于向存款类金融机构注入流动性（放宽抵押品范围）
2008年3月	The Primary Dealer Credit Facility (PDCF)	向交易商提供短期贷款（抵押品包括公司债、市政债券、MBS 和 ABS）
2008年10月	The Commercial Paper Funding Facility (CPFF)	向商业票据的合格发行者提供流动性
2008年11月	Term Asset-Backed Securities Loan Facility (TALF)	协助基础资产为信用卡贷款、助学贷款、汽车贷款等的 ABS 的发行
2009年3月	TALF	美联储决定将 TALF 的规模由 2000 亿美元提高到 1 万亿美元
2009年3月	美联储直接购买证券	美联储宣布购买 3000 亿美元长期国债、将对 MBS 的购买由 5000 亿美元增加到 1.25 万亿美元，以及购买 2000 亿美元机构债。

资料来源：作者自行整理。

美联储极其宽松的货币政策收到了一定成效，目前无论是反映短期货币市场融资成本的 TED 息差，还是美国居民中长期住房抵押贷款利率，与危机爆发初期相比都显著下降。然而，美联储货币政策也造成了两个明显后果：后果之一是美联储资产负债表的规模不断上升。如图 2 所示，从 2008 年 9 月初到 2009 年 4 月中旬，美联储资

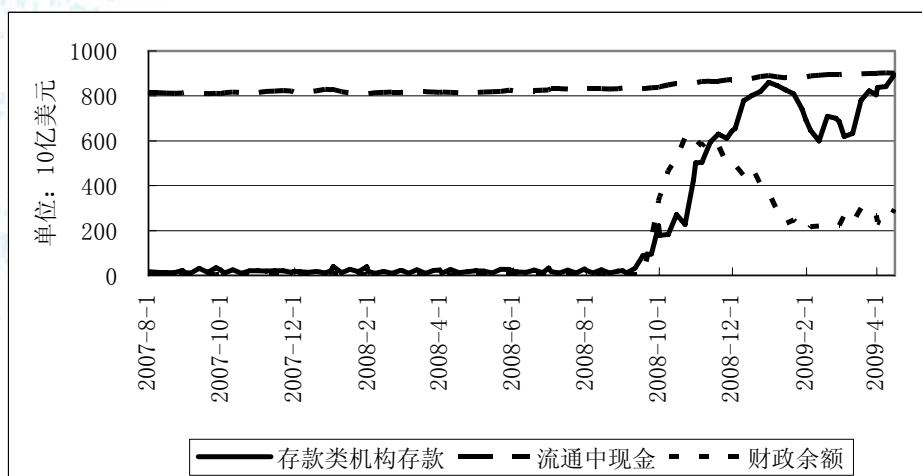
资产负债表的总规模由 9000 亿美元左右飙升至 2.2 万亿美元左右。总资产上升的主要原因是美联储通过各种创新机制提供的流动性贷款显著增加，自 2008 年 3 月推出 PDCF 机制以来，美联储流动性贷款由零上升至 2009 年 4 月中旬的 1.2 万亿美元。自美联储实施定量宽松政策以来，美联储直接持有的证券数量也有所上升；后果之二是美国金融机构的超额准备金大幅飙升。由于美联储的资本金没有发生变动，因此资产负债表总体规模的上升实际上意味着美联储负债的上升。如图 3 所示，在美联储各项主要负债中，流通中现金的规模大致稳定在 9000 亿美元左右，而存款类金融机构的存款则由 2008 年 9 月初的 200 亿美元左右上升至 2009 年 4 月中旬的接近 9000 亿美元。

图 2 美联储资产负债表的膨胀



资料来源: Federal Reserve。

图 3 金融机构超额准备金的上升



资料来源: Federal Reserve。

尽管美联储对金融机构流动性贷款的增加目前主要体现为金融机构超额准备金的增加，但这主要与金融机构去杠杆化尚未结束、风险偏好很低，因此存在惜贷现象有关。一旦金融机构去杠杆化结束并重新开始放贷，货币流通速度可能在短期内显著上升，从而带来通货膨胀压力。一旦在金融市场与实体经济开始反弹后，美联储不能及时抽回流动性，那么美国很可能出现严重的通货膨胀，美元可能大幅贬值。事实上，尽管美联储账面上有大量证券，但其国债数量有限，故而通过出售国债能够收回的流动性有限。另一方面，美联储通过创新信贷机制积累的其他种类债券很可能短期内无人问津，这意味着短期内美联储抽回流动性的能力有限，中期内美国爆发通胀与美元贬值的可能性较大。

### 三、全球金融危机的未来走向

要准确预测全球金融危机的未来走向，存在着很大的不确定性。例如，美国财政部新近出台的公私合营坏账银行方案能否吸引到大量私人投资者的参与，从而为坏账银行的运营提供足够资金？美国金融机构的去杠杆化何时结束？美国金融市场何时开始反弹？美国国债市场的火爆行情何时结束，新兴市场国家中央银行是否会持续追捧美国国债？美元汇率是否以及何时会反转？一旦市场反弹，美联储能否及时抽回流动性，从而避免恶性通胀的爆发？全球能源与大宗商品市场何时止跌反弹？

尽管我们尚不能对以上问题作出满意回答，但我们相信，危机演进的某些中长期方向是比较确定的。以下我们将就全球金融市场、全球实体经济增长与全球通货膨胀状况等方面作出预测。

美国金融市场的危机尚未见底。尽管 2009 年第 1 季度美洲银行、花旗银行、富国银行、高盛等金融机构的盈利状况超出市场预期，但这些金融机构在 2009 年的业绩可能有所反复。金融机构将会继续披露坏账，这意味着金融机构的去杠杆化仍会继续，金融机构也会继续寻求政府或私人部门的股权投资。如果大型商业银行为情况恶化，不排除美国政府进一步实施国有化的可能性。对冲基金的投资者撤资行为并未显著减

弱，如果短期货币市场仍不能恢复正常运转，则 2009 年春季可能出现对冲基金大面积解散清算的现象。随着实体经济增长前景的恶化，美国公司债市场可能爆发新的危机。欧洲金融机构对问题资产的披露远没有美国同行充分，这意味着欧洲金融市场还有很大的下行空间。<sup>vi</sup> 一旦中东欧国家爆发金融危机，在中东欧国家拥有大量信贷头寸的西欧商业银行将出现更多坏账。然而，尽管如此，全球金融市场很难重演 2008 年 9 月雷曼兄弟破产引发的系统性危机，这是因为投资者的预期已经显著下调，很难发生打破投资者预期从而引发恐慌性抛售的恶性事件。我们预计，美国金融市场有望在 2009 年下半年触底，逐步恢复正常的投融资功能。

实体经济的恢复则要缓慢的多。从目前世界各国出台的救市方案来看，全球国际收支失衡的状况很可能不但得不到缓解，反而进一步恶化。美国居民并没有显著压缩消费，而中国居民并没有显著扩大消费，这意味着美国当前经常账户赤字的改善很可能只是暂时现象。<sup>vii</sup> 一旦实体经济反弹、全球能源与大宗商品市场价格上涨，美国经常账户赤字可能进一步扩大，中国的经常账户顺差也是如此。从短期来看，美国经济有望在 2009 年下半年止跌，在 2010 年上半年恢复正增长。但要恢复到危机爆发前的水平，可能至少需要 5 年左右时间。欧元区和日本的经济反弹将会晚于美国，而且在很大程度上依赖于美国的进口需求是否重新强劲。受 4 万亿人民币投资方案（重点在于基础设施投资与房地产投资）与银行信贷飙升刺激，中国经济有望在 2009 年下半年强劲反弹。但由于居民消费持续疲弱、刺激投资可能进一步形成过剩产能、信贷飙升可能导致不良贷款率上升、出口可能持续疲软，这意味着中国经济在中期内缺乏持续增长的动力。如果全球范围内刺激政策运用不当，各国政府缺乏进行结构性调整的魄力以及协调各国宏观政策的远见，整个世界经济都可能呈现出 W 型走势，即短期内显著复苏，中期内不容乐观。

目前全球范围内的通货紧缩很可能只是暂时现象。当然，如果世界经济重返通胀，其根源可能不在于全球需求的强劲复苏，而在于美元大幅贬值引发的全球能源与初级产品价格再度上涨。如前所述，我们很难说服自己，“直升机上的伯南克”能够在市场反弹之际迅速抽回流动性，因此当前美国的定量宽松政策很可能埋下未来通货膨胀的种子。一旦金融机构的去杠杆化结束、机构投资者重新开始配置风险资产、银行重新开始放贷，这意味着货币乘数短期内可能迅速上升。在基础货币没有相应削减的情况下，这将加剧经济体中的通胀压力。随着大量资金流出美国国债市场并重新流向



新兴市场国家，美元可能大幅贬值，从而推动全球能源及大宗商品价格再度走高。如果大宗商品市场的价格上涨伴随着总需求的持续不振，我们就不能排除世界经济陷入滞涨的可能性。

<sup>i</sup> 引自美国 S&P/Case-Shiller 10 个城市房价指数（经过季节调整）。

<sup>ii</sup> IMF. “Global Economy Contracts, with Slow Recovery Next Year”, IMF Survey online, April 22, 2009.

<sup>iii</sup> 同尾注 1。

<sup>iv</sup> 这一差额在 2008 年达到 1000 亿美元以上，主要原因是 2008 年下半年新发行的国债可能被用来为未来两年的财政支出融资。

<sup>v</sup> 关于美国国债市场供需缺口的详细分析请参见张明：“警惕美联储购买美国国债蕴涵巨大风险”，《21 世纪经济报道》，2009 年 3 月 23 日。

<sup>vi</sup> 根据 IMF 最新的《全球金融稳定报告》，估计在 2007 年至 2010 年间，美国、欧洲与日本的金融业将面临合计 4.1 万亿美元的损失。在美国银行业 1.06 万亿美元的估算损失中，已经冲减了大约一半，而欧洲银行业 9500 亿美元的估算损失中，只冲减了约 17%。英国银行业 3100 亿美元的估算损失中已冲减了约三分之一。

<sup>vii</sup> 美国私人部门债务总额从 1976 年占 GDP 的 112%，升至 2008 年底的 295%。同期，仅金融业债务就从 GDP 的 16% 跃至 121%。在 2008 年金融危机中，美国私人部门的负债比率非但没有下降，反而进一步上升。引自马丁·沃尔夫：“为何经济复苏萌芽可能枯萎”，英国《金融时报》中文网，2009 年 4 月 23 日。

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。