

论国际金融危机的形成与演变机制*

赵志君^{1,2}

(1. 新疆财经大学, 新疆 乌鲁木齐 830012; 2. 中国社会科学院经济研究所, 北京 100836)

摘 要: 通过对各类金融危机的形成和演变机制的分析, 本文认为金融危机是经济主体资产负债表恶化的一种表现形式, 资产负债表的恶化是货币政策、财政政策、体制和市场缺陷等因素共同作用、长期积累的结果, 货币政策失当是资产负债表恶化的先导因素, 软约束机制、道德风险、制度刚性是危机的根本原因。2008 年~2009 年对危机反应过度, 使宏观对策偏离了结构调整的轨道, 加剧了结构失衡, 使中国失去了一次抄底国际资源、人才和技术市场的机会。世界经济面临二次探底, 中国经济将不可避免地受到影响, 但适当降低增长速度符合中国的战略利益。为避免陷入金融危机的泥沼, 中国不宜再次出台大规模经济刺激计划, 而应该坚持结构调整, 切实转变经济增长方式。

关键词: 次级贷款; 政策冲击; 房地产泡沫; 金融危机

中图分类号: F830.99

文献标识码: A

文章编号: 1671-9840(2013)01-0005-09

一、问题的提出

美国次贷危机爆发后, 美国新世纪金融公司、房利美、房地美、贝尔斯登、美林证券、雷曼兄弟、华盛顿互助银行等先后破产、倒闭或被政府接管, 高盛、美国银行、花旗银行等国际金融巨头被迫转型和重组, 道琼斯工业股票平均价格指数于 2009 年 3 月创下自 1997 年 4 月以来的最低收盘点位。2009 年美、欧、日三大经济体随之步入衰退期, 分别出现 -3.49%、-4.41% 和 -5.53% 的负增长。为应对危机, 美联储于 2007 年 9 月~2008 年 12 月经过 10 次降息将联邦基金利率从 5.25% 调整到 0~0.25%, 利率进入零时代。因利率政策回旋余地不大, 宏观经济没有企稳的迹象, 美联储于 2008 年 11 月推出第一轮量化宽松的货币政策, 通过购买抵押贷款支持债券、长期国债、两房债券向市场注入流动性共计 1.725 万亿美元。2010 年 11 月 3 日美联储推出第二轮量化宽松货币政策, 通过分期购买长期国债向市场注入流动性 6 千亿美元。欧盟、日本和新兴市场国家也相继执行了宽松的货币政策。

在大规模经济刺激计划的作用下, 2010 年美国、欧盟和日本的 GDP 出现了正增长, 增长率分别是 3.03%、1.95% 和 4.45%, 但是 2011 年美国、欧盟和日本的 GDP 增长率又分别回落至 1.48%、1.74% 和 -0.73%。2009 年、2010 年和 2011 年美国的财政赤字率分别高达 10%、9% 和 8.7%, 欧盟的赤字率分别达到 6.7%、6.6% 和 4.1%, 都突破了《稳定和增长公约》规定的 3% 的上限。2011 年美国的负债率已经跃升至 102%, 欧元区负债率增至 87.2%; 2010 年日本的债务率已达 228%, IMF 预计 2012 年日本公共债务占 GDP 的比例将达到 237%。

2008 年中国沿海地区企业大面积停工停产, 出现了失业大军和农民工返乡潮。为维护社会稳定,

收稿日期: 2012-11-12

基金项目: 国家自然科学基金“中国—中亚货币合作与人民币区域化和国际化研究”(批准号: 71263050)

作者简介: 赵志君(1962-), 男, 新疆财经大学金融学院特聘教授, 中国社会科学院经济研究所研究员, 研究方向为国际金融、资本市场、宏观经济、经济增长和社会福利函数等。

中央政府出台了扩大内需促进经济增长的十条措施。为配合十条措施的落实,中央有关部门提出“出手要快,出拳要重,措施要准,工作要实”的要求,出台了具体的财政政策、货币政策、产业政策、房地产支持政策以及资本市场稳定政策。从2008年9月16日到12月5日,中国人民银行多次降低存贷款利率和法定存款准备金率,对首次购买普通自住房和购买改善型普通自住房的居民提供优惠贷款利率(在基准利率的基础上下浮30%)。2008年9月19日起又将股票交易印花税的征收方式由双边征收模式调整为由出让方按1%缴纳的单边征收模式,允许汇金公司自主购买四大国有银行股票;对家电下乡、汽车下乡进行补贴,加快审批了一批基础设施投资项目,对个人首次购买90平方米及以下普通住房的,统一下调契税税率到1%;提高了出口退税率,终结了人民币汇率自2005年7月以来一直保持的单边升值趋势。在产业领域,出台了汽车、钢铁、纺织、装备制造、船舶、电子信息、石化、轻工、有色金属、物流等十大产业振兴规划。

在积极的财政政策和宽松的货币政策的刺激下,大量信贷资金进入实体经济和金融市场,2010年中国经济实现了两位数增长,沿海地区再次出现了“用工荒”,通货膨胀重新抬头,股市和房地产泡沫加剧,地方政府融资平台贷款猛增,民间高利贷泛滥。

在这种情况下,2010年中国政府将货币政策从宽松调整为稳健,2010年10月19日~2011年7月7日间,中国人民银行12次上调存款准备金率,4次上调存贷款基准利率,建设部、财政部等部委联合出台了一系列抑制房地产投机的措施。之后,紧缩政策的效果逐步显现,2011年国内生产总值增长率回落至9.2%,2012年上半年继续回落至7.8%。2012年上半年,全国财政收入增幅显著回落,同比增长了8.2%,而财政支出激增37.1%。

最近,关于企业破产、业主跑路、民间高利贷资金链条断裂的报道不绝于耳,投资增速和PMI指数下滑拨动了中央和地方政府的神经,中央领导要求“把稳增长放在更加重要的位置”。为此,2012年上半年中国人民银行两次降息、两次下调存款准备金率,首次进行了非对称降息操作,允许存款利率在基准利率的基础上上浮10%,向市场释放了宽松和加快利率市场化进程的信号。财政政策方面,国家发改委加快了项目审批,地方政府也难以抑制投资饥渴和冲动,纷纷出台地方版投资规划。据不完全统计,截至2012年7月,地方投资规划已经达7万亿。

如今,令人担忧的问题再次出现:中央稳增长的要求是否演变为保增长和促增长?经济发展是否再次偏离结构调整的方向?产能过剩是否因此而进一步加剧?房地产泡沫能否被进一步吹大?地方融资平台债务危机是否会爆发?金融危机是否会在中国爆发?这些问题之所以令人担忧,一是因为2008年我们对国际金融危机反应过度,一些政策是在缺乏科学研究的情况下制定的,产生了一些不良后果;二是因为国际金融危机的演变遵循一定规律,已经先后在美国、日本、欧洲发生,如果中国再次应对失当,爆发中国式的金融危机也不是不可能的。

本文通过反思宏观经济政策的冲击在金融危机形成过程中的作用,更进一步地探讨国际金融危机的演变和传导机制。本文其余部分安排如下:首先从国民收入核算和货币供求结构的角度分析金融危机的分类和发生机制;其次从资产负债表的影响因素出发分析金融危机发生的条件和演变过程;最后在反思危机对策、评价对策效果的基础上,提出应对金融危机的政策建议,以为有关部门提供决策参考。

二、金融危机的分类与发生机制

(一) 三代危机模型

迄今为止,国际上已经发展了三代成熟的金融危机模型。第一代危机模型是货币危机模型,产生于20世纪70年代,是为解释拉美货币危机而建立的。1972年墨西哥政府实施扩张性财政政策,财政赤字占国民生产总值的比重逐年提高。为了弥补财政赤字,墨西哥政府向中央银行发行债券,导致基础货币增长过快,随后出现了恶性通货膨胀,投资者纷纷抛售比索,资本外流加速。当外汇储备耗尽时,墨西哥政府被迫放弃固定汇率制。墨西哥危机后,阿根廷、智利、乌拉圭等拉美国家也发生了类似的危机。经济学家把拉美货币危机归因于进口替代发展战略和不恰当的宏观经济政策,在理论上形成了第一代货

币危机模型。^[1]第一代货币危机模型反映了固定汇率、资本自由流动和货币政策独立性的不可能三元悖论。克鲁格曼认为,维持固定汇率需要满足一定的条件(即 $FX_t \geq \overline{ae} - DC_t$, 其中 FX_t 表示外汇储备, DC_t 表示国内信贷)。^[2]在固定汇率下,国内信贷的扩张必然产生通货膨胀和货币贬值预期,导致资本外流、外汇储备下降。一旦外汇储备耗尽,固定汇率将难以维持,本币贬值将不可避免。

第二代危机模型也是货币危机模型,是为解释欧洲货币危机和英镑危机而建立的。1990年东西德国统一之后,德国政府支出大幅增加。因担心通货膨胀,德国政府于1992年7月把贴现率提高到8.75%。德国提高利率后,芬兰人纷纷把芬兰马克兑换成德国马克,导致芬兰马克对德国马克的汇率持续下跌。此前,芬兰马克与德国马克自动挂钩,芬兰央行为维持比价不得不抛售德国马克而购进芬兰马克。但由于芬兰央行的德国马克储备有限,因而这一举措并没有抑制住芬兰马克下跌。1992年9月8日,芬兰政府宣布芬兰马克与德国马克脱钩,实现自由浮动。接下来,类似的现象在英镑、里拉市场发生,投资者纷纷抛售英镑,抢购德国马克,致使里拉和英镑汇率大跌,欧洲货币危机由此爆发。与拉美危机不同,当英镑危机发生时,英国不仅拥有大量的外汇储备,而且其财政状况也没有出现与其汇率制度不和谐的情况。也就是说,英镑危机不是政府的债务货币化政策引起的,第一代金融危机模型不能对其进行合理解释。从表面上看,英镑危机、芬兰马克和意大利里拉危机都是德国提高利率引起的,利差导致资本的异常流动,资本流动导致外汇储备的减少,产生汇率贬值预期。各国利率政策不协调的根源在于经济的国别差异。奥布斯菲尔德通过政府目标的多重性来解释欧洲货币危机。他认为,政府有维持汇率稳定和经济稳定的双重目标,必须在汇率稳定和经济稳定之间进行权衡,需要在成本和收益之间进行权衡后才能决定是否放弃固定汇率。当维持固定汇率的成本大于放弃维持固定汇率的成本时,放弃固定汇率是理性的选择。^[3]第二代货币危机理论由此而产生。

第三代危机属于银行危机,虽然其中不可避免地要经历货币危机过程。1997年7月始于泰国、波及东南亚的金融危机的爆发,使汇市、股市轮番暴跌,重创东南亚金融体系和世界经济。与拉美货币危机和欧洲货币危机不同,东南亚金融危机爆发时,东南亚国家存在大量的经常账户盈余,充足的外汇储备,财政政策和货币政策也没有异常变化。因此,东南亚金融危机显然不能用第一代和第二代危机模型来解释,要阐明东南亚金融危机发生和演变的机理,就必须跳出货币和财政等宏观经济政策的范畴,由此创建了第三代金融危机理论。有学者从政府、银行和企业之间的关系以及道德风险、金融脆弱性、政府腐败等角度研究东南亚金融危机。^{[4][5][6]}一种代表性观点认为,在日本经济泡沫破灭之后,国际上大量的廉价资金以较低的利率借给东南亚地区银行,然后由银行投入到高风险的股票和房地产市场,导致股市和房地产市场泡沫化。当资产泡沫破灭时,银行不良贷款急剧增加,银行破产风险增大。由于银行破产具有高度的外部性,投资者相信政府不会对陷入困境的国内银行袖手旁观,因而投资者并不担心银行因为不良贷款增加而破产。基于这种认识,投资者敢于借钱给银行,银行也敢于将资金投入高风险的行业,国内银行的巨额不良贷款最终将转化为财政赤字。因此,银行的不当贷款与财政赤字是等价的,从某种意义上说,即使没有严重的财政赤字问题,亚洲金融危机也会发生。

(二) 金融危机的变种

2008年美国次贷危机深刻地影响着世界经济,在不同国家和地区演变为不同的形式,出现了货币危机、银行危机、主权债务危机等不同的危机变种。对此,三代货币危机模型很难给出合理解释,需要建立新的框架进行综合分析。不论是货币危机、银行危机还是政府债务危机,必然体现在家庭、企业、银行和政府资产负债表的变化中。^[7]这些部门的资产负债表的变化又是通过修改后的国民收入核算的基本恒等式来表示的。传统的国民经济核算恒等式为:

$$(I - D) + (G - T) + (X - M) = 0 \quad (1)$$

加入金融中介部门后的国民收入核算恒等式变为:

$$[I(r, e) - L(r, e) + L(r, e) - D(r, e)] + (G - T(\tau)) + [X(e) - M(e)] = 0 \quad (2)$$

国民收入核算恒等式涉及国民收入分配格局中居民储蓄存款与银行贷款、企业的投资与银行贷款、政府收支、进出口贸易四种均衡关系,其中 r 、 e 、 τ 分别表示利率、汇率和税率。各种均衡关系并非完全

独立,而是相互联系的。任何一种关系的失衡都可能导致另一种或者另几种关系的失衡。所以,每一类危机都至少对应两种非均衡关系。^[8]

长期的财政赤字将导致债务率的提升,政府债务货币化可能引发恶性通货膨胀和货币贬值。如拉美货币危机就与政府赤字货币化的操作有关。

企业投资来自于银行贷款,银行贷款来自于储蓄存款,所以银行是连接居民和企业的纽带,他们之间存在存款和贷款与贷款和投资这两种均衡关系。存款、贷款和投资之间又存在期限结构错配风险、货币政策风险和市场风险。这些风险都会造成银行的不良贷款,当不良贷款积累到一定程度就会引发储户恐慌和挤兑,银行危机便因此而爆发。如果政府出手救助银行,银行不良贷款即转化为政府债务,在货币政策独立性的条件下有可能发生主权债务危机。如果货币政策是非独立的,政府还可以通过债务货币化化解债务危机,则债务危机将进一步影响居民和企业资产负债表的变化,进而演变为通货膨胀和经济萧条或危机。这正是美国次贷危机之后欧盟五国正面临的局面。如果没有政府的救助,就必须提高外贸部门的竞争力,通过扩大出口去化解危机,但这需要汇率贬值的配合。

贸易顺差和贸易逆差决定外汇储备的增减。贸易顺差和资本流入导致外汇储备的增加。在固定汇率下,贸易顺差和资本流入演化为国内货币扩张,从而导致经济的全面泡沫化。一旦资本流出,外汇储备耗尽,则将导致固定汇率机制崩溃,引发货币危机。在浮动汇率下资本流动异常也可引发金融危机。日本泡沫危机和东南亚金融危机都属于这种类型。

各种失衡与利率、汇率政策有关,固定汇率、热钱、低利率、贸易顺差都是产生经济泡沫和资产泡沫的因素,应该说中国银行业具备滋生金融危机的条件,但是中央银行通过人为地压低存款利率、抬高贷款利率、扩大存贷款利差,实现了对存款类金融机构的利益输送,使银行轻而易举地获得暴利。这种制度极大地损害了广大储户的利益和企业的利益,产生了一些不良后果。高利贷、企业破产、房地产泡沫、中小企业融资难等皆与此有关。

(三) 货币结构与金融危机的传导机制

市场经济是货币经济,将货币供给和基础货币投放联系起来更易看清危机的根源。基础货币投放($M_h - M_{h-1}$)主要有三种方式:一是公开市场操作使中央银行持有的政府债务的增加($D_c^g - D_{c-1}^g$);二是外汇占款的增加($E(B_c^* - B_{c-1}^*)$);三是商业银行经过贴现窗口的信贷数量的增加($L_c - L_{c-1}$)。这就引入了高能货币变动的基本等式:^[9]

$$(M_h - M_{h-1}) = (D_c^g - D_{c-1}^g) + E(B_c^* - B_{c-1}^*) + (L_c - L_{c-1}) \quad (3)$$

在资本自由流动的情况下,外汇储备的变换对应国际收支平衡表的经常项目和私人资本项目的净额。但是,如果私人资本的国际流动受到严格控制,则外汇储备的变化等于贸易余额,即:

$$(M_h - M_{h-1}) = (D_c^g - D_{c-1}^g) + E(TB) + (L_c - L_{c-1}) \quad (4)$$

如果私人资本可以自由流动,在高杠杆的金融产品市场中,投机冲击可诱发货币市场和资本市场短期内发生剧烈变动。假设外汇储备的变化等于汇率与短期资本流动 $E(SCAP)$ 的乘积,则:

$$(M_h - M_{h-1}) = (D_c^g - D_{c-1}^g) + E(SCAP) + (L_c - L_{c-1}) \quad (5)$$

可见,高能货币的增加可表现为中央银行持有政府债务的增加、外汇储备的增加或者商业银行对中央银行负债的增加,债务的货币化很容易引发通货膨胀和货币贬值预期、资本外流,从而引发拉美式货币危机。

如果增加的货币是由贸易顺差形成的外汇占款,则本币面临升值预期,升值预期容易导致资本内流,催生房地产泡沫和股市泡沫。日本的泡沫经济和当下中国的房地产泡沫,都与贸易顺差过大和货币升值有关。一旦资本流动方向发生逆转,就会引发东南亚式的金融危机。

如果说拉美货币危机是货币数量扩张的结果,则英镑危机就是由货币价格(利率)的突变造成的。德国提高利率导致资本非正常流动,产生了英镑贬值预期,贬值预期的自我实现导致了英镑危机。东南亚危机是外向型经济和国际套利资本融合的产物,在商业银行资产负债表上表现为信用的极度扩张,这种增长模式对外部冲击极为敏感,对东南亚的小国经济来说,更是如此。

根据广义货币供给方程,广义货币 M 的扩张有赖于乘数 $\Phi(i, d)$ 效应(货币乘数是利率 i 和法定准备金率 d 的函数):

$$M_s = \Phi(i, d) M_h = \Phi(i, d) [M_{h-1} + (D_c^g - D_{c-1}^g) + E(B_c^* - B_{c-1}^*) + (L_c - L_{c-1})] \quad (6)$$

要说明金融危机的演变和向实体经济的蔓延,还需要引入广义货币需求的结构方程。反映货币需求或资金流向的方程为:

$$M_d = \lambda_1 Y(i, \pi, e) + \lambda_2 E(i, \pi, e) + \lambda_3 H(i, \pi, e) \quad (7)$$

其中, $\lambda_1 Y$ 表示货币的实际交易需求, $\lambda_2 E$ 表示货币的资本市场投资需求, $\lambda_3 H$ 表示房地产和其他资产交易需求。各种货币需求都与利率 i 、通货膨胀率 π 和汇率 e 有关。货币似流水,流动性过剩的部门可能泛滥成灾,得不到流动性的部门可能会干涸而死。过剩的流动性流向房地产市场就会催生房地产泡沫,流向股票市场就会催生股市泡沫,流向商品市场就会引发通货膨胀,用于投资就可能出现产能过剩。在流动性过剩的条件下,人人都想赚快钱,大量银行资金(贷款)进入房地产、股市、金融衍生品市场、艺术品市场,而不愿意投资于实体经济。一旦泡沫经济破裂,大量投资将无法收回,银行不良贷款将增加,进而引发银行危机。

三、体制性因素及金融危机的生成与传递

有很多学者^{[10][11]}从资产负债表的角度研究金融危机。在资产负债表中,资产与负债属于存量,存量是流量长期积累的表现,因此,资产负债表的变化是一个动态、漫长的过程。如果按照欧盟《稳定与增长公约》规定的3%的财政赤字上限和60%的国债上限,一个国家国债从零积累到60%至少需要20年的时间。货币政策、财政政策、金融衍生品泛滥、银行顺周期操作、道德风险、国际货币体系的僵化和金融监管缺位等多种因素交织在一起,都会影响资本流动和债务积累的过程,因而它们都与金融危机有密切关系。

(一) 增长与繁荣的预期

三木谷良一在总结日本泡沫经济发生的条件时指出,作为初始条件整个宏观经济必须处于一种非常好的状态,经济状况不好绝对不会产生泡沫经济。宏观经济这种好的状态麻痹了人们的神经,使人们产生一种极其乐观的憧憬,相信经济景气会一直持续下去,经济周期消失了,即使存在经济周期,经济下滑也不会马上到来。^[12]这种状态在日本出现过,当年日本东京证券指数上冲4万点,东京土地价值超过美国全国的土地价值,就是靠这种对未来的无限憧憬。20世纪90年代,美国新经济繁荣时期,持续上升的股市也冲昏了一些人的头脑,甚至出现经典经济理论已经失效、经济周期已经消失、股票价格与互联网点击率成正比而与收益无关等谬论。接着股改红利和宏观经济繁荣,中国股市在2007年一度上冲到6000点以上,虽然泡沫已经很大,但还有不少人预测10000点即在眼前。

(二) 宽松的货币与汇率政策

利率在金融危机中发挥关键作用,经济和资产泡沫因利而起、因利而降。利率作为资金成本是资本流动的重要约束条件。低利率政策吸引大量投资,增加了投资和投机需求,引导资金流向股票和房地产市场,最终导致生产过剩、资产泡沫。2001年~2004年美国遭受“互联网泡沫”破裂和“9·11事件”冲击之后,美联储先后13次降低利率,信贷环境相当宽松,商业银行不断放松信贷标准,推动股价、房价和物价水平不断上涨。为抑制通货膨胀,2004年6月之后,连续13次提高利率至5.25%。次贷危机爆发后,又经过10次降息将联邦基金利率降低到0~0.25%的水平。低利率政策也被公认为是导致日本经济泡沫化的主要因素。自东南亚金融危机以来,中国人民银行一直实行宽松的货币政策,人为地压低名义存款利率,实际利率长期为负,造就了空前的股市和房地产泡沫。次贷危机之后,在紧缩性货币政策的作用下和股市走向全流通的背景下,中国股市泡沫破裂,经济增长快速回落,在2008年实施极度宽松的货币政策之后房地产市场产生了超级泡沫,北京、上海、深圳和广州的房价在2008年11月~2011年5月两年半的时间内,分别上涨了108%、62%、84%和98%。^[13]

货币政策作用的发挥离不开银行的顺周期操作。资本具有逐利性,商业银行经营理念的同质性有

放大经济波动的效应,从而加剧金融系统风险。1998年~2011年我国商业银行顺周期操作行为非常明显,在经济上升期,商业银行急于放贷;在经济下滑期,收缩贷款规模,加剧脱媒。货币政策实施和货币政策效果的双重滞后强化了商业银行的顺周期操作,弱化了政策效果。

汇率政策对金融危机的形成有推波助澜的作用,日本就是典型的案例。在1985年9月广场协议之后的一年半时间内,日元大幅度升值40%,日本的贸易顺差和外汇存底也以惊人的速度上升,在20世纪80年代末期出现“经济泡沫化”倾向,泡沫破裂之后,日本经济陷入长期萧条期。自2005年7月21日人民币一次性升值2%以来,到2008年11月19日,人民币的名义汇率已经升值约22%。由于人民币的低估和吸引外资的政策,使中国在人民币的升值过程中积累了巨额的外汇储备,中国人民银行被动发行了相应的基础货币,给经济体注入流动性,导致投资过热和通货膨胀,投机人民币升值的热钱助长了股市泡沫、房地产泡沫并加剧了股市波动。

(三) 财政政策的软约束

处于自身利益的考虑,政府行为存在短期化倾向,与之匹配的政策自然是凯恩斯主义的财政政策。但在具体操作上,政府部门更倾向于采取凯恩斯主义政策建议中对己有利的成分,即在经济衰退时实施扩张性财政政策,在经济繁荣时不愿意实施紧缩性财政政策,当然这种做法也迎合了普通民众的心理。在过去的十年里中国经济高速增长,按理说,中国有条件实行适度紧缩的财政政策,但现实情况是,中国财政政策在大部分时间里都是积极的,财政赤字常态化的倾向很明显。

《马斯特里赫特条约》和《稳定和增长公约》都规定,欧盟成员国财政赤字不能超过当年GDP的3%,政府债务余额不能超过GDP的60%。如果财政赤字和债务余额占GDP的比重超过这两个经验值,成员国就有面临债务违约的可能。然而,这些公约和条约的约束力相当有限,成员国可以通过各种手段回避之,希腊就是在高盛公司的帮助下对财政赤字做了会计处理,使之满足欧元区的条件。另外,即使成员国违背了条约的规定,欧元区也因缺乏有效的惩罚手段,或者因惩罚的代价太高而无法实施。如今,欧元区的主要成员,如希腊、意大利、西班牙、葡萄牙、爱尔兰等国的财政赤字和国债规模早已越过了这两个警戒线。

(四) 体制刚性

在西方民主国家中,工会具有强大的讨价还价能力。各种方式的罢工和游行示威破坏了市场原则,市场机制在劳动力定价中难以发挥作用。在经济繁荣时要求增加工资,在经济衰退时工资率不能灵活下降,由此而形成的居高不下的劳动成本,使其制造业失去了竞争优势,其生产线被迫向低成本的发展中国家转移,不仅带走了资金、技术和生产线,也带走了就业机会和政府税源,极大地冲击着政府的财政预算。

在西方选举政治中,为了拉选票,总统候选人既要讨好穷人也要讨好富人。讨好富人则不能增税,讨好穷人则不能减福利。在这样的政治选举氛围下,政府的资产负债表便会不断恶化,即财政赤字年年有,政府债务步步高。

(五) 货币霸权

美元具有两面性,它既是降低国际经济和贸易交易成本的工具,也是政府转嫁危机和掠夺居民财富的工具。美国的量化宽松的货币政策可以帮助美国转嫁危机成本,客观上形成了对国内外居民财富的掠夺和再分配。《货币战争》一书的作者宋鸿兵曾说:“(美国)商业银行体系把它的烂账转移至美国政府的资产负债表上,美国政府再把资产负债表上的烂账转移至每个纳税人的家庭资产……而这一切最终以国债的形式来体现……这些国债谁来买?如果最后卖不动,最后的购买者是谁?那就是美联储。”^[4]

美国量化宽松的货币政策引起了全球货币政策的连锁反应,在金融市场上产生了美元贬值预期,势必给中国、日本等持有大量美元外汇储备的国家带来储备资产汇兑损失。为维护汇率稳定和出口竞争力,各国实施与美国同向的货币政策,增加流动性,导致全球货币市场利率走低、通货膨胀率走高,大量资金进入房地产市场和股票市场,居民的实际购买力下降。

当我们谈论资产负债表与金融危机的关系时,我们还要强调危机的发生不仅依赖于资产负债的总

量,还与负债的结构有关。欧元区的债务率不仅低于日本,而且低于美国,但是欧洲却经历着比美国和日本更加深重的债务危机。究其原因,欧元区的建立使其成员国失去了货币政策工具,没有货币政策的配合,财政政策也难以充分发挥作用,所以,欧元区成员国无法通过货币政策化解危机,而美国和日本都有相对独立的货币政策,美元和日元的国际货币地位使其得以通过货币政策转嫁和化解危机。由于财政与货币的分离,欧元区成员国无法像美国和日本那样通过中央政府的转移支付解决区域性债务危机。虽然日本的债务率高于欧美一些国家,但其债务以内债为主,外部冲击一时难以找到突破口。

(六) 金融衍生品泛滥

美国次贷危机的一个经验教训就是金融衍生品泛滥,全球化和金融监管缺失加剧了金融危机的蔓延和扩散。2006年之前,美国的低利率激发美国居民纷纷投入到房地产次级抵押贷款市场,当局放松金融监管,金融衍生品创新如雨后春笋般地涌现出来。金融衍生品本来是为了回避和转嫁次贷相关产品的风险,但是金融衍生品也有放大次贷风险的一面,并将之转移和扩散。随着房地产交易量价的齐升,次级抵押贷款者的税收负担越来越重,还款能力逐渐下降,违约风险越来越大。当风险逐步达到投资者承受的临界点时,一个偶然因素便可成为压倒骆驼的最后一根稻草,导致避险资金迅速撤离次贷市场,引发市场恐慌、抛售和崩盘。2006年当美联储将联邦基金利率和长期国债利率提高到一个阶段性历史高位之后,出现了大量房贷违约现象,次级抵押贷款的风险随之暴露出来。

(七) 道德风险

金融市场存在广泛的信息不对称、契约不完全现象。管理者拥有更多的信息,可以利用信息优势制定有利于自己的合同。管理者在金融机构盈利时获得高工资、高奖金,在金融机构亏损时一走了之,把烂摊子甩给政府。为了逃避责任,金融机构常常打收益和风险之间的时间差,通过粉饰资产负债表推迟风险暴露的时间。在财务危机爆发后,他们利用金融机构的外部性和大而不倒的特点,说服中央政府出手相救,购买金融机构的不良资产,改善其资产负债表。

2008年全球各国联手救市促使金融危机从一种形式转化为另一种形式。中国的救市政策毫无疑问地改善了金融机构的资产负债表,也使一些宏观经济指标显得好看一些,但是,它也向社会大众传达了非常负面的信息:盈利由内部人分享,亏损由大众分担。这会鼓励内部人更加肆无忌惮地做出有利于自己的决策,侵害公司和大众利益。当金融机构的负债转化为政府负债之后,金融危机就转化为政府债务危机;当政府负债转化为居民负债之后,金融危机进一步演化为家庭危机和社会危机。政府的债务危机导致政府信用危机,政府信用危机导致融资成本提高。为平衡预算,政府如增加税收或者缩减开支,企业和居民的负担都将加重,居民的消费和投资能力都将被削弱,最终引发经济衰退和经济危机。可见,金融机构资产负债表的改善一般是以政府资产负债表的恶化为代价的,这些代价最终通过税收、通货膨胀转嫁给老百姓。救市政策是对金融危机始作俑者的奖励和对普通大众的惩罚。由于经济和资本流动全球化,美国量化宽松的货币政策所释放的美元相当一部分外流到了海外,在发展中国家产生外溢效应,刺激了这些国家的房地产市场、资本市场和大宗商品价格的上扬,因而美国金融危机可传染至全世界。

(八) 战争

当今世界,美国拥有货币和军事双重霸权,军事霸权可以为经济和货币霸权服务。在朝鲜战争期间,日本通过为美国提供战略物资,拉动国内需求,经济在短期内回复到战前水平。20世纪70年代和80年代,美国以其军事地位和经济制裁相威胁,逼迫日元大幅升值,导致资本从日本流向美国和东南亚国家,日本泡沫破裂。1999年欧元启动后,美国的货币霸权受到挑战,美国发动科索沃战争,打击欧洲经济和欧元。2001年9月11日本拉登基地组织袭击美国世贸大楼,之后大量国际资本撤出美国,流向中国、印度等新兴经济体,美国泡沫经济破裂,美元贬值。本拉登被消灭之后,美军撤出伊拉克和阿富汗,重返亚太,支持日本、菲律宾、印度等中国周边国家挑起领土争端,给中国制造麻烦,试图打乱中国经济的现代化进程。此外,美国依靠军事霸权控制海上能源战略通道,威胁他国经济安全。可见,战争可以影响全球资本流动的规模和方向,促使泡沫经济的兴起和破灭。

四、国际金融危机趋势与对策

金融危机源于资产负债表的恶化。货币政策的松紧是资产负债表恶化的先导因素,财政政策软约束与体制刚性是导致资产负债表恶化的因素,但危机的演变和扩散却与放松金融监管、金融衍生品泛滥、全球化和国际货币体系等密切相关。

从次贷危机到国际金融危机和欧美债务危机的演变过程看,货币政策是金融危机的发动机和催化剂。金融衍生品的泛滥和监管的缺失又使金融风险进一步放大和扩散,并在全球化的背景下向全世界蔓延。金融机构的大而不倒降低了道德风险的成本,使金融机构的负债转化成了政府债务,政府负债转化为民众负债,广大民众是最终的受害者。

最近三年,美国的财政赤字都在1万亿美元以上,短期内看不到美国通过紧缩开支降低债务的希望,债务率将进一步提高,债务货币化还将继续,目前第三轮量化宽松的货币政策已经启动,美元走弱将在所难免,中国、日本等国所拥有的美元资产将继续贬值。

日本的债务率每年以10%以上的速度递增,预计2012年达到238%。日本政府计划以增加消费税和提高政府财政收入的方式平衡预算,这会打击日本的消费需求并对吸引外国游客产生负面影响,考虑到老龄化和竞争力减弱的影响,日本经济在短期内走出通货紧缩的可能性极低。若有一天,日本人民失去耐心,政府不得不通过印钞弥补赤字,那样日元可能大幅度贬值,债务遭到抛售,日元利率上升。

欧洲债务危机还在深化之中,短期内还寻求不到有效的解决手段。由于财政政策不统一,欧元区无法通过财政转移支付化解成员国的债务危机;成员国发展不平衡、内部贸易失衡,对外贸易基本均衡,欧元贬值不能解决欧元区内部的贸易失衡,也解决不了区内发展的不平衡。欧元区面临两种前景:一是在维持财政分离的现状下走向解体;二是通过政治和财政的整合走向统一。这样,经济强国德国必须付出沉重的代价,欧元区领导人和民众并没有为此做好充分准备。^[4]

美国次贷危机在对中国经济带来冲击的同时,也为我们进行经济结构调整提供了大好机会。然而,2008年实施的扩张性财政政策和货币政策偏离了结构调整的大方向,使中国经济重新回到了依赖投资的路径,经济结构进一步扭曲,产能过剩进一步强化。

作为一个人均自然资源短缺的国家,中国每年需要进口大量的石油、铁矿石和有色金属,因此,拉低国际大宗商品价格符合中国的战略利益。2008年的国际金融危机为中国提供了抄底国际能源和原材料市场的历史机遇,但是,大规模投资计划推升了国际大宗商品的需求和价格,中国外汇储备的购买力因此而下降,外汇储备遭受巨额损失。因此,绝不能再像2008年和2009年那样盲目地启动国内投资,相反,应该在理顺收入分配关系、完善社会保障体系的基础上进行结构调整,狠抓体制改革和技术创新,提高全要素生产率。这样,一方面可以让失业下岗职工有可靠的生活来源,维护社会稳定;另一方面可以把握世界经济探底的机会,有计划地购买铁矿石、有色金属、煤炭、石油等资源,积极引进世界顶级科学家、工程师,做好人才、技术和能源储备。

要防止经济的大起大落,必须正确处理货币政策和经济增长之间的关系。第一,要使货币增长与潜在经济增长率相适应;第二,要发挥利率政策的导向作用,维持正的实际利率对防止投机至关重要;第三,要认识货币政策的滞后作用,对货币政策进行预微调,避免与银行和企业的顺周期操作相互叠加,放大资产泡沫;第四,应重视实体经济的作用,限制脱离实体经济的金融产品创新,防范金融衍生品可能引发的风险;第五,房地产税改势在必行,房地产税和资本外流将有可能刺破房地产泡沫,这是结构调整必须承担的代价。

面对中国经济的结构性矛盾,必须做好共渡难关的心理准备。中国已进入人口加速老龄化阶段,改革开放的增长效应正在递减,欧美发达国家的贸易保护主义正在抬头,房地产泡沫难以为继。应看到,中国经济将转入中低速增长阶段。在美国军事战略重返亚太的大背景下,应尽可能避免与周边国家的军事摩擦,利用国际规则不给美国制裁中国的机会,同时加快军事现代化步伐,谋求中国利益的最大化。

参考文献:

- [1] Krugman, P. A Model of Balance – of – payments Crises [J]. Journal of Money, Credit, and Banking, 1979, (11): 311 ~ 325.
- [2] Obstfeld, M. Models of Currency Crises with Self – Fulfilling Features [J]. European Economic Review, 1996, (3 ~ 5).
- [3] Krugman, Paul. Balance Sheets, the Transfer Problem, and Financial Crises [J]. International Tax and Public Finance, 1999, (6): 459 ~ 472.
- [4] Corsetti, Giancarlo, and Paolo Pesenti and Nouriel Roubini. Paper Tigers? A Model of the East Asian Crises [J]. European Economic Review, 1999, (43): 1211 ~ 1236.
- [5] Acemoglu D., Verdier T. The Choice between Market Failures and Corruption [J]. American Economic Review, 2000, (1): 194 ~ 211.
- [6] Rajan R. G., Zingales L. Which Capitalism? Lesson from the East Asian Crisis [J]. Journal of Applied Corporate Finance, 1998, (3): 40 ~ 48.
- [7] 王义中, 何帆. 金融危机传导的资产负债表渠道 [J]. 世界经济, 2011, (3).
- [8] Kaminsky G., Reinhart C. the Causes of Banking and Balance of payments Problems [J]. American Economic Review, 1999, (3): 473 ~ 500.
- [9] 杰弗里·萨克斯, 菲利普·拉雷恩. 全球视角的宏观经济学 [M]. 上海: 上海人民出版社, 1997.
- [10] Fisher, I. The Debt – deflation Theory of Great Depressions [M]. Martino Fine Books, 2011.
- [11] Mishkin, F. The Household Balance and the Great Depression [J]. Journal of Economic History, 1978, (4).
- [12] 三木谷良一. 日本泡沫经济的产生、崩溃与金融改革 [J]. 金融研究, 1998, (6).
- [13] 赵志君. 一线城市的房产泡沫严重 [J]. 中国发展观察, 2011, (6).
- [14] 李航, 宋鸿兵. 美国国债是有史以来最大的骗局 [EB/OL]. 东方财富网, <http://finance.eastmoney.com/news/2009030644593353.html>, 2009 – 03 – 06.
- [15] 赵志君. 欧美债务危机与国际货币体系 [J]. 宏观经济研究, 2012, (5).

【责任编辑: 甘海燕】

On Formation and Evolution Mechanism of International Financial Crisis

ZHAO Zhi – jun^{1,2}

(1. Xinjiang University of Finance and Economics, Urumqi 830012, China;

2. Institute of Economics, Chinese Academy of Social Sciences, Beijing 100836, China)

Abstract: Based on all kinds of financial crisis in the formation and evolution mechanism analysis, this paper argues that the financial crisis is the manifestation of economic subject balance sheet deterioration, and the latter is the end product of all these factors like monetary policy, fiscal policy, system and the market defects. Monetary policy misconduct is the pilot factor of balance sheet deterioration and soft constraint mechanism, the moral risk, and rigid system is the root cause of the crisis. The year 2008 and 2009 overreacting crisis makes the macroscopic countermeasures off the track of the structure adjustment, which intensifies the unbalanced structure, making China lose a copy bottom of the international resources, talent and technology market bottoms opportunities. The world economy is facing a double dip, China's economy will inevitably affected; however, decrease appropriately the growth rate meets China's strategic interests. In order to avoid financial crisis, China should not carry our large – scale economic stimulus plan, but should adhere to the structure adjustment, transforming the pattern of economic growth.

Key words: substandard loan; the impact of policy; property – value bubble; financial crisis