

# 全球金融海啸的影响究竟有多大

## ——张军教授在复旦大学的讲演

《文汇报》 日期:2008.11.08 版次:6

### 全球金融海啸的影响究竟有多大 ——张军教授在复旦大学的讲演

现在出口企业遇到的问题确实严峻，显然影响到中国的经济增长。出口不行了，其他靠什么呢？现在只能推出一揽子财政刺激经济的计划，着力扩大内需。提高内需首先是靠政府减税和增加支出，容忍多一些的财政赤字。另外，地方政府要放松对房地产市场的各种限制，制定有利于激励当地房地产市场需求的政策。中国如果能在全球格局中保持相对比较好的增长，比如说8%以上的增长，对全球就是贡献了。只要企业自救、政府支持，即使房地产市场有一些调整，这几年如果能维持9%的增长率，也就是很不错的答卷了。

这些日子，我们对当前的国际和国内的金融与经济形势非常关注。应该说，上世纪30年代的世界大萧条以来，我们还从来没有经历过这种级别和规模的金融风暴。的确，这是70多年来最严重的一次全球性的金融危机。而且现在几乎没有一个国家免遭这次金融风暴的打击。中国也不会例外。

#### 一、此次金融危机是怎么来的？

要弄明白金融危机是怎么发生的，有必要先讲一下最近两年美国房地产市场的下挫。对美国人来说，房价陡然下挫被认为是极其罕见的事。为什么呢？因为在美国，相当长时间以来没有出现过房价的大起大落，所以人们没有这个概念。前不久，当格林斯潘在美国国会质询为什么在执行紧缩的货币政策时没有充分估计到楼市可能崩盘时，格老说，自己没能预测到房价下挫，是因为美国从没有发生过那样的事。事情就是这么简单而不可思议。换句话说，在美国，房地产市场出现恐慌其实被认为是小概率事件。而且这20年来，美国人已经完全习惯于分期付款的消费模式，甚至连购买手机都分期付款。这当然也就是美国金融产品和金融市场不断创新的最重要的逻辑。贷款公司做广告鼓励普通百姓使用次级按揭贷款购房也就很正常了，没有人会为此忧心忡忡。

但是，这个小概率事件最终还是发生了。这不能不从美国的货币政策上找原因。美国次贷危机是由房地产的逆转引发的。楼市的逆转固然有很多技术性理由，但是格林斯潘在2004年之后持续实行从紧的货币政策是主要原因。在格林斯潘2006年退休前的两年多时间里，有17次加息，银根持续从市场上抽出。例如，2006年7月，美国联邦基准利率从1.2%加到5.25%，这时的美国贷款利率就是8.25%，而你如果申请次级贷款，再加3个点，就是11.25%。从这时开始美国房市就要出问题了。美国5年多的房市繁荣格局终于逆转。

美联储的货币政策对资产市场和实体经济的影响历来不可小视。美国在2001-2006年间形成的资产市场和消费繁荣局面本来就得益于格林斯潘采取的扩张货币政策。他降息13次，最后降到1.25%，非常低。全球利率最低的是日本，当时降到1%左右。13次之多的降息行动刺激了市场的兴奋和资金的流入，使美国迅速摆脱NASDAQ崩盘和“9·11”恐怖袭击的阴影，步入新一轮经济繁荣。不用说，货币低息政策刺激了更多的房贷需求和房价的上涨。到2006年，美国房价平均比5年前翻了一番，房地产市场形成了典型的乐观氛围。

由于更多人认为投资房地产会挣钱，大家都买房子了。买房就需要分期付款。于是，在2001年前后大量贷

款公司的广告开始在报纸、电视上出现，鼓励低收入普通百姓买房子，并愿意为他们提供零首付和优惠的信贷支持。典型的情况是，你可以住上新房两年，不仅不付钱，而且因为房价涨得很快，你可以两年后把房子卖出，还清贷款并能赚进很多。在广告诱导下，你肯定会动心买房子。所以，更多的美国低收入家庭这个时候进入了房市。房价涨得越厉害，大家越兴奋，也就越觉得房价不会跌。

在美国，房贷一般不是从银行获得的，而是到贷款公司申请按揭，因为美国政府对银行的监管比较严厉，所以贷款公司就会大量从事房屋贷款。次贷发生后第一个破产的“新世纪金融公司”，就是房贷公司。贷款公司贷给低收入家庭的信贷就叫“次贷”，因为这些人收入低，资信也低。如今，大多数美国家庭获得的都是次级贷，其利率比较高，风险也大。贷款公司知道次级贷违约率可能很高，它们需要分散次级贷的潜在风险，于是与华尔街投行合作，希望把次贷变成可以流动的证券产品。而投行正是干这个的能手，从而有了叫 CDO 的衍生品，也就是债务抵押债券。投行把这些 CDO 卖给普通银行。

虽然这个债券有风险，但因为贷款公司与投行有回购合约，如果出现违约，房贷公司可以把按揭贷款收回，所以风险在贷款公司手上，银行也就敢买了。实际上，因为房价在涨，老百姓出现断供的现象是比较少的。这是次贷可以债券化并且贷款公司向外国分散风险的前提。事实上，金融场所做的就是不断分散风险，而金融创新的功能之一就是分散风险。

投行手上的 CDO 有不同组合，高风险与低风险一般分离。相对而言，银行愿意买的是低风险的优先 CDO，高风险的 CDO 则卖给对冲基金。对冲基金在金融市场上买空卖多，呼风唤雨。他们就是不缺钱，因为他们可以很容易借到钱，甚至可以跨国去借。过去 10 年来，美国大量对冲基金跑到日本去借钱，因为日本的利率很低。对冲基金用套汇来的美元购买 CDO。从日本以 1% 的利率借款，而 CDO 的利率高达 12%。对冲基金自然赚得钵满盆满。

投行看到对冲基金大把赚钱，于是也就想方设法去购买对冲基金以分一杯羹。而对冲基金把 CDO 抵押给银行，获得几十倍的杠杆融资继续从投行手里购进 CDO。相比之下，华尔街的投行觉得自己分到的太少，于是就创造出新的衍生品 CDS，也就是“信贷违约互换”。他们每年从 CDO 的盈利中给保险巨头 AIG 等缴纳巨额保险费，这样，普通投资者购买 CDO 就没有什么风险了。既然 CDO 和 CDS 都这么挣钱，那就再设计一个基金产品，专门买入 CDS，拿出巨额保证金向全球募集资金。这样，就有了向全球募集的基于 CDS 的基金产品。这个基金很快卖给了退休基金、养老基金、教育基金、政府外汇储备或者主权财富基金以及各地的银行。

看起来，故事从普通百姓去房贷公司获得按揭贷款开始，房贷公司把它卖给投行，投行把 CDO 卖给银行和对冲基金，从 CDO 再设计出 CDS，最后再用 CDS 做成基金产品向全世界募集。由于美国房市和全球经济的繁荣，各国商业银行和政府都会去购买这样的基金。我们这两年在银行购买的理财产品中，当然也就有对这些基金产品的投资。所以，美国的次贷危机不是因为衍生金融产品有问题，而是房市出了问题。

而房地产市场一旦出现心理恐慌，断供就会发生，整个金融链就有可能在某个时间和某个金融机构那里断掉，房子变成抵押品，银行拿到以后，就要作价处理，房价就开始跌，这一情况下，房贷公司手上没有钱，没有了现金流，只有申请破产保护。2007 年 3 月美国新世纪金融公司申请破产保护。这是次贷危机中第一个破产的贷款公司。

新世纪金融公司提出破产保护以后，恐慌气氛蔓延。这时有更多公司会出逃，加快清理手上的债券，市场崩溃就在一夜之间发生。紧接着，2007 年 8 到 9 月份，欧洲的一些大银行和金融机构开始纷纷曝出巨额亏损。2008 年初，花旗银行资金链断裂。7 月，两家美国政府支持的最大房贷公司宣布由政府接管。8 月份后，美国房屋抵押贷款公司、贝尔思登、雷曼兄弟、美林证券以及 AIG 等因资金链断裂，或申请破产保护，或被接管。

## 二、金融海啸对全球经济的影响有多大？

在此方面，我们要把亚洲和欧美分开来看，因为它们是两种完全不同的经济形态。其实，从上世纪 90 年代以来，由于全球化进程特别快，金融创新和资本跨国流动逐步演变为两类经济并存的局面，一类是以欧美为代表的发达、成熟的市场经济，一类是以中国、印度、巴西和东南亚为代表的新兴市场经济国家。发达国家是成熟的市场经济，不需要太多投资，所以他们不需要太多储蓄。而新兴市场经济国家正好反过来，必须多生产、少消费。全球化把新兴市场经济国家同发达国家紧密联系在一起。新兴市场经济国家生产的东西卖到发达国家，发达国家提供了巨大市场。这是近 20 年来新兴市场经济国家发展比较快的主要原因。

但是，发达国家不怎么生产，怎么会有能力购买新兴市场经济生产的东西呢？答案是，他们需要向未来借钱。所以，发达国家需要金融市场来解决这一问题。结果，新兴市场经济国家把东西卖给发达国家，挣了很多钱，再用挣来的钱去购买发达国家的金融产品。他们向我们出售它的金融产品、它的债券，等于是向我们借钱。于是，新兴市场经济国家持有大量美国债券，因为美国要不断卖给我们它的债券才有购买力，美国要把钱借回去才有购买力进口我们生产的东西。

美国 80% 以上的 GDP 都消费掉了，这意味着美国基本上要靠不断出售金融产品过日子。金融是用未来的钱，消费要用当前的钱，美国人是向未来借钱，拿到现在消费。所以金融越发达，这个国家的消费越旺，因为它容易融到全球资本来维持它的消费。以欧美为代表的发达国家过去 20 年来基本上就靠金融过日子。这其实是消费的革命。我们只看到了技术的革命；其实金融创新引起的消费革命对美国也许更重要。由于金融不断创新，美国人的养老金、退休金、校产基金、教育基金等特别发达。每个人，无论是在大学还是在政府，这些年来都有一个很好的退休金和养老金计划。像哈佛大学等，有几十亿美元的校产基金，它们能为外国学生提供那么好的奖学金。

金融危机对发达国家的主要影响，首先是教育基金、校产基金、养老金和退休金，因为这些基金都在金融和证券市场上。对于靠金融过日子的国家来说，金融海啸是非常严重的打击，所有这些基金都缩水了，未来没有保障了，怎么办？对发达国家来说，金融的影响是实实在在的，没有那么多钱，没法融资，很多事情不能做。对于发达国家来说，金融海啸的影响是系统性的，整个经济的融资能力没有了，就好像人没有了血液。

宏观经济是一个流量经济，只有靠循环才能运行下去。如果循环的速度放慢，对全球来说，宏观经济就往下走。上世纪 50 年代，英国有一个经济学家，是新西兰人，他做了一架机器，把凯恩斯宏观经济的理论做成机器，用水来模拟，就是因为宏观经济是一个流量经济。最重要的不是东西还在不在；你的房子在不在，那不重要，重要的是，这些东西还值不值钱。财富是交换出来的。那么多房子、基础设施放在那里，那不是财富，它们产生的收入流量才重要。金融危机最大的影响，就是使交易大幅度减少，资金流量大幅度放慢，大家都不敢做交易了，即使是比较稳健的公司、没有问题的公司，也不敢做了。金融危机主要影响流量，影响信心，信心不足当然就会让流量放慢。这是它对发达国家的主要影响。

接下来怎么办？发达国家最着急的一件事，就是如何尽快恢复金融稳定。但这只是短期的手段，因为根本上还是要稳定房地产市场。在这种情况下，需要全球联合起来，采取一致行动；不仅发达国家之间要合作，发达国家也要与新兴市场经济国家联手，共同对付当前的金融动荡。在短期内向市场注入政府的信用，有可能避免商业信用的垮台。

金融海啸对发展中国家、新兴市场经济国家的影响就不同了，因为他们的金融不发达。我们的养老金、退

休金、大学校产基金等等都不发达，最多是政府手上有外汇储备。

由于全球金融动荡使发达国家的财富缩水，其消费能力就要收缩。消费收缩对我们的出口必然产生影响。10年前，东亚出现金融危机时，中国在1998、1999年迅速从经济过热演变成通货紧缩。为什么会这样？因为我们的出口受到打击，但产能还在，这些产能要出口转内销，国内需求有限又消化不了，所以物价就不涨了。

10年后的全球金融动荡对发展中国家的影响依然如此。我们的出口首先受到影响。出口下降可能导致出口企业倒闭，大量工人失业，很多贸易、出口公司都是靠银行贷款支持的，所以现在银行负担重。可见，金融海啸对我们经济的传导机制同发达国家完全不一样，它首先不是影响我们的金融，而是影响出口，压缩投资需求，从而影响到实体部门，最后再慢慢影响到金融。企业不行了，证券市场和房市的低迷也就难以扭转，最终使我们的经济走向通缩的风险就大幅度提高了。

我们要非常关注通货紧缩问题，因为我国是产能增长比较快的国家，投资率高，投资下去以后很快会转化为产能。只要有一轮经济过热、经济繁荣，紧接着就会出现产能过剩的问题。如果我们对这次的通货紧缩不能很好地防范，后果可能会比1998年更严重，因为当年的通缩是亚洲金融危机引起的，欧美市场还没有出现什么大的问题，而目前则首先是欧美市场出问题了。欧盟是中国第一大贸易伙伴；我们出口最多的地区是欧盟，其次才是美国，再次则是香港地区。以金融为基础的发达经济体，一旦金融出问题会很可怕。欧盟、美国和中国香港地区都遭遇金融危机的打击，对中国大陆的贸易顺差、出口都有非常大的影响。现在我们提高出口退税率来帮助出口企业，这些只是缓兵之计。只要欧美市场没有摆脱这一轮金融风暴的影响，接下来一两年中国企业出口的日子不会好过，也就意味着许多人的就业可能有麻烦。这是不可低估的事。

### 三、中国应该怎么做？

这个话题，国内媒体讨论比较多了。由于金融没有那么开放，没有那么发达，客观上我们的卷入程度不是那么深。这是幸事。但这是否意味着，中国金融改革和发展不再继续了？有人说，华尔街都出问题了，我们干吗还要学？我的看法与此不同；如果上个礼拜全世界有多起空难发生，是不是意味着我们干脆就不要乘飞机了？当然不是。金融的发展和深化，是要不断化解或者分摊风险，这就是我们发展金融的好处。但是风险是不可消灭的；重要的是控制风险。总体上，中国的金融业还是要朝着不断分摊风险的方向发展。问题在于，我们的货币政策还不能很好地在极度的兴奋和极度的悲观之间做出安排。

美国在1929年危机之后的很长时间内，基本上还没有出现过可以与1929年相提并论的严重金融风暴，也没有出现过房地产市场的崩盘。这说明在政策上我们本来是可以做得更好的。对这一点，我们应该有信心。在发展中国家，由于经济环境和市场环境还不完善，政府在宏观政策的选择和操作上有时力不从心。我们看到，今天的发展中国家和新兴市场经济国家还不断有很多金融危机，一会儿泰国，一会儿墨西哥、俄罗斯等，总是有一些小的金融动荡，像感冒一样频繁发生，其中许多都是因为政策不当造成的，集中表现为国际收支危机、外资撤退引发金融动荡和汇率下跌等。这次美国次贷危机引发的虽然是更大规模和更高数量级的危机，但也与货币政策的失误有相当的关系。这个时候，我们必须清醒认识到：金融是个好东西，尽管我们在政策上总是不能做到万无一失，总是不能完全有效地监管金融市场；我们总是会犯错误，哪怕这种错误只是很小的概率事件。

我认为，在当前的金融动荡局面下，除了政府的直接行动外，经济当事人还需要自救。各企业、行业、单位必须自救。我主张政府解救和自救要结合。什么叫自救？我举一个例子：有家上市公司，它的股价跌得一塌糊涂，但这个公司是个好公司，因为股市大跌，它的股价也跟着跌，这是外部负效应。这时，政府“救市”固

然重要，但企业出手自救更重要。管理层应该增持自己的股票，这是典型的自救，有助于增加市场投资者的信心，能为稳定市场做贡献。我们的房地产市场也应该这样。

坦率而言，现在中国的房地产市场和证券市场低迷，也不完全是美国的次贷危机造成的。经济学家不应该只看技术性的问题，而应该看宏观大势，也就是看货币政策的性质。2006年以后，我们总体上采取了紧缩的货币政策，利率不断提高，存款准备金不断提高，不断大规模抽出市场上的流动性。这样的货币政策，同当时人们对流动性状况的判断有关。2005年后，中国的经济学界一直弥漫着一种对流动性过分担心的氛围，无论走到哪里，大家都在谈“流动性过剩”。可是，流动性到底在中国有多大？似乎很难说清楚。既然流动性过剩是主要问题，货币政策就会转向紧缩。这两年央行一直在实行抽出流动性的政策，把大量资金慢慢从房地产市场和股票市场抽走了。到今年8-9月份，货币政策开始调整，总体上开始放松银根了。因为今年4-5月份，沿海一些企业遇到资金链紧张，最后各方形成共识，决定实行保经济增长和控制通货膨胀的政策。可是，进入9月份后，由于次贷危机和全球金融动荡，国际原油和粮食价格持续下跌。9月份的CPI已经降到5%以内，这时，保经济增长变成最重要的政策目标。

现在出口企业遇到的问题确实严峻，显然影响到中国的经济增长。出口不行了，其他靠什么呢？现在只能推出一揽子财政刺激经济的计划，着力扩大内需。提高内需首先是靠政府减税和增加支出，容忍多一些的财政赤字。现在要把2万亿元投到铁路上去，搞投资，更新基础设施，这还只是一部分。另外，地方政府要放松对房地产市场的各种限制，制定有利于激励当地房地产市场需求的政策。房地产市场起来以后，对于市场信心恢复是利好。启动这个市场也要谨慎。房地产市场的恢复要同政府的民生政策联系起来，要关注如何造更多廉租房，解决更多人的住房问题。现在有的经济学家也提出，这次应该先从建廉租房开始。与美国不同，中国的调整要从国内需求入手，而不是从金融市场入手。在这种情况下，中国如果能在全球格局中保持相对比较好的增长，比如说8%以上的增长，对全球就是贡献了。我个人认为，只要企业自救、政府支持，即使房地产市场有一些调整，这几年如果能维持9%的增长率，也就是很不错的答卷了。我们拭目以待。

#### 讲演者小传

##### 张军

1963年生，2006年入选教育部“当代中国经济”长江学者特聘教授。现为复旦大学经济学院教授、博士生导师。教育部重点研究基地“中国社会主义市场经济研究中心”主任，国家“985”创新基地“中国经济国际竞争力研究院”项目负责人。国务院特殊津贴获得者，并入选中国人事部“新世纪百千万人才工程国家级人选”（2006）。为CSSCI核心经济学期刊《世界经济文汇》的主编。国际SSCI经济学期刊Journal of the Asia Pacific Economy、China Economic Journal、《经济学（季刊）》、《中国社会科学评论》、《经济学报》、《改革》、《中国金融评论》、《社会科学战线》等近20种学术期刊的编委会成员或者学术委员。研究重点：中国工业改革、经济增长和当代中国的经济政策。还兼任多个地方政府的咨询顾问。曾参与世界银行、福特基金会、英国文化委员会以及欧盟、南非等研究与咨询项目。