

美国次贷危机的成因 及其对国际金融秩序的影响

潘 锐

(复旦大学 美国研究中心,上海 200433)

[摘 要] 美国次贷危机起源于房地产泡沫的破裂,金融创新形成的多重利益链条使次贷危机深化,金融全球化则是次贷危机国际传导的背景条件。次贷危机引发的全球金融动荡动摇了美国的金融霸权,国际金融力量对比正在发生深刻的变化,全球金融版图面临重绘的可能。对于中国而言,次贷危机为中国进一步融入国际金融体系提供了机遇,也带来了挑战。

[关键词] 次贷;次贷危机;房地产泡沫;美元霸权;国际金融秩序;金融风暴;全球化

[中图分类号] F113

[文献标识码] A

[文章编号] 1003 - 7411(2009)01 - 0003 - (09)

[收稿日期] 2008 - 11 - 21

[基金项目] 美国研究国家哲学社会科学创新基地“美国国际经济政策”研究项目(07FCZD028)

上海市“浦江人才计划”资助项目

[作者简介] 潘 锐(1962 -),男,江苏南京人,复旦大学美国研究中心教授,博士生导师,上海市美国学会秘书长,博士。

次贷危机是指次级住房抵押贷款借款人大量违约而引起的信贷市场上的信用危机以及以次级贷款为基础资产发行的证券大面积缩水而导致的资本市场上的次级债危机。美国这场由房地产泡沫破裂引发的次贷危机,自 2007年 4月爆发一直延续至今并迅速蔓延,形成席卷全球的金融风暴。危机不仅使美国金融行业到了十分危险的地步,而且引发了全球主要金融市场的持续动荡,并对整个国际金融体系产生了深远影响。令人忧心的是,美国次贷危机可能仅仅是冰山一角,美国实体经济发展速度明显放慢,存在着滑向衰退的危险,而且,全球经济亦面临衰退。^[1]有鉴于此,我们认为,客观地分析美国次贷危机产生和蔓延的成因,探讨次贷危机对国际金融秩序的影响,对于应对

次贷危机、使中国经济保持持续增长是十分必要的。

一、美国次贷危机的成因与过程

追根溯源,次贷危机起源于美国房地产市场不断积累的资产泡沫。自 2001年到 2006年,美国住房价格大幅上涨,而持续上涨的房价既没有建立在住房市场的真实需求上,也没有以居民可支配收入为支撑。这种繁荣是被扭曲的虚假繁荣。数据表明,美国近年来房价的增长速度远远大于居民可支配收入的增长速度。这就使资产泡沫成为一个不争的事实,而泡沫的破裂只是迟早的事情。泡沫一旦破裂,则必然带来一系列连锁反应,直至引发危机。

美国房地产泡沫的产生首先要归因于 2000

年以后美联储宽松的货币政策。2002年美国纳斯达克网络泡沫破灭后,为了刺激投资和消费,拉动美国经济增长,从2001年1月至2003年6月,美联储连续13次下调联邦基金利率,使利率从6.5%降至1%的历史最低水平,而且这一创历史最低水平的利率一直维持了一年之久。宽松的利率政策推动了房贷需求和房价上涨,刺激了美国房地产市场的繁荣。在长期低利率政策下,美国人的购房热情急剧上升。与此同时,宽松的货币政策也使得银行银根松动,大量低成本的资金沉淀在银行体系,导致银行有着巨大的贷款冲动。在获利动机驱使下,美国金融机构逐渐丧失了应有的风险防范意识,不断降低次级抵押贷款原有的放贷标准,导致次级抵押贷款的发放规模不断扩大。据统计显示,到2006年底,美国次贷规模达1.5万亿美元,其中大部分转换成债务抵押债券(CDO)等,并将其出售给新的投资者,投资者利用它们创造出衍生产品,之后衍生产品又不断被再次打包和出售。^[2]在这种情况下,美国房地产泡沫持续膨胀。

从理论上讲,这种脱离了经济和收入水平支撑的虚假繁荣是不可能持久的,只要宏观经济形势发生变化(如加息)或者投资者抽身离去,房地产泡沫必将破裂。事实也确实如此。随着美国经济的反弹和通胀压力的增大,2004年6月到2006年6月,美联储17次调高联邦基金利率,将利率从1%提高到5.25%。由于美国住房抵押贷款绝大部分采取的是可调整利率的形式,利率的大幅上升必然加重购房者的还贷负担。尤其重要的是,次级抵押贷款的放款对象主要是那些信用等级低、收入证明缺失、负债较重的投机客户,他们的还款来源本来就不是出自自身的可支配收入,而是建立在对房价持续攀升的预期上。因为在房地产价格看涨的情况下,借款人可以轻松出售或者抵押房产再融资来得到流动资金以保持月供的支付。而在美国房价持续攀升的预期下,借款人往往过高估计自己未来的还款能力。但是,自2006年第二季度以后,美国住房市场开始大幅降温,房价持续下跌,购房者难以将房屋出售或者通过抵押获得再融资,最终导致次级抵押贷款违约

率大幅上升。

不仅如此,围绕次级抵押贷款还形成了一个金融创新链条:购房者向商业银行等房贷机构申请贷款,房贷机构为了提高资金周转率又将贷款卖给房利美(联邦国民抵押贷款协会)、房地美(联邦住房抵押公司)和投资银行等,后者将次级抵押贷款打包成抵押贷款支持证券(Mortgage Backed Securities, MBS),然后出售给包括商业银行、保险公司、养老基金、对冲基金等在内的全球投资者,以转移风险。其间,保险公司,如美国国际集团等,还为这种次债提供担保。这样就“形成了一个由各类机构和个人组成的复杂利益链条,并且随着链条的不断拉长,原始的借贷关系变得越来越模糊不清,责任约束变得越来越松散,致使链条中的各个参与主体为了追求自身利益最大化而发生了不同程度的行为异化”。^[3]当房价上涨时,这个利益链条很“完美”,链条上所有的参与者,住房建筑商、购买住房消费者、贷款银行、商业银行、投资银行,各取所需,皆大欢喜;而当房价下跌导致借款人违约时,利益链条就发生了断裂,风险也必然沿着利益链条开始蔓延,从而产生“多米诺骨牌”效应。从目前情况来看,美国房地产领域的次贷危机已经对美国信贷市场、房地产市场、就业市场和资本市场产生深远影响,美国实体经济也受到冲击,华尔街正陷入上世纪30年代大萧条以来最严重的金融危机中。^[4]

美国次贷危机本质上是一场史无前例的信用危机与信用衍生品危机,其表现为:失衡的激励体系,导致华尔街CEO与职业经理人为股票期权铤而走险,并不惜违背道德底线,如各种违规套利;失算的投资模型,导致华尔街分析师、精算师忽略系统性错误,并在证券化分析、系统风险估算甚至毁约概率计算上预测失误;失实的传销手段,唆使华尔街推销师、交易员及基金经理得以创造所谓低损失概率的资产并见好就收,而将未来的损失留给各国投资人与商业银行、保险公司;失利的创新工具,致使华尔街产品经理与全球市场部门制造出非透明且难以再定价的CDS(信用违约交换)、MBS(房屋贷款证券化)等金融衍生产品,误导全球市场;失信的评级机制,纵容美国三大评级

机构取悦华尔街金融玩家,为其产品打上“3A”印记而蒙蔽大众;失当的监管结构,致使金融专家行业化(丧失公允)、经济学家公司化(丧失独立性)、政府监管亡羊补牢(丧失预警性)。^[5]

金融全球化则是危机国际传导的背景条件。近十年来,国际金融体系发生了巨大变化,金融机构的国际化扩张和全球化经营愈演愈烈。“金融全球一体化不仅意味着金融活动越过国家疆界的藩篱,而且意味着全球的金融风险发生与传播机制日益紧密地联系在一起。”^[6]⁽¹³⁴⁾而这在此次金融危机中表现得尤为明显。美国次贷危机爆发后,迅速在全球蔓延,导致欧洲和亚洲金融市场剧烈动荡。这是由于美国的金融债权不仅出售给本国的投资者,而且出售给国际金融机构和投资者,各种令人眼花缭乱的衍生品将全球金融机构盘根错节地联系在一起,从而形成此次金融危机不同于历史上任何一次金融危机之特点,造成美国的金融风险通过全球化被世界所分担,演变成“美国次贷,全球买单”的局面。虽然次贷危机爆发于美国,但欧洲所受到的影响同样十分巨大。德国有2家银行申请破产,英国诺森克银行陷入挤兑危机,法国兴业银行为此蒙受巨额损失。欧元区经济的通货膨胀也出现了上升趋势。因此,在全球金融“救市”行动中,注资最多的不是美联储,而是欧洲央行。欧洲央行行长特里谢认为,欧洲信用衍生品市场正在经历一场危机,大批欧洲人大量购买了美国市场的金融风险,现在是考验欧洲人风险管理能力的时候了。^[7]更为严重的是,此次危机可能是个无底洞,而这个洞究竟有多深谁也无法预测。就连一贯代表政府对危机持乐观态度的美国财长保尔森也公开表示:与最初的预期相比,危机持续的时间将变得更长久。^[8]

到目前为止,美国次贷危机大体上可分成四个阶段。

第一阶段为2007年4月至12月,美国次贷危机爆发并愈演愈烈。诸多经营次贷的金融机构相继倒闭,从而引发了全球股市和债市剧烈波动,并造成了全球性信贷紧缩,各国央行被迫入市干预。仅仅8月9日到31日一个月不到的时段内,主要国家央行即注资5446亿美元,其中欧洲央

行注资3434亿美元,美联储注资1472亿美元。同时,美联储开始降低联邦基金利率,以稳定信贷市场。

第二阶段为2008年1月至7月,美国次贷危机进一步扩大。美国花旗银行、美林公司和瑞士银行等主要金融机构披露因次贷出现严重亏损,信贷市场进一步趋紧,美联储在联手欧洲央行向市场注入更大流动性的同时,采取罕见举措,十天内连续两次大幅度降息,使联邦基金利率下调125个基点。美国第五大投资银行贝尔斯登资产管理公司宣告破产,美联储出面拯救,提供290亿美元融通资金,由摩根大通银行收购贝尔斯登公司,以避免这一破产风潮向美国乃至全球金融体系蔓延。同时,美国与欧洲主要金融机构披露因次贷危机带来的巨额亏损信息。国际货币基金组织数据显示,次贷危机给所有相关方造成9000亿美元的资产损失,其中一半为美欧金融机构。^[9]

第三阶段为2008年7月至9月,美国次贷危机深化。联邦政府保险支持的房利美和房地美两家房贷公司陷入了困境。受次贷危机冲击,这两家公司过去9个月亏损110亿美元。房利美和房地美是美国最重要的房屋抵押贷款公司,负责收购银行抵押贷款,将其中大多数打包成证券并出售给全球投资者。它们拥有或担保的抵押贷款达5.3万亿美元,占全美抵押贷款总额(12万亿美元)的近半,如果不迅速获得融资,就会破产并引发房地产市场和金融市场新的大地震。这引起了布什政府及国会的高度关切。美国财政部和美联储经过协商,终于在7月13日宣布“救市”计划,主要包括:允许两家公司直接从美联储贴现窗口借款,建议授权财政部对两家公司进行参股,提高其从联邦政府获得信贷额度的限额。^[10]这一重大事件又在美国金融市场掀起了新的波澜,股市进一步下跌,并陷入熊市(股价跌幅大于20%为“熊市”)。据统计,从2007年10月的峰值期到2008年7月,道琼斯30种工业股票平均指数、纳斯达克指数、标准普尔500股指分别下降21.6%、21.7%和20.8%。

第四阶段为2008年9月至今,次贷危机自美国向全球传递并扩散,引发世界性金融动荡。9

月15日起,美国金融体系7天发生巨变,震惊全球。9月15日,雷曼兄弟公司申请破产保护,美林公司则被美国银行收购。当天纽约三大指数跌幅创2001年“9·11”恐怖袭击事件以来的最大单日跌幅。16日,美联储接管美国国际集团并提供850亿美元紧急贷款。18日,纽约州检察长宣布将对金融领域的卖空交易进行调查。19日,美国财政部和美联储分别宣布新措施,为总额约为2万亿美元的美国货币市场基金行业提供支持,并表示正在酝酿大规模金融救援计划。美国证券交易委员会关于暂时禁止卖空799只金融股的禁令开始生效。20日,美国政府向国会提交了一项总额达7000亿美元的金融救援计划。21日,美联储宣布,已经批准了美国最后两大投资银行高盛和摩根斯坦利提出的转为银行控股公司的请求。在百年一遇的金融风暴的猛烈冲击下,华尔街五大投资银行在半年时间内全部“覆没”。随后,美国国会于10月初通过了一项7000亿美元的救市方案,该方案旨在通过购买银行不良资产以使信贷市场恢复正常运转。但该方案出台后一直未能全面付诸实施。随着市场情况发生改变,美国财政部11月已对该方案进行修改,宣布将拿出2500亿美元直接购买银行的股份,以此向银行注资,这一计划目前已部分实施。

二、次贷危机挑战美国金融霸权地位

自布雷顿森林体系建立以来,美国就是国际金融体系中不折不扣的霸主,而美元是支撑美国霸权的核心要素。第二次世界大战使英法等西欧老牌资本主义国家受到重创,而美国却借助战争得以掌控世界经济。1939年至1944年间,美国工业产值提高了1.2倍,到1948年,美国工业产值占资本主义世界工业生产总值的56.4%,相当于英国的5倍。^{[11](601)}美国凭借这种无与伦比的优势主导建立了布雷顿森林体系,确立了美元在国际金融体系中的统治地位。不仅如此,美国还凭借其在国际货币基金组织和世界银行中的资金优势,确立了以美元为中心的“游戏规则”。随着冷战的展开和西欧、日本经济的恢复,美国的实

力相对下降,优势在减少。特别是20世纪70年代爆发的石油危机使美国经济陷入滞胀,美国最终不得不放弃了美元与黄金的固定比价,从而标志着布雷顿森林体系的解体。但是,美元霸权并没有随着布雷顿森林体系本身的瓦解而终结,美国仍然在国际金融和货币体系中居于主导地位。而美国次贷危机的一个直接后果就是进一步弱化了美元的国际货币地位,削弱了美国利用美元支配和影响世界经济的杠杆作用,主要体现为:

首先,次贷危机使美国金融业受到沉重打击。根据2005年7月英国《银行家》杂志发布的“全球1000家大银行最新排位”,美国银行有197家入围;前10家中美国占有3家;前25家中占有5家。这197家美国银行的税前利润达到1515亿美元,占到1000家银行利润总额的27.9%,核心资本回报率为26.3%,远远高于1000家银行平均19.86%的水平。花旗银行已经连续7年名列全球第一。但在此次危机中,美国许多银行以及与房贷相关的金融机构或面临着倒闭的风险,或出现巨额亏损,包括美国花旗在内的大银行也严重亏损。华尔街五大投资银行全部轰然倒下。美国政府采取了大幅降息、巨额注资、增加市场流动性等多种方式救市,但均未能扑灭华尔街熊熊燃烧的金融大火。这是进入新世纪以来美国经历的第二次危机(第一次是纳斯达克网络泡沫的破灭)。许多外国投资者在这两次危机中损失巨大,这必然影响外国投资者对美国金融市场的信心。

其次,危机前后,美元贬值趋势明显,其作为国际储备货币的吸引力正逐步下降。布什2001年入主白宫以后,虽然口头上一直表示坚持强势美元的政策,但实际上美元却是一直在走下坡路,次贷危机的爆发则进一步加剧了这一趋势,从2001年至今,美元对世界主要货币已贬值了37%。美国行政当局一直以来对扭转美元下滑并不热心,因为他们对美元过度自信,认为目前世界上暂时没有其他货币可以取美元而代之,因此放任美元贬值并从中获利。美元的大幅贬值造成了全球各国对作为世界货币的美元的信心下降。在次贷危机加剧美元贬值的趋势下,欧元已成为各国官方外汇储备中备受青睐的币种,这必将进一

步提升欧元的国际地位,直接冲击美元霸权。国际货币基金组织 2008年 6月 30日公布的官方外汇储备数据显示,截至 2008年第一季度末,全球共有 4.3万亿美元的外汇储备,其中美元外汇储

备占 63%,低于 2007年第四季度末的 64%及 2007年同期的 65%。欧元外汇储备比例则增至 26.8%,高于 2007年第四季度末的 26.4%及 2007年同期的 25.3%。(图 1)

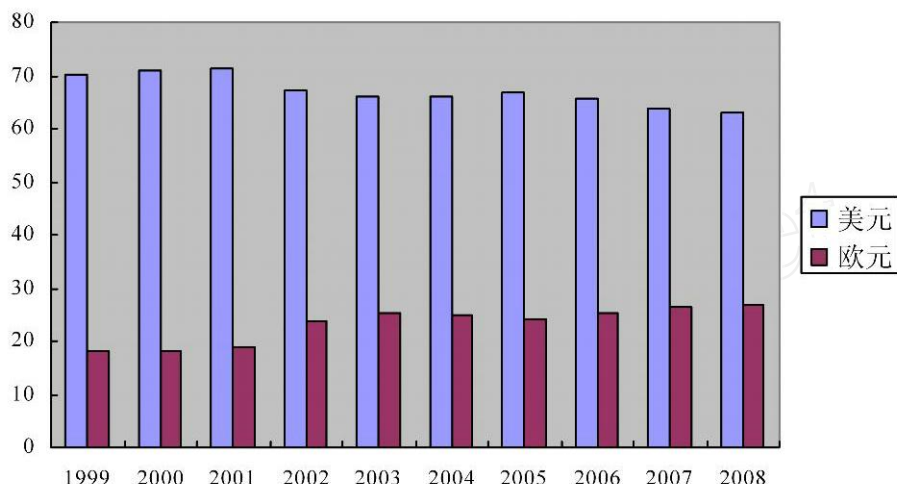


图 1 官方外汇储备货币构成 (%)

注:2008年为第一季度数据。

数据来源: MF Statistics Department COFER database and International Financial Statistics

第三,国际金融领域以美元为中心的“游戏规则”面临挑战。国际货币基金组织和世界银行是当今国际金融体系两个最主要的载体,并与世界贸易组织共同构成了国际金融和经贸体制。自创建以来,这两个组织的主导权就掌握在美国手中。国际货币基金组织和世界银行都是按照出资的多少来决定投票权的,美国认缴资本最多,其投票权所占比例也就最高,美国因而成为国际金融体系中唯一拥有最终否决权的国家。可以说,任何事情只要美国不同意,就无法办成。次贷危机使美国金融业受到了重大打击,加之美元的持续贬值,美国很难继续保持在国际货币基金组织和世界银行中的绝对优势。世界银行行长佐利克已经提出,发展中国家在世界银行的份额应该提高到 44%,就是一个非常明显的信号。随之而来将是美元为中心的“游戏规则”受到挑战。

对于美国实力地位是否受到削弱、美国金融霸权与美元霸权是否受到挑战,在美国国内亦有争论。一种看法认为,近年来美国实力明显衰落,美国金融霸权与美元霸权面临挑战。美国《新闻

周刊》法里德·扎卡里亚认为,随着其他国家特别是新兴经济体的崛起,世界进入了“后美国时代”。^[12]其理由是:除军事和政治层面外,在工业、金融、社会、文化等其他领域,美国的支配地位逐渐消失。凯文·菲利普斯在《华盛顿邮报》撰文认为,美国正在丧失全球霸权地位,因为美国具有过去西班牙、英国由盛转衰的六大软肋,特别是经济增长过度依赖金融且债务过重。^[13]美国全国经济研究局杰弗里·弗兰克尔(Jeffrey Frankel)等人认为,美元不断贬值正进一步削弱美元霸主地位。如果美元继续贬值,到 2022年,欧元可能取而代之,成为首要国际储备货币。从长期看,中国将把人民币打造为亚洲的主导货币。上述两种前景中出现任何一种,其影响都是巨大的,美元也许不再是美国的实力源泉,反成为它的衰落因素。^[14]

另一种看法认为,未来较长时期,美国综合实力特别是美国经济、科技及金融实力不会明显衰落,美元依然是世界主要储备货币与支付手段。美国竞争力理事会发表的《竞争力指数》研究报

告全面阐述了美国综合实力的现状和前景。该报告指出:从多数指标看,美国综合实力比过去特别是20世纪80年代更强大,美国人生活水平是主要经济体中最高的,过去十多年来美国经济增长比其他发达国家更快,美国不仅是世界上最大的经济体、贸易体,也是最大金融体,是最大的外国直接投资输出国和流入国,占全球金融资产总额的40%。美国人口仅占世界人口的5%,而其科学家、工程师及研究人员占世界的近1/3,研发开支占世界40%,发表的科技论文占世界30%。尽管美国面临海外特别是新兴经济体越来越大的竞争压力,各方面的领先优势有可能缩小,但美国依然处于以创新驱动为特征的世界经济发展的中心,也有极强的适应新的竞争格局及调整的能力,因此,未来长时期内美国实力地位难以撼动。^[15]即便是宣称世界进入“后美国时代”的扎卡里亚也认为,经济全球化使美国从中获益极大,美国公司进入新的国家和行业并取得巨大成功。更重要的是,美国仍是世界最开放、最灵活的社会,能够吸收其他民族的文化、思想、商品和服务,面对外国公司或海外市场的挑战,美国能不断适应和调整。这是美国的巨大优势,也可能是难以逾越的优势。^[16]尽管美元近几年不断贬值,但美元的霸主地位有可能持续较长时间。目前美国贸易逆差正在缩小,预示着此轮美元贬值阶段将出现“拐点”。美国哈佛大学教授、前MF首席经济学家罗戈夫称:世界贸易和金融体系存在巨大的惰性,历经几十年和两次世界大战英镑才失去超级货币地位;现在美元还没有任何明显的继任者,绝大部分世界贸易还是以美元计价,各国央行所持有的外汇储备的一半以上依然是美元。^[17]

次贷危机重创美国,美元的国际主要储备货币地位即便不会立即动摇,危机已是不可避免,国际金融秩序的调整与更新乃是必然趋势。

三、次贷危机重塑国际金融格局

美国著名国际政治经济学家罗伯特·吉尔平认为,国际金融是同霸权国对国际经济和政治事务施加影响紧密地相关的。霸权国既是国际金融体系的管理者,又是该体系中的主要受益者。霸

权国是发展中国家获得资本的主要来源,其货币是全球金融联系的基础。一旦发生金融危机,霸权国是唯一能发挥“起死回生”作用的主体。^[18]⁽³⁴³⁾因此,霸权国的兴起和衰落必然引起国际金融格局发生相应的变化。而经济或金融危机则成为推动国际金融格局加速演变的催化剂。

自欧元诞生之日起,关于欧元是否会挑战美元在国际货币体系中的主导地位的争论就一直没有停止。经验表明,一个国家或地区的货币能否成为国际货币取决于该国或该地区的经济规模和发展水平、对外经济开放度和依存度、金融体系的发达和稳健程度以及该币值的稳定性等因素。从这个意义上讲,欧元已经成为美元的实实在在的挑战者。目前,欧元区的经济规模已与美国相差无几,并且有可能超过后者。无论是金融市场的广度、深度,还是流动性,欧元区都与美国不相上下。^[19]从金融体系的发达程度来看,2002年,以一级资本计算的全球前25名大银行中,欧洲银行有10家,但只有1家进入前10名。到2007年,以一级资本计算的全球前25名大银行中,欧洲银行有14家,且有4家进入前10名。^[20]2005年,杰弗里·弗兰克尔等人曾预测,如果包括英国在内的所有欧盟成员国都加入欧元区之时,则2020年;或者如果美元持续贬值的话,则2022年,欧元将取代美元成为世界首要储备货币。^[21]尽管这一分析不是基于此次次贷危机,但是危机无疑会加速这一进程,以至于2008年弗兰克尔认为这一时间表可能提前到2015年。^[22]

与此同时,亚洲国家的货币金融合作正在加强。目前美国政府所发行的26700多亿美元国债中,约一半为亚洲国家所持有。中国1.8万亿美元的外汇储备中60%以上是美元资产,2008年中国持有美国债券组合投资达1.06万亿美元之多。美元大幅贬值将使亚洲国家持有的巨额外汇储备缩水,因此,亚洲国家亟须稳定而可预期的汇率机制。1997年亚洲金融危机后,建立亚洲单一货币一直是亚洲国家的共同理想。1997年和1998年,马来西亚总理马哈蒂尔和菲律宾总统埃斯特拉达分别在东盟首脑会议上提出建立“亚元”的设想,不过由于种种原因始终未能实现。

而此次金融危机则成为亚洲国家开展金融和货币合作的契机。在金融危机的狂风暴雨中,预定于2009年设立的800亿美元的东亚外汇储备基金——“亚洲共同基金”已提前出台。中、日、韩三国将考虑互相持有对方货币作为外汇储备,确保金融市场稳定,避免1997年亚洲金融风暴再度出现。“亚洲共同基金”的宗旨在于,由作为外汇储备额强国的中、日、韩三国为主轴,针对出口萧条等引发的美元枯竭问题,确保成立能够拥有外汇的共享渠道。

尽管亚洲国家距离建立统一货币——亚元还有很长的路要走,但是亚洲国家金融货币合作的加强,势必会削弱美元在亚洲的影响和地位。因此,当初日本政府提出建立“亚洲货币基金”的设想时,就曾遭到美国的公开反对。理由是设立“亚洲货币基金”必然要削弱国际货币基金的作用,扰乱以国际货币基金组织和世界银行为中心的国际金融秩序。当然,美国真正担心的并不是国际货币基金组织的作用被削弱,而是担心美元的霸主地位被削弱。如果亚洲有了共同货币,美国在亚洲经济区内的影响力势必削弱,这显然是美国不愿看到的。

在国际货币领域能否出现美元、欧元和亚元三足鼎立的格局尚有诸多不确定因素,但是有一点是确定的,那就是,国际货币多元化已是必然趋势,国际金融体系中美国与美元一枝独秀的局面面临着挑战。

四、中国的机遇与挑战

次贷危机愈演愈烈,将世界大多数国家都卷入了危机的巨大漩涡之中。在金融全球化背景下,中国自然也难以幸免于次贷危机的震荡和冲击。次贷危机带来的美国与全球经济放缓将导致中国对外出口下降,并进一步影响中国经济的增长。但是,任何事情都有其两面性。我们认为,相对于所受到的损失而言,次贷危机给中国金融资本带来的机遇是不能忽视的,其加快了中国融入国际金融体系的步伐。

首先,次贷危机使国际金融领域实力的此消彼长出现了有利于中国的局面。在次贷危机中,

美国以及国际上大多数金融机构的损失都比较严重。国际货币基金组织2008年4月18日发布了半年一度的《全球金融稳定报告》,预计源于美国次贷危机的全球金融动荡将造成高达9450亿美元的损失。^[23]在资本受损、资金不足的背景下,这些金融机构下一步的发展将受到局限。相比之下,近年来,我国金融改革发展取得重大进展,国有商业银行股份制改革成效显著,中小金融机构经营机制不断完善,监管部门加强审慎监管,各类金融机构实力普遍增强,盈利能力和抗风险能力提高,市场流动性总体充裕。当然,次贷危机也给中国少数银行机构造成了一定损失。在中国的金融机构中,中国银行、中银香港、工商银行、建设银行等金融机构购买了部分次级抵押贷款,但由于中国资本项目并未完全开放,损失是有限的。

目前来看,次贷危机对欧美等发达国家的影响程度还会持续加深,令全球金融业排名重新洗牌。截止2007年12月初,按市值计算的全球最大金融机构排名中,我国的工商银行、建设银行、中国银行和中国人寿已经跃居前四强,中国平安集团和交通银行也进入前十五位之列。^[20]此外,中国金融机构的盈利能力近年来保持持续增长。2007年中国银行业的业绩报告显示,工商银行2007年净利润较2006年增长60%以上,超过780亿元,而建设银行2007年度净利润比2006年度增长48%,达到685.6亿元左右。其他的股份制银行、城市商业银行以及中外合资银行的业绩也非常喜人,大多数增长在50%至100%左右。^[24]这些都突显了中国的金融实力,说明在国际金融领域,中国是可以有所作为的。

其次,次贷危机提供了中国金融企业“走出去”的契机。随着金融全球化趋势的加强,中国金融企业“走出去”成为必然趋势。一方面,越来越多的中国企业正在走向国际市场。这几年中国对外投资年均增长60%,现在已有5000多个公司到国外投资,境外投资总资产超过920亿美元,如果银行服务不能对外跟进,必将失去未来的发展机遇。另一方面,随着近年银行业的改革,特别是国有银行相继上市,财务基础和资本实力大大增强,经营管理能力不断提升,具备了一定的对外

投资实力和能力。美国次贷危机则提供了中国金融企业“走出去”的契机。次贷危机使一些国际金融机构损失惨重,价值被低估,这些对于中国的金融企业“走出去”是一个很好的机会。中国金融企业应抓住机遇实施战略性并购、扩展自己的全球业务和网络,迅速提升自身的国际化程度和国际竞争力。次贷危机爆发后,中国金融企业已积极进军华尔街。2007年10月22日,中信证券与陷入危机的贝尔斯登公司达成协议,互相投资10亿美元收购对方股权,以建立战略合作关系;2007年12月19日,中国投资有限责任公司与摩根斯坦利公司达成协议,向摩根斯坦利投资50亿美元。这仅仅是一个开始,以后将会出现更多的中国金融业进行海外并购或者设立海外分支机构的现象。

当然,中国金融企业“走出去”并不是一件轻而易举的事,在“走出去”的过程中将面对诸多严峻挑战:中国金融机构缺乏国际化经营的经验,其运作方式和管理模式与国际上运作比较成熟的跨国机构还有比较大的差距;中国金融机构缺少适应国际化经营的人才;中国金融机构在参与海外投资的风险预警和风险管理的能力上还比较薄弱。因此,中国金融企业在“走出去”之前必须要做好充分的准备,包括资本、人才、技术、管理、信息、战略等等,避免无把握之战。

第三,次贷危机为中国积极参与国际金融新秩序的构建创造了机遇。美国次贷危机的爆发和深化动摇了美国的金融霸权,必将加快国际金融格局的演变。在旧的国际金融格局瓦解、新的国际金融格局形成过程中,各个国家、各种势力之间必然要经历一番艰难复杂的博弈。

在20国集团(G20)财长年会上,与会各国同意改革国际货币基金组织和世界银行等多个国际机构,为增加发展中国家在这些机构中的投票权打开缺口。财长年会发表声明说:“必须全面改革机构,以令其更充分反映世界经济权重发生的变化、更迅速应对未来挑战。”巴西总统卢拉·达席尔瓦表示,随着现行国际金融体系如“纸牌搭建的房子一样崩溃”,20国集团应该成为决定全球经济事务的主要论坛,而不应该由少数发达国

家组成的七国集团(G7)垄断这一话题。国际货币基金组织总裁卡恩也认为,在重建金融秩序时应该给予发展中国家足够话语权,因为2009年的世界经济增长将全部来自新兴市场和一些发展中国家。卡恩称,“看到来自发展中国家的经济增长并试图予以支持是公平之举,因为这是我们唯一的生长所在。与任何时候相比,新兴市场都将得到更多发言权。”^[25]

对于中国而言,这是一个难得的机遇。一方面,中国应在建设多元化国际货币体系进程中发挥更大作用。从目前趋势看,国际货币体系中美元独霸的局面面临挑战,多元化已是必然。自2005年7月21日起,中国政府根据主动性、可控性和渐进性开始实行以市场供求为基础、参考一揽子货币进行调节、有管理的浮动汇率制度。人民币汇率改革的成功实施为人民币的“亚洲化”甚至“国际化”奠定了坚实的基础。目前,人民币已经初步具备了实现区域化的前提条件:中国经济总量在迅速扩张,并成为东亚经济增长的重要稳定力量;人民币在周边国家和地区的流通不断增多,具备了一定范围的国际可接受性。中国应该努力推动人民币走向亚洲,乃至走向世界,为亚洲统一货币的形成和发展作出贡献。另一方面,中国应努力扩大在国际金融体系中的话语权,改变和废除现有体系中那些对发展中经济体不利甚至歧视性的规则及“潜规则”。布雷顿森林体系建立后,美国凭借其在国际金融体系中的特殊地位确立了以美元为中心的“游戏规则”,此后,国际金融体系虽几经变化,但一直是由美国为主导的。美元霸权条件下的国际金融秩序更多地体现了美国的利益要求,既为美国维护和扩张自身的政治经济利益创造了条件,又成为美国打击和抑制其他国家影响国际货币金融秩序的手段,而美国在其中承担的责任(或任务)极其有限。中国可以通过增加自己在国际货币基金组织、世界银行等国际金融机构和组织中的份额来增强在国际金融中的话语权,不仅要作为游戏的参与者,更要成为游戏规则的制定者。事实证明,谁掌握了制定“游戏规则”的主导权,谁就能以较少的代价获得较大的利益。

总之,席卷全球的国际金融风暴动摇了美国的金融霸权,使国际金融力量对比正在发生深刻的变化;美元霸权的神话正在消失;欧盟正借助欧元扩大影响;亚洲国家的货币金融合作步伐在加快。全球金融版图将被重绘。在旧的国际金融秩序瓦解、新的国际金融秩序形成过程中,中国应抓住机遇发挥积极作用,在推动国际货币体系多元化的同时,努力扩大在国际金融体系中的话语权,这样,才能在未来争取更大主动。

参考文献:

- [1] Emily Kaiser. U. S. Subprime Lending Crisis Could Political Punch [EB/OL]. March 17, 2007 <http://www.chinapost.com.tw/editorial/detail.asp?D=104861&GRP=i>
- [2] MF. Global Financial Stability Report [R/OL]. October 2007, pp 23 - 24
- [3] 罗熹. 美国次贷危机的演变及对我国的启示 [EB/OL]. http://news.xinhuanet.com/theory/2008-09/16/content_10026011.htm
- [4] “金融海啸”冲击全球 [N]. 人民日报, 2008 - 09 - 22
- [5] 五问美国金融危机 [N]. 瞭望新闻周刊, 2008 - 10 - 14
- [6] 石俊志. 金融危机生成机理与防范 [M]. 北京: 中国金融出版社, 2001.
- [7] 美国次级债危机: 引发全球骨牌效应 [J]. 中国发展观察, 2007, (9): 20.
- [8] 陈宝森. 次贷危机在深化 [J]. 世界知识, 2008, (16): 45.
- [9] MF: World Economic Outlook [Z]. April 2008.
- [10] 美国出台两大房贷机构求助措施 [N/OL]. 华尔街日报中文网站, 2008 - 07 - 14. <http://chiness.wsj.com/20080714/BUS003275.asp?source=article>
- [11] 美 托马斯·帕特森. 美国外交政策 (下册) [M]. 李庆余译. 北京: 中国社科出版社, 1989.
- [12] Newsweek, 2008 - 05 - 12, p21.
- [13] Washington Post, 2008 - 05 - 18.
- [14] 英]《金融时报》中文网络版, 2008 - 01 - 03. <http://www.ftchinese.com/>.
- [15] U. S. Council on Competitiveness. The Competitiveness Index: Where America Stands 2006 - 11 - 14.
- [16] Newsweek, 2008 - 05 - 12, p21.
- [17] 韩 朝鲜日报, 2007 - 12 - 10.
- [18] 美 罗伯特·吉尔平. 国际关系政治经济学 [M]. 杨宇光译. 北京: 经济科学出版社, 1989.
- [19] Wolfgang M ünchau. This crisis could bring the euro centre - stage [Z/OL]. http://www.thefinancialexpress-bd.com/search_index.php?page=detail_news&news_id=29363.
- [20] 连平. 次贷危机加速国际金融格局嬗变——中国金融资本赢得快速崛起的契机 [N/OL]. <http://finance.sina.com.cn/review/20080219/13524520720.shtml>
- [21] Menzie Chinn and Jeffrey Frankel. Will the Euro Eventually Suppass the Dollar as Leading International Reserve Currency? [Z/OL]. presented at NBER conference, Newport, RI, June 1 - 2, 2005, available at <http://www.ssc.wisc.edu/econ/archive/wp2006-01.pdf>
- [22] Jeffrey Frankel. The Euro Could Suppass the Dollar within Ten Years [Z/OL]. 18 March, 2008 <http://www.voxeu.org/index.php?q=node/989>.
- [23] <http://finance.sina.com.cn/j/20080414/16284746309.shtml>
- [24] 周建工. 次贷危机重塑全球权力财富格局 [N]. 第一财经日报, 2008 - 02 - 05.
- [25] http://news.xinhuanet.com/world/2008-11/12/content_10343900.htm

责任编辑 李英武]

Origin of the US Subprime Mortgage Crisis and Its Influence on International Financial Order

PAN Rui

(Center for American Studies, Fudan University, Shanghai 200433, China)

Abstract: The US subprime mortgage crisis originated from burst of real estate foam. The multiple interest chain resulting from financial initiation deepens the subprime mortgage crisis. Financial globalization consists of the background of the crisis's international conduction. The global financial turbulence arising from the crisis has overthrown US financial hegemony, and balance of international financial power has been changed, so the global financial map will be redrawn. But subprime mortgage crisis creates historical opportunity for China to embed in international financial system.

Key Words: Subprime mortgage; Subprime mortgage crisis; Real estate bubble; Dollar hegemony; International financial order; Financial storm; Globalization