

金融危机下的全球经济：从失衡到平衡

雷达 赵勇 孙瑾

内容提要 本文从全球经济失衡到金融危机产生再到失衡调整的内在逻辑进行了分析。我们认为，全球经济失衡可持续的基础在于，美国金融体系的高度发达和实体经济中高收益行业的存在。而当这些条件不具备时，经济失衡的调整将不可避免。从性质上看，本次美国金融危机是居民过度消费以及外部经济失衡纠偏调整的表现形式。同时，金融危机的发生并没有改变当前的国际金融格局，在缺乏制度和技术创新的情况下，全球经济的增长必将进入一个高波动低水平的增长阶段，此时任何指标反映的经济复苏都缺少创新的基础。

关键词 全球经济失衡 金融危机 经济复苏

作者单位 中国人民大学经济学院

中图分类号: F831.59 **文献标识码**: A **文章编号**: 1007-6964[2010]03-091110-0869

20世纪90年代后期，美国经常项目逆差持续增加。在本次金融危机爆发前的2006年，美国经常项目赤字占国内生产总值的比例达到最大值6.40%。伴随着美国金融危机的发生，全球经济失衡开始向均衡方向进行调整，美国经常账户赤字占GDP的比重从2006年的6.40%迅速下降到了2009年第二季度的3.57%。但从本次全球经济失衡调整的方向看，其逻辑起点在于美国经济内部金融市场的动荡，继而由美国居民消费需求的下降逐步过渡到对外进口需求的减少，而之前全球经济失衡时期众多学者（Roubini和Setser, 2004；Cline, 2005；Eichengreen, 2004；Edwards, 2005等）所强调的外国国家对美元资产的持有意愿并无直接关系。因此，我们有必要就从全球经济失衡到金融危机产生再到全球经济失衡调整的内在逻辑机制进行分析，特别是重新探讨全球经济失衡的可持续性条件以及风险累积机制。同时，从实践层面来看，在当前全球经济呈现复苏迹象之时，不仅有关货币政策是否退出的争论开始出现，以“轮胎特保案”和“无缝钢管两反调查案”为代表的贸易摩擦也开始不断增加。这充分反映了在金融危机背景下，在全球经济从失衡到平衡^①的调整过程中，人们对全球经济失衡的利益实现机制和本次金融危机

性质的认识不足。我们有必要对全球经济再平衡下的世界经济形势做一个准确的判断。

一、从经济失衡到金融危机 ：金融危机的性质

为了解决社会有效需求不足，除去20世纪70~80年代美国经济的滞涨时期外，美国政府一直在实行积极的财政政策和宽松的货币政策来刺激国内消费需求。但在居民可支配收入增长速度有限以及收入边际消费倾向递减规律的影响下，虽然政府减税降息的政策可以在一定程度上扩大居民收入的可支配空间，但居民消费需求的增长仍然会受到制约。因此，为了维持总需求水平，美国居民消费必须找到收入之外的新的支撑点，而20世纪90年代之后，居民家庭财富的不断上涨则为这一切提供了可能。

从图1可以看出，20世纪80年代中期以后，居民财富的增长速度远远快于居民可支配收入的增长速度。

^① 这里所说的平衡强调的是全球经济失衡向均衡方向的调整，指的是全球经济失衡程度的相对降低。

1985年初,居民财富与收入的比率为3.8倍,1990年,这一比例上升到了4.7倍。纳斯达克股票市场泡沫破灭后这一比例虽有所下降,但随着房地产市场的繁荣,到危机爆发前的2006年这一比例仍继续上升到了6.2倍。同时,伴随着居民财富的快速增加,美国居民的消费结构也发生了变化,这一点突出地反映在低端的非耐用品消费比例下降和高端的服务消费比例的上升上。1952年,非耐用品和服务消费在居民消费中的比重分别为51.7%和34.4%,而到了2008年,两者的比例分别变化为29.5%和60.1%(图2)。

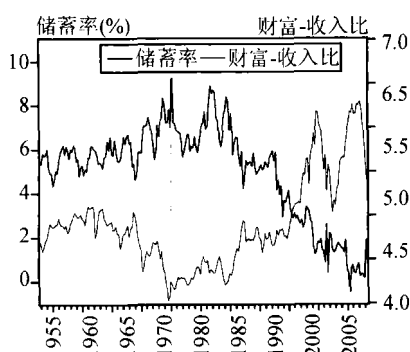


图1 美国居民财富-收入比与储蓄率

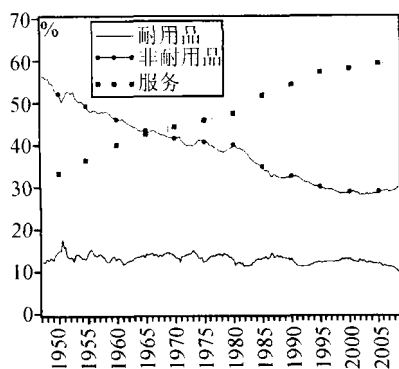


图2 美国居民总消费的构成

数据来源:雷达、赵勇:《虚拟需求时代的终结与美国金融危机》,《中国人民大学学报》2009年第2期。

在可支配收入增长有限的情况下,美国居民家庭财富增加以及消费构成高端化的一个直接结果便是借贷消费成为美国居民消费的主要形式。一方面,当居民消费结构由低端转向高端,高端消费群体由高收入阶层转向普通大众时,高端消费的大众化消费模式的维持只能通过借贷消费的形式来加以实现;另一方面,在居民财富未向实际收入转化的前提约束下,居民财富支撑下的居民消费必然具有很大的“超前消费”特征,其基本支撑点是居民未来财富水平而非现实支付能力。因此,在

这两个方面作用力的影响下,美国居民消费的借贷特征逐渐形成,一个直观的表现便是美国居民储蓄率的持续下降,从20世纪70年代中期的8%左右持续下降到了2006年底的0.6%(图1)。伴随着美国居民储蓄水平的持续下降,美国经济中必然会出现储蓄小于投资的不均衡现象,而与内部储蓄小于投资相对应的自然结果便是美国对外贸易逆差的出现。

因此,从这个角度上说,美国居民的借贷消费模式促成了美国外部经常项目逆差的出现,而外部经常项目逆差的出现则为美国借贷消费模式的继续维持提供了必要的外部资本和商品流入的保证。但无论是居民借贷消费模式对跨期金融交易工具的内在需求,还是在外部贸易逆差情况下储蓄资源跨国流动的顺利运行,都离不开美国国内高效的金融市场的支撑。美国只有在金融发展水平较高的情况下,居民消费的借贷特征才可以长期维持,也只有金融发展水平同其他国家存在较大差异的条件下,储蓄转化为投资的能力继而国内储蓄和投资的大小关系才会恰好倒置,美国才能通过外部贸易的不平衡以及资本的流入,为内部高水平居民消费需求的维持以及外部经常项目的长期逆差提供必要的支撑。

因此,美国国内金融市场的高度发达构成了美国居民消费高企和外部经济失衡的第一个条件。但较高的国内金融发展水平只是居民过度消费和外部经常项目逆差长期大规模存在的必要条件,而不是充分条件。首先,从国内居民的借贷消费模式看,居民消费需求高企特别是财富效应支撑下的消费需求高企的逻辑起点在于对未来财富的良好预期,在永久收入保持不变的前提下,其改变的只是跨期消费的相对水平,而不能改变跨期消费的消费总量。这样的一种过度消费模式只可能在短期内加以维持,长期内必然会向均衡水平进行调整。其次,从开放条件下低金融发展水平国家的储蓄意愿看,由于这些国家国内储蓄向投资的转化机制不够完善,国内储蓄只能通过贸易和资本流动的渠道在他国发育良好的金融市场加以转化。但在这样一种储蓄—投资转化机制中,虽然不同国家金融发展水平上的差异为这种机制的实现奠定了必要的基础,但在高金融发展水平国家的实物经济中不存在高收益投资领域的情况下,出于对“还贷”风险的考虑,低金融发展水平国家的储蓄意愿必然会有所限制,其国内的储蓄资源不可能大规模地在其他国家的金融市场加以转化。因此,从这个意义上来说,美国国内金融市场的发展决定了美国居民

过度消费的形式以及外部经常账户平衡的方向,而实体经济中高收益投资领域的存在与否才进一步决定了美国居民长期过度消费以及外部失衡的程度。随着美国居民消费借贷规模的增加和外部经常项目账户赤字的累积,其对实体经济投资收益的要求也会有所提高。而当美国实体经济的发展不能满足居民过度消费和外部经济失衡对投资收益率要求的时候,国内居民的过度消费和外部经济失衡都将达到临界点,其调整将不可避免。而这一点,恰恰是支持全球失衡的文献所常常忽略的另一个持续条件。

从美国实体经济的发展看,在新经济之后,美国的房地产市场成为新的投资目标。其发展降低了新经济泡沫破灭之后的经济震荡和冲击幅度,使得房地产市场在美国股市熊市时期能够起到继续支撑美国消费增长的作用。然而,由于房地产部门本身所固有的特点(传统市场、非贸易部门和房屋消费的二重性),与 ICT 行业相比,房地产市场对居民消费的支撑具有很大的局限性^①。房地产市场的发展虽然可以通过对实体经济的带动作用导致可支配收入下居民消费的增加,但相比纳斯达克股票市场,房地产财富的增加对居民“超前”消费的影响更为明显。伴随着房地产财富的增加,居民消费的借贷特征以及外部经济失衡都有所强化,而房地产市场对实体经济的推动作用却相对不足。实体经济的发展越来越滞后于美国居民大幅借贷消费以及外部经济失衡可持续性的需要。因此,当美国居民消费需求的支撑由 ICT 行业转向房地产部门时,居民消费需求和外部经济失衡的纠偏调整将更易于发生。由于危机发生前美国国内居民过度消费需求以及外部经济失衡长期存在的基本支撑点在于美国高度发达的金融市场以及房地产市场的高收益,当纠偏调整开始时,其最早冲击的也是房地产市场和金融市场,房地产次债危机和全面的金融危机也就自然产生。从这个角度上说,本次美国金融危机的深层原因仍然在于消费领域中居民需求的过度积累,从性质上看,它是居民过度消费模式进行纠偏调整的表现形式。

二、金融危机后全球金融格局 没有发生根本改变

为了对金融危机后世界经济外部平衡的特征以及未来经济走势进行分析,我们有必要对维持全球经济失

衡的条件进行考察,其中,我们重点对金融危机后全球金融格局的变化情况进行分析。我们认为,虽然在美国金融危机发生后,美国的金融市场不可避免地受到一定程度的冲击,但从长期来看,金融危机对美国国内金融市场发展的冲击不大。这一点,在金融危机发生后美元的国际地位以及国内金融市场的整体表现上反映的较为明显。

首先,从美元的国际货币地位来看,危机发生后美国的金融中心地位不会发生根本改变。在经济全球化的背景下,全球货币体系是全球金融体系的核心所在,危机前后美元在储备货币中的地位变化也直接反映了美国全球金融地位的变化。但从危机前后美元在储备货币中的比率来看,变化不大。危机发生前的 2006 年,美元在国际储备货币中所占的比重为 65.3%,而在外汇市场交易中,80% 以上的份额为美元交易。在金融危机发生后,美元在储备货币中的比重有所下降,但降幅有限。从 2008 年第 1 季度末到 2008 年底,美元在外汇储备中的比重一直在 64% 的水平上徘徊,到了 2009 年第 1 季度,这一比值为 64.97%,与危机前的水平基本持平。事实上,至少有两个因素决定了美元在储备货币中的地位短期内不会发生根本转变。一是其他主要货币在当前全球储备货币中的占比过低,在美元比重最低的 2008 年第 2 季度,排在第 2 位的欧元在储备货币中的比值也仅有 26.8%,尚不足美元的一半^②。二是美元在 SDR 一篮子货币中 40% 的比重也直接决定了美元资产在储备货币中下滑的比例有限。因此,从这个角度来说,无论是欧元、日元还是人民币在短期内都不能够动摇美元的国际货币地位。

其次,从危机发生前后美国国内金融市场发展的相应指标来看,美国的金融中心地位也不会发生根本性的改变。20 世纪 80~90 年代,伴随着一系列的金融自由化改革,美国金融市场的规模不断扩大,运行效率也大大提高。到新经济结束后,美国全球金融中心的地位得以确定,其金融发展水平不仅大大高于发展中国家,也远高于其他的几个发达国家。图 3~图 5 列出了几个主要的国家和地区以私人信贷率、股市资本化市值以及

^① 参见雷达、赵勇:《虚拟需求时代的终结与美国金融危机》,《中国人民大学学报》2009 年第 2 期。

^② 以上数据均来自 IMF 的“Currency Composition of Official Foreign Exchange Reserves”报告。

股市交易额3种指标所衡量的金融发展水平的情况^①。从图3可以看出,在信贷部门的发展方面,从2004年到金融危机发生前的这段时间,美国私人部门信贷占GDP的比率一直在180%以上,不仅远远高于阿根廷墨西哥等发展中国家,也高于日本、澳大利亚以及法国等发达国家。而在股票市场方面,美国的金融发展优势体现得更为明显。无论是股市市值还是股市交易额,即便是只考虑在纽约证券交易所上市的公司,美国的股市发展水平也都远远高于其他国家(图4、图5)。以危机发生前的2007年6月为例,纽约证券交易所的股市市值以及股市交易额分别为1.67万亿美元和0.25万亿美元,比其余几个主要证券交易所的总和还分别高出了2541亿美元和243亿美元^②。金融危机发生后,美国的金融发展水平有所波动,个别金融发展指标还出现了较大幅度的下降,但相对来看,美国的金融发展水平仍然具有较为明显的优势。具体来说,在信贷市场方面,美国私人部门所获得的信贷数量虽然有所波动,但整体波幅很小。私人部门信贷比率在最低的2008年第4季度也在190%以上,仍然远远高于其他国家(图3)。相对来讲,受金融危机影响比较大的主要是美国的股票市场。从金融危机发生到2009年初,美国道琼斯、纳斯达克等主要股票指数一路下跌,相应的股市市值和股市交易额也不断降低。2008年12月,纽约证券交易所的股市市值和股市交易额分别为9209亿美元和1609亿美元,比危机发生前分别降低了44.9%和35.6%。但在美国股票市场深受金融危机影响的同时,其余国家的股市也未能幸免于难,全球几个主要证券交易所的资本市值和交易额均出现了不同程度的下滑。相应的结果便是美国的股市发展水平仍然远远高于其他国家,而在金融危机影响最深的2008年,这种优势甚至被扩大了(图6)^③。

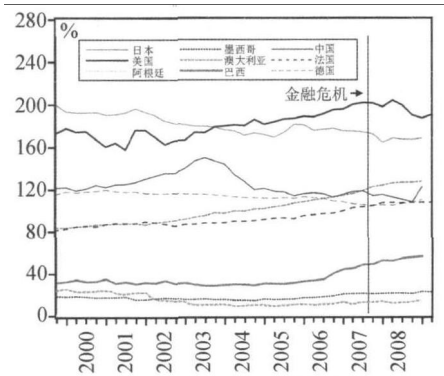


图3 危机前后私人部门信贷的变化趋势

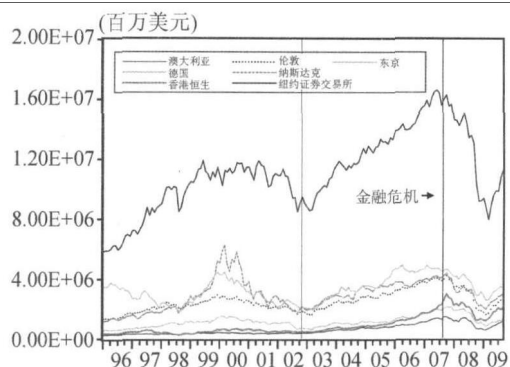


图4 危机前后股市市值的变化趋势

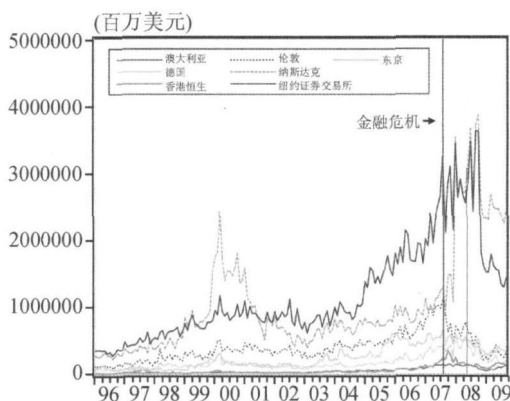


图5 危机前后股市交易额的变化趋势

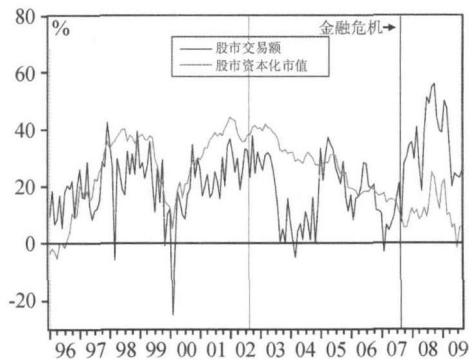


图6 危机前后股市发展水平的相对值

数据来源:私人信贷的数据来源于IFS统计数据库,计算方法请参考Beck等(2009),股市发展的数据来源于WFE统计数据库。

① 考虑到数据的可得性以及股票市场在美国金融市场中的核心地位,我们在此重点对美国股市的发展情况进行分析。

② 这些证券交易所包括东京证券交易所、伦敦证券交易所、德国证券交易所、澳大利亚证券交易所和香港证券交易所,下同。

③ 图6表示的是美国纽约证券交易所上市公司的市值及交易额与其他证券交易所相应指标之和的比值。

三、全球经济再平衡过程中的全球经济失衡特征及经济走势

从前文的分析我们可以看出,本次金融危机的性质是美国居民过度需求以及外围国家过度生产进行纠偏调整的表现形式,危机虽在一定程度上冲击了美国的金融市场,但从现实表现来看,当前的国际金融格局不会有根本的改变。而在全球金融格局未有较大改变的情况下,全球的储蓄以及产业分工格局继而全球经济的增长方式也不会出现较大调整。因此,对危机后全球经济失衡情况的判断构成了我们对未来经济形势判断的基础。而对于金融危机后的全球经济失衡状况,我们认为其具有以下几个特点。

首先,金融危机后全球经济失衡的状况将会继续持续,而美国仍然会是全球经济失衡的逆差方。从前面的分析我们可以看出,全球经济失衡是一国内部储蓄和投资大小关系的外部反映,而储蓄和投资水平的相对高低则由一国金融体系的发展状况所决定。在全球金融格局未有根本改变的情况下,受制于国内相对落后的金融体系,外围国家国内储蓄—投资转化渠道不畅的局面不会有所根本改变,其仍然必须借助于发达国家的金融市场来将国内的储蓄加以转化以实现外部融资的需要,而无论从广度还是从深度上来说,美国的金融市场都是最好的选择。因此,在美国的金融发展水平仍然占有绝对优势的情况下,美国的经常项目逆差仍然是动员金融发展水平较低国家内部储蓄的一种重要途径,只不过由于全球经济的纠偏调整,美国的贸易赤字规模有所降低罢了。

其次,金融危机后的全球经济失衡必然是一种低水平的失衡。金融危机后全球经济的失衡状况尽管将在很长一段时期内加以维持,但在没有重大的制度和技术创新的情况下,危机后的全球经济失衡只能是对危机前全球经济失衡状况的一种低水平重复。从现实表现来看,伴随着金融危机的发生,美国的国内居民消费和外部经济失衡都开始向均衡方向调整,外部失衡规模逐渐降低。这既是全球经济失衡纠偏调整的必然结果,也反映了美国纳斯达克股市泡沫和房地产市场泡沫相继破灭后实体经济中高收益投资领域的缺失。在纳斯达克股市泡沫和房地产及其衍生品市场泡沫破灭以后,危机后的美国经济必须借助于技术创新来激发新的经济增长点。但受技术创新周期的约束,在短期内美国实体经济中很难出现技术创新的实质性突破并大规模产业化,相应的结果便是,美国居民借贷消费以及外部经济失衡

状况会由于缺少实体经济增长点的支撑而只能停留在一个相对较低的层面上。

最后,中短期内金融危机后的全球经济失衡水平将会不断进行调整。从均衡调整的一般规律和影响全球经济失衡的因素看,全球失衡调整的不断反复将不可避免。一方面,由于本次金融危机的性质在于对全球经济失衡的纠偏调整,从大方向上讲,美国外部经济失衡的调整必定是沿着贸易逆差减少的方向进行的;但另一方面,随着美国金融市场的逐渐恢复,美国的整体金融发展水平也会有所提高,其将国外储蓄进行国内转化的能力也会进一步增强,而这会有利于美国贸易逆差的增加。此外,在金融危机发生后,美国政府实行了较大力度的注资和减税措施,但在居民对未来经济形势悲观预期的影响下,这些资金很大一部分以居民储蓄的形式储藏了起来,随着危机影响的逐渐褪去,在消费惯性的作用下,这部分储蓄必然还会进入到消费领域,这也会形成推动美国贸易逆差增大的另一股力量。因此,综合考虑这些因素,在中短期内,美国外部经济失衡的调整必定是反复进行的。

具体到金融危机后全球经济走势的分析,我们有必要重新回顾一下金融危机前全球经济利益的实现方式。在当前的国际分工体系下,美国外部经济的失衡为美国和外围发展中国家的经济发展提供了一种特殊的利益实现机制。对于外围的发展中国家而言,在国内消费需求增长有限的情况下,出口贸易的快速增长是国民经济增长的重要推动力量。而美国则通过大量消费产品的进口,在满足居民消费需求的同时,将有限的资源集中于附加值含量较高的产品研发和销售环节,实现资源利用效率的提高和产业结构的优化调整。在这样的一种共生模式中,虽然处于失衡两端的国家的经济增长机制不同,但经济利益的创造却是显著的^①。因此,在这个意义上说,外部经济失衡的程度不仅与美国实体经济内部的投资收益率有关,也在一定程度上反映了可能实现的经济利益的水平。但由前面的分析我们可以发现,在金融危机发生后,由于缺少重大的技术和制度创新的条件,全球经济失衡的程度只能在较低水平的层面上反复调整,这就意味着中短期内世界经济的增长将在一个低水平的区间内波动运行。而近期全球经济出现的复苏迹象,也只是全球经济失衡调整过程中短期波动性的

(下转第 42 页)

^① 参见雷达,赵勇:《中美经济失衡的性质和调整——金融发展的视角》,《世界经济》2009年第2期。

的紧密协调,而这必然要求某种制约性的安排来确保各国都遵守一定的规则。毫无疑问,创造必要的条件,确保储备库安排有效运转,需要区域内各国的进一步努力和政治意愿。区域金融合作有效运作的一个重要前提是,大力加强区域监控机制并制定良好的政策条件。外汇储备库的政策条件必须以某种形式解决参与成员国实施的汇率安排。例如,如果大家认为有些诸如软钉住等汇率机制本身就比其他的机制更容易导致危机,对实施比较容易导致危机的机制的国家,就应当执行较严格的政策条件制约。东亚外汇储备库除了在提供流动性援助以及加强合作,免受资本账户波动带来的影响这些短期任务之外,更广的目标是支持本区域加强货币和经济协调。

东亚金融合作的好处主要来自于区域系统性风险的减少。区域金融稳定在性质上属于公共产品,如果各国都只是享受金融稳定的好处而不为它做出贡献,则没有国家愿意为它做出贡献。区域金融危机对整个地区

造成的危害是合作的主要动力。区域金融协调具有公共产品的性质,因为金融不稳定是在国家之间传播的潜在公共风险。当区域金融不稳定是由于纯传导造成时,必须进行区域金融合作,任何单个国家的管理当局都与此并不直接相关,也没有积极性去解决整个区域体系的问题。

通常,区域金融合作进程最终到达货币统一的终点都需要经历以下几个阶段:危机救援机制、汇率协调、区域汇率机制、引入单一货币。在此进程中,与汇率协调和汇率机制阶段相适应,“清迈倡议”逐步由松散、双边性质发展成为紧密、多边性质,并以此为基础建立超国家的独立管理机构。因此,从东亚金融合作的发展方向看,建立区域外汇储备库将成为迈向东亚金融合作的极为重要的一步,是为未来建立汇率机制乃至货币统一进行机构和机制上做准备。

(责任编辑:王丽娟)

(上接第 19 页)

外在反映,经济的复苏仍然只是一种短期现象,长期内的世界经济增长仍然缺乏必要的制度和科技创新基础。另外,从历史的经验来看,当世界经济的增长速度放缓,经济利益的实现受到限制时,世界经济的参与国会将关注点放在利益的分配上。这一点,在 20 世纪 70 年代的能源危机以及新经济泡沫退去后均有所体现,在这个角度上说,当前以“轮胎特保案”和“无缝钢管两反调查案”为代表的贸易摩擦的增多无疑标志着全球经济从利益创造到利益分配时代的开启,而在这样的背景下,如何维护一国的应有利益可能比利益创造本身更为重要。

四、结 论

本次金融危机的性质是美国居民过度需求以及外围国家过度生产进行纠偏调整的表现形式,在当前的全球金融格局没有发生根本变化以及缺乏重大的制度和科技创新的情况下,全球经济增长将进入一个高波动低水平的时期。具体到中国而言,伴随着全球经济失衡的纠偏调整,中国经济的发展将不可避免地受到影响。从长期来看,我国必须转变当前的经济增长方式,加大消费在国民经济中的贡献,实现国内需求对外部需求的替代,其中,金融部门的发展至关重要。我国应进一步推动金融体制改革,加强信用体系建设,促进金融中介和资本市场发展,提高金融系统的整体运行效率,从而

从根本上提高储蓄向投资转化的效率,为居民消费需求的提升创造条件。但从短期来看,在全球经济的关注点由利益创造转向利益分配的背景下,我国应在进一步防范国内产能过剩,抑制资产价格快速上涨的同时,积极加强国际合作,特别是加强东亚区域内的经济和金融合作,以区域经济带的紧密依托为基础,努力构建全球多极化的制衡体系,通过主动谋求与我国经济实力相对称的话语权,切实维护我国所应得的政治经济利益。

参考文献

- [1] Beck Thorsten, Demirguc-Kunt Asli, Levine Ross. A New Database on Financial Development and Structure. World Bank Economic Review, 2009, 14: 597-605.
- [2] Cline, William R. The United States as a Debtor Nation: Risks and Policy Response. Center for Global Development and Institute for International Economics, Washington D. C., 2005.
- [3] Edwards Sebastian. Is the U. S. Current Account Deficit Sustainable? And If Not, How Costly is Adjustment Likely to be? NBER Working Paper No. 11541, 2005.
- [4] Eichengreen, Barry. Global Imbalances and the Lessons of Bretton Woods. NBER Working Paper No. 10497, 2004.
- [5] Roubini, Nouriel, Setser, Brad. The US as a Net Debtor: The Sustainability of the US External Imbalances. Available at <http://pages.stern.nyu.edu/~nroubini/papers/Roubini-Setser-US-External-Imbalances.pdf>. 2004.

(责任编辑:王丽娟)

Contents & Abstracts

The Effect of FDI Inflows on China's Terms of Trade: From Multi-Dimensional Perspectives

Huang Ling (3)

The terms of trade effect on China brought by FDI inflows has experienced some changes in more than a decade recently. Although FDI inflows have produced a salary spillover effect on China, China's trade pattern hasn't been improved radically, which led to the higher NBTT volatility. China's export volumes of foreign trade have increased a lot with the great increase in FDI inflows, which offset the deterioration of China's net barter terms of trade (NBTT) to a great extent and improved its income terms of trade. Comparatively, China's single factor and double factors terms of trade have not been improved so much as its income terms of trade. Therefore, China should improve its productivity and technical level while introducing the FDI in great numbers so as to maximize its single factor terms of trade and double factors terms of trade.

Study on International Oil Price Volatility based on Position of Fund's Holdings: 1994 ~ 2009

Ma Dengke Zhang Xin (8)

Since 2002, the international oil prices has been in a sharp volatility. This paper analyzes the international petroleum investment, the speculative fund's composition, size and characteristics, and then selected the data of Fund's holdings from 1994 ~ 2009 published by CFTC to study the relations between international oil price and Fund's total holdings, non-commercial holdings represented by speculative funds with co-integration and Granger causality test. The results shows that: The international oil price soar is driven by money indeed, and the speculation operated by oil speculative fund is the main cause of oil price volatility. The paper puts forward the concept of optimal degree of speculation, once the speculation hit the "optimal degree of speculation", trading system should trigger the "fuse system" to limit the speculation.

The Global Economy against Financial Crisis: From Imbalance to Balance

Lei Da Zhao Yong Sun Jing (15)

This paper explores the mechanism on how global imbalance leads to financial crisis and adjusts to its equilibrium level. We find that the sustainability of global imbalance relies on the development of financial institutions and the existence of high return industry in real economy in the U. S. , and when either of these conditions are not satisfied, the adjustment of global imbalance will be unavoidable. So the nature of the U. S. financial crisis is the reflection of excessive consumer demands' adjustment to equilibrium. Furthermore, we also find that this financial crisis has not fundamentally reshape the global financial system, and a low level of growth rate and a high level of volatility of global economy will be foreseeable in absence of technical and institutional innovation. As a result, the recovery of economy reflected in any economic indicators will not last too much longer.

The Development of Global Private Equity: Its Characteristics and New Trends

Xiang Weixing Liu Yang (20)

Private Equity is only an American phenomenon in the past time, and now it becomes an important part of capital market in many countries and regions. Global Private Equity faces a difficult environment because of the current global financial crisis. How to response and make sound measures will be particular interest. This paper casts an objective review of the characteristics of Global Private Equity in recent ten years and explores the changes of market structure and transaction, then highlights the challenges and opportunities of the Global Private Equity industry.

The U. S. Financial Regulatory Reform and the Challenges

Song Yuhua Ye Qina (26)

The U. S. financial regulatory reform has significant effects on global financial regulatory cooperation, global financial stability and restructure of international financial system, and hence is essential to the development of world finance and economy in the