

# 国际金融危机和 中国的外贸环境

○ 余永定

国际金融危机起源于次贷危机。住房金融机构将住房抵押贷款借给没有收入、没有工作、没有资产的高风险借款者。通过证券化，风险

于 MBS 和 CDO 价格的暴跌，依靠拆入短期资金进行长期投资（持有 MBS 和 CDO）的结构投资机构（SIV）所出售的短期商业票据（ABCP）无

危机和经济危机。与此同时，人们对全球金融危机和经济危机的原因的认识也逐步深化。大部分西方经济学家把金融危机归因于监管的失败。事实



据美国媒体报道，信用评级标准普尔最新发布的凯斯-席勒住房价格指数显示，去年12月，美国20座大城市房价同比下跌18.5%，创下该指数21年以来的最大降幅，表明美国房价在连续数年走低的基础上正加速下滑。

从发起人转移到投资者。利息率的上升和房价的下跌，导致违约率的上升。而后者又导致以住房抵押贷款为收入来源的债券（MBS）和在 MBS 基础上进一步证券化而创造的另一类债券 CDO 的价格暴跌。由

人问津，货币市场利息率急剧上升。2007 年 9 月西方中央银行联合干预，向货币市场注入流动性。美国次贷危机由此而浮出水面。

经过一年多的时间，美国的次贷危机已经发展成为全球范围的金融

上，正是因为缺乏监管，“有毒债券”才得以被创造出来、被高价售出，而风险则被转移、传递到整个金融体系。除金融体系本身的问题，美国政府的扩张性货币政策也被指是金融危机的原因之一：美国政府的低利率政策导致了房地产泡沫并使 MBS 和 CDO 大行其道。

然而，直到前不久，在次贷危机吸引了所有经济学家的眼球之前，国际经济学界的热门话题是国际收支不平衡（global imbalances）。所谓全球不平衡是指美国的大量贸易逆差和亚洲国家、石油生产国的贸易顺差。自 1981

年以来在长达 20 多年时间里，美国几乎年年是贸易逆差和经常项目逆差，与此同时，美国外债余额对 GDP 之比不断增加。到 2005 年，美国经常项目逆差对 GDP 之比达到 7%，美国的净外债余额为 3 万亿美元左右，

外债余额对 GDP 之比接近 30%。

与经常项目逆差相对应，美国拥有大量资本项目顺差。外国资金的源源流入，使美国保持了国际收支平衡，而不必诉诸于美元贬值或提高利息率。但是，美国外债的不断积累迟早会使外国投资者对美国的偿债能力产生怀疑，不愿继续购买美国资产。一旦这种情况发生，美元必然贬值，美国利息率必然上升，一场类似东亚金融危机式的危机就会在美国发生。然而，尽管自 2002 年以来，由于美国贸易逆差的持续增加，美元出现了所谓的战略性贬值，外资流入美国的势头并未发生根本逆转。相反，在一段时间内，还出现了美国国债长期收益率平缓化的所谓“格林斯潘之谜”。

随着经常项目逆差的积累，外债余额对 GDP 之比会不断上升。在正常情况下，外债余额 - GDP 之比会趋于一个极限值。但是，国际投资者对一个国家外债余额 - GDP 比的容忍程度是不同的（风险贴水不同）。历史经验证明，一个国家的外债余额 - GDP 比可能达到很高水平而不会导致危机的发生。例如，澳大利亚和爱尔兰外债余额 - GDP 比都曾达到很高水平而未发生任何危机。因而，美国贸易逆差和经常项目逆差的不断积累是否会导致金融危机在很大程度上取决于国外投资者是否会继续购买美国资产。事实上，正是由于对美国金融资产的安全性和高回报深信不疑，日本、中国和石油输出国一直在购买美国金融资产。这就使美国得以保持国际收支平衡，保持美元的稳定。而美国消费者则得以继续通过借债维持

入不敷出的生活水平。

在美国次贷危机爆发之前，经济学家所讨论的是：当外债余额达到什么水平时，外国投资者将不再购买美国国库券从而引发一场国际收支危机。在这场讨论中，大多数经济学家并未过多考虑美国金融市场本身会发生什么问题。当然，在其他因素不变的条件下，外债余额 / GDP 越高，外国贷款者要求的风险贴水越高。而这又将使国际收支平衡的维持越来越困难。外债余额 / GDP 比可能加速上升，从而使国际收支加速失衡。但是，在达到什么临界点之后，外债余额 / GDP 比会出现爆炸性增长，换言之，到底到什么时候美国将会陷入国际收支危机，没人能够给出肯定的回答。

由于尽管美国国际收支状况日益恶化、美元出现式微迹象，经济学家所预期的由于全球不平衡恶化导致的国际收支危机和美元急剧贬值一直并未发生，越来越多的经济学家开始相信事实上存在着一个新布雷顿森林制度，即布雷顿森林体系 2。该理论认为，第三世界国家，特别是中国必须解决严重的就业问题。而出口劳动密集型产品是解决中国就业问题的唯一出路。中国和其他发展中国家对美国保持贸易顺差，美国对中国和其他发展中国家保持贸易逆差这样一种贸易格局，在未来一、二十年中将保持不变。与此相应，中国将用贸易顺差换回的美元购买美国金融资产，特别是美国国债。在中国私人投资尚未得到发展之前，中国外汇储备的不断增加是不可避免的。这样，中国生产、美国消费，中国贸易顺差、美国贸易逆差，中国提供真实资源、美国提供

借据，中国积累债权、美国积累债务的局面将长期维持下去。所谓全球不平衡是一种不平衡的平衡。对于这种不平衡的逆转和纠正，从而导致经济动荡和衰退的担心是多余的。

布雷顿森林体系 2 理论在国内外都具有极为广泛的市场。中国经济学家普遍认为，出口是解决就业的重要保证。而加工贸易的支配地位又是中国贸易结构的重要特点。因而，中国保持贸易顺差是必要的。另一种流行看法是，储蓄大于投资必然导致出口顺差。中国不可能在短期内降低储蓄率，因而中国保持大量贸易顺差是不可避免。应该说，在过去相当长的时间里，中国的理论和实践同布雷顿森林体系 2 假设是高度吻合的。另一方面，尽管美国政府和部分经济学家对中国的贸易顺差表示不满，要求人民币升值，但美国精英阶层深知，中美国际收支结构的这样一种镜像关系对美国十分有利。因而，美国政府并未放弃强美元的政策，美国的宏观经济政策事实上也从来都不是以恢复国际收支平衡为目标的。现在看来，如果不发生金融危机，布雷顿森林体系 2 可能还会在相当时期内维持下去。

现在金融危机终于发生了，但却是以大多数人所未曾预料到的方式发生的。我们有必要问一下：全球不平衡与美国金融危机到底有何关系？把美国金融危机归罪于中国是荒唐的。没有任何严肃的经济学家会支持这种指控。但这并不意味着，我们应该否认国际收支不平衡同美国金融危机存在密切关系。可以说，没有资金的大量流入美国，所谓格林斯潘之谜就不会发生，美国政府就难于长期保持低利息率，从而使美国的资产泡沫

不断膨胀。当然，国际收支不平衡仅是美国金融危机的必要条件之一。对全球不平衡在多大程度上要为美国金融危机负责是一个还需要做更多经验研究的问题。

在过去十多年的时间里，笔者一直在试图说明，中国以双顺差为特征的建立在布雷顿体系2基础上的国际收支结构对中国是不利的。现在，对中国来说一个更为急迫的问题是：美国金融危机的发展及其最终解决将对全球不平衡造成什么影响？一方面，对美国政府来说，最为急迫的问题是使美国金融体系重新运转起来，制止美国实体经济的进一步衰退。为实现这些目标，美国政府采取了前所未有的扩张性财政政策和货币政策。

另一方面，由于资产泡沫的破灭，美国消费者终于开始考虑改变生活方式：减少开支，偿还债务。美国家庭的平均收入是5万美元，与此同时，他们的平均发债也是5万美元。由于房地产价格的暴跌，他们已经无法靠再融资（refinancing）来继续入不敷出的生活了。与此同时，由于信贷紧缩，企业也无法像过去那样得到廉价资金增加投资。消费和投资的减少意味着美国贸易逆差的减少。

经济学家所预期的国际收支结构调整以一种出乎意料的猛烈方式发生了。但是，这种调整方式过于剧烈，政治代价太高，美国政府的政策是尽量抵消这种调整的力度和速度。换言之，美国希望使布雷顿森林体系2保持的时间更长一些。这样，美国政府的政策在许多方面就出现了自相矛盾。例如，一方面，政府采取扩张性财政、货币政策，力求居民消费不会大幅度下降；另一方面，政府又接受

了国会提出的“买美国货”的主张。前者意味着国际收支难于改善，后者则意味着缩小国内投资对储蓄的缺口。因而美国政府也面临着鱼与熊掌不可兼得的问题。

在美国金融危机发生之前，尽管美国外债的不断增长，基于对美国金融市场的高度信任，外国投资者一直在源源不断地购买美国资产，包括MBS、CDO这类高风险资产以及原以为风险不高但实则不然的“两房”债券。美国金融危机的发生彻底打破了美国资本市场近乎完美无缺、美国金融资产回报高风险低的神话。一旦有选择，外国投资者是不会像过去那样盲目购买美国金融资产了。另一方面，美国家庭对自家资产负债表的调整是不可避免的。换言之，美国居民必将降低自己的消费率（提高储蓄率），降低债务水平。这一调整过程可能持续较长时间，也可能会很快完成。而这一调整意味着美国贸易逆差的减少。美国贸易逆差的减少又意味着中国和亚洲国家贸易顺差的减少。无论中国政府采取什么样的刺激措施，中国出口增长速度的下降难于避免。或迟或早，中国将实现对

外贸易的基本平衡。因此，中国必须把经济增长的立脚点放在内需上。如果不愿主动调整，中国将付出极高代价。对此我们应该有清醒认识。

### 作者简介：



余永定，中国社会科学院学部委员，牛津大学经济学博士，中国社会科学院世界经济与政治研究所所长、研究员、博士生导师。1979年进入中国社会科学院世界经济研究所；1983年任助理研究员；1986年任西方经济理论研究室主任；1987年任副研究员；1988年赴英国牛津大学学习；1994年获博士学位，同年回到世界经济与政治研究所任职；1995年任研究员并获国家特殊津贴；1998年任世界经济与政治研究所所长；2000年当选中国世界经济学会会长；2004年7月—2006年7月任中国人民银行货币政策委员会委员。研究领域主要是宏观经济、世界经济。专著类代表作主要有《宏观经济分析和中国稳定政策设计》、《西方经济学》、《我看世界经济》、《一个学者的思想轨迹》等。