

世界主要发达经济体应对金融危机的措施及其效果评述

何帆

内容提要:金融危机爆发以来,世界主要经济体为促进经济复苏,纷纷采取了包括实行金融救助方案、扩张性财政政策和货币政策以及推行各种产业促进政策在内的一系列应对措施。现有刺激政策对市场信心的恢复和加速经济回暖能起到一定的促进作用,但要使全球经济再次步入高增长仍需经历较长的时期,并很可能导致通货膨胀等新的问题。这就需要各国政府继续出台新的政策,预计主要经济体政策走向的着力点会在继续刺激经济、防范新的风险、及时选择退出以及争夺未来制高点等方面。

关键词:金融危机 应对措施 效果

2007年爆发的美国金融危机引发了一场严重的全球经济衰退。根据国际货币基金组织的预测,2009年全球GDP增长率将降至0.5%,其中发达国家的增长率为-2%。世界主要经济体纷纷出台刺激经济举措,以应对二战后最严峻的全球经济形势。全球经济刺激力度之大、范围之广、数额之巨,为世界经济史上所罕见。在危机刚刚爆发之后,主要经济体应对金融危机政策的着力点在于救助金融机构,防止金融危机再度恶化。金融危机很快波及到实体经济,主要经济体应对措施的着力点在于采取扩张性的财政和货币政策阻止经济下滑,促进经济复苏;金融危机已将全球经济带入了未知的境地,展望未来,主要经济体刺激政策的着力点将落在扶植新兴产业,提前谋篇布局,抢占制高点。这些措施在一定程度上有助于恢复市场信心,促使经济回暖,但全球经济复苏的基础仍然脆弱。全球经济走出衰退,尚需要更多的后续政策支持,现有经济刺激政策中的缺陷将在未来逐渐凸现。

一、主要经济体应对金融危机采取的措施

(一)金融救助方案

金融机构在这次金融危机中损失惨重。国际货币基金组织最新发布的《全球金融稳定报告》估计,全球金融体系因亏损导致的资产减记约为4.4万亿美元。按照2008年的水平计算,国际货币基金组织估算的减记规模相当于37年的官方发展援助,美欧金融机构的资产减记规模相当于其GDP总和的13%。

危机爆发以来,主要经济体“三管齐下”,从金融机构资产负债表的资产、负债和所有者权益三方入手,以前所未有的速度、规模和非常规的政策,实施全面的金融救市方案。第一,从资

作者简介:何帆,中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心副主任、研究员。

本文为中国社会科学院世界经济与政治研究所国际金融研究中心专题报告。感谢参与讨论的同志:张明、姚枝仲、李众敏、郑联盛、曾省存、马锦。

产方来看,危机之后金融机构亏损严重,不得不低价抛售金融资产,导致金融资产价格进一步下跌,救助的办法是政府出资购买金融机构的不良资产。第二,从负债方来看,危机之后金融机构纷纷“借贷”,导致金融市场上流动性短缺,救助的办法是各国央行通过各种形式向金融机构提供贷款,试图缓解信贷紧缩的困境。第三,从所有者权益来看,遭受损失的金融机构不得不减少自由资本金,甚至出现了资不抵债的情况,救助的办法是通过直接向有问题的金融机构注入资本金,实施“国有化”控股。

美国的金融救助政策最早强调购买不良资产。2008年10月,美国政府通过的紧急经济稳定法案(Emergency Economic Stabilization Act)中就包括高达7000亿美元的不良资产救助方案(Troubled Assets Relief Program, TARP),用于购买金融机构问题资产以及帮助金融机构注资。为了向金融机构提供更多的流动性,美联储还推出了多种货币政策工具创新。相对而言,美国在向金融机构直接注资方面,因为担心有“国有化”嫌疑,表现较为迟疑。欧洲在金融救助政策方面则较强调政府通过注资获得金融机构股权。比如,荷兰、比利时和卢森堡三国向富通集团注资112亿欧元,英国向苏格兰皇家银行等三大银行注资370亿英镑,法国向六大私营银行注资105亿欧元等。在这些注资方案中,以英国的方案最具代表性。英国向本国银行注资后获得的是银行的优先股股权,因而英国政府虽然是被注资银行的股东,但不干预银行的经营活 动,只享有优先分红的权利。英国政府还承诺,一旦对这些问题银行的注资在未来获得盈利,会把这部分盈利注入社保体系。在问题更严重的冰岛、瑞典,政府甚至直接接管金融机构,实施完全的国有化。欧洲各国政府一般不直接购买金融机构的“有毒资产”,现在看到的案例主要是2009年3月7日英国政府接手该国第三大银行莱斯银行集团2600亿英镑的“有毒资产”,作为交换条件,政府对该行持股从现阶段的43.5%上升为65%。日本的金融机构经营较为保守,在金融危机中受到的损失相对较少。日本也采取了收购不良资产、注资等方式帮助出问题的金融机构,但规模相对较小。比如,日本用于收购金融机构问题资产的资金约为10万亿日元(约1000亿美元)。2009年3月13日,日本向三家银行注资12亿美元。

(二) 扩张性的财政政策

各国经济刺激方案均包括减税、增加公共投资等内容。财政政策是经济刺激方案中的“猛药”,也是“补药”。短期内采取扩张性的财政政策有利于保增长、促就业、为弱势群体提供帮助、维持社会稳定,从长期来看又可以扶持新兴产业、加速结构调整。

继布什政府出台1680亿美元减税方案之后,2009年2月奥巴马政府又通过了总额为7870亿美元的美国复苏与再投资法案(American Recovery and Reinvestment Act)等。调整通货膨胀因素之后,美国的经济刺激方案已经超过罗斯福新政、马歇尔计划时期美国政府的支出规模。美国的刺激方案主要包括减税和扩大公共支出。在最新的刺激方案当中,减税约占35%。奥巴马经济刺激方案中的公共投资和公共支出项目,有着短期和长期双重战略目的。一方面是在尽可能地在短期内创造更多的就业岗位,防止经济进一步下滑;另一方面是为未来的增长奠定基础,有智力、技术和社会稳定方面的保障。因此,方案中的支出主要集中在基础设施、教育、医疗和新能源技术方面。

欧盟各国受到《稳定与增长公约》制约,财政刺激力度受到欧盟委员会的限制。不过,由于2005—2007年的经济繁荣改善了欧盟各国的财政状况,各国均有一定的能力出台财政刺激方案,同时,欧盟委员会已于2008年10月允许各成员国暂时超过3%的赤字标准。欧洲的财政

刺激方案包括欧盟层面上的刺激措施和成员国的刺激措施。欧盟委员会于2008年11月26日批准的一项涵盖欧盟27个成员国、总额达2000亿欧元(约占欧盟GDP的1.5%)的经济激励计划中,就有300亿欧元来自欧盟预算和1700亿欧元来自各成员国预算。欧洲的财政刺激措施主要包括增加政府投资、减税、对弱势群体的补贴三个方面。英国的方案主要以减税为主,2008年11月24日英国宣布的200亿英镑经济刺激方案中,主要是将增值税率由17.5%下调至15%,2010年再恢复至17.5%。其他国家的方案则基本上为综合方案。欧盟各国均增加了对基础设施投资的支持。德国将于今明两年投入500亿欧元,主要用于公共基础设施投资;法国在今年年初出台了265亿欧元的振兴计划,111亿欧元用于公共投资。

日本在保增长方面主要依靠财政政策。从2008年8月到2009年4月,日本共出台了四项经济刺激计划,计划支出规模达75万亿日元,占GDP的5%左右。这些支出主要用于:向全国家庭发放2万亿日元的补贴、通过政府担保帮助中小企业获得贷款、高速铁路建设工程、学校建筑防震、环境保护、儿童和老人护理等社会福利计划。日本为保就业也采取了专门的措施,计划在3年内动用10万亿日元,提供失业培训、扶持就业市场,在医疗护理、环保和旅游等领域创造140—200万个就业机会。四个经济刺激方案出台后,至少要新发行10.8万亿新债,使公债规模达到44万亿日元。到2008年,日本公共债务规模已经达到GDP的1.5倍,是所有工业化国家中最高的。

(三) 扩张性的货币政策

主要经济体的货币政策表现出趋同的特征。一方面,主要经济体在危机之后均大幅度降低利率。2008年12月以来,美联储宣布将联邦基金利率长期保持在0至0.25%之间;英格兰银行五次下调基准利率350个基点至1%,欧洲央行下调325个基点至今年5月的1%。2008年10月31日,日本央行决定将银行间无担保隔夜拆借利率由现行的0.5%下调至0.3%。主要经济体同步下调利率,不仅进入了史无前例的超低利率时代,而且进入了“零利率”陷阱。另一方面,当利率降无可降之后,主要经济体的央行均采取了“数量宽松”政策,通过购买金融资产,继续向市场注入流动性。

美国实行的“数量宽松”政策引起全球关注。这其中包括为商业银行和投资银行等提供流动性的TAF(期限拍卖贷款, Term Auction Facility)、PDCF(重要交易商信用贷款, The Primary Dealer Credit Facility),也包括向货币市场和资产证券化提供支持的商业票据融资贷款、TALF(期限资产支持证券贷款, Term Asset-Backed Securities Loan Facility)等。2009年3月,美联储更是破天荒地宣布购买3000亿美元长期国债、将对MBS的购买由5000亿美元增加到1.25万亿美元,以及购买2000亿美元机构债。英格兰银行已经于2009年3月25日开始购买公司债,以启动一项750亿英镑的数量宽松政策。欧洲央行5月份也开始实行数量宽松的货币政策计划,购买600亿欧元的资产担保债券。2009年1月15日,日本银行宣布考虑购买2万亿日元商业票据(日本票据市场规模为14万亿,此次购买占14%)。为了鼓励银行贷款,日本一方面通过将日本开发银行(DBJ)的紧急放款计划资金规模从1万亿提高到10万亿(1010亿美元),增加对中大型企业的放贷,另一方面通过国际协力银行联合中小企业金融公库,对在海外投资中遭遇流动性困境的中小企业提供援助。日本还采取了收购股票刺激经济的独特政策,2009年1月27日,通过收购股份,向中小企业提供1.5万亿日元(167亿美元)资金;2009年2月4日,宣布将从地方银行收购1万亿日元(111.2亿美元)的企业股份。日本政府和央行购买

股票刺激经济的好处是低买高卖,从长远看,是成本较低的刺激经济方式,但是中国股票市场近来一直走高,已经存在一定程度的泡沫,这一措施在中国不具有可行性。

(四) 产业发展政策

为了抢占新的制高点,奥巴马政府在新能源、环保政策方面较为高调。其政策背后有多重推动力。其一,新能源、环保政策符合奥巴马的执政理念,有助于美国在国际舞台上继续扮演全球领袖。其二,新能源、环保政策有利于美国经济结构调整。危机之后,美国无法继续靠消费支持增长,经济振兴必须依靠增加投资在经济中的比重。只有当新的技术革命孕育出新的支柱产业之后,私人投资才可能再度高涨。其三,新能源、环保技术的领先,也可以成为制约其他国家发展的有效手段。美国可以通过制定进出口产品的标准,有效而精准地打击竞争对手。增强能源自给,有助于减少对外国能源的依赖,削弱石油出口国中与美国敌对的势力,还有助于改善美国国际收支平衡。欧洲产业政策“有攻有守”。“攻”是为了发展新兴产业,占领未来经济发展的制高点;“守”是为了维持重要产业的就业,避免这些行业的重要企业被他国收购。与美国新能源产业有相似之处,欧洲重在提高“绿色技术”的水平至全球领先地位。欧洲在今年3月决定,在2013年之前将投资1050亿欧元用于“绿色经济”的发展,为经济增长带来新动力。2008年11月23日,法国总统宣布建立200亿欧元的“战略投资基金”,主要用于对能源、汽车、航空和防务等战略企业的投资与入股。荷兰的经济刺激方案中也包含对可持续能源行业的投资和支持。欧洲议会也将欧盟2009年的预算向创新与就业等方面倾斜,其中用于科研和创新方面的预算增长了10%以上。在产业政策方面,日本试图通过优惠的税收政策吸引投资、提高东京作为国际金融中心的地位。但目前日本经济持续低迷,导致投资收益率很低,东京已不再具有发展国际金融中心、吸引投资的基本条件。另外,日本也看中了商业航天市场、信息技术应用、新型汽车、低碳产业、医疗与护理、新能源(太阳能)等新兴行业。2009年3月2日,日本出台了为期3年的信息技术(IT)紧急计划,目标为官民共同增加投资3万亿日元,新增40—50万个工作岗位,侧重于促进IT技术在医疗、行政等领域的应用。2009年4月9日,日本为配合第四次经济刺激计划推出了新增长策略,发展方向为环保型汽车、电力汽车、低碳排放、医疗与护理、文化旅游业、太阳能发电等。

二、应对危机措施的效果

主要经济体采取的应对危机的措施在一定程度上有助于恢复市场信心、加速经济回暖。但金融危机的负面影响仍未彻底消除、全球经济复苏的基础依然脆弱,应对危机的措施中存在的潜在风险在未来可能逐渐凸现。

首先,这些措施在一定程度上稳定了金融市场。在金融危机的发源地美国,反映银行间信贷成本指标的3个月LIBOR已经显著下降,中长期住房抵押贷款的利率水平也明显下降。2009年5月,美国财政部对19家最大的商业银行实施压力测试,结果是9家商业银行不需要增资,其余10家合计需增资746亿美元,好于市场预期。如果没有新的系统性风险爆发,美国金融市场已经开始趋稳。但是,在金融危机尚未见底和经济可能继续下滑的情况下,金融机构的信贷紧缩问题依然存在,消费者和企业难以从银行获得贷款。金融机构去杠杆化的进程尚未结束,根据国际货币基金组织的估计,如果要将杠杆比率降至17比1(或普通股本占总资产的6%),美国、欧元区和英国分别需要5000亿美元、7250亿美元和2500亿美元的额外股本,在

市场资金和融资需求之间存在着巨大的“融资缺口”。IMF 还对金融救助的最终财政成本做了估算,成本最高的是美国和英国,分别占 GDP 的 13%和 9%,其他国家的成本远小于此。这意味着金融救助仍然在主要经济体能够承担的范围之内,但金融市场再度繁荣,尚需经历较长一段时期。

其次,扩张性的财政政策对促进经济复苏难以起到立竿见影的效果。第一,主要发达经济体基础设施较为完善,在这方面进一步加大公共投资的机会相对较少,而且能源和基本设施建设的投资周期长,收效慢。第二,如果减税能够增加居民的可支配收入,就会增加消费、刺激经济增长。但美国失业率持续上升,居民对未来的收入预期日益悲观,减税对消费的刺激作用有限。2008 年布什已经推行过减税政策,但只有大约 10—20%被用于消费。第三,刺激计划还会产生“挤出”效应,即政府开支可能导致资源从私营企业流出,形成政府与私企争资源的局面。第四,扩张性财政政策将导致美国财政赤字增加。根据美国国会预算办公室的估计,2009 年预计赤字规模将达到 1.7 万亿美元,约占 GDP 比例高达 11.9%,2010 年赤字占 GDP 比例将达到 7.9%,规模为 1.1 万亿美元。2007 年,美国政府债务占 GDP 比例为 65.5%。美国将会以更大的规模、更快的速度发行国债,最终可能酿成“国债泡沫”。

再次,扩张性的货币政策可能导致通货膨胀抬头。从短期来看,数量宽松政策没有带来通货膨胀的压力,尽管基础货币大量增加,但货币乘数在下降,所以广义货币并没有明显增加。美国基础货币增长快,M0 增长很快,但 M1、M2 的增长速度并不快,商业信贷增长也没有明显改善,大量放出钱后是商业银行又把钱放回央行,变成了超额存款准备金。但国债泡沫早晚要崩溃,如果投资者放弃国债选择其他的资产,就会导致其他资产的价格上涨。国际油价和初级产品价格的反弹可能也会超过预期。这将带来通货膨胀压力。如果通货膨胀风险过早到来,美联储可能被迫加息,这将中断美国和其他国家的经济复苏。尽管从近期看,发生这种情形的概率并不大,但其潜在的破坏力却非常巨大。

最后,各种产业发展政策的效果仍然存在不确定性。以新能源而论,新能源的发展受到传统能源价格波动的影响,如果石油价格居高不下,新能源的发展就会较快,而一旦石油价格下跌,对新能源的投资将是沉重的打击。以生物工程技术而论,一旦出现突破性的创新,能够较大幅度地提高人类的预期寿命,对于受人口老龄化困扰的主要发达经济体将是巨大的福音,但其发展仍面临技术、法律、伦理等方面的制约。诸如环境保护等新兴行业的发展,均依赖技术标准、消费者偏好、法律体系、国际合作等方面出现实质性的变革,短期内商业前景并不乐观。

三、主要经济体未来政策的着力点

目前,全球金融市场逐渐趋稳,预计到今年年底或明年年初,全球经济就可能出现较为明显的复苏迹象。但是,病来如山倒,病去如抽丝,未来数年全球经济仍将处于低速增长,迎接新一轮世界经济的高速增长,尚需各国政府继续出台新的政策支持。预计主要经济体政策走向的着力点会在:继续刺激经济、防范新的风险、及时选择退出、争夺未来制高点。

第一,继续刺激经济。在外部需求继续疲软的情况下,各国刺激经济增长的着力点依然在促进消费和投资。保就业将逐渐取代保增长,成为主要经济体下一步刺激政策的主要内容。加强社会保障体系的建立,提高对弱势群体的保护和救济,是主要经济体需要更加重视的工作。危机时期主要经济体的税收政策可能会更向低收入和中产阶层倾斜,而且会实施适度的“劫富

济贫”政策。以更新改造、节能减排为特色的投资项目可能会陆续出台,未来的刺激方案中可能会更多地讨论跨国界、大规模、有助于落后地区减贫的基础设施建设。

第二,防范新的风险。贸易保护主义将是全球经济头顶的乌云。各国在应对经济衰退时易于采取各种贸易保护政策,转移国内批评,保护国内就业和产业。很多贸易保护措施可能会披上产品质量安全、环保等国内政策的外衣,变得更加隐蔽、破坏性更强。保护主义措施无助于抑制国际金融危机和经济衰退,并将推迟全球经济复苏的进程。1930年代,美欧国家采取“以邻为壑”的保护主义政策,使经济大萧条旷日持久,应引以为戒。金融危机的冲击已经波及世界经济体系中的外围国家和偏僻的发展中国家,会导致落后国家更加落后、贫穷人民更加贫穷,甚至可能引起部分地区的冲突和战争。

第三,及时选择退出。扩张性的财政和货币政策不能长期持续。随着经济逐渐复苏,继续增加公共投资就会挤出私人投资,继续增加货币发行最终一定导致通货膨胀。这些刺激政策应该在适当时候及时退出,但退出的时间、方式、速度值得关注。过早或过晚退出、过快或过慢退出,均会引起严重的后遗症。

第四,争夺未来制高点。这一方面取决于未来的产业布局。新技术革命与新兴产业的出现是全球经济进入新一轮增长周期的前奏。在高科技领域的较量在很大程度上将改写未来的国家力量对比。另一方面取决于未来的国际经济体系和国际规则。金融危机引发了世界各国对国际货币体系、金融部门监管等领域的热议,在这些领域的谈判已经展开。在今天的谈判桌上,将制定出明天的游戏规则,并决定未来的发展空间。

(责任编辑:刘英)

·书讯·

赖海榕著:

《中国农村政治体制改革——乡镇半竞争性选举研究》

中央编译出版社 2009 年出版

乡镇半竞争性选举是1990年代中期以来我国政治发展的新事物,本书系统整理了10年来全国各地乡镇半竞争性选举的发展情况,并通过大样本统计研究和小样本个案研究尝试解释出现这一发展的原因,并描述这一发展对我国政治体制的可能影响。同时,本书论述了推动乡镇半竞争性选举对我国市场经济发展和社会政治稳定的积极意义,并探讨了推动乡镇半竞争性选举需要进行的配套制度改革。