

美国次贷危机的走向及对中国的影响

李若谷 冯春平

美国次贷危机是在全球流动性过剩、通胀压力加大的背景下爆发的。对于中国来说,危机带来的直接影响有限。但次贷只是第一张骨牌。危机后风险资产价格重估,美国经济明显放缓,美国政府连续降息、大幅度减税,美元加速贬值,如此强烈的连锁反应,使得正面临着流动性过剩、资产泡沫、经济过热、通货膨胀和人民币升值问题的中国经济很难隔岸观火,可以说利弊兼有。本文对次贷危机的走向及其可能给中国经济带来的影响进行了分析和展望。

2007年夏天美国次级抵押贷款危机迅速波及全球,导致国际金融市场动荡,并威胁到经济的稳定增长,多国央行采取了历史上少有的协同干预,但次贷危机影响至今未了。尽管中国遭受的直接损失并不算大,但由于全球金融市场的不确定性增加,欧美经济增长趋于放缓,美国等的货币政策取向出现调整,国际汇市波动加剧,次贷危机对中国经济的间接影响值得关注。

一、次贷危机的发生

次贷危机从根本上说是次贷市场过度发展后的自我修正。在过去十多年,美国次级抵押贷款市场急剧扩大。20世纪80年代起,美国政府出台了一系列放松金融管制的法律法规,为次级抵押贷款的发展创造了条件。而次级抵押贷款为信用等级低的人群购买住房提供了可能,受到普遍欢迎。利用美元在国际金融体系的中心地位,以及各国对美元资产的巨大需求,美国得以长期实行宽松的货币政策。低利率刺激房价持续上涨,进一步激发了美国人的买房热情。金融机构将次级抵押贷款打包成一系列次级抵押贷款证券,在信用加强后,由信用评级机构评级,最后出售给投资者。经过这样的证券化处理,原本是高风险的次级抵押贷款,信用等级明显提高,受到各国投资者的欢迎,吸引了大量的资金。美国次级抵押贷款市场规模因此从1995年的650亿美元迅速上升到2006年底的1.3万亿美元,占住房按揭贷款的比重由2002年的6%上升到2006年的20%。^[1]

但近几年美国次级抵押贷款市场的基础发生了根本性变化。2004年中期开始,美联储连续17次加息,房贷利率也随之攀升。80%的次级抵押贷款人每月按揭金额在不到半年的时间里激增了30%~50%。特别是2/28、3/27等可调整利率贷款的优惠期结束后,利率重设导致还贷压力陡升,越来越多的人不堪重负。与此同时,美国房地产市场在持续大幅上涨后,2006年房价涨幅明显回落,部分地区房价甚至出现下跌。次级抵押贷款拖欠、违约及停止抵押赎回权数量因而不断攀升,引发了一系列连锁反应,演化成一场导致国际金融市场动荡的危机。

首先,大量次级抵押贷款者面临着资不抵债的困境。根据《华

尔街日报》的数据,截止到2007年11月,次级抵押贷款人总数达到了200万,1.3万亿美元的规模,保守估计有25%左右面临违约风险。其次,大量次级放贷机构陷入困境。新世纪金融公司、美国房屋按揭投资公司等80余家抵押贷款公司陷入破产、清盘泥沼。

然后,各国投资者遭受重大损失并引发市场信任危机。曾经受到市场追捧的次级抵押债券,信用评级从AAA陡降成垃圾债券,价格从先前的几十、几百美元惨跌至不到20美分,给全世界的投资者带来巨大损失。投资者纷纷撤出高风险市场,国际资本市场以及黄金、原油、外汇等市场出现大幅波动。此外,市场流动性趋紧。由于对未来持不确定态度,作为信贷资金主要来源之一的银行纷纷采取避险措施,“惜贷”气氛渐浓,导致资金供应趋紧,同业拆借利率一度飙升,货币市场利差扩大,交易量降低。

二、应对措施及效果评价

为应对次贷危机,众多国家采取了一系列的措施,力图稳定市场。多国央行联合注资以缓解流动性不足,美联储连续降息以防止实体经济受损,同时针对房地产市场采取了救援行为。总体上看,这些措施收到了一定效果,但仍未完全遏制和解决次贷危机带来的一系列问题。

(一) 各国央行注资缓解流动性不足

危机爆发后,美国政府联手各国央行向市场频繁注资,旨在缓解市场流动性不足的燃眉之急。仅2007年8月9日、10日两天,世界各国央行对货币市场注资总额就超过了3262亿美元,到8月31日,美国共注资1453亿美元,欧洲注资6442亿美元,日本注资468亿美元。急剧枯竭的市场流动性一度缓解,但到年底市场再度告急,欧洲央行宣布以低于市场的利率无限量提供资金,于12月18日一次性注入约5000亿美元。截至2007年底,美国和欧洲央行的累计注资额分别达到3832亿美元和12300亿美元。

短期看,注资效果比较显著。我们考察了银行间同业拆借利率(LIBOR)与官方基准利率的利差,以衡量银行在合意利率水平上的放贷意愿。利差小,说明银行放贷意愿强;利差大,则表明放贷意愿弱。次贷危机后,市场利率急剧上升,LIBOR利率与基准利率之

差迅速扩大。8月份和12月份 欧美央行联合注资后 市场利率迅速回落 利差也明显缩小 表明注资的短期效果确实显著 较好地防止了资金链条的断裂和危机扩散。

但从总体看 央行注资尚不足以根本解决流动性问题。与一般的市场流动性暂时性的、结构性不足不同 次贷危机导致流动性不足并不是因为市场上缺乏资金 而是由于次贷危机加大了人们对风险的担忧 银行放贷意愿不足所造成的。美国次级抵押贷款总计只有1.3万亿美元的规模 损失的只是其中一个较小的部分 而各国央行的注资累计已远远超出了1.3万亿美元 但市场流动性问题仍未得到解决 这也表明资金不是主要问题 关键是次贷危机使得市场参与者的信任度大幅降低。而信心的恢复和信任的重建远不是注资就能解决的。

(二) 降息以恢复市场信心

为帮助恢复市场信心 减小次贷危机对实体经济的负面影响 美联储从2007年9月份以来连续三次降息 将联邦基金利率下调至4.25%。英格兰银行为避免经济增长陷入停滞 也做出了自2005年8月以来的首次降息决定。

如果央行注资阶段还说明美国政府认为次贷危机的影响面不是很大 因为放出去的流动性是有可靠的渠道再回购的 那么利率调整作为嵌入宏观经济的变量 说明事态的发展逐渐严重了 增加了危机可能影响实体经济的担心。伯南克一向坚持以设定通胀目标为利率政策的方针 降息说明美联储对经济衰退的关注度超过了通货膨胀。2007年7、8月间 保尔森曾一再表示美联储应该放手让市场自行调解 但其后态度也已发生了明显的转变。降息可以从两个方面来抑制次贷危机的蔓延：短期内改善了利率重置导致的次级抵押贷款违约数量；市场信心和流动性不足也将得到较大改善。此外 降息也给了华尔街一个明确的信号 政府甘愿冒着美元低走和通货膨胀的风险去挽救市场信心。但由于降息对经济的影响存在一定的滞后期 可能需要在12—18个月之后才会全面反映出来 因此其最终效果还有待观察。

(三) 房地产市场救援措施治标不治本

房地产市场降温是次贷危机的直接导火索。为防止危机进一步恶化并冲击实体经济 布什政府宣布了一系列对房地产市场的救援措施 其中最重要的是2007年12月6日公布的一项房贷解困计划(Foreclosure Relief Plan FRP)。计划主要涉及自2005年1月至2007年7月形成的浮动利率按揭贷款 本应于2008年1月至2010年7月重置的利率将被冻结5年。其主要适用范围是未曾违约的借款人。美财部长保尔森高度评价这一协议 称其是解决次贷危机过程中的“重要一步”。

但是 根据一些数据进行分析 我们认为该计划对次贷危机只能起到暂时缓解的作用 而不能从根本上解决危机。首先 该计划的受益者范围过窄。据统计有200万笔次级抵押贷款在2009年之前面临着利率重设 而FRP只适用于2005年到2007年且没有违约记录的申请者 并且进一步规定已经完成利率重设的贷款人不享受该计划。因此 据巴克莱银行等机构估计 FRP只能解决其中的15万~24万笔。这和200万面临利率重设的贷款人相比只占少部分。其次 政府的FRP计划只是另一次相对长期的贷款重设 并

不能解决根本问题。如果美国经济不能持续增长 房价有可能会继续低走 那么5年之后贷款者将面临着与今天同样的严峻的问题。

总体上看 欧美等国在次贷危机后采取的一系列措施是及时的 一定程度上避免了次贷危机迅速恶化 为逐步稳定金融市场创造了良好条件。但在应对过程中至少有两点做得还不够。一是偏重于解决流动性问题 而对次贷导致的信任危机估计不足；二是对房地产市场的问题也没有从根本上解决。从这个角度看 针对次贷的应对措施目前主要是应急性的 深层的风险尚没有根本解决。

从另一个角度看 美国没有采取异常激烈的干预措施 将次贷危机风险硬性控制住 也许并非不能 而是不愿为之 因为严格监管和强烈干预固然会减少一些风险 但同样会削弱金融创新的活力。美国拥有世界上最大也最发达的金融市场 在世界上居于领先地位 其领先的基础就是金融市场、金融机构的活力。创新是保持活力的灵魂 创新必然意味着风险 而保持金融体系的活力和灵活性是第一位的。因此 如果要在保持活力和加强监管之间取其 一 合理的选择必定是前者。宁可承受一些损失 也不能伤及金融体系的活力。次贷危机的处理也是如此。美国这种为保持金融活力而慎用加强监管的态度在20世纪90年代末对对冲基金的监管上就表现出来了。不是美国没有能力去解决深层的风险问题 而是不愿因为过度监管和干预导致金融的活力被削弱。正因为此 即使是注资和降息等措施 也在美国内遭到较多的反对 认为可能导致道德风险。在其他一些国家加强金融监管的同时 美国的金融活力有利于其继续保持竞争优势及全球领先地位。这种领先优势与美元霸权相结合 可能会使美国对国际金融的控制力进一步上升。

三、危机的走向与影响

次贷危机发生至今已有半年 对美、欧等国乃至世界经济金融都产生了较大影响。各国采取多种措施抑制危机进一步扩大 尤其美联储连续降息之后 全球金融市场出现回升 市场信心得到了一定恢复 但危机尚未结束 其后续影响还将持续一段时间。

(一) 次贷危机尚未结束

引爆次贷危机的是房贷违约。从目前情况看 尽管美国政府采取了一系列救援措施 但作为危机源头的房地产抵押贷款市场还没有企稳。一方面 房地产价格正在下滑之中。据最新公布数据 美国2007年3季度房屋价格与上年同期相比下降了4.5% 创20年来的最大跌幅。^[9]许多市场的房屋库存已达10.5个月的供应量 是22年来最高。不少经济学家认为美国明年的房价平均跌幅可能达到10%~15%。其他一些国家的房价同样出现“拐点”。英国最大的不动产网站Rightmoveplc2007年12月份发布的报告显示 12月英国房屋平均报价比11月下跌3.2% 是统计该数据以来的最大月跌幅。房地产市场走低将继续考验次级抵押贷款市场。另一方面 美国房贷的利率重置高峰还没有过去。2007年次贷危机爆发的一个重要原因是房贷利率重置导致违约率升高。而据统计 2008—2009年 美国面临利率重设的次贷人群甚至将超过2007年。尽管美国政府将冻结一部分房贷利率 但由于覆盖面不够大 加上房价回落 对于许多借款人来说 还贷压力仍将继续加大。根据Drexel大学做出的统计 在利率重设以后 依然有35%~40%的

贷款人将在未来两年之内违约。¹⁴在这种情况下,2008年房贷违约率仍将维持在较高水平,使得次贷危机难以在短期内结束。

(二) 金融市场风险加大

次贷危机导致风险资产价格全面重估,加大了国际金融市场的的市场不确定性,这种影响可能还会持续较长的一段时间。

一是信心的恢复和信任的重建还需要时间。在过去几年中,金融市场一直为非常乐观的情绪所主导,高风险、高收益的金融产品受到广泛追捧。次贷危机不仅使得市场对次级抵押债券产生恐慌心理,甚至在全球范围内影响了各类风险资产的定价,严重打击了市场信心,而信心的恢复需要足够的时间。

二是风险资产的定价仍在重估之中。次贷危机发生后,国际金融市场上各类高风险资产价格普遍回落,收益率大幅上升,与此同时,作为避险工具的美国国债等产品的收益率持续回落。目前来看,这种价格调整仍在进行之中,风险有可能变得更加“昂贵”,这使得国际金融市场在未来一段时间仍面临较大的不确定性。

三是对银行体系的冲击还没有完全显现。受次贷危机影响,许多国际金融机构遭受严重损失。根据有关统计,截至2007年三季度,全球主要银行和投行因次级房贷的损失达到970亿美元。其中,花旗银行的业务损失达到15.6亿美元,瑞士银行损失14.4亿美元,汇丰银行损失10.7亿美元。由于次贷损失并不直接影响银行的资产负债表,年中时损失还不能充分暴露,但随着年末财务报表相继出炉,实际损失应该会进一步扩大。事实上,2008年1月15日花旗银行刚刚宣布因次贷危机2007年四季度巨亏98.3亿美元,并导致全球股市大幅下挫。众多金融机构资产因此严重缩水,而中国的数家银行已经上升到全球市值排行榜的前列。在次贷危机中受损较大的花旗、美林、瑞士银行和摩根斯坦利等已从阿联酋、新加坡、中国等以国家主权财富基金为主的投资者中获得了总计约300亿美元的注资,花旗银行和美林还在寻求外国政府的再次注资。更为重要的是,这在多大程度上会影响到银行的信贷行为仍有非常大的不确定性。如果银行体系因此大幅减少新增贷款,收缩信贷,则势必对实体经济产生直接影响。

四是美元可能继续贬值。美元持续走弱是近几年国际汇率市场的主要特征。次贷危机爆发初期,美元兑主要货币汇率一度出现反弹,但此后,由于对美国经济增长放缓的担心增加,美联储连续降息,美元资产遭到抛售,导致美元对世界主要货币加速贬值。2007年8月到11月间,美元对贸易权重下一揽子货币的汇率降幅达到了6%。而美元的大幅波动对国际金融市场将产生广泛影响。

因此,总体上看,次贷危机增加了国际金融市场的的市场不确定性,使得国际金融市场在未来一段时间出现动荡的可能性大大增加。当然,就目前看来,由于美欧等国已经采取了一系列的应对措施,次贷危机恶性蔓延从而引发全球性金融危机的可能性并不大。

(三) 世界经济增长可能放缓

次贷危机可能导致美国经济增长放缓。这主要是通过以下几个途径,一是加剧房地产市场的降温,从而影响到经济增长;二是通过信贷紧缩影响到实体经济;三是对信心和预期的影响。

房贷与房地产市场是相互影响的。次贷危机导致次级抵押信贷甚至其他抵押信贷门槛提高,信贷规模收缩,会进一步下压房地

产市场。房地产市场低迷,会进一步抑制房地产投资。而且,房价回落导致居民财富减少,会进一步影响到消费。按照有关统计,美国房地产价格每下降1美元就会导致消费支出相应减少10美分(约10%)。¹⁵目前美国房地产市场的总市值是21万亿美元,如果房价在2008年下跌10%,消费支出将下降约2100亿美元,会对美国经济增长有较大负面影响。此外,美国就业市场走势也不容乐观,2006年平均每月新增就业岗位18.9万个,2007年前7个月降至13.6万个,而8—10月仅为11.8万个,¹⁶也显示美国经济有趋缓迹象。

与此同时,欧洲国家受美国次贷危机影响较大,加上欧元升值,经济增长也将有所放缓。而欧美内需在一定程度上是世界经济增长的主要原动力,从而可能导致世界经济增长在2007年有所放缓的基础上继续回落。

但总体上看,次贷危机导致世界经济增长回落的幅度应该是有限的。主要有以下四个原因:

一、美元贬值、美联储连续降息并可能继续降息等因素对美国经济增长有促进作用。只要次贷危机不实质性地影响银行的信贷行为,导致信贷规模大幅度萎缩,美国经济即使出现衰退,也应该只是短暂的。

二、对于多数发展中国家来说,结构性金融产品较少,受次贷危机的直接影响很小。由于美国和欧洲最终需求的减少,发展中国家的经济增速可能略有放缓,但总体上仍将处于较快增长之中。

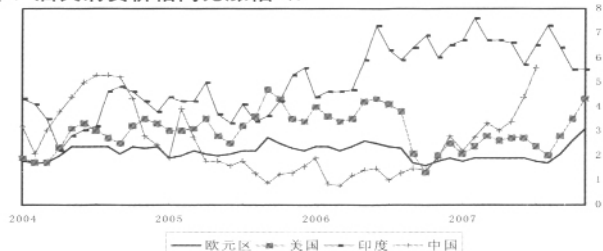
三、美国经济对世界经济的影响已有所减弱。2007年美国经济增长已经比2006年回落了大约1个百分点,但世界经济仍保持了超过5%(5.2%)的快速增长。2008年,只要美国经济不出现明显衰退,对世界经济增长的影响仍将是温和的。

四、从主要国际组织的预测看,尽管它们都下调了对2008年经济增长的预测,但预计2008年世界经济增长速度放缓的幅度并不大。如IMF2007年10月预计2008年世界经济将增长4.8%,比2007年回落0.4个百分点,¹⁷仍处于较快增长区间;世界银行2008年1月份预测世界经济增长的回落幅度大体相当,为0.3个百分点。¹⁸

(四) 对国际商品价格的影响

从世界范围看,由于长期的流动性过剩和需求强劲增长,世界大宗商品价格在过去几年中出现了大幅上涨。原油、黄金、食品等价格不断创出历史新高,推动世界范围内的通货膨胀压力加大,特别是一些对能源和食品依赖较大的发展中国家将面临更大挑战。

图1 居民消费价格同比涨幅(%)



数据来源:欧洲央行官方网站, <http://www.ecb.int>; 中国国家统计局。

次贷危机爆发初期,由于流动性紧缩和市场信心下滑,原油、黄金等大宗商品价格一度出现大幅波动,但随后都重拾升势。从后期影响看,次贷危机主要从两个相反方向对价格水平产生影响。一是由于经济放缓,将抑制市场需求,缓解国际商品价格上涨压力;二是美欧央行注入流动性、降低利率,美元贬值,将导致国际商品价格上涨压力加大。两方面影响一定程度上会相互抵消。比较而言,经济增长将放缓到何种程度仍具有不确定性,而欧美放松货币政策的态势更清晰。

2004年以来,针对日益加大的通胀压力和流动性过剩问题,欧美等国采取了紧缩性货币政策,美联储连续17次提高利率,将联邦基金利率从2004年6月的1%提高到5.25%。次贷危机发生后,为解决市场流动性不足问题,并防止次贷危机影响经济增长,对通货膨胀的关注退居次要地位。在大规模注资的同时,美联储连续三次降低利率,并表达了继续降息的意愿。欧洲央行也停止了继续加息步伐,保持了利率稳定。总体上看,美欧的货币政策出现了由紧到松的改变,又会加剧流动性过剩,加大全球通胀压力。特别是美元利率降低,可能加快美元贬值步伐,进一步加剧以美元标价的国际商品价格上涨。

(五) 对财富配置的影响

次贷危机在美国发生,并对美国经济产生了一些影响,但总体上看,次贷事件并未明显削减美国的财富。在次贷危机发生前,美国持续实行扩张性的货币政策,刺激了次级抵押贷款的发展以及房地产市场的繁荣,进而推动了美国经济的持续增长。据有关测算,美国近年来新增GDP有50%来自房地产业。在次贷危机发生时,美国利用美元在国际货币体系中的强势地位和资产证券化手段,成功地把部分风险转移到国际市场。为缓解市场流动性不足,欧洲央行注资甚至远远大于美国本土。在次贷危机发生后,美国放松货币信贷政策,虽然缓解了美国内经济压力,但却可能对一些发展中国家带来不利影响。近两年,国际能源和粮食价格大幅上涨,美国为防止经济放缓连续降息,促使美元贬值,给已经处于历史高位的原油、粮食价格火上浇油,一些严重依赖进口原油和粮食的发展中国家可能因此承受更大的通胀压力和财富损失。

四、对中国的影响及应对措施

在金融一体化及其联动效应的影响下,美国次贷危机已经演变成一场全球事件。尽管中国资本管制相对严格,国内机构对海外信用衍生品市场的参与程度不高,次贷危机对中国的直接影响有限,但由于此次事件将对国际经济金融形势造成一系列后续影响,对此应未雨绸缪,积极应对。

(一) 次贷危机对中国的影响

1. 对银行体系的直接影响较小

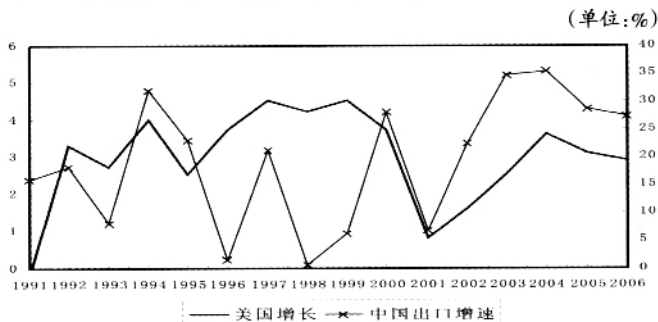
中国的金融企业中,只有中行、工行、建行和中信银行等持有一定数量的MBS和CDO^[9],在各自的证券投资总额中比重不大,特别是相对于银行总资产来讲十分有限,对各银行的资产负债状况和盈利能力影响不大,对整个银行体系的直接影响有限。^[10]

2. 欧美国家经济下行风险可能影响中国出口和经济增长

由于中国外贸依存度较大,对美国出口的依赖程度尤其高,2007年对美出口占中国出口总额达19.1%,美国经济增长如果放

缓,对中国出口和经济增长会产生一定影响。从目前情况看,美国经济增速会有所回落,但仍将保持较低增长。IMF和世界银行因次贷危机下调了美国经济增长的预测值,但两个机构都预测2008年美国经济增长1.9%^[11],这一速度与2007年相比回落的幅度有限。2007年,美国经济增速大约在1.9%-2.2%之间,同期中国对美出口增长了14.4%,GDP增长超过11%。因此,只要美国经济2008年不出现衰退,次贷危机对中国出口和经济增长的影响将是温和的。

图2 美国经济增长与中国出口增速比较



但如果次贷危机进一步恶化,导致美国经济出现衰退,使得美国经济增速回落到零增长甚至负增长,则势必对中国出口产生较大影响,宏观上可能导致中国经济增长速度回落,微观上可能使得一些出口企业陷入困境。从历史上看,中国出口增速与美国经济增长有较强的相关性(见图2)。如2001年,中国出口增速从上年的35.8%大幅回落到8.2%,与全球性的贸易增速回落有关,其中美国需求萎缩是一个重要因素。当时美国因IT泡沫破灭和“9.11”事件,经济增长从上年的3.7%回落到0.8%,中国对美出口增速则从上年的24.2%回落到4.2%。^[12]

3. 可能加大人民币升值压力

美联储连续降息和美元资产遭抛售,美元加速贬值,中美利差进一步缩小,加上部分资金出于避险要求可能流入国内,人民币升值压力可能因此进一步加大。2007年,人民币升值速度已有所加快,全年人民币兑美元汇率上升幅度约为6.96%,高于2006年的3.37%,其中受9月18日以来美联储三次降息的影响,人民币汇率三个多月内上升3.11%,到2008年1月16日已突破7.245关口。^[13]在人民币升值压力仍较大的情况下,国内流动性过剩问题也难以有效缓解。虽然近期美国、欧洲市场流动性不足问题仍然突出,但这主要是信用危机后的恐慌,是市场信心不足的表现,而不是资金的绝对短缺,因此产生流动性回抽效应的可能性和力度不会太大。相反当国际金融市场动荡不安时,国际资本很可能将安全性作为首要目标,从而进一步转向中国市场寻求庇护。

4. 加大中国货币政策的操作难度

当前,中国经济正处于一个高位运行的快速增长期,2007年全年经济增长有望超过11%,这也是中国经济连续第五年达到10%以上的增长速度,同时,主要受成本推动和国际传导影响,价格涨幅迅速扩大,通胀压力达到1996年以来最高。2007年中央经济工作会议提出,货币政策将从“稳健”转为“从紧”。但与此同时,人民币升值压力一直得不到有效缓解,次贷危机后美国连续降息

并可能进一步降息,使得中国通过提高利率等手段收缩货币信贷的空间明显减小,货币政策的操作难度进一步加大。

(二) 应对措施

1.密切监测国际国内经济形势。2008年美国国内经济走势存在较大的不确定性并可能对中国经济产生影响。为此,应特别加强对美国经济及其货币政策的监测,重点关注次贷危机对金融市场的影响和房地产市场走势。尽管目前来看其发展趋势对中国经济的负面影响比较有限,但风险是存在的,如果美国次贷危机进一步扩散,房地产市场急剧恶化,则对中国出口和经济增长会带来较大压力,对中国金融市场也会造成冲击。对此,应做好预案,未雨绸缪。

2.搞好宏观调控。近期应保持宏观政策的相对稳定,既不加大收缩力度,防止与美国经济急剧恶化一起对国内经济形成双重压力,也不急于放松,以免加剧国内投资过热和通胀压力。在调控手段上,由于美欧等国已适当调整了货币政策取向,对中国货币政策形成了掣肘,使得中国同时面临防止国内经济过热和防止人民币过快升值的两难局面。为此,应加强财政政策以及行政手段的应用,与货币政策互相配合、互相弥补,以更好地实现宏观调控目标。当前,可以通过财政补贴为主和限价为辅的手段,应对价格过快上涨。

3.关注国内资产泡沫风险。次贷危机引发了风险资产价格的重估。过去两年中,中国股票价格和房地产价格持续大幅上涨,本身已经积累了相当的风险。目前次贷危机的影响主要还是集中在资产支持债券,但如果次贷危机进一步恶化,导致全球范围的风险资产价格调整,中国也很难独善其身。而无论是股市还是房市,如果出现大幅调整,对中国经济金融的影响将十分巨大。对此,应保持足够的警惕。当前,在美联储降息和人民币加速升值的背景下,最重要的是要采取积极有效措施,防止资本市场和房地产市场泡沫的进一步积累。

4.积极稳妥地推进对外投资和跨国购并。中国外汇储备规模巨大,迫切需要加强对外投资。次贷危机以后,美国一些金融资产价格相对缩水,更接近合理的价格区间,为中国对外投资创造了一个很好的契机。但目前国际风险资产价格的调整仍在进行之中,许多风险可能还没有完全暴露出来。为此,应积极稳妥地推进对外投资,既要抓住机遇,又要防止为人作嫁衣,承担不必要的风险。一是要采取多种方式,除主权财富基金外,同时鼓励国内企业和银行进

行商业性投资,实现投资多元化;二是加强调研,增强谈判能力,提高投资的科学性;三是加强统一管理,防止一哄而上。

注释:

[1] Inside Mortgage Finance Publications, 2006, Mortgage Market Statistical Annual 2006, 2 vols., Bethesda, MD.

[2] 数据来源:瑞银报告。

[3] 数据来源:11月27日公布的S&P/Case Shiller National Home Price Index.

[4] "It is a Wonderful Mess", The Economist, Oct.13th 2007.

[5] 数据来源:The Consumer Crunch, Business Week, 2007 Nov.26;而《The Economist》杂志估计数值是5%-9%。

[6] 数据来源:Getting Worried Downtown, The Economist, 2007 Nov.15.

[7] IMF, World Economic Outlook, October 2007.

[8] WB, Global Economic Prospects, January 2008.

[9] 截至2007年6月底,中行投资于MBS和CDO的规模分别为89.65亿美元和6.82亿美元,工行、建行和中信银行在MBS上的投资则为12.29亿美元、10.6亿美元和300万美元左右。

[10] 中行持有的MBS和CDO分别占集团证券投资总额的3.51%和0.27%;工行持有的MBS占外汇债券资产的4.3%,占总资产的0.0012%。

[11] IMF, World Economic Outlook, October 2007; WB, Global Economic Prospects, January 2008.

[12] 中国海关统计数据。

[13] 中国人民银行公布数据及其计算结果。

(作者单位:中国进出口银行)

(上接第6页)到达难以持续的水平,那么短期国际资本的突然撤出有可能刺破中国的资产价格泡沫,资产价格的剧烈调整有可能触发金融危机以及国际收支危机。

4.对中国外汇储备及海外投资的影响

如果次贷危机导致美元大幅贬值,这将造成中国外汇储备的国际购买力严重缩水。目前中国的外汇储备已经超过1.5万亿美元,美元贬值10%-20%的存量损失是非常巨大的。这种汇率风险也会加快中国政府积极管理外汇储备的步伐。另一方面,次贷危机的爆发客观上也给了中国主权财富基金更加有利的海外投资

机会以及更为宽松的海外投资环境。次贷危机爆发后,美国金融机构由于资本匮乏急于融资,给中国主权财富基金提供了更为有利的价格谈判空间,美国政府也改变了对发展中国家主权财富基金的抵制态度。因此,次贷危机为中国进行海外主权投资提供了难得的时间之窗。

(作者单位:中国社会科学院世界经济与政治研究所)