

# 关于华尔街金融风暴的战略思考与策略建议\*

杨 健

(中国人民大学金融信息中心 北京 100872)

**摘要** 次贷危机爆发后,引发的华尔街金融风暴已经严重危及美国并向世界蔓延,这对于正在崛起中的中国也是一次严峻的考验。本文追根溯源剖析风暴成因,在对中国经济现状分析的基础上,提出关于纸币制度、外需创造、内需合理、管理缺位、监管模式、人民币崛起等方面的战略思考与策略建议。

**关键词** 金融风暴,战略思考,策略建议



杨健教授

## 1 引言

此次金融风暴重创华尔街,谁也不知道美国的金融危机何时结束。在制定宏观经济政策时,中国应当兼顾国际政治、经济利益

与金融市场,但不能过度妥协,不然的话则是对国家、对人民不负责任的态度。作为一个地区经济不平衡的发展中国家,中国首先要对国内区域经济负责,其次对亚洲经济负责,而后是对世界经济包括美国经济负责。

世界上没有绝对完美的经济体系,国家金融危机可迸发于不同经济体制的国家。过去金融危机多发生在发展中国家、欠发达国家。此次世界经济最发达的美国发生金融风

暴并波及欧洲、亚洲各国,自然引人深思。美国金融风暴的根源究竟是什么?影响有多大?时间有多久?这些都是中国在制定金融政策时必须研究的问题。

自1978年以来,中国成功地实现从计划经济体制到社会主义市场经济体制的转换、从封闭半封闭到全开放的历史转折,经济社会发展取得了举世瞩目的成就。中国近期发生了非典、雪灾、地震等重大灾难,内忧外患并没有使人们质疑中国经济的发展前景。但是,有些经济学家认为美国“流动性泛滥”与中国“产品泛滥”导致全球经济危机,这是典型的西方思维的产物。此次金融风暴是美国监管失误造成的,高速增长的中国实体经济为世界经济的稳定和发展做出了重要贡献,客观上已经延迟了美国金融危机爆发。

在全球经济一体化的今天,一国经济已不可能完全脱离世界经济体系而独立运行。在金融风暴中,中国应当是发展中国家的守护神,与利益攸关的国家以互助求生存是最佳策略。中国应当与美国与西方国家的财政

\* 收稿日期:2008年10月31日

政策和金融策略形成互动,及时调整布局与策略,才能确保中国宏观经济、金融市场和资本市场的稳定与发展。

## 2 华尔街金融风暴剖析

### 2.1 格局判断

此次的华尔街金融风暴是自上世纪 30 年代美国经济大萧条以来最严重的金融危机,使美国的经济面临衰退。

2008 年以来,美国的经济放缓和金融动荡形势正在显露其消极作用,美国股市表现得尤其明显。继贝尔斯登破产被托管后,美国房贷两巨头房利美、房地美被政府接管;随后,美国第五大投资银行雷曼兄弟破产,美林证券也被以 500 亿美元出售给美国银行,摩根斯坦利被迫向日本三菱银行出售股份;AIG、高盛、摩根士丹利等大投资银行被收购、政府接管或转为银行控股公司。华盛顿互惠银行正式倒闭,成为美国历史上倒闭的最大银行。

在危机持续深化之时,美国政府推出了高达 7 000 亿美元的救市计划。在长期财政赤字的背景下提出该计划,其后果导致来自税收的国家债务将要由几代纳税人分期偿还。今天,美国若对金融风暴的破坏性不加遏制,病毒将从资本市场感染至实体经济,引发美元大幅贬值而造成全美社会和政治动荡。

目前,次贷危机已经进入新阶段,即信用违约危机,不仅是次级债按揭抵押贷款出现问题,而是整个按揭贷款全部出现问题。据悉,2008 年 8 月份在美国 5 100 万有房贷的家庭,有 400 万家庭出现延迟 30 天不付贷款的情况,违约率达到 9%,达到美国有史以来家庭违约率的最高点。

目前,美国央行可以给银行间与金融机构间注入大量流动性资金,可能暂时缓解股市危机。如果美国房市继续下跌,2009 年美

国家违约率与信用卡违约率将大幅度上升。届时信用危机将是央行货币政策无法解决的问题。

根据国际清算银行给出的数据(BIS Quarterly Review, September 2008),次贷危机爆发后,全球金融机构已减记资产 5 030 亿美元。美国纽约大学斯特恩商学院的教授 Roubini 则估计次级贷款所形成的最终损失总额约在 1 万亿—2 万亿美元之间。

从政治、经济、科技与军事等综合国力测算,美国依旧是世界上最强大的国家。美国通过出售黄金储备、出售不动产、开采自然资源、出让科技专利、贩卖军火等措施,有能力对全世界经济负更多的责任。金融风暴暂时不会动摇美国经济的基石,但是,美国仅仅通过“美元地位、知识产权、石油垄断”控制世界经济体系的时代已经过去。

### 2.2 追根溯源

透视正在演绎的金融风暴,不禁使人联想起美国曾发生过的几场席卷全球的经济危机。

1925 年,英国重回金本位制(以黄金为本位币的货币制度),为了支撑高估的金本位,英、法、德的央行行长几度拜访当时的新兴市场国家——美国,迫使其降息,以使国际资本回流欧洲,从而使美国资产泡沫急剧膨胀,最终酿成 1929 年大崩溃。这次经济危机很快从美国蔓延到其他工业化国家。而后引发了第二次世界大战以及全世界长达 10 余年的经济衰退。

1973—1975 年,以美元为中心的布雷顿森林体系瓦解,外贸赤字和预算赤字不断上升。股市的高收益性,吸引了大量的国际游资及私人资本源源不断地流向股市。1987 年美国股灾发生后,美国政府采取加大流动性等积极措施救市。

20 世纪 90 年代,“新经济”的童话故事



中国科学院

吸引了全世界的资本汇聚美国股市。从2000年下半年起,随着纳斯达克股市突然暴跌,从而引起了传统经济产业的相继大幅度恐慌性大跳水。

互联网泡沫后,美联储没有加强金融监管,放任金融衍生品泛滥。对信用状况不佳的贷款人,美联储没有推行更严格的抵押贷款标准。此外,美联储未能预计到高危买房者给银行制造的风险敞口,次贷衍生品最终导致了华尔街金融风暴。

自冷战结束后,货币权力日趋分散,金融市场发展更是如火如荼。追根溯源,美国金融危机与经济衰退的主要成因如下:

(1)脱离金本位的纸币制度。货币一直都是美国为谋求国家利益而对别国实施货币强权与经济控制的战略工具。1944年签订的《布雷顿森林协定》,确立了美元作为全球储备货币的地位。而美联储却不是一家对世界经济负责任的、不受政治权力或利益团体影响的、独立公正的货币发行机构。自1971年彻底告别国际金汇兑本位制之后,为了美国在全球的经济与政治地位,美国利用其世界货币的地位,随意掠夺他国利益。因此,纸币制度导致了国与国之间财富不正常、不公平的再分配。

(2)美国贸易逆差和财政赤字使世界经济不平衡。美国是世界上消费最高和浪费最大的国家,也是政府支出最大的国家。当发展中国家制造商品、消耗资源和出卖劳动时,美国只需垄断石油、发行美元、提供服务与技术创新就可以维持美国人的高消费与政府的高支出。美国的贸易逆差和财政赤字,一直被经济学家称之为全球经济不平衡问题,而不是不公平问题。

(3)美国持续多年的穷兵黩武使国力受损。海湾战争后,美国与阿拉伯世界的冲突一直不断。在“911”事件后,美国为对付基地

组织,发动了伊拉克战争,并企图使用武力解决伊朗和朝鲜问题。最近,俄罗斯正在使用美国对付前苏联的手段来“还治其人之身”,武力威胁直至美国后院。常年军备使美国耗费大量财力,美国军事扩张战略也是加速其经济衰退的原因。

(4)欧元体系引发美元失去交换媒介的货币功能。欧洲经济发达国家早就意识到美国大规模释放流动性,加剧了全球通胀。因此,德国、法国等经济强国不惜牺牲局部利益,2002年终于推出了欧洲统一货币。欧元流通后,迅速成为国际贸易中的结算货币以及非常有吸引力的储备货币,这对美元的货币统治地位直接构成挑战。众所周知,价值尺度、交换媒介、储藏手段是货币的古典定义。脱离金本位后没有任何内在价值的美元纸币,既无法度量其它商品的价值,也不可以作为储藏手段,只是等价于交换媒介。失去交换媒介意义的美元在欧洲如同废纸,因此庞大的欧元体系是美元加速贬值的诱因。

(5)利益驱动下“以毒攻毒”的美国救市模式。华尔街操作动机以美国利益为核心,其思维哲学以“还原论”为基础,对局部问题采用局部处理的模式。每逢经济衰退或经济危机,美国政府透支国家信用,向市场注入流动性,其后果是美元泛滥,造成资产价格泡沫。

### 3 战略思考与策略建议

华尔街金融风暴引起了世界的金融动荡,让世界经济走向低迷。中国对华尔街金融风暴表现出相当关注和重视的态度。面对这场风暴,中国处于进退两难的境地:若反对政府救市,金融机构纷纷倒闭,可能引发经济衰退;若支持美国政府救市,则财政赤字扩大后,可能导致美国再滥印货币,造成通货膨胀及纸币贬值,美国债券必然贬值。一旦美国救市失败,从此陷入大萧条之

中,则对世界和中国经济造成的损失会更大。

### 3.1 中国经济现状分析

我国经济正迅速崛起,但与其它世界大国的崛起过程相比,我国的国际环境可能是最恶劣的,这从地理环境、国际战略力量对比以及社会制度、意识形态差异等方面都可以看出来。但从此次华尔街金融风暴对中国经济影响的情况看,制约我国经济发展的两大障碍是管理缺位和思维误区。通过对金融危机的审视和检讨,如何应对此次风暴是一件事关国家兴衰、经济利益和人民福祉的大事。而中国究竟应当“独善其身”还是“兼济天下”,首先应当清点自己手中的五大筹码:

(1)相对稳定的经济基础。30年来,国内生产总值年均增长9.7%,对外贸易年均增长17.4%,目前分别上升到世界第四位和第三位,人民生活总体实现了小康。根据央行数据,中国储蓄达45万亿元人民币,其中20万亿是居民储蓄,相当于国家3年的财政收入。

(2)制造业已经具备一定规模。自20世纪90年代以来,以制造业为主的中国经济得到了长足发展,在全球制造业中比重大约达到13%。“中国制造”以其价廉物美畅销世界,“世界工厂”的名誉非中国莫属。根据华盛顿经济咨询机构Global Insight预测,中国在全球制造业输出中所占比例将达到17%,而美国将从2007年的20%下滑至2009年的16%,中国将于2009年超越美国而成为全球最大制造中心。

(3)具有知识与技能的劳动力。中国改革30年的经济奇迹得益于国家普及教育与充沛的人力资源。据中国社科院人口与劳动经济研究所统计,劳动力对中国经济增长的贡献率为26.8%。也就是说,仅仅人口红利对经济增长的贡献率就达1/4强。

(4)农村改革发展政策使土地资产初具流动性。中国具有丰富的土地资源,十七届三中全会通过了关于推进农村改革发展的决定,其中一项主要内容就是关于农村土地制度的改革。新一轮土地改革将允许土地经营权流转,增加了土地资产的价值,从宏观角度看,土地经营权增值的直接结果是提升经济体价值。

(5)债券市场尚具潜力,财政政策具有操作空间。中国国债发行规模尚有空间,实施积极财政政策的回旋余地非常大。目前处在利率下行期间,物价涨幅稳步回落,给政府发行国债创造了一个好时机。在全球经济衰退中,集社会财富于国家重大建设项目,既可以为民众保值增值,又可以提升政府抗击金融风险的能力。

相比之下,国民经济继续朝着宏观调控预期方向发展,中国经济基本面良好。但是,面临着一些更深层次、更复杂的问题:

(1)货币政策的操作空间有限。在金融风暴中,人民币升值已成为必然趋势,而中国外汇储备中的美元部分,无疑将受到美元贬值影响。此外,由于美国等发达国家连续降息,迫使中国压缩货币政策的操作空间。如果中国继续采取紧缩货币政策,则将增大人民币升值的压力,加速国际资本流入中国。

(2)流动性急剧下降的外汇储备。众所周知,外汇储备投资原则是安全第一,稳健至上,比重分散,结构多元。中国投入美国“两房”的金额高达3763亿美元,而南亚大国印度对美国“两房”债券持有量在2300万美元左右,相比之下资产配置水平之低下令人汗颜!另外,还拥有5000多亿美国国债,两者之和超过9000亿美元,因此中国1.8万亿美元外汇储备的流动性已经丧失了一半。除欧元、英镑、日元等外汇储备外,美



中国科学院



元外汇储备的流动性已经急剧下降。没有人可以预测美元贬值空间与金融危机将持续多久,对中国外汇储备的盲目乐观将导致国家战略失误。

(3)可持续经济发展的多重瓶颈。占世界 1/5 人口的中国是加工大国,而非制造大国,更非制造强国,人均国民生产总值排在世界 100 位之后。中国制造业正在走西方发达国家昔日“高能耗、低产出、先污染、后治理”的道路。此外,中国的石油能源、金属矿产、非金属矿产、耕地面积、水资源等更是非常匮乏。因此,为了解决产业结构的升级换代与自然资源的匮乏等瓶颈问题,中国需要通过政治、经济、军事、外交等途径寻求长期稳定的、更加广泛的国际合作。

(4)保障就业、经济增长与通货膨胀的动态均衡。目前,中国的城镇实际失业率在 10% 以上,如果没有农村的缓冲作用,还会更高。如果货币政策的目标是提高就业和保证增长,则通货膨胀不可避免。考察中国结构性价格上升的原因,不是由于总需求过高所导致的,更不是由于货币发行过多所导致的。其中,一部分是外部输入造成的,如能源等大宗商品的价格上涨;另一部分是特定商品的供应不足所导致的,如猪肉等农产品。

### 3.2 战略思考与策略建议

现代的国家安全理念,已不再局限于国家主权、领土完整,更不局限于科技实力与综合国力,而是知识资本与金融资本之间的动态博弈。金融风暴为中国赢得和平发展的国际空间,打破美国全球扩张尤其是遏制中国战略的整体部署;金融风暴为中国赢得了时间,我们可以集中精力加快结构调整,解决国内核心问题。

(1)慈善始于家,拯救迷失的中国股票市场。中产阶级历来是社会稳定的基础,改革开放 30 年的成就使中国拥有了“小康”的

中产阶级,而股市低迷中损失最重的恰恰是他们。国有资产、私有资产与公有资产是三个截然不同的概念,国有企业上市是“公有化”而非“私有化”,更非国有资产流失。建议重新策划股改方案,以配股或送股的形式彻底解决大小非问题。此外,建议国有股所有权移交全国社保基金管理暂时退出流通,国资委继续监管与考核,此项策略对全体公民都是重大利好。

(2)积极创造外需,有条件地向发展中国家注入以人民币为基准的流动性。在全球经济放缓的大背景下,我国制造业的外部需求将有所减弱。在世界经济萧条之际,各国政府为了维护本国利益,必然实施贸易保护的措施和手段。由于政治、法律、道德与价值观的差异,中国出口必将遭遇更多的困难。中国制造业必须寻找出口,必须实现升级,建议对拥有战略资源的发展中国家,通过灵活的外交策略与经济合作,以人民币为基础提供定向的贷款项目或产品与服务,这样既可以创造外需,又可以帮助其渡过难关。

(3)逐步扩大多层次内需,而非仅限基础设施。大规模的基础设施投资,可能为国企垄断与政府官员寻租创造机会,不可能有效地拉动内需。关于凯恩斯经济理论失败有前车之鉴,日本 20 世纪 80 年代末期泡沫破灭时,宫泽首相信奉凯恩斯的经济理论,效仿美国罗斯福总统扩大财政支出于基础设施企图拉动内需,结果导致政府发行“赤字债”,央行则一再增印钞票,银行体系因执行零利率一度失去放款能力。建议通过股权质押注资于中小型高科技企业,扩大社会保障体系范围,投资农村基础设施与职业教育等“普惠性”投资,调整经济增长方式,减少对出口的依赖。

(4)实施资产归属国籍管理,防止隐形资产流失。中华人民共和国及其公民的资

产,在金融风暴中会不会加剧流失是拷问国家精英的标尺。无论其种族,每个国家在国外公民试图染指本国资产时都会有所动作。例如,新闻集团董事长默多克想购买美国电视台,1985年被迫放弃了澳大利亚国籍加入美国籍,从而规避了美国法律障碍,其结果是默多克旗下的资产一夜之间属于美国。建议在此非常时期,对拥有巨额资产的中国公民移居外国的状况应当有所监控与掌握。

(5)暂缓引入境外战略投资者,限制国外虚拟资产与中国实体资产置换。中国金融开放程度之高,引入境外战略投资者之众,在发展中国家中实属罕见。金融风暴使货币价值发生剧烈波动,各国资本管制将更加严格,与吸引国外战略投资者相比,适当吸引国外精英来华工作更佳。在金融风暴过后,成败的标志是最终大规模收购其他国家的优质资产,而不是大规模出售自己的优质资产。

(6)提高中国评估机构的国际地位,保持话语权。由于评级失准与不负责任等原因,国际著名信用评级公司穆迪、标准普尔、惠誉等受到了广泛的批评。信用评级标准不仅意味着在金融界的话语权,而且蕴涵着资产定价权。多年来,境外评级机构恶评中国公司,导致中国资产缩水、国家利益受损。2003年标准普尔竟然宣布维持其对中国主权信用评级10年不变的BBB级,即“适宜投资”的最低限,同时宣布,除国家开发银行和中国进出口银行两家政策性银行以外,其余的13家商业银行都不具备投资价值。因此,建议对境外评级机构抢滩中国市场、排挤国内评级机构的行为必须制止。

(7)收购境外科技类资产,提升科技产品竞争力。根据飞鹅模型(Flying Geese),与日本、韩国、新加坡、马来西亚相比,我国出口的电子产品因科技含量低和品牌劣势而

处于很低的价位,若时机选择得当,低价收购一批国外科技类制造业资产,提升我国出口产品科技含量或品牌知名度,使中国产品的价位有所提升。建议通过收购生物科技、信息科技等生产技术以及西方发达国家向中国禁运的高科技产品,而不是购买美国国债或不动产作为向美国注入流动性的合作模式。中国政府应当支持国内国有与民营企业通过对外收购、兼并等渠道实施中国制造业的全球化布局。

(8)鼓励金融创新业务,促进金融科技发展。两百年来,科学技术与金融业务的深度融合,在美国华尔街汇集了无数精英并创造出巨额财富。对于房地产、股票、期货、期权等衍生产品应该因势利导,发挥其在金融创新中的作用。目前国外银行非利息收入达到50%以上,而中国银行则为20%左右,在金融工程方面差距之大可见一斑。反观中国历来将文科、理科、工科划分得过于清晰,而处于交叉地带的金融、财政、会计等学科均被划分在文科的范畴,不重视科学理论、模型、方法和工具在经济、管理与金融方面的应用,这种状况必须设法改变。

(9)加快完成从机构性监管向功能性监管的转换。目前我国仍处在体制转型期,适应国际形势的国家金融体系尚未成型。我国机构性分业监管由来已久,因此人民银行、国家外汇管理局、财政部、税务总局、证监会、银监会、保监会等金融监管机构的数据无法分享、决策相互掣肘、政令不一致和管理结合部缺位一直是难以走出的监管困境。在混业经营的国际浪潮下,由于衍生产品的监管界定容易产生歧义,功能性监管更加符合监管工作的需要。

(10)人民币应当崛起,参与国际货币权力的角逐。事实证明,具有国际货币地位的债务国与没有国际货币地位的债权国相比,



中国科学院

前者比后者具有更大的操作空间。在 1997 年亚洲金融危机和当前的华尔街金融风暴中,中国政府的能力与风范赢得了亚洲国家的尊重与信任,人民币的国际地位大幅度提升。值此千载难逢的机遇,中国政府应当以人民币为基准提供流动性,逐步使人民币成为全世界主要的储备货币与结算货币。

#### 4 结束语

在世界经济一体化的今天,面对华尔街金融风暴,如果救市失败,美国将陷入经济大萧条,证券市场发生崩盘、房地产价格猛跌、本国货币大幅度贬值、巨额外汇资产逃逸、银行出现疯狂挤兑、大型企业债务危机、大批金融机构和银行倒闭等等。美国金融风险可能引发连锁反应,其后果有可能导致国家经济发展停滞、诱发经济危机、甚至陷入社会动荡、政治风波乃至局部战争。

作为和谐社会的倡导者,中国希望世界

各国团结一致来共渡难关。中国在这场金融风暴中受到的影响是巨大的,我们希望中国的长期发展不因世界经济衰退而受到影响。作为负责任的国家,中国不断地推出利好政策与措施,试图稳定世界金融及经济秩序。

任何金融危机,必将导致金融秩序的重重新确立与对世界利益的再分配。从各国的反应判断,为了解决各国货币与美元的可自由兑换所带来的流动性,与美元脱钩将是国际趋势。此次华尔街金融风暴不仅使国际格局发生变化,而且必将为中国的全球化战略提供更多的机遇。

#### 主要参考文献

- 1 杨健. 关于国家金融风险防范体系的思考. 宏观经济研究, 2002.7(6):40-45.
- 2 杨健. 对金融安全问题的几点思考及建议. 内参选编, 2006.9(37):15-19.

### Strategic Considerations on Wall Street Finance Storm and Tactical Suggestions

Yang Jian

(Finance Information Center of Renmin University of China 100872 Beijing)

Following sub-prime mortgage loan crisis, financial crisis storm is currently has been damaging not only seriously endangering not only the USA but also spreading to the rest of world. It is also a severe test for China in rising. In his This paper we traces d the cause of this financial storm in Wall Street, and proposes d strategic thinking considerations and tactic suggestions on and policy suggestions upon monetary system, external demanded creation, rational domestic demanded rationality, management missing, monitoring and management modes, role missing, monitoring pattern, and up rising of RMB.

**Keywords** finance storm, strategic considerations, tactical suggestions

**杨 健** 中国人民大学金融信息中心主任, 中国人民大学公共管理学院 MPA 核心课程首席教授、博士生导师。管理科学/运筹学博士(英国兰卡斯特大学)。兼《投资与证券》杂志主编, 劳动与社会保障部企业年金管理机构评审专家, 英国运筹学 JORS 国际顾问。主要从事运筹学/管理科学、金融数学和信息技术等方面的研究。主持国家“863”项目、科技部中小型科技企业创新基金项目、证监会投资者保护基金项目、福特基金项目及北京市社科联等科研项目数十项, 著作有《经济数学模型化过程研究》、《相信自己的虚妄——解析乔治·索罗斯的反经济学理念及社会历史价值观》、《证券投资基金指南——运作模式、绩效评估与风险管理》等。E-mail: yangjian@mparuc.edu.cn