

全球金融危机对欧洲经济的影响

孙 杰

内容提要:不论是从金融危机前后银行同业拆借市场的利率波动还是从在工薪收入缓慢增长时的消费萎缩看,造成欧洲经济衰退的主要因素似乎都应该是心理上的冲击。周期性下降的投资和由于美国经济减速造成的出口下降只是加重了危机的程度。由于英国房地产泡沫很严重,因此危机给英国造成的冲击更大。从欧元区银行主要资产和负债的情况看,银行信贷紧缩不会非常严重,银行对公司部门和居民的贷款增速也并没有下降。美国投资银行的去杠杆化和向银行持股公司的转变从另一个方面证明了欧洲全能银行制度在稳定金融体系方面的优势。欧洲经济在全球金融危机中表现出来的这些特点决定了他们的救市措施将以宏观经济刺激为主,并且最先提出了改革国际金融体系这样的长期行动倡议。

关键词:金融危机 欧洲经济 影响

目前,由美国次贷危机引发的全球性金融危机已经对欧洲经济增长产生了很大的影响。随着世界经济衰退的加剧,这种影响可能还会进一步扩大。在美国次贷危机爆发初期,也许是受到学术界一度流行的脱钩论(Decoupling)^①的影响,欧洲在是否应该采取相应对策的问题上也一度产生过犹豫。但是严峻的

^① 脱钩论认为在欧美日等发达国家的经济出现衰退的时候,新兴市场国家有可能继续维持经济增长,甚至有助于发达国家摆脱衰退。有关脱钩论的争论可以参见:“The Decoupling Debate”, *The Economist*, March 6, 2008。

经济形势使欧洲各国迅速改变了态度。^① 本文首先研究了危机爆发时对欧洲金融市场的冲击,然后通过对美国和欧洲在宏观经济形势和金融结构方面的不同特点的分析,来阐释这次危机对欧洲的影响,分析欧洲在面临此次全球性金融危机中应对政策逐渐演化的内在逻辑。本文将重点探讨如下几个问题:美国的金融危机是通过什么渠道影响欧洲经济的? 欧洲经济,特别是欧洲金融市场和实体经济在受到影响后发生了哪些变化? 这些变化最终将对欧洲经济增长产生什么样的影响?

一 美国次贷危机为什么能造成全球性金融危机

从经济学的角度来看,此次全球百年不遇的金融危机的爆发实在有些令人匪夷所思:在 GDP 总量达到 14 万亿美元的超级大国出现 1.2 万亿美元的次级住房抵押贷款最终酿成了全球百年不遇的金融危机,而美国为此通过的 7000 亿的救援计划却没有能够平息金融市场的波动。即使是按照 30% 的次贷违约率来计算,美国 7000 亿美元的救助计划也足以核销全部违约次贷,从源头上根本消除次贷危机。那么,美国的次贷危机是如何造成全球性金融危机的呢?

从理论上说,最终承担美国住房抵押贷款破产风险的房利美和房地美应该是次贷危机损失的最终承担者,因此他们在 2008 年 7 月的危机应该标志着次贷危机的顶点。但是,恰恰是在房利美和房地美被政府接管之后,美国次贷危机却开始演变为全球金融危机。雷曼兄弟公司的倒闭更成了国际金融危机的一个标志性事件。尽管此前美国第五大投行贝尔斯登由于投资次贷相关金融产品的损失而被收购,已经显现出次贷背后的衍生产品市场危机对全球金融市场的影响,但是作为华尔街巨头的雷曼兄弟公司轰然倒闭还是足以让市场震惊。此后,在 AIG 危机中暴露出来的总额达 62 亿美元的信用违约互换市场让人们看到了与

^① 最明显的表现就是在 2008 年 9 月美国金融市场出现大动荡之后,市场就普遍预期,为了解决危机中的流动性问题、维持金融体系的正常运转,世界主要经济体将暂时放弃反通货膨胀的目标,在全球范围内出现降息。但是在此后的一段时间内,欧洲央行却依然强调通货膨胀的威胁而暂不降息。在 10 月 4 日召开的法、德、英、意四国小型峰会上,作为欧盟轮值主席国的法国就有效效仿美国,在欧盟设立一个统一的救市基金,但却遭到德国反对而作罢。但是很快当德国银行界披露出巨额的投资损失以后,德国就立即改变了态度。12 日,欧元区成员国在首次欧元区峰会上通过行动计划,各成员国政府第二天就以此为基础公布了各自的大规模救市方案。随后,欧盟 27 国在原则上也采纳了欧元区的救市计划。欧洲的救市措施核心有两项:一是由各国政府为金融机构的债务提供担保;二是政府以购买优先股的方式向金融机构直接注资。

次贷相关的金融衍生产品市场危机的巨大威胁。^①显然,这种影响肯定不会止于贝尔斯登、不会止于雷曼,同样不会止于 AIG 和美林。考虑到 2007 年全球 GDP 总量只有 54 万亿,市值高达 62 万亿的信用违约互换产品市场的稳定无疑是威胁世界经济增长的一个金融黑洞。^②过度发达的金融市场、过于泛滥的金融产品、过于激进的金融创新、过于滞后的金融监管、不透明的市场信息、在金融全球化和自由化的条件下漠视风险、过度投机等一系列因素最终酿成了金融危机。旨在分散风险的金融创新在危机到来的时候不仅没有发挥预期的作用,反而推波助澜。如果说在 1997 - 1998 年的金融危机中受害者主要是对冲基金和私募基金,那么这次美国次贷危机的冲击已经从对冲基金和投资银行扩展到主流商业银行,进而威胁到实体经济,并迅速扩展到世界主要经济体。

尽管从数据上看,次贷危机在 2007 年初现端倪以后,美国的次贷发放额就已经迅速下降,大体回落到了次贷发放高峰前的水平。考虑到调息次贷违约一般发生在贷款两年以后,而 2004 - 2006 年是美国次贷发放的高峰期,因此可以预计在 2009 年下半年,美国次贷本身的危机将逐渐得到缓解。^③但是,即使美国次贷危机的高峰即将过去,世界经济形势在经受全球金融危机的严重冲击以后,形势依然非常严峻。

一个值得注意的问题是,在这次金融危机中,造成美国投资银行接连破产的一个重要原因是资本金比例过低,或者说金融机构的财务杠杆比例太高。从传统公司财务分析的角度看,财务杠杆过高可以提高股东收益率,但是同时也会提高破产成本。华尔街五大投资银行全部被纳入商业银行系统意味着:投资银行传统 30 倍左右的高财务杠杆运作将被传统商业银行的 12 倍财务杠杆取代。在这个“去杠杆化”的过程中,金融机构会大规模出售金融资产以提高资本金比率。这会导致资产价格下降和财富缩水,造成金融机构的财务状况进一步恶化,银行信贷紧缩。企业和消费者也会由于失去融资支持导致投资与消费支出减少,实体经济下滑。因此,在“去杠杆化”结束之前,金融市场很难恢复正常,实

① 从国际互换交易和衍生品市场协会网站公布的数据看,信用违约互换产品从 2001 年出现以后,其市场价值几乎每年翻一倍。到 2007 年下半年达到 62 万亿的顶峰之后,在 2008 年上半年回落到 54 万亿的水平。

② 问题的严重性可能还不仅于此。从国际互换交易和衍生品市场协会网站公布的数据看,在全球金融市场上,还有总额高达 464 万亿的利率互换和货币互换产品。鉴于 62 万亿信用违约互换市场动荡对国际金融市场就造成了如此巨大的冲击,在随后出现的国际金融市场动荡中,利率互换和货币互换产品一旦爆发危机,其影响足以让人不寒而栗。

③ 有关观点可以参考李云林:“关于次贷危机严重性的实证判断”,《中国债券》2009 年第 2 期。

体经济也难以稳定和复苏。“去杠杆化”本来是要促进金融体系的稳定,但是在这个过程中却给金融市场带来了更大的动荡。

在美国,2008 年 11 月的联邦基金利率已经下调至 0.25%,第三季度调整的 GDP 年度增长率为 -0.5%,表明美国经济形势的严峻程度是历史罕见的。在日本,对外贸易出现了 1980 年以来首次连续两个月出现逆差的情况。在欧元区,GDP 环比增长连续两个季度为 -0.2%,陷入 15 年来的首次衰退。在 2008 年第二季度,英国经济增长已出现停滞,第三季度 GDP 环比下降 0.6%,成为次贷危机以来第一个进入衰退的主要发达经济体。

毫无疑问,全球金融危机已经使世界主要经济体出现了严重衰退的迹象。我们的问题是,这种衰退对欧洲产生了什么样的影响?又应该如何理解欧洲的危机应对政策?

二 欧洲金融市场对危机的反应

在 2007 年初美国刚一出现次贷危机的苗头,金融市场的恐慌立即对欧洲市场产生了影响。由于预期是金融市场定价机制的一个关键因素,金融市场的国际传导无疑是所有市场中最快的。在金融创新、金融全球化和金融自由化高度发达的今天,危机在全球范围内的传播速度更进一步加快了。因此,美国次贷危机在金融市场上引起的最初反应自然也会受到欧洲央行的注意。在美国新世纪金融公司提出破产申请以后,德国工业银行、法国的第一大银行巴黎银行、兴业银行以及瑞联银行等不少素以经营稳定著称的欧洲著名银行都宣布由于参与了美国房地产次级抵押贷款相关证券的投资而遭到巨大损失。这种信息的发布无疑直接加剧了欧洲金融市场上的悲观预期。而在这个阶段欧洲遭受美国次贷危机的一个标志性事件是英国北岩银行遭到挤兑。在这个过程中政府的处理办法对此后欧元区甚至全球应对金融危机的政策都产生了深远影响。

在美国次贷危机爆发前,英国房地产市场由于泡沫更大也进入了深度调整。违约率的上升给银行房贷业务带来了较大的负面影响。业务重心已经向房地产

贷款市场倾斜的北岩银行成为受影响最大的英国金融机构。^①然而更重要的是,与大多数银行依靠储户存款作为资金来源的做法不同,北岩银行主要通过通过在银行同业拆借市场上向其他银行借入资金和向投资者出售抵押贷款证券来融资。美国次贷危机爆发后,许多金融机构由于投资于美国的次贷相关金融产品而遭受损失,出现流动性困难,纷纷提前收回贷款或提高贷款的标准,这就导致了全球金融市场流动性趋紧。此后,尽管主要发达国家的中央银行联手向市场注入了大量的流动性,也未能有效遏制金融市场上流动性枯竭的态势。此时,北岩银行的过重依赖于证券化与银行同业拆借的融资模式不仅出现融资成本上升的问题,而且抵押贷款证券的销售和在银行同业拆借市场上的融资都出现了问题。北岩银行的信用评级不断下降,股票价格迅速下跌。2007年8月,北岩银行开始就流动性危机问题与英格兰银行讨论应对方案。英国财政部宣布英格兰银行作为最后贷款人将向北岩银行提供紧急资金援助,以帮助其克服暂时性的流动性困难。这等于向公众证明了北岩银行的问题,由此加剧了此前已经出现的银行挤兑。最后,英国财政部再次发布公告,承诺政府将对所有存款提高担保之后才最终稳定了局面。

美国次贷危机引发了英国银行史上100多年来首次出现的银行挤兑给欧洲乃至世界金融市场造成的心理冲击是巨大的。这种冲击所产生的影响包括:(1)使人们看到了美国次贷危机对全球金融市场产生的严重影响;(2)金融机构存在潜在的严重问题,金融监管明显缺位;(3)政府干预,特别是政府的直接介入,对于金融市场的稳定是至关重要的因素;(4)再次证明了在金融危机过程中最典型和最直接的表现就是金融市场的流动性枯竭。

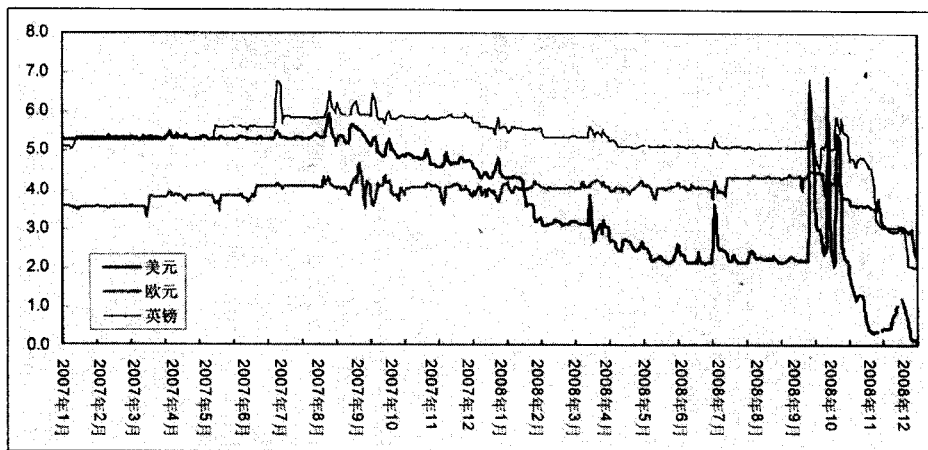
纵观战后的历次金融危机,流动性问题始终是金融危机中的一个标志性现象。戴蒙德(Douglas W. Diamond)和拉岩(Raghuram G. Rajan)最早研究了银行危机和流动性枯竭问题,^②指出在1997年的亚洲金融危机中后者对前者的影

^① 英国北岩银行的前身是1865年成立的岩石住房协会,1965年又吸收1850年成立的北部郡永久住房协会,更名为北岩住房协会。1997年10月又根据《1983年英国银行法》申请改制为银行,成为在伦敦股票交易所公开上市的有限责任公司。此后,北岩银行发展迅猛,10年间资产规模增长7倍,不仅成为英国第五大抵押贷款人,2007年上半年新增抵押贷款额排名英国第一,而且资本充足率远远高于巴塞尔II的标准,在英国抵押贷款市场中具有重要的影响力。

^② Douglas W. Diamond and Raghuram G. Rajan: "Liquidity Shortages and Banking Crises", NBER Working Paper No. 10071, 2003.

响。博多(Michael D. Bordo)则对当前美国金融危机中的流动性问题做了分析。^①在次贷危机造成损失前景不明的情况下,特别是当出现类似雷曼兄弟公司破产这样极具市场冲击力的事件的时候,各家银行自然尽量增加资产减记预提(对美国来说则是要准备足够的现金来应对破产赎回或支付担保),收紧信贷,从而导致银行间短期同业拆解利率大涨。同业拆借利率的提高不仅导致资金筹集的成本大增,而银行大量囤积现金和收缩信贷的行为最终又使各国实体经济无法获得正常运转的融资,从而导致经济衰退。人们一般认为,由于欧洲的金融结构是以银行为主,流动性枯竭对实体经济的打击比美国更大。

图1 美元、欧元和英镑在伦敦银行同业拆借市场上的隔夜拆借利率



资料来源:根据英国银行家协会网站数据整理。

从图1中我们可以发现,随着北岩银行挤兑事件的演变和发展,从英镑在伦敦银行同业拆借市场上隔夜拆借利率的波动情况看,英国金融市场上流动性枯竭的情况得到了明显的反应,并且在2007年7月到10月间出现了几次反复。而在此前的几个月中,英镑在伦敦银行同业拆借市场上隔夜拆借利率就已经出现了逐渐抬高的趋势。而在北岩银行挤兑事件得到控制以后,利率水平才趋于稳定,并在此后随着美国逐渐放松银根,不断向市场注入流动性,美元隔夜拆借

^① Michael D. Bordo: "An Historical Perspective on Crisis of 2007 - 2008", NBER Working Paper 14569, 2008.

利率不断下降,流动性危机逐渐缓解的情况下,英镑的隔夜拆借利率才有所下降,但是整体幅度依然不明显,说明次贷危机和北岩银行挤兑事件的冲击对英国金融市场流动性及其金融机构资产负债管理信心的影响要比美国还要严重一些。这种情况也在另一方面说明,英国政府在次贷危机初期采取的应对政策力度远远不及美国及时有效。

从美国次贷危机的影响来看,英国与欧元区国家也表现出明显的差距。在2007年8月,当美国最大的抵押贷款公司(Countrywide)面临破产、作为美国第十大抵押贷款机构的美国住房抵押贷款投资公司正式向法院申请破产保护、评级公司下调了一千多只按揭贷款抵押债权的评级以及雷曼兄弟公司关闭了抵押贷款子公司等一系列事件导致市场出现恐慌的时候,欧元在伦敦银行同业拆借市场上隔夜拆借利率的波动并不显著,而英镑在伦敦银行同业拆借市场上的隔夜拆借利率却随美元在伦敦银行同业拆借市场上隔夜拆借利率出现了同步波动。在2007年9-10月,当近在咫尺的英国北岩银行出现的挤兑事件达到高峰时,欧元区金融市场的流动性也出现了一定程度的危机。在2008年3月美国贝尔斯登出现危机被收购,7月美国房利美和房地美被政府接管,美国金融市场反映强烈的时候,英国和欧元区的金融市场仅仅做出了象征性的反应。但是在2008年9-10月间,当美国金融市场由于雷曼兄弟公司的倒闭而做出极其强烈的反应时,英国的金融市场也同步出现了剧烈的波动。^①然而令人惊异的是,欧元区的金融市场依然是仅仅做出了象征性的反应,并没有在短期货币市场上表现出明显的流动性危机和信心崩溃的现象。

美国从2007年8月以后开始了降息周期,导致美元资产在短期市场上的利率水平逐渐下降,欧元资产在短期市场上的利率水平却几乎没有发生变化。甚至我们看到,由于欧洲中央银行依然坚持反通货膨胀的货币政策目标,在美国短期市场利率水平逐渐走低的同时,欧元资产的短期利率水平还出现了微弱上升的趋势。在此期间,英国的短期市场利率水平则表现出有限的下降趋势。但是在雷曼破产以后,美联储、欧洲中央银行和英格兰银行之间明显加强了多层次的政策协调力度,三种货币的短期市场利率水平同步出现了明显的下降。美元的短期市场利率水平最低接近了零,而英镑的短期市场利率水平出现了更大的变

① 从英国北岩银行的挤兑和美国数次金融机构危机中政府的对策看,如果说当金融市场出现危机以后,只要政府下决心救援,一般就可以很快稳定局势。在这个意义上,让雷曼兄弟公司倒闭而给市场信心造成重大伤害的做法可能是值得反思的。

化,从 2008 年 11 月开始一改此前始终明显高于欧元区的短期市场利率水平的格局。

至此我们可以发现,在迄今为止的全球金融危机的演变过程中,如果仅从反映金融市场信心和作为金融危机标志性表现的市场流动性和短期市场利率水平的情况看,欧元区国家在美国金融机构出现的数次危机中的表现相对独立,但是受英国北岩银行挤兑事件的影响则要明显一些。与欧元区对美国相对独立的情况相比,英国与美国却表现出更显著的联动性。这种差异可能也反映了美联储、欧洲中央银行和英格兰银行之间的政策力度的差异。直到雷曼兄弟公司破产以后,美元、欧元和英镑在短期市场上利率走势的趋同反映了他们之间在宏观政策协调程度上的提高。

总之,从危机期间短期银行同业拆借市场的利率波动看,市场对欧元区金融体系稳定的信心要强于对英美金融体系稳定的信心。

三 欧洲和美国的宏观经济和政策差异

英国与欧元区国家的金融市场在金融危机中表现出来的不同特点主要可以归结为三个因素:宏观经济形势、政府调控力度以及金融结构。

从表 1 和表 2 的宏观经济季度数据中我们可以看出,在 2008 年第二季度美国次贷危机的影响急剧恶化以前,英国经济与欧元区经济尽管都处于增长状态,但是欧元区的经济增长相比英国明显要更强劲一些。

表 1 英国主要宏观经济指标(单位:%)

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3
GDP 增长率(年率)	1.4	1.7	1.4	0.9	1.6	0.4	0.3
GDP 增长率(环比)	0.9	0.8	0.8	0.5	0.3	0.0	-0.6
居民消费	2.6	2.3	3.4	3.6	3.6	2.5	1.1
NPI 消费	4.3	3.2	2.7	3.7	5.0	6.4	6.8
政府支出	1.5	2.2	1.8	1.6	2.1	2.1	2.7
固定资产形成	10.6	9.5	7.3	5.3	-1.2	-0.9	-7.7
出口	-10.4	-11.7	3.3	2.5	2.9	1.9	-0.3
进口	-6.7	-9.2	5.0	4.7	3.4	3.1	-1.2

资料来源:“UK Statistics Authority”和“Bank of England”网站。

从支持经济增长的具体因素来看,表1显示了维持英国经济增长的主要因素是国内消费(居民消费和非盈利性机构消费)和政府支出。从2007年第一季度到2008年第一季度,英国的居民消费从2.6%上升到3.6%,非盈利性机构的消费从4.3%上升到5.0%,政府支出从1.5%上升到2.1%。而同期,固定资产形成增长从10.6%下降到-1.2%,净出口的增长却从-6.7%上升到3.4%。在英国2008年的GDP构成中,国内消费大约占63%(其中居民消费占60%,非盈利性机构消费占3%),政府支出占21%,固定资产形成占比不到16%,净出口占比仅为0.03%。因此,在此期间,国内消费和政府支出的增长足以抵消投资的下降。但问题是英国的房地产市场在2005年以后就出现了回调的强烈信号,带动了其他行业投资水平的下降,而且这种下降显然在短期内是难以出现逆转的。而在短期内,净出口增长的变化显然不是由国内企业出口竞争力等长期因素造成的,而是由国外需求和汇率水平等外生因素决定的。在此期间,英镑对美元的汇率水平并没有出现大的波动,所以英国出口的增长主要是依靠外需的强劲增长所实现的,属于外生性非自主增长。^①但是一般来说,这种外生性的非自主增长难以具有可持续性。在2008年第二季度美国次贷危机急剧恶化造成全球性金融市场动荡和世界经济增长减速的形势以后,不仅英国的出口下降了,居民消费和投资下降得更快。尽管此时政府支出呈现一定的增长,但是英国经济的增长速度还是难以维持。按照季度调节达到年度增长率从2008年第一季度的1.6%急剧下降到2008年第二季度的0.4%。英国经济增长形势的严峻性在于,当金融危机最终传导到英国本土时,对经济增长贡献最大的居民消费在2008年第三季度出现了大幅度的下降。最终,按照第三季度环比计算的英国经济增长率被拖到了-0.6%的局面。更可怕的是,第二季度环比计算的英国季度经济增长率是0%,而第一季度为0.3%,经济在短期内减速的程度非常快,而且还没有见底的迹象。这从另一个侧面说明了英国经济受到金融危机冲击的严重程度。

① 这里需要指出的是,尽管从英国GDP的构成上看,净出口所占比例很低,但是按照英国统计局的数据,2008年英国的出口在GDP中的比重高达28%,因此出口对英国经济增长的实际带动作用是不容忽视的。这种情况和中国非常类似。在2005年以前,净出口对中国GDP的贡献也不足1%,但是没有人能够否认对外贸易对中国经济增长作出的巨大贡献。

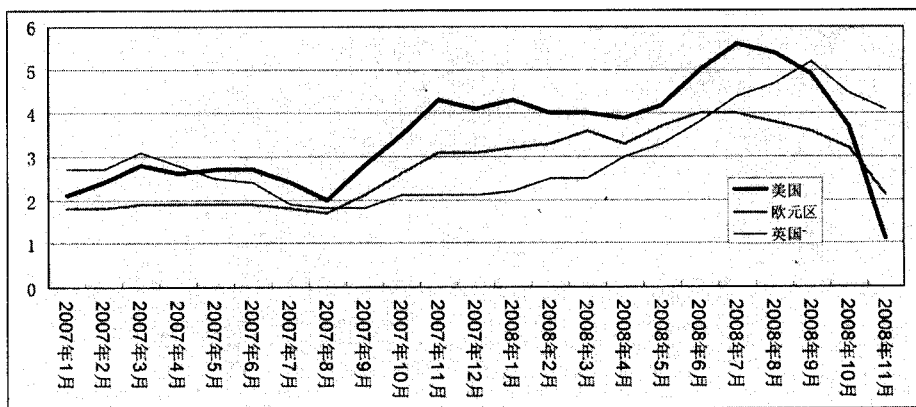
表 2 欧元区主要宏观经济指标(单位:%)

	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3
GDP 增长率(年率)	3.2	2.6	2.6	2.1	2.1	1.4	0.6
GDP 增长率(环比)	0.8	0.3	0.6	0.3	0.7	-0.2	-0.2
居民消费	1.4	1.8	1.8	1.2	1.2	0.4	0
政府消费	2.0	2.4	2.5	2.1	1.3	1.7	2.3
固定资本形成	7.1	3.5	3.7	3.2	3.7	2.4	0.9
出口	6.6	6.1	7.2	3.9	5.3	3.9	2.4
进口	6.1	5.4	6.3	3.8	4.3	3.0	2.5

资料来源:2007 年至 2008 年各期《ECB Monthly Bulletin》。

对欧元区国家来说,不仅在 2008 年第一季度以前经济增长始终比英国高一个百分点左右,而且居民消费、投资和净出口对经济增长的贡献一直大体保持稳定。这样当 2008 年第二季度美国次贷危机恶化,欧元区国家内部消费和投资出现大幅度下滑以后,^①尽管环比计算的季度经济增长立即被拖到了 -0.2% 的水平,但是此后政府消费的提高却相对有效地抑制了衰退的恶化。结果,在 2008 年第三季度,尽管居民消费和投资都再次出现了大幅度的下降,但是按照环比计算的季度经济增长依然维持在 -0.2% 的水平上,没有出现进一步恶化的局面。

图 2 美国、欧元区和英国的通货膨胀

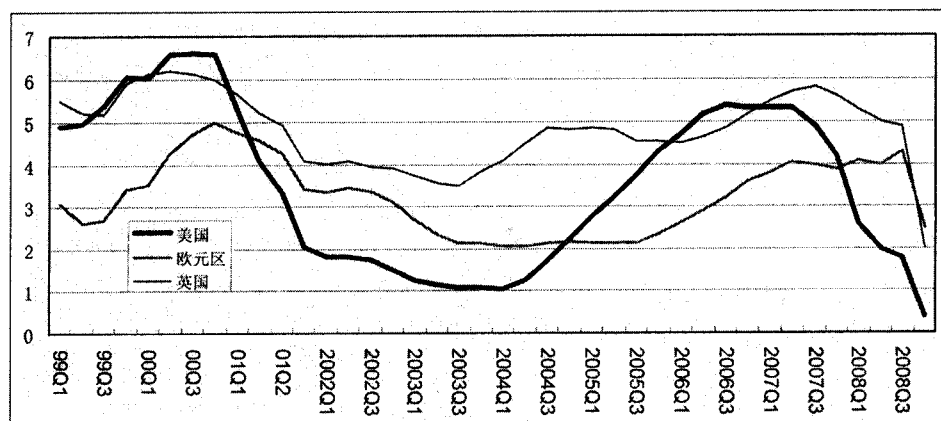


资料来源:美国的数据取自 OECD 网站,欧元区和英国的数据取自欧洲统计局网站。

^① 这里非常有意思的一个现象是:尽管从各方面来说,金融危机对英国的冲击要比对欧元区的冲击更严重,但是在 2008 年第二季度,欧元区居民消费的下降却比英国国内消费的萎缩来得更早。这样,在 2008 年第二季度,按照环比计算的季度经济增长率来说,欧元区比英国衰退的更严重。与此同时,欧元区政府支出的扩张在第二季度也开始启动,比英国政府支出的扩张要早一个季度。

从图2和图3显示的英国和欧元区通货膨胀的情况看,在过去的两年中,直到2008年第三季度,英国的通货膨胀水平与欧元区国家的通货膨胀率相比互有高低,但是差距不大,而英国的基准利率水平也比欧元区国家始终要高1-1.5个百分点。这就是说,在全球金融危机明显恶化以前,英国宏观经济政策的重点相比欧元区国家更倾向于抑制通货膨胀,而欧元区的宏观经济政策相比英国则更有利于促进经济增长。

图3 美国、欧元区和英国基准利率水平的变化



资料来源:以上数据均取自 OECD 网站。

就此次金融危机直接冲击的房地产行业的价格变化情况来看,直到2006年,英国房地产价格的上涨幅度不仅远远高于欧元区国家,甚至比美国房地产价格水平的上涨幅度还要高。与此相适应,与欧元区的几个主要国家相比,住房抵押贷款在英国家庭年度可支配收入中的比例以及在家庭净资产中的比例都要高很多,甚至比美国还要高。显然,在英国国内房地产市场已经存在大量泡沫的情况,美国次贷危机的爆发自然会引起英国房地产行业的危机,使英国的宏观经济更容易受到全球金融危机的冲击。

表 3 美国、日本和欧洲主要国家房地产价格和房地产贷款情况(单位:%)

	房产价格平均年度变化率			房贷对年可支配收入比例			房贷对家庭净资产比例		
	90-95	95-00	00-05	90-95	95-00	00-05	90-95	95-00	00-05
美国	-1.1	2.3	6.4	93	107	135	510	575	573
日本	-2.9	-2.8	-4.6	130	136	132	736	750	725
德国	0.8	-1.6	-2.8	97	111	107	541	575	578
法国	-2.7	2.1	9.4	66	78	89	461	547	752
意大利	-1.8	-0.9	6.6	32	46	59	702	820	936
英国	-4.4	8.1	9.9	106	118	159	569	750	790

资料来源:房产价格数据取自 Noord(2006);^①房贷数据取自 OECD, *Economic Outlook*, No. 80, 2006;^②数据时间跨度分为三个阶段:1990-1995 年、1995-2000 年、2000-2005 年。

正是由于在危机以前,英国的经济形势要比欧元区经济形势更加严峻,经济增长对外需拉动的依赖很强,国内房地产市场上的泡沫更大,所以当美国次贷危机迅速恶化,开始对世界经济增长形成直接威胁的时候,英国金融市场的波动与欧元区相比表现出对美国金融市场波动的更高的同步性,整体经济形势受到美国次贷危机的影响比欧元区更严重也就完全可以理解了。

最后,我们再来看一看美国在 2008 年第三季度危机恶化以前的宏观经济形势。在此之前,美国按照季度调节的年度经济增长率出现了大幅度的波动,已经预示出危机前的不稳定性。从表 4 中我们可以看到,在 2007 年第一季度出现 0.1% 的年度增长之后,连续出现了两个季度年经济增长率达到 4.8% 的强劲增长势头。但是,支持美国经济增长最主要的国内消费却出现了持续的下降。与此同时,受到住宅投资急剧下跌的影响,美国国内投资也出现了持续下降的态势。在这种情况下,政府支出的增长成了美国经济勉强维持增长的主要因素。与此同时,由于美元在此前的持续贬值,美国的出口呈现出历史上少有的增长局面,进口也由于国内消费的持续下跌出现了难得的负增长局面。这样,净出口和政府支出一起成了次贷危机前维持美国经济增长的主要因素。显然,当次贷危机恶化,直接导致占美国 GDP 总量高达 70% 左右的国内消费出现 3.7% 的负增长以后,在 2008 年第三季度,美国按照季度调整的年度经济增长率终于出现了

^① Noord, "Are House Prices Nearing a Peak?", OECD Working Paper ECO/WKP(2006)16, 2006.

^② OECD, "Has the Rise in Debt Made Households More Vulnerable?", *Economic Outlook*, No. 80, 2006, Special Chapters.

0.5%的负增长。相比之下,尽管英国和欧元区也先后出现了环比经济衰退,但是按照季度调整的年度经济增长率却依然保持正值。

显然,正是由于此次全球金融危机起源于美国,所以就危机爆发以后的经济衰退程度看,美国的经济形势比英国和欧元区更加严峻是符合直接效应大于间接效应的一般规律的。至少从经济危机一般要通过经常项目完成国际传导的传统机制看,美国的经济形势比英国严峻,英国的经济形势比欧元区严峻是完全可以理解的。但是从危机传导更快的心理因素上看,由于欧洲之前相对美国来说一直表现出经济增长乏力的特征,在危机造成的心理阴影下,欧洲的消费下降得更快,所以先于经常项目的传导影响,在第二季度就出现了环比负增长。

表4 美国主要宏观经济指标 (单位:%)

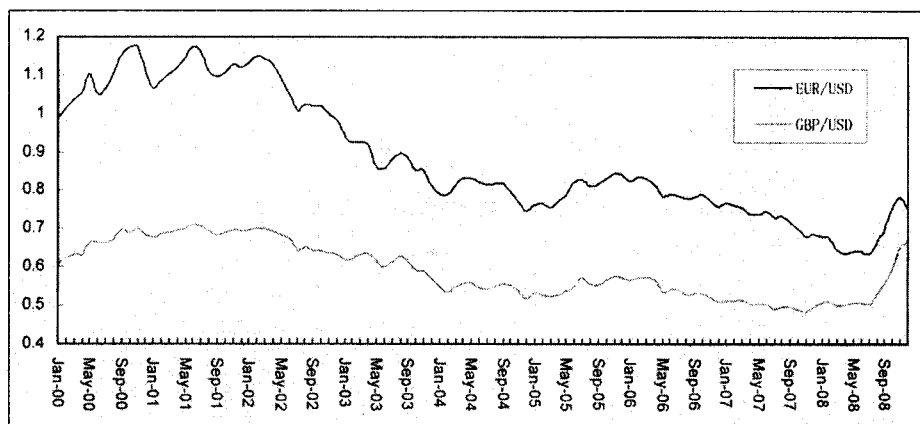
季度	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3
GDP 增长率(年率)	0.1	4.8	4.8	-0.2	0.9	2.8	-0.5
私人消费	3.9	2.0	2.0	1.0	0.9	1.2	-3.7
国内投资	-9.6	6.2	3.5	-11.9	-5.8	-11.5	0.4
住宅投资	-16.2	-11.5	-20.6	-27.0	-25.1	-13.3	-17.6
政府支出	0.9	3.9	3.8	0.8	1.9	3.9	5.4
净出口	-1.20	1.66	2.03	0.94	0.77	2.93	1.07
出口	0.6	8.8	23.0	4.4	5.1	12.3	3.4
进口	7.7	-3.7	3.0	-2.3	-0.8	-7.3	-3.2

资料来源:“U. S. Bureau of Economic Analysis”网站。

从美国自身的宏观经济形势来看,随着次贷危机的不断恶化,在对经济增长具有举足轻重的国内消费和投资不可避免地出现大幅度下降以后,我们也不能对政府支出和出口对经济增长的拉动作用寄予太多的希望。首先,当美国政府需要大量资金开展对金融机构,甚至实业公司的救援行动,需要大量增加国债的发行甚至直接动用印钞机的时候,政府支出的大幅度增长显然不可能是随心所欲的。其次,就出口拉动因素来说,美国从来就不是,而且对于一个占世界 GDP 比重高达 25% 的大型发达经济来说,也不可能长期依靠外需来带动经济增长。更何况在危机恶化以后,美国金融机构在“去杠杆化”的过程中需要在海外出售

资产,回流大量资金。结果造成了美国在次贷危机恶化以后反而出现美元的持续升值的反常局面(见图4),将直接对美国的净出口产生负面影响。^①因此,在未来几年内,美国经济是很难乐观的。也正是由于这个原因,美国率先从2007年第三季度就开始了大幅度的降息过程。

图4 欧元和英镑兑美元的汇率走势



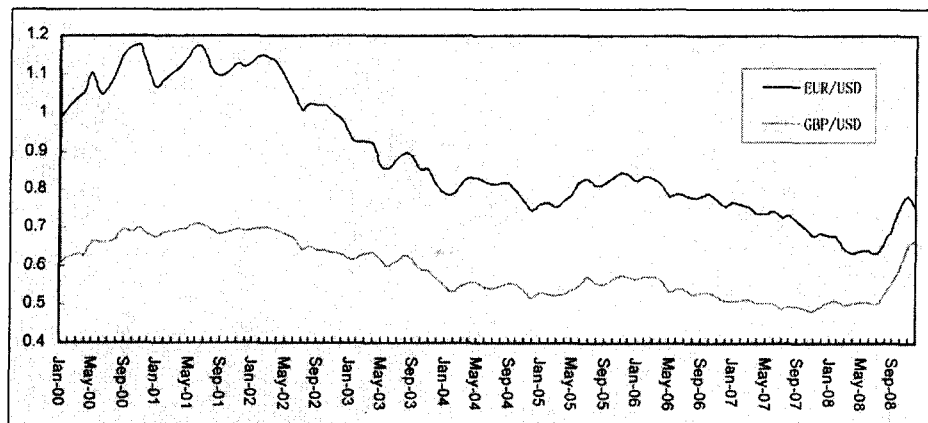
资料来源:图中数据取自 <http://fx.sauder.ubc.ca/data.html>。

当然,在危机初现端倪的时候就进行大幅度的降息是需要对后市的准确判断和很大的决断勇气。在2008年第三季度以前,世界各国宏观经济面临的主要挑战是全球性通货膨胀。尽管在此之后由于危机的急剧恶化导致各国出现了经济衰退和通货紧缩,但是在此之前,当面对严重的通货膨胀压力的时候,就果断地进行大幅度降息十分清楚地表明美国在宏观经济政策上的取舍,即防止金融体系的崩溃高于抑制通货膨胀的目标。一方面,相比英国,特别是欧洲中央银行相对迟缓的降息政策,美国政府很可能已经充分预计到了此后金融危机还会出现的恶化局面,次贷危机将给金融体系和经济增长带来的挑战的严重性,才能够果断地开始了降息过程。另一方面,我们需要看到的是,由于美元作为国际货币,特别是作为世界大宗商品市场标价货币的独特地位,其币值的高低与世界大

^① 对于这种升值的预期,美国经济学家一般认为可能会持续1-2年,而其他国家的市场人士通常对美元的长期走势并不看好。美国金融机构为了提高应对危机的能力,提高资本金比例,就需要大量抛售海外资产降低杠杆比率,也就是所谓的“去杠杆化”。

大宗商品价格的走势的历史数据一直呈现出明显的负相关性(见图5),因此美国在进行降息决策的过程中可能并不会过多地考虑通货膨胀的因素。因为在危机时期,美元回流造成的美元升值效应在短期内会超过降息造成的美元贬值效应,从而降低全球性通货膨胀的压力。在这个意义上说,美国有条件,也应该率先通过降息来刺激经济增长。

图5 全球大宗商品价格指数与美元名义有效汇率的关系



资料来源:图中数据取自 <http://fx.sauder.ubc.ca/data.html>。

四 欧元区的金融结构和金融机构的资产负债分析

发生在美国的次贷危机在2008年7月以房利美和房地美危机为标志出现了急剧恶化,特别是2008年9月份雷曼兄弟公司倒闭引起全世界关注并造成全球金融市场动荡以后,欧美之间的国际经济政策协调明显开始出现加速的倾向,与此前欧洲,特别是在欧元区内部议而不决,相对消极的应对态度形成了鲜明的对照。造成这种转变的原因首先是与欧元区、特别是德国银行界爆出的投资损失密切相关,而背后的另一个重要原因则是当时市场普遍担心欧洲银行投资美国次贷相关金融产品出现巨大损失后,很可能造成银行的信贷紧缩。而欧洲的银行信贷紧缩在银行主导的金融体制中对实体经济产生的不利影响可能要超过

美国银行信贷紧缩在以市场主导的金融体制中对实体经济产生的不利影响。^①

有学者对银行主导的金融体系和市场主导的金融体系进行过比较研究。^②他们发现就国内存款银行的资产与股票市场市值的比率来说,英国是1.03,美国仅为0.91,而德国、法国和意大利等几个主要欧元区国家则分别高达5.01、3.11和4.45,表现出典型的银行主导金融体系的特征。尽管他们的研究表明,以美国和英国为代表的市场主导的金融体系和以欧洲大陆国家为代表的银行主导的金融体系对长期经济增长的影响并没有显著的差异,^③但是亚洲金融危机表明,相对债权融资和股权融资而言,由于银行负债具有平均期限较短、流动性较大的特点,如果整个金融体系过度依赖银行融资,特别是大量的长期投资也依赖银行贷款,则必然加剧银行部门中期限错配的情况。如果银行经营出现损失,就容易出现挤兑等严重的金融危机。所以,人们一般认为银行主导的金融体系具有天生的脆弱性。^④还有学者指出,当前美国的次贷危机和战后工业化国家发生的18次银行危机不论从性质上还是从指标上看都是非常相似的。^⑤

毫无疑问,这些流行的观点作为一般原则来说无疑是正确的。但是如果用来分析具体案例,则不能直接笼而统之的简单应用。事实上,在这次全球性金融危机中,唯一发生的银行挤兑这种恶性事件恰恰出现在作为市场主导金融体系典型代表的英国。这其中的原因就非常值得我们进行具体的分析。

首先,我们必须指出的是,尽管在欧元创立以后,欧元债券市场得到了迅速的发展,在国际债券市场上已经超过了美国成为世界上最大的债券市场。^⑥到2008年7月,由欧元区居民发行的债券总额也已经达到了124765亿欧元,比10

① 另一个值得探讨的问题是,欧洲的全能银行制与美国单一银行制和双轨银行制不同。在美国,由于银行规模普遍比较小,因此在面临投资损失的时候很容易濒临破产边缘。对于美国的投资银行来说,其财务杠杆要远远大于银行的平均水平(按照巴塞尔条例对银行资本充足率8%的要求,折合的银行的财务杠杆大约为12.5倍,而在美国投资银行中,财务杠杆一般接近30倍)。在欧洲,由于投资银行背后一般都有大银行的支持,因此当出现投资损失以后,欧洲的投资银行倒闭破产的概率要低很多,而代价则是银行最终承担了投资银行的资产损失。

② Asli Demirguc-Kunt and Ross Levine, "Bank-Based and Market-Based Financial System: Cross-country Comparisons", The World Bank Working Paper Series 2143, 2000.

③ 他们的主要结论是银行主导的金融体系和市场主导的金融体系并不是影响长期经济增长的主要因素,相反,对投资者的法律保护才是决定金融发展,进而推动经济增长的主要决定因素。

④ 有关文献可以参见 Bong-Chan Kho, "Banks, the IMF, and the Asian Crisis", NBER Working Paper No. 7361, 1999.

⑤ Carmen M. Reinhart and Kenneth S. Rogoff, "Is the 2007 U. S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison", NBER Working Paper No. 13761, 2008.

⑥ 按照国际清算银行网站公布的统计数据,到2008年6月,在国际债券市场上欧元债券总额已经达到了118640亿美元,而美元债券总额仅为81207亿美元。

年前欧元创立时 53407 亿欧元的规模扩展了两倍多,在很大程度上改变了欧洲金融体系一向倚重银行部门的情况。^① 但是,从欧元债券市场的结构来看,金融机构(含货币性金融机构和金融公司)发行的债券所占比例高达 54.5%,政府债券所占比例也达到了 40%。公司部门发行的债券所占比例仅为 5.5%,大大低于美国 and 全球国际债券市场的平均水平。^② 从欧元区公司部门在债券市场融资的绝对额看,截止 2008 年 6 月为 6920 亿欧元,仅占同期欧元区货币性金融机构对公司部门贷款的 14.7%。但是在 1999 年 1 月前,这个比例仅为 4.22%。因此,在欧元诞生后的 10 年间,尽管欧洲金融体系中银行主导的格局没有发生根本性的改变,但是公司融资结构的变化还是非常明显的。也就是说,如果欧元区金融机构投资与美国次贷相关的金融工具出现一定的损失,进而造成银行信贷紧缩,欧元区公司债券市场对公司部门融资的贡献尽管没有想象的那么大,但是也可以在一定程度上降低实体经济融资对银行部门的依赖。

其次,我们还应该注意到的一个问题是,与对资本市场的监管相比,各国政府对银行体系的监管普遍更加严格。在监管机构上,有作为国际监管机构的巴塞尔委员会和各国专门的银行监管机构。在监管手段上,从现场监管到非现场监管等等不一而足。更重要的一点是,欧洲之所以敢于实行全能银行制的一个主要原因更在于有全球最严格的银行监管。从雷曼兄弟公司破产以后美国投资银行“去杠杆化”的一个主要措施,即高盛和摩根斯坦利向银行持股公司的转型中我们也可以看出,作为资本市场运作核心的投资银行向传统商业银行的回归实际上意味着市场主导的金融体系对银行主导的金融体制的监管优势的承认。^③ 所以,我们不能简单地说欧洲银行主导的金融体系一定就决定了欧洲在面临金融危机冲击时所天生可能具有的脆弱性,并因此断定金融危机给欧洲的实体经济带来比美国更严重的冲击。相反,我们甚至可以预计由于欧洲全能银行制度的严格监管和稳健经营,其银行体系可以经受这次全球性金融危机的冲

① 从 ECB 季报显示的数据看,欧元区的 GDP 从 1999 年第 1 季度的 15016 亿欧元上升到 2008 年第 2 季度的 23043 亿欧元,增长了 53.46%,而债券市场总额增长了 133.6%。债券市场总额占 GDP 的比重则从 355.67% 上升到 541.44%。

② 按照美国证券行业和金融市场协会的数据,在 2008 年第二季度,美国公司部门在美国债券市场总额中所占比例为 18.7%。如果将抵押相关的债券和资产支持的债券考虑在内,则美国各类事实上的公司债券比例则高达 54.4%。而按照国际清算银行的统计,到 2008 年 6 月,在国际债券市场上公司债券所占比例大约为 10.3%。

③ 从传统的定义上说,投资银行是管理风险而不是冒险的机构,是中介服务机构而不是投机机构。因此美国投资银行的问题不是投资银行制度本身的问题,其向商业银行的转变是一种矫枉过正的行为。

击而不会出现大的银行危机或破产。

最后,我们还必须注意到,从欧元区银行的资产结构来分析,我们也不一定能够得出金融危机对欧元区实体经济的影响将比美国更严重的结论。表5和表6给出了2008年7月美国次贷危机出现急剧恶化的时候,欧元区货币性金融机构的资产和负债情况。从欧元区货币性金融机构的资产来看,海外资产占总资产的22.8%。而在海外资产中,贷款又占了62%,持有欧元区外居民发行的债券和股权仅占30%。也就是说,欧元区货币性金融机构持有的欧元区外居民发行的债券和股权占其总资产的比例大约为6.8%,其中持有欧元区外居民发行的债券为12898亿欧元(其中货币性金融机构为6598亿欧元,非货币性金融机构为6300亿欧元),占其总资产的比例大约为5.54%。当然,这些债券肯定不会全是与次贷相关的金融产品,而且在美国次贷危机的冲击下,欧元区金融机构持有这些海外资产出现损失,但是也不会全部损失。^①如果按照美国次级房地产贷款30%左右的违约率来说,欧元区外金融市场的波动给欧元区货币性金融机构造成的损失占其总资产的比例最多不会超过2%。从欧元区货币性金融机构在欧元区内部持有资产的情况看,对欧元区居民的住房贷款大约占其总资产的15%,基本属于合理的比例。考虑到欧元区内房地产价格的波动没有美国 and 英国那么剧烈,由此产生的坏账损失也不会很多。因此,如果欧元区的经济形势不出现剧烈的恶化,一般的经济衰退不会对欧元区货币性金融机构的整体资产质量产生显著的负面影响。从欧元区货币性金融机构的负债情况看,欧元区外的银行存款占欧元区货币性金融机构总负债的13%,所占比例也不是很高。即使受到金融危机的影响,这些银行出现流动性问题需要撤回资金,欧元区国家的政府也有能力进行注资或救助,不会造成较大的动荡。而只要欧洲银行的资产负债表不会出现大的波动,欧洲出现银行信贷紧缩的可能性就不是很大,对实体经济也就不会造成太大的影响。

^① 当然,在欧洲庞大的金融资产存量面前,任何一个微不足道的比例所对应的绝对值都是非常巨大的。对于大金融机构(比如汇丰银行或瑞士联合银行)来说,投资损失还是可以轻易达到几百亿美元甚至上千亿美元。这对媒体来说已经具有足够震撼的新闻效应了。但是,新闻效应不能代替宏观经济分析。

表5 2008年7月欧元区货币性金融机构主要资产和负债情况(单位:亿欧元)

资产		负债	
对金融中介贷款	10970	金融机构存款 保险公司和养老金 2年以上存款 其他金融中介 2年以上存款	23247
对非金融公司贷款	47192		7166
对居民贷款	49067		5381
其中:住房贷款	35043		16081
对非欧元区居民贷款	33103	非金融公司存款 2年以上存款	14725
其中:对银行贷款	22968		638
持有债券	55628	居民存款 2年以上存款	51899
其中:货币性金融机构发行	18332		5325
非欧元区居民发行	13048		
持有股权	16200	政府存款	4107
其中:金融机构	4609	非欧元区居民存款 银行存款 非银行机构存款	40198
非金融机构	8681		30386
非欧元区居民	2910		9812

资料来源:根据欧洲中央银行2008年9月号月报整理。

表6 2008年7月欧元区货币性金融机构合并资产负债表(单位:亿欧元)

资产		负债	
对欧元区居民贷款	117146	流通货币	6587
政府贷款	9910	中央政府存款	1809
居民贷款	107236	欧元区居民存款	92597
持有欧元区发行证券	25591	货币市场基金	7427
政府证券	14558	发行债券	28769
居民证券	11033	资本和储备	15256
持有欧元区股权	8790	海外负债	49315
海外资产	53139	剩余资产	31589
固定资产	2177	银行间超额负债	-345
剩余资产	26165		
总计	233003	总计	233003

资料来源:根据欧洲中央银行2008年9月号月报整理。

五 总结和展望

在本文中,我们从金融市场、宏观经济、金融结构(包括金融机构资产和负债)等三个方面研究了美国次贷危机造成的全球金融危机对欧洲经济的影响。

从金融市场层面上说,首先,美国次贷危机给英国金融市场造成的冲击要比欧元区市场造成的冲击大。其次,与美国金融市场屡次受到次贷危机恶化形势冲击,市场流动性迅速枯竭以后又很快得到缓解的情况一样,在英国和欧元区市场上流动性的紧张也是暂时的。这在一方面体现了政府放松银根、向市场注入流动性的效果,另一方面也说明这种冲击至少在短时期内更多地表现为一种对市场心理冲击的影响。欧美股票市场在此期间屡次出现创纪录的大幅度波动也从另一个角度印证了脆弱的市场心理。因此,我们可以判断,屡屡出现的危机恶化形势和屡屡出手的政府刺激措施,即使不能坚定面临危机冲击时的市场信心,至少起到了很快恢复市场信心和投资者预期的作用。从政府在英国北岩银行挤兑事件和美国雷曼兄弟公司破产事件的不同态度及其对金融市场的影响上,我们可以找到正反两方面的例证。

从宏观经济层面说,截止 2008 年第二季度,在欧元区国内居民工资收入保持稳定缓慢增长的同时,^①居民消费需求的下降显然是受到未来危机将持续较长时间并降低他们未来工薪收入的悲观预期的影响。而在经历了房地产行业超常繁荣之后,国内投资水平的下降不仅是合理的回归,而且主要是受到房地产投资大幅度下降的拖累。另外,由于美国一个国家的进口就占世界进口总量的 16% 左右,是世界第二进口大国的 2 倍以上,因此美国经济衰退后给欧元区国家出口带来的打击在 2008 年第三季度是非常明显的。表 7 说明了欧元区国内消费、投资和净出口对经济增长百分比的贡献。

至此,我们可以说,尽管全球金融危机使欧元区经济受到了沉重的打击,但是从 2008 年第三季度的情况看,对经济增长的直接影响在短期内首先是市场信心造成的消费下降,其次是受周期性因素影响的投资疲软,最后是通过传统的经

^① 根据 ECB2008 年 12 月月报的统计,在 2006 年第三季度到 2007 年第二季度、2006 年第四季度到 2007 年第三季度、2007 年第一季度到 2007 年第四季度、2007 年第二季度到 2008 年第一季度、2007 年第三季度到 2008 年第二季度的五个统计区间内,欧元区居民的工薪收入分别为 41449、41858、42381、42877 和 43387 亿欧元。

常项目途径实现的国际传导。总之,欧元区受到全球金融危机的影响与欧元区银行主导的金融体系之间的关系并不明显,银行对公司部门和居民的贷款增速在 2008 年 7 月至 10 月间也并没有下降。^①

表 7 欧元区经济增长和需求的贡献

单位: %

	2007Q3	2007Q4	2008Q1	2008Q2	2008Q3
总增长	2.6(0.6)	2.1(0.3)	2.1(0.7)	1.4(-0.2)	0.6(-0.2)
消费	1.0(0.2)	0.7(0.1)	0.7(0.0)	0.2(-0.1)	0.0(0.0)
投资	0.8(0.2)	0.7(0.2)	0.8(0.3)	0.6(-0.2)	0.2(-0.1)
政府支出	0.5(0.1)	0.4(0.1)	0.3(0.2)	0.4(0.2)	0.5(0.2)
存货变化	-0.1(0.2)	0.2(-0.3)	-0.2(0.2)	-0.1(-0.1)	0.0(0.3)
净出口	0.4(-0.1)	0.1(0.3)	0.5(0.1)	0.4(0.1)	0.0(-0.5)

资料来源:欧洲中央银行 2008 年 12 月号月报。

注:总增长栏中是按照季度调整的年度增长率,括号内的数字为环比增长率。消费、投资、政府支出、存货变化和净出口栏中是季度变化率,括号内的数字为对环比增长百分比的贡献。原文中各因素贡献的百分比之和,并不一定等于环比增长的百分比。

全球金融危机究竟会对欧洲经济产生多大的间接影响,这主要取决于欧元区的金融结构和欧元区金融机构的资产负债情况。在前面的分析中我们已经可以看出,虽然欧元区国家的金融体系明显还是以银行为主导,但是我们却不能简单地推论出欧元区的金融体系在全球金融危机的冲击下具有脆弱性。事实上,在欧元区严密的银行监管下,银行资产负债表从期限结构和货币结构上看还是相当稳健的。尽管随着美国次贷危机的不断恶化也时常爆出欧洲金融机构遭受损失的消息,但是与美国分离银行制度下投资银行势单力孤,只能依靠提高财务杠杆来博取高收益谋求市场生存的状况不同,欧洲的投资银行大多是从属于大型商业银行的分支机构。而在严密监管和银行主导的金融体系中,欧洲传统商业银行业务的经营大多是稳健的。因此,在投资银行部门出现的投资损失并没

^① 事实上,从 2008 年 7 月到 10 月,欧元区货币性金融机构对非金融公司的贷款分别为 47090、47221、47629、48179 亿欧元,对居民的贷款分别为 49042、49137、49382、49387 亿欧元,始终保持增长。与 2007 年同期相比,增长幅度的变化也不大。

有严重到威胁自身生存的情况下,通常也能够得到母公司的直接救助。尽管这样可能也会拖累传统的商业银行,特别是如果全球金融危机对实体经济影响的持续时间比较长,进而增加了银行的坏账损失,最终也会加重银行部门的财务负担,威胁到银行的稳定,但是至少从目前为止欧元区各国所面对的情况看,全球金融危机的传导机制主要还是由市场信心左右的国内消费、具有周期性特征的国内投资和传统的经常项目途径,与欧元区银行主导的金融体系没有明显的关系。与美国和英国的情况相比,欧元区国家金融体系的这种特点甚至成了他们应对全球金融危机的有利因素。

如果我们的上述判断是正确的,^①那么就可以理解直到目前为止欧元区国家的危机应对政策及其与英美的差异和原因了。

我们看到,当出现银行挤兑的情况后,英国果断采取了政府担保的形式来稳定金融体系,防止恐慌的蔓延。这种政策措施无疑是非常及时和必要的,防止在英国国内,甚至在全球范围内出现连锁反应的可怕局面。之后,英国的政策措施主要表现为政府通过参股银行来稳定市场对金融体系的信心。而美国除了在两房危机中对这类准政府机构实行接管外,主要表现为通过庞大的财政手段来收购银行体系的不良资产,或者直接向处于危机中的产业给予援助。从现在的效果来看,英国的措施可能更有效。因为财政资金入股银行实际上是一种银行国有化的行为。由于政府作为经济主体享有不可取缔的税收权,因此国家在理论上是不会破产的。与美国在具体损失不明的情况下贸然使用大量资金收购金融机构的不良资产相比,政府参股不仅有助于迅速坚定市场信心,而且能够起到使用相对少量资金来有效稳定局面、事半功倍的效果。另外,由于政府直接参股,也有利于监督资金的使用。^②

应该说英国和美国政府在金融危机恶化时救市的共同特点都是将重点放在稳定金融体系的应急措施上,而这样做的主要原因就在于他们的金融机构危机直接威胁到了金融稳定。为此甚至可以暂时把反通货膨胀的目标放在一边。相

① 当然,与美国相比,欧洲也有自己的问题。除了前面提到的经济增长乏力,一直没有找到新的增长点等因素之外,由于前期受到通货膨胀的威胁,欧洲宏观政策捉襟见肘。欧元区内部的决策机制也造成其货币政策和财政刺激计划推出时机较晚,使得欧元区和英国在美国之前已经步入衰退,深化了金融危机带来的损失。欧洲内部消费需求疲软,对美国的出口依赖度高,也是造成欧洲深受金融危机冲击的重要原因。

② 从美国政府的援救资金发放伊始,被金融机构管理层中饱私囊而不是用于稳定经营的质疑声就不绝于耳。法案在提请国会通过时,争论的重点在于是否应该使用纳税人的钱救助私人机构以及其后可能造成的道德风险等方面,甚至没有要求这些金融机构公布资金的使用情况。

比之下,欧元区国家在危机恶化初期所受到的直接冲击以后出台的应对措施中虽然也包括向银行存款提供担保等措施,但是直接针对银行和金融体系稳定的政策措施却不是重点,救市措施很快转移到可能要在相对长期以后才可以见效的财政和金融刺激政策上。这种情况固然与美国是次贷危机的源头,英国房地产泡沫最严重,因而在危机中金融体系受到的直接冲击的严重程度有关,但是也从另一个方面反映出英美与欧元区国家相比在金融体系稳定性方面的差别。

在旨在放松银根的利率政策方面,美国往往是在危机恶化的压力下率先降息,之后英国和欧元区才相应跟进。这种情况也反映了美国和英国与欧洲在遭受金融危机冲击程度方面的差别。尽管我们看到,英国和欧元区都先于美国进入经济衰退,但是英国和欧元区经济增长本来就处于比较乏力的状态,因此在受到危机的冲击以后,以按照环比计算的季度经济增长来看也就自然率先进入衰退。美国则是在2008年第二季度经济增长年率出现大幅回落以后,第三季度调整的年度经济增长率也进入严重的负增长,而且负增长的程度和英国相似,比欧元区要严重很多。

如果我们看到了美国、英国和欧元区国家在当前全球金融危机中的不同处境,也就不难理解为什么一向在欧美国家中特立独行的法国率先提出了改革国际货币体系的要求。之后,欧洲央行也指出金融危机是布雷顿森林体系解体后市场缺乏有效监管的结果,所以应该重建布雷顿森林体系,以增加全球金融系统的有序性。欧盟也声明国际货币基金组织已经不适应全球金融的复杂性,不能有效地监管全球经济,必须对国际金融体系进行改革,建立“布雷顿森林体系II”。甚至英国也建议制定类似布雷顿森林体系那样的新框架来对全球资本市场进行监管。总之,面对源于美国的全球金融危机的冲击,欧洲在改革国际金融体系的问题上在多层面上统一了立场。毫无疑问,这次全球金融危机表明,目前以美国主导的国际金融监管无法适应以美元为主体的金融市场全球化和自由化的现状,而且国际金融体系的重建还面临多重利益的漫长博弈过程,但是在危机还没有过去,美国还忙于应付危机带来的挑战的时候,欧洲就开始提出重建布雷顿森林体系,不仅意味着欧元区经济衰退的压力相对不大,更意味着欧洲已经开始借全球金融危机的机会向美元的国际货币地位提出了直接的挑战。

(作者简介:孙杰,中国社会科学院世界经济与政治研究所研究员;责任编辑:田德文)