

次贷危机下的中国经济

从去年 7 月份次贷危机爆发到今天的全球金融市场危机，全球经济中的每一个重要分子都受到了不同程度的影响。随着金融危机向实体经济的蔓延，欧美和中国、日本、韩国等东亚经济势必在实体经济层面做出调整。这里我们关注的重点是中国。次贷危机究竟给中国经济带来什么样的影响？中国的政府和企业将会如何应对新的国际经济局面？

为了回答上面的问题，我们首先需要对次贷危机爆发的根源有一个基本认识，这个认识是基于实体经济角度的解读。在这个认识的基础上，我们才能知道中国，事实上也包括与中国类似发展模式的很多其他东亚经济体，实体经济究竟要被迫做出哪些调整，才能对中国的经济政策调整和未来中国经济增长前景作一个方向性的判断。

一、次贷危机的根源

华尔街创造的各种高杠杆金融衍生产品让几乎所有的金融机构都受到了损失。危机爆发后，大家纷纷把矛头指向了华尔街的贪婪和冒险，指责华尔街高杠杆、高风险的金融衍生品害了大家。当然，华尔街是肇事者，有很大的责任。但是，把问题的根源归咎于华尔街站不住脚。为什么呢？华尔街的贪婪和冒险自从华尔街建立那天就有，一直持续的今天，高杠杆的金融衍生产品的历史也已经很长。为什么华尔街在过去二三十年里都没有闯出大祸，而偏偏在最近几年让 MBS（房地产抵押债券 mortgage backed securities）、ABS（资产抵押债券 Asset backed securities）、CDO（抵押债务权益 collateral debt obligation）、CDS（信用违约互换 credit default swap）等大量五花八门的金融衍生产品广受欢迎呢？问题的关键在于美国

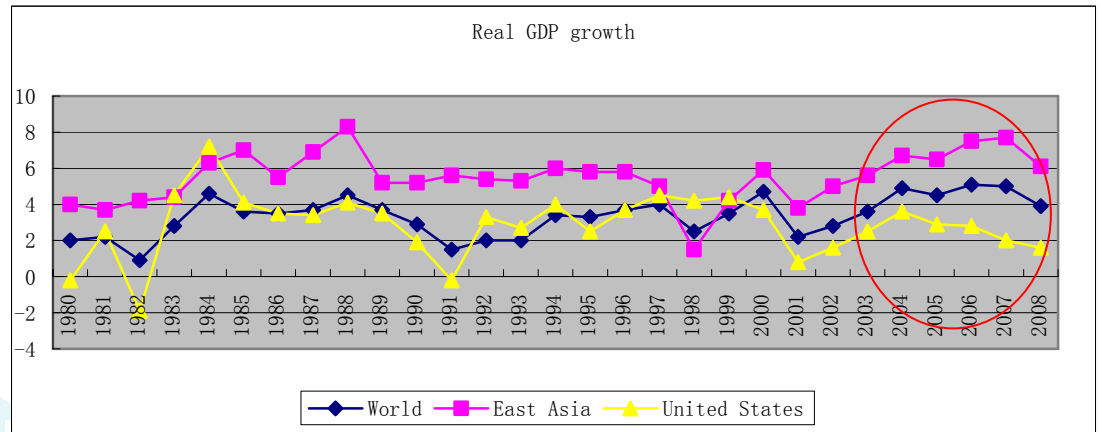
过去很长时期内的低利率。2001年至2005年，为了避免互联网经济泡沫破灭带来的经济衰退，美联储采取了低利率政策推动了房地产市场和美国经济的繁荣。正是因为长期持续的低利率，上面各种金融衍生产品才能在市场上获取巨大收益，才获得了投资者的广泛追捧。如果美联储在2001-2005年期间少一点降息，在2005年以后多一点加息。我相信，上面各种金融衍生产品不会受到市场如此追捧，次贷相关的问题暴露也会更早。如果次贷危机能提前1-2年爆发，问题绝不会像今天这样严重。我们面临的可能仅仅是一场局部的金融市场动荡，而不是今天的全球金融危机。

美联储和格林斯潘的低利率政策对此次危机负有责任。但是，美联储也不是问题的根源。大家还记得21世纪初互联网泡沫破裂之后发生了什么。虽然互联网泡沫破裂了，但是IT技术革命带来的生产率进步还在继续，还有，中国、印度、东欧等一系列新兴市场经济体加大了融入全球国际分工格局的步伐，这也大大提升了全球范围内的生产率。这些变化是美联储没有经历过的，当时也有非常流行的“新经济”理论。美联储对“新经济”理论不说完全相信，至少也是将信将疑。更重要的是，在房地产和经济繁荣背后，美联储并没有看到通货膨胀压力，美联储看到的反而是来自东亚的廉价商品在不断压低消费者价格。在没有迫切的通胀压力面前，美联储加息显然缺乏充分理由。

华尔街和美联储是对此次危机爆发原因最集中讨论的地方，但是从我们上面的分析来看，根源并不在此。问题究竟在哪里呢？

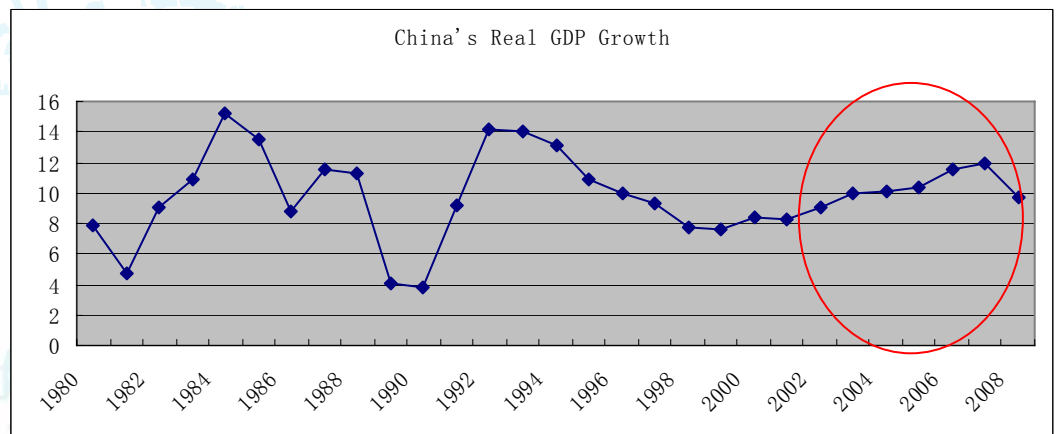
让我们看看过去几年的实体经济究竟发生了什么样的变化。

(1) 全球经济经历了快速增长，东亚经济对推动全球增长发挥了重要作用。从2002年到2007年，全球经济增长4.3%，远远高于过去三十年的平均水平3.3%。全球经济经历了了一个二战以来都罕见的繁荣周期。东亚是推动这次全球经济繁荣的最重要力量之一。2002-2007年，东亚经济增长6.5%，也超出了过去三十年的平均水平5.5%。



数据来源：中国经济信息网 宏观月度数据库

(2) 中国是推动东亚经济增长的重要力量。2002-2007 年期间，中国经济经历了持续高速增长。这 6 年期间中国经济的平均增长率达到了 10.5%，超出过去二十年的平均水平 9.7%。



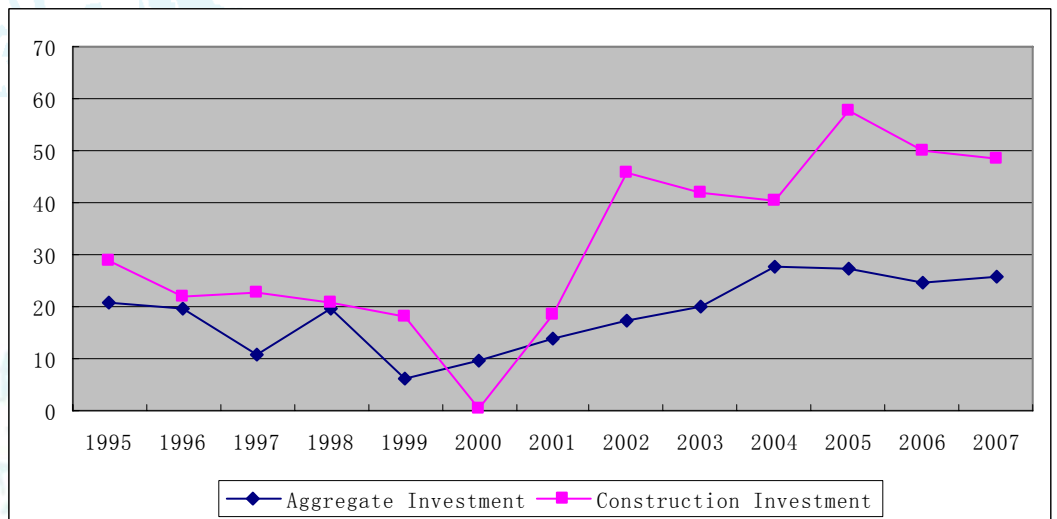
数据来源：中国经济信息网 宏观月度数据库

(3) 中国的经济增长主要来自于投资与出口拉动。2002-2007 期间，中国对外出口平均增长速度 29%，固定资产投资平均增长速度 24%，出口和投资成为中国经济增长的主要推动力量。

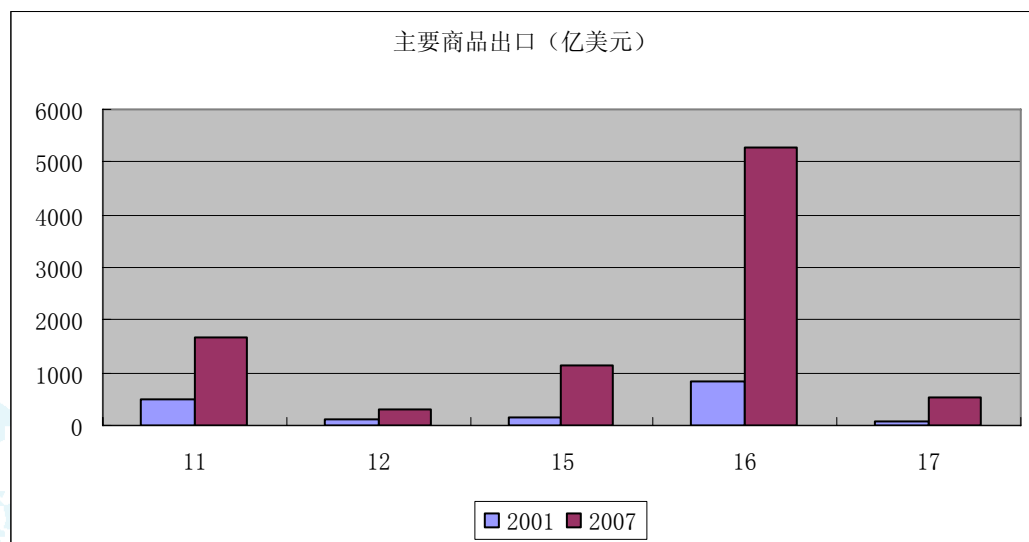


数据来源：中国经济信息网 宏观月度数据库

(4) 房地产投资是投资增长的主要推动力量，机械产品、金属及其制品出口是出口增长的主要推动力量。



数据来源：中国经济信息网 宏观月度数据库



注释:

11: 十一类_纺织原料及纺织制品(HS)出口总值

12: 十二类_鞋、帽、伞、杖、鞭及其零件; 已加工的羽毛及其制品; 人造花; 人发制品(HS)出口总值

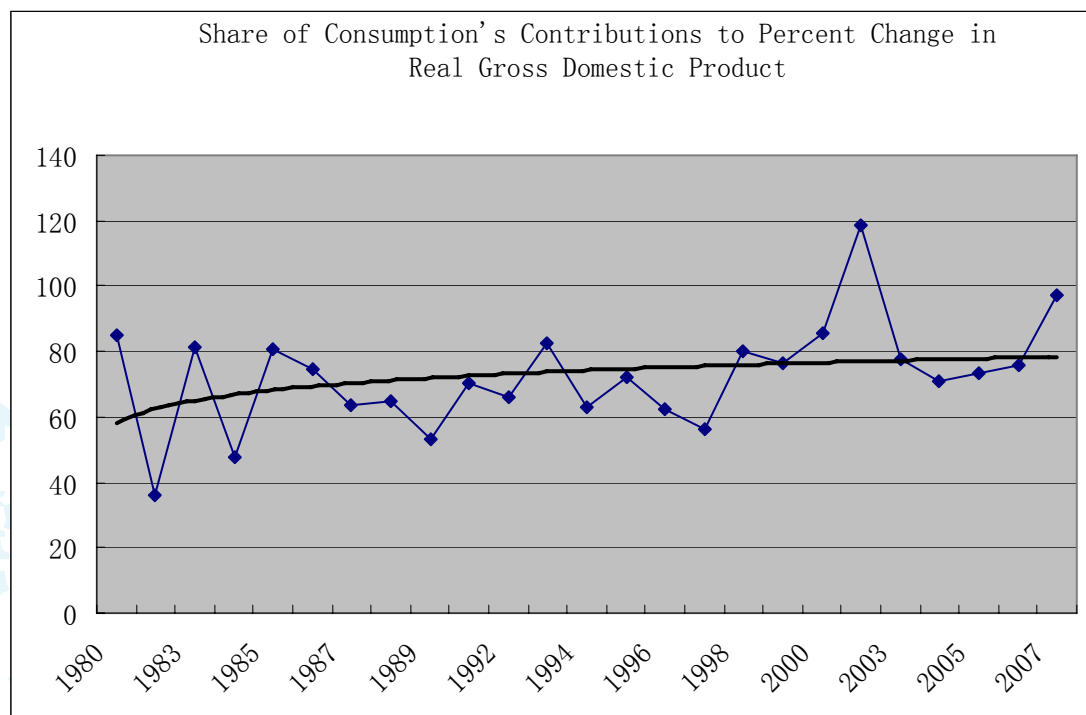
15: 十五类_贱金属及其制品(HS)出口总值

16: 机器、机械器具、电气设备及其零件; 录音机及放声机、电视图像、声音的录制和重放设备及其零件、附件(HS)出口总值

17: 车辆、航空器、船舶及有关运输设备(HS)出口总值

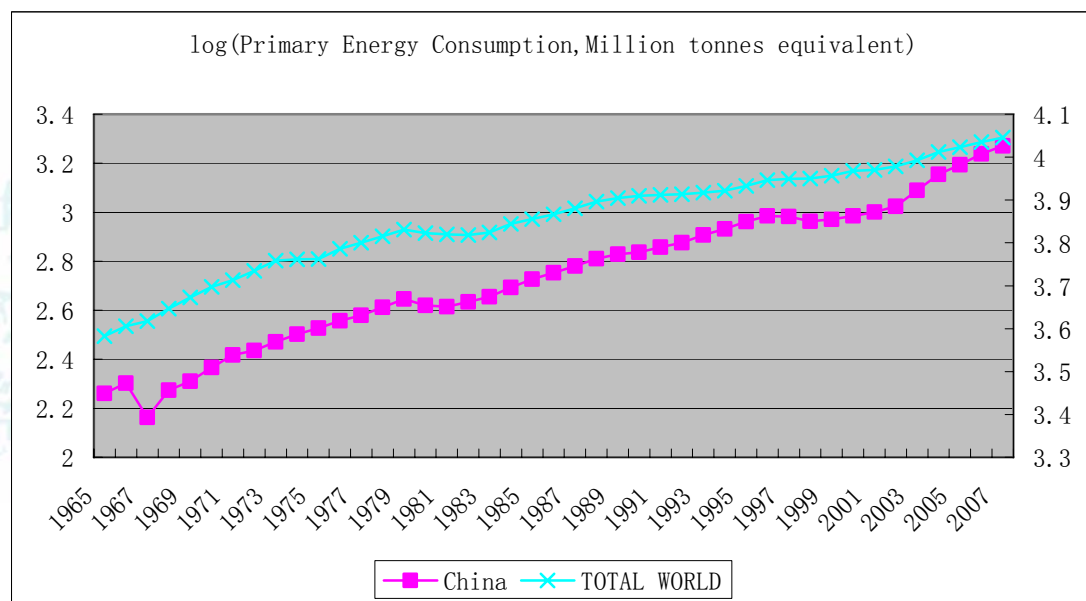
数据来源: 中国经济信息网 海关月度数据库

(5) 美国经济也经历了快速增长, 消费是推动美国经济增长的主要动力。从 80 年代至今, 拉动美国经济增长的源泉不断转向消费方。特别是在 2000 年以后, 本来随着互联网泡沫破灭美国实体经济需要一场大的向下调整, 但是来自消费需求的增长大大缓解了经济增长的下降。2002 年, 消费对经济增长的贡献甚至超过了 100%。从趋势上看, 从 80 年代初至今, 消费对经济增长率的贡献提高了接近 20%。



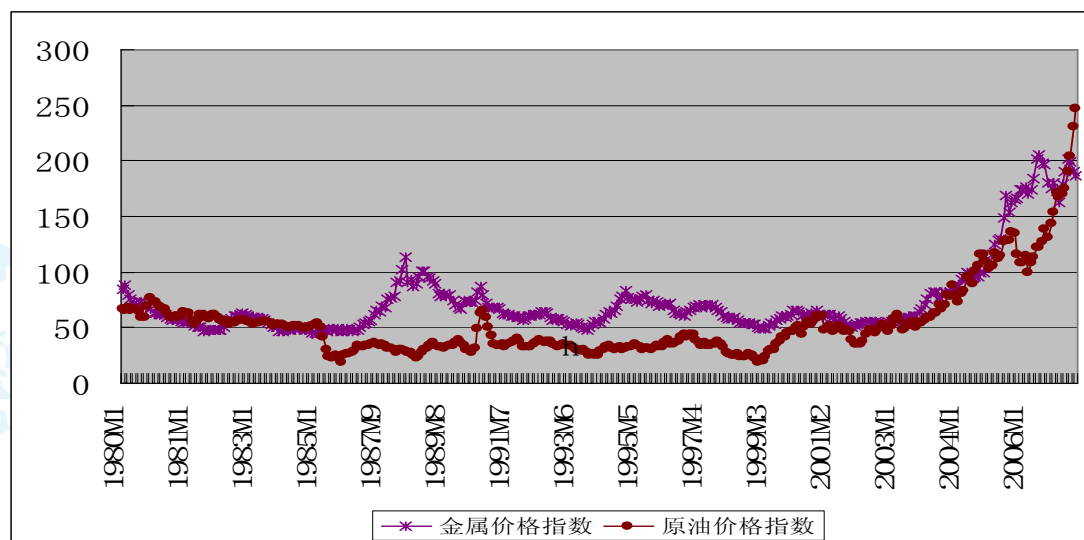
数据来源: Bureau of Economic Analysis

(6) 中国加快生产, 美国加快消费, 结果是对全球能源和大宗产品需求的快速增长



数据来源: BP statistical Review 2007

(7) 能源和大宗商品供应难以支撑高生产、高消费的模式，强劲的需求带来了大宗商品和原油价格的上涨。



资料来源：IMF, IFS Online 2008

原油、大宗商品价格的上涨最终逼迫美国加息。美联储连续 17 次加息最终捅破了房地产泡沫，引发了次贷危机。全球经济被迫进入深度调整。

以上，我们从实体经济角度认识了次贷危机爆发的原因，是因为东亚经济的过度生产和美国经济的过度消费促成了实体经济结构的失衡，最终问题通过能源大宗商品价格上涨和金融市场危机爆发出来。次贷危机之前，国际学术界讨论的焦点问题是全球经济结构失衡，今天，大家讨论的是次贷危机。从上面分析来看，二者之间有非常紧密地联系。

二、危机带来的影响

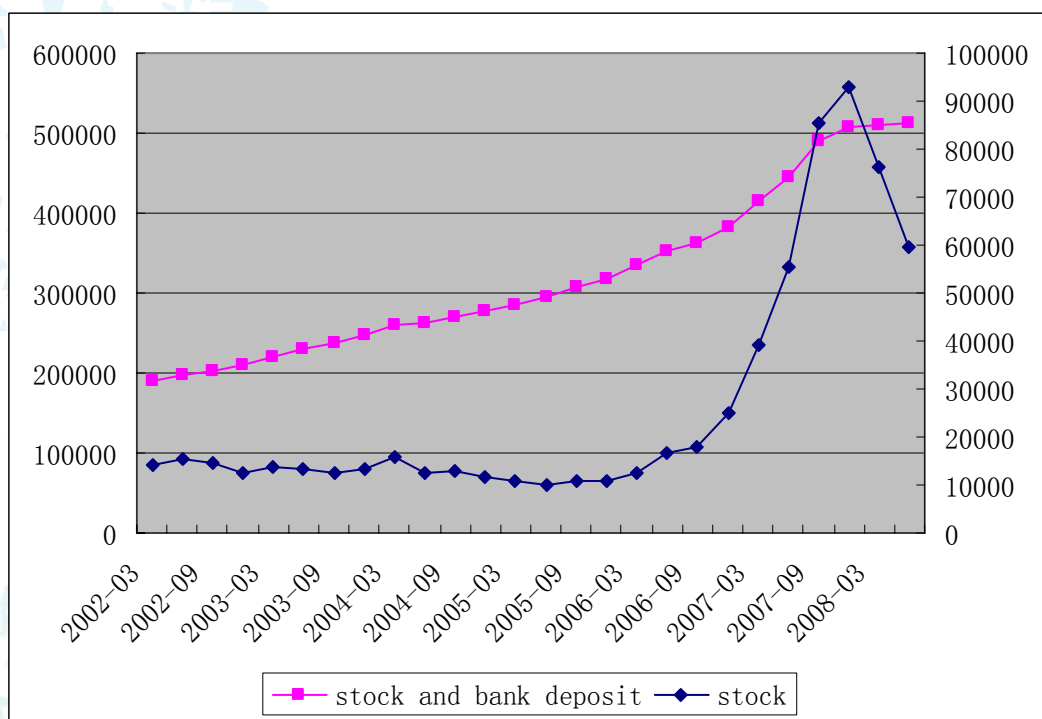
次贷危机说明过去的全球经济高速增长模式不能持续。东亚依靠出口和投资的高增长需要调整，美国的高消费也需要调整。不幸的是，过去当实体经济在经济过热或者经济结构扭曲的时候，通货膨胀作为反映问题的信号，问题也随着对通胀的解决而解决。这次不同，我们不仅面临了通胀，同时还引发了次贷危机和全球金融市场动荡。这大大加剧了此次全球经济调整面临的困难。

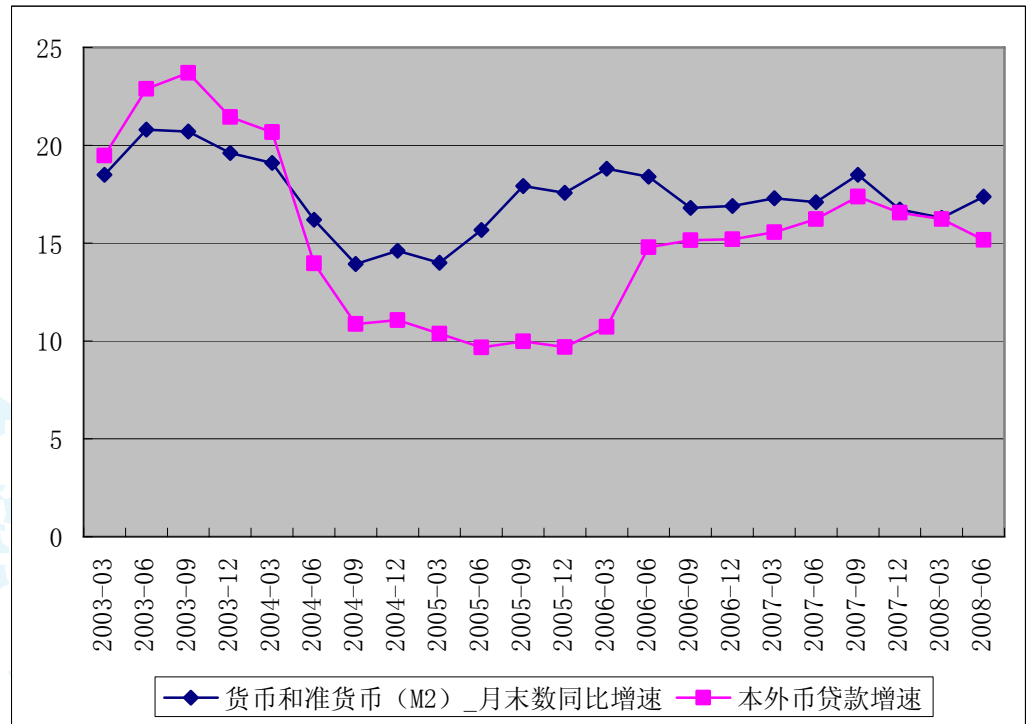
危机将通过以下几个渠道对美国以外的实体经济产生影响。

- (1) 名义财富缩水，打击消费投资
- (2) 信用体系受重创，风险升水大大提高，企业融资成本提高，打击消费投资
- (3) 外部需求面临冲击，由于对为未来经济走势不明确，缺乏信心，投资和消费进入观望期

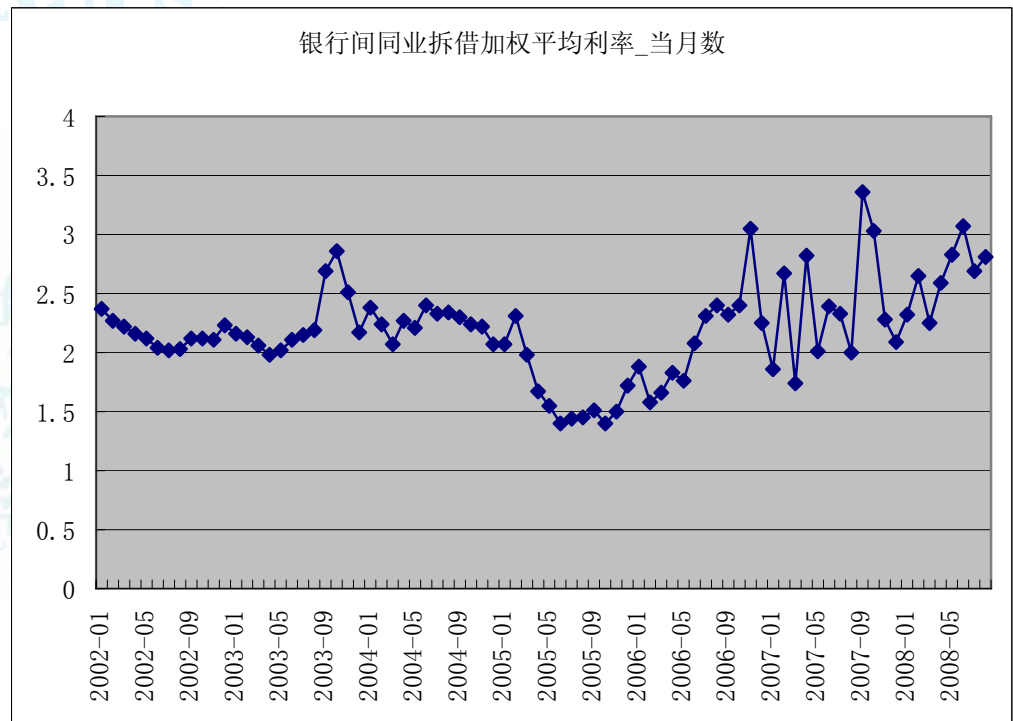
对中国经济而言，三方面的影响都有，但最主要在第三方面。

(1) 中国外汇资产主要集中在外汇储备，私人部门对外金融资产投资有限，而外汇储备主要集中在较高安全性和流动性方面的国债和机构债，在危机当中损失有限。国内股票市场和房地产市场因为国际金融市场动荡也受到影响，但是造成股市和房地产下调的主要原因并非国际金融市场动荡，而是国内宏观经济调控。总体来看，中国的名义财富增长也受到的影响，但是影响有限。



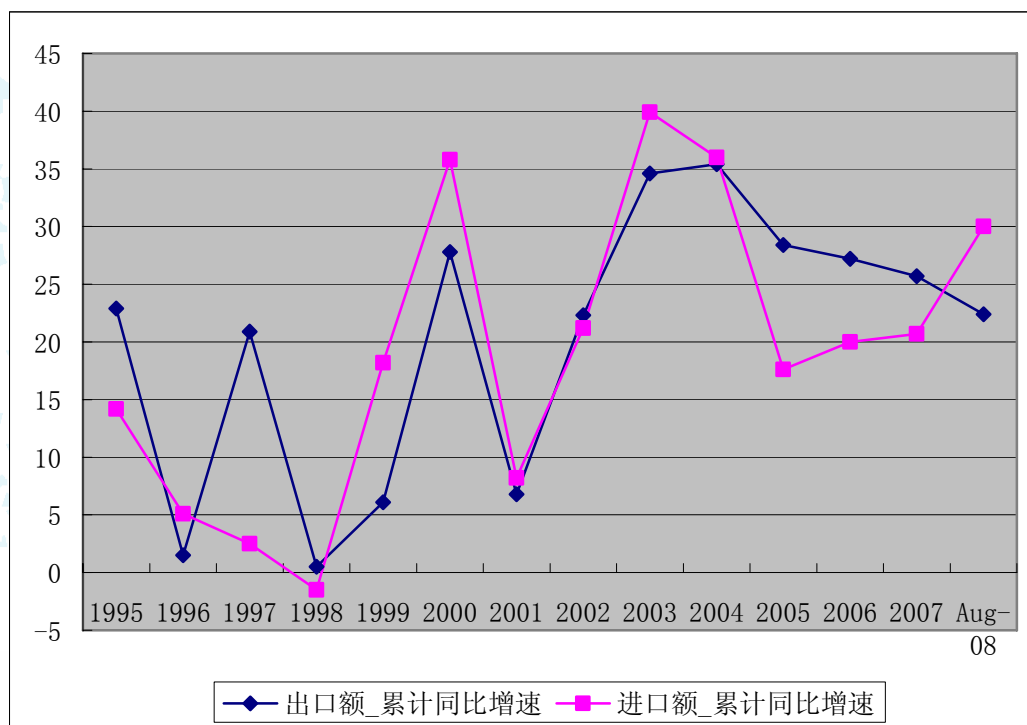


数据来源：中国经济信息网



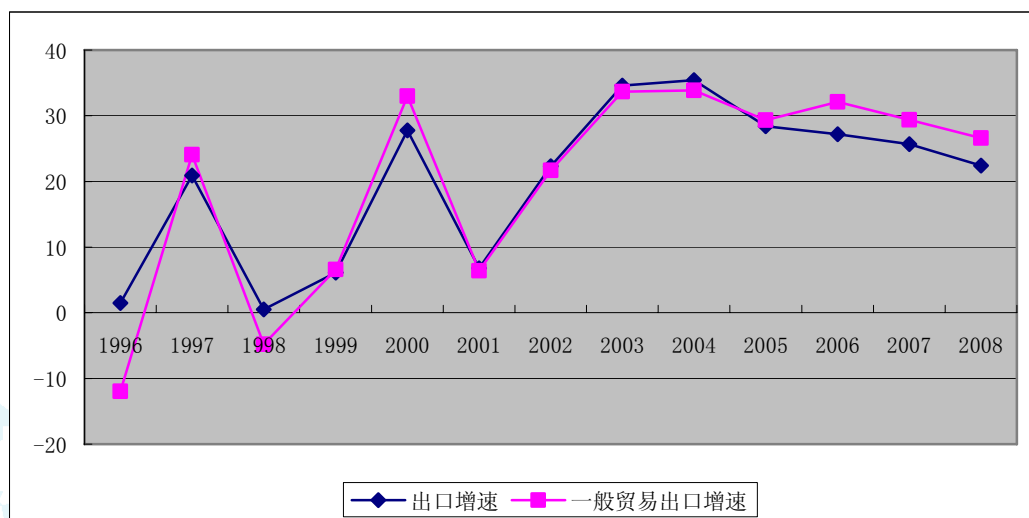
数据来源：中国经济信息网

(3)最主要的影响在于外部需求下降,中国的对外出口和相关投资进入观望期。2007年以来,中国的对外出口面临一系列困境,人民币升值、出口退税、劳动力成本上升、原材料成本上升,再加上全球经济减速,出口企业面临非常严峻的经营局面。截至目前,中国的对外出口还在较高的增长速度上,企业环境变化对出口的影响还没有完全体现出来。我们预计未来出口增速还有进一步的下降。



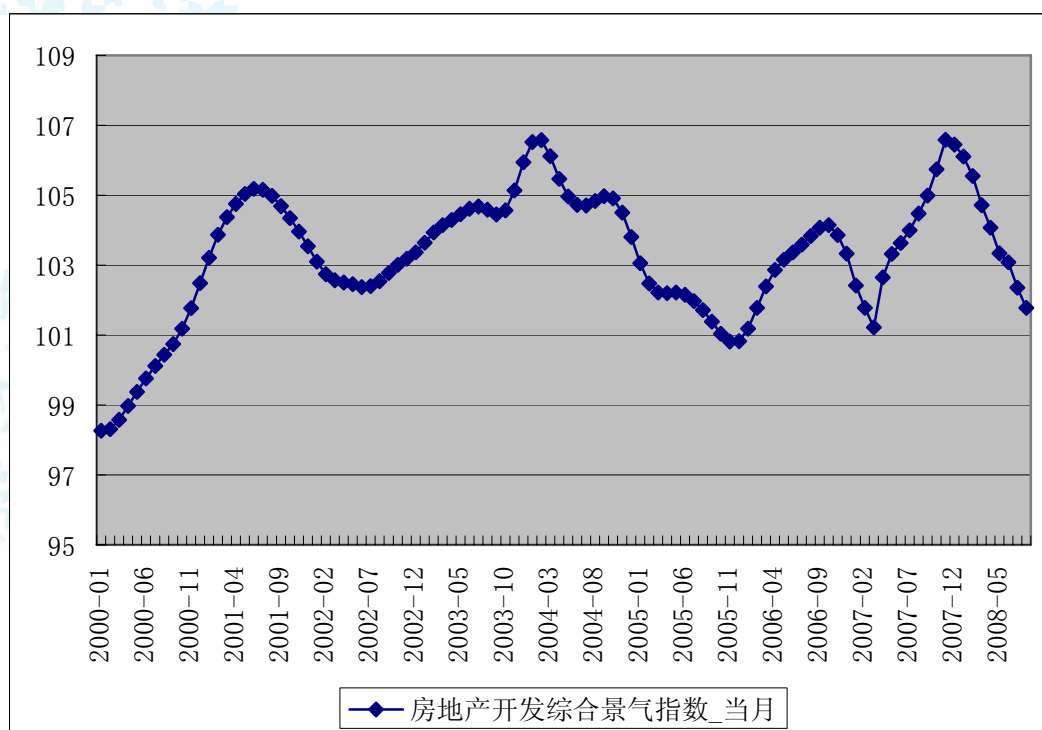
数据来源: 中国经济信息网

一般贸易模式的出口增速下降小于总体的出口增速下降,说明来料加工、进料加工贸易、补偿贸易等贸易模式的出口对此次环境变化做出了更强烈的反应。这是因为这类企业多属于劳动密集型,利润率较低,难以承受短期内多方面的压力。这和我们看到的报道以及我们前一段时间对出口企业的调查结论一致。珠三角众多玩具、鞋类等劳动密集型来料加工、进料加工类型的出口企业在最近一年来受到了最严峻的生存考验。



数据来源：中国经济信息网

还需要补充的一点是中国的投资，尤其是房地产投资情况。面临信贷紧缩和房地产价格回落，新增房地产开发投资增速下降明显。考虑到房地产投资在总投资中高达 1/4 的比重，房地产投资下降对总的投资和经济增长会在近期内带来显著负面影响。



数据来源：中国经济信息网

三、中国经济政策将要做出的调整

中国经济需要做出的调整主要有两个方面，一个是经济周期性下滑；二是经济结构的调整。宏观经济当局要做的，就是要在周期性下滑中防治经济的过度下降，同时，推动中国经济结构的改变，推动中国经济增长的可持续性。

汇率政策

次贷危机向实体经济的传染还会让出口企业面临更严峻的经营局面。为了缓解来自出口企业的压力，货币当局很难再度加速人民币对美元升值。但是，次贷危机之后，其他一些实体经济受到负面冲击的货币会对美元经历贬值，这事实上带动了人民币对其他货币的升值。因此总的来看，人民币贸易加权汇率可能会升值。这也正是货币当局希望看到的，通过对美元稳定保持贸易加权汇率的升值，这样既可以实现人民币升值，又避免了来自国内的政治压力。

中国面临的巨额贸易顺差还没有明显缓解，热钱流入中国在最近几个月出现了一些变化，但在国际金融市场回归平静以后还可能再次卷土重来（出于人民币中长期升值预期和人民币美元利差扩大的牟利动机），货币当局还将在外汇市场上面临人民币升值压力。人民币在未来还将面临升值压力。

利率和信贷

是否应该尽快降低利率和放松信贷是目前依然保守争议的问题。多数派观点认为中国经济增长将要面临非常严峻的下滑，货币政策需要及时放松。但是同样有观点认为目前中国经济的下滑和经济结构调整都是健康的变化，不需要过渡担心经济增长，货币当局的主要任务是保持物价稳定，这是确保中国经济稳定最根本的保障。中国经济应该容忍必要的经济下滑。这种下滑对于扭转中国的经济结构是有利的。

正是在这些争议下，货币当局在前一个阶段并没有对经济下滑做出明显的反应。但随着中国经济下行，我们预计会有进一步的利率下调和信贷政策放松，尽管这样做可能会很危险。

财政政策

主要包括增加个人所得税起征点；增值税改革降低企业税负；增加部分产品的出口退税；增加铁路、城市地铁等基础设施建设支出；增加对社会保障、医疗和教育的开支等。

至少从目前财政状况看，目前政府有能力做出较大的财政刺激方案。问题在于现在是否是好的时机。中国经济是否已经到了需要财政政策刺激经济增长的时候。

其他政策

还受到广泛关注的政策还有：（1）能源价格改革（2）农村土地政策改革（3）医疗改革（4）房地产政策调整等

总的来看，我们并不担心中国经济在短期内非常严重的下滑，出口和投资的下降会拉低短期的经济增长，但是对于经济结构调整有利，财政政策和货币政策还都有推动经济增长的余地。令人担心的是结构调整进程可能难以顺利推进，甚至继续恶化。如果采取了过多措施刺激出口和投资的增长，中国经济将重新回到原来的增长轨道上，这种模式已经被证明是难以持续的。

声明：本报告非成熟稿件，仅供内部讨论。报告版权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所有，未经许可，不得以任何形式翻版、复制、上网和刊登。