

# 妥善应对资产负债表危机

金融危机爆发的充分条件是，一个资产负债结构不稳定的国家遭受了巨大的冲击，并且导致国家债务结构不断恶化。美国绝不愿意背负如此巨大的债务负担，其出路有三：一是对外发动战争，转嫁危机；二是放任美元贬值，发动货币战争；三是通过国内改革和国际合作，弱化美元现有地位，推动世界经济平衡。

马涛

近日美债危机一波三折，引发全球资本市场动荡，呼之欲出的第三轮量化宽松（QE3）让市场无限忧虑。目前世界上经济实力最雄厚的两个地区——欧洲和美国，均深陷主权债务危机，信用频频遭质疑，政府大有靠不住之势，全球面临资产负债表衰退，世界经济进入了一个由债权、债务构成的信用关系为基础的发展阶段。而危机远没有结束，蝴蝶效应或将引发多米诺骨牌效应，全球下一个倒下的会是谁？尚待观察。

## 金融危机是资产负债表危机

金融危机正以10年为周期在新兴经济体和成熟经济体轮番爆发，对金融危机的既有分析建立在一个假设之上，即经济中各部门均拥有一张健康的资产负债表，只注重流量分析，而看不到资产或负债存量对经济衰退的影响。通过研究发现，金融危机爆发的充分条件是一个具有不稳定资产负债结构的国家遭受了足够大的冲击，并且导致国家债务结构不断恶化。不论是一个国家还是国家的各个部门都有一张属于自己的资产负债表，风险

会通过政府部门、金融部门、企业部门和居民部门的资产负债表进行传导，直至破坏掉整个国家的稳定结构。

不论是次贷危机还是今天的主权债务危机，实质都是资产负债表危机，包括上世纪新兴市场经济体发生的金融危机也不例外。墨西哥金融危机（1994）、亚洲金融危机（1997）以及后来的俄罗斯（1998）、巴西金融危机（1999），都源于国家资产负债表设计的失败，资本账户过早开放、国际资本自由进出、向成熟市场国家过度举债等，导致严重的货币错配风险和资本结构问题，宏观经济面对各种外在冲击，风险暴露无遗。仅就货币错配而言，当时各国的外币头寸负债分别为：墨西哥640亿美元、韩国580亿美元、俄罗斯340亿美元、泰国330亿美元、巴西760亿美元，危机爆发时，本币大幅贬值，以本币计价的资产大幅缩水，由此形成巨额损失。正是因为成因的相似性，土耳其（2001）和阿根廷（2001）金融危机均被成功预测，没有产生全球性影响。

## 全球债权国和债务国的大变身

此次金融风波的爆发正是之前新兴市场经济体应对危机亡羊补牢的一个直接后果。新兴市场经济体经历危机之

后，纷纷修复资产负债表，改善经常账户，积累外汇储备，通过购买证券等形式将流入的外国资金返还给欧美发达国家。2005年，亚洲新兴市场经济体经常账户盈余达到国内生产总值（GDP）的4%，拉丁美洲新兴市场经济体经常账户盈余达到GDP的3%。通过这个过程，实现了债务关系的大变身，曾经的债务国成了债权国，如亚洲新兴市场经济体；曾经的债权国成了债务国，如美国等。

从新兴经济体回流的资金繁荣了欧美的资本市场，较低的利率造就了低廉的资金成本，诱发私人部门过度举债、过度消费。自2002年以后美国家庭的资产负债率出现了快速攀升，由2002年年初的25.5%快速上升到2006年的31%左右。20世纪90年代以后，受低息的诱惑，美国企业倾向于选择银行借款，融资的顺序依次为内部积累、债务融资、发行股票。2000年至2006年间，企业资产负债表上的信贷市场工具（如商业票据、债券、贷款等）的年增长率为4.5%，股票则下降了3.8%。低息和资本市场繁荣使企业走上了快速债务融资扩张的道路，而借款扩张的后果是加快了资产负债表的膨胀与危机。

## 危机处理不当将引火烧身

如果资产的增值快于负债的增加，那么资产负债表就不会出现恶化，但是美国房地产价格泡沫的突然破裂直接引爆了全球性金融危机。无奈之下，欧美国家只能千方百计修复资产负债表，不惜冒着引火烧身的风险，由政府主导和推动私人部门去修补破损的资产负债表，然而当社会总资产一定时，政府主导的修复活动实质上是总资产在政府和私人间的再分配，换句话说，就是政府将其资本转移到私人部门。

但这样做的结果是，虽然私人部门的资产负债表得到了修补，但政府的资产负债表会变得更加糟糕。以美国为例，政府主导救市的结果是政府收入减少但开支急剧增加，财政赤字和政府债务急剧上升。美国财政部的报告资料显示，2009年，金融危机导致美国政府财政收入只有2.1万亿美元，比上一财年下降16.6%；但一系列经济刺激措施和救市计划导致政府开支达到3.52万亿美元，比上一财年增加18.2%。经济刺激计划加重了政府资产负债表受损的程度，正如目前形势所呈现的那样，“灾”被成功地引到了政府身上。

主权债务危机是全球金融危机的继续，它正成为继银行危机、货币危机之后主要的金融危机类型。而且，可以肯定地说，主权债务危机将很可能成为世界经济格局重新调整的重要推动力量。这是因为目前以美元为主要储备货币的国际货币体系越来越难以维系，只要这种体系存在，美国就不得不继续负债，到2021年联邦政府的债务总额可能达美国GDP的100%，而到2035年可能达到近190%。美国绝不愿意背负如此巨大的债务负担，其出路有三：一是对外发动战争，转嫁危机；二是放任美元贬值，发动货币战争，走流氓路线；三是通过国内改革和国际合作，弱化美元现有地位，推动世界经济平衡。如果选择第三条道路，那么一种新的国际货币体系将可能在未来10年或20年里诞生。

（作者系中国人民大学经济学博士）

■拍岸涛声 | Wu Zhigang's Column

## 中国股市缘何缺失“晴雨表”功能



吴智钢

标准普尔下调美国主权债务信用评级至AA+，加上欧洲主权债务危机持续发酵，引发了全球金融市场大幅动荡，全球股市应声下跌。短短的几个交易日，美国、法国、德国的股指累计跌幅已经超过10%，8月8日，中国股市沪深300指数也大跌3.57%，创出1年以来的新低。

曾有朋友忿忿不平地问：“美欧股市有病，为什么中国股市要陪着吃药？”其实，问题就在于：不仅是美欧股市有病，而且中国股市本身也病得不轻；况且，就当前中美、中欧经贸关系来看，美欧经济出了大问题，也必然对中国经济造成一定的影响。

美国主权债务信用评级的下降，以及评级机构将美国经济前景展望列为负面，使投资者对中国经济的发展失去了信心，对美国再度爆发金融危机存有忧虑，也对当前前景失去信心。同时，欧债危机的持续蔓延也令市场担忧。市场对全球经济二次探底的预期正在加强。

中国经济早已融入全球经济当中，美欧都是中国最大贸易伙伴，美欧经济的不景气，将对中国的出口贸易造成一定的困难，从而对中国经济的增长形成负面的影响。当然，美欧经济不景气对中国经济的影响，并不是决定性的。就像2010年美欧经济复苏艰难，但中国经济依然保持了快速平稳增长那样，美欧经济不景气，也不能阻挡中国经济增长的步伐。尤其是去年以来，中国经济结构开始逐渐得到调整，目前中国对出口的依赖度正在减少，而中国内需市场正在逐步成长；美欧经济不振，对中国经济影响的程度正在减弱。

然而，从股市的角度来看，美欧股市的这次暴跌，是它作为一个国家政治经济“晴雨表”对其基本面的反应，而中国股市的下跌，却完全是另外一回事了。中国股市从它诞生以来，就从来没有承担起国家政治经济“晴雨表”的功能，也没能反映中国经济这20年来持续高速增长的事实。中国股市的下跌，只是其系统性风险的释放，仅此而已。

中国股市的走势，似乎从来都没有和中国经济的成长联动过，自然就不能承担起“晴雨表”功能。远的不说，2010年，中国经济成为全球复苏最强劲的引擎，当年国内生产总值（GDP）增长了10.3%，成为全球主要经济体中增长最快的国家；当年中国GDP总量达到397983亿元，超过了日本，成为全球第二大经济体，但中国股市却全年下跌了12.51%（沪深300指数），成为全球主要股市中跌幅最大的市场。2011年上半年，中国GDP增长9.6%，仍然是全球主要经济体中增长最快的国家，但中国股市却仍然下跌了2.68%。从中国股市如此表现来看，我们只能说，这个市场已经和美元一样，在事实上沦为了长期的弱势市场。股市不能反映经济的成长，不能和宏观经济联动，如果它是一种短期的波动，我们只能说，股市波动存有偶然性；但是，如果这种特

## 处罚违规开发商不能太“从宽”

冯海宁

对房地产开发商的资质管理，住房和城乡建设部将出新规。8月10日起，《房地产开发企业资质管理规定（修订征求意见稿）》公开征求意见，有擅自变更容积率、哄抬房价等行为的开发商，将被处以最高3万元的罚款。

该规定的重点在于规范开发商资质管理，但最高处罚违规开发商3万元的规定却引起舆论广泛关注和质疑。这一处罚标准与开发商的违规所得相比，似乎就是九牛一毛，不仅对开发商没有实质威慑力，而且等于是变相鼓励开发商去囤地，去更改容积率，去捂盘惜售。

仔细阅读该意见稿，就会发现一些报道过于片面，只提到最高罚款3万元，没有提到关于资质方面的处罚。意见稿的原意是，开发商出现囤地、更改容积率等情形的，有权限的县级以上房地产开发主管部门可视情节轻重作出降低资质等级或吊销资质证书处理。

对违规开发商是双重处罚，应该说，比较有杀伤力的是“资质处罚”，因为资质往往是开发商拿地、开发项目的本钱之一。但即便是双重处罚，也是

温柔式的处罚。意见稿规定地方房地产监管部门可视情节轻重作出资质处罚，也就是说，情节轻重由地方监管者说了算。而现实中，很多地方监管者往往与违规开发商“穿一条裤子”。

对违规开发商的处罚存在三个问题：一是制度规定的处罚力度太轻；二是处罚的弹性太大，尤其是地方监管者掌握处罚尺度前景难以乐观；三是开发商有多种办法来应对处罚，比如，降低资质之后花钱托人再买资质，吊销资质后换个“马甲”再申请资质；再不行的话，利用有资质的开发商来拿项目。

在我看来，房地产市场之所以乱象丛生，主要原因就在于政府处罚力度与开发商违规所得严重不成正比。比如，杭州市国土局2007年曾对闲置土地每亩罚款9.5万元，但实际上每亩地价上涨了约552万元，罚款额仅为涨价的五十分之一。这样的处罚力度显然是糊弄大众、纵容开发商违规。国家有关立法部门以及全国性房地产制度不能再向开发商“问好”，面对开发商频频顶风作案的现实，惟有严厉惩罚才能唤醒开发商的道德良知和法规意识。

## 加快国际信用评级体系改革的步伐

王天龙

全球投资者憋紧了脸，终于等到了美国债务上限提高的消息。美国主权债务违约的结局得以避免，这对战战兢兢的全球经济来说起码不是坏消息。就在全球投资者长舒口气的时候，信用评级机构标准普尔将美国主权信用评级从AAA降到AA+，在全球金融市场上掀起了滔天巨浪，也很可能就此将世界经济推入深渊。

在全球化的时代，全球经济高度关联，美国经济问题和风险将形成全球性冲击。在全球经济的覆巢之下，没有哪个国家能够独善其身。中国不抛硬币的美债，不是落在了“美元陷阱”中，也没有被美国国债“绑架”，而是中国深知，此刻对美债的抛弃将引发全球金融市场剧烈动荡，对全球经济整体发展不利，这是负责任的大局观。就在大家都小心翼翼地呵护全球经济复苏的窗口，标普坚持把船弄

翻，实在是应该受到唾弃和鄙视。

标普为什么有这样的能耐，看看现在的国际信用评级体系就清楚了。不可否认，信用评级机构对现代金融体系具有十分重要的意义，公正的信用评级是维护金融体系良好运转的重要条件。但目前世界上主要的信用评级机构只有三家，分别是标准普尔、穆迪和惠誉，并且全部来自主要发达国家，标普和穆迪来自美国，惠誉属于法国。

如果一个产业主要有三个行为主体，这意味着什么？经济学早就做了回答并清楚地指出了后果：寡头垄断将导致无效率的结果。寡头垄断市场上的行为主体会倾向于提供更少的服务，索取更高的价格和做出更多不负责任的事情。因为缺乏必要的竞争，处于垄断地位的评级寡头也会倾向于腐败。

原因在于这些评级寡头的生存模式是，通过向证券发行者收费，资助它们进行相关研究，进而对发行者的

证券做出评级。这种安排具有显而易见的问题，发行者肯定希望获得更高的证券评级，如果没有必要的竞争，证券发行者就会把评级业务交给那些愿意提供较高评级的机构，而评级机构则通过索取更高的价格给客户需要的服务。市场上的投资者和机构根据这些评级，形成错误的的安全感和行事准则，种下了风险的种子。

每一场严重的危机背后，几乎都能隐约看到信用评级机构推波助澜的身影，要么是将原本一文不值的证券化产品赋予AAA评级，要么是在危急时刻火上浇油。它们滥用手里的信用评级，发挥不当影响力。那些曾被评为AAA等级的证券化产品，如次级抵押贷款证券等，最终被证明并不值钱而引发了危机。它们无视欧元区领导人改善经济的努力，执意将希腊等“重灾区”的国债信用评级降级，也直接导致了欧债危机的蔓延与恶化，极大地影响了全球经济。可以说，信用评级机构正在成

## 焦点评论



高铁减速

安全永远数第一，超常发展终喘息。反思经验与教训，重申技术和管理。步子太大易扯蛋，祸福从来两相依。温州血色淋漓处，犹忆当年豪言时。

赵乃育/漫画 胡不归/诗

## 联系我们

本版文章如无特别申明，纯属作者个人观点，不代表本报立场，也不代表作者供职机构的观点。如果您想发表评论，请打电话给0755-83501640；发电邮至pp118@126.com。