

美国国家信用危机引爆全球股灾

易宪容

这次全球股市暴跌，应是美国国家信用危机的开始。现在最需关注的是，这在多大程度上动摇了以美元为主导的国际金融体系，美国是否会改变负债经济的增长模式。这两大方面的变化，将决定美国及全球经济何时才能真正走出困境。至于是否会爆发新一轮金融危机，现在下结论为时尚早。

今年 8 月第一周，是全球金融市场自 2008 年下半年以来最为惨痛的一周。不仅美国股市三大股指暴跌，德、英、法以及亚太国家等股市也无一幸免。同时，国际原油和其他大宗商品价格也连续走低，美元及非美元汇率大幅波动。全球金融市场的巨大震荡使得芝加哥期权交易所波动率指数（VIX）或“市场恐慌指数”攀升到 35%（2008 年美国金融危机爆发时该指数上升到 100%）。

更糟的是，上周五美股收市之后，近百年来固若金汤的美国主权信用被标准普尔下调，评级展望负面。标准普尔的理由是，国会与白宫达成的提高债务上限协议缺少标普所预期的维持中期债务的稳定举措，而且，如果新的财政压力使政府总体债务负担轨迹高于标普设置的基准，标普还有可能在未来两年内将美国长期主权信用评级下调至“AA”。有市场分析推断，标普此举将再度引发世人对美债危机的担忧，增加全球市场的不确定性。更有人认为新一轮全球金融危机即将爆发。

现在我们要问的是，这究竟是实体经济的衰退还是金融市场泡沫的破灭？是市场信用失灵还是国家信用危机爆发？这次暴跌及金融市场震荡与 2008 年美国金融危机有哪些相同与不同？对中国金融市场或亚太金融市场会造成多大冲击与影响？

在笔者看来，美国可能出现第二次经济衰退、欧洲主权债务危机不确定性在蔓延、日本和瑞士对汇市的干预导致金融市场利差交易的洗仓潮、国家信用崩塌、政府决策部门无能等都还是表象，还不是问题的核心所在。所有的金融问题都是信用扩张问题。无论是发达市场经济国家还是新兴的市场经济国家，一旦信用扩张的合理边界过度，金融危机爆发就不可避免。

一般来说，金融就是对信用的风险定价，而不同的金融市场、金融产品、金融工具等是对不同的信用作不同的风险定价。比如股票是对上市公司信用的风险定价，债券是对债务人作用的风险定价，而存款则是对商业银行信用的风险定价等。信用则是一种承诺，是个人、企业、政府的一种承诺。由于个人之间、企业之间、政府之间，及个人、企业及政府之间的信用不同，也就有了不同的信用风险定价市场、产品及工具。可以说，在现代社会，金融神奇的功能就在于能把经济主体的主观信用转化为经济增长的动力。但是，由于任何经济主体的信用都是主观的，受到许多制度约束，一旦这种信用过度使用或超过了合理边界，金融市场就面临着巨大风险。

为避免全球经济出现严重衰退，2008 年金融危机之后，欧美各国对金融市场采取一系列的去杠杆化方式（或缩小信用扩张），加强了对金融市场的监管，重造金融监管的法律规章制度。但由于欧美发达国家基本都采取了量化宽松的货币政策，以国家信用的方式向金融市场注入大量流动性，致使全球流动性泛滥。目前有 15 至 16 万亿美元“热钱”在全球金融市场迅速大规模地流动。这就使得上一轮金融危机中的不少金融衍生工具不仅没有在“去杠杆化”过程中减弱，反之又以新形式在金融市场中强化。比如当前全球金融衍生工具市值达 600 万亿美元，是全球实体经济的 10 倍以上。这不仅使得不少国家的股市及相关资产价格快速上升，并很快恢复到 2008 年金融危机之前的水平，而且这些快速流窜的资金也给全球金融市场的汇率、油价及大宗商品等价格造成极大波动，金价更飙升到历史最高水平。而

当信用扩张边界远远超过实体经济需要或超过合理性边界时，泛滥的流动性一定会推高各种资产的价格，潜在金融风险随时都可能爆发。

在欧洲，欧元区实现了统一的信用货币，可欧洲央行却不是欧元的最后贷款人，即各国政府不能对其欧元信用作政治上担保。在这种情况下，信用差或经济实力弱的国家，就可能过度使用欧元，这些国家过度发行主权债就是滥用欧元信用的结果。因此，如果不解决信用货币的统一性及信用货币最后担保一致性问题，欧元国家的主权债务危机或国家信用危机就是个无边无际的问题，潜在金融风险只会在这过程积累得越来越大。

在美国，量化宽松的货币政策阻止了 2008 年下半年后美国经济的全面衰退，但对美国实体经济增长所起到的作用则十分有限。因为，当美联储把大量流动性注入金融市场及银行体系之后，这些流动性或是留在银行体系，或是流向各种资产，并没有进入实体经济，这让美国股市在短期内很快恢复到危机前的水平，或是通过美元利差交易流向全球金融市场。这当然容易造成全球金融市场流动性泛滥及美元的全面贬值。

作为一般国家信用的扩张，本来不会出现问题，单在以美元为主导的国际货币体系下，美元汇率的任何波动，都会导致国际市场经济利益的调整。当美国国家信用作为国际货币体系的信用时，对美国国家信用的任何疑问，都会带来国际市场巨大震荡。原本美国债务风险远低于日本等国，但共和、民主两党却因为政治考量互不相让，把提高债务上限的谈判演化成政治谋利的闹剧，把美国国家信用作为一种儿戏，再加上美国经济基本面原本就薄弱，就业市场萎靡不振，欧洲主权债务危机不断蔓延等因素，导致了美国的国家信用危机。从这个角度说，这次全球股市暴跌，应该是美国国家信用危机的开始。我们理应密切关注这种态势会走向哪里。

标准普尔下调美国主权信用评级，是对美国国家信用的重新定价。这对全球金融市场冲击不可低估，但也不应夸大。现在最需关注的是，美国国家信用危机在多大程度上动摇了以美元为主导的国际金融体系，美国是否会改变负债经济的增长模式。这两大方面变化，将决定美国未来经济走势及全球经济何时才能真正走出困境。

至于是否爆发新一轮金融危机，现在下结论为时尚早。

（作者系中国社会科学院金融研究所研究员，2011 年 8 月 8 日，来源：上海证券报）