

# 次债背景下不确定的世界经济

## —基于全球经济失衡角度的理解

雷达 孙中栋

**内容提要：**次级债危机来势汹涌，导致了美国及全世界经济的震荡。本文从全球经济失衡的角度入手对次级债危机原因进行分析，我们认为，次级债危机爆发是美国经济失衡及全球经济失衡的必然结果。在此基础上，通过大量的数据分析，对短期和长期的美国和世界经

济的不确定性分别给予了判断。我们得出的结论是，美国经济短期内不会大幅衰退，但是长期来看，美国经济存在许多不确定性，可能面临一个缓慢衰退的调整过程。美国的次级债危机短期内不会严重拖累世界经济的增长，但是，美国可能通过资源价格上升转移危机调整的成本，从而影响全球经济，尤其是发展中国家经济的增长。同时，在不确定的世界经济中，我们认为利益分配将成为各国关注的焦点，资源价格上升成为整个利益分配过程的一种渠道，资源价格的逆转同样会给发展中国家经济带来巨大冲击。因此，从短期来看，防止经济过热和通货膨胀加剧是中国宏观经济政策的主要目标，与此同时，在长期中，我们更需要防范全球经济失衡的利益调整所造成的中国经济衰退。

**关键词：**次级债危机； 全球经济失衡； 流动性过剩

### 一 导 言

2007年开始出现的美国次级债危机，来势汹汹。房价不断下降、金融机构巨额亏损、股市持续震荡等一系列事件使得美国次级债市场成为世界关注的焦点。次级债危机不仅造成了美国金融市场的动荡，而且通过直接或间接的渠道影响全球经济的发展，使得美国及世界经济增长的不可测因素增多，不确定性增大。这必然给中国经济带来多重的外部冲击，温家宝总理在今年的“两会”之后的新闻发布会上坦承“今年恐怕是中国经济最困难的一年”。危机的传播与市场的恐慌引起了人们对次级债危机的广泛关注和深度反思：相对于收入水平来说，美国并不是房产价格上升幅度最大的国家，爱尔兰、西班牙、荷兰和英联邦以及新西兰岛的房价上升幅度都高于美国，那么为什么次债危机会首先从美国爆发呢？次级债危机是否会导致美国经济衰退？它给世界经济带来不确定因素有会具体表现为那些现象？本文试图从全球经济不平衡的角度对这些问题进行实证分析。

2000年以来，房地产业的投资热潮为何演化成了以次级债为标志的金融危

机，现有的相关文献的分析主要有以下四种观点：第一种观点认为过度的金融自由化是导致次级债危机的主要原因。而金融自由化主要体现为三个方面：过度债券化、信贷标准下降、信贷质量下降等。“过度债券化”观点的主要代表是Benjamin J. Keys, Tanmoy Mukherjee, Amit Seru(2008)等人，他们认为债券化将一些非流动性的贷款转化为流动性的债券，从而减少了金融机构对借款者评估和监测的动力，他们利用美国次级债券市场数据库的数据进行了实证分析，发现债券化程度与监控力度成负向关系，过度的债券化导致了危机的发生。“信贷标准下降”观点主要代表是Giovanni Dell’Ariccia, Deniz Igan, Luc Laeven (2008)等人，他们认为由于房产价格的不断上升，为了追逐高收益，大量新的信贷机构进入抵押贷款市场，加剧了机构之间的竞争，从而导致了信贷标准的下降和贷款者承担的风险提高，而抵押市场上存在的信息不对称和欺诈行为进一步加剧了风险的上升，过高的风险必然会造成金融市场的动荡。“信贷质量下降”观点主要代表是Yuliya Demyanyk, Otto Van Hemert (2008)等学者，他们利用美国金融市场相关数据，通过对借款者、贷款者和房产价格上升的各自特征进行分析，他们发现，次级债危机爆发前的六年间，次级贷款质量是不断下降的，与此同时，高房价趋势掩盖了低质贷款的高风险，以至于监管机构无法及时发现，因此，这种不可持续的低质贷款的增长最终导致了金融市场的危机。第二种观点将次级债危机归罪于宽松的货币政策。Tobias Adrian and Hyun Song Shin (2008)等人，认为美联储的宽松的货币政策导致了流动性过剩，而流动性过剩导致了资产价格的上升和外部融资成本的下降，这激发了金融机构提高财务杠杆的行为，过高的财务杠杆使得金融机构暴露于高风险之中，因此，当美国提高利率时，使得资产价格破灭，导致了危机的发生。第三种观点认为市场上道德风险的上升导致了次级债危机。Atif Mian, Amir Sufi (2008)等人认为抵押信贷市场上“脱媒”现象，使得2001-2005年抵押信贷的供给迅速上升，而这种供给的扩张将原来无法获得抵押贷款的边缘消费者拉入抵押信贷市场。与此同时，这种快速上升的抵押信贷供给导致了借款者风险的迅速上升和房产价格溢价上升，而这进一步提高了消费者的风险偏好，偏向于更多的抵押贷款。这些现象导致了后来违约率的急速上升，并进而使得房地产市场萎缩，最终引发了金融市场危机。第四种观点将次级债危机与美国长期经常账户逆差相联系。Carmen M. Reinhart , Kenneth S.

Rogoff (2008) 通过对战后工业化国家出现的18次危机的比较研究,发现次级债危机与以往危机有众多不同之处,美国政府债务低于以往危机的平均水平,通货膨胀水平也低于以往危机前的通货膨胀水平,但是,美国的经常账户赤字水平要比以往危机严重的多。

以上观点分别从不同的视角考察了次级债产生的原因,其中前三种观点的核心思想在于强调金融自由化的负面影响,如果次级债危机仅仅是因为金融自由化的必然结果的话,那么,伴随着对金融自由化或者是对市场原教旨主义的批判,美国在世界经济中的金融中心地位必然会遭到否定,以此推断,次级债危机的出现,意味着对美国在世界经济中现有角色的否定和必然的调整。因此,这些观点的最终结论必然是次级债危机意味着美国经济结构调整的开始,伴随着结构调整,美国经济的衰退不可避免,全球经济也会因美国经济的衰退而步入一个低增长时期。然而,需要指出的是,无论从金融自由化的角度,还是从低利率或金融市场上的道德风险的角度来分析,都与美国次级债危机的形成、发展及其最终爆发的历史过程不相符合,也就是说,从这些角度我们可以分析自上个世纪70年代任何一次金融危机产生的一般性原因,而对于这次次级债危机的特殊性原因却很难从这些视角中找到。而次级债危机的特殊性是我们判断其未来影响的关键所在,因为从美国金融自由化以来的历史经验来看,尽管金融自由化过程伴随着形式多样的金融危机的不断出现,但是,美国在世界经济中的金融中心地位却从未受到危机影响而有所减弱,相反,随着金融危机之后的调整,美国在世界经济中的金融地位却越来越得到巩固。那么这次的次级债危机是否是一次例外呢?

Kenneth S. Rogoff 的分析从历次危机的差异的角度总结出了这次次级债危机的特殊特征,即次级债危机与美国经常性项目逆差增长相伴随。这说明这次次级债危机是在全球经济失衡加剧的环境中产生的,为此,我们将沿着这一思路来考察美国次级债危机与全球经济失衡之间的相关性,以及危机的爆发所可能产生的全球性的影响。

本报告的主要内容包括:第二部分从全球经济失衡的角度分析了次级债务危机的原因;第三部分,在全球经济失衡背景下,分别从短期和长期分析了次级债危机对美国及世界经济的影响;第四部分,分析在不确定的世界经济中的一些确定因素。

## 二 从全球经济失衡的角度来看次级债危机的原因

自 2001 年美国出现短暂的经济衰退以来，美国经济又维持了近 7 年的增长。但是，这一期间的美国经济增长是在全球及美国经济失衡不断加剧的环境中实现的，美国次级债爆发与美国经济失衡的加剧是一致的。一方面，由于美国高消费、低储蓄的内部失衡引起了外部经济的失衡，美国外部经济的失衡决定了发展中国家外部经济的失衡。因此，这使得本轮全球经济失衡的特征具体表现为失衡的一端是中心国家——美国的贸易逆差的积累，另一端是贸易顺差越来越集中在包括中国在内的亚洲制造业中心。由于全球失衡的两端在金融发展程度上存在着明显的差异，这使得贸易顺差国的美元储备又流回美国市场，使美国国内市场存在充足的流动性。国际资本流动的这种特征决定了美国金融市场在配置全球金融资源的同时，也需要不断制造出美国国内经济的投资热点，房地产投资正是在纳斯达克投资热潮之后，美国金融投资家制造的一个新的投资热点。

### （一）全球经济失衡背景下的长期实际低利率环境

在“中心-外围”的世界经济体系中美国拥有主导地位，他一边重点发展金融服务业的，一边将大量制造业转移到外围国家，与此同时，美国国内存在着高消费、低储蓄现象，这两方面的内部经济失衡造成了美国外部经济的失衡。而美国内外经济失衡造成了外围国家大量贸易顺差的积累和外汇储备回流到美国，使得美国高消费、低储蓄现象和经常项目逆差得以维持。

#### 1. 全球贸易失衡及全球性的流动性过剩

上个世纪 90 年代，美国的新经济巩固了美国在全球经济中的中心地位。与以往世界的重心国家所扮演的角色不同，美国在新经济过程中重点发展了高新技术产业和金融服务业，而全球制造业的中心则越来越向外围国家转移，中心国家应对经济全球化挑战的主要手段在于非物质权力的控制上，即对技术创新范式、市场标准、知识产权、金融资产定价的权利方面。中心国家在全球经济角色上的这一变换必然造成全球分工格局的变化。与此同时，美国国内一直存在着高消费和低储蓄的现象，需要大量的国外资金来补充本国消费。这两个方面因素共同导致了美国贸易巨额逆差的形成。因此，以贸易失衡为表现形式的全球经济失衡是美国经济内外失衡和经济全球化发展的必然结果。2000 年以来（图 1、图 2），美国经常账户逆差增速加快，2000-2007 这八年间平均以 5% 的速度在增长，其

中 2006 年和 2007 年增速分别为 6.15% 和 5.34%，逆差额度分别为 8114.8 和 7386.3 亿美元；新兴市场经济体和发展中国家经常账户顺差在这八年中同样以平均 2.5% 的速度在增长，2007 年，新兴经济体和发展中国家经常账户余额的增速为 4.16%，顺差额度达到 6308.7 亿美元。因此，全球经济账户的逆差主要表现为美国经常账户的逆差，全球经常账户顺差主要集中在新兴市场经济体和发展中国家，尤其是中国及东南亚国家。进一步对比发现，2000 年以来，全球经常账户余额由原来的逆差迅速转变为顺差，其中 2007 年顺差额度为 1675.9<sup>①</sup> 亿美元，这说明新兴市场经济体和发展中国家经常账户顺差已超过了发达国家的逆差额度。

新兴市场经济体和发展中国家由于受金融发展水平的制约，造成了高储蓄意愿长期超过投资意愿，产生了大量的流动性资金，促进了全球长期实际利率下降。据 IMF 统计，发展中国家的储蓄占名义 GDP 的比例由 1999 的 23.3% 猛增到 2007 年的 33%，大大超过其 28.8% 的投资率。另外，虽然美国国内存在高消费和低储蓄现象，但从全球的角度来看，2005 年以来，全球总的储蓄率超过全球投资率，且全球总储蓄率和总投资率差距逐渐拉大，如图 3 所示，这进一步说明全球存在过剩的流动性资金。因此，全球贸易失衡和储蓄与投资的失衡成为全球流动性过剩的主要原因。

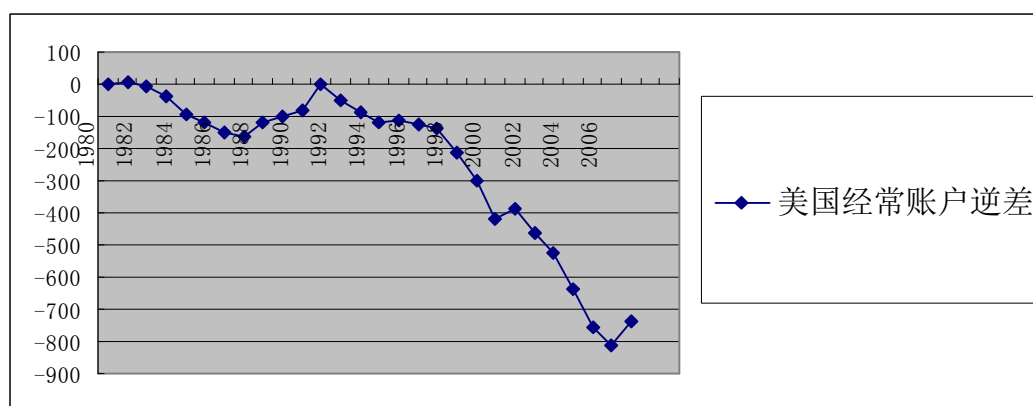


图 1 1980-2007 美国经常账户逆差 (百万美元)

数据来源：IMF 的 economic outlook database，网址 [www.imf.org](http://www.imf.org)

<sup>①</sup> 相关数据来自 IMF 的 economic outlook database，网址 [www.imf.org](http://www.imf.org)

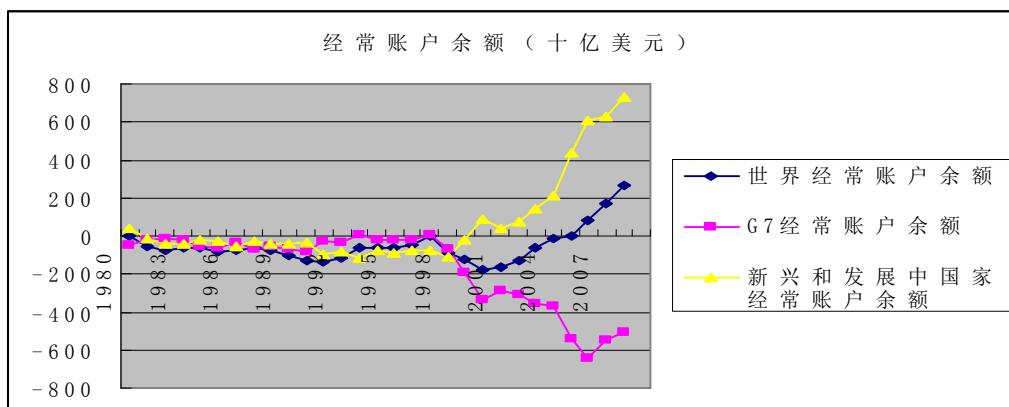


图 2 1980-2007 世界不同组别国家经常账户余额

数据来源：IMF 的 economic outlook database, 网址 [www.imf.org](http://www.imf.org)

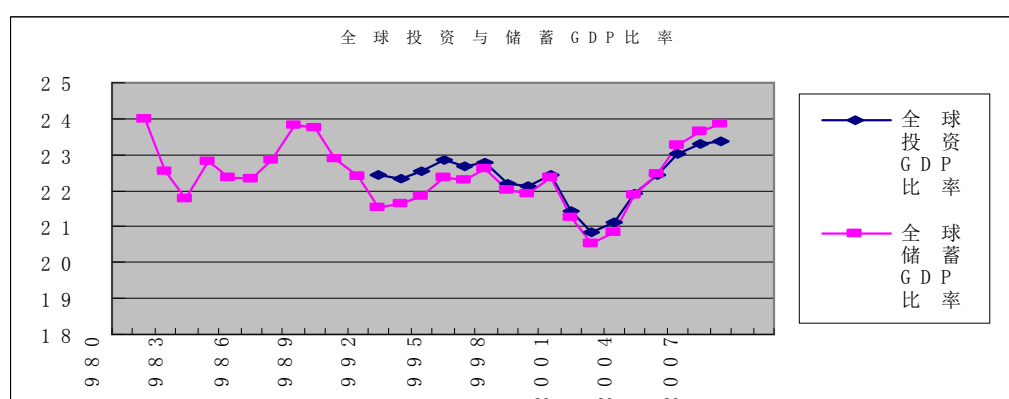


图 3 全球投资、储蓄与 GDP 比率

数据来源：IMF 的 economic outlook database, 网址 [www.imf.org](http://www.imf.org)

## 2. 美国国际资本的净流入与国内低利率

2001 年以来，虽然美国向国外投资的资本总量在不断的上升，但是，外国向美国投资的资本总量上升的速度更快。其结果是，流入美国资本净额的速度加快，2005 年与 2004 年相比增长了 39%。但是，2005 以后，随着人们对于美国资产过高的估价以及对于美国经济前景的担忧，流入美国的资本净额增速开始下降，其中，2006 年为 3.5%，2007 年则为-18.2%。

近年来的大量国际资金的流入使得美国国内市场拥有充足的流动性，从而为美国长期实施低利率政策提供了保证。2000 年以来，流入美国的资本净额迅速增加，其中 06 年达到最高值为 804421<sup>②</sup>百万美元，与此同时，随着净外资流入的增加，美国联邦基金年利率自 2000 年以来反而是逐年下降的，其中 04 年联邦基金年利率达到最低为 1.35，随后开始上升（图 4），这一现象可以表明美国资本流入净值的增加为美国长期实施低利率政策提供了保证。

<sup>②</sup> 相关数据根据美国联邦储备系统的数据计算所得 <https://www.federalreserve.gov/datadownload>。

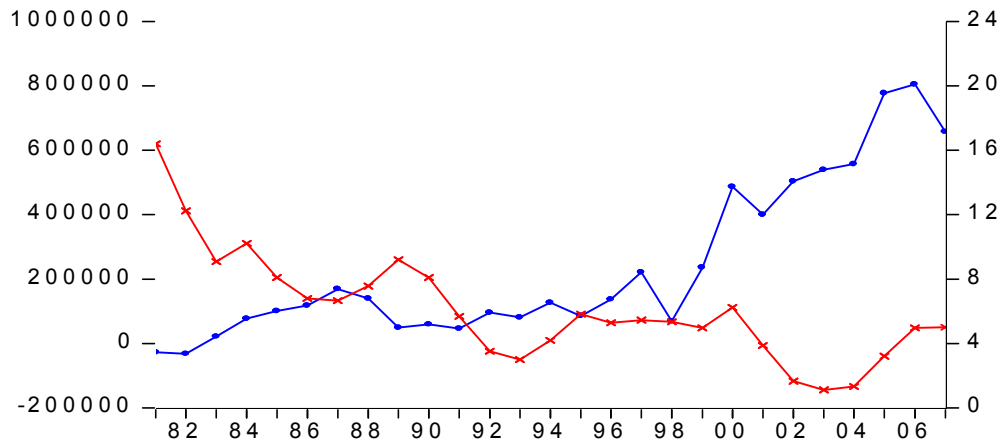


图4 外国资本流入美国的净值（NK，左坐标，百万美元）与联邦基金年利率（FR 右坐标）

数据来源：美国联邦储备系统相关数据计算所得 <https://www.federalreserve.gov/datadownload>

## （二）流动性过剩及低利率背景下，资金大量向房产集中。

### 1. 流动性过剩背景下，以市场为基础的金融体系特征促进资金向房产集中

在美国，由于信息技术的发展，以银行为基础的金融体系逐渐转变为以市场为基础的金融体系，而以市场为基础的金融体系的一个突出特点就是，存在更多的非银行金融机构进入信贷市场，参与抵押融资活动。虽然这些非储蓄机构的经营活不受传统的银行监管条例的监管，但是这些机构却行使着传统储蓄机构的功能，即利用短期的借款来进行长期的放贷。而在缺乏储蓄业务支持的情况下，这些机构利用抵押债券在货币市场上进行短期的融资，以此作为放贷资金的来源。这些资金来源在很大程度上依赖于美国及欧洲货币市场的流动资金，因此对于这些市场上的流动性异常的敏感。

而这些机构通过各种方式融资的资金之所以选择房地产市场的主要原因主在于：首先，从1998年开始，美国的联邦储备利率持续下降，而这使得非银行金融机构等机构投资者外部融资成本及房地产融资成本下降（Tobias Adrian and Hyun Song Shin, 2008）。其二，美国的房地产的融资市场的经营主体在相当长的时期内是由美国各级政府支持的放贷机构，因此尽管这个市场在上个世纪80年代已经运用了一些债券化的工具，但是，由于政府信用的存在使这个市场的风险在过去的30年中一直维持在一个很低的水平上。第三，当私人资本开始进入房地产融资市场的初期，刺激了房地产领域的需求，房地产价格开始上升。最后，在低利率和高房价的宏观经济环境中，美国房地产抵押贷款的坏账率和资不抵债

比率下降，美国的房地产业成了一个高收益低风险的投资行业，与之相伴随的房地产融资领域的交易活动日趋活跃，并最终成为流动性资本追逐的热点。

## **2. 新经济的破灭和纳斯达克市场财富效应的弱化促进了资金向房地产部门集中**

### **(1) 新经济破灭后，美国需要新的支撑消费的渠道**

在全球经济失衡的背景下，美国经济乃至世界经济的平稳运行在很大程度上依赖于美国高科技产业的创新能力。然而，一方面，我们看到自新经济结束至今，美国的科技创新并没有新的突破，甚至于在未来科技创新的突破点上还没有找到方向。另一方面，从历史的经验来看，当新的科技创新被运用于生产领域，实现了经济持续增长之后，不可避免地会出现周期性的经济调整过程。因为，创新技术在生产领域的运用，必然会提高全要素劳动生产率，生产率的提高会从生产领域中排挤掉一部分劳动力，从而出现就业的下降，就业下降引起收入的下降，进而导致社会有效需求不足，新经济之后的美国曾经出现过有增长无就业的宏观经济的特征。这两个方面决定了，为了防止美国经济衰退，必须寻找新的支撑美国消费的渠道。

为了避免新经济之后的经济衰退，美国自 2001 年以来一直运用扩张性的宏观政策手段来提高消费水平。众所周知，小布什政府的财政政策一直以减税为主要内容，而联储除了在 2006-2007 年间采用过短暂的升息政策手段之外，降息是其多数时期实施的政策方向；其二，美国全球金融地位保障了全球金融资本向美国的流入，使美国的低储蓄高消费的内部失衡状态能够在全球范围中找到高储蓄国家与之匹配。这两个方面为房产财富效应成为维持美国消费的渠道提供了条件。

### **(2) 纳斯达克市场财富效应的弱化表明 IT 投资高潮成为历史**

美国需求的基础在于美国金融市场的稳定和效率，而金融市场的稳定和效率，除了金融市场本身的发展成熟因素之外，实体经济领域中是否存在着高收益的投资领域是金融市场繁荣的关键。新经济之后，纳斯达克泡沫的破灭意味着信息行业的投资高潮已成为历史，而新的科技革命方向上又不明朗（雷达，刘元春.2002）。华尔街的金融投资家们开始运用资产债券化的手段，将美国的房地产市场作为新的投资目标，在纳斯达克泡沫之后又创造了一个房地产次级债券市场



的投资神话,吸引了大量国内资金及外国投资者通过美国国内机构将大量资金转向房产部门。2001 年以来,美国国内私人房产投资在私人固定资产投资中的比重开始上升,到了 2005 第四季度达到最高值 37.95% (图 5)。

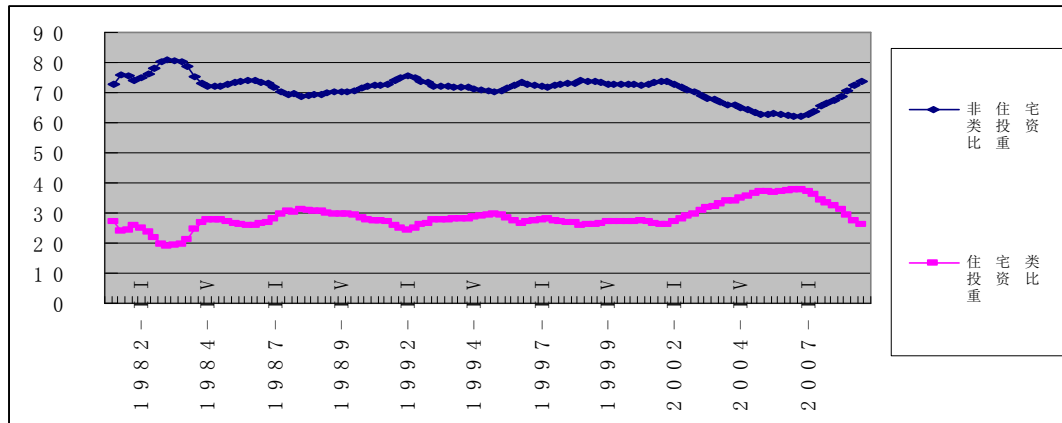


图 5 国内私人固定资产投资构成

数据来源: 美国联邦储备系统相关数据, 网址 <https://www.federalreserve.gov/datadownload>

### (三) 房地产融资泡沫形成的具体过程

全球经济失衡所造成的流动性过剩、美国长期的低利率政策、以及美国房地产市场中长期存在着的政府信用这一特征,使房地产融资市场成为了投资者追逐的市场,而纳斯达克效应的减弱又加剧了资本流向房地产融资市场的过程。房产融资市场的发展降低了新经济泡沫破灭之后的经济的震荡和冲击幅度,使得房地产市场在美国股市熊市时期能够起到继续支撑美国消费增长的作用。美国居民的房地产资本收益在 2000-2003 年期间达到了 3.4 万亿美元<sup>③</sup>,以房地产作抵押为消费融资,在很大程度上减缓了美国总需求的下降速度。然而,从房产部门本身所固有的特点来看,房产泡沫与纳斯达克市场中的 IT 泡沫相比有着很大的局限性,首先,美国的房地产部门是一个传统的市场,而二十世纪 90 年代的 IT 行业是一个新兴的市场,因此,在 IT 的投资热潮中创造出了如网络、无线通讯、电子商务等多个新型消费领域,这种实物领域的需求创造能使金融资产价格的泡沫维持相当长的一段时间。而这次次债投资炒作的是一个传统的消费领域,对美国这样一个成熟的市场经济社会来说,这种投资热潮对传统的消费领域的需求影响是有限的。这一点我们可以从次债危机暴露之前的 2006 年美国部分地区的房产价格的下降中可以看出,从 2002 年美国房地产价格上涨到 2006 年也只不过 4

<sup>③</sup> 数据来源: 美国联邦储备系统 Flow of Funds accounts, 网址 <https://www.federalreserve.gov/datadownload>

年左右的时间，比起新经济时期的繁荣周期几乎缩短了一半。其次，房地产是一个非贸易部门，虽然非贸易部门的价格上涨所带来的财富效应短期中对美国的消费有着重要的作用，但是与此同时，这种投资泡沫也会因缺乏全球的需求支持而很快破灭。第三，由于房地产本身既有资产的特性，同时也具有耐用消费品的特性。由于这种二重性的存在，在房产价格上升时，作为资产它能获得财富效应，对居民的消费支出起到刺激作用，而作为耐用消费品，它在价格上升时却意味着消费成本的提高，对居民消费具有抑制作用。因此，从长期来看，房地产市场的财富效应不如股市创造的财富效应明显。由此可见，尽管紧随纳斯达克泡沫之后的房地产市场的繁荣，虽然在短期中弥补了美国居民因股票缩水带来的消费不足，但是，在长期中却很难象纳斯达克那样为美国的消费提供足够的财富效应。因此，流动性过剩所导致的资本向房地产融资市场的流动，必然会引发房地产市场的泡沫。

大量资金的流入使得与房地产相关的融资衍生工具迅速发展，而将金融创新工具运用于融资过程时，它既能够提高投资收益，同时也会扩大投资风险，这进一步加速了房产泡沫的形成。这些衍生工具对美国房地产泡沫形成所产生的影响主要表现在三个不同的层面上：

第一，将美国低收入阶层的房地产抵押市场中的政府信用在市场中进行了放大。在战后美国的历史中，美国联邦政府有多个机构涉及低收入阶层的房产供给，其中颇具影响的是联邦全国抵押协会（Fannie Mae）和联邦住房贷款抵押公司（Freddie Mac）以及退伍军人管理机构（VA）和联邦住房管理机构（FHA）。1968年，国会将 Fannie Mae 分成两个机构：一个是目前的 Fannie Mae，另一个是政府全国抵押协会（Ginnie Mae）。而法律允许 Ginnie Mae 可以通过为私人实体发行的证券提供担保。1989年，国会提出一些技术性改变，增强了联邦全国抵押贷款协会和联邦住房贷款抵押公司对投资者的吸引力。例如允许他们发放不同风险和收益组合的有价证券，以适应投资者的不同偏好。同时，监管者让养老基金和共同基金将联邦全国抵押贷款协会的债务列入低风险等级。因为这些改变，联邦全国抵押贷款协会和联邦住房贷款抵押公司得到快速发展，购买了越来越多的抵押贷款，而这实质上是将这些抵押债券都转化是由政府担保的债券。与此同时，随着债权的坏账率下降，有越来越多的私人投资机构进入了这个市场，

发行类似的债券。这些债券的信用等级是由资产评估公司认定的，由于这些房地产资产的购买者收入水平较低，因而以这类资产作抵押的债权等级被列入次级信用等级的债券。但是，由于抵押资产的类型是相同的，因此对于购买债券的投资者来说，有政府担保和无政府担保两种债券的风险值通常被认为是一致的，而这实际上是放大了政府信用的担保范围。

第二，私人投资机构进入抵押贷款市场之后，由于当时的房地产抵押市场的坏账率较低，因此，私人投资机构提高了低收入家庭的贷款资产比率(LTV ratio)。私人机构的LTV率的提高，一方面吸引了更多的低收入借贷者进入房地产市场，刺激了房地产需求的提高，另一方面它在市场上的扩张排挤了政府信用担保机构的债券份额。已有实证研究表明，美国房地产价格上升的2002-06年间，以FHA和VA为代表的美国联邦政府担保的住房抵押资产债券市场份额却在急剧下降，到2005年其市场份额仅为2-3%，是历史上的最低水平，政府市场份额的下降进一步提高了信贷市场风险。

第三，由于私人投资机构通过资产债券化的形式进入美国房地产领域，他们可以运用资产和债券组合策略销售金融凭证。这种操作技巧不仅加大了资产定价难度和市场信息的非对称性，同时，这些金融机构也可以籍此手段进行恶意放贷，像一些不符合贷款信用要求的客户发放房地产贷款，然后在房地产泡沫破灭之前将潜在的不良资产打包销售，转嫁风险。

### **三 影响全球经济失衡的基本因素变动趋势分析**

美国经济增长方式决定了世界经济增长方式，美国经济外部失衡决定了世界经济失衡。次级债危机是全球经济失衡的必然结果，同时次级债危机反过来又可能影响美国经济，促进美国经济调整，进而影响全球经济失衡的调整。尽管次级债危机爆发对目前美国经济乃至世界经济的增长方式的可持续性提出了疑问，但是次级债的爆发并没有从根本上改变影响美国经济增长方式的基本因素。因此，短期内美国经济不会出现严重衰退，然而，全球经济失衡及美国次级债危机的爆发增加了对于美国经济增长基本因素的判断难度，长期中决定美国经济增长基本因素存在着诸多的不确定性，美国经济可能会进入缓慢的衰退调整。从而影响本轮全球经济失衡的可持续性。

从以往的经验数据来看，影响美国经济周期波动的主要因素在于：美国国内居民消费水平，美国对外投资收益状况，美国金融地位及全球资本流动格局。次级债危机爆发后这些因素对美国的影响是否已经发生了变化？长期中将会发生什么样的变化？这是判断美国经济乃至世界经济走势的核心问题。

## 1. 美国居民消费的分析

### (1) 美国 GDP 变动主要取决于消费的变动

2000 年 IT 泡沫的破灭和纳斯达克市场的调整，使得美国经济增长模式从新经济初期的“投入驱动型增长”转向“需求拉动型经济增长”。个人消费、政府购买的增长率基本保持在 2%-3% 的水平，这一比率并没有因为次级债危机而下降（图 6、图 7）。自 2005 年开始，住宅投资的增幅就开始下滑，特别是次级债危机爆发以来，住宅投资开始大幅度下降，2007 年美国住宅投资比 2006 年下降了 17%。但是，我们发现，即使是住宅投资存在较大波动和大幅度下降的情况下，真实 GDP 并没有大幅度下滑，其年度变动趋势与个人消费的变动趋势仍非常的相似，保持在 2% 左右的水平。根据图 8 所对应的相关数据，我们对 1930 年以来的美国实际 GDP 变动的进行了统计分析<sup>④</sup>，我们发现，在 1930-1989 年这 60 年中，在 1% 实际 GDP 变动中，其中 0.57% 是消费造成的，0.15% 是国内私人投资造成，而净出口造成 -0.001% 经济增长，0.28% 由政府消费支出带动。在 1990-2000 年 11 年中，在 1% 真实 GDP 变动中，其中 0.72% 是消费造成的，0.29% 是国内私人投资造成，而净出口造成 -0.09% 经济增长，0.08% 是政府消费支出带动的。而在 2001-2007 这七年中，在 1% 真实 GDP 变动中，其中 0.87% 是消费造成的，0.05% 是国内私人投资造成，而进出口造成 -0.1% 经济增长，0.18% 是政府消费支出带动的。

从我们所划分的三个不同历史时期的统计分析结果来看，美国的居民消费对 GDP 增长的贡献率在不断提高，这意味着美国的总体边际消费倾向在不断提高。另外，为了消除均值和数据观测样本个数差异的影响，我们可以计算出三个阶段消费变动的变异系数 (CV) 分别为：1.03、0.41 和 0.40，因此可以看出，进入 1990 年代后，美国居民消费增长的波动幅度进一步缩小，至今为止，美国还没有出现居民消费增长率为负值的情况。

<sup>④</sup> 根据美国经济研究局的相关计算数据，我们计算出了 GDP 平均增长率，以及消费、投资、政府消费支出的平均贡献率，并在此基础上进一步计算出了单位 GDP 变动的相关要素的贡献度。

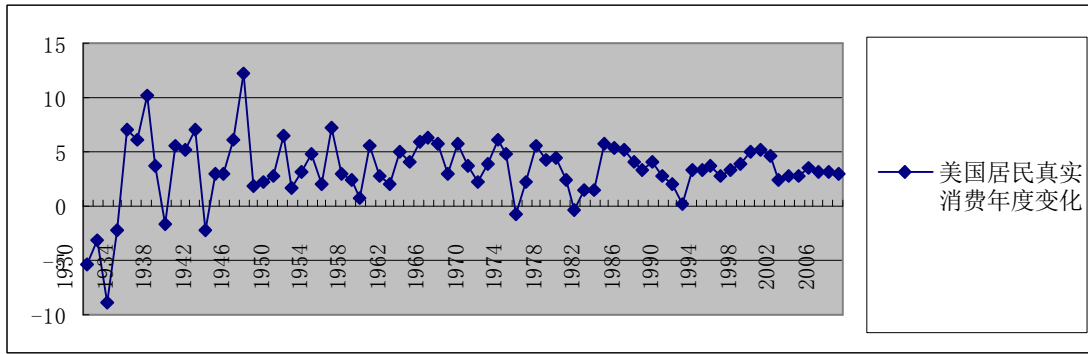


图6 1930-2007 美国居民真实消费年度变化

数据来源：美国经济分析局 <http://www.bea.gov/>

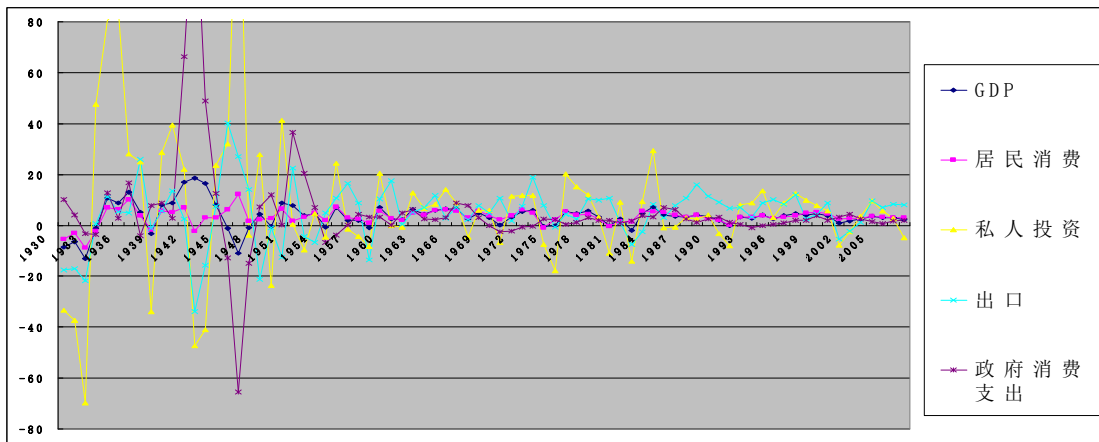


图7 个人消费、私人投资与政府消费支出年变化率（1930-2007）

数据来源：美国经济分析局 <http://www.bea.gov/>

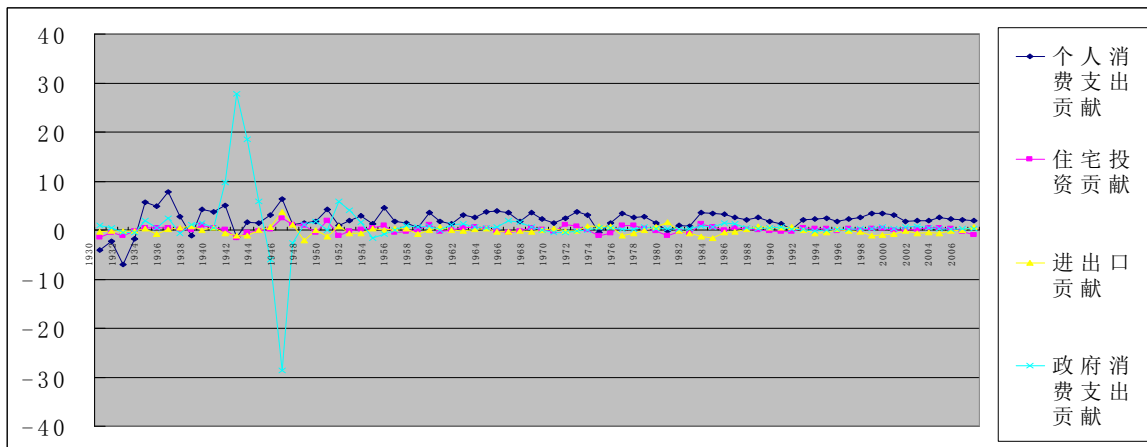


图8 个人消费、住宅投资、政府购买对于单位真实GDP变化的贡献（1930-2007）

数据来源：美国经济分析局 <http://www.bea.gov/>

(2) 美国居民消费主要取决于可支配收入，而财富效应对消费具有短期影响。

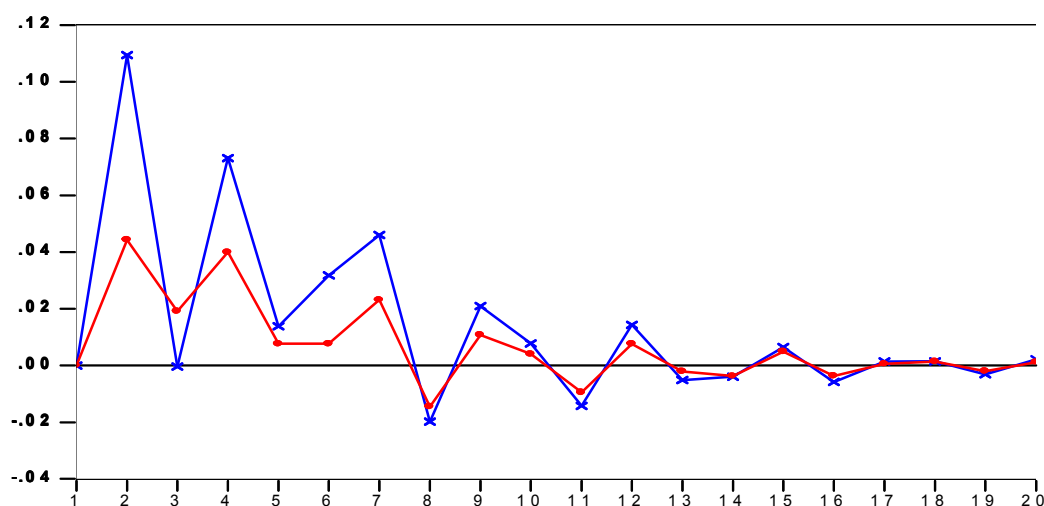
既然美国经济的增长主要是由居民消费拉动的，那么居民消费变化又是有哪些

些因素来决定的呢？我们利用1990-2008Q1时间段的美国季度数据，采用了一个简单的线性计量模型进行估计，其中，IPC是指居民消费的季度变化率，IPY是指居民可支配收入的季度变化率，ICE是指居民持有的公司股票价值，包括家庭直接持有的公司股票价值以及通过互助基金、养老基金间接持有的股票价值，IHM是指居民房产抵押贷款的数额<sup>⑤</sup>，相关的所有数据均进行了季度调整，括号内的数字为系数的T检验值，结果如下：

$$IPC = 0.57*IPY + 0.095*IHM + 0.0003*ICE + 0.7812 \quad (1)$$

(9.28)      (1.87)      (0.26)      (6.74)

R-squared: 0.57; D-W: 2.1, 不存在序列相关；残差正态检验的结果：Jarque-Bera为3.5, P值为0.17, 无法拒绝残差为正态分布的假设，因此回归检验结果可信度较高。



从计量的结果我们可以看出，居民可支配收入在1%显著性水平上是高度显著的，1%可支配收入的变动引起0.57%的消费变动；房产价值的变动对居民消费变动的的影响在10%显著性水平下是显著的，1%房产财富价值的变动引起0.095%的消费变动；然而股市价值的变动对于居民消费的变动是不显著的。股市价值变动系数不显著，原因可能是股市价值变动对居民消费存在滞后效应，因此，我们利用IPC、IHM、ICE 的1990-2008Q1数据作了向量自回归模型（VAR），做出

<sup>⑤</sup> 关于股市和房产财富效应的衡量，借鉴 Eric Belsky and Joel Prakken (2008),Harvard University W04-13。

脉冲响应函数图（根据AIC和SIC准则，滞后阶数选择3），结果表明，房产价值变动的一个标准差会在第二期引起消费标准差最高上升0.11，公司股票价值变动的一个标准差会在第二期引起消费标准差最高上升0.045，因此，可以看出房产财富变动对于居民消费的影响大于股市财富变动对居民消费的影响。另外，房产和股票价值的变动对于消费的影响是逐渐下降，在第12期（即3年）之后，两者对于消费的影响接近为零。这说明房产财富效应和股市财富效应对居民消费的影响短期为正，长期为零。

由于居民消费后向刚性和消费惯性，因此，在美国居民可支配收入没有发生大幅下滑的情况下（图9），美国消费不可能大幅下滑。而居民可支配收入由工资性收入、投资性收入、租金收入、资产性收入和转移支付收入组成（图10），减去社会保险支出和税收支出就是个人可支配收入。其中，工资性收入是居民收入中最大的组成部分，2001-2007年工资性收入占居民收入平均约为68.2%，且工资性收入上升比较快，2001-2007年工资性收入增长速度分别为2.8%、2.5%、3.5%、5.7%、5.3%、5.9%、5.5%，工资性收入增长的速度快于经济增长的速度。而财产性收入只是占居民收入的约约15.6%，因此，居民可支配收入增长率并没有出现下滑。至于居民工资性收入上升的原因，我们认为可以归结于劳动生产率和全要素生产率的上升，制造业部门、私人商业性部门和私人非农业商业性部门的全要素生产率在2001年有所下降外，自2001年以来，虽然全要素生产率增幅有所减缓，但是仍然是处于上升趋势（图11、图12、图13）。因此，虽然美国消费因为财富效应的下滑会有一些波动，但是消费主要是由可支配收入决定的，在美国居民可支配收入没有发生大幅下滑的情况下，美国消费不可能大幅下滑。

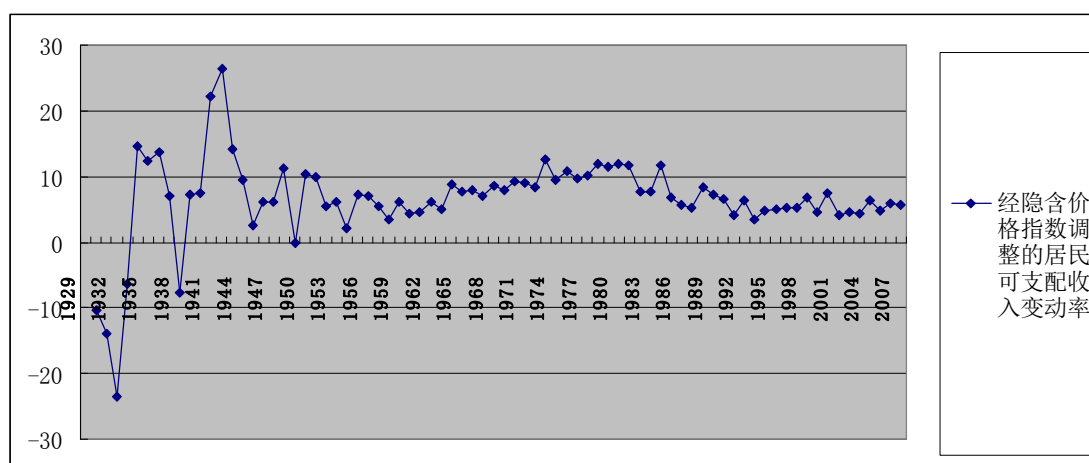


图 9 经隐含价格指数调整的居民可支配收入变动率（1929-2007）

数据来源：美国经济分析局 <http://www.bea.gov/>

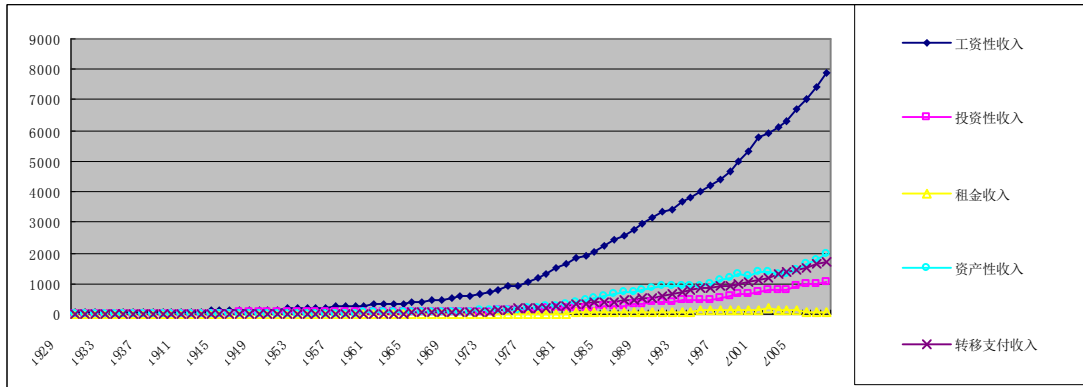


图 10 美国居民收入不同组成部分的变动趋势（1929-2007）

数据来源：美国经济分析局 <http://www.bea.gov/>

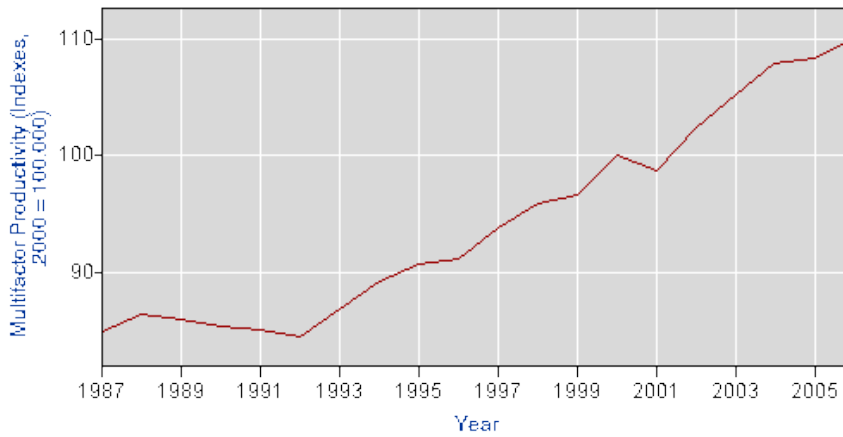


图 11 制造业部门全要素生产率（以 2000 年为基数 100）

数据来源：根据美国劳动统计局数据绘制 <http://www.bls.gov/>

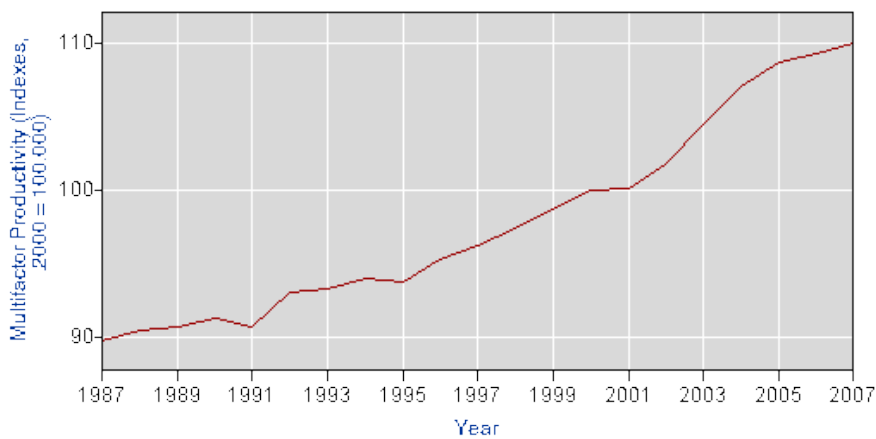


图 12 私人商业性部门全要素生产率（以 2000 年为基数 100）

数据来源：根据美国劳动统计局数据绘制 <http://www.bls.gov/>



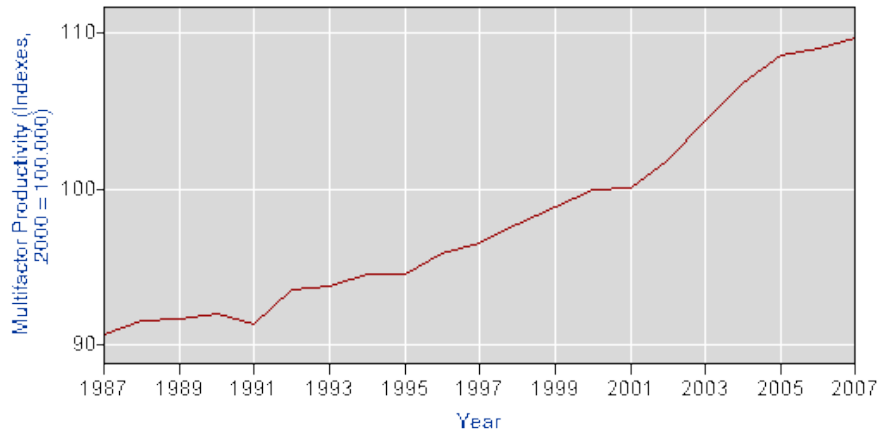


图 13 私人非农业商业性部门全要素生产率 (以 2000 年为基数 100)

数据来源: 根据美国劳动统计局数据绘制 <http://www.bls.gov/>

### (3) 长期来看, 美国消费调整面临不确定性

尽管次级债危机的爆发, 到目前为止还没有引发美国消费水平的急剧下降, 但是, 未来美国的居民消费是否会出现明显的波动, 进而改变全球经济失衡的格局, 对此依然存在着诸多不确定性。

首先, 对美国居民消费增长贡献最大的因素是居民的可支配收入, 而在可支配收入中所占比率最大的是工资性收入, 近些年保证居民工资收入稳定增长的一个重要原因是全要素劳动生产率的提高。而美国全要素劳动生产率的提高很大程度上是由于 IT 技术在其他领域中的运用的结果, 由 IT 技术创新所引发的美国全要素生产率的提高, 这一现象出现于 1996 年前后, 距今已有 12 年了, 这一领域的技术创新对美国全要素生产率提高的效应最终是会有极限的, 因此, 当一场新技术创新的效应下降之后, 作为中心国家的美国, 是否能够不断地通过技术创新来提高全要素生产率, 进而保证工资性收入的上涨, 从历史的经验来看, 这种可能性几乎是不存在的。

其次, 从我们上面的分析来看, 资产价格的上升所带来的财富效应只是在短期中对居民消费有一定的刺激作用, 而从长期看, 无论是股市还是房市, 其财富效应几乎为零, 尽管从 1992 年以来的美国居民消费增长平稳, 这一时期, 美国的资产价格上升的财富效应又非常平稳地从纳斯达克市场转移到了房地产融资市场, 但是, 美国的金融市场能否持续地制造出金融资产的财富效应, 在救助次级债过程中, 各国中央银行所注入的资金可能再次造成流动性泛滥, 流动性的再次膨胀是否能在市场上找到高收益的投资领域来补偿美国次级债危机给美国金

融机构带来的财务损失。这些不确定的因素的存在将会直接影响到美国居民的消费水平的稳定。

第三，从美国政府救助次级债危机的方式来看，缓解美国投资者的恐惧心理，维持投资者对美国金融市场的信心是美国政府和货币当局的主要目标，因此，大量资金的注入是美国拯救次级债危机的主要货币手段，而面对通货膨胀率的再度上升美国政府却听之任之，无所作为。通胀的上升，已经影响到了美国居民的消费信心，2008年5月份美国的消费信心指数下降到了57.2，为16年以来的最低水平。消费信心指数的下降必然会影响到未来美国居民的实际消费水平。

最后，也是最为重要的不确定性在于美国宏观经济政策的走势对美国消费的影响。如果美国的技术创新和资产价格上升的途径都不足以维持美国居民消费增长的话，那么美国是否会回到1960——70年代的凯恩斯需求管理的宏观经济政策的轨道上，从新古典主义像凯恩斯主义的回归将必然伴随着中心国家对非物质权利的控制转向物质权利的控制，政府的投资支出增加，制造业的保护程度提高都将使这种转变的具体政策手段。在激烈的民主党总统选战中我们一看到了这种政策变动的端倪。如果这种政策转变一旦成为现实，美国的居民消费水平有可能得到维持，但是，美国经济的内外部均衡的格局将发生根本的变化，这种变化也必然会使全球经济的分工格局发生剧烈的变动，本轮全球经济失衡的调整的“拐点”也会因此而出现。

## **2. 美国对外投资收益的变动**

美国对外投资的收益高于外国投资于美元资产的收益，使得美国的资本项目状况一直保持相对稳定，这一状况短期内不会改变。如图14所示，美国对外投资净收益2000年以来并没有减少，相反，尤其是2006年以来，对外投资净收益增长非常迅速。美国对外投资净收益的这种增长趋势在短期中不会发生变化，其原因在于：首先，美国对外投资中，直接投资是主要的投资形式，而对外直接投资地区差异显著，且对新兴市场经济体和发展中国家直接投资增长迅速（图15），这种多元化的投资，有利于降低美国投资风险和保证投资收益增长。美国对欧洲之间的直接投资在美国直接投资中占重要地位，2006年在欧洲的投资占据了美国对外直接投资的52.4%；美国对于亚太地区与拉美地区的直接投资也在不断增长，

而近年来拉美地区和亚太地区发展中国家经济维持了一个较高的经济增长速度，这也使得美国从中得到一份迅速增长的投资收益。其次，目前“中心—外围”分工格局有利于美国，即美国在新经济过程中重点发展了高新技术产业和金融服务业，而全球制造业的中心则越来越向外围国家转移，中心国家应对经济全球化挑战的主要手段仍在于非物质权力的控制上。如表1所示，美国对外直接投资行业分布较为广泛，其中制造业和金融保险业比较突出，2006年分别占21.12%和20.34%。对外大量制造业投资是一种全球投资战略和产业生命周期的必然结果，通过将大量高成本和高污染的制造业转移到发展中国家，一方面可以充分利用发展中国家低廉的劳动成本优势降低生产的成本，另一方面通过企业内贸易的发展可以更好满足国内消费需求。而美国在金融服务业相比与东道国具有很强的竞争优势，因此可以充分发挥美国的比较优势，从而保证美国获得高额投资回报。从理论上讲，决定美国对外投资收益的因素与国内次级债危机的关联程度不大，因此，在短期中美国的对外投资收益的变动趋势不会发生根本性的变化。

但是，从长期来看，仍然会有一些不确定的因素会影响美国的对外投资，短期中，发展中国家经济发展保证了美国对外投资收益增长，但是长期中，发展中国家是否能够承受外部冲击保持经济发展呢？就目前的情况而言，由于发展中国家制度和政策环境的改善，比如金融快速发展、贸易自由化程度提高以及政府财政约束增强，使得发展中国家有能力承受目前价格上升的冲击，经济快速发展。这表现为，此次能源价格的上升相比于以往能源价格上升对发展中国家有许多有利方面：一是，发展中国家出口尤其是制造业出口增长较快，与此同时，与以往出口快速上升相比，一方面，并没有引起实际汇率的大幅升值，另一方面，非燃料性商品的出口关税也得到大幅消减。二是，发展中国家从全球化和邻国快速经济发展中获益增加。但是，长期来看，随着发展中国家经济的高速增长和对资源需求的快速上升，以及美国和欧盟大量的“注资”行为进一步刺激了能源价格的上涨。未来我们将不可避免面临能源价格高增长，一方面，由于伴随着能源进口而带来的输入型通货膨胀，会抵消发展中国家低廉的劳动力成本优势，从而也会降低美国对外投资收益；另一方面，发展中国家目前制度的改善对资源型商品价格上涨冲击的承受力有多大，未来的高能源价格是否会给发展中国家带来破坏性的冲击，这些都是不确定的（world economic outlook,2008.04,第五章）因素。因

此，未来美国对外投资收益仍存在扭转的可能性。

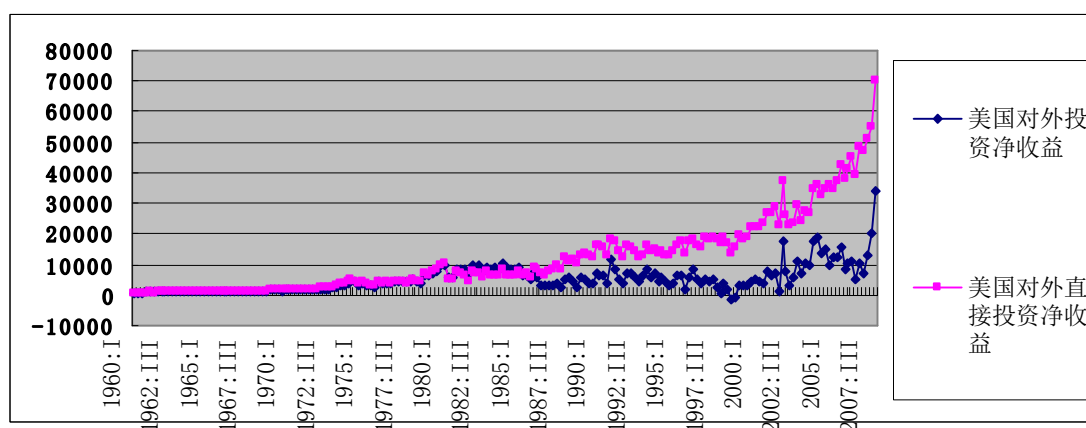


图 14 1960-2007 美国对外投资资产净收益与对外直接投资净收益季度数据（百万美元）

数据来源：美国经济分析局 <http://www.bea.gov/>

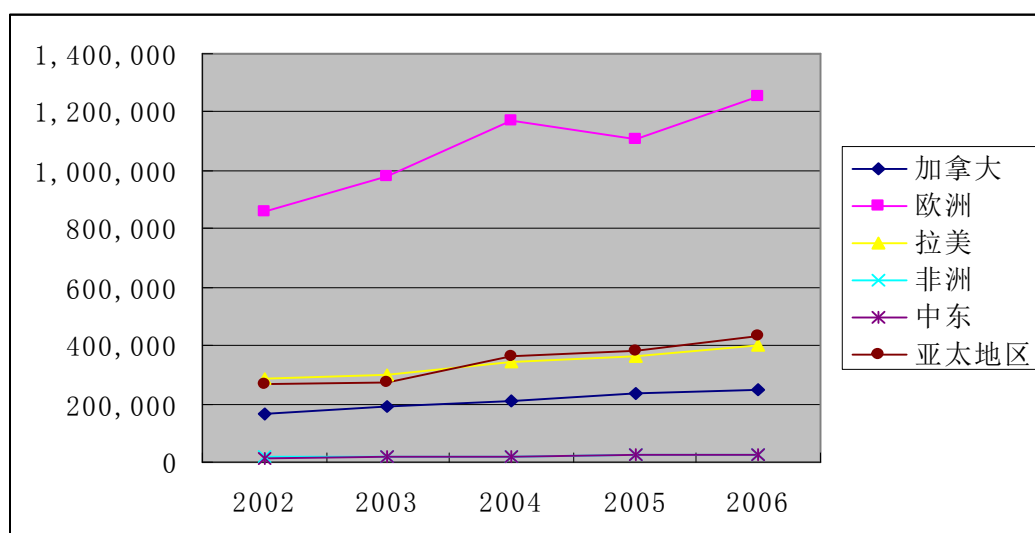


图 15 美国对外投资收益地区构成（百万美元）

数据来源：美国经济分析局 <http://www.bea.gov/>

表 1 美国对外直接投资产业分布（%）

	2002	2003	2004	2005	2006
采掘业	5.06	4.83	4.82	5.43	5.71
制造业	20.89	20.97	19.52	21.04	21.12
批发贸易	6.87	6.775	6.04	6.53	6.89
信息	2.58	2.64	2.97	3.06	3.12
保险	3.38	3.32	2.69	3.08	2.83
金融服务	17.64	17.9	20.4	21.2	20.34
专业技术	1.92	2.03	2.09	2.29	2.41
非银行控股公司	33.5	33.85	34.04	29.07	29.8
其他	8.14	7.69	7.44	8.31	7.79

数据来源：美国经济分析局 <http://www.bea.gov/>

### 3. 美国资本流动趋势的判断

伴随着本轮全球经济失衡，全球经济出现了一些前所未有的新现象，其中一个非常奇怪的现象是国际资本的反向流动：资本从劳动禀赋相对充裕的国家流向劳动禀赋相对稀缺的国家，从资本边际收益率高的国家流向资本边际收益低的国家。这种资本的反向流动，一方面，弥补了美国低储蓄高消费的资金缺口，另一方面，保持了美国国内充足的流动性。因此，这种国际资本的流动趋势是否可以维持，一直是美国货币当局担心的主要问题。联储主席人选发生更替之后，美联储试图运用升息的方式来保证全球资本反向流动的方向。那么，这种全球资本反向流动的方向是否会发生改变呢，即美国是否会经历资本的外逃？

在流向美国的大量资金中，投资收益是决定资本流向的主要因素，但不是唯一的因素。多年来，美国市场被认为是“风险避难所”。美国在事实上起着国际资本流动的枢纽作用，即一方面吸收大量的国际资本，另一方面进行大量的对外投资。美国资本流入和流出额分别占全球总额的三分之一和五分之一。它的资本流入流出的变化在相当程度上反映了国际大的投资机构全球投资策略的调整。然而美国资产的这种特殊作用的持续性近期以来发生了动摇：一方面表现为美国股市价格持续震荡，美元贬值；另一方面表现为国际资本流入美国的规模开始减缓。

如果美国资本流入减缓只是暂时调整，那么，国际资本流动的格局不会有太大的变化，美国金融市场的稳定性也不会受到巨大的冲击。

(1) 美国资本收益是可以保证的，相比之下，美国依然是世界最安全的投资目的地。

美国收益率是否可以维持一个重要的方面就是美国资产价格调整是不是可控制的。这主要取决于投资者对美国公司风险调整后的盈利前景的预期。①美国经风险调整后的资产收益尽管下降，但与欧洲、日本资产收益相比仍有优势。在上世纪 90 年代，美国金融资产的利息率要比日元和欧元资产高。假设美国和欧洲的金融市场成熟程度是一致的，即他们的系统性风险相似，则美元资产的利率/风险比值要比欧元和日元资产高，所以美元资产具备了相对优势。②美元资产和新兴国家的资产相比较。新兴国家的资产收益率普遍要比美国的高，但是他们的国家的系统风险却让国外投资者不敢贸然进入，美国的系统风险要比新兴市场经

经济体小很多。美国的经济规模仍然是世界上最大的，它占世界经济的比重超过了1/4，并且美国的经济增长稳定，这为美国发行其金融资产提供了最重要的支持。美国对投资者的保护是有力的，他能够保护中小股东，避免投资者受到内幕交易影响等等。因此，相对于欧元资产和新兴国家资产而言，美国的金融资产具有不可比拟的优越性（cooper，2001），美国仍然是世界最安全的投资目的地。人们的这种预期，在一定程度上缓解了美国资产价格调整速度和强度，从而缓解国际资本减少投资美国股权和公司债券的速度和幅度。此外，美国金融市场仍然是世界上最大的、流动性和多样化程度最高的市场，国际投资者如果不是全面抛售手中的金融资产并将其兑现的话，其将资本调离美国市场很可能只是暂时的投资策略调整。

（2）从工具结构看，美国政府债券是相对安全的。美国政府债券从来都被视为在投资者寻求“高质量”投资时风险最小、质量最高的投资工具。美国政府债券的这种作用不会有根本性改变，除非美国政府由于自身的要求减少债券的发行。因此，在美国资本流入中的政府债券部分，不会出现大幅度的削减。另外，在美国资本流入构成中，官方资本流入和私人资本流入之间出现了相互的替代性，进而有助于维持美国净资本流入规模的稳定。（人大宏观经济报告，2007.11）

（3）为了维持金融中心地位，美国政府这次对次级债救助的手段已经超越以往。维持金融中心地位是全球利益分配的结果有利于美国的一种保证，维持美国金融中心地位涉及到美国的核心利益，因此，美国不可能放任美元的贬值和金融系统的动荡。另一方面，虽然，在美元持续贬值的情况下，美国近期的出口有所增加，但却引发了另外两个危机：一种可能的危机是，美元持续贬值和美联储持续降息造成美元外流，追求升值国家和利率较高国家的资产，在美国出口刚开始增加，国内企业需要“内生货币”时，美元外流和次债危机引发的金融链条中断却不能提供充足的流动性，美联储才会紧急对金融机构注资，从而保证国内生产能够得到充足的货币。另一种潜在的危机是，美元贬值的预期造成国际游资把石油和贵金属作为资金保值和升值的避难所。油价的持续上涨造成美国国内生产的成本上升，成为压垮美国经济的最后一根稻草。因此，以美元贬值带动美国出口的政策难以长期维持。

以上三个方面共同决定了目前流入美国资本规模的减缓只是一种暂时现象，

长期来说，资本流动双循环趋势是否会改变存在不确定性。

**首先**，美元大幅贬值已经使得美国出口上升，贸易赤字减少，而美国贸易赤字的减少意味着美国对其他国家进口需求的下降，那么对于依赖美国需求的国家来说，这会给其经济的发展带来负面冲击。次贷危机直接造成房地产投资下降；资产价格泡沫破灭通过负向财富效应抑制了居民消费，通过托宾 Q 效应和金融加速器效应抑制了企业投资；信贷紧缩也抑制了居民的举债消费和企业投资。尽管在此期间美国的净出口有所反弹，但是次贷危机仍通过消费和投资渠道拖累了美国经济增长，风险从金融市场传导至实体经济。在经济和金融全球化背景下，危机将通过贸易和投资渠道从美国传导至全球。美国经济减速将会影响其他国家的出口，国际短期资本流动的波动性增强可能放大并最终刺破新兴市场经济体的资产价格泡沫。

**其次**，在资源型价格上升过程中，美国除了能够利用期货市场的定价权影响财富在全球分配的结果之外，美国并不能够控制这种资源流动的全部过程。这个过程是在资源性商品价格上升过程中，美元储备开始向资源型商品国积聚，然后通过资源型价格变动的逆转，再向美国转移。在这整个过程中，是否会出现国际经济秩序的变化是一个很不确定的因素。

#### **四 全球经济不确定性中的确定因素**

世界经济中的不确定因素的根本点在于美国的金融资本失去了能够维持目前世界经济增长格局的新的投资方向。在新的投资领域没有出现之前，国别经济关系的重点并不在于财富增长的速度，而在于财富增长利益的分配和全球失衡调整成本的转嫁。因此，国别间国际生存空间的争夺所引发的国际经济秩序的混乱将会成为未来一段时期中世界经济的主要特点。身处全球经济失衡一端的中国必然要面对这样的现实，审时度势，在不确定的世界中认识确定性的因素，未雨绸缪，在困难的环境中走出一条光明大道。

在不确定的世界中我们可以看到的确定性的因素主要在于以下几个方面：

第一，在全球经济增长的利益分配和全球经济结构的调整成为国际经济关系焦点的背景下，影响利益分配的手段就不再仅仅是经济手段。当经济手段不能达到利益分配目的的时候，各国政府间的外交、政治手段的效果往往成为国际舞台

博弈的关键。从新世纪初期对中国商品的反倾销案例的增加到2007年前后对中国商品质量的置疑；从对中国的环境标准到劳工标准的指责；从杯葛奥运到支持藏独，我们不难看出，国际间争夺利益分配的手段已经越来越转向政治领域。因此，如何用政治外交平衡经济利益，或用经济外交平衡政治利益，是中国在面临新的国际经济环境时所必须审慎权衡的对外策略。

第二，从利益分配的经济学角度看，全球性通货膨胀的出现必然导致财富从债权人向债务人的转移。上个世界70年代，美国正是通过向欧洲国家输出通胀来转嫁美国的经济衰退。根据欧洲以往的经验，避免外生性通胀的主要办法是放弃与通胀输出国货币的固定汇率制度。以此看来，加大人民币汇率浮动空间，以减缓国内通胀压力，是目前对外经济政策的必然选择。

第三，资源型商品价格上涨，从表面上看财富的分配会有利于资源出口国，而对以制造业为主的发展中国家产生不利的影响。但是，资源型商品仍然以美元计价，商品期货价格的定价权仍然为发达国家的投资银行所控制，因此，资源型商品价格上涨的周期随时都可能逆转，其途径或是弱势美元政策的终结，或是期货价格的回落，整个过程将意味着全球财富从制造业中心向金融中心的转移。为此，避免商品价格上涨的对策并不一定是资源储备的增加，而是中国国内产业结构的调整、节能减排指标的落实和能源的勘探与开发。

第四，目前的全球经济环境必然会制约制造业的发展，发达国家对发展中国家制造业的投资可能会出现下滑，国际资本会更多的以非贸易、非FDI的方式流入中国的金融市场，国际资本冲击中国金融市场的风险在加大。为此，我们必须审慎地对待资本市场的开放进程，以避免东亚金融危机的出现。

#### 参考文献：

[1]Adam B. Ashcraft, Til Schuermann.2008. Understanding the Securitization of Subprime Mortgage Credit. Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 318.

[2]Andreas Lehnert.2004. Housing, Consumption, and Credit Constraints .Board of Governors of the Federal Reserve System, DC 20551.

[3]Keys, Benjamin J., Mukherjee, Tanmoy K., Seru, Amit and Vig, Vikrant. 2008.Did



Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans. Available at SSRN:  
<http://ssrn.com/abstract=1093137>

[4]Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff . 2008 . Is The 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison .NBER, No. 13761.

[5]Christopher D. Carroll, Misuzu Otsuka, and Jirka Slacalek.2006. How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach. NBER Working Paper No. 12746.

[6]Cooper, Richard N. 2001. Is the US Current Account Deficit Sustainable? Will it Be Sustainer, Brookings Papers on Economic Activity, VOl. 2001, No.1, 217-226

[7]Cooper, Richard N. 2005. Living With Global Imbalances: An Contrarian View.  
[www.iie.com/Publications/pb/pb05\\_3.pdf](http://www.iie.com/Publications/pb/pb05_3.pdf)

[8]Daron Acemoglu, Simon Johnson, James A. Robinson, Pierre Yared. 2007. Reevaluting the modernization hypothesis. NBER, No. 13334.

[9]Enrique G. Mendoza And Vivian Z. Yue. 2008. A Solution to the Default Risk-Business Cycle Disconnect. NBER, No. 924.

[10]Eric Belsky and Joel Prakken. 2004.Housing Wealth Effects: Housing's Impact on Wealth Accumulation, Wealth Distribution and Consumer Spending . National Center for Real Estate Research ,Harvrd university. W04-13.

[11]Eva Sierminska. 2007. Wealth Effects out of Financial and Housing Wealth: Cross Country and Age Group Comparisons . Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2007-01.

[12]Giovanni Dell'Araccia, Deniz Igan, and Luc Laeven. 2008.Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market. WP/08/106.

[13]John Krainer. 2008. Falling House Prices and Rising Time on the Market. Frbsf Economic Letter.

[14]Joseph W. Gruber and Steven B. Kamin .2008. Do Differences in Financial Development Explain the Global Pattern of Current Account Imbalances?. Board of Governors of the Federal Reserve System, International Finance Discussion Papers. No. 923.

[15]Karl E. Case, John M. Quigley and Robert J. Shiller.2001.Comparing Wealth Effects: The Stock Market Versus the Housing Market. NBER ,Working Paper No. 8606.

[16]Todde.Clark, Taisuke nakata.2008. Has the behaviorof inflation and long-terminflation expectation changed. Federal reserve of Kansas city.

[17]Tobias Adrian and Hyun Song Shin. 2008. Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles. [www.newyorkfed.org/research/current\\_issues](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues)

[18]Yuliya Demyanyk, Otto Van Hemert.2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis. Federal Reserve Bank of St. Louis, P.O. Box 442, St. Louis, MO 63166.

[19] IMF. world economic outlook. 2008.April.

[20] World bank. Global financial stability report. 2008.April.

[21] 雷达, 刘元春.2002.新经济市场失灵与纳斯达克效应——美国新经济周期的制度经

济学分析.经济理论与经济管理[J],2002(5).P5-10.

[22] 雷达.2006.国际失衡背景下的美国财政赤字的双重影响[J].世界经济,2006(3).P48-53.

[23] 雷达,谢静.2005.“后经济”时期全球不稳定现象的经济学分析[J].中国人民大学学报,2005(6).P48-56.

[24] 王晋斌.中国金融发展部门和实体经济的分离：原因、可能的结果与对策.中国宏观经济论坛报告[P],2007(11).P131-154.