



北京2008年奥运会银行合作伙伴
OFFICIAL BANKING PARTNER OF THE BEIJING 2008 OLYMPIC GAMES

中银经济金融分析

BOC Economy and Finance Analysis

2008年第63期

总第873期

全球金融市场部

全球调研团队

专题研究

分析师

执笔：方明博士

Tel: 66591703

审阅：袁跃东

订阅联系人：

雷小帆

Tel: 010 66591704

Fax: 010 66591701

Email: leixf@bank-of-china.com

地址：北京复兴门内大街1号

邮政编码：100818

次贷危机之谜 1



中国银行具有丰富的国际金融市场操作经验和雄厚的研究实力，分支机构遍布全球，可为资产管理等产品组合的咨询、研究与交易服务，帮助其规避国际金融市场的风险并获得保值、增值机会。本分析报告仅供参考，业务咨询可致电客户业务处（010-66591616），研究咨询可致电调研处 010-66591562。

次贷危机之谜¹

无疑，次贷危机对全球金融市场和经济的影响是巨大的。但是，如果我们把次贷危机爆发以来的全球金融市场和经济的走势都归结为受次贷危机的影响，则很可能存在着问题。因此，探究次贷危机的奥妙，理解其产生的根源和对全球经济和金融市场的影响程度，是十分必要和紧迫的问题，也是对未来金融市场的走势和经济走势进行预测的一个重要前提。通过进一步的深入分析，我们发现次贷问题是美国的美元策略和美联储的低利率策略的一个副产品，是美国在利用美元策略获取国际利益和低利率策略刺激经济的一个副产品，美联储和美国政府应该未预计到会有如此大的负面影响。但是，考虑到美国本土经济、金融市场和金融机构受到的巨大冲击，考虑到商品期货价格上涨带来的通胀压力，考虑到次贷危机加深对失业的影响可能影响到今年的美国总统大选，执政的共和党政府将不遗余力地刺激经济的增长。因此，尽管危机较深，但整体局面尚在控制之中。

一、美元策略是美国政府主导的重大战略

美国的美元策略包括三个方面的内容：一是确立美元霸权，二是加强美国金融资产和金融市场的吸引力，三是美元的升值和贬值。同时，与美元策略相配合的还有其低利率策略和促进商品期货价格大幅上涨策略。总之，美国试图通过一切手段使其在国际资金流动和金融市场的投机中获取最大利润。

（一）美元走势直接影响美国国际收支平衡，也是促进经济发展的工具

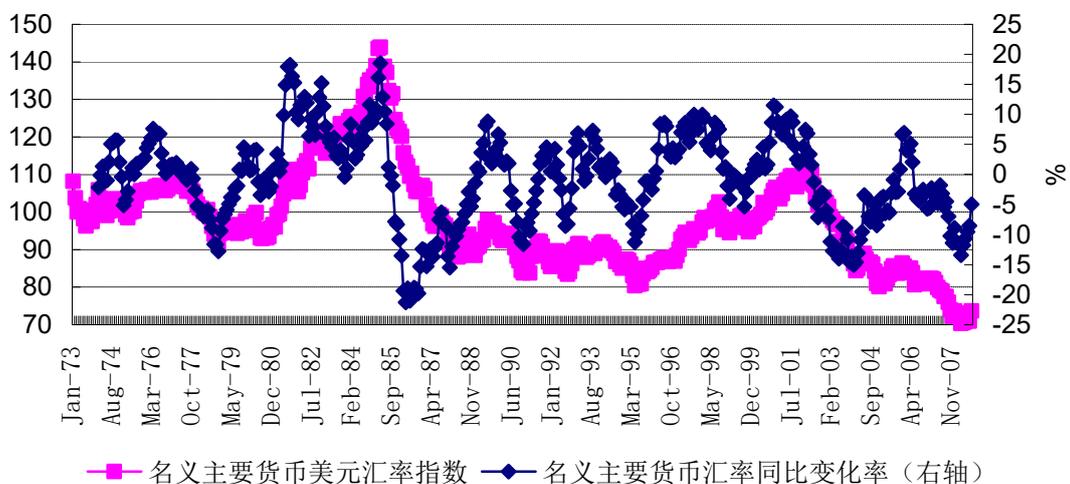
在“世界经济周期的新特点及世界经济的发展趋势”一文中，作者已经谈到了世界政治

¹ 这是作者 2008 年 8 月时完成的文章，旨在重新认识次贷危机及其对全球金融市场和经济影响的路径。当然，从次贷危机演化为全球金融风暴，此文同样可以从内在逻辑上加以解释。

经济格局的演变与美国相关政策的演变，这里不再重复。自布雷顿森林体系建立以来，美元霸权逐步确立，并在 1972 年与黄金脱钩，牙买加协议确立了浮动汇率体制，也确立了其他货币直接与美元挂钩，美元取代了黄金的世界货币地位。不包括促成牙买加协议的美元相对黄金的贬值和与黄金脱钩策略，从美国经济的发展来看，美国有三次使用了贬值策略，三次使用了美元升值策略。为了应对 1973 年 10 月爆发的年第一次石油危机的影响，美元从 1973 年 10 月至 1976 年 12 月升值了 10.5%，应该说在一定程度上改善了经常帐户状况(1974 年美国经常帐户盈余为 19.6 亿美元,1975 年经常帐户盈余达到了 181 亿美元,1976 年尚有 43 亿美元的盈余),但加剧了金融帐户的恶化(1974 年金融帐户盈余 4.8 亿美元,1975 年和 1976 年分别有 228 亿美元和 134 亿美元的赤字)。为改善美国经济状况，美国推行了美元贬值的策略，从 1976 年末至 1980 年 9 月，美元贬值了 13.5%，美国金融帐户情况有所好转（其由 1976 年的 134 亿美元的赤字转化为 1977 年和 1978 年的 180 亿美元和 51 亿美元的盈余），但经常帐户情况却恶化了（其由 1976 年的 43 亿美元的盈余转化为 1977 年和 1978 年 143 亿和 151 亿美元的赤字）。1979 年至 1980 年爆发的第二次石油危机，降低了美元贬值的效果，加上经济滞胀局面的形成，经常帐户局面有所好转，但金融帐户却不断恶化，出现了连续两年 250 亿美元左右的赤字。面对这种压力，美国政府又尝试着于 1980 年底开始让美元升值，至 1985 年 3 月，美元大幅升值了 54.5%，美国金融帐户持续改善（至 1985 年，其盈余已高达 995 亿美元，1987 年达到了 1678 亿美元），但经常帐户却不断恶化(1985 年经常帐户赤字上升到了 1182 亿美元，1987 年更是高达 1607 亿美元)。二战以来，在美国的扶持下，以前的战败国德国和日本经济快速发展，给美国带来了巨大压力，与他们的贸易赤字也在不断上升，美国大力实施了美元贬值计划，其标志就是 1985 年 9 月广场协议的签订，美元获得了大幅贬值的可能，而且贬值的时间持续至 1995 年 4 月，长达 11 年。此间，美元贬值了 44%，美元兑日元贬值了 67%，美国经常帐户于 1991 年转为盈余，但随

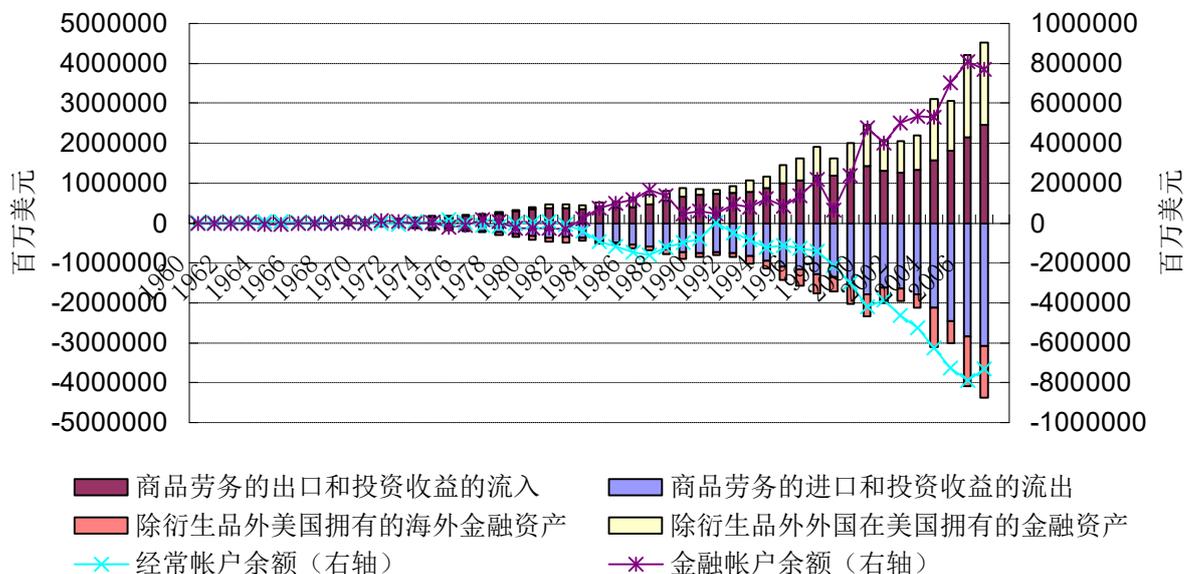
后两次转为赤字，1995 年达到了 1136 亿美元，金融帐户盈余逐步下降至 1991 年的 438 亿美元后再度上升至 1994 年的 1242 亿美元。随着前苏联和东欧巨变，1991 年海湾战争后，美国在全球的霸权地位日益巩固，美元也是如此。1996 年推出强势美元政策，开始了 5 年多的升值历程，至 2002 年 2 月升值了 34.8%。强势美元政策导致了资金从亚洲新兴市场经济体流出，推动了美国经济和金融市场的繁荣，也催生了科技股泡沫和房地产泡沫的膨胀。在美国经济陷入衰退后，美国在快速而且大幅降低利率的同时，再一次使用了美元贬值的策略。至 2008 年 5 月，美元贬值了 37%（参见图 1）。于是，美国经济有所反弹，股市大幅上升，商品期货价格大幅上涨，但房价下跌，房地产泡沫终于破裂，次贷危机爆发，美国经济陷入下滑之中，股市也大幅下跌。但是，我们也看到，尽管美元贬值，但由于其霸权地位，流入美国的资金并没有减少，而是进一步增加，2006 年经常帐户赤字高达 7881 亿美元，但金融帐户的盈余高达 8094 亿美元，而 2007 年经常帐户赤字和金融帐户盈余分别为 7312 亿美元和 7678 亿美元，两者都有所下降（参见图 2）。事实上，确立美元的霸权地位，根据需要使用美元的贬值和升值策略从布雷顿森林体系建立以来就已经是美国国际战略的重要组成部分。

图 1:名义主要货币美元汇率指数及其年比变化率



数据来源：美联储。

图 2：美国国际收支平衡情况



数据来源：美国经济分析局。

(二) 最近一波的美元贬值策略带给美国的收益高达 1.3 万亿美元

2008 年第一季度，全球外汇储备高达 6.87 万亿美元，在能分清楚币种的 4.32 万亿美元中，美元资产占比高达 63%，即 2.7 万亿美元的美资产。假定名义美元主要货币指数从 2002 年 4 月的 110 下降至 2008 年 5 月的 70 左右，大致下降了 36%。表面上看，如果外国政府和机构不在此阶段内卖出美元资产，将来美元反转，则美元资产基本上不受损失。但是，如果美国政府发行更多的债券和美钞，形成金融资产的数量膨胀，进而产生对原有美元金融资产的替代性，使原有的美元资产贬值。这种贬值可能体现在通胀上，体现在低收益率上，体现在经济下滑产生的资产价格大幅下降上。2001 年以来的美元资产其实已经经历了这种走势。即使是在美国利率大幅上升的阶段，美元公债 10 年期收益率与 2 年期收益率在一定时间内倒挂，债券收益率处于极低的水平。

计算美元贬值给外国持有的美元资产所带来的福利损失不是一件容易的事。这里不计算

美元贬值可能给提高美国的竞争力或者对美国经常帐户的影响，仅仅考虑金融资产的情况。

我们可以简单地进行历史数据比较。假设美元资产收益率平均较其公允价值低了 2.5%，则 2.7 万亿美元的外汇储备资产收益率的损失达到 607.5 亿美元。根据美元贬值的幅度，2.7 万亿美元资产的汇率帐面损失高达 9720 亿美元。单就目前中国 1.8 万亿美元的外汇资产而言，假定 70% 投资于美元资产，1.26 万亿美元资产中，因人民币升值 17.8%，帐面损失高达 2242.8 亿美元。如果再考虑 2.5% 左右的收益率损失，则损失多增加 315 亿美元。这里还没有考虑次级债的损失，以及投资美国股权和股票的损失。除了美元贬值美国政府获得了债务总额下降的收益、发行公债的收益率不高外，美国金融机构也从卖空美元买多商品期货中获益。美国政府完全可以通过金融市场的操作、债券与货币供应量的操作来保证自身获取最大化的利益。

美国金融机构通过看空美元和看多商品期货的波段性操作中的获利可能超过 3000 亿美元。根据 BIS 的统计，2007 年末，场外交易市场 (OTC) 中外汇衍生品交易合约的名义余额高达 56.24 万亿美元，市值为 1.81 万亿美元，而美元外汇交易合约的名义余额与市值分别为 46.95 万亿美元和 1.47 万亿美元；OTC 市场中单一货币的利率衍生品交易合约的名义余额和市值分别为 393 万亿美元和 7.2 万亿美元，与美元利率相关的交易合约的名义余额和市值分别为 130 万亿美元和 3.2 万亿美元；OTC 市场中与股票相关的衍生品交易合约的名义余额和市值分别为 8.5 万亿美元和 1.1 万亿美元，与美元相关的交易合约的名义余额和市值分别为 1.8 万亿美元和 2326 亿美元；OTC 市场中与商品衍生品相关的交易合约的名义余额和市值分别为 9 万亿美元和 7529 亿美元。BIS 外汇交易的合约金额是双向的，再假设看多看空各占一半，则与美元汇率和利率相关的交易合约看多的市值分别为 3700 亿元和 1.6 万亿美元。如果股票相关的衍生品合约交易看对看错各占一半，则与美元股票相关的衍生品看对的市值为 1163 亿美元。假设商品衍生品合约看对看错各一半，美国投资机构在其中占

60%，则商品衍生品看对的市值为 2259 亿美元。因为美元变动率为 36%，利率变动盈利率为 2.5%，股票变动率为 21%，2007 年以来 CRB 商品指数从低点到高点上升了 61%（2005 年以来主要商品期货价格基本上都上升了 1 倍到 3 倍，这里暂未考虑金融机构通过商品期货交易杠杆操作效应的放大效应对盈利的影响），则美国金融机构从外汇交易、利率交易、股票期货交易和商品期货交易的获利分别为 1332 亿美元、400 亿美元、244 亿美元和 1378 亿美元，总共盈利高达 3354 亿美元。

因此，美国政府和美国金融机构从美元贬值、商品期货价格大幅上涨和利率等变动中收益超过了 1.3 万亿美元。当然，作者这里计算中还有一些偏差，如计算 OTC 衍生品交易量和市值时用的是 2007 年末的数据，而其余数据基本上都用到了 2008 年 7 月左右，但这并不影响我们的整体估计，因为交易量和市值都是被低估的。

二、次级债危机源于美元策略、低利率和高货币乘数

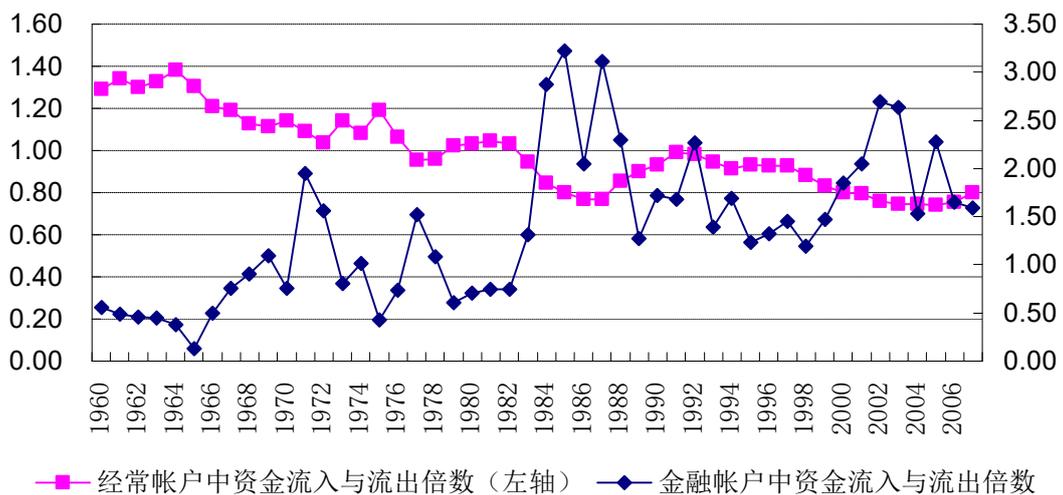
（一）美国的美元策略形成了 1996 年以来的流动性过剩局面

正如前面所作分析，在美元霸权的基础上，在美国金融市场体系不断完善的过程中，美国金融资产和房地产成为众多外国资金追逐的目标。自 1996 年强势美元政策推出始，大量外国资金流入美国金融市场，助长了美国的网络股泡沫，也推动了房地产泡沫的进一步形成。自 2000 年美国网络股泡沫破裂后，即使在美联储大幅降息至 1% 的情况下，外国资金对美国债券市场和房地产市场的兴趣仍然不减。外国资金的流入是造成美国流动性过剩的重要基础。事实上，美元升值或贬值策略除依赖于美元的霸权地位外，也依赖于外国资金大规模流入美国。这可以从以下三个方面来看：

第一，美国对外部资金的依赖度在上升。美国金融帐户资金流入与流出倍数从 1982 年 1.33 倍始，只有个别年份低于 1.33 倍（1987 年 1.27 倍，1995 年 1.24 倍，1998 年 1.19

倍)。美国对外部商品劳务和投资收益的依赖也在上升，因为经常帐户中资金流出即购买商品劳务和在美国投资收益的汇出，经常帐户中资金流入与流出倍数从 1977 年始基本上都低于 1 倍，仅在 1979-1982 年在 1.02-1.05 倍波动，2000 年以来已连续八年等于或低于 0.8 倍（参见图 2 和图 3）。

图 3：美国国际资金流动情况



数据来源：美国经济分析局。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_7590



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn