


张明

zhangmingcass@vip.126.com



# 谁是美国次贷危机的罪魁祸首？ ——评高蓓博士著作 《美国次贷危机及其货币政策》

距离美国次贷危机全面爆发已经整整过去八年时间了。八年时间内，关于次贷危机的研究可谓汗牛充栋，而关于次贷危机爆发原因的争论也并未消停。其中最具代表性的几种观点包括：第一，美联储前任主席伯南克指出，美国次贷危机的爆发源自东亚国家储蓄过剩（saving glut），也即顺差国大量资金流入压低美国长期利率，进而造成房地产泡沫；第二，斯坦福教授泰勒（也即著名的泰勒规则的始作俑者）指出，美国次贷危机爆发的主要原因在于美联储在 2000 年代初期偏离了泰勒规则，也即在本国宏观经济形势好转后没有及时加息，进而导致资产价格泡沫的膨胀；第三，哥伦比亚大学教授斯蒂格利茨指出，美国次贷危机爆发的主要原因在于华尔街肆无忌惮的违规操作以及金融监管的缺位。换种角度来看，伯南克的观点无非是将次贷危机的爆发推给外国，而泰勒与斯蒂格利茨的观点认为美国政府应该自身为危机负责。

高蓓博士在 2016 年 7 月出版的新著《美国次贷危机及其货币政策：基于资本流动的分析》致力于探寻谁究竟是美国次贷危机的罪魁祸首。这本书事实上是高蓓博士 2009 年完成的博士论文。她是我长期的研究合作者。自 2013 年以来，高蓓博士、邹晓梅博士与我组成的研究团队，对资产证券化进行了较为全面的研究。那段时期，高蓓博士正在我们所从事博士后研究工作。高蓓博士毕业于西安交大经济与金融学院，导师是台湾的胡春田教授。在博士后出站后，她选择了回到母校工作。

高蓓博士本书的核心观点，在我看来，是摘要中的这句话：“现行货币体系的不对称性是危机爆发的根本原因，金融衍生品的过度扩张和金融监管的相对滞后是危机破坏性增大的原因”。与文首三位大佬的观点相比较，不难看出，高蓓的观点与伯南克的观点有些接近，但也有不同。她其实进一步探寻了造成东亚国家储蓄过剩的深层次原因，发现这是当前以美元本位制为特征的国际货币体系的必然结果。

本书的核心逻辑如下：第一步，当前“中心—外围”构架的货币体系必然导致作为核心国家的美国出现巨额经常账户逆差，而外围国家出现巨额经常账户顺差；第二步，外围国家的大量资金投资于美国政府债券市场，这会压低美国长期债券收益率；第三步，长期债券收益率会通过利率期限结构作用于联邦基金利率，如果前者会持续压低，前者也会持续压低后者；第四步，较低的联邦基金利率是形成房地产泡沫的主要原因，而后来联邦基金利率在短期内大幅上升则导致了房地产泡沫的破灭，并进而引爆了危机。作者同时指出，银行资产负债表渠道在危机前与危机后均起到了放大器的作用。危机前的机制可以用“金融加速器”来概括，危机后的机制则可以用集体去杠杆效应来概括。

事实上，上述逻辑已经被迄今为止的很多研究所强调，并非本书首创。在我看来，高蓓博士的主要贡献之一，是通过一些技术化的手段来强调国际资本流动在美国次贷危机爆发过程中扮演的关键角色。例如，高蓓博士发现，1998 年至 2005 年期间，在排除了亚洲金融危机时期以及控制了人民币升值问题后，加入资本流入因素之后的泰勒规则的模拟值与实际值的拟合效果，要显著高于传统泰勒规则的拟合效果。这一发现可以很好地解释所谓格林斯潘之谜，也即美国在次贷危机之前长期利率不随短期利率的提高而提高的现象。高蓓博士进而把这一点升华为，对长期经常账户逆差国而言，大量的资本流入会弱化货币政策影响长期利率的能力。在此基础上，本文得出的最重要的政策涵义是，对当前国际货币体系改革，既符合像中国这样的外围国家的

利益，也符合像美国这样的中心国家的利益。

如果说本书还有什么重要遗憾的话，在我看来，那就是上述四步核心逻辑链条的第一步还有待深入论证。事实上，本文的核心经验检验部分，主要集中在资本持续流入压低美国长短期利率，以及短期利率变动导致美国房地产价格变动这两个部分，也即上述逻辑链条的第二、三、四步，但对于为什么美元本位制下外围国家会对核心国家提供持续的融资支持，作者仅仅提到了东南亚金融危机的影响以及发展中国家“原罪”的存在，并未对此提供一个强有力的解释，并用相关经验证据来证实上述解释。

一个值得借鉴的例子是，经济学 Cabellero、Farhi 与 Gourinchas 在 2008 年《美国经济评论》上发表的一篇文章就全球国际收支失衡给出了如下解释，也即各国从实体经济投资中产生金融资产的能力不一样，正是由于美国在这方面具备比较优势，因此外围国家大量资金流入美国的原因是为了利用美国金融市场的媒介功能。尽管我们可以不认同他们的研究，但他们至少是在为全球国际收支失衡提供一个重要的理论假设。

总之，高蓓博士的新著从国际资本流动的角度来分析美国次贷危机爆发的原因，指出当前不对称的国际货币体系是最终酿成危机的罪魁祸首，因此国际货币体系改革是势在必行的多赢选择。这一视角有助于深化我们对美国次贷危机以及国际货币体系改革的认识。笔者诚挚地希望，高蓓博士未来能够再接再厉，在国际金融领域做出更多更有影响力的研究。

高蓓：《美国次贷危机及其货币政策：基于资本流动的分析》，中国社会科学博士论文文库，中国社会科学出版社，2016 年 7 月版。

Caballero, Ricardo J.; Faihi, Emmanuel and Gourinchas, Pierre-Olivier. "An Equilibrium Model of Global Imbalances and Low Interest Rates", American Economic Review, Vol.98, No.1, March 2008.

（笔者为中国社科院世经政所国际投资室主任）

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。

