

2012 年 01 月 06 日

以史为鉴看金融危机对世界经济格局的影响

内容摘要:

- I 从次贷危机到欧债危机, 2008 年以来的世界经济可谓危机重重。这次旷日持久的危机会对世界经济和金融格局产生怎样的影响, 本报告试图通过对历次金融危机及其影响的分析来对这一问题进行回答。
- I 研究发现, 激进的金融自由化、金融监管放松、金融泡沫破灭、经济政策失误、外围经济环境和市场预期变化等因素是引起金融危机爆发的重要原因。经济增长过热、国际资本流入增多——信贷扩张、流动性宽松、资产泡沫膨胀——交易量放大、资产价格上涨——利率提高、抑制信贷——资产价格下跌、市场预期改变、市场参与者抛售资产——金融机构经营状况恶化、金融泡沫破灭, 是引起金融危机爆发的一般路径。
- I 随着金融危机复杂性不断增强, 金融危机的特征和发展趋势发生了很大变化。当代金融危机爆发间隔时间越来越短。危机从最初在发达经济体间传染, 扩散到新兴市场国家在内的全球范围内传染。危机传染模式也由最初的单向传染转为双向和多向传染。金融危机向货币危机、银行危机、信用债务危机共生演变的特征和趋势越来越明显。
- I 历次重大金融危机爆发后, 世界各国的货币制度、汇率体系、国际贸易结构、分工格局都会发生巨大变化, 从而改变世界经济格局。上世纪 30 年代经济大萧条后, 各国重新确立了它们的相对经济地位, 以美国为首的发达经济体建立了新的国际经济与金融体系。1992 年欧洲货币体系危机推动了欧元区 and 欧元的诞生, 改变了世界货币体系。1997 年亚洲金融危机加快了东盟区域经济的一体化, 形成了区域内不同新兴工业经济体共同发展的格局, 中国成为了“世界工厂”。2008 年全球金融危机打破了美国主导的经济全球化进程, 新兴市场国家提高了在国际经济中的地位, 增大了对国际事务的话语权。以此为据, 我们预计 2010 年欧债危机非但不会让欧元和欧盟解体, 反而会加速“欧洲合众国”的诞生和兴起。与此同时, 欧美经济的低迷, 新兴市场国家的兴起, 未来国际分工和国际间的贸易摩擦问题将更为突出。

证券分析师

李慧勇 A0230203100029

lihy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊

xuyj@swsresearch.com

张承启

zhangcq@swsresearch.com

联系人

陈果

(8621)23297818-7336

chenguo@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号

电话: (8621)23297818

上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

目 录

1. 20 世纪以来主要金融危机回顾	3
1.1 1929 年—1933 年世界经济危机	3
1.2 1980 年拉美债务危机和美国储贷危机	4
1.2.1 1982 年—1983 年的拉美债务危机	4
1.2.2 1987 年—1992 年美国储贷危机	5
1.3 1990 年的金融危机	6
1.3.1 1990 年—2003 年的日本银行危机	6
1.3.2 1992 年—1993 年欧洲货币体系危机	6
1.3.3 1994 年—1995 年墨西哥金融危机	7
1.3.4 1997 年—1998 年的亚洲金融危机	7
1.3.5 1998 年—1999 年俄罗斯金融危机	8
1.4 21 世纪的金融危机	9
1.4.1 2001 年—2002 年阿根廷金融危机	9
1.4.2 2007 年—2009 年全球金融危机	9
1.4.3 2009 年至今欧洲债务危机	11
2. 金融危机爆发原因	12
2.1 金融体系具有危机易发性	12
2.2 金融自由化和监管放松	12
2.3 金融泡沫酝酿金融危机	13
2.4 外围经济环境和市场预期变化	14
2.5 政策失误加速危机爆发	15
3. 金融危机的未来发展趋势	17
3.1 金融危机爆发频率急剧升高	17
3.2 新兴市场国家爆发金融危机趋势增强	18
3.3 货币危机、银行危机、信用危机的共生性增强	18
3.4 金融危机传染效应增强	19
4. 金融危机改变了世界经济格局	20
4.1 世界经济危机建立了新的国际经济与金融体系	21

4.2 欧洲货币体系危机促进了欧盟经济发展	22
4.3 亚洲金融危机打破亚洲产业格局、加快东盟一体化进程	23
4.4 全球金融危机和欧债危机改变经济全球化进程，加剧了国际分工和 国际间经济摩擦	23
4.5 世界经济格局由“点”向“面”发展	24

图表目录

图 1: 金融危机发展过程示意图	17
图 2: 货币危机、信用债务危机、银行危机共生性增强	19
图 3: 世界经济格局变化	25
表 1: 主要金融危机类型和促发点	11
表 2: 金融泡沫形成到破灭的演变过程	14
表 3: 金融危机爆发原因及解决方案	16
表 4: 历次重大危机引起的经济格局变化	21
附表 1: 欧债危机发展进程表	25

全球金融危机余波尚未停息，欧债危机又风起云涌，发展之势愈演愈烈，完全超出了绝大多数人的预期。金融危机的负面影响已经从金融层面渗透到实体经济。欧债危机再次增添了国际金融市场的不确定性，增大了全球爆发主权债务危机的可能性。

本报告通过对上世纪以来所爆发的重大金融危机进行梳理和总结，着重分析历次金融危机爆发的原因、特征、发展趋势、以及各国应对金融危机采取的策略，并对金融危机爆所带来世界经济格局的变化进行阐述。

1. 20 世纪以来主要金融危机回顾

金融危机，是指一个国家金融市场和金融系统发生动荡，金融风险超出金融监管部门的控制能力，使得资金投资渠道不畅，错失最佳投资机会。金融危机表现出金融指标在短期内急剧恶化的现象，如短期利率、汇率、包括证券、房地产、土地等在内的资产价急剧、短暂、超周期的恶化。

金融危机主要分为货币危机、银行危机和债务危机。现代金融危机常常是多种危机相互转化共生的，很难将它们严格地区分开来。1980 年代，拉美债务危机是货币危机和债务危机相互共生作用的；1990 年代，日本经济衰退和亚洲金融危机是货币危机和银行危机交织在一起的；而当前欧债危机则有着从债务危机向银行危机发展的趋势。

1.1 1929 年—1933 年世界经济危机

因美国股票市场投机过度导致股票暴跌，引发 1929 年-1933 年的世界金融危机，使得全美证券贬值总额达到 840 亿美元。危机期间，美国抽回了大量对德国的投资，通过资金链的传导作用，引发德国经济崩溃。受累于英国在德国的大量投资，英国也被推入了金融危机的深渊。这场危机重创了全球，使得各国生产出现严重衰退。1930 年代世界经济危机爆发主要有以下几个深层次的原因。

1、贫富差距加剧了借贷消费，使得消费品市场过度膨胀发展。当借贷消费放缓并受阻时，一方面导致消费品生产减少和生产过剩，引发社会购买力不足；另一方面投资锐减，造成资本过剩；

2、投资者对经济前景的看好并不反映在实体经济中，而是表现在股票市场上。银行信用助推了股市繁荣，至 1929 年，道·琼斯指数从 75 点上升至最高的 363 点，上涨了 3.84 倍，年平均增长率高达 21.8%。股市泡沫高涨加速大量资金撤出再生产部门，被投向更高回报率的证券投资领域。

3、金融创新加快和金融监管不当。危机前，美国投资者只需支付 10% 的保证金就可以购买股票，余额由其经纪人支付，增大了整个金融体系的系统性风险。金融监管部门没有对危机期间的银行倒闭采取干预措施，使得银行业出现倒闭→挤兑→倒闭的恶性循环。美国金融监管部门对有问题的金融机构救助迟缓助推了这次危机的蔓延。

1929 年-1933 年的危机是传统经济危机向现代金融危机的过渡，改变了世界经济格局，调整了各国在世界经济中的相对地位。英国、德国、日本等国在应对危机时的采取了及时有效的措施，增大了它们在国际市场贸易市场上的份额；而美国、法国对这次经济的应对相对迟缓，降低了它们在国际贸易市场上的份额。但这次危机的爆发，促使美国改变了经济政策，新颁布了一系列法案，如《银行紧急救助法令》、《联邦证券法》、《格拉斯-斯蒂格尔法》，这些法律决定了美国今后金融的发展方向。

1.2 1980 年拉美债务危机和美国储贷危机

1.2.1 1982 年—1983 年的拉美债务危机

20 世纪 60 年代后，许多拉美发展中国家为了发展国内经济，举借了大量外债。但由于资金使用、制度约束等多方面因素限制，债务资金并没有提高这些国家的经济发展速度，反而造成了还本付息的困难。

1982 年 8 月，墨西哥政府宣布无力偿还到期的外债本息，请求国外银行准许延期，遭到拒绝后，墨西哥政府宣布无限期关闭外汇市场的汇兑业务，暂停偿付外债等措施，引发市场恐慌，爆发了债务危机。随后，巴西、阿根廷、委内瑞拉、智利、秘鲁等拉美国家也相继因债务问题陷入危机。拉美国家爆发债务危机主要有以下原因。

1、两次石油危机推高了国际油价，加上世界整体经济的萧条，拉美国家面临的外围经济环境不断恶化。拉美国家对石油进口依赖性很强，而石油价格的上涨又会增加这些国家的通货膨胀水平。

2、拉美国家私人银行贷款增速很快，超过了政府和金融机构贷款的增速；短期和长期贷款结构不合理，短期贷款比重增长迅猛，而中长期贷款比重大幅下降；此外，贷款利率大多采用固定利率，增大了利率风险。

3、债务负担加重。因为国际金融市场风险压力增大，国际信贷紧缩，美国实行高利率，加重了拉美国家的债务负担。

拉美债务危机促使大量资金流外流，国际收支恶化；为了偿还债务，拉美国家降低了对能源和原材料的进口，通货膨胀率居高不下，使得这些国家经济发展严重受挫。上世纪 80 年代，拉美地区的国内生产总值年均增长率仅

为 1.1%，有些年份甚至出现了负增长；工业产值年增长率为 0.5%；人均收入下降 10%。

1989 年 3 月，美国财长提出《布雷迪计划》，较大规模地免除拉美债务国的部分债务措施。同时，拉美债务国家也开始对国内经济进行调整和改革，直到上世纪 90 年代初，拉美债务国家才基本完成由内向型经济向外向型经济发展模式的转变。

债务危机导致拉美各国由进口替代战略转向出口导向战略，危机各国缩减了国内生产率低下的制造业部门，增大了进口。同时出口国内自然资源，形成了拉美国家对欧美日发达经济体出口原材料资源，同时进口工业制成品的国际分工格局。

1.2.2 1987 年—1992 年美国储贷危机

上世纪 80 年代后期，美国房屋市场价格得到了逐步修正，同时，美联储加息造成了银行贷款违约率持续攀升，引发了对美国影响深远的储贷危机。

储贷银行本质上是通过赚取存贷利率差进行运营的，但是由于美国 80 年代初期升息步伐加快，投资者纷纷将定期存款转投到货币基金中，增大了银行资金压力。而银行又面临着短期市场利率持续走高，长期贷款利率不变的利率错配状况。80 年代美国还允许储贷机构开展商业贷款和消费性贷款业务，增加其获利能力，同时放松了对房贷授信条件以及风险管理控制，储贷银行还开展了投资不动产等活动，增大了储贷银行的经营风险。导致储贷危机爆发主要有以下几个原因。

1、30 年代世界经济危机后，美国实行单一银行体制，法律禁止金融机构异地设立分支机构，迫使大多数银行只能服务于相对狭窄的区域市场，不利于银行业分散风险，使得银行在很大程度上受到区域性经济发展的影响。

2、银行业内部监控机制不健全、过度信贷扩张，超出了银行控制范围。美国银行在 80 年代的过度信贷扩张，酝酿和集聚的进入风险正是这次储贷危机爆发的重要原因。

3、外部金融监管不力。美国的不同监管机构在监管理念、资本金要求、市场准入、处置措施等方面存在很大差异。缺乏相应的风险管理措施，增大了市场的道德风险。允许实际已经破产的储贷机构继续经营，增大了储贷机构在新竞争环境中破产的概率。

储贷危机爆发后，政府介入其中，设立了重组信托公司（Resolution Trust Corporation, RTC）对储贷机构的不良资产进行处置。先后通过财政部的 200 亿美元的拨款和 300 亿美元的发债融资。RTC 将倒闭的储贷机构资产进行证券

化的形式出售，有效地控制了储贷机构倒闭给金融体系、市场秩序带来的破坏性影响。美国相继颁布了《银行平等竞争法》、《金融机构改革、恢复和强化法》、《联邦存款保险公司改良法》等一系列法律，为美国银行和储贷机构日后的健康运转奠定了法制基础。

1.3 1990 年的金融危机

1.3.1 1990 年—2003 年的日本银行危机

上世纪 80 年代后期，日本金融机构放松了对企业贷款的审查，发放了大量房地产抵押贷款，促成了日本股市和房地产价格暴涨，集聚了严重的房地产泡沫。银行也因管理不善积累了大量坏帐，加上金融监管当局监管和改革的滞后，经济泡沫最终在 1990 年破灭，造成 90 年代日本银行危机爆发。

亚洲金融危机爆发恶化了日本外围经济环境，监管当局没有及时地控制风险，使得银行危机升级恶化，促使日本经济严重衰退，走上经济衰退增大银行坏账这种恶性循环的道路，加快了日本金融机构的倒闭风潮。

1998 年，日本推出《金融再生法》并成立特别机构，通过拨款注入到有问题的金融机构中，来救助金融体系。同时日本还指定机构进行清算，通过入股方式进行短期融资，并将有的问题金融机构经营权交给政府资助的过渡性金融机构处理。1994 年还成立了整理回收机构（RCC），接管破产银行的不良债权，收购经营正常银行的不良债权，并通过资产证券化的方式对债权进行打包销售。

1.3.2 1992 年—1993 年欧洲货币体系危机

东德和西德的合并增强了德国经济。虽然德国马克在欧洲货币单位中的份额不变，但由于马克对美元升值，使得马克在欧洲货币单位中的相对份额不断提高。马克币值变化对德国和其他欧洲国家的经济就产生了很大影响。当时英国、意大利的经济发展缓慢，需要实行低利率刺激经济发展，而德国因东西合并出现巨额赤字，如果实行低利率则会引发通胀，德国和其他欧共体成员的经济矛盾不断加深。德国在 1992 年 6 月将其贴现率升至为 8.75%，随即市场上出现了抛售英镑、里拉抢购马克的投机性攻击，致使里拉和英镑汇率大跌，爆发了欧洲货币体系危机。

尽管欧共体放宽了汇率目标区的中心汇率浮动宽幅，但仍挡不住市场的投机性攻击，造成了区域性的货币危机。造成欧洲货币体系爆发危机的主要原因如下。

1、从外围经济环境来看，美国经济在 90 年代陷入衰退，为刺激经济复苏，采取降低利率手段。大幅度利率差使得市场投资者抛售美元，买进马克；而

期初德国东部经济增长缓慢，德国股票市场资金转投马克，导致马克汇率大幅上升，引发了欧洲汇率机制长达 1 年的动荡。

2、欧共体各成员国货币政策的不协调是导致危机爆发的生层次原因。各国经济发展的不平衡导致宏观经济政策的不协调，不同国家采取不同的经济政策和货币政策，从根本上违背了联合浮动汇率机制的要求。危机造成马克币值坚挺，英镑、里拉等币种贬值，导致英镑和里拉被迫退出欧洲汇率机制。

1.3.3 1994 年—1995 年墨西哥金融危机

墨西哥在上世纪 80 年代债务危机后采取了多项经济改革措施，使得经济取得了较快发展。但是，墨西哥引进巨额外资为它 1994 年发生的金融危机埋下了隐患。当美国提高利率时，墨西哥比索面临巨大的贬值压力，加上国外投资者对墨西哥经济发展前景缺乏信心，大量抛售比索抢购美元使得墨西哥陷入了更深危机中。

借助危机传染效应，墨西哥金融危机迅速地传染到整个拉美国家，甚至波及到了欧洲、亚洲国家，导致这些国家和地区股票指数出现大幅下跌。继拉美债务危机后，墨西哥再次发生金融危机有以下几方面原因。

1、墨西哥经常项目巨额逆差。进口大幅增加，耗费了墨西哥大量外汇储备；在解除资本管制后，盯住汇率制度的隐性“汇率保障”吸引了大规模私人资本流入，虽然弥补了墨西哥经常项目逆差，增加了外汇储备，但这些私人资本流入后，主要投机在有色证券上。这些资金具有极强的流动性和不稳定性，使墨西哥暴露于外部危机之中。

2、国内经济结构失调。民间投资严重不足，投资主要流向不动产、商业和金融市场，产业发展极不平衡；快速私有化进程迫使大量国有资产流失，国家调控经济的能力受到严重削弱，经济结构失衡问题突出；生产性投资不断下降，推动了投机性投资膨胀，经济泡沫现象严重。

3、国内政治冲突以及国际经济金融环境的变化。墨西哥发生的一系列暴力事件动摇了市场投资者的信心。美国利率提高和经济恢复造成墨西哥外围经济环境恶化，引起大量资本抽逃。

1.3.4 1997 年—1998 年的亚洲金融危机

1997 年 2 月至 5 月，国际投机资金对泰铢进行投机攻击，泰国国内银行出现挤兑事件，泰铢兑美元跌至当时 10 年来的最低点，为 26.7 铢 / 美元。泰国财政部长辞职加剧了更大规模的投机狂潮。迫使泰国央行于 7 月 2 日放弃 1984 年以来一直实行的固定汇率制度，泰铢当日跌至 29.5 铢 / 美元，跌幅达 20%。

由于东盟各国经济发展存在很大的相似性和相关性，在投机者的投机攻击下，菲律宾比索、马来西亚林吉特也于 7 月宣布贬值和放宽浮动范围。随后东南亚各国货币均出现不同程度的贬值。资本净流出增大使得东南亚危机国家外汇储备下降，国内利率暴涨，约束了流动性和增大了债务还本付息的困难。外债升值和本国资本市场泡沫破灭，使得区域性的亚洲金融危机演变为全球金融危机。以下几个方面是导致亚洲金融危机爆发的重要原因。

1、汇率政策不当，金融调控手段落后。东南亚国家大多采用盯住美元的固定汇率制度，但是这些国家的进出口结构不合理，使得它们的汇率制度更容易受到美元对日元、美元对其他欧洲货币变化的影响，增大了货币当局的调控难度。

2、银行业巨额不良贷款金额比重急剧上升。银行对私人部门和企业信贷的持续快速增长，使得资产负债率大大地超过了国际平均水平，由于缺乏完善的内控机制，泡沫经济破灭后，增大了银行是不良贷款金额。

3、经济结构失调。金融危机爆发前，东南亚国家经济发展势头良好，工业部门生产力大量过剩，盈利能力减弱。因缺乏新的主导产业，大量资金转向投机与证券市场、房地产市场，集聚了大量金融和房地产泡沫。

4、外债结构不合理，利用外资不当。东亚各国对国外银行债务额巨大，且短期外债居多。但是国内银行对企业所拥有的是按本币计价的中长期债权，巨额外债期限的不合理搭配，增大了东南亚国家外债面临的外汇波动风险。

1.3.5 1998 年—1999 年俄罗斯金融危机

1992 年初，俄罗斯实施“休克疗法”进行经济改革，但却造成了俄罗斯国内生产连续降低，这种情形一直延续到 1997 年，才有所改善，但生产增长的幅度仍然很小。俄罗斯在 1996 年开始对外资开放，市场投资者看好其金融市场，严重的投机使得股市和债市纷纷走高，俄罗斯的股市涨幅惊人，集聚了大量泡沫，完全有别于当时亚洲各国股票市场严重受挫的表现。

俄罗斯金融危机爆发和 3 次大的波动紧密联系在一起的。第一次大波动在 1997 年 10 月末到 11 月中，韩国金融危机爆发对俄罗斯产生传染效应，导致俄罗斯股市、债市和汇市下跌。第二次大波动在 1998 年 5 月至 6 月间，俄罗斯政局不稳定、私有化政策和债务等问题凸显，使得危机进一步恶化。第三次大波动在 1998 年 8 月，市场对政府政策的不信任，引起卢布暴跌。三次大波动加剧了金融危机，这次危机爆发主要有以下几个原因。

1、经济政策失误。俄罗斯的经济政策中采取了激进的“休克疗法”造成恶性通货膨胀，而财政紧缩又导致了流动性不足，投资大幅降低，最终造成经济长期衰退和政府偿债能力不足。这些因素综合在一起则进一步恶化了金融危机。

2、经济结构发展不合理。俄罗斯轻工业和重工业发展比例严重失调；主要依靠出口能源、基本原材料来增加外汇储备收入。产业结构和出口结构不合理，增大了俄罗斯国民经济对外贸的依存度。

3.复杂的政治因素。俄罗斯政府更迭起伏，政局动荡加剧，对金融危机起到了推波助澜的作用。

虽然俄罗斯通过提高利率水平、转借外债、延长债务偿还期限对金融危机进行遏制。但是，危机引起的高通胀使得居民存款贬值；国内大批银行损失惨重，破产银行数量急剧上升；俄罗斯的金融危机还波及到了欧美、拉美地区，引发了全球金融动荡。

1.4 21 世纪的金融危机

1.4.1 2001 年—2002 年阿根廷金融危机

2001 年 3 月，阿根廷出现了一个较小的偿债高峰，但是市场却怀疑阿根廷借新债还旧债的能力。7 月份，阿根廷汇率市场发生了剧烈波动，印证了此前的市场预期，比索币值出现大幅贬值。随着市场预期的恶化，国内资本出现了大规模外逃，利率大幅上扬。为了抑制金融危机，政府采取了限制居民提款和防止资金外逃的措施，但这反而加剧了金融恐慌。期间，阿根廷政治上的混乱也将其金融危机推向了深渊。促使阿根廷危机爆发的原因也是多方面的。

1、改革中实施了激进的自由化策略。贸易自由化、经济自由化加重了国民经济对国际市场的依赖。在阿根廷推行私有化的过程中，严重削弱了政府的干预能力，并没有采取措施限制外资的自由流入和流出。

2、政府宏观调控政策不当。阿根廷没有根据实际情形对汇率政策做恰当的调整，错过了产业升级的机会。通过举借外债发展经济的方式，反而致使阿根廷背负了沉重的外债负担。

阿根廷通过了《公共紧急状态和汇率体制改革法》，该法案赋予新总统有几乎不受限制的经济权力以应对危机。此外，阿根廷还向国际货币基金组织申请援助，进行债务重组，严格限制美元汇出和商品进口，以及改革税制来抑制危机带来的破坏性影响。

1.4.2 2007 年—2009 年全球金融危机

在 2006 年之前，由于美国住房市场持续繁荣，美国利率水平较低，加速了美国次级抵押贷款市场迅速发展。但是，随着美国住房市场的降温尤其是短期利率提高，增大了次级抵押贷款的还款利率，加重了购房者的还贷负担。同时，住房市场的持续降温也使购房者出售住房或者通过抵押住房再融资变

得困难。这种局面直接导致大批次级抵押贷款的借款人不能按期偿还贷款，进而引发“次贷危机”。金融风暴很快从抵押贷款机构、投资银行蔓延到保险公司、储蓄机构和商业银行。

美国次贷危机引发了全球金融市场的流动性短缺。引起美国金融市场上出现了一系列的公司并购、国有化事件，危机的恶劣影响迅速波及到了欧洲、亚洲、拉美等主要金融市场，最终蔓延为全球金融危机爆发。不断扩展和恶化的全球金融危机逆转了世界经济增长的强劲势头，至今还影响着各国和地区的经济发展。由次贷危机引发的全球金融危机爆发有着深刻的原因。

1、过度追逐高额利润的金融创新开发。对高额利润的追逐，次级信用住房抵押贷款债务证券化被开发出来后，放贷部门将贷款的风险转移出去，并利用收回的资金继续放贷。金融市场放贷规模不断扩大的同时，金融风险也被不断放大。美国房地产泡沫风险随着这些金融衍生产品扩散到了其他国家和地区，最终使得美国次贷危机波及到全球，形成全球金融危机。

2、宽松货币政策吹大了经济泡沫，虚拟经济与实体经济发展不平衡。次贷危机爆发前，美国一直实行宽松的货币政策，刺激了股价和房价上涨，股价、房价相互推动的泡沫越来越大。美国将实体经济转移到了东南亚和南美地区，在本土发展金融服务业。美国通过国际贸易消费其他国家的产品和资源，其他国家再以美元购买美国债券等金融产品。美国实体经济与虚拟经济发展不平衡，通过贸易、金融、预期等渠道将危机传染给其他国家。

3、信用制度缺失。评级机构高估了次级产品的评级，给予次级产品与普通抵押债券等同的评级，这极大地促进了次贷市场的发展。但利益冲突无法让评级机构做出客观、公正的评价，当市场认知和机构评级发生冲突时，信任危机就开始蔓延了，投资者抛售债券加大了市场恐慌心理，导致金融市场流动性不足，对全球金融危机爆发起到了推波助澜的负面作用。

4、金融监管不力。《金融服务现代化法》等法案放松了金融管制，打破了银行业、证券、保险、投资行业等间的壁垒，金融市场的激烈竞争诱使大量不具备还款能力的消费者纷纷通过按揭手段，借钱涌入住房市场。监管层面上的漏洞逐步暴露出来，监管不力也给金融投机打开了方便之门。

全球金融危机阻碍了全球经济增长，亚洲经济衰退的程度大大超过美国。以 2008 年第四季度 GDP 增长为例，美国和欧元区分别为 -6% 的增长水平；日本、新加坡和韩国 GDP 的增长率则分别为 -13%、-16% 和 -20%。为防止金融危机进一步深化，美国出台了包括注资、剥离问题资产、为金融机构负债提供担保、减税和增加社会公共支出等一系列财政措施。其他受全球金融危机拖累的国家也纷纷采取相应财政政策和货币政策以应对危机，向金融市场提供流动性。

1.4.3 2009 年至今欧洲债务危机

2009 年末，全球三大评级公司下调了希腊主权评级，投资者抛售大量希腊国债。在市场情绪带动下，爱尔兰、葡萄牙、西班牙等国的主权债券收益率也大幅攀升，迫使欧元和欧洲股市双双大幅下跌，2010 年起欧洲其它国家相继陷入危机，欧洲债务危机全面爆发。虽然欧洲各国债务额大小不一，危机严重程度不同，但是这次欧债危机爆发仍然具有相似的原因。

1、欧元升值、举债成本降低。1999 年，欧元作为世界货币诞生，欧元兑美元比价从 1.01 贬值到 0.85 后，又一路升值到 2008 年 7 月的 1.58，累计升值幅度达 86%。欧元大幅升值使得欧债产品更加受到市场青睐，大大降低了举债成本，这在一定程度上推动了当下债务危机国的大举借债行为。

2、政府部门与私人部门长期过度负债。政府的巨额财政赤字，超出了欧盟《稳定与增长公约》的规定，及政府财政赤字不应超过国内生产总值的 3%。以希腊、葡萄牙为代表的经济发展水平相对较低国家在追求高福利时，迫使政府和私人部门的负债率大幅度提升。

3、外围环境恶化。全球金融危机消极影响的持续存在，促发了房地产市场不景气，银行体系的坏账数量增加。举债和偿债能力出现了不同程度的降低，当以新债还旧债不能持续时，就出现了债务信用问题，债务危机就全面爆发了。

4、缺乏统一的财政政策。欧元区各国经济发展层次不同，欧元区虽然有统一的央行与货币政策，但是缺乏统一的财政政策。这就很难协调各个国家的财政政策来应对危机，比如对债务危机最严重的希腊来说，它既不能通过贬值货币刺激出口，也不能通过货币扩张削减政府债务。

表 1：主要金融危机类型和促发点

时 间	危机名称	危机类型	危机促发点
1929 年—1933 年	世界金融危机	经济危机	1929 年 10 月，美国华尔街股票暴跌
1982 年—1983 年	拉美债务危机	债务危机	1982 年 8 月，墨西哥政府宣布无力偿还 800 亿美元外债
1987 年—1992 年	美国储贷危机	银行危机	1992 年 6 月，德国提高贴现率至 8.75%
1990 年—2003 年	日本银行危机	银行危机	1990 年 10 月，日本股市泡沫破裂
1992 年—1993 年	欧洲货币体系危机	货币危机	1992 年 9 月，欧共体成员国对德国马克大幅贬值
1994 年—1995 年	墨西哥金融危机	货币危机	1994 年 12 月，墨西哥宣布比索对美元汇率波幅扩大至 15%
1997 年—1998 年	亚洲金融危机	货币危机	1997 年初，泰铢兑美元急剧贬值
1998 年—1999 年	俄罗斯金融危机	货币危机	1998 年 5-6 月，政局不稳定、财政危机以及私有化政策
2001 年—2002 年	阿根廷金融危机	银行危机	2001 年 3 月，阿根廷出现了一个小的偿债高峰
2007 年—2009 年	全球金融危机	银行危机	2007 年 8 月，贝尔斯登宣布旗下对冲基金停止赎回促发次贷危机；2008 年 9 月，雷曼兄弟申请破产促发全球金融危机
2009 年至今	欧洲债务危机	债务危机	2009 年 12 月，国际三大评级机构下调希腊主权评级

资料来源：申万研究

2. 金融危机爆发原因

金融危机伴随着金融自由化出现的频率越来越高，这一“病理”导致了上世纪 80 年代初拉美债务危机的爆发。进入 90 年代后，金融衍生品的兴起，导致金融体系脆弱性增大，使得危机爆发次数增多。21 世纪以来，经济泡沫膨胀、国家政策失误、市场预期加剧市场恐慌等因素结合在一起，极大地诱发了金融危机爆发。

经济发展层次不同的国家有着不同的特质，引起这些国家爆发金融危机的原因也是多种多样的。从美国、日本、欧洲等发达国家来看，它们金融危机爆发的逻辑链条大体为：利率下降→流动性宽松→信贷扩张（资产泡沫膨胀）→利率回调，资产价格泡沫破灭→金融危机爆发。

从墨西哥、俄罗斯、阿根廷、亚洲等新兴市场国家来看，这些国家危机爆发的逻辑链条大体为：激进的金融自由化→资本过度流入（负债结构不合理）→资产泡沫膨胀→外围经济环境、市场预期变化→资本大量流出→资产价格泡沫破灭→金融危机爆发。

我们研究发现，引起金融危机爆发的原因大致有以下几个方面。

2.1 金融体系具有危机易发性

金融是在实体经济基础上发展起来的，却又相对地独立于实体经济的发展。金融具有高负债经营的杠杆特性，这就降低了金融体系对危机的抵抗能力，使得金融体系比其他行业更易产生问题。上世纪 80 年代初期，拉丁美洲和南美洲的巴西、智利、乌拉圭、阿根廷、委内瑞拉、智利等国金融市场相对封闭，但却举借了大量外债，增大了这些国家金融体系的脆弱性。当外围经济环境发生变化时，这些国家就面临着还本付息压力增大的问题。

金融体系由微观金融实体构成，主要包括银行、证券、基金、保险等，这些微观实体有着高杠杆的特性。银行是整个金融体系的核心，处于金融体系最重要和关键的地位。银行危机已成为当代金融危机的最主要形式，很多货币危机、债务危机最终都演变为银行危机。如亚洲金融危机中的泰国，最先爆发的是货币危机，然后才逐步演化为银行危机的；日本银行危机也是由其房地产泡沫破灭后形成的。

2.2 金融自由化和监管放松

从 20 世纪发生的重大金融危机来看，新兴市场国家共发生了 8 次金融危机，金融危机已成为这些国家开展金融自由化的“副产品”，金融危机伴随着金融自由化出现的频率越来越高。

金融自由化一方面使得国外资金顺利地进入新兴市场国家,在增大这些国家流动性的同时,还导致了部分银行承担着过度的风险,造成国内资产价格膨胀。银行资本充足率下降,资产负债表状况恶化,偿债能力降低。另一方面,而当一国经济出现问题,引起资产价格暴跌,国内信用扩张过度时,会造成货币贬值时,促使国际资本抽逃离开危机发生国。

金融监管本该随着金融自由化深入而逐渐增强的,但许多国家在开展金融自由化以后,对金融的监管反而弱化了,极易造成一国信贷水平的激增并导致坏账率水平提升,恶化银行资产负债状况。而当经济恶化,出现卖空该国货币预期增强时,就会使得资本迅速流出,降低该国外汇储备,出现该国货币汇率贬值增大的预期,欧洲货币体系、墨西哥、阿根廷、土耳其、俄罗斯以及巴西爆发金融危机后,均出现了资本外流,货币贬值造成流动性紧张的局面。

2.3 金融泡沫酝酿金融危机

当投机促使某一资产价格过度增长,超过了实体经济支撑时,会最终导致资产价格暴跌。因此,金融投机交易过度膨胀,就会和实体经济成长脱离越来越远,形成虚假的金融泡沫。全球经济一体化、金融自由化的深化、金融衍生工具的开发和信息技术的提升为金融泡沫的积聚提供了条件。当实体经济之上的虚拟金融发展超过了一定限制,金融泡沫就会破灭。

以日本银行危机和美国次贷危机为例,危机爆发前,两国房价飙升的时候,一方面,大量以住房为抵押的顾客纷纷贷款购房。另一方面,金融机构也因竞争压力和经济利益开发金融衍生产品,忽视了市场金融风险的存在。当利率提高、贷款人还不起房贷时候,因缺乏连续的资金流,依靠资产证券化牟取利润的中小企业就倒闭了。投资者持有的金融证券也被大量抛售,金融泡沫破灭,从而导致金融危机爆发。

金融泡沫从形成到破灭的过程大致如下:经济增长过热——金融机构贷款增加——交易量放大、资产价格上涨——利率增加、抑制贷款——资产价格下跌——金融破灭、陷入金融危机。

表 2：金融泡沫形成到破灭的演变过程

发展阶段	通常的市场表现	日本银行危机	亚洲金融危机	美国次贷危机
泡沫形成和集聚阶段	- t 资产价格高涨 - t 市场参与者改变投资策略 - t 政府过度借贷，形成一片繁荣景象	- t 80 年代后期，放松企业贷款审查 - t 金融动荡、资本投机性增强 - t 海外投资增大，政府借贷增强 - t 连续 5 次降低官方贴现率	- t 危机前，泰国、韩国和菲律宾经济增长强劲 - t 金融自由化深化，吸引外资流入 - t 外债结构不合理，中期、短期债务较多	- t 美联储实施长期低利率政策 - t 美国住房销售量和房价不断攀升 - t 贷款机构风险控制松懈，次贷衍生品增多
泡沫膨胀阶段	- t 金融交易持续高涨，金融机构借贷迅猛增加刺激经济 - t 金融市场低估借贷双方风险，金融衍生工具拓宽市场信用 - t 金融泡沫过度膨胀，资产价格大幅上涨，资产过度交易和投机增多	- t 日经平均指数和土地资产总额大幅增加 - t 银行对房地产业贷款年平均增速远远，大于同期贷款年平均增速 - t 大量资金被用于股票或土地投资	- t 资金大量流入 - t 东南亚各国国内信贷实际平均增速加快 - t 危机国家股市、楼市以及整体经济过度繁荣	- t 房地产的财富效应增大对股票市场投资 - t 美“次贷”产品大规模开发，二级市场流通总规模急剧膨胀 - t 国家和家庭债务余额创新高
泡沫破灭阶段	- t 市场资金缺口增大，利率上升，企业资金周转困难 - t 金融机构损失巨大，贷款很难收回，拥有不良资产金融机构倒闭 - t 整个金融市场混乱，市场抛售资产以规避风险，加剧资产贬值，金融泡沫破灭	- t 银行借贷市场发生违约事件，多家银行被下调评级 - t 日经平均指数和地价暴跌 - t 银行因不良债权损失增加 - t 国内经济发展增速大幅下滑	- t 泰国放弃钉住汇率制，菲律宾、马来西亚货币贬值和放宽浮动范围 - t 危机发生国 GDP 增速下滑，外汇储备锐减 - t 独联体国家总出口量下降 - t 投机资本外逃严重	- t 利率急剧上升，欧日美央行向金融机构注资挽救 - t 投资银行或破产或被收购或转型 - t 房屋交易量和价格大幅下跌 - t 失业率大幅上升

资料来源：申万研究

2.4 外围经济环境和市场预期变化

多个国家爆发金融危机表明，不管对发达经济体还新兴市场国家，其危机发生与否与其面临的外围经济环境密切相关。对绝大多数新兴市场国家来说，它们都是以出口导向来拉动经济增长的，一旦外围经济环境恶化，就会大幅降低其出口，连累国内经济发展速度，造成储备减少，外债增加，恶化其经济结构。一旦经济出现问题，资金就会逆转外逃。

由于信息的不对称，市场预期则在外围经济环境变化的基础上，改变投资者信心和投资策略，推动金融危机在本国蔓延，并向其他国家扩散。市场预

期引起的羊群效应，促使投资者出现非理性的从众行为，在金融泡沫增大时，助推金融泡沫变大，在金融泡沫快要破灭时，加快金融泡沫破灭。

历史上的几次重大金融危机都有着外围环境变化和市场预期的“功劳”。拉美债务危机受到了两次石油危机的影响；日本银行危机受到了亚洲金融危机的影响；欧洲货币体系危机受到了美国 90 年代经济衰退的影响；墨西哥金融危机受到美国提高利率的影响，欧债危机则受累于全球金融危机的影响。

当非完全理性的投资者、谋取暴利的投机者加大对房地产、股市等资产的投入时，会推动该资产远离均衡水平，形成资产价格上涨预期的逆转。当出现利坏消息时，市场参与者大量抛售自己所持资产，引发资产价格暴跌。

2.5 政策失误加速危机爆发

在美国储贷危机、日本银行危机、亚洲金融危机、俄罗斯金融危机、阿根廷和土耳其金融危机、欧债危机等危机发展过程中，国家对金融危机或多或少的纵容，政策失误助推了金融危机的深化演进。

美国储贷危机早在 1984 年就出现了萌芽，美国金融监管当局并未重视局部地区储贷机构的破产。1979 年—1984 年，金融监管人员减少了 14%；现场检查也从 1981 年的 12300 次下降到 1985 年的 8300；检查时间间隔也大大拉长了，1979 年检查间隔平均 379 天，1986 年为 607 天。当储贷危机全面爆发后，美国政策失误错过了最佳的救助时间，使得整个储贷危机持续了 10 年。

日本银行危机爆发后，日本大藏省没有采取“及时纠正行动”（Prompt Corrective Action, PCA）。关闭那些经营不善，资不抵债的银行，而是采取了掩盖和拖延的政策，在很长一段时间内，金融机构的坏账都没有得到有效控制和解决，银行危机愈演愈烈。直到 1998 年，日本才通过向银行业注入资金，试图减轻银行不良资产的增加。并在 1998 年中期通过了一些改革法案，比如规定，一个破产银行可以交由金融再生委员会处理，或是暂时将其收归国有。同时，允许使用公共基金对问题较轻的银行注资。但是，政策的失误，应对危机迟缓仍然导致日本经济处于长期衰退中。

在抑制亚洲金融危机、俄罗斯金融危机、阿根廷金融危机时，也都存在危机应对迟缓的现象。东南亚国家在外债、贸易以及利用外资中采取了不合理的政策，为金融危机的爆发提供了土壤，扩大了金融危机的破坏性影响。俄罗斯采取了错误的经济转型政策，造成恶性通货膨胀，投资降低，经济陷入长期衰退。阿根廷没有从实际情形出发，对其汇率政策做恰当的调整，错过了产业升级的机会。大额举债增大杠杆，导致阿根廷外债负担过重。

上世纪 90 年代末，美国对银行和证券公司采取了宽松的监管政策，银行和证券公司可以合法地把很多亏损的投资科目不列入“资产负债表”。在次贷产品和其他金融衍生品发行规模和数量不断扩大时，美国金融监管机构没

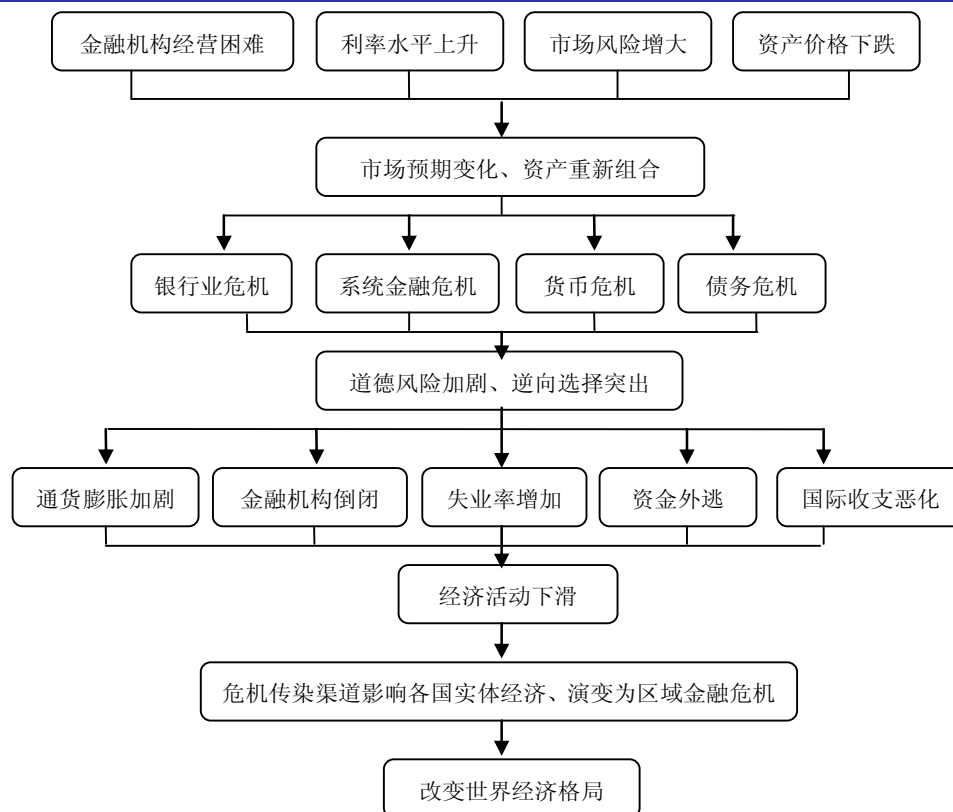
有对其进行控制。监管政策松懈和对市场潜在风险判断的失误，导致评级机构对次贷相关产品评级时，增大了他们道德风险。投资者面临大范围调低次贷产品评级时，信心受损、恐慌情绪加重，最终导致全球范围内的恐慌。

表 3：金融危机爆发原因及解决方案

危机名称	危机原因	解决方案
世界经济危机	- t 分配机制不合理加剧了借贷消费 - t 股票市场投机严重 - t 金融创新加快及金融监管不当	t 通过《银行紧急救助法令》、《联邦证券法》、《格拉斯-斯蒂格尔法》等法案，奠定了美国的未来发展方向
拉美债务危机	- t 石油危机导致外围环境恶化 - t 债务结构不合理 - t 金融创新加快和金融监管不当	- t 《布雷迪计划》提出较大规模免除拉美债务国部分债务 - t 拉美债务国家对国内经济进行调整和改革，由内向性经济向外向型经济发展模式转变
美国储贷危机	- t 银行业内部监控机制不健全 - t 外部金融监管不力 - t 银行经营机制的制约	t 颁布《银行平等竞争法》、《金融机构改革、恢复和强化法》、《联邦存款保险公司改良法》等法案，为银行和储贷机构的健康运转奠定法制基础
日本银行危机	- t 外围经济环境恶化 - t 房地产泡沫投机； - t 银行经营机制的制约	- t 推出《金融再生法》，拨款 5200 亿美元注入问题金融机构 - t 指定机构清算，过渡性金融机构接管问题金融机构经营权 - t 成立整理回收机构（RCC），资产证券化对债权打包销售
欧洲货币体系危机	- t 外围经济环境恶化，降低利率 - t 货币政策不协调	- t 颁布《马斯特里赫特条约》 - t 促使英镑、里拉贬值后趋向均衡状态
墨西哥金融危机	- t 经常项目巨额逆差 - t 国内经济结构失调 - t 国内政治冲突和国际经济金融环境的变化	- t 美国政府和国际货币基金组织等国际金融机构提供巨额贷款 - t 采取经济拯救计划，以稳定汇率、股市和投资者信心
亚洲金融危机	- t 汇率政策不当，金融调控手段落后 - t 银行业巨额不良贷款份额急剧上升 - t 经济结构失调 - t 外债结构不合理，利用外资不当	- t 多手段重组金融机构 - t 建立存款保险制度 - t 发展资本市场，增加直接融资 - t 国际货币基金组织（IMF）向危机发生国提供援助
俄罗斯金融危机	- t 经济政策中的激进“休克疗法” - t 经济结构发展不合理 - t 政治因素	- t 提高利率水平 - t 转借外债 - t 延长债务偿还期限
巴西金融危机	- t 政府公共债务及赤字扩大 - t 贸易环境恶化 - t 高利率抑制了国内私人投资	- t 美国组织了“拯救巴西”计划 - t 紧缩财政 - t 延长还债期限
阿根廷金融危机	- t 改革中实施了激进的自由化策略 - t 政府宏观调控政策不当	- t 颁布《公共紧急状态和汇率体制改革法》 - t 向国际货币基金组织申请援助，进行债务重组 - t 严格限制美元汇出和商品进口，改革税制
次贷危机和全球金融危机	- t 过度消费的新自由主义经济政策 - t 金融衍生品过度开发 - t 信用评级失职，监管不力 - t 金融传染效应	- t 推出了量化宽松政策 - t 《2008 年经济刺激法案》，通过税收优惠和减免刺激消费 - t 《美国复苏及再投资法案》，投资基础设施，为各州政府融资，接管倒闭银行
欧洲债务危机	- t 政府部门与私人部门的长期过度负债 - t 外围环境恶化 - t 缺乏统一的财政政策	- t 减税，补助低收入家庭 - t 提供就业岗位 - t 增加产业援助

资料来源：申万研究

图 1：金融危机发展过程示意图



资料来源：申万研究

3. 金融危机的发展趋势

3.1 金融危机爆发频率急剧升高

19 世纪，危机平均每隔 10 年爆发一次。1825 年，英国爆发了第一次经济危机，其后，分别在 1836 年、1847 年、1857 年、1866 年、1873 年、1882 年、1890 年和 1900 年爆发了经济危机。

从 20 世纪初始，爆发的一次危机到二战以前，分别在 1907 年、1914 年、1921 年、1929 年—1933 年、1937 年—1938 年发生了危机，期间平均每 7 年左右爆发一次危机，这时金融危机的发生还是一种偶然现象，危机爆发的频率、影响范围和破坏程度比较有限。

二战后，国际金融环境发生了变化，传统工商业危机的发生频率大大减缓；尤其进入上世纪 90 年代后，金融危机爆发日益频繁，分别在 1992 年—1993 年、1994 年—1995 年、1997 年—1998 年、1998 年—1999 年、1999 年—2000 年、2000 年—2002 年、2003 年、2007 年—2008 年、2009 年都发生了金融危

机，平均每 2 年左右爆发一次金融危机。从美国次贷危机至今，几乎每年都有国家和地区陷入金融危机，表明当代金融危机爆发间隔时间越来越短，蔓延和传染速度越来越快。

3.2 新兴市场国家爆发金融危机趋势增强

随着新兴市场国家经济崛起、金融自由化浪潮高涨，这些国家的体制结构调整没有跟上经济发展的步伐，导致金融危机在这些国家发生的频率越来越大。尤其继墨西哥金融危机爆发后，东南亚、拉美等新兴市场国家的经济体制和结构矛盾越来越严重。国际货币基金组织（IMF）对 1975 年—1997 年的全球金融危机统计表明，新兴市场国家爆发的金融危机数量是发达经济体的 2 倍。

上世纪 80 年代后，众多新兴市场国家开展了以金融深化为标志的金融体制改革，开放自身金融市场，加强与国际金融市场的联系。但由于新兴市场国家的宏观基本面还很薄弱，金融监管约束机制也不完善，在吸引大量国际资金的同时，不能很好地将这些投机资金引导到本国经济需要的地方。出现国内经济高涨、资金投机性增强以及市场情绪盲目乐观的现象，推动了新兴市场国家房地产价格和股票价格不断攀升。当其经济发展受到外部冲击，出现逆转迹象时，投机资金迅速逃离这些新兴市场国家，对这些国家的银行进行挤兑，为维持问题银行的持续经营，间接增大了对外汇的需求，导致金融危机爆发。

3.3 货币危机、银行危机、信用危机的共生性增强

国际货币基金组织对 1975 年—1997 年发生的货币危机和银行危机进行了划分统计，表明全球金融危机中共发生了 158 次货币危机，54 次银行危机。上世纪 70 年代之前，由于新兴市场国家和发达经济体对金融市场严格管制，所以，那时的货币危机和银行危机几乎没有关联。而随着 80 年代新兴市场国家金融自由化的兴起，货币危机和银行危机的爆发紧密地联系在了一起。

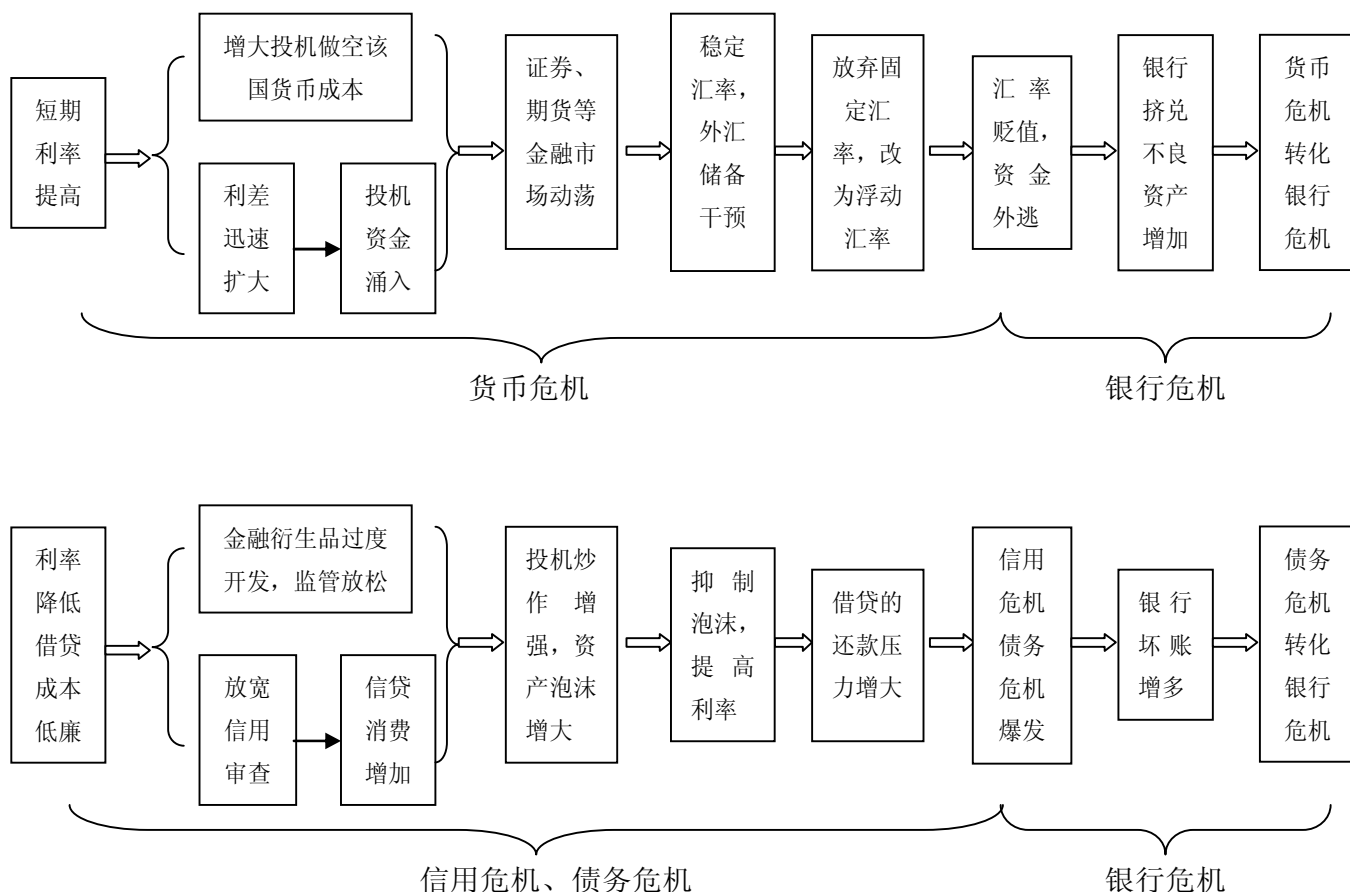
进入 90 年代，金融危机表现出货币危机为先导，然后扩散到银行体系，使得银行不良资产增加，增大了货币危机向银行危机演变的可能性。进入本世纪，以债务危机为代表的信用危机已成为金融危机的先导，并最终发展为银行危机。次贷危机和欧债危机都是由于信用泛滥，而造成的金融危机。

在次贷危机爆发前的房地产高涨阶段，很多不具备申购资质的人由于监管放松，在无需出具借贷者收入或资产证明的情况下，也获得购买资格。当 2006 年联储加息、房价下跌时，申购者无力偿还本息，引起住房抵押的次级贷款违约，发生信用危机。在欧债危机爆发前，因为欧元坚挺，利率宽松，降低了借债成本。许多欧洲国家大量举借外债，当外借债务不能被及时偿还时，

引发了债务危机。但由于银行购买了大量次级债券和国家主权债券，信用危机的负面溢出效应冲击着银行，使得原先的债务危机转化为了银行危机。

金融业混业经营的兴起，使得货币危机、银行危机、信用债务危机共生性增强，这一特性正不断地表现在当今所爆发的金融危机中。

图 2：货币危机、信用债务危机、银行危机共生性增强



资料来源：申万研究

3.4 金融危机传染效应增强

金融危机传染效应是指金融危机借助于不同的传染渠道，将一个国家的金融危机向另一个国家传染，直接导致被传染国金融市场的风险增大，引起被传染国金融动荡，造成其经济发展停滞不前，促使金融泡沫膨胀并发生泡沫破灭，产生金融危机的后果。在全球经济一体化和金融自由化的大背景下，借助于通信技术的发展，打破了国际金融市场的地域性和时区性限制，为金融危机在国际间传染提供了条件。

上世纪 80 年代初期的金融危机虽有传染迹象，但金融危机在全球间蔓延的速度和传染程度要远低于 90 年代后期。亚洲金融危机、全球金融危机、欧债危机，都显示出了很强的金融危机传染效应。

上世纪 90 年代发生的金融危机表明，由于各国金融市场联动性增强，加深了金融危机的传染效应。其中，贸易、金融、季风渠道以及心理预期渠道是金融危机在新兴市场国家得以传染并爆发的重要原因。受金融危机影响，危机发生国的投资者会改变预期，重新评估其他国家的经济基本面和经济政策，调整危机发生国和其他国家的资产组合，资产的重新配置冲击着其他国家的金融市场，促使其他国家金融泡沫破灭。

当代金融危机的传染方向也发生了变化，不再是过去由发达国家向新兴市场国家传染，而变成了双向和多向的交叉传染方式，新兴市场国家也会将金融危机传染给发达经济体和其他新兴市场国家。当代金融危机越来越突破了一国国界的限制，使得本是一国的金融危机演变为区域性甚至全球性的金融危机。

4. 金融危机改变了世界经济格局

就像危机发生时的 GDP 增速图形，金融危机是一国乃至全球经济发展历史中的一道道坎。金融危机带来的痛苦无不对政治、经济、社会产生全方位的冲击。经济停滞、通胀高企、失业猛增、货币贬值——民众的痛苦引起国际国内政治局势的动荡和社会的不稳定，促使政府改革或下台，也引发社会精英阶层的反思，总之，危机中，任何人都希望看到的是——“change”。

历次重大金融危机爆发后，世界各国的货币制度、汇率体系、国际贸易、分工格局都会发生巨大变化，从而改变了世界经济格局。1929 年世界大萧条后，以美国为首的发达经济体建立了新的国际经济与金融体系，调整了各国经济的相对地位；1992 年欧洲货币体系危机推动了欧元区和欧元的诞生，改变了世界货币体系；1997 年亚洲金融危机加快了东盟区域经济的一体化，形成了区域内不同发展阶段新兴工业经济体共同发展的格局；2008 年全球金融危机打破了美国主导的经济全球化进程，新兴市场国家在国际经济中的话语权增大。2010 年欧债危机非但不会让欧元和欧盟解体，反而会加速“欧洲合众国”的诞生和兴起。欧美经济的低迷，新兴市场国家的兴起，加剧了国际分工和国际间的贸易摩擦问题。

表 4：历次重大危机引起的经济格局变化

金融危机	货币制度及汇率体系变化	分工格局变化	国际贸易摩擦情况
世界 经济 危机	t 1931 年底，放弃金本位制，英镑汇率从 4.86 美元贬值到 3.49 美元 t 美国美元取得世界货币权 t 以美元为中心的金汇兑本位国际货币体系奠定基础	t 危机前，拉美地区出口工业原料，美国进行制造，形成全球销售格局 t 危机后，拉美各国也开始了立足自给的进口替代战略 t 国家间分工程度下降	t 美国国会通过史默特-哈利关税法案，通过提高关税保护本国生产部门； t 引发全球性报复，到 1931 年底之前，25 个国家提高了对美国产品的关税； t 全球贸易萎缩，1929-1934 年间，世界贸易减少 66%
欧洲货 币 体系危机	t 危机前欧洲规定各国货币汇率的波动区间 t 英镑被冲击后，英国退出 ERM；意大利、法国被迫将汇率波动区间扩大至 15% t ERM 机制在 1999 年被欧元区统一货币体系替代	t 欧元面市使欧洲国家的分散经济力量有所统一 t 欧元改变了以美元为主导的世界货币体系，使得欧洲成为与美国比肩的经济体 t 为亚洲国家参与建立国际经济新秩序提供参考	t 危机发生后短期内，在英国、意大利货币自由浮动后，德国马克升值，其他国家货币贬值，欧共体成员国间的农、渔产品贸易摩擦增多 t 发达经济体和新兴市场国家间的贸易摩擦加剧
亚洲金 融 危机	t 危机前，东亚五国（泰国、马来西亚、印尼、菲律宾、韩国）采用接近于固定汇率的盯住一篮子货币汇率制度 t 危机发生后，各国出于多种原因，不得不放任汇率波动，采取有管理的浮动甚至自由浮动汇率制度	t 危机之前，中国和东亚其他国家贸易往来不多，各自发挥劳动资源优势、以欧美为主要市场，互为竞争对手 t 金融危机爆发冲击东亚生产体系，欧美订单迅速转移中国 t 新加坡、台湾、韩国等加紧产业升级，将劳动密集型工序转移到中国 t 形成中国从东亚进口中间产品，向欧美出口最终产品的分工格局	t 危机导致拉美国家与东亚各国贸易萎缩 t 拉美国家出口商品竞争力下降、出口原材料产品需求不足 t 拉美各国采取强化反倾销立法，征收抵消税，对一些具体部门采取保护，提高某些进口品标准，针对进口设置新的行政审批程序、进口登记要求和运输方式的限制等措施 t 减缓了地区经济一体化进程
全球金 融 危机和欧 债危机	t 全球金融危机动摇了美元作为国际货币体系唯一核心货币的基础 t 欧债危机使欧元陷入困境 t 日本央行主动干预抑制升值动作频繁 t 中国加快汇率改革，人民币有望未来成为国际货币 t 危机促进了世界货币体制走向多极的进程	t 新兴市场国家对发达国家出口萎缩；新兴市场国家降低了出口导向，进口替代战略相对比重上升，制造业升级的进程加快 t 新兴市场国家之间国际贸易关系更加密切，整体经济实力迅速提升，占全球经济份额不断加大 t 到 2011 年底，发展中国家与发达国家经济规模已经相差无几	t 各国利用 WTO 框架，针对其他国家的反倾销和反补贴行动愈演愈烈 t 新兴市场国家一方面在努力拓展在其他新兴市场国家的贸易规模，另一方面也试图保护本国国内部门免受来自其他新兴市场国家产品的入侵 t 贸易摩擦带来的贸易平衡问题再次被提出

资料来源：申万研究

4.1 1929 年危机促进了新的国际经济与金融体系产

生

在 1929 年经济危机爆发前，世界经济格局就已经发生了很大改变。一战后，英法等国出现了衰退，美国和日本快速发展经济，变成债权国。美国成为经济实力最强的国家，大大增强了美国的国际话语权。

危机在美国爆发后，很快传到了欧洲、日本、北美，许多殖民地国家和地区也未能幸免。由于美国抽离在德国的大量投资，使得德国经济受到重创；相对美国而言，英国受危机影响较轻，日本受危机冲击时间较短，法国受危机影响时间最长。英、德、日等国在应对危机时，采取了及时措施，使得它们国际贸易市场份额显著提高；而美、法两国对这次危机应相对迟缓，使其国际贸易市场份额大幅下降。

这次危机很大程度上改变了美国的经济政策，通过了一系列法案，如《银行紧急救助法令》、《联邦证券法》、《格拉斯—斯第格尔法》，这些法律决定了美国今后的金融发展方向。苏联开始了第一个五年计划(1928—1933)。该计划使苏联建成了独立的国民经济体系，并从农业国转变为世界第二大工业强国。绝大多数国家在这次危机后放弃了金本位货币制度，并在 1944 年形成布雷顿森林体系，确立了以美元为主导的国际货币体系。形成了新的世界经济秩序和货币体系。

4.2 欧洲货币体系危机促进了欧盟经济发展

欧洲货币体系建立最初，欧共体国家采用的是固定汇率制度，每个国家只要按照指定的汇率盯住欧洲货币单位。如果想有效地运作该货币体系，所有国家必须采取一致的货币政策和财政政策。1990 年东德、西德合并时，德国采取了积极的财政政策和货币政策，打破了欧洲货币体系制定的统一规则，使得投机套利在英镑和马克间大肆展开。

这次危机深刻反映了欧共体中不同国家间经济发展不平衡，并由此带来了各个政府间的经济政策和货币政策不协调问题。但是，这次危机加快了欧洲一体化的进程，并在 1993 年，更名为欧盟。欧洲货币局、欧洲央行以及欧元相继建立，再次改变了世界经济格局。欧元区的建立增强了西欧国家对东欧国家经济与金融的控制和影响。欧元逐渐成为国际货币体系中的重要货币，改变了以美国为主导的世界货币体系，并引领着经济全球化向新型模式转变，同时为其他国家关于国际新秩序的建立提供了重要参考。

这次危机发生后，欧盟各国在货币政策制定上取得了较为统一的意见，但由于经济发展的不平衡，各国就财政政策的制定而言，仍然存在着很大分歧。虽然危机后，欧洲各国保持了暂时的平衡，但是存在的深层次问题仍然存在，为日后的欧债危机爆发，埋下了隐患。

4.3 亚洲金融危机打破亚洲产业格局、加快东盟一体化进程

亚洲金融危机爆发前，亚洲各国已经形成了区域内的不同发展阶段和分工的经济格局。日本将成熟产业转移给亚洲“四小龙”（韩国、台湾、香港、新加坡），“四小龙”又将它们的成熟产业转移给东南亚国家，从劳动密集型的纺织、化工产业到低端技术的机械、电子产业，形成倒“V”型的产业模式，初步构建了亚洲地区的新兴工业化经济体。但是广场协议后，日元持续升值，使得日本在上世纪 90 年代产生了大量的经济泡沫，日本经济陷入困境；而此时美国打算走强势美元的道路。这种情形下，日本推动日元贬值，美国和日本就完全融入到倒“V”型的模式中。日元贬值增强了日本商品的出口优势，改变了亚太经济格局。

金融危机的爆发后，危机冲击了所有参与产业分工的国家和地区。我国经济陷入了通货紧缩的困境，由于良好经济预期和改革稳步实施，反而使得我国经济在动荡的外部环境下有了长足的发展。危机还进一步促进了东盟区域经济一体化的成立，建立了东盟与区外国家的自由贸易区、东盟成员国与区外国家双边自由贸易协定。亚洲各国货币竞相贬值，积累了大量外汇储备，为今后的金融动荡提供了一定保护，但也恶化了东南亚各国的贸易条件。

4.4 全球金融危机和欧债危机改变经济全球化进程，加剧了国际分工和国际间经济摩擦

世界经济格局在亚洲金融危机后发生了很大变化，受此影响俄罗斯、日本、欧洲相继陷入困境。由于中国未完全开放金融市场，躲过了亚洲金融危机的冲击。美国经济也经历了长期的繁荣发展，但其降息政策导致了经济泡沫膨胀，增大经济风险的同时，扭曲了市场发展。当利率政策引发通货膨胀时，美联储迅速提高利率，成为次贷危机导火索，次年，次贷危机演变为全球金融危机。

全球金融危机改变了美国掌控的经济全球化进程。美元主导的货币体系受到强烈冲击，表明原有货币体系已经不能适应世界经济发展的新趋势，各国强烈呼吁改革并构建新的国际货币体系，推动国际储备货币朝着稳定、有序、可控方法发展和完善，从全球范围内确保各国经济利益和全球经济稳定发展。

全球金融危机和欧债危机中，新兴市场国家的兴起取得了更多的话语权，G20 集团参与讨论并治理危机是有史以来的第一次，反映了世界经济格局发生了新的变化。欧元区向包括中国、印度和巴西在内的新兴市场国家寻求援助，该事实表明，由西方经济体主导全球经济的传统格局已经发生了改变。G20 取

代 G7 成为全球经济的支柱，全球经济主导力量已经开始从美欧经济体向新兴市场国家转向。

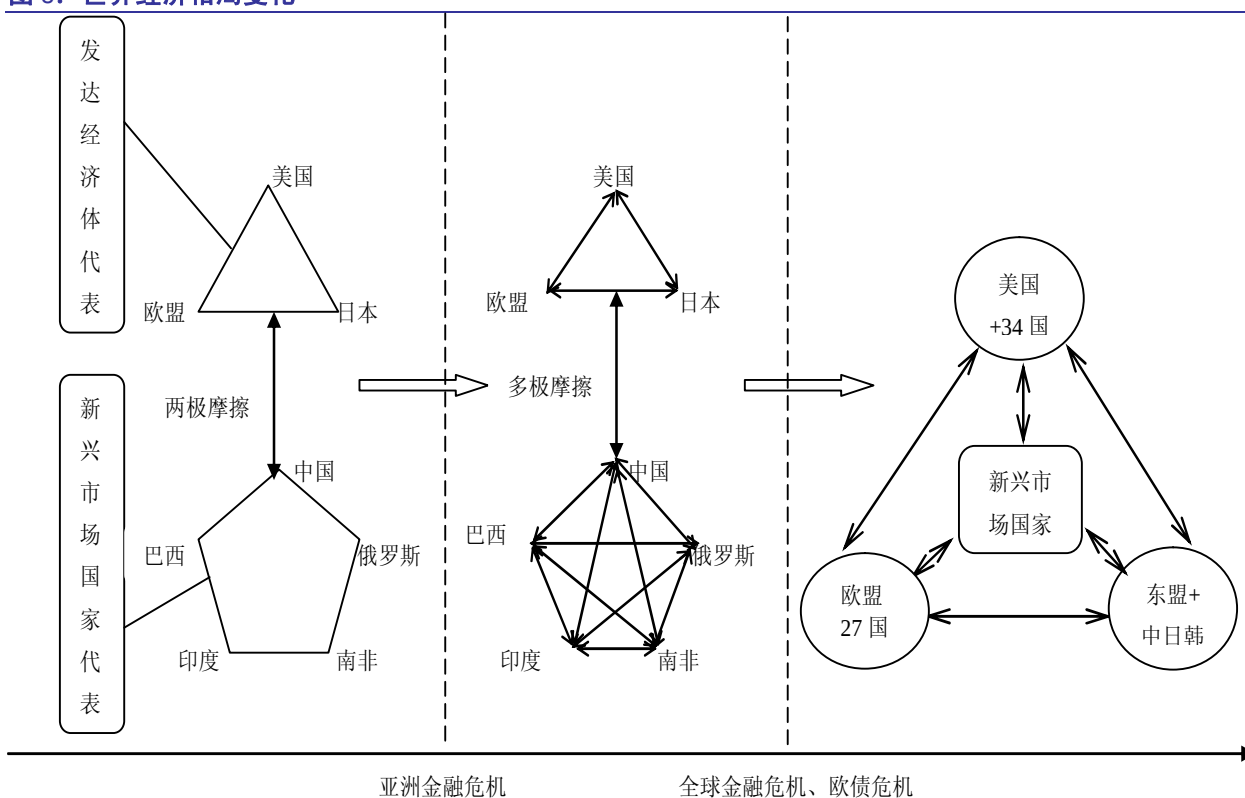
欧债危机的恶化，打击了新兴市场国家经济发展的三大引擎（美、日、欧）。欧债危机的消极影响正通过贸易传染渠道、金融渠道传递给其他国家，使得新兴市场国家在全球的经济影响力增大的同时，也加剧了这些国家经济下滑的风险。发达经济体经济放缓，大大降低了对其他国家的进口需求，尤其对新兴市场国家的出口造成了严重的影响。为了在危机中寻求发展和出路，发达经济体和新兴市场国家都在努力扩大自己的出口，吸引投资。不同国家间的经济摩擦、贸易保护主义也不断增强。预计这一情形将在很长的一段时间内持续存在。

4.5 世界经济格局由“点”向“面”发展

全球金融危机和欧债危机对美国、欧洲的影响，直接改变着全球资本流动和贸易结构的发展方向。美国、欧洲持续去杠杆，会极力削减第三产业尤其是金融业中的负债，积极实施转型策略，加快发展第一、二产业。这将对全球资本流动的结构和流量产生巨大影响。跨国公司的资本回归，会对主要依靠国际资本投资发展经济的新兴市场国家构成威胁。经济、金融、贸易等方面的摩擦也由发达经济体与新兴市场国家的两极冲突，演变为发达经济体和新兴市场国家之间及其内部的多极冲突。

总的来说，1997 年亚洲金融危机之前，世界经济格局是美日欧的三足鼎立，发达经济体与新兴市场国家间的经济、贸易摩擦占据主导；全球金融危机和欧债危机爆发前，发达经济体与新兴市场国家间的经济、贸易摩擦，以及这些国家间的内部摩擦逐渐显现出来；欧债危机爆发后，使得美日欧之间的竞争演变为美洲、欧洲以及亚洲大陆间的竞争。欧盟经过扩张，其版图和经济容量大幅增加，欧盟从原来的 15 国增大到了现在的 27 国；美国也竭力依托由 34 国组成的美洲自由贸易区，以新的姿态出现在世界经济舞台上；“东盟 10+3”的亚洲区域合作新格局已经形成。世界经济格局已经由国家间的竞争和合作变为更大范围的区域竞争和合作。

图 3：世界经济格局变化



资料来源：申万研究

附表 1：欧债危机发展进程表

危机发展进程	事 件
危机萌芽酝酿期	(1) 2002 年 2 月初，欧元兑美元比价为 0.856，2008 年 7 月升值至 1.58，累计升值幅度达 86%。欧元升值使得欧债大受市场欢迎，助推了欧洲国家大举借债行为； (2) 2007 年至 2009 年间，PIIGS 五国政府赤字严重，除意大利外，政府赤字均超过《稳定与增长公约》规定的 3% 水平。
危机爆发期	(1) 2009 年 10 月，希腊新任首相乔治·帕潘德里欧宣布，其前任隐瞒了大量财政赤字，引发市场恐慌； (2) 2009 年 12 月，三大评级公司下调希腊主权评级，由于希腊经济体较小，其债务危机未引起市场足够重视。2009 年 12 月 16 日 标准普尔将希腊的长期主权信用评级由“A-”下调为“BBB+”； (3) 2009 年 12 月 22 日 穆迪将希腊主权评级从 A1 下调到 A2，评级展望为负面。

危机扩散及深化	(1) 受希腊危机影响，欧洲其它国家相继陷入危机。市场预期变化，引起投资者对经济基本面比较稳健国家的担忧，使得整个欧盟都受到债务危机困扰；
	(2) 2010 年 1 月 11 日，穆迪警告葡萄牙若不采取有效措施控制赤字将调降该国债信评级；
	(3) 2010 年 2 月 4 日，西班牙财政部指出，西班牙 2010 年整体公共预算赤字恐将占 GDP 的 9.8%。
	(4) 德国等欧元区龙头国都开始感受到危机的影响，因为欧元大幅下跌，加上欧洲股市暴挫，整个欧元区正面对成立十一年以来最严峻的考验；
	(5) 2010 年 2 月 4 日 德国预计 2010 年预算赤字占 GDP 的 5.5%；
	(6) 2010 年 2 月 10 日 巴克莱资本表示，美国银行业在希腊、爱尔兰、葡萄牙及西班牙的风险敞口达 1760 亿美元。
危机升级	(1) 2010 年 4 月 23 日 希腊正式向欧盟与 IMF 申请援助；2010 年 5 月 10 日 欧盟批准 7500 亿欧元希腊援助计划，IMF 可能提供 2500 亿欧元资金救助希腊
	(2) 2011 年 1 月 14 日 惠誉下调希腊主权信贷评级由 BBB- 级下调至 BB+ 级，评级展望为负面。2011 年 3 月 7 日 穆迪将希腊国债评级从 “Ba1” 下调至 “B1”，评级前景为负面。2011 年 3 月 29 日 标普将希腊主权信用评级由 “BB+” 下调至 “BB-”。
	(3) 2011 年 7 月 4 日 标普将希腊长期评级从 “B” 下调至 “CCC”，指出以新债换旧债计划或令希腊处于选择性违约境地；2011 年 7 月 27 日标普下调希腊评级至 “CC”，展望为负面。标普认为欧盟的希腊债务重组计划是“廉价交换”，看似希腊债务交换和展期选项“对投资者不利”，希腊债务重组相当于“选择性违约”。
危机救助	(1) 2011 年 6 月 29 日 希腊议会通过了为期 5 年的财政紧缩方案，这为欧元区出台新一轮救助方案奠定了坚实的基础。
	(2) 2011 年 7 月 21 日欧元区通过紧急峰会再向希腊提供 1090 亿欧元贷款的第二次援助。贷款到期时间从 7 年半延长到 15 年至 30 年；利率从 4.5% 降低至 3.5%。银行等私营机构同意在 2014 年前经由回购希腊债券等方式出资大约 500 亿欧元援助希腊。
	(3) 2011 年 11 月 30 日，六国央行在美联储牵头下共同为市场注入美元流动性。
	(4) 2011 年 12 月 8 日，欧央行将基准利率下调到 1% 的历史低水平，并且在未来三年为银行提供无限额现金。
	(5) 2011 年 12 月 9 日，欧盟峰会上，英国反对欧盟多数成员国为应对危机而采取的加强财政纪律等新规定。

资料来源：IMF，申万研究

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇：经济。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

市场有风险，投资需谨慎。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。