

美国金融稳定计划：政策、风险与影响

美国金融危机已经成为大萧条以来全球最严重的金融危机,对金融体系和实体经济都造成重大的负面冲击。北京时间 2 月 11 日,美国财政部公布了市场期待已久的《金融稳定计划》,拉开了奥巴马政府应对金融危机的序幕。该计划旨在取代上届政府的救市方案,以稳定和恢复美国金融体系的功能,提供经济复苏所需的信贷资金。与此同时,美国参议院通过了总价值为 8380 亿美元的财政刺激法案,为奥巴马政府救市开辟了一条新的途径。

但是,在两大利好的刺激下,美国金融市场毫不领情,道琼斯指数狂跌 4.6%,标准普尔 500 指数更是下挫 4.9%,标普金融指数狂跌 8%,而美国国债收益率突破 3%。面对美国财政部“全面而有力”的金融稳定计划,金融市场却是一片暗淡的景象。

奥巴马对布什政府的救援计划的进度和效率颇有微词,其政府上台之后,奥巴马就加速了新一轮救援计划的制定与实施,以进行“一致行动式”的救援。但是,方案出台却遭遇市场冷遇。为此,本文将介绍美国政府金融稳定计划的政策措施,政策风险及其对美国金融市场的影响,以及对中国的影晌等。

一、美国金融稳定计划的政策措施

由美国财政部长盖特纳公布的金融稳定计划,旨在延续并修订上届政府的救市计划,以稳定和恢复金融体系,并促进经济复苏。在该计划中,政府的首要目标是向市场注入信心,以

让政府有充分的市场信心基础实行连贯而全面的政策，缓解银行业危机。纽约时报认为，财政部此举是为了重新唤起美国失去的信心。

在这个财政部、美联储和联邦存款保险公司等部门共同参与制订的指导性计划中，政府表明将采取一致行动的态度，通过全面的救市政策，保证金融稳定和经济复苏。盖特纳表示了对上届政府渐进主义的批评，他认为行动缓慢将带来更多风险，从而导致更大的成本。同时，在这个计划中，政府强调了信息透明、责任性和政府资金使用的条件性原则，以保护纳税人的资金。

在全面而有力的金融稳定计划中，主要包括六个方面的政策措施。

其一，成立金融稳定信托基金。这个方案包括三个层面的内容。一是政府将要求资产超过 1000 亿美元的大型银行接受一个全面的压力测试，以测试这些银行消化损失、维持借贷的能力和资金要求，在这个过程中强化透明原则和信息披露原则，尤其提高银行资产负债表的信息披露。二是实行资本援助计划，为了鼓励银行通过金融市场消化损失并获得额外资本，政府将提供缓冲资本进行鼓励。三是成立金融稳定信托基金，掌管在资本援助计划中的资金，管理政府对金融机构的投资。

其二，成立公私合营的投资基金。该基金是和金融稳定信托基金并行的投资基金，由财政部、美联储、联邦存款保险公司和私人投资者共同投资，旨在通过政府资金的杠杆效应撬动私人资本，重新恢复私人部门参与金融市场，以最小化政府投

资，最大化私人资本的参与，进而解决问题资产问题。该计划是“坏账银行计划”的衍生形式，只是该基金的出资人由政府转变为政府与个人。该基金的初步贷款能力规模为 5000 亿美元，根据运作情况可能最终扩大到 1 万亿美元。

其三，启动消费和商业信贷新计划。这一计划最高将筹集 1 万亿美元的资金融，以启动二级信贷市场，降低信贷成本，恢复信贷市场的基本功能。该方案一要扩大美联储资产支持证券定期贷款工具(该工具具有 5 倍的杠杆效应，所以美联储的贷款规模为 2000 亿美元)的适用范围，小企业融资、信用卡、学生贷款、汽车贷款和商业抵押贷款将被纳入，以扩大二级市场尤其是证券化产品的流动。

第四，是房地产市场救市方案。这个方案提供 500 亿美元的资金，降低抵押贷款的还款额度和利率水平，以规避“可避免的止赎现象”的持续产生。

最后两项计划，即美国政府强调透明性、责任性、救助条件性和监管原则，同时将启动小企业和社区借贷计划，提高对小企业的信用担保水平至 90%，并减少相关费用。

二、美国金融稳定计划存在的问题

美国金融稳定计划的出台和财政刺激方案在参议院获得通过，一定意义上表明奥巴马政府的救市行动进入实质性阶段，也显示奥巴马政府对上届政府“渐进主义”的摒弃。但是，美国金融稳定计划一公布，却引来了金融市场的狂跌，这是对这一“全面而有力”的计划的有力质疑。

市场认为，金融稳定计划作为一项指导性原则虽然全面，但过于宽泛、空洞。该计划缺少对最棘手问题的强有力的应对措施，同时缺乏对各项措施的具体实施细节，因此存在许多模糊和不确定的因素。纽约时报认为，该计划不是解决问题，而是带来更多的问题，离市场预期的具有针对性的政策措施相去甚远。

其二，私人资本入市的有效性。该计划将政府资金和私人资本联系起来，希望通过政府资金的引导和杠杆作用推动私人资本更大范围、更加深入地参与到信贷市场中，充分调动和利用私人资本是该计划的核心要素。虽然私人资本入市，有利于为问题资产进行更加有效的定价，分摊政府资金压力，但是，在目前市场条件下，私人资本的审慎原则将极大地影响政策的有效性，在计划中也缺乏推进私人资本入市的有效激励机制。另外，在问题资产确认和处理的过程中，所需要的资本规模可能是私人资本所无法承担的。马丁沃尔夫和鲁比尼教授认为，私人资本入市的积极性和金融资产定价是问题解决的关键要素。

其三，公私关系模糊。不管是投资基金还是消费和商业信贷计划，政府资金和私人资本的关系都非常模糊。在公私合营的投资基金中，该计划并没有明确政府资金的规模和出资比例；在消费和商业信贷计划中，二级市场启动中私人资本的作用也没有明确。政府希望通过缓冲资产作为杠杆的支点，撬动更多的私人资本参与，在没有明确政府资本与私人资本的关系时，可能是一厢情愿的政策。

其四，银行流动性。在目前情况下，银行流动性严重不足，信贷严重萎缩，政策救援的重点是向银行提供流动性，使得信贷市场功能得以恢复。但是，在该计划下，银行不仅没有获得及时的流动性支持或者可以暂缓问题资产减计和损失确认，而且还需要立即进行“压力测试”。经济学家杂志认为，这将使银行面对更加艰难的环境。

其五，银行问题资产。在美国财政部“问题银行”计划受到较大质疑之后，美国政府采取公司合营投资基金的方式，以寻求政府资金投入和私人资本投入的平衡，并采取私人资本和市场手段为问题资产定价，防止过多的政府资金（来自纳税）以过高的价格购买垃圾资产。但是，由于私人资本参与的规模和程度存在巨大的不确定性，因此问题资产的解决存在变数。

最后，道德风险问题。在本轮金融危机中，金融机构的过度金融创新、金融投机和非审慎的经营原则是危机爆发和蔓延的重要因素，银行等金融机构必须而且正在为此付出代价。结果是，很多银行已经没有偿还能力，在技术上已经破产，而政府的持续救助无疑是纵容道德风险，将付出高昂的成本。克鲁格曼认为，现在对于遭遇偿付危机的银行，最好的办法是国有化。

三、美国金融稳定计划的影响

总体而言，虽然金融稳定计划存在很多变数，但估计美国政府可能出台更加详细、更具针对性的政策，以提高该计划的可操作性和政策的有效性。但是，在金融稳定和经济前景方面，美国政府仍然面临许多重要的问题，而且一些问题是“火烧眉

毛、刻不容缓”。在该背景下，金融稳定计划的不确定性可能产生重大的负面影响。马丁沃尔夫认为，美国政府需要专注和坚决，否则将丧失政府的公信力。

首先，毒瘤资产问题无法及时解决，银行体系风险不断累加。金融稳定计划采取资产救助计划，政府提供缓冲资本，鼓励银行等金融机构通过金融市场和私人资本消化损失，恢复市场功能，但是，由于缓冲资本规模有限，私人资本参与存在不确定性，银行通过金融市场处置问题资产、消化损失、恢复功能的政策目标可能无法实现。可以说，美国金融稳定计划针对银行业和信用市场稳定和职能发挥的政策缺乏针对性，尤其是没有很好应对问题资产的政策措施，这可能导致毒瘤资产无法从银行的资产负债表完全剥离。这样，问题资产将一直成为银行的重大负担，银行就必须不断资产减计，或者低价出售资产。这要么导致银行负担越来越重、资本金日益枯竭；要么导致银行竞相抛售资产，导致市场进一步下挫。IMF 预计美国银行信贷资产潜在损失从去年 10 月的 1.4 万亿美元飙升至 2.2 万亿美元。纽约大学鲁比尼教授估计，美国银行业贷款的问题资产约为 1.1 万亿美元、持有的衍生品和债券以以市定价准则计可能有 6000—7000 亿美元的问题资产，除非政府即刻采取措施，否则 2009 年上半年银行体系还将需要 2500—3000 亿美元的额外资本以应对资产减计。

其次，信贷市场功能的发挥难以正常化。由于问题资产处置存在风险，银行可能无法轻松上阵，就可能导致信贷进一步紧缩，这无疑会给信贷市场带来雪上加霜的后果，信贷市场的

融资功能将受到极大的冲击。而且，由于信贷紧缩，二级市场的交易和发展将受到限制，抵押贷款的证券化过程将受压制，投资者缺乏投资工具，银行难以通过资产证券化回流资金。这样，整个信贷市场封闭的资金环将被打破。总统经济顾问委员会主席萨默斯认为该计划最终将改善信用流动状况的目标可能无法实现。结果反而可能是，信贷紧缩，信用市场萎缩，金融体系的资金融通和资源配置功能受损，经济复苏难有起色。

再次，政府背负大量不良资产，可能导致严重风险。金融时报认为，政府管理的资产大幅增加，这可能导致政府对金融部门的控制将大大加强。但是，政府大规模扩大资产，面临巨大的财务风险。美联储成为美国金融行业最大的“地主”，这可能酝酿更大的系统性风险。比如财政部就将拨出 800 亿美元以消化美联储资产损失，这可能暗示美联储的资产坏账问题同样严重。

还有，美国政府面临的保持市场经济和银行私有化与银行国有化的矛盾将激化。由于很多银行面临的是偿付危机，在财务上已经面临清算破产，但是，这些银行具有重要影响力，具有“大而不倒”的禀赋，政府必须给予救助。为了保证这些银行的私有化，政府只能通过债权（财政部的计划为可转换债券）为银行融资，但是如果这些银行的状况得不到改善，那么政府的资金投入将是一个无底洞。虽然，盖特纳表示政府无意国有化银行，而且政府不善于管理银行，但是政府通过可转换债券为银行注资，实际上隐含地表示存在国有化的可能。而且如果银行偿付状况确实无法改善，政府不想银行破产又无力继续注

入大规模资金，那么正如克鲁格曼教授和鲁比尼教授认为的，问题银行的解决唯一的可行途径就是国有化。但是，在自由资本主义的土地上实行国有化，对于美国政府更是难以下咽的苦果。而马丁沃尔夫的建议更为疯狂，政府最首要的任务就是“宰杀僵尸银行”，把资不抵债、没有偿付能力的银行彻底清除。

另外，美国政府救市资金不足，政府赤字将大幅度扩大。在布什遗留下来的救援计划中，财政部可以利用的资金已经不足 3500 亿美元，扣除房地产市场的稳定基金 500 亿美元，财政部目前可以动用的资金仅为 3000 亿美元。这笔资金用于公私合营投资基金，应对市场估计近 2 万亿问题资产显得极其有限，还需要应付贷款能力规模为 1 万亿美元的消费和商业信贷计划，政府的救市资金捉襟见肘、更加力不从心。更何况银行问题资产到底有多少仍是一个未知数，如果金融资产损失尚未得到确认，就无法预见危机是否见底，那么银行的不良资产将持续增加。马丁沃尔夫认为，如果没有其他救市资金，美国政府根本无法解决问题资产、恢复银行偿付能力。为了应对问题资产，恢复金融市场功能，政府可能不得不通过发行债券来为金融危机救援融资，为此美国政府赤字将被推高到新的历史记录水平。2009 财年前两个月里（10-11 月），美国政府财政赤字已经高达 4016 亿美元，已接近 2008 财年创纪录的 4550 亿美元水平。美国政府收入可能因危机影响而进一步下降，支出则可能因为实施刺激经济措施而持续增加，2009 财年美国财政赤字可能再创新高，达到 1 万亿美元，约为美国国内生产总值的 7%。

最后，美国政府的政治压力可能加大，政策空间可能被积压。国会的政治家已经日益感受到金融救援是一个费钱、费力和冒险的活动，失业率屡创新高、金融高管天价薪酬、救助计划资金管理不善已经引起了广泛的义愤，并致使一些议员开始反对政府的金融救援计划和财政刺激计划。可以预见的是，奥巴马政府可能还需要国会的支持，以进一步获得授权和资金。但是，金融稳定计划效果的不确定性可能使得国会更加审慎，政府面临的政治压力可能更大。

四、金融稳定计划对中国的影响及启示

由于银行体系和金融体系的资金融通和资源配置功能无法正常发挥，美国经济可能进一步下滑，外部需求可能继续下挫，中国出口将面临更大的困难，在这个过程中全球经济可能进一步萎缩，对中国的出口和经济增长又带来另一个冲击。更值得注意的是，美国众议院通过的财政刺激计划，要求购买美国货来刺激经济，虽然参议院对此做出一些调整，但是可以看出美国贸易保护主义气氛浓厚，中美之间的贸易摩擦可能面临更多变数。

在汇率方面，美国新任财长曾指责中国操纵人民币汇率，如果美国政府在国内面临巨大的政治压力，经济失衡无法通过内部途径得到很好解决，那么从外部寻求借口和替罪羊的可能性就加大，那么首当其冲的可能就是中国和人民币汇率问题。

在美国国债问题上，中美的关系将更加微妙。在美国救市过程中，发行国债、扩大赤字已经是箭在弦上的事情。作为最大的外汇储备持有国和美国最大的债权国，中国在处理存量储

备和增量储备关系上将面对更加困难的选择。美国可能要求中国增持更多的美国国债，这可能放缓中国调整外汇储备币种结构和资产结构的步伐。在长期上，这对中国调整经济的外部失衡是不利的。

中国经济外部失衡调整的压力增大会传导至内部调整层面，这意味着中国调整投资储蓄关系的压力更大，外部约束也可能加大。这要求中国加速推进扩大内需的基本国策，同时也要求中国应该以科学合理的方式调整投资、储蓄和出口的关系，以防止政策失效，甚至是加剧经济的内部失衡和外部失衡。

美国金融救援计划出台遭市场冷遇也给中国敲响警钟，即经济刺激计划应该抓住问题的主要矛盾。比如中国经济最大的风险是外部需求的下降以及由此带来的经济下滑，但是出口下滑却带来了大部分经济部门的整体性放缓，这说明中国经济对外需的依赖度太高，问题的核心是失衡的经济结构。因此，中国经济刺激计划的落脚点和出发点是调整内部经济结构，转变经济增长方式，进而促进经济平稳较快增长。当然这不是一个一蹴而就的过程。