

全新视角 专家解读

从房市、投行、银行、股市四个角度讲述与诠释金融海啸，更深刻，更全面

金融海啸中 那些人与事

巴曙松 等著
湖南人民出版社



金融海啸中 那些人与事

巴曙松 等著
湖南人民出版社



图书在版编目 (CIP) 数据

金融海啸中那些人与事 / 巴曙松等著. —长沙:

湖南人民出版社, 2009. 1

ISBN 978 - 7 - 5438 - 5581 - 6

I. 金… II. 巴… III. ①金融危机 - 研究 - 世界

②金融危机 - 影响 - 经济发展 - 研究 - 中国

IV. F831.59 F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 206966 号

金融海啸中那些人与事

巴曙松 等著

出版人: 李建国

策 划: 李 雷 刘德华

责任编辑: 刘德华

装帧设计: 杨 震

出版、发行: 湖南人民出版社

网 址: <http://www.hnppp.com>

地 址: 长沙市营盘东路 3 号

邮 编: 410005

经 销: 湖南省新华书店

印 刷: 长沙科地印务有限公司

印 次: 2009 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

开 本: 710 × 1000 1 / 16

印 张: 14.25

字 数: 206000

印 数: 1 - 15000

书 号: ISBN 978 - 7 - 5438 - 5581 - 6

定 价: 28.00 元

营销电话: 0731 - 2226732

(如发现印装质量问题请与承印厂调换)

前言

写在金融海啸边上

是为金融海啸

重大的历史事件，总会在文字上留下痕迹。例如，当我走在开始经受金融海啸冲击的香港街头，看到一度火热的售楼点日益萧条下来，在密密麻麻的各种纸张贴出的售楼广告中，蓦然跳出几个字：

某某楼盘出售——雷曼价

只有经历了金融海啸，读者见到这样以“雷曼价”来形容不能再低的金融资产价格，才会会心一笑。

当历史的时钟走到2007年4月4日这一天，美国第二大抵押贷款公司新世纪金融公司因其债务违约，无力支付即将到期的巨额债务，根据美国《破产法》第11章申请破产保护，这个昔日的抵押贷款市场的耀眼明星自此陨落。原来一直被视为“影响有限”、“风险可控”、“很快过去”的次贷风波，开始正式演变为一场席卷全球的金融海啸。

多么形象的形容：金融海啸。末日博士鲁比尼创造的一系列专门分析次贷危机的词汇，例如金融海啸，例如有毒资产等，开始成为每天媒体上不能缺少的常用词汇。

在不到一个月的时间内，先后出现了美国政府接管“两房”（房利美、房地美）和AIG（美国国际集团）、雷曼破产、美林被吞，华尔街五大投行倒下其三，引发多米诺骨牌效应。最大的保险公司美国国际集团（AIG）告急，最大的储蓄银行华盛顿互惠银行被美国联邦存款保险公司（FDIC）接管，投行界最后的大佬摩根士丹利、高盛向银行控股公司转型，挥手告别独立投行时代。美国联邦存款保险公司（FDIC）

前主席 William Isaac 认为这是“华尔街独立投行时代的终结”。

马克思在《路易·波拿巴的雾月十八日》中冷静地说：我等其实既是历史的剧作者，又是历史的剧中人。我们正在亲历第一场真正具有全球范围冲击力的金融危机；索罗斯认定“我们处在自 30 年代经济大萧条以来最糟的金融危机”；格林斯潘掐指一算，百年一遇，是为“金融海啸”。

淹没华尔街

我第一次到达华尔街的时候，大脑中充斥着从各种各样的金融书本中得来的对于这一条小街的夸张和崇拜的描述。但是对我自己来说，印象最为深刻的，则是在这条街上步行时，两旁高楼林立，走在路上似乎很少能够感受到阳光，从大厦之间刮过来的风显得更为迅速。我想，大概这就是金融中心的“范儿”吧。

华尔街（wall street）是纽约市曼哈顿区南部一条大街的名字，长不超过一英里，宽仅 11 米，在地理上仅仅是位于“一块墓地和一条河流之间”^①的六条狭窄的街道，但它却是美国一些主要金融机构的所在地。

在这条街道上，年轻的文伯格曾经战战兢兢地敲响高盛公司的大门，所罗门兄弟曾经提着篮子推销债券，摩根曾经先后两次召开拯救美国金融的秘密会议。这就是华尔街——不断创造着人们传说中的现代奇迹与神话的地方，通常，只要在华尔街的哪怕是非常后线的、并不重要的部门工作过很短的时间，他往往可以到其他的市场上把自己打扮为资本市场的专家。

而今日，常识再次取得胜利，它告诉我们，长时期脱离常识的传奇是不可能持续的，神话并不可能出现在我们的日常生活中。

“华尔街是一个金融帝国、一个世界强权，正如 2500 年以前的罗马帝国一样。华尔街超越了它的左邻右舍，成功地，尽管是痛苦地，应对

① 指纽约城中三一教堂旁的墓地和东河之间

内部的冲突，最终成为一个强权出现在世界舞台上，并使得所有其他的世界强权无法藐视它的存在，否则就会陷入危境。”^①

本来在美国金融界并不是十分知名的经济史专家约翰·戈登，却因为写了一本关于华尔街历史的通俗读物而迅速蜚声他自己还并不十分清楚的中国市场。在这本很快成为中国流行读物的通俗读物中，他自信满满地写道：“虽然我们还会在股市中遇到各种各样的挫折和灾难，但是像1929年那样的崩溃却不太可能再发生了。”

我们只能说，直到这次海啸席卷全球之前，似乎这位经济历史学者的论断还是正确的。这一场“伟大的博弈”几乎牵涉到所有经济体，环球同此凉热；但是他也是偏颇的，这绝不仅仅是一场“伟大的博弈”（The Great Game），同时最终也成了载入史册的伟大的“骗局”（The Ponzi Game）。

书本还是那么的炙手可热，然而今天，在人类西元纪年第二个千年来临时，华尔街这个整个资本主义世界跳动的核心，现在已经几乎停止了跳动。

这真是一个让我们赞叹的伟大时代，在一年的时间内重新读一本书，能够让我们得到完全不同的看法。我的一位担任省金融办公室主任的朋友这样告诫他在英国学习金融的孩子说，这个时代对你们来说真是太好了，就如同学习汽车，通常情况下，如果汽车不出现大问题，是不可能把汽车的箱盖都打开来大修的，但是不打开箱盖，你怎么可能了解那么深刻的汽车运作呢？现在就是全球金融业打开箱盖大修的时刻。

每当看到一个新的机构倒下、一个新的偶像倒下，我就想到这个比喻，心中说：又一个出现问题的汽车箱盖被打开了。在写这个前言的时候，纳斯达克的前主席麦道夫被市场发现原来一直是一个巨大的金融骗子；而美国的金融市场似乎也已经习惯了这种巨大的冲击，当天的美国股市似乎并没有大跌，投资者是被海啸冲击麻木了吗？

在这场我们都没有见过的金融海啸中，整个金融市场似乎已经完全乾坤颠倒了。华尔街的火箭数学家们皓首穷经，研发出来许多人一辈子

① 摘自约翰·戈登《伟大的博弈》

不可能弄明白的 CDO、CDO²、CDO³、MBS 等等衍生产品，把整个的投资者、评级机构、监管机构，甚至常理和良知都忽悠了进去。他们自认为也已经了解了 CDO 这种产品，但是事实证明他们彻底错了。

精美得让人赞叹的模型得出的答案是没有意义的。模型的假定已经错了！这些都是事后总结。预测未来时，这些模型毫无用处。资产证券化世界中的人们不得不开始思考：这是一场骗局。华尔街欺骗了人们，它试图建造一个虚无缥缈的空中楼阁，顷刻都会坍塌，却借此抢夺了诚实的纳税人的财富。

现在我们终于可以肯定地说，华尔街的贪婪是与生俱来的，几乎是成了一种义务和信仰。华尔街的大起大落，给我们展现了一场世纪金融大风暴的生动场景，但同时也将拉开金融大变革的序幕。席卷全球的金融危机无情而又充分地掀过大家都开始厌烦的一页，又试图掀开新的一页。

由 200 多年前“梧桐树协议”演变到今天傲视全球的华尔街，它一路走来，风雨兼程。它昔日的成功同今天的失败一样，永远值得世人铭记。

正如美国曼哈顿大学金融学教授 Charles Geisst 在《华尔街：一段历史》中所写到的：“随着它们（高盛和摩根士丹利）不得不投身存款业务以求自保，高杠杆时代将结束，随风而去的还有曾经那一张张印着总统头像的丰厚回报。”

历史远没有像福山所说的那样终结，人类仍将在贪婪与恐惧、疯狂与理性中求索、前行。

“危”与“机”的辩证法

中国古老的辩证哲学告诉我们：“危机”就是危中带机，就是危险和机遇并存，互为前提，互相依赖。

面对着百年一遇的金融海啸，中国是最有能力尽快走出危机的国家之一；而面临并存着的危险和机遇，我们还需要以历史的眼光来检阅这背后的一个世界超级强权和一个正在崛起的经济巨人之间的微妙关系，

尽管到目前为止中国经济界还保持了一贯的谨慎与低调。与此形成对照的是，一些海外的学者似乎更为热情地看到了未来的信息。

奥地利学派代表人物佩佐夫直言不讳：“这是一个大国取代另一个领先的大国的模式。今天，美国是一个衰落的帝国。美国的帝国已经衰落有大概 40 年了。美国帝国即将倒塌，而必须有人站起来，推一把，使之发生。这，是中国的使命所在。中国可以在它希望的时候做到这一步：中国要做的是卖掉他的以美元标价的资产，卖掉所持有的美元，把资本返回国内。但是，中国等待时间越长，积累越多，它令美国迅速而致命倒塌的机会就越大。”

基于对中国在此次金融海啸中可能发挥的作用的期待，经济史学家、哈佛大学的尼尔·弗格森（Niall Ferguson）教授把 China 和 America 合并出 Chimerica 这个英语新词。刚刚出版的美国新闻周刊上刊登了 2008 年诺贝尔经济学奖获得者克鲁格曼对于当前中美经济格局的评论。他说中美之间已经形成了一种婚姻关系，一个人存钱另外一个人花钱，现在大概只有中国能够救美国了，但是中国还有更多的选择。如果中国转而主要用扩大内需的办法来应对危机，则是需要向全球化说再见的时候了。

在此我们且不必论奥地利学派的是非，也难以评价弗格森或者克鲁格曼的对错，到目前为止，中国依然保持着务实和理性的态度。

我与香港金融界一位资深专业人士讨论 Chimerica 这个词汇，他说这是当然嘛，一个公司要倒闭破产了，最大的话语权自然在最大的债权人这边，现在美国面临破产，中国就是最大的债权人。我个人倒是认为，中美的经济关系，至少应当通过这次危机恢复到正常的市场经济关系下的水平：债权人像债权人，债务人像债务人；而在过去一段时间，美国本来是中国的债务人，但是自大的做派显得倒是债权人了。

在这样一个全球大洗牌的时刻，我们愿意把 2008 年看作一个终点，也看作一个新的起点。经过改革三十年的纵横激荡，在全球化的今天，中国更需要大思路、大视野。

金融海啸也促使中国与全球金融市场的交流更为直接，不少金融机构直接到美国等海外市场考察交流，索罗斯这样的金融大鳄也通过视频

与中国的投资者对话，在介绍了他的反身性理论和悲观的预测之后，他说：“在推动全球经济方面，中国要扮演更加主动的角色。”^①

让我们先从对金融海啸的观察、思考和总结开始，尽管这种思考和反思可能还显得幼稚和初步，但是，这至少代表了一个趋势。

① 2008年11月21日索罗斯在中金论坛上的演讲辞

目录

Contents

引子 无业的山姆大叔 /001

第1章 当大幕缓缓拉开 /002

- 1.1 最美好的年代 /002
 - 1.2 次级贷款使用说明书 /006
 - 1.3 大泡泡破了 /014
-

房市篇

第2章 金融海啸之房市泡沫 /018

- 2.1 房地产行业是美国的命脉 /018
- 2.2 美国特色房地产金融业 /019
- 2.3 房市过山车，引发惊天危机 /020
- 2.4 不得不说的美国住房抵押贷款机构 /024

关键人物一：华尔街炼狱之落马“两房”CEO

——丹尼尔·马德和理查德·塞伦 /032

第3章 酝酿危机的温床 /037

- 3.1 危机蔓延：全球房市跌入谷底 /037
- 3.2 借鉴之辩：日本走过的道路 /045
- 结语 /048

投行篇

第4章 投行遭遇滑铁卢 /054

- 4.1 投行的黄昏 /054
- 4.2 “雷曼现象”——危机的全面爆发 /060
- 4.3 传统的华尔街模式投行时代一去不复返 /068
- 4.4 投行如何走向未来? /071

关键人物二：落难的 CEO——斯坦利·奥尼尔 /076

关键人物三：“飘摇的”保尔森 /079

银行篇

第5章 “前赴后继”的次贷牺牲品 /088

- 5.1 华盛顿互惠银行成主角 /088
 - 5.2 以史为鉴 /098
- 结语 /107
-

第6章 唇亡齿寒的全球银行业 /109

- 6.1 全球金融业“连坐” /109
- 6.2 老师出了问题，学生应当如何办 /115

关键人物四：希望不是没有暴露的华尔街裸泳者

——摩根大通 CEO 杰米·戴蒙尽显掌舵人价值 /117

股市篇

第7章 遭到黑色风暴袭击的美国股市 /124

- 7.1 烽烟四起的美国股市 /124
- 7.2 越演越烈的救市方案和愈走愈低的美国股市 /127
- 7.3 流逝的崩盘岁月留给我们的启示 /132

关键人物五：股神巴菲特与金融大鳄索罗斯 /141

第8章 全世界行情的“拐点” /149

- 8.1 “黑色星期一”再现 /149
- 8.2 冰岛之危 /151
- 8.3 次贷风暴至，汇丰长淌血 /153
- 8.4 10月，金融海啸爆发 /155
- 8.5 全球“长期繁荣”的结束 /158
- 8.6 实质：全球经济的“去杠杆”过程 /159

关键人物六：控诉格林斯潘：央行艺术家成危机元凶？ /161

关键人物七：风暴中的联储掌门人——伯南克 /165

反思篇

第9章 看到危险，更要看到机会 /172

- 10.1 从产品、金融机构、金融市场到实体经济 /172
 - 10.2 危机产生的根源 /176
 - 10.3 金融海啸的影响及传导渠道 /181
 - 10.4 次贷危机对中国经济的冲击程度远大于1997年亚洲金融危机 /185
 - 10.5 看到风险，更要看到机会 /189
-

尾声 经历危机洗礼的中国，崛起的步伐会更稳健 /195

参考文献 /196

大事记 /204

2007年 /204

2008年 /207

后记 /214

无业的山姆大叔

风起于青萍之末。考察席卷全球的金融海啸，可以从一幅模拟的，但是基本逻辑关系清晰的图景谈起。

在美国的一个小城市，山姆大叔每天的生活是在公园里晒太阳，然后用领取来的失业救济金买个汉堡吃，他觉得这样的生活挺好。

有一天，一个房贷经纪人跑来对他说，贷款买套房子吧。

“买房子？怎么可能？”山姆大叔很惊讶，“我没有钱啊。”

房贷经纪人摇摇头：“我们现在推出了不需要首付的房贷产品。”

“可是我也没有办法付利息啊。”

“你看，现在一套房子是10万美元，到年底就有可能涨到15万。那个时候你再按揭一下，还发愁利息吗？”

山姆大叔觉得挺有道理。于是他的生活有了一点美好的改变，在每天晒太阳吃个汉堡之余，还住上了贷款购买的漂亮洋房。

这真是一个最美好的年代。

同时，这样一幅图景，也埋下了一个席卷全球的金融风暴的隐患与导火索。

第 1 章

Chapter 1

当大幕缓缓拉开

在乐观过度、购买过度之市场，当失望来临时，其势骤而奇烈。——约翰·凯恩斯

1.1 最美好的年代

当格林斯潘从美联储主席这一职位上离开的时候，人们给予了他无数的赞扬和尊重，因为在过去的十多年里，美国经历了前所未有的持续性的高增长、低通胀、低失业率的盛景。放松的混业监管，连续 13 次降息，大量资金从发展中国家涌入，市场上有丰富的可供投资的金融产品，家庭通过贷款可以购买到理想的房屋，房产价格又一路飙升，资产数值持续上升，家庭的信用额度更大，可以方便他们进行更多的信用消费。每一个美国人脸上都洋溢着幸福的微笑。

其实，不仅在美国，格林斯潘在全球的影响力也不断扩大。一次笔者到位于华盛顿的美联储总部考察，接待我们的国际部负责人说，格林斯潘到中国参加会议，每每出场，照相机的闪光灯关注的程度，不亚于最为著名的摇滚明星。

1.1.1 混业经营自由发展

纵观美国近一个世纪以来金融监管政策的变化，金融机构经历了由分业经营到混业发展的历程，金融监管也相应的由严格转为放松。

20 世纪初，美国经济繁荣，工业生产扩张，信用膨胀，流动性异常充裕，刺激了投资银行的股票投机活动，造成股市泡沫，以 1929 年末纽约股市暴跌为导火索，开始了 1929 年至 1933 年的世界范围内的经济大萧条。人们在总结这次危机的教训时认为，全能银行将大量的资金投



放在长期性证券交易上，从而使其在危机初现时即陷于严重资金短缺的困境之中，最终不得不破产倒闭。因此，为了避免危机重现，美国国会于1933年通过了《1933年银行法》（《格拉斯-斯蒂格尔法》），严格禁止商业银行从事投资银行业务，由此开始了金融机构分业经营、分业监管的时代。

20世纪70年代，石油危机爆发，萧条又一次降临全球，布雷顿森林体系在巨大的储备兑换压力下解体，国际金融体系发展进入了一个新的时期，放松金融管制的改革也由此开始。在金融自由化浪潮的冲击之下，金融创新层出不穷，金融监管逐步放松，各种金融机构之间业务相互交叉与渗透不断加剧。历史似乎是在按照螺旋式的轨迹发展，严格的金融监管体系逐渐放松，银行机构又逐渐开始向全能银行转变。1999年，实行了六十余年的《格拉斯-斯蒂格尔法》被废除，取而代之的是支持美国金融业混业经营的《金融服务现代化法》。这一法案开创了美国金融机构跨行业经营自由发展的新纪元，金融衍生品的开发和扩张速度大大加快。

1.1.2 13次降息

21世纪初，科技股泡沫破灭。为了避免经济再度陷入萧条，尽快走出阴影，美联储采取了极度扩张性的货币政策。在13次的连续降息后，2003年6月25日，联邦基金利率已经从最初的6.5%下调至1%，达到了45年以来的最低水平。同一时期，30年期固定利率房屋抵押贷款（不含次级贷款）的合约利率也从2000年5月的8.52%下降到2004年3月的5.45%^①。宽松的货币刺激了经济的发展，美国又维持了近七年的3%以上的经济快速增长。

1.1.3 资金持续涌入

为了便于理解，我们可以根据产业链上的不同位置把世界简单地划分为类似美国这样的中心经济体和以广大发展中国家为代表的外围经济

① 数据来源：中国社会科学院经济学部赴美考察团《美国次贷危机考察报告》。

体，中心经济体科技发达、技术先进，高新技术产业和金融服务业发展迅速，同时逐渐将制造业等基础产业外移至外围经济体。由于在世界生产体系中的分工不同，中心经济体持续从外围经济体进口原材料、初级加工产品等低端产业产品，因此一般存在着贸易逆差，且有逐渐扩大之势。以美国为例，2000 年商品贸易逆差为 4495 亿元，七年后这一数值增长了将近一倍，其中 2006 年达到 8114.8 亿美元的峰值。2007 年虽然有所下降，但也有 7116 亿美元。

中心经济体的贸易逆差意味着外围经济体的贸易顺差。而外围经济体国家由于金融发展程度相对较低，投资选择较少，他们通过贸易获得了大量资金却没有合适的投资渠道。这一点从他们的储蓄占 GDP 的比重就可以看出：2000 年以后，发展中国家的储蓄占 GDP 比重逐渐超过了投资占 GDP 的比重，且差距呈现逐渐扩大之势，2008 年这一差距已扩大到 4.2%，这一差距象征着对于发展中国家而言，有了“太多”的钱却没有地方花。与之相反的是中心经济体的金融市场发展蓬勃，投资行为活跃，加之如美国一贯有高消费低储蓄的倾向，中心经济体投资占 GDP 的比重逐渐高于储蓄占比。

这样，一方面是借由贸易顺差带来了充足资金，却缺少投资的对象的外围经济体，一方面是有大量适用于各种投资者的金融产品，但贸易逆差和低储蓄率使他们需要吸引更多资金的如美国一般的中心经济体。两方面共同作用，使大量资本由新兴市场向美国国内市场转移，美国资本市场上流动性充足。华尔街的金融投资家们开始大量进行金融创新，将房地产市场培育成纳斯达克之后新的投资热点。

1.1.4 “另类投资”的崛起——投资什么？各种金融衍生品

金融混业经营限制的取消和低利率的货币环境给金融衍生品的发展创造了客观条件，资金的大量涌入又使得金融家们有了创新金融产品的主观动力。特别值得一提的是，虽然美国在 20 世纪末完成了从分业经营向混业经营的转变，但是其监管模式并没有发生相应的变化：银行控股公司归美联储监管，子银行归通货监理署和联邦存款保险公司管，证券业归证券交易委员会管，期货业归商品期货交易委员会管，保险业归



各州监管。对于全能型金融机构而言，每个监管机构都只能看到其业务中的一个部分，银行的投资业务不受美联储监管，在场外市场交易的金融衍生品也游离于证券交易协会的监管范围之外，加上金融衍生品本身就被央行视为表外业务，监管宽松。这样，在21世纪初，金融衍生品市场迅猛发展，包括次级住房抵押贷款支持证券在内的大量衍生品涌入市场，越来越多的金融机构加入到金融衍生品的盛宴当中，区别于传统投资产品的“另类投资”日益崛起，全球金融资产呈现了典型的倒金字塔结构：传统的货币（M1和M2）只占到1%，广义货币占9%，金融债券占10%，而金融衍生品则占据了金融市场80%的份额^①。2006年时全球金融衍生品市场交易额为431万亿美元，而同期全球实体经济产出仅为40万亿美元，金融衍生品市场的繁盛由此可见一斑。

1.1.5 美国家庭：高负债水平下的贷款买房

信用消费本身对于美国家庭而言就是一种习以为常的存在，住房对于家庭又是必不可少的需求，而大量的金融创新使得各种收入水平的家庭都可以找到适合自己的贷款买房方式，长期的低利率政策又使偿还利息并不会成为一种经济负担，各种因素的综合作用使得美国家庭开始有了过度负债投资于房产的倾向，通过这种方式提前享受了舒适的住房。在房价上涨引发的强烈购房冲动下，家庭房产对名义GDP之比逐渐攀升，由21世纪初的约1.2倍上升至2005年的1.9倍，私人部门债务对GDP之比更是一路飙升至2008年创纪录的3.54倍。而美国家庭债务占收入比重的上涨幅度则更加令人惊叹，在1962年时这一比率为64%，到2001年时已达到101%，而仅在6年以后，美国家庭债务额已经是其收入的1.38倍^②！可以说，美国家庭完全就是依赖负债和信用消费来支撑其生活中的各种开销，而房地产无疑是这些负债中份额最大的一部分。

^① 数据来源：巴曙松、李胜利《次贷危机引发的全球金融动荡及其对中国的影响》，工作论文，2008年9月26日。

^② 数据来源：中国社会科学院经济学部赴美考察团《美国次贷危机考察报告》。