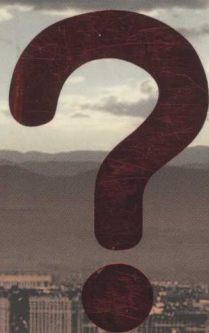


We Do
Understand
the Financial Crisis?



危机，你感受多深？你理解多少？
危机，是危？还是机？
我们应该如何直面危机？
.....

我们真的理解 金融危机吗？

黄卫平 陈雨露 周业安 等 著

We Do
Understand
the Financial Crisis?



金融危机吗？

黄卫平 陈雨露 周业安 等 著

中国人民大学出版社
· 北京 ·

图书在版编目(CIP)数据

我们真的理解金融危机吗? / 黄卫平, 陈雨露, 周业安等著.

北京: 中国人民大学出版社, 2008

ISBN 978-7-300-09977-4

I. 我…

II. 黄…

III. 金融危机-研究-世界

IV. F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 179601 号

我们真的理解金融危机吗?

黄卫平 陈雨露 周业安 等著

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

邮政编码 100080

电 话 010-62511242 (总编室)

010-62511398 (质管部)

010-82501766 (邮购部)

010-62514148 (门市部)

010-62515195 (发行公司)

010-62515275 (盗版举报)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com>(人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 河北三河市新世纪印务有限公司

规 格 160 mm×230 mm 16 开本 版 次 2008 年 11 月第 1 版

印 张 12 插页 2

印 次 2008 年 11 月第 1 次印刷

字 数 142 000

定 价 29.80 元

版权所有 侵权必究

印装差错 负责调换

策划人语

经济危机是人类进入 17 世纪后所无法回避的宿命，它频繁地以不同的形式侵扰着我们，几乎每十年就会有一次或大或小的危机发生。

然而，对于经济危机的存在和影响，您也许许久或者从来就没有深刻地感受过。但这一次，起源于美国华尔街次债风波的危机波及四方，蔓延全球，您应该感受到了或许正在深刻地感受着它所带来的影响。“金融危机”、“金融风暴”、“金融海啸”等等字眼充斥了我们的视野，惊惶和恐惧散布在全球的每一个角落。其影响之深、波及之广，连一向谨慎的格林斯潘也不得不承认，这是他所见到的最为严重的一次金融危机。2008 年诺贝尔经济学奖获得者保罗·克鲁格曼也评价说：这场危机与 20 世纪 30 年代发生的大危机类似。

面对着这样一次大危机，我们似乎了解得并不多。当美国次贷危机扣动这次金融危机的扳机时，我们似乎对次贷这一新的金融衍生品是什么还不是很清楚；当雷曼兄弟申请破产，花旗、高盛、摩根大通等知名投资银行深陷次债泥潭时，我们才发现，发生在华尔街的次债风波并不是聪明的金融投资家们为圆一个“穷人能买得起房子住”的美国梦而给我们开的一个简单玩笑；当美欧各国政府先后宣布以亿万资金输血救市时，恐慌其实已经蔓延开了，问题已不只是美国的问题，危机也不只是美国的危机……

时至今日，人们对由美国次债风波触发的这次金融危机依然迷惑不解和深感茫然。因为谁也说不清危机背后的根源到底是什

么；虽然各国政府纷纷使出各种招数来救市，但是，政府的救助靠得住吗？在现在看来，危机似乎没有缓和的迹象，相反却有愈演愈烈之势。在这种情势面前，人们不知道危机将会持续多久，它会如何演化……

而当危机遇到中国，危机会给中国带来什么样和多大程度的影响和危害？这更是我们迫切需要关注和了解的问题。尽管中国的金融领域还没有类似美国这样的危机，但是，在各国经济相互依存的全球化时代，同样也无法回避危机带来的影响和危害。其实，这种危害和影响已经波及中国的实体经济，据统计，2008年上半年中国有6.7万家规模以上的中小企业倒闭。对此，人们不禁会问：作为一个日益融入全球化大潮的发展中大国，中国能否在危机中独善其身，或者像东南亚金融危机时期那样逆风飞扬？还是中国经济真的也要跟着过冬？

人们的这些困惑、不解、疑虑和担忧在让人看不懂的金融危机蔓延和日益深化的情况下，不断地滋长着惊慌和恐惧。作为普通大众，我们大多表现为不知所措或者惊慌失措，或者被动地接受着这一切，而危机正是这样颠覆着我们的世界。

诚然，危机是无可阻挡，但是危机面前我们需要的不是恐慌，而必须重拾信心，冷静面对，正如温家宝总理所说：“在经济困难面前，信心比黄金和货币更重要。”

除了要摆脱恐慌和重拾信心，我们是否应该还需要做些什么？尽管我们无法具体地知道下一次经济景气将会发生在什么时候，但是，我们至少可以为下一次经济景气的到来做一些准备。当然，其中首先要准备的是，我们需要更清楚全面地了解这次金融危机的形成及其背后的根源，理解金融危机的发展演化，洞悉它将会给我们带来的影响，挖掘出危机中潜藏的发展机遇，等等。

我们邀请国内相关领域的专家们来打造这本《我们真的理解金融危机吗?》正是基于满足这种需求这一出发点。我们希望这本《我们真的理解金融危机吗?》能为处在变幻莫测的让人看不懂的经济金融形势下的读者提供多维视角和理性思维,使其摆脱非理性的诅咒,能够静心梳理如今所发生的一切并泰然处之。书中每个作者从不同的角度对这次危机进行了探讨,每一个角度,代表着一份理性,我们希望能通过这些不同角度的理性分析来帮助读者理解这次让人捉摸不透的金融危机及其对中国的影响,并从中得到一些启发。

目 录

一场避免不了的危机 黄卫平 宋晓恒 (1)

谁制造了次贷危机? /借梯上房, 穷人圆了美国梦/美国房地产泡沫崩塌, 次贷危机发生/梦醒时分, 一枕黄粱/转嫁危机, 美国转嫁风险给世界/次贷危机在考验中国的同时也带来了机遇/国内的房地产市场和金融市场/次贷危机远未结束, 更大风暴正在到来

我们真的理解金融危机吗? 周业安 (20)

金融危机: 无可回避的宿命?! /请别嘲笑费雪! /心理非理性: 无法摆脱的诅咒! /宿命式规律: 无可回避, 并将继续演绎

次贷危机: 金融体系中的黑洞 陈启清 (32)

次贷危机: 黑洞是如何撕裂金融体系的/危机未来走向: 黑洞还可能吞噬谁/危机根源: 对症才能拯救/次贷危机与中国: 危与机的权衡

全面衰退的经济长周期才刚刚开始 梁捷 (46)

资本哪里去了? /都是金本位缺失惹的祸/上一次大萧条, 教训依旧在/新一轮大萧条, 可美国还是美国/全面衰退的经济长周期才刚刚开始

这个冬天有点冷: 金融海啸之忧思 李泽广 (61)

金融海啸腥味十足/根繁叶茂的衍生金融产品: 潘多

拉的魔盒？/过度风险承担的“道德危机”/脆弱的次贷证券化业务流程：不能承受之轻/金融体系跨越国界的“传染效应”/金融海啸之后全球实体经济拐点隐现/中国经济真的要过冬了吗？

政府救助和强势美元是靠不住的 …………… 程实 (75)

紫禁之巅，月圆之夜：次贷危机的黄金分割/一种惜贷，两处缘由：次贷震中的风险模糊/城门失火，殃及池鱼：政策游戏的昂贵代价/若要救人，必先自救：试错之后的顿然醒悟/叛逆无罪，另类有理：美元走强的强盗逻辑/强极则辱，情深不寿：走下神坛的美元宿命/乱世积因，盛世结果：货币体系的未来之路

“出来混，总是要还的！”

——应对全球金融危机中的中国宏观政策评说 …… 卢周来 (94)

“你不好，我也不好”/转向的宏观调控政策/“太阳底下没有新鲜的东西”/“跛脚马”更“跛脚”？/注意“前车之鉴”/受重创的公信力与执行力/“从长远看，我们都会死”？

次贷危机及其终结：我们应该站在哪里 …………… 冯维江 (108)

形势正在起变化！/问题究竟出在哪里？/世界经济版图上的两大阵营/我们应当站在哪里：中国未来发展的三个选择

覆巢之下，焉有完卵？

——当前世界金融危机对中国改革的影响 …… 陈宇峰 (120)

“三十年河东，三十年河西”/真正可怕的冬天还在往后/中国增长奇迹，能否独善其身呢？/虚弱的宏观政策/应对危机，我们还能走得更远吗？

金融海啸袭来，中国经济能否逆风飞扬 张明 (135)

次贷危机并未终结/中国宏观经济如何逆风飞扬/如何
降低中国外汇储备在危机中的损失

如何才能把自己的事情办好？**——金融危机下的中国政策选择 傅勇 (151)**

中国在多大程度上能够独善其身？/是什么挑战了西
方的救市政策？/国内的政策空间有多大？/政策要回
到十年前吗？/结构性调整的动力在哪里？

金融危机带给中国的“危”与“机” 陈雨露 (173)

危机袭来，中国经济整体走势如何？/银行、股市、
国债、房地产，投资如何选择？/确保就业，重中之
重/增加收入，扩大内需/刺激经济，货币政策、财政
政策齐上阵

一场避免不了的危机

黄卫平 宋晓恒

美国号称是世界上最民主的国家，为了圆一个“穷人能买得起房子住”这样一个美丽的骗局，他们凭借超级的制度创新能力研发出了一款超一流产品——“次贷”。随着美国房地产泡沫崩塌，次贷危机发生；而通过货币贬值美国又把风险转嫁给了世界。这场避免不了的危机考验着我们，同时机会也在等待着我们……



继 2008 年 3 月美国第五大投资银行贝尔斯登（Bear Stearns Companies Inc.，BSC）因濒临破产被摩根大通（JP Morgan Chase & Co.，JPM）收购近半年之后，美国第三大投资银行美林证券（Merrill Lynch，MER）被美国银行（Bank of America，BOA）以 440 亿美元收购，美国第四大投资银行雷曼兄弟公司（Lehman Brothers Holdings Inc.，LBH）又申请破产保护，其北美部分业务于 9 月 16 日被英国第三大银行巴克莱银行（Barclay Bank）低价收购。仅仅半年时间，华尔街排名前五的投资机构竟垮掉三家。

2008 年 9 月 7 日上午，美国财长保尔森专门召开新闻发布会，宣布了针对陷入困境的两大住房抵押贷款融资机构房利美和房地美的一揽子措施。计划向美国两大住房抵押贷款公司房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）提供多达 2 000 亿美元的资金，并提高其信贷额度；同时“两房”的监管机构联邦住房金融局将接管两家公司的管理。

“两房”被接管，这是一种幸运，毕竟可以避免破产的命运。同样的幸运也属于美国保险业巨头美国国际集团（AIG）。美国联邦储备委员会（简称“美联储”）于美国当地时间 9 月 16 日晚宣布，已授权纽约联邦储备银行向陷于破产边缘的美国国际集团（AIG）提供 850 亿美元紧急贷款。美国政府届时将持有该集团近 80% 的股份，正式接管这家全球最大的保险巨头。

美联储前主席艾伦·格林斯潘于 2008 年 9 月 14 日指出：美国正陷于百年一遇的金融危机之中。

谁制造了次贷危机？

起于 2007 年的美国次级抵押贷款危机把全球许多国家卷了

进去，经济状况没有动骨伤筋的也被扒掉了一层皮。为什么会出现这种结果？要想把事情说清楚，还得从美国说起。

借梯上房，穷人圆了美国梦

美国号称是世界上最民主的国家，作为美国公民，起码应该人人有饭吃、家家有房住，穷人也概莫能外。尤其是政府，更有责任带领穷人过上中产阶级的生活，帮助他们圆一个美国梦。美国推出次级抵押贷款的初衷，是为了通过穷人能买得起房子住（但它注定要成为一个美丽的骗局）而使得金融运作获利。可怎样才能让穷人买得起房子呢？他们买房绝不可能像富人那么容易。穷人之所以穷，是因为他没有收入或者收入很少。当然，没有收入的就更穷了。怎么才能让房价不往下跌，既保住富人在上面的投资，还让穷人买得起房子住呢？美国人的制度创新能力和效率从来都不用怀疑，这次果然没让大家失望，他们研发出了一款超一流产品——“次贷”，并且马上推向全球。

美国的抵押贷款市场大致可以分为三个层次：优质贷款市场（prime market）、Alt-A 贷款市场和次级贷款市场（sub-prime market）。这是以借款人的信用条件作为划分界限的。根据信用的高低，放贷机构对借款人区别对待，从而形成了两个层次的市场。信用低的人申请不到优惠贷款，只能在次级市场寻求贷款。两个层次的市场服务对象均为贷款购房者，但次级市场的贷款利率通常比优惠级抵押贷款高 2%~3%。对于优质贷款，美国联邦机构都愿意给上保险。其中有两个机构，一个叫做联邦住房管理局（FHA），一个叫做退伍军人管理局，它们不是做赔本买卖的事业单位，它们要求借款人每个月必须如数偿还贷款，美国人叫

做 PTI (payment-to-income)，规定数额不得超过 28%，就是你交银行的“月供”不超过你每月收入的 28%。贷款数额占房屋价值的比率即 LTV (loan-to-value)，相当于我们所说的“按揭贷款额度”，在美国可以达到 85%，也就是说，买 100 万的房子你先交 15 万就能搬进去住，还有人来给上保险。

通常情况下买这类优质贷款的机构为房利美公司和房地美公司。1938 年美国国会设立联邦国民抵押协会 (Federal National Mortgage Association, FNMA)，英文昵称 Fannie Mae，中文常翻译为房利美，隶属于联邦住房管理局，发行等同国债地位的公债来获得资金，再用来购买向 FHA 担保的住房贷款，由此向房贷市场注入资金。1970 年，美国国会通过《紧急住房金融法》(Emergency Home Finance Act)，此法案授权成立 FHLMC，英文昵称 Freddie Mac——中文通常翻译为房地美或福利美，并同时授予房利美和房地美购买经联邦保险的抵押贷款和一般按揭贷款的权力（即事实上允许两家公司在所有相关领域展开业务和竞争），自此以后，这两家公司便开始介入次级贷款市场，并一度占次级贷款市场七成左右的份额。次级按揭贷款顾名思义就是将钱贷给没多少收入或个人信用记录较低的人。

假如房价现值 100 万的话，穷人上哪儿找这 15 万的首付款去？所以，不仅要帮他们找到全额贷款，而且按揭还贷的压力还不能高。在美国有机构提供这样的服务，比如美国新世纪金融 (New Century Financial Corp.) 这样的次级抵押贷款公司。客户一落座就有人过来问买不买房，贷不贷款。只要客户同意，立即帮客户把一切贷款手续办妥。后来生意愈做愈大，新世纪公司雇了好多经纪人主动出击，直接到市场上去拉想买房的人，而且不问客户能不能负担起贷款。所以很多没钱但又想买房的人都去新世纪贷款了。新世纪为什么敢这么干，连首付都不要，利率还很

低（以 30 年为例，前 2 年很低，可以达到 6%，低于市场利率，而且可以只付利息不偿还本金，2 年后利率会高于市场利率，为 9.5% 或更高）。

如果你是银行，你敢把钱贷给这种客户吗？如果贷给这样的人，他们还不起，你不就赔了吗？新世纪也怕，新世纪是这样想的：我把资金贷给你去买房，收回来的是我的资产项目，就是购房贷款。我把钱借给你，最根本的目的是什么？是要你还本付息。可我明明知道你还不起，房贷在我手上，当然十分危险。风险不能消灭，但是能够转移。怎么办？必须把房贷卖出去，转给下家，风险跟我就没关系了。新世纪可以很容易地将自己贷出去的贷款打包卖给房利美、房地美和投资银行等金融机构，或者以这些贷款为抵押品发行债券，再把债券出售给上述机构，这样就可以获得放贷所需的资金了。我们把这种债券叫做抵押贷款支持证券 MBS (Mortgage Backed Securities)。

为了把事情说清楚，我们不妨假设新世纪所出售的是房屋贷款，购买房屋贷款的是雷曼兄弟投资公司。雷曼兄弟先成立一个专门的产品管理公司，叫做特殊目的实体 (special purpose entities, SPE)，然后把购买到的房屋贷款拢成一堆，算算一个月到底能收回多少本金、多少利息，再把贷款分成几个档次，最高级的那档不妨称作 A，就是把所有贷款收入的本金和利息全都给它。即使有个别其他贷款还不上情况，也要保证它不出问题。把所有贷款集中到一起，就可以创造出一种叫做债务抵押债券 CDO (Collateralized Debt Obligation) 的债券，把它卖给投资者就可以收回自己买贷款的投资了。

CDO 是以抵押贷款为基础的，最开始时把抵押贷款所产生的所有本金和利息收入全都给 A 档，把 A 档还清之后，如果还有现金流，就还 B 档，接下去再还 C 档……最后设计一个最垃圾的

东西，就是 Z 档，由 Z 档产生的本金和利息流暂时不还给 Z 档，而是先还 A 档，再还 B 档……直到 Z 档前面的都还完了才支付给 Z 档。本来次贷的本金和利息偿还就不稳定，但只要把所有的本金和利息拿来先还 A，A 就稳定了，然后还 B，B 也稳定了，再还 C，C 也稳定了，最后轮到 Z。

按照这种办法，A 档 CDO 债券的信用级别最高，流动性最强；Z 档的信用级别最低，但高风险必然要有高回报，收益率也最高。

CDO 是垃圾货色，收益和风险都很高，很多人想买但不敢买。怎么办呢？我们假设雷曼兄弟的资本金是 100 亿美元，在杠杆倍率为 30 的情况下，雷曼可以融资 $100 \times 30 = 3\,000$ 亿美元用于购买银行贷款。在可调利率贷款的前提下，前两年贷款人可以享受优惠利率 6%，两年以后为 9.5%~10%。为了方便起见，我们假设利率为 10%。

如果雷曼兄弟赢了，它的收益状况如下： $3\,000 \times 10\% = 300$ 亿美元，与自己的资本金相比，盈利高达 $300/100 = 300\%$ 。华尔街的投资银行在一般情况下的盈利水平都在 50%~300% 之间。

如果雷曼赔了，它的亏损状况如下： $3\,000 \times 10\% = 300$ 亿美元，亏损高达 300 亿美元，整个资产全赔掉不算，还净赔 200 亿美元。为了不倒闭，必须到市场中去融资 200 亿美元，否则就只有申请破产的份了。

由于存在着破产的风险，本着谨慎原则，雷曼要想办法把风险转移出去，于是便找到了保险巨头，例如美国国际集团 (AIG)，表示如果赢了愿意从盈利的 300 亿美元中拿出 100 亿美元来作为保费，AIG 收取巨额保费的代价是承担抵押担保债务的违约风险，两者签订的保险合同叫做债务违约互换 (CDS)。如果 AIG 同意签发这样的保单，那么雷曼兄弟就可以将市场不利的情

况下赔 200 亿美元的风险转嫁给了 AIG。那么 AIG 是否愿意做这单生意呢？

为了弄清这个问题，我得先给你介绍一下保险公司的盈利模式。保险公司承不承保取决于被保险事件发生的概率。所以 AIG 自己算了一笔账。3 000 亿美元保单价值，如果房价下跌 1%，那么要赔付 30 亿美元给雷曼兄弟；如果房价下跌达到 2% 要赔付 60 亿美元；如果达到 3%，那么要赔付 90 亿美元。考虑到所收取的保费是 100 亿美元，即使在房价下跌 3% 的情况下仍然可以获得 $100 - 90 = 10$ 亿美元的利润。翻开历史，房价一直在涨，这笔生意值，于是便为雷曼兄弟的 3 000 亿美元 CDO 保了险。

雷曼兄弟拿到了保单之后，便以此为基础找到信用评级公司，也就是我们所熟知的标准普尔、穆迪和惠益。我们假设雷曼兄弟找的是穆迪评级公司。穆迪认为产品高收益、低风险（风险已经转给 AIG 了），于是评成了 Aaa 级，即 CDO 摇身一变成了最具投资价值的投资品。

正如前面所言，天有不测风云，美国的房价一下跌了 20%，如果不保险的话，雷曼兄弟就得损失 $3\,000 \times 20\% = 600$ 亿美元，非破产不可。因为保了险，这却使得 AIG 难受了，收了 100 亿美元，亏了 600 亿美元，净赔 500 亿美元，天文数字，无法偿付。

由于 AIG 所保险的产品并不止雷曼兄弟一家，当房价下跌这一系统风险发生时，AIG 按照这种方式所进行的保险，都出现了问题，它所承保的保单都面临着变成废纸的危险。美国财长保尔森对于这一情况非常清楚，知道如果出现了上述情况，则美国的金融体系面临崩盘的可能，便必然要帮 AIG 渡过难关。于是便有了美国政府 850 亿美元的贷款援助计划。

新世纪也好，雷曼也好，AIG 也好，其实都在赌一件事情，

那就是作为借款人的穷人能够按时还贷，穷人真的能按时还贷吗？

美国房地产泡沫崩塌，次贷危机发生

借次贷买房的人大多是低收入者，他们能还上贷款吗？当然能。怎么个还法？把房租出去，不就有房租来抵债了吗？或者还了一段时间之后找到了新工作，不就可以拿工资顶上去了？再找个合适的机会把房子卖掉，不仅能还清欠款，说不定还有余钱，因为房价涨出来的部分就是你的收入，也就是你借钱的信用基础。另外，只要利率处于下降趋势，你就可以借新债还旧债，如果做得巧妙，不仅能还清旧债，还能套出不少现金来。最后一招，还有美国房产净值贷款（home equity loan, HEL）可用。只要明天筹资比今天便宜，只要越往后融资代价越低，就意味着无论你现在什么时候贷款，将来都能把窟窿堵上，也许还有点赚头，所以美国人才敢狮子大开口借钱，根本就不怕。美国就是靠这个东西帮穷人把房子买了。而且，那些年美国的利率也是一直向下的。为什么？因为经济、社会刚刚受过重创，先有网络股泡沫破裂，后有“9·11”纽约恐怖袭击事件，所以美国联邦储备委员会要降低利率，提振美国经济。只要把钱贷出去了，它就必然要赚钱，这是资本的本性所决定的。等到用钱能赚回钱来了，经济自然也就活了。

事情真能这样发展下去，当然就不会有问题了，经济搞活，房地产升值，股票还涨，把钱放哪儿都赚。但终于有那么一天，美国出兵了，先打阿富汗，后打伊拉克。之后怎么样？军费开支剧增，财政赤字飞涨，导致通货膨胀，美元开始走软，所以，美