



谁来拯救美国

Who can save America

- ★美国经济衰退：飞来横祸还是自食其果
- ★中、美经济：水火不容还是难分难舍
- ★中国已持续30年8%以上的经济增长还会维持多久
- ★中国的城镇化战略对美国和世界意味着什么

肖金泉/著



机械工业出版社

序

北京城建几乎成为全国——至少是大多数城市市政建设的龙头或典范。

我驱车行进在这首善之区——北京的大街上，顾盼左右，高楼林立，此之谓“有目共睹”或“有目共赏”者也。假定竟然还有对改革开放 30 年“熟视无睹”的妄人，那就必须告诉他，这些难以胜数的大楼，论“楼龄”大都超不过 30 岁。倘若消失这些楼，意思是北京城恢复 30 年前的旧观，那就会变成牛山濯濯，“还与韶光共憔悴，不堪看”了。30 年前，全国需要脱贫的人口约两亿六千万，而现已递减为一千四百万。

我曾长期生活在故纸堆中，但我热爱现代化。我欣赏古代的“红烛”，但每晚写作还是愿意利用“电灯”照明。我们的人民生活，日新月异，正在向“富裕”进军。我是现实生活中的“乐道”者，决不是“安贫”者。

中国曾经是一个任西方列强和日本军阀随意宰割的半殖民地半封建国家。19 世纪中叶以来，以英、美为主的西方国家一直是世界经济的主导，是世界经济秩序规则的主要建立者。而那时的中国一直处于战乱和动荡之中，1949 年成立的新中国获得了主权独立，但那时我们却始终被排斥在世界主要经济发展圈的大门之外。

新中国将成立 60 周年了，改革开放也已 30 年。这前 30 年和后 30 年意味着两个历史阶段。既相衔接，又有所不同。中国进入 21 世纪以来更是以崭新的面貌屹立于世界面前。尽管中国目前的人均收入只处于世界中等国家水平，但巨大的经济总量让中国与 150 年前相比有了天壤之别。

从 2007 年开始的美国次贷危机所引发的世界经济危机把中国推到了世界经济发展的台前。因为中国有世界上最大的消费市场，有超过两万亿美元的外汇储备，是持有美国国债最多的国家。在这场百年不遇的金融危机和经济危机面前，人们纷纷发出疑问：谁能拯救美国有这样一个年轻人，我看着他从一个普普通通的工人成长为最具国际视野的中国学者型律师。他在研究了世界经济发展和美国金融风暴的成因后，根据中国目前的国际经济地位和发展趋势，提出了“谁来拯救美国——中国农民”的议题。他就是我喜欢的、愿意为之欢呼的肖金泉。我不愿倚老卖老，那是没有出息的，但我毕竟老了。

在读了肖金泉的这部著作以后，我非常感慨，也很激动。在这本书中，肖金泉指出中国接近八亿的农民在向城镇化和现代化的转化过程中必将产生巨大的、持续的消费需求。这种消费需求将为中国经济抵御金融风暴的侵蚀注入抗体，也将为美国以及世界其他国家的资本、产品找到不可替代的最大消费市场。不仅可以为美国走出衰退提供现实的帮助，而且，中国和美国深度的经济合作，也将成为 21 世纪世界经济稳定发展的基石。同时，这本书不

但观点新颖，还引入了大量的图表和数据，使其观点具有很强的逻辑性和实证性。

这部书不仅有助于我们认识美国金融风暴的本质，也指明了坚持中国改革开放、坚持科学发展观、坚持城镇化建设战略的深远意义。对于那些有觉悟的中国人和有理性的外国人而言，这本书一定能增强他们的时代使命感和国际主义精神。

“子在川上曰：逝者如斯夫，不舍昼夜。”一切发生在历史上的事都会过去，金融风暴也一定会过去。当风暴过去后，中国和中华民族将跨入一段新的历史，登上一个新的台阶。作为一个走向五十公岁的世纪老人，我欣慰地看到了曙光，我期待着她的到来。

文怀沙

2009年1月10日匆草

前言

2007年,“次贷危机”把世界经济霸主美国推向了经济衰退的悬崖边;2008年,“金融风暴”、“经济危机”成为在全球范围内曝光率最高的词语。在经济全球化的大背景下,各国经济、尤其是大国经济之间从来没有如此休戚与共。中国和美国作为世界较大的经济体,毫无疑问将成为应对此次经济危机的关键力量。

美国经济要从衰退中走出来,必须依靠新的经济增长点和新的广阔市场。无论美国选择什么样的新经济增长点,美国自身有限的市场和投资需求都渐趋饱和,疲软的现有国际市场很难为美国的产品、资本及新技术的增长提供足够的市场空间。然而,不同于其他评论对未来美国经济发展不甚乐观的估计,笔者认为在这场影响全球的后经济危机时代,中国城镇化战略的实施不仅将有效促进中国经济的发展和强壮,而且将为美国经济乃至世界经济注入一股强大的活力。

诚然,中国有接近9亿的农民,这一事实还不足以证明中国农村和中国农民能够承担起促进中国经济增长、稳定世界经济的重任。但是,当这样一个开发程度尚低的巨大市场与中国政府全面实施的城镇化战略相结合时,产生的将是难以估量的消费需求和投资机会。美国有世界领先的产品、技术、品牌、管理经验以及丰富的资本,这些都是不断发展的中国农村市场以及在发展这个市场的过程中所带动的相关产业所需要的。中美在经济上的深度合作将为美国的高端产品输出和各类资本输出提供充分的市场保障,从而可能使美国成为中国城镇化战略实施的最大受益者。

本书以翔实的数据为基础,配以丰富的图表,科学和实证化地阐述了美国经济衰退的深层原因,论证了中国城镇化战略的实施对中国经济的促进作用、对美国经济复苏的作用和对世界经济的稳定作用。本书的准确名称应该是“中国的城镇化战略对美国及世界经济的影响”。考虑到美国应该是中国城镇化战略实施的最大直接受益者,所以书名叫做“谁来拯救美国”也不为过。事实上,笔者早于2008年4月15日就曾在美国华盛顿国家新闻俱乐部直接发表了“谁来拯救美国——中国农民”的演讲,受到美国高层及媒体的关注。

笔者相信,随着中美开展深度合作以及美国对中国城镇化战略实施的支持、中国的农村市场将为美国走出衰退提供最直接、最具持续性的支撑点。

在本书交付出版之前,席卷全球的经济危机正在进一步扩散和恶化,并开始侵蚀实体经济,甚至对一些国家的政治局势产生了不良影响。面临资金短缺和需求不振双重困境的中国企业家们正苦苦思索企业未来发展将何去何从。毋庸置疑,只有看清楚了中国经济乃至

世界经济的走向并顺势而为，企业家们才能够先发制人、夺得先机。笔者基于多年为企业提供专业咨询服务的法律和投行经验，期冀本书能够为中国企业和中国企业家的发展起到微薄的作用。

本书的读者对象主要包括关注企业经济全球化的企业家，职业发展与经济走势密切相关的精英白领，政府官员，以及对世界经济发展感兴趣的专业人士和学者。

谁来拯救美国

目录:

第一章 美国经济衰退是飞来横祸还是自食其果.....	1
一、美国经济地震：“从天而降”的次贷危机.....	1
二、称雄世界经济舞台：美国尽享战后黄金时代.....	10
三、花无百日红：进入 21 世纪美国经济显出颓.....	13
结语 谁的失败：极端自由经济还是过度政府干预.....	15
第二章 中国为什么能保持 30 年的持续发展	17
一、改革开放才是发展的“灵丹妙药”选择市场经济.....	17
二、中国欢迎你——改革开放让世界认识中国.....	20
三、一桥飞架南北，天堑变通途.....	21
四、离不开的“中国制造”	24
结语 社会主义也能发展市场经济.....	30
第三章 中国还会有 15~20 年的持续增长吗.....	32
一、中国对全球资本市场的魅力不再孤独的中国市场.....	32
二、民间财富为经济注入新活力.....	35
三、新版“农村包围城市”——城乡统筹战略.....	38
结语 中国经济仍然存在持续增长的空间.....	41
第四章 中美经济：水火不容还是难分难舍.....	42
一、美国经济的优与劣.....	42
二、中国经济的长与短.....	49
结语 优势互补：中、美经济是欢喜冤家.....	57
第五章 中国城镇化将给美国及世界经济带来什么.....	59
一、中国农村的现状：尚待开垦的广阔市场.....	59
二、关注三农、造福全国.....	62
三、中国的城镇化战略到底是什么.....	68
四、城乡统筹建设——经济发展最大推动力.....	71
结语 中国城镇化对中国美国和世界经济的发展都具有重要意义	73
第六章 中美牵手—21 世纪世界经济稳定的基石	74
二、中美经济合作的现在：爱恨交织.....	75
三、中美经济合作的前景：只有牵手才能共生、共赢.....	84
结语 美国将是中国实施城镇化战略的最大受益者之一	92

第一章 美国经济衰退是飞来横祸还是自食其果

第二次世界大战以后，世界经济目睹了一个又一个奇迹的发生。从日本、德国等战败国的“黄金六十年代”到亚洲四小龙的突飞猛进，世界经济舞台从来不乏闪亮的新星。然而，美国的地位却从来没有被真正撼动过。尽管在过去半个世纪中，美国的经济霸主地位似乎遭遇了一波又一波的危机和质疑，但最终都“化险为夷”。直到 2007 年次贷危机的爆发次贷危机和以往的危机并不相同，它很可能只是暴风雨的前夜，很可能只是冰山的小小一角，很可能只是腐败肌理的外层表皮。美国人对次贷危机引起的金融风暴的担忧和畏惧之情，比提起“卡特里娜”飓风还要凝重是什么导致了这场貌似“突如其来”的金融危机？是什么让美国节节攀升的经济遭受重创？这一次，美国乃至世界经济是否能够顺利渡过难关？曾经的金融圣殿——华尔街，将何去何从？一个又一个问题盘旋在人们脑中。让我们从美国最近十多年的发展历程入手，深度剖析美国经济进入衰退的成因。最终我们将发现，永远不能战胜的是经济发展规律本身。正所谓“顺经济发展规律者生，逆经济发展规律者亡竹。

一、美国经济地震：“从天而降”的次贷危机

次贷危机——放低信贷门槛的苦果 2007 年 4 月 2 日，美国第二大的次级债发行商新世纪金融公司（New Century Financial Corp.）申请破产保护，标志着美国次贷危机 第一章美国经济衰退是飞来横祸还是自食其果爆发。媒体形容新世纪金融公司在申请破产保护以前“饱受信贷记录差的贷款人违约率上升的打击”^o。当日，新世纪金融公司在场外交易市场的股价下跌 14%至 9.15 美元。谁能想到，2004 年 12 月时该公司市值超过 35 亿美元，到申请破产保护的这一天，公司股价已经跌去了 97%，真是“三十年河东，三十年河西”。

对金融不甚了解的人也许认为这只是一起简简单单的破产事件，在市场经济“优胜劣汰”的规则下不足为怪，它何以成为一个标志性的事件呢？原因就是，这次破产是与“次贷”、“房地产”等经济标签紧密联系在一起的。（一）何为次贷和次贷危机次贷又称为次级债。“次级”意味着级别较低，顾名思义“次级债”意味着在债的级别中级别比较低的债。那么，如何对债进行分级呢？大家都知道，债权和物权不一样，它是不分先后顺序的，债之间是完

全平等的，除非在债上附有其他担保。但是大家也都知道，债是以债务人的全部个人资产作为清偿保证的，如果债务人的资产充足，清偿债务的现实能力就更大，反之就更小。因此，对债进行等级划分，是以还贷人的还贷能力和信用等级为依据的。所谓“次级债”一般是指美国住宅抵押贷款中向低信用等级借款者发放的贷款。因此“次级债”的两大典型特征包括，一是发生在住宅抵押贷款中，二是向低信用登记借款者发放的贷款。这两个特征对于次级债来说是缺一不可的一般而言，银行只愿意把钱借给有偿还能力的人，这样才能保证借出去的钱能够连本带利地收回来；另一方面，借钱的人在借钱时也会慎重考虑自己的还款能力，以免给自己背上沉重的经济枷锁。但是，在特殊的经济环境下，银行为了获取更多的利息收入，会把资金贷给偿还能力比较差的人，侥幸的希望这些人能够偿还本息。银行认为，在部分人无法偿还本息的情况下，总体上银行还是盈利的，大不了把房屋收回以更高的价格再出售；另一方面，不具备良好偿债能力的借款人也侥幸地希望贷款利率能够一直下调，房价能一直上涨，那样他们就不用背负沉重的债务负担。不幸的是，这些侥幸的想法全部触礁了，次贷危机发生了正如上面提到的，新世纪金融公司申请破产保护被认为是“次贷危机”爆发的标志性事件。可能大家还是无法理解，为什么简单的一个破产案件，竟然成为一起标志性的事件。这还得从新世纪金融公司说起新世纪金融公司成立于 1995 年，起初是由三位从事多年抵押贷款的专家组建 0 1995 年正是美国房地产经济最火热、贷款利率最优惠的时候。在成立之初，新世纪金融公司初期的资本金来自风险投资基金。该公司于 1997 年在资本市场上市，专营抵押贷款业务。在《财富》杂志评比的 100 家增长最快的公司中，排名在第 12 位。大家可能会问，新世纪金融公司是银行吗？为什么它可以发放房屋抵押贷款？美国的情况和中国不同，在中国能够发放商业住房贷款的只有商业银行，但是在美国，像新世纪金融公司这样的金融企业也可以放贷款，但是它不能吸收存款。那么它的资金来源于哪里呢？新世纪金融公司的资金主要来源于金融机构和债券投资者。

可以简单地理解为，新世纪金融公司先找机构借钱，再把钱借给个人。该公司的主要业务是向那些低收入、个人信誉等级低、不符合一般贷款条件的客户提供有针对性的贷款。根据有关方面的记录，为了在激烈的竞争中立于不败之地，该公司承诺对客户有关贷款申请，在 12 秒内予以答复，这开创了抵押贷款行业内的先例。新世纪金融公司除了利用分支机构、网络 and 客户服务呼叫中心外，更主要的营销手段是利用独立的抵押贷款经纪商。这些经纪商通常第一章美国经济衰退是飞来横祸还是自食其果是规模很小的公司，经纪人出去寻找客户，向其介绍可提供的各类贷款，收取贷款初始处理费 0 2007 年初在美国就有 50 000 多家类似的经纪商机构，参与了 60%以上的住房贷款，而且这些经纪商往往是大型抵押贷款公司和金融机构的争夺对象，成为他们最重要的分销渠道。新世纪金融公司之所以能争得更多

的份额主要靠的是效率和便利，而这一当初制胜的法宝正是今日让新世纪金融公司破产的毒药高收益总是与高风险并存。金融机构把资金贷给信用级别较低的借款人，当利率上涨、还贷压力过大时，借款人就会违约，金融机构就会实现抵押权收回房产，而如果此时房产价格刚好又很低迷的话，金融机构就不得不遭受巨大的经济损失，并将这种经济损失传导给向金融机构投资的其他机构。当这种违约事件大量出现，次贷危机就不可避免地发生了。（二）次贷危机爆发的原因有人说，次贷危机是一次“偶然”，是“屋漏偏逢连夜雨”的倒霉事件；有人说，次贷危机是一次“必然”，是违背经济发展规律的自食其果。到底是偶然还是必然，相信通过下面对次贷危机爆发原因的深入剖析，大家自然会有定论。

1. 次贷本身的不稳定性——信用评级标准降低 前面已经说过，次贷是对偿债能力和信用等级比较低的人提供的贷款。在次贷危机爆发后，人们肯定听到了不少对信用评级机构的指责。也许有人会问，次贷危机难道不仅仅是银行和贷款人之间的问题吗？为什么会和信用评级机构发生关系呢？因为在美国，住宅金融机构在发放贷款时必须根据申请者过去的信用历史、借款额度、目前的收入状况等指标，建立一套“信用评分”标准，从上至下分为“优级贷款”、“Alter -A 贷款”、“次级贷款”。次级贷款的借款者收入水平较低（一般年收入不足 3.5 万美元）、信用记录较差、首付款低于 20%，月还款占收入比超过 50%。

正是因为信用评级机构降低了评级标准，才使得那么多本来不应该得到贷款的人获得了贷款。当然，资信情况比较差的人获得的贷款条件自然比资信比较好的人获得的贷款条件要更加严格，他们在利率、还款方式等方面都要遭受更加严格的对待。即便如此，降低评级标准无疑是对所有想要贷款的人开了一个大口子。有些缺乏偿债能力的人在看好房地产市场走势的情况下，不惜铤而走险加入了“房奴”的行列，甚至成为“炒房”一族。假设次贷是一座房子，那么它的地基就应该是借款人良好的偿债能力，它的钢筋水泥就应该是利好的房地产市场和贷款利率政策。考虑到借款人的偿债能力较差，而房地产市场和利率的走向又是那么的不确定，可见次贷这座房子是多么地不稳固了。

2. 信贷环境变紧—还款压力变大 翻开 2006 年的报告，所见的大多数都在讨论“美国抵押贷款利率走低惠及房市”。实际上，美国从 2001 年已经开始试行宽松的货币政策。但是，从 2005 年开始，联邦基金利率开始慢慢回升，并在 2006 年达到差不多 5% 的利率水平。图 1-1 是 1992—2007 年美国的年平均联邦基金利率从图 1-1 不难看出，从 2001 至 2007 年间，联邦基金利率像过山车一般急速下降，又急速上升。让那些本来期待利率能一直比较低的借款人目瞪口呆。虽然联邦基金利率不是住房贷款利率，却与住房贷款利率直接相关。图 1-2 是美国 30 年期固定利率房屋抵押贷款（不含次级贷款）的平均利率。

1992~2007 年，美国年平均联邦基金利率 资料来源：根据美联储公布的官方数据整理

而成。

1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 2001 2002 2003 2004 2005 2006 2007 2008 图 1-2 1990。2008 年，美国 30 年期固定利率房屋抵押贷款平均利率资料来源：根据联邦住房贷款抵押公司公布的数据整理而成从图 1-2 可以看出，从 2005 年开始，30 年期固定利率房屋抵押贷款呈现上升趋势。虽然次级贷款没有可供参考的平均利率，但它肯定是与市场利率水平密切密切相关的。随着信贷环境变紧，借款人所背负的还债压力就越大。房地产市场的降温前面提到，只有当借款人和贷款人都认为房屋价格会上涨的情况下，双方才会愿意发生次级债交易。对于借款人而言，当房屋价格上涨时，即使还贷压力变大，借款人也有充足的动力想办法还款；对于贷款人而言，当房屋价格上涨时，如果借款人严重违约，贷款人可以将房屋再次销售，也不会有任何损失。可是如果房地产价格没有上涨，反而下降，还款人的还款意愿就会大打折扣，而贷款人也无法将收回的房屋以高价出售。

正是由于近两年美国房地产市场的降温，加上利率上涨，导致了大量借款人违约，尤其是那些信誉记录本来就很一般，又缺乏还款能力的借款人反映美国房屋价格的主要指数，包括 S&P/Case-Shiller (CS), the National Association of Realtors(NAR),the Office of Federal Housing Enterprise Oversight(OFHEO),Shiller Real Housing Index(SRHI)等。这些指数自 2005 年以来都出现了大幅下滑。虽然从历史角度来看，美国房价仍然处于历史上较高的水平。但是相比 2000 年以后美国房价的迅速上涨，从 2005 年开始房价总体上是下降的。美国三个主要城市的房价走势。资料来源：根据联邦住房贷款抵押公司公布的数据整理而成。

4. 错综复杂的资金链条 从 20 世纪 70 年代开始，“政府住房抵押协会”（1968 年）和联邦住房抵押贷款公司（1970 年）等率先发行基于住宅贷款的证券化产品，推动住宅贷款市场的流动性从：“出售贷款”开始进入到“证券化”阶段。这一貌似平常的资产证券化行为，如果是建立在正常的金融环境和贷款环境中，也许不会引起这么大的关注。但是，由于当时美国的次级债已经发展到了一定程度，这些证券化的产品实第一章美国经济衰退是飞来横祸还是自食其果际上是建立在一个非常不稳固的基础上。而且随着证券化的链条越来越长，链条后端的人也就失去了看清楚风险的能力。

举个简单的例子，假设甲卖给乙一个有瑕疵的产品，乙把产品用精美礼品纸包装后再卖给丙，丙也照样学样，如此流转下去。最终没有人去关注盒子里面的产品到底是不是完好的，是不是已经完全损害，大家都只关心把这个产品再包装和再销售经常看新闻报道的人会注意到，有关次贷危机的新闻经常会提到“担保债务凭证”(CDO)等衍生产品。金融衍生品能在一定程度上分散次级贷款的风险，但它自身也存在结构性缺陷，最关键的是当基础资产面临信用风险时，将产生链条式反应。信用评级机构的评级出现了严重缺陷，使得其评级结果大

大偏离了贷款人的实际信用状况。那么当房价、利率等决定房屋贷款的因素发生变动时，信用风险就不可避免地产生了，并且会直接导致各类产品交易市场的连锁反应。国际金融风暴袭来（一）国际金融风暴真的来临当 2007 年 4 月新世纪金融公司申请破产保护时，一些市场分析家已经担心新世纪金融的破产可能会产生多米诺骨牌效应，危及整个美国房贷市场乃至美国经济。不过，更多的评论和舆论则认为出现这种情况的可能性不是很大，他们认为向新世纪金融提供融资支持的华尔街公司受到的损失有限，而且华尔街的贷款有新世纪金融贷款和其他资产作保证。很多经济学家认为，如果美国房地产市场和经济陷入低迷，美联储会及时动用降息手段以确保增长，不会发生席卷美国的金融风暴。可是，由于以次级债为基础资产的证券化产品信用评级急剧下降，以次级债为基础的金融衍生产品的价值严重缩水，欧美大型金融机构出现巨额损失，并且波及全球金融市场，引发全面性的流动性紧缺和信贷紧缩。

最终，风暴还是来了，而且是一场席卷全球的金融风暴让我们回顾一下这场来势汹汹的金融风暴 2007 年 7 月，大批与次级住房抵押贷款有关的金融机构破产倒闭，美联储进入“降息周期”；从 2007 年底至 2008 年初，花旗、美林、瑞银等因次级贷款出现巨额亏损，市场流动性压力骤增，各国联手干预；2008 年 3 月，美国第五大投资银行贝尔斯登濒临破产，美联储紧急注资，并大幅降息 75 个基点；2008 年 7 月，房利美和房地美陷入困境，其股价被“腰斩”，同时美国股市剧烈震荡，标准普尔、纳斯达克和道琼斯三大股指已全面跌入“熊市”；2008 年 9 月 7 日，美国财政部长保尔森和联邦住房金融局局长詹姆斯·洛克哈特在新闻发布会上宣布，美国政府接管陷入困境的美国两大住房抵押贷款融资机构房利美和房地美 2008 年 9 月 15 日，曾为美国第四大投资银行的雷曼兄弟控股公司向法庭提交破产保护申请，以资产衡量，这是美国有史以来最大一宗破产案。

2008 年 9 月 16 日，美国联邦储备委员会宣布，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%股份，正式接管这家全球最大的保险巨头如果这一切只是停留在美国范围内，我们绝不会称这次危机是一场国际金融风暴。近几个月来，各国首脑们从来没有如此头疼过，也从来没有如此团结过，因为没有任何一个国家能够在这场国际金融风暴中独善其身。面对美国的“黑色九月”，欧洲各国纷纷打响欧洲金融“保卫战”，出台大规模救市举措德国政府将拿出最多 5 000 亿欧元用于救市，其中 4 000 亿欧元用来为银行同业拆借提供担保；1 000 亿欧元用于政府注资金融机构，这其中又有最多 800 亿欧元用于直接注资银行法国将拿出最多 3 600 亿欧元用于金融救助。

其中 3 200 亿欧元用来担保银行借贷，400 亿欧元用来向银行提供资本金英国政府宣布

向皇家苏格兰银行、哈利法克斯银行和莱斯银行注资 370 亿英镑西班牙政府通过总额最高 1 000 亿欧元的金融援助计划，用于在 2008 年年底为西班牙金融机构提供信贷担保。这一计划适用于部分外国银行在西班牙的分支机构荷兰政府将出资 2 000 亿欧元用于为银行同业拆借提供担保葡萄牙政府将出资 200 亿欧元为银行同业拆借提供担保奥地利政府宣布将出资 850 亿欧元为银行同业拆借提供担保，并拨出 150 亿欧元用于银行资本重组除了拿出巨额资金救市以外，各国纷纷开始了一轮又一轮的降息大战。2008 年 11 月 6 日，欧洲三家央行先后宣布大幅下调利率。英国央行宣布，将基准利率下调 1.5 个百分点，至 3%，为 1955 年以来最低水平。仅仅 45 分钟之后，欧洲央行宣布调降指标利率 50 个基点至 3.25%。此前，欧洲央行在 10 月 8 日曾与其他央行一道紧急降息 50 个基点，将利率从 4.25% 下调至 3.75%。紧接着瑞士央行也宣布大幅降息 50 个基点至 2‰ 这也是该行在五年多以来最大幅度的降息，也是一个月时间内第二次实施紧急降息。

与此同时，丹麦中央银行 6 日也宣布采取与欧洲央行同步的降息行动。决定从 11 月 7 日起将其指导利率降低 0.5 个百分点，即从 5.5% 降至 5%；同时将贴现率也降低 0.5 个百分点，从 4.5% 降至 4‰ 此外，在亚洲，韩国央行也宣布，将基准政策利率下调 25 个基点，至 4.00%，以对抗韩国经济与很多发达国家一起下滑的风险即使是这样前所未有的救市措施，还是未能力挽狂澜，市场出现了越救市越恐慌的情况，股市就是最明显的例证。道琼斯指数接连跌破 10000 点、8000 点等重要关口，创下“9.11”以来的新低。同时欧洲、亚洲等股市都跌得一塌糊涂，俄罗斯股市两度停牌，印尼股市休市。日本股市、中国股市遭受的重创也是有目共睹的次贷危机似乎打开了一个潘多拉的盒子，从这个盒子里还将出现什么让世界震惊的事情，尚未可知。但是人们可以明确的是，国际金融风暴真的来了。

（二）金融危机的实质金融危机是指起源于一国或一地区乃至整个国际金融市场或金融系统的动荡，超出金融监管部门的控制能力，造成金融制度混乱，主要表现为所有或绝大部分金融指标在短期内急剧地超周期变化，其结果是金融市场不能有效地提供资金向最佳投资机会转移的渠道，从而对整个经济造成严重破坏进入 20 世纪后，世界范围内先后发生过多 次金融危机 0 1907 年，美国银行危机爆发，纽约一半左右的银行贷款都被高利息回报的信 托投资公司作为抵押投在高风险的股市和债券上，整个金融市场陷入极度投机状态；1929 年华尔街发生股灾，引发了美国金融危机；1982—1983 年发生拉美债务危机；1987 年由于不断恶化的经济预期和中东局势的不断紧张，造就了华尔街的大崩溃；1990 年代开始的日 本经济危机；1992—1993 年欧洲货币体系危机；1994—1995 年墨西哥金融危机；1997 年 东南亚金融危机是一次涉及范围较广、影响较大的金融危机。除此以外，影响相对较小的金 融动荡在巴西、第一章美国经济衰退是飞来横祸还是自食其果阿根廷、俄罗斯等国也一直没

有停止过从历次金融危机发生的表现形式看，可以将金融危机划分为四大类：货币危机、银行危机、资本市场危机和混合型危机。通常，货币危机是指对某种货币购买力或汇兑价值的投机性冲击导致货币币值的急剧下降，而当局为维护本币币值的行为又迅速地耗尽外汇储备，如 1992~1993 年欧洲货币体系危机就是典型的货币危机。银行危机是指实际或潜在的银行运行障碍或违约导致银行中止其负债的内部转换，储户对银行丧失信心从而发生挤提，银行最终破产倒闭或需要政府提供大量援助。20 世纪 90 年代中期的日本和东南亚危机中的各个国家就曾发生大批金融机构的经营困境和破产倒闭。资本市场危机主要是指股票市场危机，表现为大量抛售股票，造成股票指数的急剧下跌，如 20 世纪 90 年代日本的经济衰退就是从股票危机开始。实际中的金融危机越来越表现为多种危机的混合形式，难以严格区分为哪一类，并且在不同类型之间不断演变。典型的混合型危机如日本的经济衰退和东南亚金融危机，都是货币危机、资本市场危机和银行危机互相交织在一起不管是上述的哪一次金融危机，也不管它的具体表现形式是怎样的，其实质都是金融体系部分或者全面的崩溃。

挖掘美国经济衰退的根源 1. 两极分化 很多人肯定会感觉奇怪，两极分化怎么可能是美国经济衰退的原因呢？次贷危机难道不是起因于很多不应该买房的人买房子吗？买房在中国人看来是很重大的人生事件，如果能够买房，经济条件应该比较好才对。这难道不是因为美国的富裕人群越来越多，才致使买房的人越来越多吗？美国民众的购房热情是从 2000 年以后才燃起的，而点燃这一热情的就是宽松的次级贷款政策。由于处于社会底层的民众经济条件差，多数没有住房，这种百年难得一见的宽松购房政策极大地点燃了民众购房的热情，推动了美国房市的繁荣，吹大了美国房市泡沫。可是，当这种宽松的购房政策结束时，缺乏偿付能力的民众将无法偿付房贷，于是庞大的金融链条开始从根部断裂，并最终导致次贷危机的爆发哈佛商学院教授，曾经担任高盛的副主席和哈佛管理公司（Harvard Management Company）的临时主席和执行官（2007 年 11 月到 2008 年 7 月）的卡普莱（Robert Steven Kaplan）认为，这次金融危机只是一个“更严重问题”的表象。这个“更严重问题”指的是在过去的十几年中，美国的经济增长主要增加了富人的收入，而中产阶级相对被挤压削弱。在医疗价格持续上涨的今天，一个年收入六万美元的三四口人的家庭，如果雇主不提供医疗保险，他们就买不起一年一万二千美元到一万三千美元的家庭保险。这就是为什么美国有 4700 万的人没有医疗保险。在银行贷款条件松懈，中产阶级的经济实力被严重挤压，贷款人无法偿付贷款的条件下，就爆发了这次危机当然，即便有丰厚的贷款优惠政策，如果民众能够冷静地看待，这场危机或许也能避免，但是当时购房者都被美国经济的大好形势所蛊惑，忽视了自己的经济条件，高估了自己的偿付能力。

2. 宽松的信贷条件和日益膨胀的住房泡沫 格林斯潘曾被誉为“世上最伟大央行行长”，

他在担任美联储主席期间创造了辉煌的纪录,美国经济在他的带领下出现了长达十年的持续增长。他的一举一动被世界所关注,人们甚至对他寄予了超出常人的期望,认为不管发生什么样的经济难题,格林斯潘都能够化险为夷。确实,在亚洲金融危机、科技股泡沫破灭以及恐怖袭击事件等一系列重大危机后,正是格林斯潘的宽松货币政策使美国经济得以很快摆脱困境。可是也正是这种宽松的货币政策让次贷危机如约而至。这就像是为了让病人感觉不那么疼痛,给病人很多的止痛类药剂,最终病人上瘾了,要断药的话,病人只能更加痛苦。购买住房对普通家庭而言通常是一件非常重大的投资决策。当购房人向银行或者金融机构借款时,借款的数额一般都非常巨大。为了降低风险,按揭贷款的提供者会要求借款者具有相当的偿付能力和信用等级。可是,自20世纪90年代中期以来,在美国获取住房贷款变得极其容易。为了应对2000年前后的网络泡沫破灭,2001年1月至2003年6月,布什在格林斯潘的支持下推行令富人受益的减税政策。过低的利率引发了宽松信贷,也直接刺激了民众的贷款投资热潮,越来越多的生活状况不稳定的民众通过银行贷款加入到购房者的行列中。正是市场对美国房市前景普遍预期过高,极大地刺激了美国房市,房价在1996年至2006年飞涨了大约85%,为次贷危机的爆发埋下了种子。格林斯潘在2007年12月12日出版的《华尔街日报》上发表文章,首度承认他任职期间施行的低利率政策可能助长了美国房地产泡沫。

3. 华尔街对金融衍生品的滥用 美国的金融衍生品在近几年发展很快,其复杂程度也日益加剧。正常意义上来说,提供按揭贷款的银行通常都把按揭贷款当作一种优良资产持有到期并赚取相应月利润以及银行资金成本之间的利差,这样做在获取相应利润的同时,也具有较高的安全性,但是这种金融产品一开始并不适合华尔街的运作,因此在将按揭贷款证券化并产生第一只CDO(担保债务权证)之前,这类产品并没有获得华尔街的青睐,CDO的出现使得资产证券化产品风险划分更细致,投资受益率也更高,同时也极大地激起了华尔街的热情。打着金融创新的口号,华尔街大举涉足次贷领域,并迅速推高其规模。2004年,全球CDO发行量为1570亿美元,到了2006年,这一规模达到5520亿美元。为了追求利益的最大化,华尔街投行将原始的金融产品分割、打包、组合开发出多种金融产品,根据风险等级的不同,出售给不同风险偏好的金融机构或个人,在这个过程中,最初的金融产品被放大为高出自身价值几倍或十几倍的金融衍生品,极大地拉长了交易链条。

从本质上看,这类金融衍生品并没有降低投资的风险,它仅仅是将风险进行转移,而且随着金融衍生品的不断开发,风险在无限分散的同时,也变得越来越隐蔽,越来越难以察觉。以至到后来,买家看到的这类金融产品,除了投行提供的数字以外,根本无法判断资产的质量。因为CDO等金融衍生品蕴含的巨大利润,美国几乎所有金融机构都参与其中,商业银行、

保险机构等，都大量持有 CDO 等债券，无论美国本土还是海外，越来越多的投资者开始了对这种金融产品近乎疯狂的追求。美国房地产的泡沫，也通过这类金融衍生品将风险扩散到了全球范围，这也正是次贷危机为什么能够波及全球范围的原因。

4. 投资者的贪婪 美国人理查德·比特纳在 2008 年 7 月出版的《贪婪、欺诈和无知：美国次贷危机真相》，仅从书名就一针见血地揭示了次贷危机爆发的根本原因，书中所描绘的篡改信用、放大收入等行为极大地扰乱了信贷市场，为了获得更多的贷款以及更大的利益，从普通民众到金融机构，这种欺诈行为蔓延在金融领域的各个角落美国金融机构纵容次贷的过度扩张及其关联的贷款打包和债券化规模，使得在一定条件下发生的次级按揭贷款违约事件规模的扩大，到了引发危机的程度。流动性过剩致使资本不断涌入美国住房第一章美国经济衰退是飞来横祸还是自食其果市场，为了谋求更多的经济利益，为了不致让这些日益膨胀的资本影响次贷市场发展，华尔街以疯狂放贷作为解决方案，花样繁多的月利率、甚至零首付的出现，极大地刺激了次级按揭贷款市场。

在这样的背景下，按揭贷款的流程变得日益简单，有的按揭依据仅仅是借款者自己填报的虚假收入，甚至有的按揭贷款额竟然大于实际总房价。至此，借贷标准变得名存实亡。2006 年的美国房屋按揭贷款甚至平均只有 6% 的首付款比率。当房市萧条，次级贷款者无资金偿还债务的时候，危机便以极快的速度蔓延开来华尔街在财务上过于激进，这也直接导致了困境的生成。在无限放大的利益面前，华尔街日益变得疯狂。在对 CDO 的追逐中，华尔街逐步提高资产权益比率，与此相对应的是，各家投行的杠杆率也逐渐变得越来越大。2003 年底，美林的资产是其所有者权益的 17.9 倍，而到了 2007 年中期，美林的资产达到了其所有者权益的 27.8 倍。受危机影响最深的雷曼兄弟，同期杠杆率甚至高达 31.7 倍。对利益最大化的追求也令公司领导者丧失了理智，雷曼兄弟便是华尔街的一个缩影金融衍生品是一把双刃剑，它的确拥有活跃交易，分散风险的功能。但如果不加监管控制的滥用，它凭借杠杆效应掀起金融波澜的能力便会显现。一旦危机爆发，金融衍生品的这种杠杆效应以及风险的分散性，必将极大地扩张危机的广度和深度。在过去的十年当中，华尔街投行在金融衍生品上太过贪婪，他们虽然认识到了次贷市场上的风险，但是对利益最大化的追求致使华尔街普遍蔓延着一种侥幸心理，这也是导致华尔街众多金融巨头折戟沉沙的原因之一。

5. 监管机构的失职与政策的失误 在大萧条以前，美国住宅金融市场主要是在市场内部自行运转，没有政府的介入和引导。大萧条时期，作为“新政”的一部分，美国联邦政府大力介入了住宅金融体系的构建，引导消费者购买房产，刺激消费和经济。次贷危机产生的深层制度原因就在于对金融监管存在缺陷，美国金融监管机构对次贷及各类衍生产品的发行规模和数量没有控制，监管力度的松懈以及对市场潜在金融风险的忽视，都是监管不力的表

现。放松监管一向是格林斯潘所推崇的管理之道，也正是他担任美联储主席的这段时间里，美国央行降低了抵押贷款的标准，导致相当一部分信用或生存状况不佳的贷款人以低廉的成本通过贷款购买房屋；美国监管机构对市场评级机构监管不严，也导致了评级机构在对次贷相关产品评级时的主观性，在大范围调低次贷相关产品的评级时，极大打击了投资者的信心，加深了投资者的恐慌情绪，最终导致全球范围内的恐慌自 20 世纪 90 年代末美国监管机构放宽对银行和证券公司的监管之后，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”以达到迷惑投资者的目的。在这样的背景之下，监管机构本应当从现实出发制定新的更加详尽的规定，以打击这种有害金融市场的行为。但遗憾的是，监管机构的失职在一定程度上纵容了这类对市场有害的行为，并为最终危机的爆发酿下了恶果美国证交会近几年实行的“裸卖空”措施，也是造成危机迅速扩大的一个直接原因。“裸卖空”是指投资者没有借入证券而直接在市场上卖出自己根本不拥有的证券。雷曼兄弟正是在“裸卖空”的影响下，被快速完成了致命一击。对冲基金仅仅用了不到两个月的时间，就将雷曼股价从 20 美元一路拉下到了 2 美分。这种对投资者信心的极大打击也导致更多的股票持有者抛出持有的债券当然，导致美国经济衰退的主要原因还有很多，其最深次的原因是我们这些“旁观者”很难下定论的。相信经过上面的抽丝剥茧，读者们已经对美国经济危机和这次全球金融风暴有了一定的了解，并会发出疑问：美国在最近十多年中一直保持着比较高速的增长，怎么说衰退就衰退了呢？下面内容中我们将对美国最近十几年的经济发展进行回顾，从中发现美国经济进入衰退的蛛丝马迹。

二、称雄世界经济舞台：美国尽享战后黄金时代

在 20 世纪的最后一个十年，美国经济经历了持续的增长，甚至被称为战后继“日本奇迹”和“德国奇迹”之后的“美国奇迹”。从 1990 年到 1999 年，美国所有应该增长的指标都在增长，比如国内生产总值、资本投资、国民收入、股票市场、就业率、出口额、消费者信心和生产者信心等；而所有应该下降的指标则全都下降，比如失业率、通货膨胀率、利息率和财政赤字等。图 1-4 是 1990。1999 年美国 GDP 年增长率。图 1-4 1990—1999 年美国 GDP 年增长率资料来源：根据美国商务部官方公布数据整理。图 1-5 1990~1999 年美国年平均失业率资料来源：根据美国劳工部官方公布数据整理。图 1-6 是 1990~1999 年，美国政府的年财政赤字 / 盈余。图 1-6 1990—1999 年美国政府的年财政赤字 / 盈余资料来源：根据美国财政部官方公布数据整理从以上数据，我们不难看出美国在 1990—1999 年所经历

的经济繁荣。那么，为什么美国能够在 20 世纪 90 年代保持强劲的经济增长速度呢？以下六个方面或许可以为我们提供答案。新经济的高速发展在 20 世纪 70 年代，曾经称雄世界市场的美国汽车、钢铁等重型工业受到了日本和西欧的强有力挑战。尤其是日本对美国本土市场的侵入，更是让美国人发出“日本人正在收购美国”的惊呼。为了在激烈的国际经济竞争中巩固霸主地位，美国从 20 世纪 80 年代起进行了大规模的经济结构调整，以高新技术为中心，以信息通讯为先导，掀起了一场新的技术革命。美国政府投入大量的资金支持“信息高速公路”的建设，并把信息通讯技术、互联网和计算机软件结合起来的经济被称之为“新经济”(New Economy)。在“新经济”中形成了一大批高新技术产业，其核心是信息产业前人栽树，后人乘凉。由于当时美国政府的远见卓识，现在美国信息产业的规模已超过任何传统产业，成为美国的龙头产业。同时，信息技术产业本身的生产率很高，带来了整个社会劳动生产率的提高。另一方面，美国政府从 20 世纪 90 年代开始对传统产业进行了有效的信息技术改造，并开展了富有成效的产业调整。信息化帮助传统企业提高生产率、降低成本，显著提高了资本投入的效益图 1-7 是美国私人商业领域从 1950 年至 2000 年的劳动生产率增长情况（假设 1950 年的劳动生产率为 1）

图 1-7 1950.2000 年美国劳动生产率增长情况资料来源：根据美国劳工部官方公布数据整理美国产业结构经过信息技术革命以及大规模的调整、重组，使得美国第一、二、三产业的产出比例发生了重大变化。其主要标志是制造业所占比重大幅度下降，服务业明显上升。金融、保险、旅游、航空、娱乐等产业成了美国的优势产业。在这十年的发展过程中，虚拟经济获得极大发展。经济的虚拟化是工业经济向知识经济转化的必然产物，被称为产业结构的“软化”或“轻型化”。正是这种结构给美国经济带来了 20 世纪最后一个十年的繁荣。图 1-8 是 1990~1999 年，美国产品、服务和其他产业所占 GDP 的比重。1990 1991 1992 1993 1994 1995 1996 1997 1998 1999 图 1-8 1990。1999 年美国各部

『. J GDP 比例资料来源：根据美国 BEA 官方公布数据整理。

资本的高度聚集经济的高速增长离不开资本投资，而资本投资又以私人国内投资为主。私人国内投资总额(Gr088 Private Dome8tic Investment)是计算 GDP 的一项重要投资。它之所以是 GDP 的重要组成部分，是因为它提供了经济的未来生产能力。一般而言，它占据 GDP 中 15_18 个百分点。私人国内投资总额包含三个部分，分别是非居民投资、居民投资和存货变动；也可以直接分为固定资产投资和商业库存。固定资产投资又包括非住宅投资和住宅投资，非住宅投资又包括建筑投资和生产者耐用设备投资。在经历了 1991 年的负增长以后，在随后的几年里，美国私人国内投资总额大幅度增加 0 1992 年到 1996 年的增长率分别达到了 7.2%、8.5%、14. 2%、5%和 4.2%。

图 1-9 1990~1999 年美国私人国内投资总额资料来源：根据美国商务部官方公布数据整