

辛乔利 许秀江 / 著

大乱局

本书首次披露了金融危机中美国经济“心脏骤停”的详情

金融危机五大悬案



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

辛乔利 许秀江 著

大乱马

金融危机五大悬案



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

大乱局—金融危机五大悬案/辛乔利, 许秀江著. —北京: 中国经济出版社,
2008. 12

ISBN 978 - 7 - 5017 - 8767 - 8

I. 大… II. ①辛… ②许… III. 金融危机—研究—世界 IV. F821. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 138692 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任策划: 张潇匀

责任编辑: 许秀江 张潇匀 (电话: 68319290 E-mail: xxj09@163.com)

责任印制: 张江虹

封面设计: 耀午书装

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京金华印刷有限公司

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印张: 12.75 字数: 200 千字

版 次: 2008 年 12 月第 1 版

印次: 2008 年 12 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 8767 - 8/F · 7736

定价: 36.00 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 由我社发行部门负责调换, 电话: 68330607

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282 国家版权局反盗版举报中心电话: 12390

服务热线: 68344225 68341878

导言：金融危机五大悬案

2008 年的全球经济用一个字来概括,那就是“乱”。在这一年的年初,美国的次贷危机在金融业掀起了新的巨浪。上半年,作为现代经济基础的大宗商品出现了价格飞速上涨的局面,其中,石油和粮食价格暴涨尤为引人注目。之后,通货膨胀在全球迅速蔓延,世界上许多国家都受到了猛烈冲击,很多国家不得不临时修改宏观经济政策,把应对通货膨胀当作了头等大事。正在各国政府被通货膨胀搞得焦头烂额的时候,美国的次贷危机又出现了新动向。2008 年 7 月,媒体突然爆出一大新闻,美国政府决定对房地美和房利美两家公司实施 3 000 亿美元的紧急救助。没等人们对次贷危机的这一新情况回过神来,石油价格在直奔顶峰后,突然开始快速回落……

2008 年 9 月,随着雷曼兄弟公司的垮台,酝酿已久的一场席卷全球的金融危机终于全面爆发了。

事情的演变让人晕眩。其间,有急风暴雨式的混乱,也有风平浪静的短暂间歇。一个看似偶然的突发事件,引发的却是经济形势的急速逆转。人们做出的反应似乎也违反了常规,美国爆发全面的金融危机之后,一路贬值的美元却突然出现了短暂的升值,不管怎么说,都让人觉得不可思议。人们习惯的思维方式很难适应这种快速变化,全球经济似乎进入了混沌状态。

美国的房地产市场出现了危机,美国的汽车制造业、航空业等很多行业陷入了困境。金融业出现了危机,美国的经济命脉货币市场出现了危

机,全球股市崩盘,金融市场参与者之间的信任基本消失,短期金融交易中止,银行间信贷和商业票据市场停顿,企业和个人信贷冻结,全球经济在美国金融危机的带动下,出些了前所未有的动荡局面。

这次金融危机给人们的强烈印象是市场失灵、政府失灵、既有的经济理论失灵。现代经济学高度发达,把错综复杂的社会经济简化成了数学模型,经济增长率、失业率、通货膨胀率、利率等几个宏观经济指标便成了制定经济决策的主要依据。这样做的一个好处是使政府的常规经济政策具有了可操作性,但再精致的方法也难以完全掌握瞬息万变的现实。

在金融危机全面爆发之前,美国政府自以为完全可以掌控宏观经济局面。在美国政府看来,宏观调控就像开汽车那样简单,踩几脚油门(财政政策),转几下方向盘(货币政策),经济的车轮就会滚滚向前。只要经济不出现衰退,就什么危险都不会发生。

经济现象远比理论来得复杂。表面孤立的事件背后,隐藏的是交错的因果关系。通货膨胀在这次金融危机中就扮演了一个十分诡异的角色。在金融危机的形成过程中,通货膨胀的作用不容忽视;在金融危机向全球扩散的过程中,通货膨胀也是一个不能不防的问题。

布什政府执政以来,通货膨胀问题表面上看并不很严重,直至 2008 年上半年,全球范围内出现了通货膨胀,美国也不是世界上通货膨胀最严重的国家。这给美国政府一个错觉,以为执行扩张性经济政策刺激经济增长仍有空间。宏观经济数据表现不出来,不等于不存在问题。自 2007 年下半年以来,美国经济在各个方面已经逐渐进入了不正常状态。

当局者迷,旁观者也不见得清楚。金融危机到底是怎么回事,只有透过乱相寻找线索、追寻缘由、发现细节,才能找到答案。自次贷危机发生以来,对全球经济的演化,我们已经进行了接近一年的跟踪。在金融危机全面爆发之后,本书作者还专程赶赴金融危机的爆发地纽约,进行了为期一个月的专项考察,对危机演化过程作了及时梳理,初步理清了此次金融危

机演化的基本脉络。

即便如此，金融危机仍给我们留下了五大悬案：第一个悬案是，美国经济为何出现了心脏骤停；第二个悬案是，次贷危机是如何升级为金融危机的；第三个悬案是，石油的价格为何大起大落；第四个悬案是，通货膨胀会卷土重来吗；第五个悬案是，金融危机与实体经济到底是什么关系。

当我们把这五个悬案整理出来的时候，我们惊讶地发现，原来这五个问题竟然都是当今世界最为关注的焦点问题，因为这五大悬案不仅影响着现在，而且还决定着未来。

关于未来的经济走势，谁都不可能未卜先知。新的一年就要开始了，2009年的第一季度，不管怎么说，对于美国政府来说都是一个难过的槛。各上市公司相继要向社会公布年度报表，纸里到底包了多大的火团，金融危机还会不会进一步升级，这是所有人心中最大的悬念。

目 录
CONTENTS

第一部分 从次贷危机到金融危机

悬案之一 美国经济为什么会出现“心脏骤停”/3

雷曼兄弟公司触发金融危机的主要爆炸点	4
美国政府为什么急红了眼	14
华尔街割肉大突围	25
华尔街模式寿终正寝	28

悬案之二 次贷危机是如何升级到金融危机的/35

美国总统布什说：“美国遇到了大麻烦！”	35
次贷危机的核心——房地美和房利美	37
美国政府为什么没有挽救雷曼兄弟公司	42
美林抢了雷曼的生死牌	51
AIG 真得那么值得救助吗	52
次贷危机升级到金融危机的几个焦点	56
美国金融生态正在失去平衡	64

第二部分 从通货膨胀到经济萧条

悬案之三 石油价格为什么大起大落/73

石油涨价带来的无奈	73
石油涨价是金融危机发生前的另一个泡沫	74
石油涨价国会大辩论	86
美元贬值——石油涨价的另一个不容忽视的因素	94
石油的均衡价格到底在哪里	101

悬案之四 通货膨胀会卷土重来吗/105

金融危机前美国的主要困惑	106
英国人眼中的通货膨胀	111
欧元区众口难调	115
日本的复杂心态	119
印度政府的梦之队	124
恶性通货膨胀中的津巴布韦	127
阿根廷缘何谎报通胀	129
巴西已经摸到了超级大国的门槛	131
迪拜成了动荡时代的避风港	136
通胀原因仍是个未解之谜	141

悬案之五 金融危机与实体经济到底是什么关系/145

金融危机与实体经济的双向关系	145
美国人最怕的就是通货膨胀	149

经济衰退中的零售业	157
金融危机中的服务业	162
经济萧条中的航空业	168
经济萧条中的汽车业	173
美国正在重新装备起来	179
金融危机中的实体经济之谜	183

跋：美国凭什么走出危机/184

后 记/194

第一部分

PART 1

从次贷危机到金融危机

金融危机演化的第一条线索就是次贷危机。在这个线索下，金融危机产生了两大悬案：其一，美国经济为何出现了心脏骤停；其二，次贷危机是如何升级到金融危机的。这里重点考察了 2008 年 7 月美国政府救助房地美和房利美以后，次贷危机升级到金融危机的过程，并详细披露了 9 月 16 日以后这关键的几天内美国经济出现突发性休克的细节。

主要看点：

悬案之一

美国经济为何出现了心脏骤停？

雷曼兄弟公司为何成了金融危机的导火索？

货币市场为何如此致命？

美国政府仓皇救市的真实原因。

金融危机给美国的金融机构带来了什么变化？

悬案之二

次贷危机的核心是什么？

美国政府为什么不挽救雷曼兄弟公司？

谁抢走了雷曼的生死牌？

AIG 到底该不该救？



悬案之一

美国经济为什么会出现“心脏骤停”

导语

金融是经济的命脉。华尔街是美国金融的心脏。2008年9月16日和9月17日，美国金融体系停止了正常运行，资金流动趋于停滞，就像心脏病病人突发心肌梗死一样，如果不抓紧救治，后果不堪设想。

2008年10月9日是个将被载入金融史册的日子。这天全球主要国家的央行在美联储的动员下联手降息，共同参与防止全球金融市场崩溃的行动。这是有史以来西方各国在应对金融危机方面首次采取的联合行动，世界各国刚刚还觉得通货膨胀是头号敌人，突如其来的金融危机又使世界经济陷入了衰退的泥潭。

2008年9月15日，以雷曼兄弟公司倒闭为标志，全球金融市场出现了前所未有的动荡。恶性金融事件发生的速度令人目眩，对第一个事件还没反应过来，第二个事件已经到来。到2008年11月底，美国共有22家银行倒闭。国际风险分析公司的执行董事克里斯朵夫·瓦伦（Christo-

pher Whalen) 预测, 2009 年可能会有 100 家银行倒闭, 这些银行的总资产累积在 8 000 亿美元左右。

美国金融机构出现的问题迅速传染到全球, 西方主要国家信用市场出现萎缩, 结果引发了更大的流动性危机。

全球金融危机持续肆虐, 投资市场哀鸿遍野, 据彭博新闻社 2008 年 10 月 13 日报道, 美国亿万富翁“股神”沃伦·巴菲特也无法幸免。不久前刚刚被评为美国福布斯排行榜首富, 进入 10 月份, 一周之内, 巴菲特麾下的伯克希尔·哈撒韦公司 (Berkshire Hathaway Inc.) 股价就跳水约 17%, 致使其身家一举缩水 104 亿美元。

英格兰银行行长默文·金说: “经济现象神秘莫测! 雷曼兄弟公司的倒闭令世界发生惊天大逆转, 一天之内换了个模样, 就像心脏病急发, 霎那间, 全球金融体系坠入无底深渊。”

面对如此复杂的局面, 人们不禁要问, 美国金融业构筑起的金融大厦为什么如此不堪一击, 说垮就垮? 是什么导致了美国金融体系的崩溃? 为什么雷曼兄弟公司成了金融危机的导火索?

雷曼兄弟公司触发金融危机的主要爆炸点



2008 年爆发的全球金融危机是自 20 世纪以来最严重的一次。9 月 15 日雷曼兄弟公司的倒闭是导火索。此次金融泡沫破灭表现为信用链条断裂、金融系统运转紊乱、风险预警工具失灵。信用坍塌的结果是出现了巨额的信用黑洞。金融市场上交易对手之间一下子失去了最基本的信任, 银行停止了相互之间的拆借, 货币市场基金遭到挤兑, 商业票据市场出现冻结。巨大的金融系统一时间骤然停止了转动。

雷曼的金融衍生产品交易规模庞大, 是这个市场上最大的债务人之一 (债务余额约 1 300 亿美元)。房地美就是雷曼的重要交易对手。由于

雷曼倒闭而蒙受损失的投资者遍布全球，仅香港就有4万多人因投资了127亿港币雷曼公司发行的迷你债券而血本无归。

雷曼兄弟公司触发金融危机的主要爆炸点就是货币市场。为了使读者对货币市场休克的破坏力有更深刻的理解。我们首先要介绍一下三个重要的金融术语，即货币市场、货币市场基金和商业票据！

◆ 货币市场为什么如此致命

2008年9月15日雷曼兄弟公司（以下简称雷曼）宣布破产保护，引爆全球性金融危机，作为美国金融命脉的货币市场出现极度混乱的局面，其规模和程度史无前例。美国经济濒临崩溃。

金融市场分为两大部分：货币市场和资本市场。个人临时用钱可以刷信用卡；而企业临时用钱，有两个渠道，一个是通过银行短期贷款，另一个就是货币市场。

● 货币市场（Money Market）

货币市场是相对于资本市场而言，指的是全球短期借贷市场。它为金融体系提供短期流动性资金，主要产品包括短期国债、商业票据、回购协议和银行承兑。货币市场的主要参与者是金融机构和交易商，货币市场最核心的工具是商业票据和回购协议。

货币市场是交易者（Dealer）的市场，意味着公司在自己的账户买卖证券，自己承担风险。这一点与股票市场不同，股票市场的中介收取手续费，风险由持有股票的投资者承担。

货币是经济的血脉。货币市场是整个经济运行的心脏。货币市场出现混乱或停止运行，很快就会使整个经济陷于瘫痪。

机构投资者和个人投资者主要通过货币市场基金的形式进入货币市

场。下面让我们来看看什么是货币市场基金。

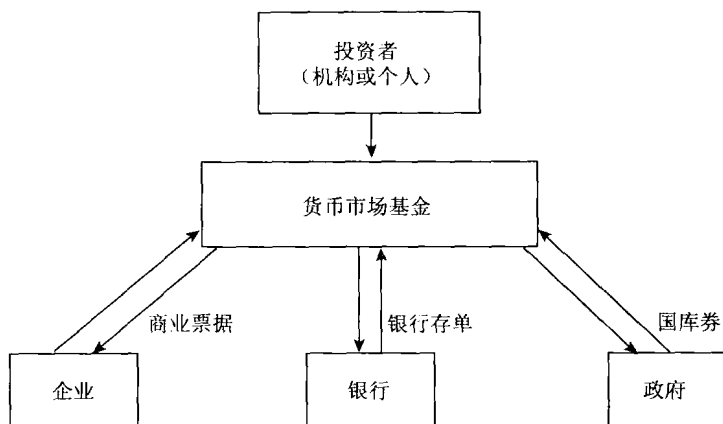


图 1-1 经济行为人与货币市场关系示意图

• 货币市场基金（Money Market Funds）

货币市场基金是一种开放式投资基金，主要投资于短期货币市场工具，如国库券、商业票据、银行存单等，帮助投资者获得比银行存款稍高一些的回报。其优点是流动性好、安全性高、风险低。

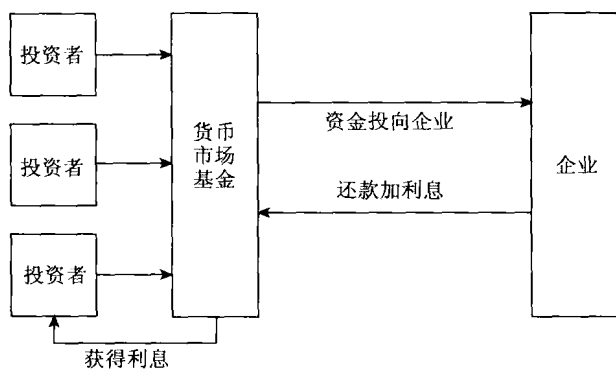


图 1-2 货币市场基金运行图

对于投资者而言，高流动性的投资方式最早只有活期和短期银行存款。20 世纪 70 年代后投资者又有了新的选择，一个是货币市场基金，另一个是现金增强基金（Enhanced Cash Funds）。这两种投资工具从理论上

讲，都在保本的同时提供了高流动性。以下对这两种基金类型分别介绍。

美国的货币市场基金是 20 世纪 70 年代高通货膨胀时期设立的。

货币市场基金直接关系到大多数美国人的切身利益。美国人的退休账户（401K）把货币市场基金作为其投资组合的一个重要组成部分。在美国，仅退休账户就有 3 300 万个户头。投资分为三个方向：市政债券，国债和公司债。20 世纪 90 年代后，一些货币市场基金为了提高对投资者的回报开始进入一些高风险领域。后来美国证券交易委员会（SEC）加强了监管，除市政债和国债之外，只允许投向期限短、风险低和评级高的公司债。当时，雷曼兄弟公司就是属于评级高的公司。

按资金来源的投资者类型划分，货币市场基金又分为机构基金和散户基金。

▲ 机构基金主要面对企业、政府或受托基金。最大的货币市场机构基金是 JP 摩根大通旗下的货币市场基金（Prime Money Market Fund），在管资产为 1 000 亿美元。

▲ 散户基金主要面对的是个人投资者，其主要功能是股票经纪公司为投资者进行股票交易提供临时中转。散户基金占货币市场基金资产总额的 40%。美国最大的货币市场基金是富达投资（Fidelity Investments），在管资产 1 100 亿美元。

在美国的货币市场上，除了货币市场基金外，还有一种基金叫现金增强型基金。

▲ 现金增强型基金是货币市场基金的变异。其投资组合中大部分是存单和商业票据，但也有部分投资于评级稍低的证券，包括企业、债券和高收益债券等。现金增强型基金的特点是在保本的前提下，需要用款时，随时可以提取。与普通货币市场基金相比，回报较高，风险也随之

较高。

截止 2008 年 9 月 18 日，全美共有 2000 多支货币市场基金，在管资产为 3.4 万亿美元。货币市场区别于股票市场的一个特点是交易额高，动辄数百亿。货币市场基金是商业票据最大的买家。也可以说，商业票据市场对货币市场基金有很强的依赖性。

- 商业票据（Commercial Paper）

美国的商业票据是由一些信用等级很高的企业发行的短期债务。期限从隔夜到 270 天不等，是企业短期融资的主要工具。出于监管的原因，超过 270 天的商业票据必须到美国证券交易委员会登记且手续繁琐，因此一般的商业票据期限都不超过 270 天，以 30 天左右的居多。

商业票据市场通常允许信用情况较好的大公司进行短期借贷。由于手续比其他类型的债务简便，成本也比银行贷款低，成为美国重要的债务市场之一。某些信誉好的蓝筹公司如通用电气（GE）可以依靠自身信誉发行票据，其他一些公司则必须根据商业银行核定的额度发行商业票据。

商业票据市场业务是一项通常被人忽视，很不起眼的业务。一般金融机构经办此项业务的部门也就十来个人，每天打打电话，协助客户完成交易。商业票据市场业务非常单调，不如资本市场那样刺激。如一个客户来电话说需要 150 亿美元，银行负责此项业务的人员回答：“好，明早 11 点打到你的账上。”到了第二天上午，打电话给企业，150 亿已经到账，交易完成，就是这么一个极为简单的流程。

美国的商业票据市场的规模仅次于国库券市场。商业票据主要用于企业应付日常流动资金，包括支付房租和工资。

美国投资公司学会（Investment Company Institute）共同基金交易组织