

企业境内外上市融资与管理 丛书

企业境内外融资上市
必修课



全球资本市场 风险与监管

——危机、拯救、新生与前景

Risk and Regulation of Global Capital Market
— Crisis , Retrieval , Rebirth and Prospect

◎ 刘李胜 刘传葵 / 主编



经济科学出版社
Economic Science Press

企业境内外上市融资与管理 丛书

企业境内外融资上市

必修课



全球资本市场 风险与监管

——危机、拯救、新生与前景

Risk and Regulation of Global

—Crisis, Retrieval, Rebirth and

◎ 刘李胜 刘传葵 / 主 编

◎ 刘 铮 袁秀明 / 副主编



经济科学出版社
Economic Science Press

图书在版编目 (CIP) 数据

全球资本市场风险与监管：危机、拯救、新生与前景/
刘李胜，刘传葵主编. —北京：经济科学出版社，2012. 4
(企业境内外上市融资与管理丛书)
ISBN 978 - 7 - 5141 - 1608 - 3

I. ①全… II. ①刘…②刘… III. ①资本市场 - 市场风险 -
研究 - 世界②资本市场 - 市场监管 - 研究 - 世界 IV. ①F831. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 029836 号

责任编辑：王长廷 袁 激

责任校对：刘 昕

版式设计：代小卫

责任印制：邱 天

全球资本市场风险与监管

——危机、拯救、新生与前景

刘李胜 刘传葵 主 编

刘 铮 袁秀明 副主编

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编：100142

总编部电话：88191217 发行部电话：88191540

网址：www. esp. com. cn

电子邮件：esp@ esp. com. cn

北京密兴印刷厂印刷

787 × 1092 16 开 23. 75 印张 420000 字

2012 年 6 月第 1 版 2012 年 6 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 1608 - 3 定价：76. 00 元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

导 言

危机中的全球资本市场风险与监管



本书通过对目前全球金融市场热点事件以及重要政策的深度剖析，洞察全球金融动荡的本质原因，全方位解读国际资本市场的风险与监管的必要性，为我们揭示国际资本市场动荡不定的内幕与影响，使我们能够认清国际以及国内资本市场动荡的本质，提早警惕与化解，并防患于未然。

很显然，进入 21 世纪以来，经济全球化、金融全球化步伐不断加快，推动着世界经济不断向前发展。但是，伴随着世界经济的增长，国际资本市场的风险不断增加，全球金融市场动荡不定，金融危机、债务危机等此起彼伏，成为威胁全球经济稳定增长的关键因素。

全球金融风险增加、金融市场不稳定与金融自由化密不可分。20 世纪 80 年代以来，随着发达国家金融管制的放松，金融自由化成为一种潮流。美国国会在 80 年代初通过了解除对金融行业严格管制的两个法案，更在 1999 年废止了分业经营的法案，发达国家相继放松金融管制。

在这种背景下，发展中国家也先后展开了以自由放任为特点的金融深化和发展改革。特别是 80 年代后期至 90 年代以来，东亚和东南亚国家为了更好地实施出口导向战略，拉美国家为了得到国际经济组织和西方国家的援助，以摆脱债务危机，转轨国家为了加快市场化步伐，都实施了金融自由化改革和金融开放政策。

这些国家或地区原本期望通过金融自由市场化改革能够带来经济繁荣。但是，自布雷顿森林体系崩溃以后，国际金融动荡伴随着金融自由化进程而日益加剧，大大小小的金融危机频繁发生，破坏程度不断加深。在发达国家，80 年代中期以后，美国经历了一场储蓄信贷协会危机，90 年代初出现了欧洲货币体系危机，日本则因泡沫经济诱发了严重的金融危机，并且经济十几年萎靡



不振；发展中国家 80 年代初的拉美债务危机、90 年代中期的墨西哥金融危机，以及由于过早、过度地开放金融市场爆发了严重的亚洲金融危机。拉美国家多年来一直是美国推行新自由主义的试验场。比如，阿根廷金融危机很快发展成为债务危机以至经济危机，对经济发展造成严重伤害，甚至引发社会动荡。一系列惨痛的现实促使人们展开反思，尝试在理论上分析金融自由化与金融不稳定及金融危机之间的内在联系，提出了“金融约束”等一系列金融发展理论，发展中国家金融自由化改革的实践步伐也趋于审慎。

美国实施一系列金融自由化政策的结果是：金融市场几乎没有监管，信息极不透明，欺诈成风。2002 年安然事件发生后，美国政府、媒体都强调安然公司等只是几个“坏苹果”，只要识别出来并进行处理就行。事实上，安然等公司当时几乎所有的做法和行为方式都是华尔街通行的，只是由于各种偶然因素遇到了无法控制的困难而被抛弃而已。在 2008 年这次金融危机当中，暴露出来的情况再次验证了这一点。

金融自由化环境导致金融机构为了追逐利润而过度竞争，并转向投机业务和金融创新，增大了金融体系的风险。为获取高额利润，投资银行不遗余力地开发一系列高杠杆率的金融衍生产品。激烈的竞争也促使银行开展高回报、高风险的业务，在住房次级抵押贷款市场尤为明显。在监管缺失的情况下，美国贷款发放机构为追求短期效益，抢占市场份额，降低了住房抵押贷款标准，并进行了一系列“创新”，导致次级按揭规模迅速膨胀，掠夺性贷款不可避免地发生，众多低收入家庭陷入了债务链条。

美国的金融自由化不仅弱化了监管，增大了金融系统性风险，而且导致社会财富向金融部门集中，虚拟经济与实体经济脱节日益严重。根据国际清算银行保守估计，2006 年年底，美国境内的股票、债券、外汇、大宗商品期货和金融衍生品市值约为 400 万亿美元，为当年美国 GDP 的 36 倍左右。

2008 年，发端于美国 2007 年的次级债的金融危机迅速蔓延全球，演变为一场全球性的金融危机，对世界经济构成重创，是 20 世纪 30 年代大萧条以来最为严重的金融与经济危机。危机爆发后，各国（地区）政府为挽救本国经济，均实施了宽松的货币政策、扩张性财政政策，以及非常规的直接干预等政策，采取了降息、注资、降税等一系列的救市措施，对金融机构和金融市场施以援助，希望避免全球经济的大崩溃或更深度的衰退。我国政府还通过加快经济结构调整，培育战略性新兴产业，扩大内需等措施来应对危机，促进中国经济稳定发展。

此次金融危机中，引起人们广泛关注的现象是美国私人部门的债务问



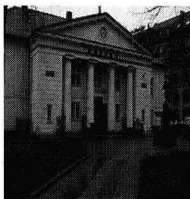
题。20 世纪 70 年代危机之后，美国的投资一直增长乏力，于是政府采取一系列措施刺激消费，美国家庭大量借贷消费，其后果是美国家庭部门的欠债越来越多，超过了美国国内生产总值的 90% 和美国家庭部门可支配收入的 130%。正是这种脆弱的金融状况给此次金融危机的爆发和急剧发展奠定了基础。

金融危机发生后，为了稳定金融市场和提振经济，在利率陷入“流动性陷阱”之后，美国推出了两轮量化宽松政策。在流动性严重不足，市场极度恐慌的情况下，第一轮量化宽松推出，通过为金融机构提供援助，向市场注入流动性，使投资者的信心得到一定恢复，从而避免了美国大型金融机构倒闭潮。为巩固经济的复苏和降低失业率，美国推出了第二轮量化宽松政策，虽然效果不甚明显，但是美元加速贬值，从而增加了美国的出口，并通过铸币税向全球转嫁危机来实现财富再分配。第三轮量化宽松是否推出取决于美国经济增长状况、就业率和通货膨胀率。在经济复苏良好，就业率有所改善和通胀风险逐步扩大的背景下，第三轮量化宽松推出的可能性不大。

受 2008 年美国金融危机影响，欧洲主权债务问题日益凸显。2009 年 12 月，世界三大评级机构下调了希腊主权债务信用评级，从而揭开了轰轰烈烈的欧洲债务危机的序幕。继希腊债务危机之后，葡萄牙、爱尔兰、西班牙、意大利、法国甚至德国也深深陷入到欧洲债务危机的泥潭里。随着欧债危机的发展和持续升级，对全球政治、经济造成了巨大的负面影响。目前欧盟虽然遇到一些困难和挑战，世界上也不乏唱衰欧洲的声音，但欧盟在克服困难，战胜危机，维护和推进欧洲一体化成果方面有着高度的政治共识。我们相信，欧洲的困难是暂时的，欧盟和欧洲各国政府和人民有能力、有智慧、有办法解决主权债务问题，实现经济复苏和增长。一个团结、稳定、繁荣的欧洲，必将为实现世界经济强劲、可持续、平稳增长作出宝贵贡献。欧盟是世界上最大的经济体和中国第一大贸易伙伴，随着中欧关系发展和中欧合作规模持续扩大、水平不断提高，欧盟对中国的重要性也将进一步上升。

同样，在欧美资本市场动荡的影响下，我国金融市场也出现了较大的波动性。而且，我国地方政府债务问题暴露的风险，以及中小企业融资困境的问题，也威胁着我国金融市场和经济的安全。中国政府正在采取各种有效的措施，应对各种挑战，保证经济的稳定增长。

在这里，我们要感谢日信证券研究所和有关各位金融专家为本书撰稿，并提供专业性的帮助。日信证券研究所是一支以证券研究服务市场的新生力量，其宏观、策略研究团队一直对宏观经济及国内外资本市场进行比较深入的研究，为我国资本市场发展提供了不少有重要价值的观点和意见。本书撰稿作者



中，袁秀明、宋淮松均来自日信证券研究所。同时，刘铮、李华翌、王欣、方旭等系从事境外证券交易所和投资银行业务的年轻专家，他（她）们以全球视野对中国资本市场稳定发展以及风险监管提供了自己新的研究成果，在许多重大问题上，都具有真知灼见和创见。这些年轻的专家致力于带领和指导更多中国企业在境外和境内资本市场成功上市，为中国企业快速成长和中国经济稳定持续发展作出贡献。

在目前全球应对金融危机，提振经济的关键时刻，希望本书的写作和出版，能够发挥其有益的作用。

刘李胜 刘传葵

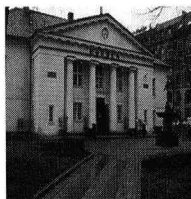
2012年5月28日

于北京金融街

目 录

CONTENTS

第 1 章	2008 年次贷危机的发生及其对世界经济的深远影响	
第 1 节	次贷危机发生的背景与过程	2
第 2 节	次贷危机如何演化成全球金融危机	10
第 3 节	金融危机对世界经济的影响	12
第 4 节	各国应对危机的措施	16
第 5 节	次贷危机的启示	21
第 2 章	美国三轮量化宽松货币政策实施背景与影响	
第 1 节	量化宽松货币政策的含义及特征	26
第 2 节	第一轮量化宽松货币政策 (QE1) 的背景和影响	28
第 3 节	第二轮量化宽松货币政策 (QE2) 的背景和影响	34
第 4 节	量化宽松货币政策对美元指数的影响	39
第 5 节	第三轮量化宽松货币政策 (QE3) 推出的可能性	41
第 6 节	美国量化宽松货币政策分析的模型检验	47
第 7 节	美国量化宽松货币政策对全球经济的影响	57
第 3 章	中国概念股赴美上市坎坷历程与应对之策	
第 1 节	中国概念股票历史回顾	62
第 2 节	中概股赴美上市成本效益分析	67
第 3 节	中概股遭遇滑铁卢的原因分析	74
第 4 节	中概股之涅槃重生	81



第4章 欧洲主权债务危机的影响、发展与启示

第1节	欧洲主权债务危机开端、发展、现状	90
第2节	欧洲主权债务危机产生的原因	100
第3节	欧洲主权债务危机造成的影响	105
第4节	欧洲主权债务危机对中国的影响	109
第5节	欧洲主权债务危机的解决方案	111
第6节	欧洲主权债务危机给我们的启示	116
第7节	结论与展望	119

第5章 有效市场假说反思与国际市场检验

第1节	有效市场假说的起源	123
第2节	有效市场假说的基本内容	124
第3节	世界主要国家及经济体的市场形态	130
第4节	有效市场假说与中国证券市场	131

第6章 国际证券市场开放与中国面临的选择

第1节	国际证券市场和证券业开放动因	136
第2节	国际发达市场开放基本模式	144
第3节	国际新兴市场的开放模式	148
第4节	转轨国家的证券市场开放模式	157
第5节	国外资本市场对外开放对中国的启示	160
第6节	我国资本市场对外开放的主要成就	163
第7节	我国资本市场扩大开放的必要性	167
第8节	中国资本市场对外开放的基本趋向	169
第9节	中国资本市场对外开放战略管理和风险防范	179



第 7 章 我国中小企业的融资难题与求解

第 1 节	中小企业及其重要作用	185
第 2 节	中小企业的基本融资渠道	187
第 3 节	中小企业面临的融资困境	190
第 4 节	解决中小企业融资难的主要对策	198
第 5 节	中小企业融资方式和渠道创新	208
第 6 节	其他国家成功经验的借鉴	212
第 7 节	结语	216

第 8 章 上市银行再融资对 A 股的影响分析

——以上市银行定向增发与配股为例

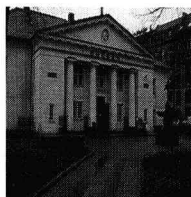
第 1 节	上市银行巨额再融资历史回顾	220
第 2 节	大规模再融资因何而起	223
第 3 节	银行再融资消息引发股市大跌：以定向增发与配股为例	230
第 4 节	监管新规将引发上市银行再融资大潮	236

第 9 章 加强地方政府债务风险监控刻不容缓

第 1 节	中国地方政府债务危机的局部爆发	242
第 2 节	中国地方政府债务的基本情况	247
第 3 节	中国地方债务的偿还方式	256
第 4 节	中国地方政府债务对中国经济的影响	264
第 5 节	结论与预测	267

第 10 章 建设中国国际板市场：大势所趋

第 1 节	有关国际板的争议	270
第 2 节	中国股市重病缠身	274
第 3 节	开设国际板乃大势所趋	278
第 4 节	国际板相关技术问题	286



第 11 章 中国股市去泡沫化进程

- | | | |
|-------|------------|-----|
| 第 1 节 | 警世的泡沫事件 | 293 |
| 第 2 节 | 中国股市去泡沫化进程 | 307 |

第 12 章 证券交易所的现状与发展方向

- | | | |
|-------|------------------|-----|
| 第 1 节 | 我国证券交易所的发展现状 | 314 |
| 第 2 节 | 我国证券交易所发展存在的主要问题 | 317 |
| 第 3 节 | 海外证券交易所的发展现状与特点 | 318 |
| 第 4 节 | 证券交易所的发展方向 | 323 |
| 第 5 节 | 结语 | 326 |

第 13 章 重设型熊市看跌期权的鞅定价与创新

- | | | |
|-------|--------------|-----|
| 第 1 节 | 重设型熊市看跌期权的定义 | 328 |
| 第 2 节 | 鞅定价法分析 | 329 |
| 第 3 节 | 重设型期权的创新 | 335 |
| 第 4 节 | 结论 | 337 |

第 14 章 持续扎实做好投资者教育工作

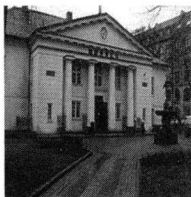
- | | | |
|-------|-------------------|-----|
| 第 1 节 | 我国证券市场需要特别重视投资者教育 | 340 |
| 第 2 节 | 重视借鉴境外投资者教育的有益经验 | 347 |
| 第 3 节 | 不断完善我国投资者教育体系 | 357 |

- | | |
|--------|-----|
| 主要参考文献 | 364 |
| 后记 | 368 |

*C*2008 年次贷危机的发生及其 *hapter 1* 对世界经济的 深远影响

2008 Subprime Crisis and Its Far-reaching
Influence to Global Economy

- 第 1 节 次贷危机发生的背景与过程
- 第 2 节 次贷危机如何演化成全球金融危机
- 第 3 节 金融危机对世界经济的影响
- 第 4 节 各国应对危机的措施
- 第 5 节 次贷危机的启示



1932年8月，一位记者问英国经济学家凯恩斯：“历史上有类似‘大萧条’这样的事情没有？”他回答说：“有的，那叫黑暗时期，前后共400年。”所幸的是，“大萧条”并未持续百年，然而，它也并非百年一遇，因为，70多年后，一场巨大的经济危机再次爆发，其规模和影响与“大萧条”足可匹敌。

这就是尚未完全离我们而去的次贷危机。

2007年在美国爆发的次贷危机，是在次级抵押贷款过度发放以及过度衍生化的背景下，由于外部环境发生突变所引发的危机。它通过信贷市场与资本市场，最终演化成对国际金融稳定、世界经济增长产生极大冲击的全球性金融危机。就目前来讲，本次危机对世界经济的负面影响远超20世纪70年代以来历次经济危机，仅次于20世纪30年代的“大萧条”。因此，对美国次贷危机进行深层次解析是非常必要的。

第1节 次贷危机发生的背景与过程

一、何为次贷

次贷，即“次级抵押贷款”（Subprime Mortgage Loan）。在美国抵押贷款市场，根据借款人的信用条件，将其分为次级（Subprime）和标准级（Prime）两大类。次级抵押贷款是一些抵押贷款机构向信用程度较差和收入不高的借款人提供的贷款。与传统意义上的标准抵押贷款的区别在于，次级抵押贷款对贷款者信用记录和还款能力要求不高，贷款利率相应地比一般抵押贷款要高很多。那些因信用记录不好或偿还能力较弱，而被银行拒绝提供优质抵押贷款的人，会申请次级抵押贷款。

次级抵押贷款是一种高风险、高收益的金融产品。通常来讲，次级市场的贷款利率比标准级抵押贷款高2%~3%。由于抵押贷款的市场服务对象是贷款购房者，因此，在美国房价持续上涨的时期，购房者的抵押品价值不断上升，市场对贷款购房者的信用标准便进一步降低，甚至出现了“忍者贷款”——即给那些没有收入、没有工作、没有固定资产的人的贷款。

次级抵押贷款为低信用民众购买房屋提供了很大的便利，也为美国“人人



有其屋”的梦想增添了工具。在我们回头审视次贷危机的时候，很容易将这一点忽略。然而，不幸的是，次级抵押贷款的过度发放以及过度证券化，不仅进一步推动了注定不可持续的美国房价的上升，催生了大量的不真实需求，而且也使金融市场的系统性风险大增。这一切及其造成的恶果，我们在后面将会详加阐述。

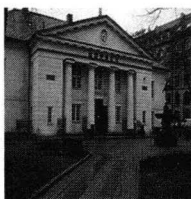
二、次贷危机概述

在房价高涨的时候，由于抵押品价值充足，贷款不会产生问题；但当房价下跌时，抵押品价值不再充足，按揭人收入又不高，就面临着贷款违约、房子被银行收回的处境，这进而引起按揭提供方的坏账增加，按揭提供方的倒闭案增加，金融市场的系统风险增加。

2007年，市场上关于美国房地产泡沫的担忧开始增加。2007年3月13日，美国房地产市场第一次引起股市恐慌，道·琼斯指数下跌242点。同一日，美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融公司（New Century Financial）因无力偿还举债，濒临破产。美国次级住房抵押贷款问题开始浮出水面。同年6月，贝尔斯登涉及抵押贷款的对冲基金发生巨额亏损并因此申请破产，次贷危机终于爆发，市场恐慌情绪大规模蔓延。2007年年底至2008年年初，花旗、美林、瑞银等全球著名金融机构皆因次级贷款出现巨额亏损，市场流动性压力骤增，美联储被迫干预。2008年3月份，美联储紧急注资并大幅降息。2008年9~10月间，美国两大住房抵押贷款融资机构——房利美和房地美陷入困境。美林证券和雷曼兄弟先后被收购和清算，高盛和摩根士丹利等被迫改组为银行控股公司。随后，美国国际集团（AIG）被美联储出资850亿美元接管。美国次贷危机到此升级为金融危机。

世界其他国家（地区）试图建立防火墙，但最终失效。美国金融危机开始传染全球，欧洲发达国家首当其冲。一方面，英国、德国、比利时等国的一大批大型金融机构频频出现巨额亏损，各国政府不得不通过注资对其进行救助；另一方面，以冰岛为代表的一些国家开始濒临破产。此外，危机也开始在新兴市场国家蔓延，东欧国家和亚洲的韩国、巴基斯坦等国家巨量资金急速外流，外汇储备大量减少，拉美国家汇率和股市剧烈波动。至此，全球金融危机爆发。

金融危机发生后，迅速向实体经济蔓延。2008年10月美国经济开始跳水，第四季度经济增长率为-6.8%，创27年单季最大降幅，经济陷入严重衰



退之中；失业率也不断攀升，2009年8月达到9.7%。^①欧元区也迅速陷入全面衰退之中，日本经济于2008年第四季度，出现35年来单季最大幅度萎缩；2008年第四季度和2009年第一季度，新兴市场经济由于外需剧烈减少，资金加速外流，经济受到巨大冲击。全球经济危机全面爆发。

次贷危机和金融危机爆发后，各国政府纷纷实施了量化宽松的货币政策、扩张性财政政策以及非常规的直接干预三大类政策，采取了降息、注资、降税等一系列救市措施，对金融机构和金融市场施以援手，希望避免全球经济的大崩溃或更深度的衰退。2008年11月5日，我国国务院常务会议决定出台“4万亿”投资的措施来保增长。尽管这些措施当时起到了一定效果，但是，时至今日，这些举措的功效与副作用还处于争论之中。

三、次贷危机产生的背景

如果将时间拉长，就能看出，次贷危机是美国经济泡沫的一次总破灭，而互联网泡沫和之后的宽松货币政策则是造成美国次贷危机的直接催化剂。但是，在技术上，我们也因次贷危机而第一次认识到了金融创新巨大破坏力的一面。正如英国《金融时报》首席评论员所说：“我们正在经历证券化金融市场这个新世界的首个危机。”由此，对金融市场的监管问题也再次引起激烈争论。

1. 货币政策当负首责

互联网泡沫破灭和“9·11”事件后，为避免美国经济陷入衰退，美联储采取了宽松的货币政策，造成资产价格虚增，这是次贷危机爆发的根本原因所在。

20世纪90年代的克林顿时代，美国经济在低通货膨胀率、低失业率的条件下实现了8年多的高速增长。到1999年年底，国内生产总值从1990年的5.57万亿美元增加到9.26万亿美元（按现值美元计算），同期国民收入从约4.5万亿美元增加到近7.5万亿美元。然而，由于网络经济特别是电子商务泡沫的破裂以及汽车业的不振，从2000年第三季度起，美国经济呈现出整体快速下滑的趋势。而2001年美国的“9·11”事件使美国经济再受打击。为了避免出现经济衰退和萧条，美国联邦储备银行连续27次降低银行利率，从2000年至2004年，利率基本上处于下降通道。联邦基金利率持续下行，其结果就是货币增发和流动性提高。

^① 数据来源于 Wind 资讯。



第1章 2008年次贷危机的发生及其对世界经济的深远影响

Chapter 1 2008 Subprime Crisis and Its Far-reaching Influence to Global Economy

低利率政策降低了人们的储蓄意愿，提高了人们通过贷款进行投资的意愿，其结果就是资产价格的上升。在低利率的带动下，美国的企业与家庭开始大量贷款对房地产进行投资，于是房地产市场出现了供销两旺的局面。由于房地产市场的财富效应，导致2000年以来美国房地产价格出现全面迅速上涨，为历史所罕见。2004~2008年，4年多美国平均房价涨幅已超过50%，而过去半个多世纪美国全国平均房价涨幅仅为5.5%。

根据耶鲁大学希勒教授的统计可以看出^①，2000年后美国住房价格的上升和下降与货币政策保持了较为紧密的关系（见图1-1和图1-2），宽松货币政策推动住房价格达到了历史高点。

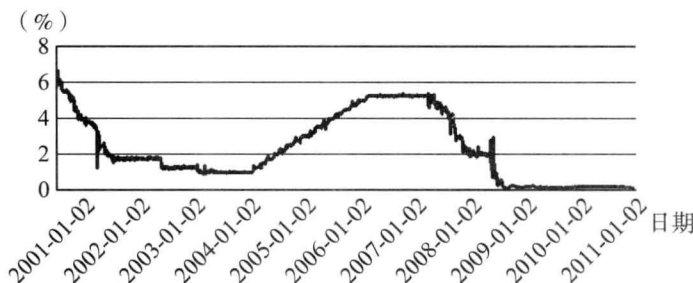


图1-1 美国联邦基金利率走势

资料来源：美联储。

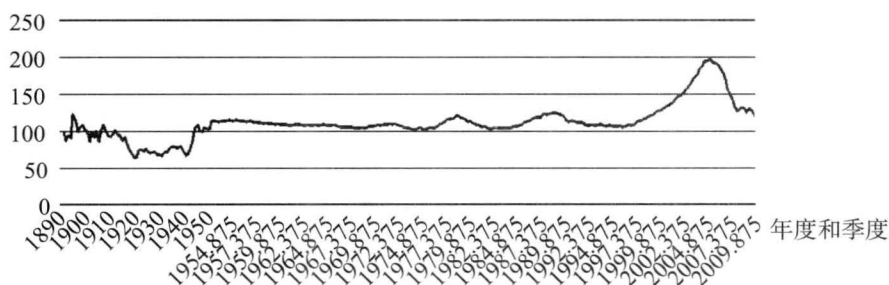
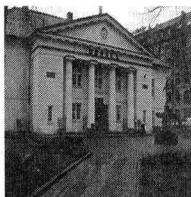


图1-2 美国房屋价格指数

资料来源：<http://www.econ.yale.edu/~shiller/data.htm>。

由于房价的不断上涨，房屋作为抵押品的价值也增大，即使发生了贷款购

^① 参见罗伯特·希勒：《终结次贷危机》，中信出版社2008年版。



房者违约的情况，贷款方仍可以将房产收回并在市场上轻易出售。这种低利率引起的房价上涨情势，使无收入、无工作、无资产的“三无者”也可得到房屋抵押贷款债券，这也正是次级抵押贷款在美国风行的原因所在。

然而，这种由于宽松货币造成的资产价格上扬注定是不可持续的。美联储前主席格林斯潘曾警告说，美国房地产市场的繁荣最终将不可避免地降温，利用住房市场生财的人其个人消费能力也将下降。投资者低估房地产市场的风险最终将会受到惩罚，因为“历史不会赋予所有事件以圆满的结局”。“房地产热”已经扭曲了美国的经济，格林斯潘认为应通过提高利率的方式来减少这一现象给美国经济带来的损害。

为了抑制房地产泡沫，从2004年6月~2006年8月，美联储改变其低利率政策，先后加息17次，利率逐渐从1%提高到5.25%。住房抵押贷款利率的上升不仅抑制了住房市场的需求，也导致了部分借款人的还款压力迅速增大，甚至丧失还款能力，违约现象频发。

有两个指标反映房地产市场金融健康程度：一个是抵押贷款的逾期率，指的是借款人逾期30天或以上未偿还贷款本金或利息的笔数占抵押贷款总数的比例；二是丧失抵押品赎回率，指的是借款人未按合同约定还款而丧失抵押品赎回权的笔数占抵押贷款总数的比率。根据美国抵押贷款银行协会公布的数据可以看到，自2005年以来，这些指标均处于不断恶化的状态。截至2008年第四季度，均达到了10年来的最高点：美国次级抵押贷款逾期率为21.88%，而次级抵押贷款的丧失抵押品赎回权率达到13.71%。与此同时，美国房地产市场价格指数开始下滑，泡沫开始破裂，截至2009年1月底，价格指数下滑至146.4。

住房抵押贷款市场的违约是第一张倒下的多米诺骨牌。加息之后，美国许多次级抵押贷款的借款人无法偿还每月高昂的贷款，银行就只能被迫收回价值远远低于贷款金额的房产，最后累及一些贷款机构出现亏损或者破产。由此引发了一系列的连锁反应，越来越多的金融机构出了问题，大家都开始恐慌，最终造成了市场信心动摇，美国房市开始大面积下跌。2007年4月，次贷危机终于爆发。

2. 金融创新显现副作用

次贷危机同样清晰地显示了过度金融创新所带来的副作用。20世纪90年代，金融自由化成为一种潮流。在这种大环境下，孕育出了次级债券等多种金融创新产品。毋庸置疑，金融创新对于完善金融市场、活跃交易等有着重大作用，然而，过度的金融创新却也可能成为某些利益集团操纵人们行为的工具，并在游戏结束之后伤害到所有人。