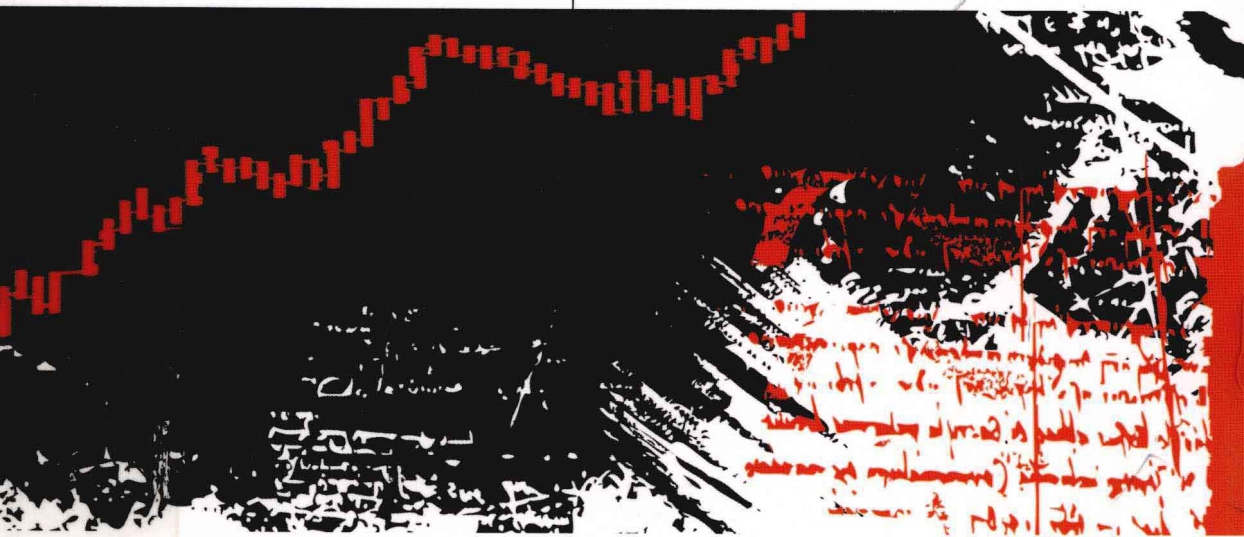


王秋石 丰羽 陈红艳 等著

QuanQiu JinRong WeiJi
ChengYin YingDui SiKao

全球金融危机

成因·应对·思考



经济科学出版社
Economic Science Press

全球金融危机：

成因·应对·思考

王秋石 丰羽 陈红艳 等著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

全球金融危机：成因·应对·思考 / 王秋石，丰羽，
陈红艳等著. —北京：经济科学出版社，2010.5

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9415 - 0

I. ①全… II. ①王…②丰…③陈… III. ①金融
危机 - 研究 - 世界 IV. ①F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 091734 号

责任编辑：白留杰 张惠敏

责任校对：王凡娥 郑淑艳

版式设计：代小卫

技术编辑：李长建

全球金融危机：成因·应对·思考

王秋石 丰羽 陈红艳 等著

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：88191354 发行部电话：88191540

网址：www.esp.com.cn

电子信箱：bailiujie518@126.com

北京汉德鼎有限公司印刷

华丰装订厂装订

787×1092 16开 29.5印张 480000字

2010年12月第1版 2010年12月第1次印刷

ISBN 978 - 7 - 5058 - 9415 - 0 定价：49.00元

(图书出现印装问题，本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

目 录

第一篇

金融危机与美国

第一章 次贷危机	3
第一节 危机爆发	3
第二节 危机蔓延房贷市场	10
第三节 危机根源	21
第二章 金融危机	33
第一节 危机爆发	33
第二节 危机蔓延实体经济	43
第三节 危机根源	51
第三章 金融救援	59
第一节 救援行动	59
第二节 救援效果	64
第三节 经验和教训	69

全球金融危机：成因·应对·思考

- 第二节 G20 对金融危机的评估与应对措施…………… 319
- 第三节 达沃斯世界经济论坛对金融危机的评估与应对措施…………… 322
- 第四节 亚太经济合作组织对金融危机的评估与应对措施…………… 326

- 第十四章 学术界对金融危机的评论**…………… 330
- 第一节 金融危机的表现形式与实质内容…………… 330
- 第二节 金融危机发生的原因…………… 333
- 第三节 金融危机产生的影响…………… 345
- 第四节 金融危机的应对之策…………… 347

第四篇

金融危机与中国

- 第十五章 金融危机对中国的影响及其应对**…………… 353
- 第一节 金融危机对中国的影响…………… 353
- 第二节 采取的应对危机措施…………… 362
- 第三节 可预计的结果…………… 368
- 第四节 一些争论…………… 369
- 第十六章 国内外学者对中国措施的评价**…………… 375
- 第一节 中国治理金融危机的措施成效…………… 375
- 第二节 中国能否走出这场金融危机…………… 376
- 第三节 中国经济何时复苏…………… 378

第五篇

金融危机的启示和反思

- 第十七章 金融危机的启示：重新认识八大经济关系**…………… 385
- 第一节 重新认识国际货币体系和经济发展的关系…………… 385
- 第二节 重新认识政府和市场的关系…………… 392

第四节	危机应对措施的效果·····	186
第五节	学界对危机的反思·····	187
第九章	金融危机与日本 ·····	190
第一节	金融危机对日本的影响·····	190
第二节	日本对金融危机的反应·····	204
第三节	采取的危机应对措施·····	207
第四节	危机应对措施的效果·····	216
第十章	金融危机与亚洲其他国家和地区 ·····	218
第一节	金融危机与韩国·····	218
第二节	金融危机与印度·····	224
第三节	金融危机与中国香港·····	230
第四节	金融危机与中国台湾·····	238

第三篇

国际机构及学术界对危机的反应

第十一章	金融危机和国际货币基金组织 ·····	253
第一节	全球金融分析·····	253
第二节	全球金融体系暴露出来的问题·····	256
第三节	IMF 应对危机的工作重点·····	272
第十二章	金融危机与世界银行 ·····	279
第一节	金融危机的分析评估·····	279
第二节	世界银行应对金融危机的具体措施·····	289
第三节	世界银行专题报告与专家声音·····	300
第四节	世界银行对中国的分析·····	306
第十三章	金融危机与其他机构 ·····	314
第一节	金融危机与经合组织·····	314

第二篇

金融危机与各国及地区

第四章	金融危机与英国	75
第一节	金融危机对英国的影响	76
第二节	采取的危机应对措施	85
第三节	危机应对措施的效果	95
第五章	金融危机与德国	96
第一节	金融危机对德国的影响	98
第二节	各方对金融危机的认识	107
第三节	采取的危机应对措施	115
第四节	危机应对措施的效果	121
第六章	金融危机与法国	127
第一节	金融危机对法国的影响	129
第二节	法国对金融危机的反应	135
第三节	采取的危机应对措施	138
第四节	法国应对金融危机的效果	146
第七章	金融危机与俄罗斯	151
第一节	金融危机对俄罗斯的影响	152
第二节	政府应对金融海啸的措施	159
第三节	救市措施的可预见效果	166
第四节	学术界的评价	169
第八章	金融危机与冰岛	172
第一节	冰岛概况	172
第二节	金融危机对冰岛的影响	175
第三节	采取的危机应对措施	181

第三节	重新认识企业自利动机和企业伦理的关系·····	396
第四节	重新认识经济发展中内需和外需的关系·····	402
第五节	重新认识外汇储备规模和经济发展的关系·····	408
第六节	重新认识金融自由化和金融监管的关系·····	413
第七节	重新认识投资和消费的关系·····	418
第八节	重新认识虚拟经济和实体经济的关系·····	424
第十八章	反思：金融危机与当代宏观	
	经济理论的发展 ·····	430
第一节	各国救助措施的总结与回顾·····	430
第二节	危机对宏观经济理论的冲击——凯恩斯学派观点·····	437
第三节	对凯恩斯主义复苏观点的质疑·····	442
第四节	学界的其他经济理论观点·····	445
第五节	总结和反思·····	447
参考文献	·····	450
后记	·····	463

第一篇

金融危机与美国

席卷全球的金融危机在美国爆发。美国或许不是这次金融危机中受伤最重的，但却是这次全球金融风暴的始作俑者。本篇立足于美国，回顾了从次贷危机至引发全球性金融危机的全过程、考察了危机产生的原因、剖析了政府的应对措施以及对政府措施的效果进行了评价。

第一章 次贷危机

2007年，美国房价持续下降、住房次级抵押贷款违约率不断上升，导致众多抵押贷款机构破产、投资基金倒闭、股市剧烈震荡，这样一场源于美国的住房次级抵押贷款的风暴被世人简称为“次贷危机”（Subprime Lending Crisis）。正是这场次贷危机，成为引爆全球金融危机的导火索，它就像南美洲亚马逊河流域热带雨林中那只扇动翅膀的蝴蝶，迅速在全球刮起一场金融飓风。

第一节 危机爆发

美国抵押贷款市场的风险问题伴随着房价的一路高涨而一直被众多的学者关注，但真正引发公众慌乱的应该是在2007年2月，各金融机构次贷业务2006年第四季度的违约数据等出炉让人恐慌，新世纪金融公司是第一家因次贷破产的抵押贷款公司，这也被人们视为次贷危机爆发的标志，随后，贝尔斯登基金也迅速陷入困境，揭开了次贷危机的面纱，次贷危机全面爆发了。

一、危机初现

美国房地产市场自2001年以来受低利率政策的刺激，一直高度繁荣，次级抵押贷款市场也得到迅猛发展。伴随着房价的一路高涨，抵押贷款市场风险的问题也逐渐被越来越多的学者关

注。2005年6月16日出版的《经济学家》(The Economist)杂志,刊登了两篇题目分别为《住房价格:下降之后》(Housing Prices: After the Fall)和《全球住房繁荣:危机即将来临》(The Global Housing Boom: In Come the Waves)的文章。文章指出:过去5年飞速上升的房价,使发达国家住宅市场上的物业价值上升了30万亿美元,虽然对世界经济增长起到了巨大的推动作用,但也形成了有史以来全球最大的一次资产泡沫。在过去4年中,美国居民消费与住房建设,在其GDP增长中的贡献达到了90%,2001年以来私营部门2/5的就业机会源于住房相关的部门(建筑、房地产和抵押经纪人),2004年美国25%的购房者使用了无首付抵押贷款,部分购房者的贷款价值比例甚至达到了105%,住房价格一旦下跌,就有可能导致全球范围的经济衰退。^①但那时,人们讨论住房市场的风险问题多少带有些未雨绸缪的味道。

美国抵押贷款市场风险真正浮出水面引发公众慌乱的应该是汇丰公司2007年2月7日发出的盈利警告,该公告表示:该行在次级抵押贷款业务方面存在的问题超过预期,并宣布将为美国抵押贷款增加18亿美元坏账拨备,这一宣布导致汇丰控股股价第二天就下跌2.7%。尽管次级抵押贷款只是汇丰控股诸多业务中的一个方面,汇丰公司所受影响不很大,但汇丰公告对于美国抵押贷款市场来说却无异于平地惊雷,投资者似乎从中看到了不祥的信号,许多主营次级抵押贷款业务的金融机构股价在8日集体跳水,当天活跃于美国的七家次级抵押贷款发放机构的总市值缩水37亿美元。^②“汇丰控股因为美国房屋按揭市场而提高拨备,缘于去年11月以来美国信贷市场环境出现倒退。提高整体减值拨备,是汇丰控股面对未来美国房地产信贷市场风险的一个谨慎措施。”后来同样陷入困境的雷曼兄弟在2007年3月12日的一份研究报告中指出。^③

与此同时,美国第二大次级抵押贷款专业机构新世纪金融也在7日晚间宣布将调整其2006年前三季度的业绩报告,以修正与贷款回购损失相关的会计错误,并预计由早期坏账准备带来的损失可能会使公司2006年第四季

① 刘洪玉. 房地产价格与房地产经济学研究. 建筑经济, 2006 (2)

② 美国抵押贷款风险浮出水面. 证券时报 2007-02-13, <http://finance.qq.com>

③ 李亚. 金融大鳄深陷美次级房贷泥潭. 第一财经日报, http://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_giyhy/20070213/02373335466.shtml

度业绩出现亏损。消息发布次日，该公司股价快速下挫36%。^①美国最大的次级房屋信贷提供商美国国家金融服务公司（Countrywide Financial Corp）也决定，因市场风险的加大，将减少次级贷款投放量。2007年3月13日，美国抵押银行家协会（MBA）的数据显示，2006年第四季度次级贷款的违约率上升至13.33%，创下四年来新高，次级房贷市场形势严重恶化，已有20多家大公司表示停止发放新贷款。数据公布当天，美股大跌，道指下跌2%，标普下跌2.04%，纳指下跌2.15%，美国抵押贷款风险彻底浮出水面。^②为安抚市场，当时的美国财政部副部长罗伯特·斯蒂尔表示，美国政府正在密切关注次级抵押贷款行业出现的问题，并相信目前的局势是“可以控制的”。但事实是恶化的局势才刚刚开始。

二、新世纪金融公司破产^③

大都认为本次次贷危机的爆发始于2007年4月，美国新世纪金融公司（New Century Financial）宣布申请破产保护。该公司是美国第二大抵押贷款公司，由三位多年从事抵押贷款的专家于1995年成立，公司成立初期的资本金来自风险投资基金，1997年在资本市场上市，公司专营抵押贷款业务，曾被誉爲抵押贷款市场中的耀眼新星。2005年，新世纪公司共发放560亿次级贷款，被《华尔街日报》列为年度表现最佳的公司之一，一跃坐上全国次级抵押贷款市场的第二把交椅。那么，在短短的十几年中，新世纪金融公司是怎样迅速成长又迅速毁灭的呢？

1. 成长奇迹。新世纪金融公司成立初期，只是一家位于加州的小银行，致力于为那些被综合性大银行拒之门外的信用水平较低的申请人提供高利率的次级住房抵押贷款。1997年，新世纪金融在NASDAQ上市。1998年，公司成功渡过俄罗斯信贷拖欠事件危机，拥有了1151名员工，111个办事处，发行了20亿美元的抵押债券，净利润达到1770万美元，这些成就使新世纪获得了1998年度安永企业家奖（Ernst & Young Entrepreneur of the Year

① 陶冶. 美国抵押贷款风险浮出水面. 金融时报, http://finance.sina.com.cn/money/bank/bank_giyhy/20070213/09103336642.shtml

② 美国次级抵押贷款地雷引爆金融危机四伏. 金融信息周刊, 2007(3)

③ 杜丽虹. 新世纪金融启示录: 抵押贷款证券化是柄双刃剑. 证券市场周刊, 2007-06-01. <http://msndata.news.hexun.com/2258805.shtml>

Award)。2000年，新世纪发行了42亿美元的按揭贷款，并且之后的势头更加不可阻挡。2002年公司被成功纳入纳斯达克金融100指数。2003年在《财富》杂志的“财富成长100强”中排名第12位。^①

新世纪金融的成功源于准确地把握了一个被大银行忽视的细分市场——次级房地产抵押贷款市场，而且找到了一条在这个市场上融资和转移风险的有效途径——抵押贷款的二级市场。在2003年以前，新世纪金融将它的全部抵押贷款都以证券化或非证券化方式在二级市场上出售，只赚取出售过程中的折扣收益和出售后继续提供证券化服务的中间收益，借助二级市场新世纪公司迅速回笼了资金以支持进一步的贷款扩张。同时，通过表外的证券化出售，使公司将大部分次级贷款的风险都转让了出去，从而提升了规模化扩张中的稳定性，此时的新世纪金融也是相对稳健的。

2. 战略转型。新世纪金融创造了增长的神话，但它并不满于此。公司管理层希望能够分享次级贷款创造的更高收益和减少对二级市场的过度依赖，决定保留一部分贷款不出售。从2003年开始，新世纪金融公司每年保留20%~25%的贷款不出售，作为公司的一项“投资”保留在资产负债表内，并以表内证券化方式为其融资，从而使表内贷款资产由2002年末的零上升到2003年末的47亿美元，2004年进一步上升到132亿美元，并于当年10月重组成为一家房地产投资信托公司（Real Estate Investment Trust, REIT）。

REIT的身份赋予了新世纪金融分红部分的免税（公司所得税）优惠，但却也减少了公司的实际可支配资金。根据美国法律，REITs类公司需要把净利润的90%用于分红，否则在当年和未来4年内都不能享受免税优惠。在这一背景下，新世纪为了获得持续高增长的资金支持就必须要进一步做大利润，而做大利润的最快方法就是增加自身持有的贷款资产额，以享受更高的利息收益，2005年末公司持有的贷款投资总额已达到161亿美元，占公司总资产的60%以上，自有的居民抵押贷款额在全美REITs中也是名列前茅的。

新战略确实加速了新世纪金融的成长，到2005年贷款利息收益已经成为公司的主要收益源，贡献了总收益的一半，使公司的净利润由2002年的180亿美元增长到2005年的416亿美元，三年增长了130%。新战略不仅使

^① 王学武等·华尔街飓风·广东经济出版社，2008

公司获得了更高的利润率，同时也通过贷款表内证券化形式使公司摆脱了证券化市场的信用评价束缚。在资产转让的表外证券化时代，由于资产的大部分风险由证券化产品的投资人承担，因此，公司的放贷标准要受到证券化市场投资人风险承受能力的限制，过高风险的贷款将被要求很大的折价，但在贷款自留、仅以表内证券化方式融资的情况下，“卖”不出去或者不好卖的高风险贷款，公司可以选择自留，“独享”利息收益，从而摆脱了证券化市场的风险评价束缚。

但高收益和高成长的同时，意味着公司走上了一条更高风险的激进道路。战略转型为新世纪公司创造了更高的短期回报，但从长期看，积聚的风险已为公司埋下了致命的隐患。

3. 风险残留。为最大限度地扩大市场份额，新世纪金融公司降低贷款标准，甚至不要贷款评估材料，创造了高效便利的工作模式。公司开创先河地承诺对客户有关贷款申请，在 12 秒内予以答复。同时公司将主要的营销客户的工作外包给独立经济人，以减少了公司员工和办公成本。过分依赖独立经济人给一些缺少职业道德的营销人员提供了造假的机会，虚报贷款申请人收入和房屋估值的事情频频发生。弄虚作假的结果是一些借款人连第一笔还款都有困难，违约案件不断攀升。^①

战略转型在加速了公司成长的时候也加速了风险的积聚，160 亿美元的次级贷投资停留在资产负债表内，成为一个随时会爆炸的地雷——尽管这些贷款都有抵押物（贷款额一般是抵押物价值的 80% 左右），但在房屋价格下降时，很多客户的贷款利息支出已经超过了房屋的市价，陷入了负资产的窘境，从而被迫选择违约，而对于银行来说，在房市低迷的情况下，抵押资产的拍卖不仅需要较长时间，而且通常售价较低，不足以弥补贷款损失。

风险还不止于此，为了获取相对更高的贷款转让收益，新世纪金融在将抵押贷款以非证券化方式批发出售给机构投资者时，通常以回购协议的方式来承担部分风险，以降低出售折价（在将贷款出售给摩根、高盛等大型综合银行时，被要求做出一定的业绩承诺，即在出售后的一段时期内贷款违约率不能超过某一水平，一旦违约率过高，购买贷款的综合银行有权要求公司回购他们的贷款）。这一做法虽然提高了转让收益，但却使公司的风险倍增。

^① 辛乔利等. 次贷危机. 中国经济出版社, 2008

实际上，作为表外资产处理的贷款，它们的潜在回购风险比自留贷款投资的贬值风险更加严重——截至 2005 年底，新世纪金融共有 107 亿美元的已售贷款资产置于回购协议下，而公司的净资产只有 21 亿美元，现金、包括限制性存款在内也只有 12 亿美元，如果这 107 亿贷款同时被要求回购，公司唯一的选择就是破产。即使只有 20% 的贷款被要求回购，也将导致现金周转不灵。

4. 危机爆发。如果说过度风险的残留是新世纪金融长期发展的隐患，那么对残留风险的低估则最终导致了公司的破产命运。2007 年 2 月，新世纪金融宣布“对于在房屋贷款违约和拖欠中所遭受损失的严重程度，公司未能正确估计”，公司股价开始了一路下跌。相对于 160 亿的表内证券化资产，公司的坏账拨备不到 2 亿美元，仅能覆盖 1.22% 的贷款资产，而对于回购协议下总值 107 亿美元的贷款，公司的回购拨备仅为 700 万美元。其理由很简单，因为根据新世纪金融历史数据建立的信用评级和风险管理体系统显示，次级贷款的违约率并不是很高，1.22% 的坏账拨备率和 0.07% 的回购拨备率已经足够。可当房价开始下跌时，违约率会上升到正常情况下的 5 ~ 6 倍，2006 年美国第三季度，美国次级房贷的违约率高达 12.6%，而新世纪金融 1.22% 的拨备连零头都不到。

2007 年初，新世纪金融的风险全面爆发，除了公司自身的贷款投资收益受到高违约率和抵押品价值下降的损害外，公司在二级市场上出售的贷款面临全面回购风险。但这还不是故事的全部，抵押物的价值损失和公司的流动性危机，使它面临银行的还款催缴压力。之前，为了支撑待出售贷款和其他资产，公司利用循环贷款额度向美洲银行、巴克莱银行、花旗集团等大型银行借款，同时通过发行以资产做抵押的商业票据进行债务融资。但这些贷款都是短期的，而且有保证金追缴（Margin Call），一旦贷款方对抵押物的评估价值降低，公司就必须增加抵押物，否则将被要求提前还贷。此外，贷款银行要求新世纪金融至少要保持 1.25 亿美元的流动资金，净资产值至少要达到 7.5 亿美元，同时，债务与股权资本之比应在 12 ~ 16 倍之间，如果公司不能达到上述要求中的任何一项，贷款银行都有权要求公司提前还款，而任何一家银行的提前还款要求可能造成连锁反应，从而导致一系列的提前还款要求，并最终导致公司的破产命运。

根据美国证券交易委员会 2007 年 3 月 12 日公布的一份文件，新世纪金融公司必须在短时间内偿还 84 亿美元的债务，这些债务的债权人包括多家

为其抵押贷款融资的华尔街公司，最大的一家是高盛集团属下的高盛抵押贷款公司，还包括摩根士丹利、瑞士信贷集团。新世纪公司不可能有足够的现金支付这些债务，4月2日，公司CEO布莱德·莫里斯表示，在尝试了不同的可能性保住业务的方式之后，他们选择采取申请破产保护。

曾几何时，新世纪金融公司的员工还沉浸在赛车、美酒、游轮等高档享受之中，那歌舞升平的场景同现在冷清的办公大楼形成强烈反差。从兴旺到衰退，新世纪公司留给人们的教训是，千万不能在市场处在巅峰时被胜利冲昏头脑，防范风险应始终融入公司的文化之中。^①

三、贝尔斯登基金危机

2007年7月19日，贝尔斯登旗下对冲基金濒临瓦解，揭开了次贷危机的面纱。作为美国证券经纪投行巨头，贝尔斯登（Bear Stearns）是一家拥有85年历史的华尔街老牌投资银行，被誉为“一只从不冬眠的熊”，自1923年成立以来，已连续保持80年的利润增长，但受2007年3~4月次级房贷违约风暴的影响，贝尔斯登旗下两只对冲基金投资的次级抵押贷款支持组合证券受到了沉重的打击，双双陷入巨额亏损的困境。这两只对冲基金为高端结构信用战略基金（High-Grade Structured Credit Strategies Fund）和高端结构信用强化基金（High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund）。

贝尔斯登公司及部分公司管理人员在这两只基金的投资约3500万美元，公司从外部筹集的基金份额超过了5亿美元，美林、高盛、摩根大通和美国银行均是其债权人，利用财务杠杆，两只基金举债90亿美元，控制着超过200亿美元的投资。这两只基金投资了次级贷款支持的抵押债券（MBS）和以其为抵押的担保债务凭证（CDO），做的是卖空ABX指数对冲。ABX指数是2007年1月由专营信用衍生产品定价和管理指数的玛基特（Markit）集团推出的次级债市场的基准指数，用来计算次级债券违约保险成本。2007年2月，看空指数的基金都是盈利不菲的，所以贝尔斯登基金2月底前投资CDO的损失与卖空ABX指数的收益还是持平的，但从3月开始，市场上CDO价格大幅度下跌，ABX指数却保持了平稳，这与基金经理

^① 辛乔利等. 次贷危机. 中国经济出版社2008年版