

金融风暴 源与罪

Jinrong
Fengbao Yuan Yu Zui | 谢识予◎著



人民出版社

金融风暴 源与罪

Jinrong
Fengbao Yuan Yu Zui | 谢识予◎著

人民出版社

策划编辑: 郑海燕

责任编辑: 于 璐 郑海燕

封面设计: 吴燕妮

责任校对: 王 慧

图书在版编目 (CIP) 数据

金融风暴源与罪 / 谢识予 著 . - 北京: 人民出版社, 2013.5

ISBN 978 - 7 - 01 - 011980 - 9

I. ①金… II. ①谢… III. ①金融危机 - 研究 - 世界 IV. ① F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 080282 号

金融风暴源与罪

JINRONG FENGBAO YUAN YU ZUI

谢识予 著

人民出版社 出版发行
(100706 北京市东城区隆福寺街 99 号)

北京龙之冉印务有限公司印刷 新华书店经销

2013 年 5 月第 1 版 2013 年 5 月北京第 1 次印刷

开本: 710 毫米 × 1000 毫米 1/16 印张: 22.5

字数: 280 千字 印数: 0,001 - 4,000 册

ISBN 978 - 7 - 01 - 011980 - 9 定价: 48.00 元

邮购地址 100706 北京市东城区隆福寺街 99 号
人民东方图书销售中心 电话: (010) 65250042 65289539

版权所有 · 侵权必究

凡购买本社图书, 如有印制质量问题, 我社负责调换。

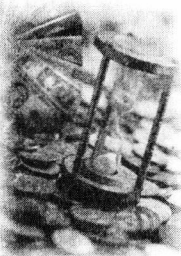
服务电话: (010) 65250042

序 言

正饱受债务危机困扰的西欧文明古国希腊创造过无数精彩的神话故事，“潘多拉魔盒”就是其中的经典之一。因为先知普罗米修斯为人类盗取火种，众神之神宙斯非常恼火，决定教训人类。宙斯令火神赫淮斯托斯造了一个女人，取名潘多拉，让爱神维纳斯给她美貌，雄辩神赫耳墨斯给她巧嘴，文艺神阿波罗给她莺喉，然后让潘多拉到人间找普罗米修斯的弟弟埃庇米修斯。普罗米修斯知道宙斯有阴谋，告诫埃庇米修斯不可接受宙斯的礼物。可埃庇米修斯难挡美色诱惑娶了潘多拉。虽然埃庇米修斯不准潘多拉打开宙斯的礼盒，但好奇的潘多拉还是开了盒盖，虚荣、贪婪、狂妄、疾病等蜂拥而出，人间从此失去了太平生活，潘多拉成了红颜祸水的千古代言。

但潘多拉真该被人类世代诅咒吗？潘多拉确实放生了群魔，如果她不那么好奇人类可能还很太平。但潘多拉本身是宙斯量身定制的害人工具，诸神给她迷人的外表，却偏偏不给理性的头脑，好奇心也是设计指标之一，潘多拉怎么可能抗拒命运的安排。而且即使潘多拉能对抗宿命，宙斯也会再造出金多拉、美多拉，让她们打开金多拉魔盒或美多拉魔盒，人类同样在劫难逃。因此人类诅咒潘多拉其实完全没有意义。

我们也可以责怪埃庇米修斯。因为如果埃庇米修斯接受普罗米修



斯的警告，不受美色诱惑，人类也可能免遭潘多拉魔盒荼毒。但指望凡夫俗胎的埃庇米修斯抵制正版神作潘多拉的诱惑根本不现实。而且即使埃庇米修斯不娶潘多拉，也不能保证其他人不娶，天下男人不可能都坐怀不乱，指望埃庇米修斯的理智品行拯救人类也不切实际。

其实很明显的事实是，宙斯是潘多拉魔盒的主谋，奥林匹斯山的诸神则是帮凶，诅咒潘多拉和埋怨埃庇米修斯只说明人类愚昧和欺软怕硬。但指控宙斯也不见得明智。因为宙斯是宇宙的主宰，人类根本没有能力与他抗衡。自以为人类代言的普罗米修斯硬替人类出头，结果是人类和他自己都得了血淋淋的教训。更何况我们并不了解宙斯的真实动机。因为普罗米修斯盗火不仅挑战了宙斯的权威，也破坏了自然的平衡和纵容了人类的自大，不加惩处必将造成更大灾难。无所不知的宙斯当然能预见这种问题，惩罚人类就是挽救人类，是对人类更深邃的爱。因此虽然宙斯主谋了潘多拉魔盒，抱怨指责宙斯却只能说明我们自己的浅薄无知。

退一万步说，就算宙斯真对人类没怀好意，我们也无法把责任都推给宙斯。因为宙斯炮制潘多拉魔盒依仗了他的无上权威，没有这种权威宙斯就不可能为所欲为，因此赋予宙斯权力者也该为人类的悲剧负责。如果宙斯的权力来源于人们的盲目崇拜追随，或者是人类选举出来的，人类就是咎由自取、活该受罪。

善良的普罗米修斯一直是人们赞美的对象。普罗米修斯一贯支持帮助人类，被绑高加索山崖受尽折磨仍然无怨无悔，对人类的赤诚之心人神共鉴。但人类真该对普罗米修斯顶礼膜拜吗？其实如果我们再理性一点，不难发现普罗米修斯也不是人类救苦救难的真神。因为如果普罗米修斯不去盗火，就不会引发宙斯的怒火，人类就可免遭潘多拉魔盒的祸害，因此普罗米修斯更是灾星而不是福星。当然普罗米修斯盗火是出于好意，对人类文明的发展贡献很大，他自己更为此受尽

折磨，指责普罗米修斯在道义上有很大的风险。但感情不能代替理智，冷静分析事情的来龙去脉，普罗米修斯盗火破坏了宇宙秩序，招致宙斯报复当属必然。位列先知的普罗米修斯没有预见这种后果，承担责任也相当合理。

.....

在被潘多拉放生的群魔祸害了千百年之后，似乎仍难找到谁该为这桩公案负责的完满答案，而潘多拉魔盒的流毒却还在破坏，祸害人间。

2008年，一场史无前例的金融风暴从华尔街的高楼之间刮起，横扫整个世界，至今尚未尘埃落定，仍在发酵的欧洲债务危机就是这场风暴的余波。在这场金融风暴卷起的滚滚黄尘中，我们同样可以看到从潘多拉魔盒中逃逸的各色灾星忙碌穿梭的身影。

多数经济专家认定，金融风暴的真凶是流动性过剩引发的投机加剧，而在流动性过剩和投机加剧的背后，格林斯潘的货币政策失当和对金融创新监管不力是主要祸根。这种观点其实也很浅薄。因为在格林斯潘的货币政策和市场管理背后，有错综复杂的关系和各种难解的死结，格林斯潘的巨大影响力则是美国经济体制、国际货币体系的历史和现实共同赋予。

如果我们的目光穿越华尔街劫后余生的金融帝国，回望遥远的奥林匹斯山，其实不难发现这场金融风暴也是潘多拉魔盒经典悲剧的新编版本。其中潘多拉由80高龄的格林斯潘反串，埃庇米修斯由布什父子出演，专家、评级机构友情客串了奥林匹斯山诸神，众多主流经济学家，包括已故大师凯恩斯的僵尸，荣誉出演先知普罗米修斯。因为无论人神都难演铁面无情的宙斯，只能由经济学规律的幻化形象代替。宏观调控、虚拟经济争当普罗米修斯的火炬，国际货币体系、美联储的金库和金融衍生品轮流做魔盒的道具。麦道夫及世界各地的追



金融风暴源与罪

随者、华尔街的金融高管，以及金融市场的疯狂投机者，争相躲进宙斯的礼盒，等待潘多拉的纤纤玉手将盒盖开启。因为许多演员不按脚本演出，这出现代神剧充斥了各种荒诞插曲。舞台灯光也不够称职，让许多演员在阴暗的角落中表演。由于人人都在剧中有大大小小的角色，身处剧中让人们更难把握剧情发展的真实脉络。

但是为了人类的美好未来，我们必须趁演出的帷幕还没有完全落下，记忆尚未淡薄消失的宝贵时机，好好回味反思这场盛大演出的台前幕后，努力搞清其中复杂的人物关系和因果逻辑，找出金融风暴背后真正的源与罪，避免类似悲剧今后不断翻版重演。

目 录

contents

序 言	1
第一章 次级贷款：夺命蛋糕更鲜艳	1
一、金融创新培育的恶之花	2
二、华尔街难以消受的美味	9
第二章 金融市场的多米诺游戏	13
一、老鼠拖木铎，大头在后头	14
二、两个房脆脆	17
三、超级投行覆灭记	24
四、保险巨头自身难保	31
五、传统金融之殃	33
六、实体经济伤不起	35
七、谁能隔岸观火	39
八、国家也破产	42
第三章 金融市场无法承受之轻	55
一、次级贷款人的梦醒时分	57

二、投资者等于受害者.....	60
三、玩火自焚还是替罪羊.....	63
四、失业潮和占领华尔街.....	69
五、众神跌落神坛.....	72
六、经济思想一地鸡毛.....	77

第四章 沉渣泛起金池塘.....	81
一、麦道夫超越庞兹骗局.....	83
二、麦道夫并不孤独.....	91
三、骗子为什么那么多.....	94
四、亡羊补牢时未晚.....	100

第五章 金融危机测防之殇.....	103
一、经济学家的集体裸泳.....	104
二、谁偷了经济学家的遮羞布.....	113
三、信用评级的困境.....	127
四、无畏背后的无耻与无知.....	131
五、无法回避的挑战.....	137

第六章 拿什么拯救华尔街.....	141
一、金融市场救赎：成功和代价.....	142
二、金融大救援质疑.....	145
三、金融大救援释疑.....	155
四、同志仍需努力.....	160

第七章	金融风暴探源	163
一、	从金融风暴到头脑风暴	165
二、	次级贷款惹的祸	168
三、	金融创新的赢者诅咒	173
四、	华尔街的流动性堰塞湖	182
第八章	格林斯潘：真神还是假鬼	193
一、	被金融风暴掀开的金色棺材盖	194
二、	格林斯潘对策	200
三、	赌徒加新经济啦啦队长	209
四、	格林斯潘空手道和格林斯潘悖论	212
五、	格林斯潘看涨期权	215
六、	功过谁与评说	218
第九章	宏观经济管理：我不是宋光	223
一、	实体经济疲软症	225
二、	美国精神的失落	234
三、	饮鸩止渴岂可活	244
四、	逃避凯恩斯陷阱：路在何方	252
第十章	国际货币体系：世界经济的布赖恩大厦	255
一、	国际金本位制：无可奈何花落去	257
二、	布雷顿森林体系：美元霸权暗度陈仓	265
三、	后布雷顿森林时代：美元软霸权之害	271
四、	沉舟侧畔：国际货币体系何去何从	278

第十一章 金融危机背后的价值魔方	289
一、金融市场估值方法.....	291
二、凯恩斯股市选美理论和共同价值估值.....	294
三、金融市场关键估值方法.....	300
四、金融市场不稳定之源.....	302
五、别把价值魔方当反馈环.....	306
六、算法交易危机：价值魔方危险新证.....	310
七、祸起价值魔方.....	313
 第十二章 金融市场炼金术：虚幻与真实之间	315
一、金融市场的财富奇迹.....	317
二、金融炼金术背后.....	320
三、别迷恋金手指.....	325
四、秋后算算账.....	328
 第十三章 金融危机治理：战争恒久远	333
一、寻找金融危机之踵.....	334
二、经济管理疗法.....	336
三、人文社会疗法.....	341
四、预警和拯救机制.....	345
五、呼唤经济学革命.....	348

第一章

次级贷款：夺命蛋糕更鲜艳

引子

2001年中秋节前，南京冠生园用陈馅做月饼的无良行为被媒体曝光，一时举国哗然，冠生园月饼立刻无人问津，这个老字号公司很快陷入困境。冠生园陈馅月饼说明了用变质有毒原料做食品也许可以瞒天过海，获暴利于一时，但结局往往很可悲。开头的成功只是“不是不报，时候未到”。

其实有毒原料做的产品不仅食品市场有，金融市场也有很多。金融市场上有毒资产包装出来的产品，利润比任何伪劣食品都大，甚至可以给一个国家带来繁荣，让经济学定律“失效”，但最终也会害人害己。2008年次级贷款引起的世界金融风暴，就是一些无良金融机构用有毒原料制造金融产品惹的祸，其危害比冠生园陈馅月饼更大更可怕。

一、金融创新培育的恶之花

曾几何时，就像互联网上流行的奇怪符号和不讲语法体裁的文字一样，只有少数人搞得懂的金融衍生品交易成为金融市场的潮流。在这种收益率更高、融资能力更强的新潮金融业务冲击下，利润率不高、经营辛苦，又受诸多限制的传统储蓄信贷业务，成了落伍保守的代名词。

对普通百姓来说，实际负利率的银行储蓄成了不合时宜的古董理财方式，人们把多数积蓄投到债券、股票、基金市场获得更丰厚的收益。古董字画、古玩奇石和邮票成了热门投资对象，茶叶、煤炭、铁矿石也变成投资工具，房产投资更被认为资产增值的最佳方法。对于风险投资家来说，技术、经营理念、创业计划书都是投资的对象。

市井中到处流传一夜暴富的故事。以往安心靠劳力或手艺挣钱的人，一方面对投机挣了大钱的人又妒忌又不服气，另一方面开始怀疑自己的人生价值，也蠢蠢欲动寻找发财致富的捷径。投资理财、以钱生钱、快速致富成为迫切的群体意识，关心财富来源和财富背后社会贡献的人越来越少，“笑贫不笑娼”蔚然成风。

对雄心勃勃的优秀大学毕业生来说，曾经属于金饭碗的传统商业银行开始失去吸引力，似乎只有在投资银行玩复杂的衍生品才有挑战性。不单管理、经济、金融学专业的高才生蜂拥在华尔街，物理学博士、计算机高手也以玩转对冲交易为荣。在华尔街和各国金

融中心的摩天大楼中，充满了竞争意识强烈的高学历精英白领和年轻的百万富翁。

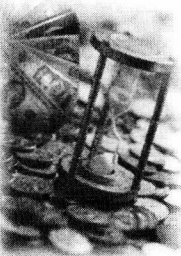
以权益、衍生金融品交易为核心的现代金融业压倒传统金融业，以资本资产交易、所有权转移为特征的虚拟经济超越实体经济，金融资本对经济的统治悄悄完成了从传统金融资本王朝到现代金融资本王朝的更迭，产业资本王朝更被抛到了遥远的往事尘烟中。金融创新成为经济舞台上不断回旋的主题旋律。

在这股新金融和虚拟经济发展潮流中，华尔街凭借美国经济和美元的特殊地位，当仁不让坐了带头大哥的交椅。围绕次级住房贷款市场的一系列金融创新，正是美国华尔街金融创新潮流中的重要组成部分。

美国住房按揭贷款分优质贷款（Prime Loan）、准优级贷款（Alternative A Loan）和次级贷款（Sub-prime Loan）三个层次。优质贷款面向收入稳定可靠、债务负担合理、信用分数 660 分以上的低风险优质客户，按揭利率相对较低，主要使用长期固定利率贷款。准优级贷款针对那些缺少固定收入、资产等合法证明，但信用记录不错，信用分数大致在 620 到 660 分之间的客户。次级贷款指给信用程度低、收入证明缺失、负债较重的客户，包括低收入阶层和新移民客户的贷款，这些客户信用分数低于 620 分。

次级贷款的风险显然比优质贷款高得多，因此以往房贷机构对经营次级贷款都比较谨慎。但是收入和信用程度较低而希望购买住房的居民人数众多，次级贷款潜在市场规模非常庞大，而且次级贷款的总体利率也比较高。

20 世纪 80 年代以来，金融市场有大量廉价资金可用，美国一些房屋信贷机构为了争取更多客户扩大市场，开始开发次级贷款市场，向没有信用记录和稳定收入，以往很难得到贷款的对象提供购房贷



款。而且申请这种房贷基本无需信用审查，不要求其他可抵押资产，只要用所购住房进行担保，甚至还可以零首付买房，开始几年的月供也压得很低。

次级贷款帮助众多在优质贷款体系中不可能得到贷款，做梦都想不到自己买得起房子的低收入美国人拥有了住房。不少依靠社会保障生活的家庭也购买了住房，有些还买了两套甚至多套，一套自住，其他用于出租或等房价上升后出售牟利。

次级贷款机构当然不是政府福利机构或民间慈善机构，最终还是要获利的。这种次级贷款通常头两年是较低的固定利率，但随后采用随市场利率变化的较高浮动利率，总利息比优质贷款高不少。因此只要不发生大量违约，经营机构不仅可以获得更高的利息收益，还可以回避利率波动风险。这些好处正是次级贷款对经营机构的吸引力所在。

次级贷款头两年月供较低时不容易发生断供。而且当房价持续上升，贷款者不断获得房价升值利益时，还可以用升值部分再抵押借款，或者卖房还贷，更不会轻易选择断供放弃住房。就算有些家庭出现断供，放贷机构也可收回住房出售。因此只要房价上升或至少不跌，贷款家庭的收入和信用分低并不影响放贷机构资产的安全和收益。考虑到美国历史上从未出现房价暴跌的情况，我们不难理解美国人、美国金融机构为什么会认为次级贷款相当安全，甚至符合优质资产的标准。

但世界上不可能有这种只有利益没有代价的好事。在公平交易的情况下，高收益必然附带高风险是基本经济常识。只有通过欺骗投资者签订权利义务不对等的合约把风险转嫁给投资者的不公平交易，才可能成功规避掉经济风险，但也有损失名誉信誉，甚至负法律责任的风险。因此高利润的次级贷款背后必然隐藏着高风险。



次级贷款本身是发放给收入和信用较低对象的贷款，加上利率较高，正常情况下断供坏账风险肯定较大。但住宅市场景气造成的低违约率可能掩盖其高风险性的真相，同时次贷机构用许多方法转移分散风险，才造成次级贷款安全无风险的假象。但这些被掩盖、转移分散的风险始终存在，而且会不断积聚，一旦爆发后果往往更严重。

经营次级贷款的房贷机构其实很清楚次级贷款高回报背后的高风险，因此不愿意全部持有这些次级贷款，而是将大部分次级贷款卖给不能直接经营次级贷款的投资银行和其他金融机构，例如房地美和房利美。这既帮它们规避了大部分风险，也帮它们找到更多资金扩大放贷规模。

20世纪80年代以来，相对于金融市场的大量过剩资本，实体经济缺乏足够多的投资机会，特别是高利润的投资项目。因此抵押贷款公司的高收益次级贷款资产，对苦于缺乏高收益投资机会的华尔街投资银行显然有巨大吸引力，所以很快成为华尔街投行大量收购的对象。

习惯于用杠杆原理放大资本效用赚取更多利润的华尔街投资银行，收购次贷资产后并不会满足于简单持有。它们把这些资产整合打包，进一步开发成优先产品、中间产品和股权产品等不同质量档次的债务抵押债券（Collateralized Debt Obligation, CDO），在全世界销售。

这些基于次级贷款开发的次级债券收益率很高，而且次级贷款的质量档次越低收益率越高。其中质量最低的股权档回报率高达50%—100%甚至更高。这么高的回报率当然对投资者有巨大的吸引力。银行、资产管理公司、对冲基金、保险公司和养老基金等金融非金融机构，以及大量个人投资者，纷纷投资这种债券。投资银行和抵押贷款企业则有了源源不断的融资渠道，也分散转移了风险。

为了进一步降低风险和增强投资者对次级债券的信心，市场还开发一种称为“信用违约互换协议”（Credit Default Swap, CDS）的衍



生产品。这种衍生产品其实是持有次级贷款的金融机构和金融保险机构美国国际集团 AIG (America International Group) 签订的协议,基本条款是前者向 AIG 支付一定费用,而 AIG 承诺在贷款变成坏债的情况下赔偿前者损失。这种衍生产品的实质就是贷款保险。在违约率较低的情况下,这种称为“信用违约互换协议”的金融产品会给 AIG 带来巨额利润。这种信用违约互换协议还可以买卖,也成了一种市场巨大的金融产品。

上述各种由次级贷款衍生出来的产品的销售和交易,使得遍及全世界众多不能直接经营次级贷款的金融机构、非金融机构和个人投资者,可以通过持有与次贷相关的金融衍生产品参与次贷市场,在分担次贷风险的同时,共同分享次贷市场这个大蛋糕。

华尔街内外众多拥有和经营次级贷款及相关衍生品的金融机构,都是股票上市的公众公司。这些公司参与次级贷款或者相关金融产品的投资经营,等于拥有这些金融机构股票的全世界股东、投资者都参与了次级贷款的投资经营。因此次级贷款的利益和风险又进一步通过股权资本市场分散给了全世界的投资者。

应该说房贷证券化和信用违约互换协议等金融创新都有利于分散转移风险,提高经营次级贷款和相关产品的安全程度。但这些看似有利于控制金融风险的措施,其实也是非常锋利的双刃剑。因为这些金融创新把大量金融机构和个人投资者卷入次级贷款的利益风险共同体,虽然分散了个体和局部风险,但却会积累更大的总体风险,一旦次级贷款真的出现问题,导致的破坏性必然会成倍放大。

这好比为了阻挡洪水修筑了一条很高的堤坝,如果这条堤坝能阻挡住洪水,当然可以让下游免遭洪水侵害;但如果堤坝挡不住洪水最终倒塌了,麻烦就更大了。因为堤坝蓄积的大量洪水同时释放造成的破坏,比压根儿没有筑这条堤坝时肯定要大许多倍。