



华尔街

The Game Of Wall Street

局中局

宾融◎著



中国发展出版社

华尔街

The Game Of Wall Street

局中局

宾融◎著



中国发展出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

华尔街局中局/宾融著. —北京: 中国发展出版社, 2011. 4
ISBN 978 - 7 - 80234 - 634 - 5

I. 华… II. 宾… III. 经济预测—中国 IV. F123. 2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2011) 第 025358 号

书 名: 华尔街局中局

著作责任者: 宾 融

出版发行: 中国发展出版社

(北京市西城区百万庄大街 16 号 8 层 100037)

标准书号: ISBN 978 - 7 - 80234 - 634 - 5

经 销 者: 各地新华书店

印 刷 者: 三河市春园印刷有限公司

开 本: 710 × 1000mm 1/16

印 张: 17. 25

字 数: 214 千字

版 次: 2011 年 4 月第 1 版

印 次: 2011 年 4 月第 1 次印刷

定 价: 39.00 元

咨询电话: (010) 68990646 68990692

购书热线: (010) 68990682 68990686

网 址: <http://www.develpress.com.cn>

电子邮箱: cheerfulreading@sina.com

版权所有·翻印必究

本社图书若有缺页、倒页, 请向发行部调换

序 言 1

记得2008年4月在广东惠州召开民建中央财金委专委会会议时，宾融同志关于“全球金融危机对我国冲击”的发言就给我留下了深刻的印象。当时山雨欲来风满楼，但由于时滞性，我国实体经济尤其是出口受到的冲击仍不明显。2008年下半年开始，宾融同志预见的很多问题相继暴露了，金融危机冲击对我国的切肤之痛引起了全社会的关注。在众多阐释和研究本次全球金融危机的著作中，宾融同志的专著，是难得的融思想性、专业性、通俗性于一体的力作。

宾融同志学术视野宽广，眼光敏锐，长期追踪研究“资产证券化”、“结构融资”等金融方面的前沿课题，广泛接触华尔街金融实操一线的精英，又在中国人寿资产管理有限公司从事管理和操作工作，亲身见证了华尔街各大投资银行的销售人员推销五花八门的次贷金融衍生品的过程，自然对华尔街的次贷金融衍生品有全面和深刻的认识。冰冻三尺非一日之寒，作者娓娓道来，对危机的根源——各利益主体赌房地产市场只涨不降和政府有意放纵，进行了生动叙述，其对“变局、残局、对局”的深入剖析，贯穿了博弈论的思想，犀利又客观，引人入胜。宾融同志提出的“全球经济失衡不是世界金融危机的原因”的观点，入木三分，富有新意。读

完全书，至少我们可以这样认为，全球经济失衡并不会必然导致世界金融危机，假如没有当初美国政府的纵容，次贷危机就有可能被消灭在萌芽状态；假如美国政府在后危机时期一而再、再而三地实行量化宽松的货币政策，那么不但不能解决自身的困境，还会损害新兴经济体的利益。所有这些问题，都值得我国学术界进一步研究。

鉴往知来，鉴外亦应知内。反观我国的金融安全，包括货币价格及资产价格的调控和资本市场的建设、通货膨胀的预期等等，需要决策层和学术界乃至全社会深入反思，共同努力解决。期待着宾融同志有更多新作问世，也期待着更多的同志关注和研究大国崛起中的金融创新和金融安全问题。

广东省人民政府副省长 宋 海

2010年11月20日

序言 2

以往，我国金融体系一直把美国作为效仿的对象。但是，这次美国次贷危机让我们意识到，美国“老师”有时也会犯错误，有时甚至纯粹是ABC的超低级错误。这是本书的一个基本出发点。

作者从资产证券化和金融产品创新的角度，系统诠释了美国次贷危机的形成、发展和演变过程。作者依照“细节决定成败”，“魔鬼藏于细节”的思路，以精心设计的结构和特别独到的视角，开拓出的观点自然而不牵强附会，得出的结论富有深度却耐人寻味。

美国“老师”犯错，中国“学生”应该怎么办？这是本书的另外一个基本出发点。我国作为世界上最大的发展中国家，虽然目前的GDP总量位居世界第二，但是人均GDP仅仅位列世界100名之外。2010~2020年是我国经济发展的关键10年，我们十分需要以高超的智慧和宏远的战略，去化解未来国内外各种新型的经济与金融危机。

令人关注的还有，本书把整个美国次贷危机的前前后后，包括所有特殊的结节点、关键点和重要的经济数据有机地融汇在一起，挖掘出危机背后一系列深层次的、错综复杂的、美国的政治体制与经济政策方面的内生性根源和风险点。正是美国政府的长期“不作为”和“乱作为”，包括监

管机构的失职与渎职等等，才使得这场不应该发生的危机旷日持久。

2007年美国次贷危机爆发以来，我和作者有过多次接触与交流，深切感受到作者认真的态度和强烈的责任心。作者对于国内外金融创新、宏观经济走势的研究尤其显得突出，细节考究，结构完整，整体流畅，逻辑严谨。作者驾驭如此庞大的题材，过程本身就不是一个轻而易举的事，会有许多困难和阻力需要克服，相信只有超强的精神意志才能产生卓越的行动力量。

尽管本书篇幅不长，但内容却非常丰富和发人深省。在一定意义上，“细节决定成败”。故而，许多细节更应予以重视。广大读者可以在完整、仔细地品读完本书之后，明晰作者如何把握宽度与深度，如何顺理而成章，在感触、感叹之余，更加深远地进一步反思和探索。

理论界有观点认为：美国次贷危机从根本上否定了西方经济学近百年来，甚至最近的研究成果，颠覆了人们习以为常的经济学思维，挑战了据以为经典的经济学模型，使得经济学理论和分析变得不可靠、不可信。当前，美国次贷危机是渐行渐远还是渐行渐深呢？我们迫切需要在经济学的理论与实践层面，全面、科学、准确、深刻地分析与评估美国次贷危机的成因、危害与影响。我相信，对于美国次贷危机的研究与分析，东西方的学者和实践者可以站在同一起跑线上。

是为序。

最高人民检察院副检察长 姜建初

2010年10月8日

序言 3

在美国次贷危机爆发逾三年之际，宾融女士将对次贷危机的成因、影响的全面分析付梓成册，其中既不乏对金融业发展历史和趋势的宏观视野，也有对次贷危机中美国经济和金融市场各类主体的微观关注。作者以通俗的话语勾勒出美国金融市场运行的复杂体系，对于我们总结美国次贷危机的经验教训，思考我国面对全球金融体系变革的应对之策有很强的借鉴意义。

次贷危机自 2007 年爆发以后，即以迅雷之势席卷全球，迅速演变为全球金融危机，并将西方经济拖入全面的衰退之中，至今尚未恢复。危机之所以酿成，包括美联储长期的低利率政策，美国家庭长期的过度消费，负储蓄率，金融创新活跃但又缺乏有效监管，不负责任的评级机构等种种原因。但在西方经济和金融市场周而复始般出现的泡沫背后，掩饰不住的是资本主义精神和资本主义的道德危机。

马克斯·韦伯在《新教伦理与资本主义精神》中说：“资本主义精神的实质就是增加个人的资本，这是一个人的天职。”美国作家费迪南德·古恩伯格讲美国的哲学和资本主义精神就是“从牛身上刮油，从人身上刮钱”。因此，只要资本主义精神没有消失，这种精神催生的贪婪

与尔虞我诈、巧取豪夺、冷酷无情就仍会贯穿到金融领域的每一个角落，泡沫的产生与破灭就仍将不可避免。正是在这一精神的指引下，资本的贪婪本性使得陷入次贷危机中的各类机构忘却了风险、客户利益、债权人利益和股东利益。次贷衍生品创新在给机构带来暴利的同时，这些机构的高管们也分享了巨额财富，甚至在企业倒闭时，都不忘通过合约拿走天文数字的分手费。也正是在这一精神的指引下，当欧美失业率仍在9%~10%居高不下的同时，华尔街又再度恢复了往日的喧嚣，原本“大而不倒”的金融机构的高管，又开始派发数以亿计的奖金。

至今，正如作者文中所言，次贷危机仍余波未了。欧美的金融监管环境正在经历广泛而深刻的变化，金融机构的去杠杆化仍如火如荼，2010年初许多投资者普遍预期发达国家的政策退出不仅没有发生，刺激政策反而愈演愈烈。尽管如此，次贷危机却已经宣告了一个时代的终结：以前西方经济靠债务推动的时代终结了，自由放任的时代终结了，全球经济由G8主导的时代终结了，过度激励的时代终结了。但全球经济增长并不就此完成向传统经济增长模式的“回归”。高失业、低储蓄正将欧美经济拉入一场旷日持久的低迷，美国的流动性陷阱若隐若现。因此，在美联储以前所未有的气魄购买金融资产和美国财政赤字大幅攀升的助推之下，美元展开了新一轮的暴跌，全球金融体系由此遭受次贷危机引发的再一波冲击。在西方各国“货币战争论”甚嚣尘上之时，美元及美元债券也许正在成为下一个金融泡沫。

从市场演变和金融逻辑看，次贷危机和当前全球货币体系紧张的真正祸根都是欧美的货币政策，特别是美国的货币政策。自布雷顿森林体系以来，全球货币体系事实上是以美元为锚的美元本位制。而美国在享受美元作为本位货币、储备货币的各种好处同时，却完全不承担相应的责任。此

时，面对国内就业和经济增长压力，再次通过单方面贬值增强其出口竞争力并减轻政府庞大债务的实际价值，转嫁其国内政治压力，同时将包括中国在内的国家货币与美元挂钩丑化为货币操纵，这显然是荒谬的。

自1971年美元与黄金脱钩以来，以黄金计算的美元购买力已消失了97%，2010年6月以来再度成为全球最弱的货币。美元和美国的货币政策已经成了全球金融市场最大的不稳定、不确定因素。美国第二轮量化宽松已箭在弦上，不可能因国际义务而不发，欧洲、日本的货币政策亦会追随美国亦步亦趋。对此，中国应有清醒的认识，把握好自己的利率政策、汇率政策和外汇管理政策，做到未雨绸缪、有备无患。这是值得我们伴随作者的笔触去思考和探索的问题。

中国人寿保险（集团）有限公司副总裁
中国人寿资产管理有限公司董事长 缪建民

2010年10月16日

第1章 赌 局

Part 1.1	次贷借款人：无知又无辜，“引诱”利率诱出违约风险	5
1.	信用评分标准“形同虚设”	6
2.	“引诱”利率、“零”首付与“气球”贷款黄金组合	8
Part 1.2	贷款经纪商：做假又做弊，信用泡沫衍生道德风险	12
1.	一味追求发放贷款的数额与速度	12
2.	次贷市场及行业文化龌龊而丧失道德	14
3.	政府的监管“子虚乌有”	15
Part 1.3	投资银行：制“毒”又贩“毒”，数据暗藏信息披露风险	18
1.	将大量次贷、高风险或者不合法贷款打包、重组	19
2.	缺乏关键而实质性的风险信息披露	21
Part 1.4	信评机构：失职又失信，模型缺陷引爆市场风险	24
1.	次贷证券化应该完全不成问题	24
2.	强行将 CCC 级产品评上 AAA 级	26
3.	鼎力将有“毒”产品送进市场	28

Part 1.5	一级市场：复杂又深奥，定价离奇引爆估值风险	32
1.	三大次贷衍生品系列极其复杂	32
2.	产品被过高估值与错误定价	35
Part 1.6	机构投资者：缺位又冒进，服务外包惹出中介机构风险	38
1.	过度依赖信评机构的评级结果	38
2.	深深陷入资产负债表衰退之中	39
3.	信用降级引发市场恐慌和流动性危机	42
Part 1.7	二级市场：杂乱又无序，无价无市酿成系统性风险	45
1.	场外市场缺乏统一的中央清算系统	45
2.	会计准则将流动性风险快速转变为系统性风险	48

第2章 局中局

Part 2.1	住房政策：长期误判，引发房地产市场虚假繁荣	55
1.	1987年爆发“储蓄与贷款协会”危机	55
2.	“居者有其屋”切换成“居者有其产”	59
Part 2.2	消费政策：过度负债，金融体系远非健全与完善	62
1.	住房贷款来自于海内外发行的债券	62
2.	鼓励居民过度负债于房屋贷款	63
3.	经济发展缺乏稳定与纠错机制	64
Part 2.3	货币政策：快速扩张，格林斯潘坐视惊天大逆转	67
1.	长期低利率催生五大连环泡沫	67
2.	资产泡沫导致物价指数严重失真	68
3.	对于未来通货膨胀形势严重误判	70

Part 2.4 美元政策：失衡畸形，货币贬值缓解巨额外债	74
1. “弱势美元”重点打压欧元和人民币	74
2. 矛头直击国际货币体系的软肋	76
3. 美国的国家信用岌岌可危	77
Part 2.5 监管政策：松懈缺失，“不作为”转化成系统风险	81
1. 次贷产品创新完全游离于政府监管之外	81
2. 金融机构监管存在巨大“真空”和严重漏洞	82
3. 金融市场刻意“疏于监管”和“不作为”	84

第3章 变 局

Part 3.1 信贷市场：一冻再冻到“百年一冻”	90
1. 2007年8月9日次贷危机突然降临	90
2. 2008年9月前美国次贷危机演变路线	92
Part 3.2 “两房”：一再被救助的政府支持企业	95
1. 2010年6月“两房”宣布退市	95
2. “两房”危机演变的四条风险链	96
3. 政府监管“两房”具有先天缺陷	98
Part 3.3 AIG：“大到不能倒”却重新洗牌	101
1. AIG意外被重新洗牌	101
2. AIG危机来源于CDS市场	102
3. 公允会计准则引发流动性危机	104
Part 3.4 雷曼破产：政府救助中的一大败笔	107
1. 2008年9月15日雷曼破产	107
2. 资产与负债同时大幅缩水	108
3. 整个华尔街一条心照不宣的潜规则	109

Part 3.5 美林集团：五大独立投行全军覆没	113
1. 五大独立投行未能幸免于难	113
2. 融资短期化同样是一把“双刃剑”	114
3. 高杠杆率凸现监管缺失	115
4. 高集中度引发资本金风险	116
Part 3.6 华惠银行：表外风险与连环破产	119
1. 华盛顿互惠及数百家银行倒闭	119
2. 空壳公司雪藏表外风险	120
3. 遭受信誉及资产负债表的双重打击	122
Part 3.7 通用电气：险象环生并且尚未结束	125
1. 汽车业成为第一个倒下的实体经济	125
2. 大批县、州政府濒临破产	127
Part 3.8 宏观经济：深度衰退，爆发金融危机	130
1. 出现 1929 年以来最严重的经济衰退	130
2. 美国次贷危机演变成世界金融危机	133

第 4 章 残 局

Part 4.1 小布什政府：从误判形势到力不从心	140
1. 政府最初严重误判了形势	140
2. 7000 亿美元救市计划力不从心	142
Part 4.2 奥巴马政府：“数量化扩张”打开新空间	145
1. 连续五个救助计划未能凑效	145
2. “数量化扩张”打开新空间	146
3. 成功将危机转嫁到国际债权国	148

Part 4.3	监管体系：出台《多德—弗兰克法案》	150
1.	新金融监管改革法案的主要内容	150
2.	重在有效防范系统性风险	152
3.	高度重视消费者金融保护局	153
Part 4.4	监管难题（1）：如何破解“大到不能倒”的困局	156
1.	“大到不能倒”的认定存在漏洞	156
2.	大量监管真空仍然存在	157
Part 4.5	监管难题（2）：如何有效防范资本金风险	161
1.	“两房”是未来重大的监管难题	161
2.	银行有“毒”产品仍然无处不在	162
Part 4.6	监管难题（3）：如何有效防范市场风险	165
1.	信评业的一个时代已经结束	165
2.	缺乏强制性信息披露制度	167
3.	债券市场面临大幅萎缩风险	168
Part 4.7	监管难题（4）：华尔街新的博弈时代来临	171
1.	SEC 起诉高盛涉嫌欺诈	171
2.	有关信息披露的三大关键词	173
3.	一轮新的博弈时代已经来临	173
Part 4.8	监管难题（5）：难以避免次贷危机卷土重来	177
1.	政策性与制度性风险根深蒂固	177
2.	国家主权信用风险尚未缓解	179
3.	难以避免政府的不作为、乱作为	180
4.	类似的次贷危机仍将卷土重来	181

第5章 对局

Part 5.1	外源性、系统性金融风险入侵我国	188
1.	我国经济遭受重大打击	188
2.	通货膨胀预期被快速强化	190
Part 5.2	面临中国版的“次贷危机”风险	194
1.	我国房地产市场具有类似的风险特征	194
2.	对于新国八条的六点解读	197
3.	我国能否摆脱美国式泡沫的破灭	199
Part 5.3	面临高通货膨胀、高升值压力	202
1.	面临高输入型通货膨胀压力	202
2.	面临胁迫性人民币高升值压力	203
3.	外汇储备面临缩水和通货膨胀风险	204
Part 5.4	重新审视金融机构“走出去”战略	207
1.	“两房”退市对于我国的冲击	207
2.	如何正确“走出去”至关重要	209
3.	高度重视高端金融人才引进	210
Part 5.5	维护国家经济与金融安全	213
1.	进一步完善人民币汇率形成机制	213
2.	全方位构筑国家金融安全战略	216

第6章 破局

Part 6.1	如何认识后金融危机时代	223
1.	后金融危机时代的五大趋势	223

2. 全球经济失衡不是次贷危机的成因	225
3. 经济一体化将使金融危机频繁出现	228
Part 6.2 建立世界金融监管新秩序	232
1. 高度关注全球信用评级改革	232
2. 完善世界金融监管体系的基础设施	234
3. 统一与协调世界金融监管体系	235
附表：美国次贷危机有“毒”产品解析	239
参考书目	241
后 记	243

图表目录

图 1.1 次贷金融衍生品的开发流程	5
图 1.2 次贷金融衍生品的最低信用保护需求	27
图 1.3 一个典型的次贷 CDO 结构	33
图 1.4 次贷金融衍生品的现金流结构	34
图 1.5 美国二级债券市场的市场结构	40
图 1.6 次贷 CDO 的本金现金流瀑布	46
图 2.1 标准普尔/CS 房价指数：20 个大中城市	68
图 2.2 美国的联邦基金目标利率	69
图 2.3 住房抵押贷款断供率	71
图 2.4 2002 年以来的欧元兑美元走势	76
图 2.5 主要国家黄金储备占外汇储备的比重	78
图 2.6 全球黄金储备的地区分布	78
图 3.1 伦敦银行间隔夜同业拆借利率	91