

JINRONGDA JIDANG

莹秋/著

# 金融

# 大 激荡

——全球危机之下中国如何避免世纪衰退？

全球金融大地震

经济振兴靠信心

八仙过海寻良策

同舟共济救民生

# 金融大激荡

——全球危机之下中国如何避免世纪衰退？

莹秋/著

人民出版社

责任编辑:傅跃龙  
封面设计:徐 晖  
版式设计:鼎盛怡园

**图书在版编目(CIP)数据**

金融大激荡/莹 秋 著. -北京:人民出版社,2009.2

ISBN 978-7-01-007650-8

I. 金… II. 莹… III. 金融危机-影响-经济发展-研究-中国 IV. F124

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 012358 号

**金融大激荡**

JINRONG DA JI DANG

莹 秋 著

人民出版社 出版发行

(100706 北京朝阳门内大街 166 号)

北京市顺义富各庄福利印刷厂印刷 新华书店经销

2009 年 2 月第 1 版 2009 年 2 月北京第 1 次印刷

开本:710 毫米×1000 毫米 1/16 印张:14.75

字数:159 千字 印数:0,001-8,000 册

ISBN 978-7-01-007650-8 定价:35.00 元

邮购地址 100706 北京朝阳门内大街 166 号

人民东方图书销售中心 电话 (010)65250042 65289539

## 开场白：破碎飞扬的大鸡蛋（代序）

无庸讳言，今年秋天美国繁荣的华尔街提前走向了绝望的冬天。这个制造了无数个一夜暴富的神话导演点燃了波及全球的金融风暴，悲剧又一夜之间殃及全球，目前由次贷危机引爆的金融破碎风潮又影响着全球各国的实体经济，一夜之间，风靡一时或百年老店的巨人倒下了……

翻阅世界经济史，21 世纪是全球经济联系最紧密的时代。在这场百年不遇的金融海啸面前，在全球经济一体化的背景下，没有哪个国家能够在如此重大的危机面前独善其身。

美国启动了历史上最大规模的金融救赎行动，各国也纷纷以各种方式出手救市，尽管是对积极不干预市场的原则的背离，却有可能因此形成一套既不同于传统凯恩斯主义又不同于“新兴凯恩斯主义”的政策主张。俗话说：覆巢之下无完卵。当下的这场金融经济危机，无疑会影响全球任何一个现代经济体系的国家，甚至每一个行业，它影响的深度和广度是前所未有、殃及面最大的。

G20 高峰会在美国刚刚落幕，APEC 领导人在利马共议时艰。我们不能用一句话或者一个词汇去表达世界经济的现状与未来，与其说全球都在寻找解决危机的最好方案，还不如说每个经济体如何解困以免沉底。前一时段，“国家破产说”跃然报端，冰岛、乌克兰、巴基斯坦

……姑且不论这是否是“狼来了”的故事与预测，究其实质足可见全球经济全面衰退的端倪。

可以预知，大鸡蛋有它的两面性，从一个角度看，它有其光鲜的一面，而另一面又有其易碎的特质，光鲜已成旧话，破碎在飞扬，在蔓延。在雷曼兄弟破产时，你很难完全意识到它究竟意味着什么，它对整个金融系统的冲击会是什么。在世人面前，最初它只不过是美国林林总总破产案中的一桩，一个败局的发生，世人都是旁观者，我们甚至没有什么能力去阻止它，然而它破碎了，它蔓延了……

潘多拉的盒子打开了，第一张多米诺骨牌倒下了。此时，祸起萧墙，讨论谁是罪魁祸首已没有什么太大的意义。我们共同面对的是如何渡过这场百年危机。全球金融危机目前是从各国要人、专家到老百姓都关切的一个话题，本书以此次全球金融海啸做为着眼点和背景，分析危机成因，观察危机给世界各国带来了什么，以及以中国改革开放30年的经济基础和功底，探讨如何应对这场百年不遇的金融海啸。仁者见仁，智者见智。深化改革，扩大内需，中国的“药方”朴实简达，又颇见内涵，4万亿投入又掷地有声，义无反顾的同时也给世界经济带来了希望……

危机亦是转机，通途曲折现光明。

## 目 录

开场白:破碎飞扬的大鸡蛋(代序)

### 第一章 祸起萧墙:美国次贷大泡沫

灾难的源头:次贷危机 .....	(1)
次贷危机的通俗解答 .....	(2)
噩梦的开始 .....	(11)
谁是罪魁祸首 .....	(20)
危机缘起虚弱的膨胀 .....	(27)
华尔街能否再生 .....	(30)
百年一遇的金融危机真的来了 .....	(32)
一场商品市场“大震荡” .....	(37)
金融危机让全球经济放缓 .....	(38)

### 第二章 事出有因:泛滥失控的美国金融体系

流动性概念解析 .....	(44)
美国的宽松货币政策 .....	(47)
解析全球经济结构 .....	(48)
全球金融失衡的关键成因 .....	(49)

全球资产泡沫貌似大蛋壳 .....	(50)
评级机构的弄虚作假 .....	(53)
剖析证券化产品评级 .....	(54)
缺乏严密的跟踪评级 .....	(56)
高风险债券市场的主要参与者 .....	(58)
杠杆交易的系统性风险 .....	(59)
监管机构忽视对对冲基金的监管 .....	(61)
缺乏资本约束的外表业务 .....	(62)
金融产品场外交易 .....	(64)
各类特殊目的实体 .....	(65)
美联储的放纵 .....	(66)
美联储货币政策是否透明化 .....	(67)

### 第三章 覆巢之危:全球紧急救市

风暴中的美联储 .....	(70)
保尔森的新方案 .....	(77)
美国救市计划的四大关键问题 .....	(84)
纳税人的问题 .....	(85)
高管的问题 .....	(86)
应该拯救谁 .....	(87)
需要多少钱 .....	(87)
出手救市的行为争论 .....	(89)
救市计划的预测 .....	(92)
信贷市场的未来 .....	(94)
金融风暴重创美国以外国家 .....	(96)
东欧多国向 IMF 求助 .....	(97)

欧洲数央行联手降息挽救经济 .....	(98)
德国多家银行寻求政府注资 .....	(100)
俄外汇储备大幅缩水 .....	(102)
俄政府买 4 万套房救市 .....	(104)
韩国政府猛投美元救市 .....	(106)
越南想刺激经济又面临通胀 .....	(107)
沙特投资 4000 亿美元救市 .....	(108)
巴基斯坦外汇储备快用光了 .....	(110)
欧元区经济快速衰退 .....	(111)

#### 第四章 城门失火殃及池鱼:全球危机大扫描

科技硅谷在金融风暴中飘摇 .....	(113)
美国外贸经济迅速萎缩 .....	(115)
破产风刮向美国汽车业 .....	(117)
通用面临破产边缘 .....	(118)
美国又面临信用卡危机 .....	(120)
东欧经开始下滑 .....	(121)
欧美制造业严重衰退 .....	(123)
主权基金开始谨慎花钱 .....	(124)
世界汽车工业前景黯淡 .....	(126)
危机史唤起了旧记忆 .....	(127)
金融风暴让外籍劳工饭碗不保 .....	(132)
亚洲各国出台保增长方法 .....	(134)
庞大内需是印度经济驱动力 .....	(141)
大学生今年就业遇压力 .....	(142)
全球圣诞市场一片惨淡 .....	(144)



## 第五章 面对危机:四万亿投入! 中国能否独善其身

中国外汇储备面临重估风险 .....	(149)
一次角色互换的现实 .....	(154)
新兴经济体抵御危机冲击 .....	(162)
次贷金融危机对国际格局的影响 .....	(164)
新格局将产生 .....	(170)
反思金融危机 .....	(174)
解析金融危机成因及教训 .....	(177)
美国经济危机对中国影响有限 .....	(181)
中国投4万亿的救市计划 .....	(184)
拒绝恐慌,重建信心 .....	(186)
为金融危机寻解药 .....	(187)
中国经济保增长促转型 .....	(187)
中国经济必将软着陆 .....	(189)
中国有能力应对全球衰退 .....	(191)

## 第六章 中央经济工作会议:展望2009

拉动消费之策 .....	(195)
破解经济难题寻求稳定发展 .....	(195)
为明年经济“定调” .....	(196)
“保八”希望很大 .....	(197)
保增长措施有望细化 .....	(197)
中央经济工作会议提前释放含金量 .....	(198)
2009年中国经济发展的政策选择 .....	(199)
2009年经济形势展望 .....	(206)

关于稳定经济增长的政策思考 .....	(208)
总结与展望 .....	(214)
2008 年国民经济发展小结 .....	(215)
2009 年国民经济展望 .....	(217)
2009 年中国宏观调控政策取向的建议 .....	(219)

## 第一章 祸起萧墙：美国次贷大泡沫

### ■ 灾难的源头：次贷危机

次贷危机又称次级房贷危机，也译为次债危机。它是指一场发生在美国，因次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引起的风暴。它致使全球主要金融市场隐约出现流动性不足危机。美国次贷危机是从2006年春季开始逐步显现的。2007年8月席卷美国、欧盟和日本等世界主要金融市场。

引起美国次级抵押贷款市场风暴的直接原因是美国的利率上升和住房市场持续降温。次级抵押贷款是指一些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，利息上升，导致还款压力增大，很多本来信用不好的用户感觉还款压力大，出现违约的可能，对银行贷款的收回造成严重消极的影响。

美国次级抵押贷款市场通常采用固定利率和浮动利率相结合的还款方式，即购房者在购房后头几年以固定利率偿还贷款，其后以浮动利率偿还贷款。

在2006年之前的5年里，由于美国住房市场持续繁荣，加上前几年美国利率水平较低，美国的次级抵押贷款市场迅速发展。

随着美国住房市场的降温，尤其是短期利率的提高，次级抵押贷款的还款利率也大幅上升，购房者的还贷负担大大加重。同时，住房市场的持续降温也使购房者出售住房或者通过抵押住房再融资变得困难。这种局面直接导致大批次级抵押贷款的借款人不能按期偿还贷款，进而引发次贷危机。

## ■ 次贷危机的通俗解答

在美国，贷款是非常普遍的现象，从房子到汽车，从信用卡到电话账单，贷款无处不在。当地人很少全款买房，通常都是长时间贷款。可是我们也知道，在美国失业和再就业是很常见的现象。这些收入并不稳定甚至根本没有收入的人，他们怎么买房呢？因为信用等级达不到标准，他们就被定义为次级信用贷款者，简称次级贷款者。

大约从10年前开始，那个时候贷款公司漫天的广告就出现在电视上、报纸上、街头，抑或在你的信箱里塞满诱人的传单：

“你想过中产阶级的生活吗？买房吧！”

“积蓄不够吗？贷款吧！”

“没有收入吗？找阿牛贷款公司吧！”

“首付也付不起？我们提供零首付！”

“担心利息太高？头两年我们提供3%的优惠利率！”

“每个月还是付不起？没关系，头24个月你只需要支付利息，贷款的本金可以两年后再付！想想看，两年后你肯定已经找到工作或者被提升为经理了，到时候还怕付不起？”

“担心两年后还是还不起？哎呀，你也真是太小心了，看看现在的房子比两年前涨了多少，到时候你转手卖给别人啊，不仅白住两年，还可能赚一笔呢！再说了，又不用你出钱，我都相信你一定行的，难道我

敢贷，你还不敢借？

在这样的诱惑下，无数美国市民毫不犹豫地选择了贷款买房。（你替他们担心两年后的债务？向来自我感觉良好的美国市民会告诉你，演电影的都能当上州长，两年后说不定我还能竞选总统呢。）

阿牛贷款公司短短几个月就取得了惊人的业绩，可是钱都贷出去了，能不能收回来呢？公司的董事长阿牛先生，那也是熟读美国经济史的人物，不可能不知道房地产市场也是有风险的，所以这笔收益看来不能独吞，要找个合伙人分担风险才行。于是阿牛找到美国经济界的带头大哥——投行。这些家伙可都是名字响当当的主儿（美林、高盛、摩根），他们每天做什么呢？就是吃饱了闲着也是闲着，于是找来诺贝尔经济学家，找来哈佛教授，用上最新的经济数据模型，一番鼓捣之后，弄出几份分析报告，从而评价一下某某股票是否值得买进，某某国家的股市已经有了泡沫，一群在风险评估市场里面骗吃骗喝的主儿，你说他们看到这里面有风险没？用脚都看得到！可是有利润啊，那还犹豫什么，接手搞吧！于是经济学家、大学教授以数据模型、老三样评估之后，重新包装一下，就弄出了新产品——CDO（Collateralized Debt Obligation，债务抵押债券），说穿了就是债券，通过发行和稍售这个 CDO 债券，让债券的持有人来分担房屋贷款的风险。

光这样卖，风险太高还是没人买啊，假设原来的债券风险等级是 6，属于中等偏高。于是投行把它分成高级和普通 CDO 两个部分，发生债务危机时，高级 CDO 享有优先赔付的权利。这样两部分的风险等级分别变成了 4 和 8，总风险不变，但是前者就属于中低风险债券了，凭投行三寸不烂“金”舌，当然卖了个满堂彩！可是剩下的风险等级 8 的高风险债券怎么办呢？

于是投行找到了对冲基金，对冲基金又是什么东东那可是在全世界金融界买空卖多、呼风唤雨的角色，过的就是刀口舔血的日子，这一点

风险小意思！于是凭借着老关系，在世界范围内找利率最低的银行借来钱，然后大举买入这部分普通 CDO 债券。2006 年以前，日本央行贷款利率仅为 1.5%；普通 CDO 利率可能达到 12%，所以光靠利息差对冲基金就赚得盆满钵满了。

这样一来，奇妙的事情发生了。2001 年年末，美国的房地产一路狂升，短短几年就翻了一倍多，这样一来就如同阿牛贷款公司开头的广告一样，根本不会出现还不起房款的事情，就算没钱还，把房子一卖还可以赚一笔钱。结果是从贷款买房的人，到阿牛贷款公司，到各大投行，到各个银行，到对冲基金，人人都赚钱，但是投行却不太高兴了！当初是觉得普通 CDO 风险太高，才扔给对冲基金的，没想到这帮家伙比自己赚的还多，净值一个劲地涨，早知道自己留着玩了，于是投行也开始买入对冲基金，打算分一杯羹了。这就好像“老黑”家里有馊了的饭菜，正巧看见隔壁邻居那只讨厌的小花狗，本来打算毒它一把，没想到小花狗吃了不但没事，反而还越长越壮了，“老黑”这下可蒙了，难道馊了的饭菜营养更好？于是自己也开始吃了！

这下又把对冲基金乐坏了！他们是什么人？手里有 1 块钱，就能想办法借 10 块钱来玩的土匪啊，现在拿着抢手的 CDO 还能老实？于是他们又把手里的 CDO 债券抵押给银行，换得 10 倍的贷款，然后继续追着投行买普通 CDO。嘿，当初可是签了协议，这些 CDO 都归我们的！投行心里那个不爽啊，除了继续闷声买对冲基金之外，他们又想出了一个新产品，就叫 CDS（Credit Default Swap，信用违约交换）好了，华尔街就是这些天才产品的温床：不是都觉得原来的 CDO 风险高吗？那我投保好了，每年从 CDO 里面拿出一部分钱作为保金，白送给保险公司，但是将来出了风险，大家一起承担。

保险公司想，不错啊，眼下 CDO 这么赚钱，1 分钱都不用出就分利润，这不是每年白送钱给我们吗？干了！

对冲基金想，不错啊，已经赚了几年了，以后风险越来越大，光是分一部分利润出去，就有保险公司承担一半风险，干了！

于是再次皆大欢喜，CDS 也卖火了！但是事情到这里还没有结束：因为“聪明”的华尔街人又想出了基于 CDS 的创新产品！我们假设 CDS 已经为我们带来了 50 亿元的收益，现在我新发行一个“三毛”基金，这个基金是专门投资买入 CDS 的，显然这个建立在之前一系列产品之上的基金的风险是很高的，但是我把之前已经赚的 50 亿元投入作为保证金，如果这个基金发生亏损，那么先用这 50 亿元垫付，只有这 50 亿元亏完了，你投资的本金才会开始亏损，而在这之前你是可以提前赎回的。首发规模 500 亿元。天哪，还有比这个还爽的基金吗？1 元面值买入的基金，亏到 0.90 元都不会亏自己的钱，赚了却每分钱都是自己的！评级机构看到这个天才设想，简直是毫不犹豫：给予 AAA 评级！

结果这个“三毛”可卖疯了，各种养老基金、教育基金、理财产品，甚至其他国家的银行也纷纷买入。虽然首发规模是原定的 500 亿元，可是后续发行了多少亿，简直已经无法估算了，但是保证金 50 亿元却没有变。如果现有规模 5000 亿元，那保证金就只能保证在基金净值不低于 0.99 元时，你不会亏钱了。

当时间走到了 2006 年年底，风光了整整 5 年的美国房地产终于从顶峰重重摔了下来，这条食物链也终于开始断裂。因为房价下跌，优惠贷款利率的时限到了之后，先是普通民众无法偿还贷款，然后阿牛贷款公司倒闭，对冲基金大幅亏损，继而连累保险公司和贷款的银行，花旗、摩根相继发布巨额亏损报告，同时投资对冲基金的各大投行也纷纷亏损，然后股市大跌，民众普遍亏钱，无法偿还房贷的民众继续增多……最终，美国次贷危机爆发。

2001—2005 年在低利率环境中，美国的房市进入了繁荣时代。次

级房贷让原本不能申请房贷的低收入阶层也拥有了自己的房地产。只要房价不断上涨，借款者就可用房产作抵押借新还旧或出售房地产来规避可能的违约风险。

房贷金融机构，则纷纷将次级和次优住房贷款市场作为新的利润增长点。尽管次级贷的违约率较高，但房贷金融机构可以通过出售贷款或证券化的方式，将风险转移给资本市场。但所有的这一切都存在一个问题，也是这个游戏不可持续的根本原因——房地产市场必须永远上涨，不要说下跌，稳定都不行……2000年下半年，美国经济结束了长达10年的高速增长期，加上突如其来的“9·11”事件，严重挫伤了消费者和投资者的信心，2001年第3季度，出现了1.3%的负增长。

随后，美国政府为挽救经济采取了一系列措施，包括连续13次降低美联储基金利率，一度降到1%。低利率一方面提振了美国经济，同时也引起了资产价格上涨，2003—2006年4年间房价涨幅超过50%！房贷金融机构在巨大利益的驱动下，纷纷推出次级和次优住房贷款。申请次级贷款的购房者往往是低收入阶层，在贷款初期也难以承受较高的本息支付。为此，抵押贷款机构开发了形形色色的新兴的抵押贷款产品。这些次级房贷大多以可调整利率为主，市场利率的走低导致借款成本降低，吸引了大量低收入人群。仅2006年，就有约400万个家庭为购房接受了贷款公司向他们努力兜售的高价贷款。这些高价贷款的利率至少超过正常贷款3%。

借贷行为至此并不是终点。次级贷款贷出后，房利美、房地美等机构大量收购住房贷款，一方面转移了贷款发放机构的风险，另一方面又为贷款发放机构提供了源源不断的资金，支撑它们发放更多的住房贷款。然而，美国次级抵押贷款在住房抵押贷款中所占的份额并不大，至2006年第四季度该比例接近15%，据此可以估算在美国资本市场中的份额更低。但次级抵押贷款为何能引发全球金融市场的动荡呢？“只要



资产能产生稳定的现金流，将它证券化！”一直以来，资产证券化都是华尔街变现的不二法门。自 20 世纪 70 年代初第一笔资产证券化面世，其发展就一直未曾停息。

在次贷危机的演化过程中，证券化工具不断推动次贷膨胀。投资银行从房贷提供商买入次级贷款，经过重新分类、信用增级等包装后，形成次级按揭贷款债券（简称次级债）并出售。次级住房贷款证券大约占住房贷款证券化市场的 14%—20%。次级债券经再证券化后成为含有次级债的 CDO。CDO 按基础资产的评级分为高等级和夹层，高等级住房贷款抵押债权以评级为 A 以上的住房贷款为基础，夹层的基础资产是评级主要为 BBB 的住房贷款。按风险打包后的 CDO 出售给不同风险偏好的投资人，并由此将这些基础资产的信用风险转移。

在利率产品类别中，“利率掉期”占绝对优势。“利率掉期”的主要形式是，在一定期限内，用“浮动利息现金流”去交换“固定利息现金流”，交易一般不涉及本金。其主要用途是以“更低的成本”来“模拟”长期固定利率债券的运作。使用这种工具最多的就是美国两大 GSE（Government Sponsored Entity）公司——房地美和房利美。这两家超级金融公司用发行短期债券来资助 30 年固定利息的房地产贷款，辅之以“利率掉期”来对冲未来利率变化的风险。

20 年前，全世界的金融衍生产品的名义价值总额几乎为零，到 2006 年，已经达到 370 万亿美元，相当于全世界的 GDP 总和的 8 倍多！金融衍生产品的不断交易和滚动，无异于一场豪赌，在空和多的简单选择下，内部风险高速聚积。当房地产市场发生趋势性的变化后，危机开始显示出来……

20 世纪 90 年代以来，住房信贷迅猛发展。次级房贷规模从 1994 年的 35 亿美元、约占美国家庭住房贷款总额的 4.5%，发展到 2006 年的 6000 亿美元和 20%。截至 2007 年上半年，美国次贷余额为 1.5 万亿美