

普
华
经
营

正略钧策
ADFAITH

贪婪还是恐惧，华尔街是如何坠落的
自我保护还是协作共度，世界经济如何蹚过危机这条河

金融业 反思与复兴

熊平安 秦月星/编著

人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

金融业 反思与复兴

熊平安 秦月星/编著



人民邮电出版社

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

金融业反思与复兴 / 熊平安, 秦月星编著. —北京: 人民邮电出版社, 2009. 4

ISBN 978-7-115-20478-3

I. 金… II. ①熊…②秦… III. 金融危机—研究—世界
IV. F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 027653 号

内 容 提 要

危机往往潜伏于繁荣之中, 而复兴也往往起步于衰退的低点。本书通过对 2007 年开始 2008 年全面形成的, 近几十年来最为严重的金融危机的回顾, 分析了危机的源起、爆发的过程以及各国在危机应对时的交锋与协作, 对于后危机时代的全球金融业的形势做了展望和预期, 同时也指出了中国经济以及中国金融业所面临的挑战与机遇。

本书适合金融危机研究人员以及所有对经济问题和未来经济发展趋势感兴趣的读者和金融业从业人员参考阅读。

金融业反思与复兴

◆ 编 著 熊平安 秦月星

责任编辑 王飞龙

◆ 人民邮电出版社出版发行 北京市崇文区夕照寺街 14 号

邮编 100061 电子函件 315@ptpress.com.cn

网址 <http://www.ptpress.com.cn>

北京隆昌伟业印刷有限公司印刷

◆ 开本: 700 × 1000 1/16

印张: 14

2009 年 4 月第 1 版

字数: 200 千字

2009 年 4 月北京第 1 次印刷

ISBN 978-7-115-20478-3/F

定 价: 29.80 元

读者服务热线: (010) 67129879 印装质量热线: (010) 67129223

反盗版热线: (010) 67171154

前 言

在 1997 年的东南亚金融危机爆发 10 周年之际，在国际金融中心的核心地带——美国，爆发了次贷危机，这令许多人始料未及。

金融危机愈演愈烈，关于危机的根源大家见仁见智。我们认为，次贷危机的直接原因是利率快速提高而导致的房价下跌，但金融危机的根源则是全球信用软约束与国际货币体系的固有缺陷。国际储备货币（以美元为主）的超额发行、极度宽松的货币政策以及金融管制的放松，导致全球范围的流动性过剩，大量资本流入美国，不仅为美国财政赤字和贸易赤字提供融资，而且还压低了资金成本、助长了投机，造成虚拟资本严重背离实体经济基本面，市场无法结清。此外，金融监管缺位、国际信用评级不公正也都难辞其咎。

在信心缺失、流动性匮乏的影响下，次贷危机从局部金融市场向整个金融市场蔓延。自 2007 年 8 月爆发危机以来，国际金融机构几乎都遭受了较大损失，国际金融市场动荡不安。特别是 2008 年 9 月，美国四大投资银行（不算年初被贱卖的贝尔斯登）全军覆没引发华尔街金融海啸，次贷危机全面升级为信用危机。据标准普尔公司统计，2008 年全球股市市值蒸发 17 万亿美元，其中美股市值蒸发 7.3 万亿美元。次贷危机还通过国际贸易和资本流动等途径冲击着实体经济，造成美国、日本、欧元区经济步入衰退，新兴市场国家经济出现大幅度下滑。据国际货币基金组织 2008 年 11 月份预测，2009 年世界经济增长率仅为 1.4%，其中发达经济体经济收缩

1.1%（美国、日本、欧元区经济增长率分别为 - 1.5%、- 0.9%、- 1.2%），新兴市场与发展中经济体经济增长率为 4.1%。金融危机还可能造成社会危机，使许多人失去工作、失去家园。2008 年，美国有 400 万人失去住房，260 万人失去工作，其中，2008 年 12 月份美国失业率高达 7.2%，是 1993 年以来的最高水平。

针对不断恶化的金融危机，各国都采取了应对措施，从传统的注入流动性、降低基准利率、减税，到非常规的改变股票市场交易规则、政府接管金融机构。更重要的是，国际社会首次联手应对危机，主要工业国家联手注资、同时降息，甚至与主要发展中国家一起首次举行二十国集团领导人峰会。毋庸置疑，上述措施在短期内对缓解危机发挥了作用。然而，引发危机的创新金融产品的复杂性、美国救助措施的滞后性以及国际货币基金组织的无所作为，导致危机救助的最佳时机被一再错失。“救市如救火”，但美国政府对接管房利美和房地美的决策却花去近两个月的时间，而此间因信心丧失、投资者抛售股票，两公司股价已跌得所剩无几，导致所有持有“两房”股票的公司资产迅速恶化，这直接引爆了 2008 年 9 月份的华尔街金融海啸。面对美国第四大投行雷曼兄弟公司的困境，美国政府置若罔闻，任其倒闭，这是引起全球信任危机、信用枯竭的重要因素。

次贷危机的影响是系统性、全方位的。危机造成了全球性信贷紧缩、美元汇率跌宕起伏、国际大宗商品价格大幅波动。短短几个月，国际油价经历“过山车”，从最高点每桶 147 美元跌入 30 多美元，世界经济也由 2008 年上半年的通货膨胀担忧转变为如今的通货紧缩担忧。金融周期与经济周期形成共振，对中小经济体（如冰岛、韩国）造成巨大冲击。

次贷危机对中国经济影响之大也是出乎意料的。早先出现的“脱钩论”

以世界经济多元化为前提，认为包括中国在内的新兴市场国家经济能够躲过此次危机之劫，继续保持快速增长，并将引领世界经济运行在稳定增长的轨道上。然而，从根本上看，世界经济尚未实现多元化，美国、欧盟、日本仍处于三足鼎立状态，这三个区域的经济收缩必然会影响全球有效需求。毫无疑问，在发达国家减少消费需求的情况下，以出口导向为经济增长方式的新兴市场经济体无异于遭受了“灭顶之灾”——出口减少、外贸企业倒闭、经济下滑、工人失业，当前我国正在经历着这一切。针对这一情况，我国政府调整了宏观经济政策，实施积极的财政政策和适度宽松的货币政策，并出台了包括4万亿投资在内的一系列经济刺激方案，旨在通过大力兴建国内基础设施，特别是与民生工程相关的基础设施，刺激国内投资需求和消费需求，在确保经济较快平稳增长的基础上，促进经济增长模式的转变。

客观地说，尽管危机对我国造成较大影响，但从全球范围看，中国仍然是经济发展最快的地方，中国有巨额外汇储备，有广大的国内市场，有大量、多层次的人才，中国有理由、有信心克服危机的影响，实现经济较快平稳增长。

金融危机带来的不仅仅是挑战，更多的是发展机遇。危机期间，国际社会迫切需要中国提供救助，这为中国树立负责任的大国形象提供了良好的机会。同时，在危机救助过程中，中国金融资本可打破过去美欧等地区的投资保护主义的枷锁，按商业性原则在全球范围内进行投资，实现长期经济利益最大化。此外，危机带来的思考是多方面的，中国经济发展模式、中国金融业的发展和人民币国际化、中国如何参与国际经济事务等问题再一次成为焦点，迫切需要我们认真思考、积极部署。短期看，我们应充分

挖掘国内有效需求，深化税制改革，增加居民可支配收入，继续完善社会保障体系，为富民强国奠定基础。长期来看，中国最终要发展成为世界经济强国、参与国际规则制定、与“狼”共舞，因此当前应促进金融创新、大力发展金融，并通过金融渠道来配置国内、国际资源。同时，我国的金融机构应积极参与国际财经合作，努力谋取我们的话语权，为实现国家利益最大化做充足的准备。若如此，中华民族的伟大复兴并不遥远。

金融危机仍在蔓延，未来发展趋势值得继续关注。因水平有限、时间匆促，文中不当之处，敬请批评指正。本书在写作过程中得到许多专家的指导，在此一并感谢。

目 录

第一章 从非理性繁荣到金融危机 /1

第一节 为什么是美国 /4

次贷危机的导火索 /4

次贷危机的根源 /9

金融监管缺位难辞其咎 /15

信用评级机构普遭质疑 /18

第二节 为什么不是中国 /23

强健的经济增长是基础 /23

金融改革和发展是保障 /27

第三节 与东南亚金融危机的对比 /31

东南亚金融危机是无硝烟的金融战争 /32

次贷危机与东南亚金融危机比较分析 /37

金融危机引发的思考 /40

第二章 从金融危机到经济危机 /45

第一节 次贷危机拉开世界经济调整的序幕 /47

美元汇率触底反弹 /48

国际商品价格经历过山车 /50

发达经济体步入衰退 /51

发展中经济体被动遭受风险转嫁 /55

第二节 金融危机首先会影响哪些行业 /58

金融危机对美国各行业的影响	/58
金融危机对中国各行业的影响	/69
第三节 金融危机中谁主沉浮	/80
“黄金降落伞”下的金融精英	/80
金融危机冲击着弱势群体	/83
中国金融从业者能否成为金融危机的弄潮儿	/88
第三章 全球救市总动员	/93
第一节 国内层面救助措施不拘一格	/96
中央银行的救助措施	/96
财政部门的救助措施	/100
其他救助措施	/101
第二节 国际层面政策协调	/103
国际经济政策协调的必要性	/104
西方国家的联合行动	/107
二十国集团金融市场与世界经济峰会	/110
达沃斯世界经济论坛年会	/116
第三节 中国的应对措施	/119
2008 年的喜与悲	/120
中国的应对措施	/122
中国有多少贸易投资可以重来	/128
第四节 危机应对措施初步分析	/132
流动性瞬间逆转始料未及	/133
美国政府危机施救缓慢的副作用	/135
国际货币基金组织未能发挥应有作用	/137
应对措施效果分析	/138

第四章 最糟糕的阶段在哪里	/143
第一节 是谁蒙住我们的双眼	/145
金融危机的必然性	/146
金融危机的隐蔽性	/149
次贷危机何去何从	/154
第二节 蹚过危机“这条河”	/160
谁在危机中哭泣	/160
中国难以忍受之痛	/165
中国可以承受之重	/171
第五章 后危机时代的重塑之路	/177
第一节 交锋：向左还是向右	/179
金融业是否继续开放	/179
人民币汇率是升还是贬	/183
政府和市场：谁说了算	/188
第二节 富民强国之举	/191
继续提高居民可支配收入	/192
逐步完善社会保障体系	/196
第三节 伟大复兴之路	/200
金融强国的战略部署	/200
参与国际经济治理	/204
参考文献	/209
致 谢	/211

第一章

从非理性繁荣到金融危机

健康的金融体系运转状态都是相似的，而金融危机的缘起却各有各的不同。健康的金融服务是经济运行的血液，是资源配置的有效手段；然而金融危机的缘起却有各不相同的内因和外因。特别在经济自由化和金融一体化不断推进的过程中，金融危机犹如幽灵，时不时出没于世界经济的某个角落。自 20 世纪 80 年代以来，全球范围内先后爆发了 1982 年拉美债务危机、1992 年英镑危机、1994 年墨西哥金融危机、1997 年东南亚金融危机、1998 年俄罗斯金融危机以及 2001 年阿根廷金融危机等。2007 年 8 月，正当人们在纪念东南亚金融危机爆发 10 周年之际，世界金融核心地带——美国爆发了次贷危机。次贷危机蔓延一年之后，非但没有结束的迹象，反而全面升级演变为金融危机，大肆践踏着国际金融体系、吞噬着国际金融机构，导致全球金融市场系统性地大幅度下挫。本次金融危机造成美国、欧盟和日本经济相继步入衰退，全球需求全面紧缩，世界经济大幅度下滑，金融危机甚至可能向社会危机转化。

金融危机造成的损失是巨大的，而危机带来的思考更是深刻的。与以往的危机相比，次贷危机的爆发并没有受到外部投机资金的攻击；世界经济虽然不平衡，但是却呈现出“高增长、低通胀”的良好发展态势。曾几何时，人们为人类克服世界经济周期的桎梏而沾沾自喜，甚至国际货币基金组织、世界银行以及联合国等国际机构也对世界经济的未来充满信心。然而金融危机恰恰在此时爆发了，而且爆发在国际金融中心的核心地带，造成国际金融体系动荡不安，甚至危及现有的国际货币体系。人们禁不住要问：美国怎么了？

第一节 为什么是美国

美国是当仁不让的现代国际金融中心，具有先进的金融资产管理理念、高效的金融市场、持久的金融创新动力，更为关键的是，美国聚集了世界上最优秀的金融高端人才。正因为此，美国成为了国际资本的乐园，全球资本通过各种途径流入美国，甚至世界上最不发达的撒哈拉以南非洲受援国，其接受的国际官方发展援助（ODAs）也辗转流入美国。据联合国统计，次贷危机爆发前的2006年，撒哈拉以南非洲国家资金净流出额为101亿美元^①。

流入美国的国际资本，为美国政府（财政赤字）和美国人民（贸易赤字）的超前消费提供融资，但并没有流入实体经济部门，而是在金融体系内经金融创新实现多次循环，并推高了各类金融资产的价格，也助长了投资者的疯狂，美国经济呈现出繁荣景象。然而，随着资产泡沫不断膨胀，美国金融市场最薄弱的环节——次级住房抵押贷款市场因美元利率急速上调而出现流动性问题，并在恐慌心理作用下，局部的次贷危机蔓延成全球的金融危机。美国利率上升与房价下跌只是次贷危机爆发的导火索，次贷危机深层次的原因却是多方面的。

次贷危机的导火索

美联储旨在应对通货膨胀压力而连续大幅度提高联邦基准利率，导致房地产价格下挫、次级住房抵押贷款出现流动性问题，这是引发次贷危机的导火索。

^① 联合国：《世界经济形势和展望》，2007年1月

从互联网泡沫到房地产泡沫

互联网泡沫破灭之前,《商业周刊》主编斯蒂芬·谢波德称美国经济为“新经济”,表现为实际 GDP 大幅度增长、公司利润率持续上涨、低失业率与低通货膨胀率并存、进出口量占 GDP 的比例增加、高科技行业对 GDP 增长率的贡献度持续上升^①。“新经济”是“市场+政府”的混合经济模式日趋成熟的经济,以信息革命和开放市场为基础,实现产业结构不断优化升级。“新经济”为美国经济带来了奇迹,截至 2000 年,美国经济呈现出高速增长、低通胀、低失业率的良性发展状态。然而,“新经济”随着互联网泡沫的破灭而消失,美国经济也因失去持续增长的动力而陷入衰退,经济 GDP 增长速度由 2000 年的 3.66% 迅速降至 2001 年的 0.75%,失业率则由 2000 年的 3.97% 升至 4.74% (如图 1-1 所示)。

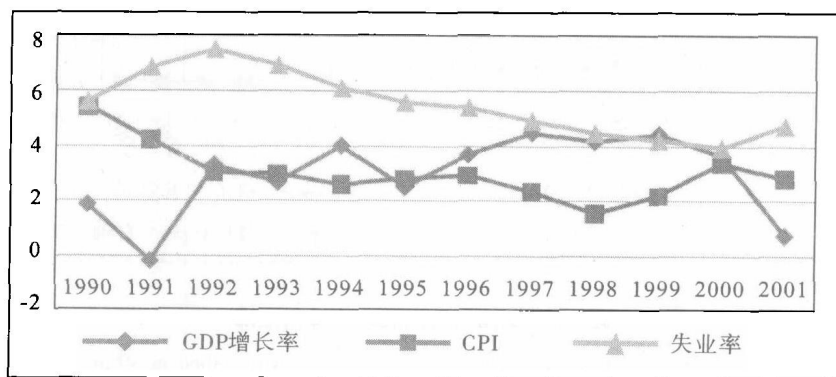


图 1-1 “新经济”带来的奇迹

资料来源:根据国际货币基金组织《国际金融统计》数据整理。

^① Stephen B. Shepard, The New Economy: What It Really Means, Business Week, 1997. 11. 17, P38.

为了防止经济步入持续衰退，美国选择将房地产市场作为新的经济增长点，通过降低利率、减少购房费税、放松管制等手段促进房地产市场的投资与消费，以此拉动经济增长。自2001年1月至2003年6月，美联储连续13次下调联邦基金利率，从6.5%降至1%的历史最低水平，并实施了长达一年的1%利率。房贷利率随着联邦基金利率的下调而下降，从2001年的6.94%降至2005年的5.85%，购房费税占总房价比率也相应从0.53%降至0.38%（如图1-2所示）。

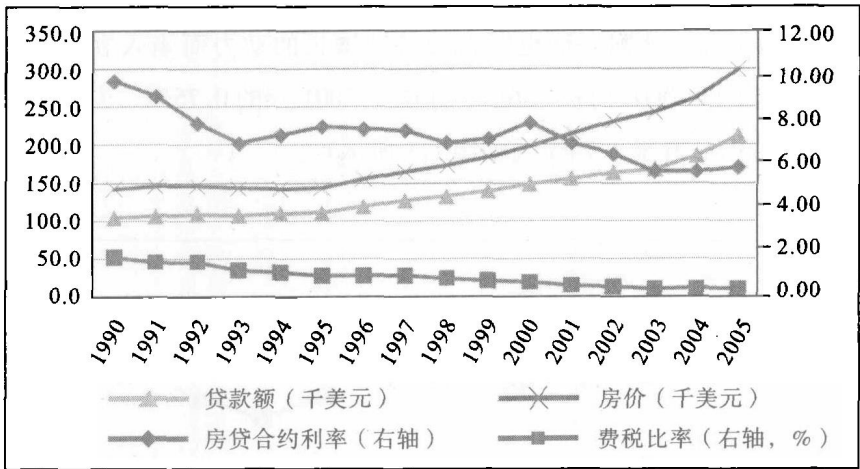


图 1-2 美国房价随利率下降而上涨

资料来源：美国联邦住房监管办公室，http://www.ofheo.gov/hpi_download.aspx。

在降低利率的同时，房地产贷款机构还通过金融创新等手段，降低贷款标准以不断扩大房地产市场的消费需求 and 投资需求。通过创新，美国房地产抵押贷款市场被分割为三个层次。第一层次是优质贷款市场（Prime Market），面向信用等级高（信用评分在660分以上）、收入稳定可靠的优

良客户。这些人通常还款能力较强，主要采用较长贷款期限（30 年或 15 年）的固定利率按揭贷款。第二层次是 Alt - A (Alternative - A) 贷款市场。这个市场贷款对象是信用评分在 620 到 660 之间的客户，也包括信用评分虽然高于 660 分，但是不能或不愿意提供收入证明的客户。由于信用评分降低，这一市场贷款利率比优质市场高 1 ~ 2 个百分点。第三层次是次贷市场 (Sub - prime Market)。次贷市场面向信用评分低于 620 分、收入证明缺乏、负债较重的人。同样，因信用评分低，次贷市场利率比优质贷款产品高 2 ~ 3 个百分点。Alt - A 和次贷市场贷款人还款能力较弱，往往选择形式复杂、风险较大的创新贷款工具。

为了让更多人能够成为房地产市场潜在的需求者，美国房贷市场通过创新，允许借款人在初期偿还额中，可不归还贷款本金，即无本金贷款；或者，允许借款人在初期偿还额中，可不完全归还贷款利息，即可调整利率贷款。无本金贷款确保借款人在初期的还款压力很低，但是初期未能归还的利息被滚动计入本金，这种“利滚本”的方式使得贷款本金不断上升。对于可调整利率贷款，借款人在开始约定的几年内，只需归还较低固定利率的按揭，过了约定期限后，贷款将被重新逐年调整利率，还款利率也将急剧上升。

美国政府旨在促进房地产市场繁荣的措施发挥了效用。从 2001 年到 2005 年的房地产市场繁荣，使美国售房价格及其贷款额大幅度增加，分别从 2001 年的 21.55 万美元和 15.57 万美元增加到 2005 年的 29.98 万美元和 21.19 万美元（如前页图 1-2 所示）。

都是房价惹的祸吗

次贷危机爆发于次级住房抵押贷款市场，其直接导火索是利率上升与房价下跌。房地产市场繁荣带动美国经济快速复苏，而与之相伴的则是通货膨胀压力抬头，消费价格指数由 2002 年的 1.60% 提高到 2005 年的