

美国“血流不止”，全球“元气大伤”，中国能“一枝独秀”吗？

华尔街的没落

——透析美国次贷危机与中国经济走向

张明 郑联盛 著

2008年9月是一段令华尔街刻骨铭心的日子，往日叱咤风云的五大投资银行——高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和贝尔斯登——至此全部黯然退出历史舞台。



中国财政经济出版社

美国“血流不止”，全球“元气大伤”，中国能“一枝独秀”吗？

华尔街的没落

——透析美国次贷危机与中国经济走向

2008年9月是一段令华尔街刻骨铭心的日子，往日叱咤风云的五大投资银行——高盛、摩根士丹利、美林、雷曼兄弟和贝尔斯登——至此全部黯然退出历史舞台。

张 明 郑联盛 著

中国财政经济出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

华尔街的没落：透析美国次贷危机与中国经济走向/张明，郑联盛著. —北京：中国财政经济出版社，2009. 1

ISBN 978 - 7 - 5095 - 1148 - 0

I. 华… II. ①张…②郑… III. ①住房抵押贷款 - 金融危机 - 研究 - 美国
②经济 - 研究 - 中国 IV. F837.124 F12

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 202762 号

责任编辑：付克华

责任校对：李 丽

封面设计：大盟文化公司

版式设计：兰 波

中国财政经济出版社出版

URL: <http://www.cfeph.cn>

E-mail: cfeph@cfeph.cn

(版权所有 翻印必究)

社址：北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮政编码：100142

发行处电话：88190406 财经书店电话：64033436

涿州市新华印刷有限公司印刷 各地新华书店经销

787 × 1092 毫米 16 开 12.5 印张 250 000 字

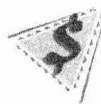
2009 年 1 月第 1 版 2009 年 1 月涿州第 1 次印刷

印数：1 - 5 060 定价：32.00 元

ISBN 978-7-5095-1148-0 / F · 0966

(图书出现印装问题，本社负责调换)

本社质量投诉电话：010-88190744



序

美国金融危机尚未谢幕，但剧终之后世界经济会何去何从，已经需要预做准备。

美国金融危机的演变，犹如多米诺骨牌的倒塌。风起于青萍之末。2006年下半年美国次级住房抵押贷款的违约率已经开始不断攀升。第一张倒掉的牌是专门发放次级抵押贷款的房地产金融机构。早在2007年4月，作为美国第二大次级抵押贷款金融机构的新世纪金融公司申请破产保护，并引发了其他房地产贷款金融机构的破产。第二张倒掉的牌是专门投资高风险的次级抵押贷款金融产品的对冲基金。2007年7月，正是由于美国第五大投资银行贝尔斯登旗下两家对冲基金出现巨额亏损，才引发了全球金融市场的恐慌。第三张倒掉的牌是投资银行。由于投资银行深度涉及次级贷款金融产品，当金融市场上次级贷款金融产品的价格缩水之后，投资银行出现了亏损，需要做资本减计，同时由于风险管理的要求，不得不降低财务杠杆，从而迫使投资银行在金融市场上大量抛售风险资产，这又引发了其他金融资产价格的下跌。第四张倒掉的牌是房利美和房地美。这两家公司的倒台，意味着危机已经不再是单纯的次级贷款危机，而是同时动摇金融市场和房地产市场的大地震。第五张倒掉的牌是美国最大的保险公司AIG。AIG豪赌CDS市场，最终输得血本无归。第六张牌倒掉的是货币市场。美国企业主要依赖货币市场融资，很多大企业是在货币市场上发行短期商业票据，以应付购买原材料、支付工人工资等资金需求。但是，雷曼兄弟破产之后，货币市场上的资金突然“人间蒸发”，这使得很多实体企业遇到了严重的流动性短缺。



华尔街上已经是风声鹤唳、草木皆兵。为了克服市场上的恐慌，美国出台了高达 7000 亿美元的救市计划。但是，华尔街对这一救市计划的“欢迎”是一跌再跌。美国的住房价格可能还会继续下跌 10%—15%，等待救助的商业银行和企业排起了长队，失业率居高不下，种种迹象表明，“病来如山倒，病去如抽丝”，美国将进入长期的经济衰退。

2 | 全球经济增长的黄金时期已经一去不复返了。过去十多年，全球经济出现了难得的高速增长。不仅美国经济欣欣向荣，中国和印度也开始发力追赶，俄罗斯、巴西、澳大利亚、中东等资源 and 能源出口国更是赚得盆满钵满。这段时期不仅全球经济增长速度很高，而且通货膨胀率也维持在较低的水平。《纽约时报》记者托马斯·弗里德曼的畅销书《世界是平的》将这一切归功于 IT 技术带来的生产方式革命。IT 技术和互联网创造了一个全球竞争的平台，使得生产方式打破了过去的流水线模式，代之以“拼积木”的新型生产方式。生产的链条可以被拆开，拆成一个个部件，放在全球各个地方生产，最后再重新组装起来。于是，普天之下，每一个国家、每一个企业都可以充分地参与到全球分工之中，世界经济的竞技场被铲平了。

但是，在繁荣的全球经济头顶上高悬着一柄达摩克利斯之剑。这就是全球国际收支失衡。美国的贸易逆差越来越大，而中国和其他国家的贸易顺差越来越大。这种格局注定是不可持续的，因为我们找不到收敛解。但是，在高速经济增长时期，你无法劝说人们调整固有的生活方式。让美国人多储蓄些，少消费些？美国人是不会答应的。有来自中国的物美价廉的进口商品，有各国的人们把钱借给美国人，他们为什么要停止挥霍呢？让中国人多消费些，少出口些？中国人也不会答应的。我们好不容易搭上了全球经济的快车，好不容易挣到了美元，怎么能够洗手不干呢？

泛滥的美元和低估的人民币汇率，加剧了这种全球国际收支失衡。泛滥的美元在美国国内推高了房地产价格，在国际上推高了石油、农产品和其他初级产品的价格。泛滥的美元游走世界，创造了“新兴市场”、“金砖四国”、“边疆市场”（Frontier Market）等令人心潮澎湃的



概念。汇率的低估，加剧了资源的错误配置。大量的资金、资源和劳动力汇集到沿海地区、涌入制造业部门，使得中国经济的天平越来越倾斜。

美国经济在遭遇这场金融危机之后，将进入一次漫长的调整。与2000年网络泡沫崩溃之后不同的是，这次的金融危机直接打击了美国的消费。收入的下降以及未来收入进一步下降的预期将使得美国人被迫调整其生活方式，美国人应学会多存钱、少花钱了。这一改变将使得美国的贸易逆差减少。事实上，过去两年美国贸易逆差的减少速度已经出乎大多数经济学家的预测。但如果消费下降，又如何刺激美国经济增长呢？靠出口拉动经济增长几乎是不可能的，因为这次金融危机已经引起全球性的经济衰退。事实上，唯一有可能拯救美国的就是再出现一次比IT技术更灿烂的技术革命。

美国金融危机的余震仍然不断出现。包括东欧、俄罗斯、印度、韩国、越南、巴西等“新兴市场”都可能会在余震中受到打击。华尔街的钱没有了，欧美投资者很可能会从境外抽回资金。对于这些严重依赖外资的新兴市场来说，一旦资本流动出现逆转，金融危机将接踵而至。美国现在采取的是极其扩张的货币政策。伯南克几乎像是开着直升飞机从天空中抛售货币。由于现在货币需求几乎为无穷大，所以这样的政策并没有引发通货膨胀。但一旦金融危机尘埃落定，会出现什么情况？是美国迅速出现通货膨胀的野火，还是会出现大量的套利交易？过去几年，日本的利率非常之低，所以很多投机者在日本借入日元，然后换成其他货币，赚取利差。如果美国仍然维持低利率政策，是否会出现类似的套利交易？如果是这样的话，野火就会被引到其他国家。

关注美国金融危机，是为了制定中国的对策。就在2008年上半年，来自美国金融海啸的冲击尚未显示，但就在最近两个月，信心突然出现逆转。很多企业家都说，过了“十一”长假，局面完全变了，之前还是一片光明，“十一”之后好像灯被拉灭了，眼前一片黑暗。

美国金融危机对中国的影响，一是通过金融渠道。中国2万亿美元的外汇储备处于深度套牢的尴尬局面。而且，随着美国为了救市大



量发行新的国债，中国又会面临是否继续增持美国国债的艰难选择。如果中国抛售美元资产，美元将急剧贬值，中国会急剧亏损，但是，如果继续持有美元资产，在可预见的未来，美元仍然会持续贬值，中国会缓慢地亏损。2万亿美元的外汇储备，使得中国陷入“人质”地位。

美国金融危机对中国的影响，二是通过贸易渠道。过去10年，中国经济是美国经济的镜中像。像喜亦喜，像忧亦忧。美国挥霍，中国买单。但是，随着美国人调整其储蓄和消费行为，对中国产品的需求也会减少，这将直接影响到中国的出口。

当前中国面临的问题，有些是由于我们过去做得不好，比如医疗、教育。由于我们过去投资不足、开放不力，所以成为未来中国经济增长的瓶颈，但是，还有些问题恰恰是由于我们过去做得太成功。成功是失败之母，如今我们2万亿美元的外汇储备，就源于过去热火朝天的鼓励出口、鼓励外资政策。

4 | 值得担忧的是，目前的很多政策仍然在沿袭着过去的惯性思维。出口退税和增加对中小企业的贷款能够拯救已经频频告急的中小企业吗？如果美国经济进入更寒冷的冬天，我们又如何能够继续鼓励出口呢？国际市场上的订单是由美国人的钱包还是商务部的优惠政策决定的？出口企业缺的究竟是钱，还是前途呢？海啸即将登陆，因此我们应该让这些企业离开险境，离得越早越好，离得越远越好。如果仍然沿袭过去的思路，只是一味地通过提高出口退税、增加银行贷款等方式保出口，出口企业必然仍旧栖栖遑遑地呆在拥挤的海滩。当大洋彼岸的海啸真的到来的时候，依然身处险境的企业可能死无葬身之地。

政府的政策一定要调整。亡羊补牢，犹未晚矣，如果今日能够利用来自外部需求减少带来的挑战，加速结构调整，必然会为中国未来的长久发展创造更坚实的基础。过去，我们对基础设施投资太多，但对人力资本投资不足；我们的制造业发展日新月异，但服务业却沉疴不起；我们的储蓄居高不下，但国内消费却迟迟难以启动；我们长于占领国际市场，却拙于推动国内竞争；种种隐患，在高速增长时期可能被暂时掩盖，在外部环境日益恶化的时候，问题将被醒目地暴露。



中国的全球化之旅刚到中途，但我们已经变得比启航的时候更加清醒：太平洋上不太平，全球化的风暴可以使航船倾覆。寻找新的航线，绕过危险的暗礁，才能到达我们光荣的终点。

《华尔街的没落》一书的两位作者均是中国国际经济学界刚刚崭露头角的年轻学者。张明博士现在是中国社会科学院国际金融研究中心的秘书长。他从2006年就已经开始跟踪美国金融危机。他曾在毕马威、日本的 Asset Manager Group 工作过，对资本市场尤其是房地产金融有着深入的了解。我对美国金融危机很多的了解，得益于他的研究。郑联盛博士曾经在路透社、财政部等机构工作，一直在密切关注全球经济的动向。我和张明、郑联盛，以及中国社会科学院国际金融研究中心的其他学者紧密地跟踪着美国金融危机的最新发展，《华尔街的没落》是我们推出的第一本关于这一主题的研究，之后，我们还将继续向读者奉献更具价值的新作。

何帆

2008年12月



目 录

第一章 次贷危机鸟瞰	(1)
一、危机的 4 个阶段.....	(2)
二、危机如何席卷金融市场.....	(4)
三、危机如何席卷全球.....	(13)
四、救市方案艰难出台.....	(14)
五、危机尚未见底.....	(16)
六、国际收支体系的重构.....	(21)
专栏 1 金融危机是格林斯潘时代的遗产	(23)
第二章 次贷危机是怎样酿成的	(26)
一、流动性过剩.....	(27)
二、抵押贷款标准显著放松.....	(28)
三、过度的金融衍生产品创新.....	(30)
四、金融监管缺位.....	(34)
五、美国居民的举债消费模式.....	(34)
六、解析核心衍生产品.....	(35)
专栏 2 美联储又错了吗?	(40)
第三章 华尔街机构穷途末路	(45)
一、投资银行的末日.....	(46)
二、“两房”的前生今世	(51)
三、倒霉的雷曼兄弟.....	(56)
四、AIG 黑洞.....	(61)



第四章 危机是如何传染扩散的	(63)
一、危机是如何触发的.....	(64)
二、危机如何从信贷市场传染至资本市场.....	(66)
三、危机如何从资本市场再度传染至信贷市场.....	(70)
四、危机如何从金融市场传染至实体经济.....	(73)
五、危机如何从美国传染至全球.....	(78)
六、结论.....	(78)
第五章 金融危机重创全球经济	(80)
一、美国经济深陷泥泞.....	(81)
二、美国金融市场遭遇寒冬.....	(83)
三、美元会一蹶不振吗.....	(86)
四、金融海啸席卷全球.....	(88)
五、新兴市场国家断难独善其身.....	(91)
六、全球信贷市场风声鹤唳.....	(94)
专栏 3 冰岛中产阶级的自述：年轻人变得一无所有	(97)
专栏 4 美国金融危机将引起全球化的退潮	(99)
第六章 金融危机总是相似的吗	(102)
一、金融创新与金融危机的轮回.....	(103)
二、次贷危机与大萧条.....	(107)
专栏 5 历史的印痕：东亚准备好备用轮胎了吗？	(117)
第七章 金融监管与金融创新的龟兔赛跑	(120)
一、市场主导金融体系的优劣分析.....	(121)
二、金融市场分久必合.....	(124)
三、金融监管为何缺位.....	(127)
四、创新与监管的魔道之争.....	(134)
五、市场有效还是政府有效.....	(136)
第八章 危机对中国影响几何	(138)
一、直接损失相对有限，潜在冲击不容忽视.....	(139)
二、出口前景黯淡无光.....	(141)



三、外汇储备可能严重缩水·····	(143)
四、次贷危机对中国提供了哪些警示·····	(144)
专栏6 中国贸易顺差迎来转折点了吗? ·····	(149)
专栏7 美国金融危机的启示 ·····	(152)
 第九章 中国如何应对危机 ·····	 (155)
一、中国应该参与国际救援吗·····	(156)
二、中国参与全球金融救援的原则·····	(157)
三、中国参与全球金融救援的方式·····	(160)
四、中国如何缓解危机对实体经济的冲击·····	(164)
五、如何解读4万亿元的投资方案·····	(169)
六、刺激经济不能放弃结构性调整·····	(171)
七、危机为中国提供了哪些机遇·····	(173)
八、危机为中国提供了哪些经验教训·····	(175)
专栏8 G20峰会:救市重于重建 ·····	(177)
 参考文献 ·····	 (181)
 后 记 ·····	 (186)

第一章

次贷危机鸟瞰





2006年下半年,美国次级住房抵押贷款市场问题初现端倪,贷款违约率不断攀升,到2007年夏天终于爆发了次贷危机。严重的是,次贷危机引发金融市场流动性萎缩,金融机构面临“断血”风险,不断有大型金融机构陷入困境。尤其是2008年9月以来,随着美国政府宣布接管房利美和房地美,美林被收购,雷曼兄弟宣布申请破产保护,美国国际集团(AIG)被国有化,高盛和摩根转型银行控股公司。在不到3周的时间内,美国金融市场跌宕起伏,次贷危机全面升级,演绎了全球金融历史上一次重大的“金融海啸”。实际上,次贷危机已经演化为新一轮的金融危机。格林斯潘认为美国已经陷入“百年一遇”的金融危机。在格林斯潘的眼中,它甚至比大萧条更为严重。

危机从美国房地产信贷市场向其他金融市场蔓延,房地产信贷危机演变为信用危机,次贷危机演化为金融危机,这对金融市场的稳定和全球经济的发展等带来了严重的挑战。这次危机给美国经济和全球经济的发展带来了巨大的不确定性,更为重要的是,本轮金融危机将给国际货币体系和全球金融秩序带来全面而深远的影响。

一、危机的4个阶段

美国新一轮的金融危机是从次贷问题演化而来。截至2008年10月,该危机的发展可以分为4个阶段。在危机爆发前还有一个前奏,即危机浮现期,从2006年底到2007年上半年,标志性事件是2007年4月,美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融公司申请破产保护,成为美国房地产业最大的一宗抵押贷款机构破产案。随后,美国第五大投资银行贝尔斯登公司旗下的两只基金,传出因涉足次级抵押贷款债券市场出现亏损的消息。

(一) 次级抵押贷款市场危机

危机爆发与传导的第一阶段是次级抵押贷款市场危机。这一阶段开始于2007年7—8月,次贷问题集中爆发,大批与住房贷款相关的金融机构破产倒闭。2007年7月,标准普尔和穆迪两家信用评级机构分别下调了612种和399种抵押贷款债券的信用等级,美国次贷危机正式爆发。随后8月,美国次贷危机发



生连锁反应，银行间市场拆借利率急剧上升，金融市场流动性逆转，出现流动性紧缩。2007年9月，受次贷的冲击，英国第五大抵押贷款机构北岩（North Rock）银行遭遇挤兑风潮。

（二）流动性危机

危机传导的第二阶段是流动性危机。2007年底至2008年初，随着花旗、美林、瑞银、高盛等大型金融机构因次贷问题出现了巨额亏损，大规模进行资产减记，市场流动性需求剧增而资金供给严重萎缩，整个市场陷入严重的流动性紧缩。2008年2月，瑞银集团宣布第四季度净亏损125亿瑞士法郎（约合114亿美元），成为全球银行界有史以来最大的季度亏损。次贷危机的爆发使得实行以市定价资产负债管理的美国金融机构陷入严重的资产减计浪潮，各金融机构又急剧紧缩信用，即使央行大量注入流动性，市场整体流动性紧张的状况仍无法改善，次贷危机升级为流动性危机。

（三）信用危机

第三阶段是信用危机。该阶段最大的事件是美国第五大投资银行贝尔斯登被收购。贝尔斯登是美国的一级市场交易商（Primary Dealer），为大批中小型券商提供担保和清算服务。根据美国证券交易委员会的规定，从事资产清算的公司必须拥有足够的现金作为保证金，而问题是贝尔斯登面临次贷危机所导致的流动性紧缩，其手中的现金无法满足清算需要。美联储决定让纽约联储通过摩根大通银行向贝尔斯登提供应急资金。这也是自1929年以来，美联储第一次向非商业银行提供应急资金。但仅仅过了两天，贝尔斯登就被摩根大通收购了。更为严重的是，到6月30日，被美国联邦储蓄保险公司（FDIC）列入监控名单的“问题银行”已经由第一季度的90家激增至117家，创下了自2003年中期以来最高的纪录。截至2008年8月底，发达国家的金融机构合计披露了大约5050亿美元的资产减记（IMF，2008a）。如此众多的投资银行和商业银行陷入困境，如此大规模的资产减记，意味着流动性危机已经严重影响美国信用体系的运转，金融机构很难通过自身的信用在市场上获得再融资，金融市场的资金融通功能和金融体系的稳定性受到了极大的挑战，在某种程度上说，次贷危机已经演化为信用危机。

（四）偿付危机与系统性危机

第四阶段是危机的全面升级，许多金融机构面临严重的偿付危机，次贷进一步演化为系统性的金融危机。该阶段始于2008年中期，美国加州因迪美银行倒



闭和房利美与房地美财务危机就是典型的事件。情况更为严重的是，2008年9月7日美国政府担心系统性风险蔓延，宣布接管房利美和房地美（“两房”），之后仅一周美林被美国银行收购，次日雷曼兄弟宣布申请破产保护。仅两日之后，美政府将AIG国有化。五大投资银行3家倒下、“两房”被接管、AIG国有化、美国政府至此已经付出7000亿美元的代价，标志着美国次贷危机已演化为新一轮的金融危机，即美国金融体系的“系统性危机”^①。

从美国新一轮金融危机的发生、发展的各个阶段的特点来看，这次危机体现了美国住房抵押贷款市场风险的不转移和升级。金融风险起源于信贷机构的不审慎贷款、过度金融创性、居民的过度消费与不到位的金融监管。在次贷危机爆发之后，信用风险转移至投资银行、商业银行和保险公司等，进而升级为金融体系的系统性风险。

二、危机如何席卷金融市场

4 随着次级抵押贷款违约率的上升，以次级抵押贷款资产池为基础发行的MBS与CDO的市场价值显著缩水，给持有这些证券的投资者带来了严重损失。信用风险因此从次级抵押贷款市场蔓延至全球金融市场。然而，基于次级抵押贷款的金融产品总规模不过1.4万亿美元，其中全球银行、对冲基金和保险公司的购买比例分别为35%、21%和23%（Greenlaw等，2008），这些金融机构购买的以次级抵押贷款为基础的金融产品规模，与其庞大的资产负债表相比并不算太大。那么，投资银行、两房、保险公司、商业银行等主要金融机构，为何在次贷危机爆发后纷纷申请破产保护或者被政府接管呢？本部分我们将从不同类型的金融机构在危机中如何遭遇损失的角度，来剖析次贷危机如何由信贷危机演变为金融市场系统性危机^②。

（一）投资银行

2008年3月，贝尔斯登申请破产保护，最终在美联储的支持下被摩根大通

^① Martin Wolf, The end of Lightly Regulated Finance has Come Far Closer, Financial Times, Sept. 18, 2008.

^② Roubini (2008) 对美国金融市场的系统性坍塌作出了著名的预言：第一步是整个结构性投资工具与管道体系的崩溃；第二步是美国投资银行遭到挤兑；第三步是其他流动性差，而且由于不计后果的贷款而最终没有偿付能力的杠杆机构的倒闭，包括两房、AIG与300多家抵押贷款机构；第四步是货币市场的恐慌；第五步是数以千计的高杠杆对冲基金出现赎回，即使私人股权基金也难以幸免；最后一步是传统商业银行无力偿付债务而被迫破产。



收购。2008年9月,美林被美洲银行收购,雷曼兄弟宣布申请破产保护,高盛与摩根士丹利宣布转型为银行控股公司。华尔街五大投资银行在不到半年的时间里集体消失,投资银行作为一类重要的金融机构在美国不复存在。投资银行是如何在次贷危机中集体倒下的呢?

我们认为,投资银行3个典型的经营特征是导致投行在过去10余年间赚得高额利润以及投行在次贷危机爆发后迅速崩溃的共同原因。这些特征包括:过度依赖短期货币市场进行融资,财务杠杆比率内生性,以及实施市值定价的会计记账方法。

1. 过分依赖短期货币市场进行融资。

与商业银行能够获得稳定的居民存款作为融资来源不同,投资银行要募集资金,传统上只能依靠发行股票、发行债券、银行贷款等途径,通过上述渠道募集的资金具有较长期限和较高成本的特征。在过去10余年,投资银行越来越依赖短期货币市场进行融资。一方面,投资银行可以通过发行期限为3—9个月不等的资产支持商业票据(Asset-Backed Commercial Papers, ABCP)进行融资;另一方面,投资银行也可以通过到期日更短(通常为隔夜)的债券回购市场(Repo)融通资金。

通过短期货币市场进行融资的优点是显而易见的,发行商业票据或债券回购的成本要明显低于发行债券或银行贷款的成本。而且,在过去10年,随着中国等持有高外汇储备的新兴市场国家进入全球金融体系,短期货币市场充满了流动性,融资成本不断降低。然而,过分依赖短期货币市场,使得投资银行的资产负债结构出现严重的期限错配。以摩根士丹利为例,在截至2006年11月30日的年度资产负债表上,总负债为1.09万亿美元,其中流动负债约占60%。该公司的流动资产与流动负债之比为50%,说明该公司资产负债表存在严重的期限错配^①。

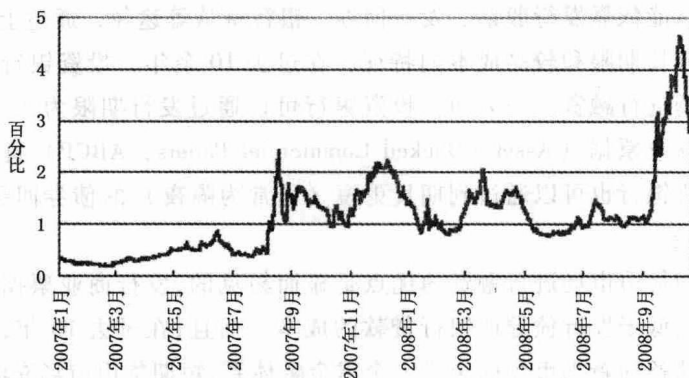
一旦短期货币市场出现流动性短缺,则投资银行的融资成本将显著上升,甚至不能获得新的资金。而为了偿付当期的商业票据,投资银行将不得不通过抛售到期日更长的资产来获得资金。这种集体抛售资产的行为无疑会造成账面的亏损,进一步加剧投资银行在短期货币市场上的融资难度(Roubini, 2008)^②。

^① 相关数据引自 <http://finance.yahoo.com/q/bs?s=MS&annual>。

^② Roubini (2008) 指出,包括投资银行、对冲基金、私人股权基金、结构性投资工具与管道、货币市场基金与非银行抵押贷款机构在内的“影子银行体系”成员都借入期限非常短、流动性好的资金,而杠杆率远高于银行,然后贷款或投资于流动性较差的长期工具。一家本身有偿付能力但流动性较差的机构,其流动性负债也许会遭到自我实现的破坏性挤兑。当资产泡沫破裂后出现的去杠杆化导致人们无法确定哪些机构具备偿付能力时,这些影子银行普遍就会遭到挤兑。一旦投资者意识到其投资毒性及其超短期资金周转失灵,第一步就是整个影子银行体系的崩溃。



TED 息差是指 3 个月伦敦银行间拆借利率 (LIBOR) 与 3 个月美国国债收益率之间的差额, 这是衡量银行间相互拆借意愿的重要指标, 也是衡量短期货币市场流动性的重要指标。如图 1-1 所示, 自 2007 年 8 月次贷危机全面爆发以来, TED 息差就由过去的平均 50 个基点左右上升到平均 150 个基点左右。在 2008 年 9 月, 雷曼兄弟申请破产保护之后, 该息差甚至蹿升至超过 400 个基点, 这说明短期货币市场已经基本停摆。由于金融机构不能继续发放新的 ABCP, 导致美国商业票据市场规模迅速萎缩。如图 1-2 所示, 美国商业票据市场余额已经由 2007 年 7 月底的 2.2 万亿美元, 萎缩至 2008 年 10 月中旬的 1.5 万亿美元, 缩水了 32%。



资料来源: Bloomberg。

图 1-1 TED 息差

2. 财务杠杆比率内生性。

投资银行普遍实施了在险价值 (Value At Risk, VAR) 的资产负债管理模式, 而这种模式将财务杠杆的变动内生性。在险价值管理的核心思路是, 投资银行的财务杠杆比率与投资银行对自身资产风险水平的评估反向变动。如果投资银行认为当前每单位金融资产承担的风险水平 (即在险价值) 较低, 则投资银行可以放大财务杠杆, 反之亦然。在市场繁荣时期, 由于账面资产市场价格上涨, 投资银行倾向于低估每股资产承担的风险, 从而不断提高杠杆比率。

如表 1-1 所示, 从 2006 年 5 月到 2007 年 11 月, 美国 4 家著名投资银行的日均在险价值指数从 1.00 上升到 2.00。对于实施以在险价值为基础的资产负债管理的金融机构而言, 这就意味着其不得不将杠杆比率降低一倍。