

普
华
经
营

正略钧策
ADFAITH

最艰难时期是否已经过去？
到底是谁的错？
出路在哪里？

李风云 ◆ 编著

金融危机 深度解读

Deep Understanding
of the Financial Crisis



人民邮电出版社
POSTS & TELECOM PRESS

金融危机深度解读

李风云 编著

人 民 邮 电 出 版 社
北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机深度解读 / 李凤云编著. —北京: 人民邮电出版社, 2009. 2

ISBN 978-7-115-19644-6

I. 金… II. 李… 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 003661 号

内容提要

本书首先从金融危机爆发所表现出的各项事态和现象着手, 如美国政府接管两房、雷曼兄弟公司破产、美联储接管 AIG 等一系列事件, 全面介绍了金融危机这一现象及其产生过程; 然后对危机产生的原因做了全方位的解读分析, 对如何解救金融危机以及世界各主要国家已经采取的各种救市举措做了全面的分析和介绍; 最后就金融危机对中国经济产生的影响进行了深刻剖析与预测, 指出了中国应采取的化解危机影响的应对措施, 并对中国该如何适时把握蕴藏在本次危机中的机遇, 深化经济改革、转变经济增长方式、提升经济结构提出了具体的看法。

本书由知名高校的金融学教授在对金融危机进行潜心观察和研究的基础上编撰而成, 具有全面、系统、及时的特点, 值得广大关注经济态势的有识之士研读。

金融危机深度解读

◆ 编 著 李凤云

责任编辑 李宝琳

◆ 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>

北京铭成印刷有限公司印刷

◆ 开本: 700×1000 1/16

印张: 13.5

2009 年 2 月第 1 版

字数: 150 千字

2009 年 2 月北京第 1 次印刷

ISBN 978-7-115-19644-6/F

定 价: 29.00 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

时值金融危机席卷全球，中国经济增速减缓，这其中有多少是中国经济自身的问题所致，又有多少是直接由全球金融危机所造成？

虽然报刊杂志和其他媒体都一直关注金融危机，但均缺乏系统和全面的分析梳理，大部分只是就表象而言，并没有剖析金融危机的实质。在这种背景之下，我们深感有必要请专家权威人士对这场源自美国的金融危机给大家做一番深刻的解读，就金融危机对中国经济各个方面的影响做一个全面系统的分析，普及一些金融知识，澄清一些概念，发现一些误区，帮助广大民众认清当前的经济形势，把握好各种经济态势和走向，从而理性面对现实，等待经济的复苏，积极寻找新的机会。

为此，我们特地邀请了中国人民大学财政金融学院的李风云教授编写了这本书。该书以时间为线，针对从美国爆发次贷危机开始一直到目前的各种危机现象进行了梳理，采取边叙边议的方式，对一系列问题背后的深层原因作了剖析。读完本书，你可以了解到：

危机的缘起：次贷先期埋下祸根；

危机的根源：流动性过剩 + 金融衍生品的滥用 + 金本位的缺失 + 监管的缺失 + 消费至上的文化观等；

危机的蔓延：一国的金融困境演变为全球性灾难，造成全球性经济衰退；

危机的应对：哪些是治标性的措施和治本性的措施，理解必须标本兼治，放眼长远；

中国的态度：在全球性灾难面前，中国自救又救人，显现出大国的风采。

眼下正值中国改革开放 30 周年，在这个具有特别意义的时刻，如何理性



看待这场金融危机、如何看待市场经济的发展显得更有深远的意义。我们出版本书，为的是有助于人们对社会主义市场经济的进一步理解和把握。

正如著名经济学家郎咸平所说：“没有经过经济危机洗礼的民族，不可能是经济上成熟的民族；没有经过经济危机洗礼的企业家，不可能是成熟的企业家；没有经过经济危机洗礼的公民，不可能是市场上成熟的公民。”相信经历了这场金融危机的影响，中国的改革开放和市场经济发展将会取得更加令人瞩目的成绩，中国的强国之梦将会更早实现。



目 录

第一章 金融危机的爆发

风起于青萍之末，次贷危机浮现 /2

贝尔斯登倒闭，最艰难时期是否已经过去 /5

华尔街巨变 /9

金融危机仍在蔓延 /14

第二章 金融危机解读之一

次贷危机如何成为金融危机的源头 /24

都是金融衍生品惹的祸吗 /31

信用评级机构是罪魁祸首 /42

美国的独立投资银行模式因何走到尽头 /53

第三章 金融危机解读之二

是金融监管之过吗 /76

美联储政策难辞其咎吗 /89

新自由主义黯然谢幕，凯恩斯主义重登历史舞台吗 /97

美国的消费文化是金融危机的诱因吗 /108

第四章 解救金融危机

美国的 7000 亿金融救援方案 /116

全球联手救市大行动 /123

全球金融协调和监管 /129

是否该建立“布雷顿森林体系 II” /137

第五章 金融危机中的中国

中国能否在金融危机中独善其身 /144



金融危机对中国的影响 /146

中国的救市政策 /170

中国的机会 /184

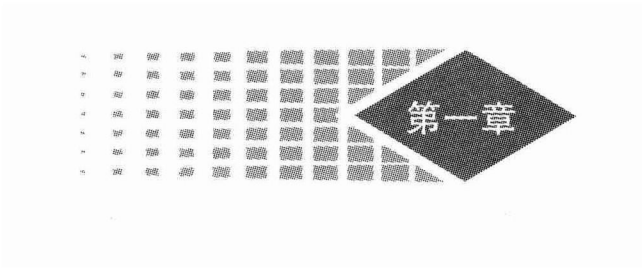
附录一

美国的金融体系 /187

附录二

国务院办公厅关于当前金融促进经济发展的若干意见 /199

后记 /207



● 金融危机的爆发 ●



风起于青萍之末，次贷危机浮现

2007年4月2日，美国第二大次级房贷公司新世纪金融公司（New Century Financial Corporation）因其经营的次级债坏账问题严重导致公司市值迅速蒸发而被迫申请破产保护，为了削减成本，该公司已经裁减了一半员工。新世纪金融公司的轰然倒下，揭开了2007年美国次贷风暴的序幕。但当时人们只是将它作为一个独立事件来看，也没有人能预料到美国次贷风暴的影响将是何等深远。

此前已经有迹象表明美国次级房贷市场出现了问题。2007年1月，汇丰控股因为房贷资产遭到还款违约激增所侵蚀，首次增加了在美国次级房屋信贷的准备金，并警告说可能大幅增加拨备金额。3月，汇丰控股额外增加在美国次级房屋信贷的准备金达70亿美元，此前美国最大次级房贷公司 Countrywide Financial Corp 已经开始减少放贷。

在美国，像新世纪金融公司这类的次级抵押贷款公司，其客户主要是不能达到严格信贷标准的购房者。这类公司不能吸收存款，其资金主要来自金融机构。在房地产泡沫时期，很多放贷机构放松了对贷款标准的要求，次级抵押贷款公司尤其如此，很多公司甚至不会要求客户提供贷款评估资料。自2005年底美国房地产市场出现降温之后，还款违约现象大量出现，使该行业遭受沉重打击，至2007年3月，已有20多家涉及次级房贷的大机构停止发放新贷款。

2007年7月10日，美国穆迪投资者服务公司宣布，降低对总价值约52亿美元的399种次级抵押贷款债券的信用评级。同日，标准普尔公司也宣布，可能会下调对612种此类债券的评级，总价值高达120亿美元。穆迪和标准普尔两大权威评级机构的“降级”声明，彻底戳穿了美国次级房贷市场的泡沫。次级抵押债券的大规模降级使得投资人对潜在金融风险的忧虑陡然升温，同时也令美国经济的增长前景愈加黯淡。受此影响，全球



金融市场出现剧烈波动，主要股市大幅下挫，开启了全球股市新一轮的长期跌势。

此后，多家金融机构旗下的基金因为参与美国房地产次级抵押贷款业务而遭受严重损失。8月1日，澳大利亚麦格理集团宣布旗下两只基金上个月因美国次贷问题损失超过50%；8月2日，德国工业银行因为旗下一只规模为127亿欧元的“莱茵兰基金”参与美国次贷业务遭受巨大损失而宣布盈利预警，后来又预计出现82亿欧元的亏损；8月8日，美国第五大投资银行贝尔斯登（Bear Sterns）宣布旗下两只投资次级抵押贷款支持的复合证券的对冲基金倒闭，投资者损失超过15亿美元；8月9日，法国第一大银行巴黎银行宣布冻结旗下三只因美国次贷问题而亏损的基金。

与此同时，美国次贷抵押机构的问题越来越严重。美国第十大抵押贷款机构——美国住房抵押贷款投资公司8月6日正式向法院申请破产保护，成为继新世纪金融公司之后美国又一家申请破产的大型抵押贷款机构。8月31日，曾经是美国最大次级房贷公司的 Ameriquest Mortgage 将批发及服务业务出售给花旗集团，停止了贷款营业。

美国的次贷风暴也影响了其他国家的金融机构。英国第五大信贷银行 Northern Rock 因次级房屋信贷风暴而影响流动资金，9月13日很多存款者到银行提取现金，合计提走了10亿英镑。英格兰银行向该银行注入资金，成为50年来对单个银行的最大救援行动。到了9月17日，英国财政大臣宣布向 Northern Rock 提供完全的存款保证，危机才告一段落。瑞银（UBS）10月1日发表报告称，受美国次级住房抵押贷款市场危机影响，亏损额超过30亿美元。8月4日，中国银行宣布增加在美国次级房屋信贷的准备金，令市场知道不单是汇丰出现了问题，而是整个全球银行业出现了问题。投资银行的损失也逐渐暴露出来。10月24日，全球顶级投资银行美林公布第三季度亏损达79亿美元，此前一天日本最大的券商野村证券也宣布当季亏损6.2亿美元。

针对日益严重的次贷危机，发达经济体货币当局和政府都采取了一定



的措施来挽救某些金融机构和次级房贷市场，更重要的是挽救市场的信心。主要措施就是向市场（主要是银行间拆借市场）注入资金和降息以维持金融机构的流动性，防止更多的金融机构陷入破产困境。8月11日，世界各地央行48小时内注资超过3262亿美元救市，仅仅三天之后，美国、欧洲和日本三大央行就向市场再度注入了超过720亿美元的救市资金。8月17日，美联储降低窗口贴现利率50个基点至5.75%，以降低金融机构向美联储贴现取得资金的成本。一个月之后，美联储决定降低联邦基金利率50个基点至4.75%，美国正式进入降息周期。12月12日，美国、加拿大、欧洲、英国和瑞士五大央行宣布联手救市，包括短期标售、外汇互换等。12月17日，欧洲央行保证以固定利率向欧元区金融机构提供资金；第二天，该行宣布额外向欧元区银行体系提供5000亿美元左右的两周贷款。

但是，各国的救市行为并没有能阻止次贷市场的进一步恶化。10月23日，美国破产协会公布9月申请破产的消费者人数同比增加了23%，接近6.9万人。11月28日，美国全国房地产经纪人协会声称10月成屋销售连续第八个月下滑，房屋库存增加1.9%至445万户。第三季度的标普/希勒全美房价指数环比下跌1.7%，为该指数21年历史上的单季最大跌幅。更为严重的是，失去对抵押房屋的赎回权（止赎）的购房者越来越多。12月6日，美国抵押银行家协会公布，第三季止赎率攀升0.78%，并且还有继续增加的趋势。2007年12月，美国新屋开工数量下降14.2%，为16年来最低。

2008年1月4日，美国银行业协会数据显示，消费者信贷违约现象加剧，逾期还款率升至2001年以来最高点。这些都说明了美国次贷市场、抵押贷款市场乃至整个信贷市场的问题正在逐渐加深。

尽管美国政府尤其是美联储采取了更多措施来救助金融机构和市场信心，但是次贷危机仍然在持续发酵，金融机构的损失也在不断扩大。2008年1月15日，美国第一大银行花旗集团宣布2007年四季度亏损达98.3亿



美元，这是该公司 1999 年以来的首次季度亏损，其中，该公司第四季度发生了高达 181 亿美元的税前减记额和信贷成本，消费信贷组合的亏损增加了 41 亿美元。2008 年 1 月 17 日，美林报告其 2007 年第四季度亏损达 99.1 亿美元，并已经减记了 146 亿美元的次贷相关产品的资产损失。而当天美国商务部发布的一项数据更让市场陷入巨大的忧虑之中：2007 年美国住房开工数量下降 24.8%，创下 1981 年以来的最大降幅。1 月 30 日，瑞士银行公告称，2007 年四季度该行亏损达 114 亿美元，创历史最高亏损纪录。2 月 19 日，全球最大的保险提供商（美国国际集团 AIG）被外部审计师曝出审计问题，因而将次级债券担保损失由之前公布的 10 亿美元修正为 48.8 亿美元，而这一损失也只涵盖了 2007 年 10 月和 11 月两个月份。

直到贝尔斯登宣布破产，这场危机进入了一个新的阶段。

贝尔斯登倒闭，最艰难时期是否已经过去

曾经的辉煌

贝尔斯登（Bear Sterns）是美国第五大投行，全球 500 强企业中排名第 185 位。于 1923 年成立，像其他的投资银行一样，经营业务包括股票和债券、投资银行、固定收益、全球财富管理及个人银行业务等。多年以来，只要提到贝尔斯登的名字，人们总会说：“噢，那是华尔街上最小的一个，却是最赚钱的一个。”

值得一提的是，贝尔斯登是美国放款抵押证券市场上的领头羊，并因此在此在 2003 年时税后利润超过高盛和摩根士丹利而成为盈利能力最强的投资银行。

2003 年 10 月，贝尔斯登成立了 High - Grade Structured Credit Strategies Fund（HGF 基金），主要以担保债券凭证（Collateral Debt Obligation, CDO）作为投资标的。在其成立之初，被称为是“一只主要投资于低风



险、高评级证券”的基金，并宣称这只基金的预期回报率在 10% ~ 12%。10% ~ 12% 的收益率相对于同期的 LIBOR、货币市场利率和银行存款利率都要高得多，因此 HGF 基金在一开始就有一个开门红，募集到了 15 亿美元的资金。

根据标准/希勒全美房价指数，美国的房价从 2000 年至 2006 年 7 月一直保持着强有力的上涨态势——从 2000 年的 100 点上涨到 2006 年 7 月的 206 点。这一时期，美国实行的低利率政策和持续走高的房价使得次级贷款的流动性依然很好，MBS、CDO 等次贷相关产品成为华尔街的宠儿，保证了 HGF 基金的预期收益率。

然而，在 2006 年 8 月，美国的房地产价格首次出现回落，房贷的拖欠率开始攀升。当年年初便有很多投资者要求赎回基金。

就在此时，贝尔斯登的管理层又成立了另一家基金公司，一只更高杠杆版本的 HGF 基金，即 HGELF 基金（High - Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Fund）。他们宣称 HGELF 是 HGF 的升级版，具有更好的盈利能力和风险控制能力。他们劝说那些从 HGF 赎回基金的投资者和新的投资者投资这种更完美的 HGELF 基金。基金的管理人员拉尔夫·乔菲和马修·坦宁都宣称他们自己也投资了 HGELF，这在事后被投资者发现是欺诈行为，并引起了一连串诉讼。

贝尔斯登猝死

正如前面所说的，HGF 和 HGELF 基金的收益是通过稳健上涨的房市所带动的，高杠杆的存在却使得它们都在房价出现回落时变得不堪一击。也就是说，当它们的杠杆率达到 30 倍时，房价出现 0.3% 的回落就可以使其资本耗尽。

2007 年起，拉尔夫·乔菲和马修·坦宁都已经感觉到了危机四伏。拉尔夫·乔菲在 2007 年 3 月给同事的电子邮件中说道：“我对市场感到害怕。马修（坦宁）说这若不是市场崩溃就是有史以来最佳的买入时机，而我更



倾向前者。正如我们讨论过的，对整个经济来说可能不是崩溃，但在我们的世界就是如此了。”拉尔夫·乔菲还提到他们对他们3月份的业绩感到恶心。

然而到2007年6月7日，投资者才被告知，他们不能再从HGELEF赎回他们的投资了；6月26日，同样的通知发给了HGF的投资者。8月1日，贝尔斯登宣布HGF和HGELEF基金倒闭，投资人总共损失逾15亿美元。8月5日，贝尔斯登公司联席总裁兼联席首席运营官，也是倒闭的那两只基金的监管人沃伦·斯佩克特宣布辞职，艾伦·施瓦茨成为公司惟一总裁。9月20日，贝尔斯登宣布季度盈利大跌68%，公司账面资产5月底至8月底缩水达420亿美元。12月20日，贝尔斯登宣布19亿美元资产减记。2008年1月7日，贝尔斯登公司首席执行官凯恩迫于压力宣布离职，施瓦茨接任该职。

在此期间，贝尔斯登曾通过做空房利美和房地美来为自己争取喘息的机会，然而死神依旧向它走来。自从2008年3月以来，贝尔斯登流动性不足的说法开始四散，其股价也开始出现大幅度的下跌。3月12日，施瓦茨在美国CNBC电视台发表讲话安抚投资者情绪，称公司目前流动性充足，并预计公司将在第一财季实现盈利，美国证券交易委员会（SEC）的负责人也专门发表讲话对投资银行的缓冲资本充满信心。然而就在施瓦茨发表该讲话的当天，贝尔斯登公司的股价依然下跌了11%，创1999年以来单日跌幅的最大值。此时，危机才刚刚崭露头角。

3月4日，欧洲银行停止和贝尔斯登进行业务往来，美国银行工作人员也在13日接到指令，不允许再和贝尔斯登交易。巨大的不确定性下，其用户纷纷撤回资金，或者干脆撤销账户。美国时间3月13日、14日两天时间里，贝尔斯登被提取的现金高达170亿美元。几乎是字面上的“一夜之间”，拥有85年历史的贝尔斯登面临破产清算的下场。

3月13日，贝尔斯登终于无法满足投资者的流动性需求，而向美联储提出申请破产保护。美联储通过连夜协调，决定通过摩根大通公司向贝尔



斯登派发应急贷款，以缓解该公司的流动性短缺危机。这是自 1929 年美国
经济大萧条以来，美联储首次向非商业银行提供应急资金。贝尔斯登因此
获得了为期 28 天 300 亿美元的保证金，贷款的风险由美联储承担。当日，
消息一经传出，贝尔斯登的股价立即下跌了 47%，报收 30 美元，创 9 年
来的最低价，标准普尔将其信用等级降到了 BBB，重创了美国乃至全球的
资本市场，道琼斯指数下降了约 195 点。

美联储之所以这样做，无疑是想保住贝尔斯登，防止金融市场上的多
米诺骨牌效应，然而这个做法却并不讨喜，投资者们对投资银行的经营已
经产生了怀疑，各种赎回请求使得多家投资银行都面临着“挤兑”风险。
这个时候，仅仅短暂的流动性注入并不能解决根本问题，收购在所难免。
而这时候的最佳人选，便是摩根大通公司，在这次危机中遭受损失最小的一
家公司。

3 月 16 日，在美联储的撮合下，摩根大通证实，将以总价约 2.36 亿
美元（每股 2 美元）收购贝尔斯登，以换股形式完成收购。这个报价无疑
是超级“贱卖”了，贝尔斯登的股价在 2007 年曾达到 170 美元，即使受
到了重挫也收于 30 美元，而据称其在纽约总部的大厦就值 12 亿美元，于
是此次报价引起了贝尔斯登的大股东和员工的强烈反对（员工持股约
占 30%）。

愈演愈烈的贝尔斯登收购案，在美国东部时间 3 月 24 日上午再次发生
戏剧性转折，摩根大通同意将收购价从每股 2 美元提高到每股 10 美元，使
得协议购并总价达到 10 亿美元。

然而贝尔斯登的董事长姆斯·凯恩 3 月 27 日向外界公布，抛出持有的
570 万股贝尔斯登股票，每股价值 10.84 美元。愤怒的贝尔斯登员工指责
他的做法是不负责任的行为，他没有和股东们并肩作战，而是选择离开。

贝尔斯登被收购之后，高盛、美林以及 50 多家对冲基金都受到了关于
控制贝尔斯登、雷曼股价的指控，并开始接受审查。在这次崩盘的同时，
也有一些机构因为做空而难掩喜色。据向监管机构提交的文件和知情人士



称，随着贝尔斯登的股价跳水和各种空头头寸价值的上升，多家大型对冲基金从中赚到了数百万美元。

这个已经有 85 年历史的投资银行就这样草草收场了，而摩根大通在收购后就开始了大规模的裁员。据悉，在日本，只保留了 10% 的员工，而从全球来看，约有 55% 的员工被辞退，华尔街金融危机以贝尔斯登的倒下作为导火索而一发不可收拾，并最终引发了全球性的金融危机。

最艰难时期是否已经过去

在贝尔斯登倒下之后，美联储和美国财政部采取了一系列措施来稳定市场，包括注入流动性。5 月初，美联储主席保尔森表示，3 月以来，陷入动荡的信贷市场的前景持续改善。他还称，美联储在防止贝尔斯登崩溃中扮演的角色和其他援助性行动是“这场危机的转折点”。次贷危机最坏时期已经过去也成为华尔街的共识，因为最坏的情况已经发生。华尔街认为，大型金融机构的破产倒闭正是金融动荡接近尾声的重要标志。市场的乐观情绪也反映在了股票市场上，但是回头来看，这种乐观情绪无疑是虚妄的和有害的，贝尔斯登垮台不能算是最坏的情况，与未来几个月出现危机的几家金融机构相比，它也不能算是“大型金融机构”。

华尔街巨变

华尔街，一条位于美国纽约曼哈顿区，全长不足 1/3 英里、宽不足 11 米的街道，确实是名副其实的世界金融中心。在这场金融风暴中，华尔街经历了从它得到这个名字以来最为巨大和令世人瞩目的变化，可惜这种变化却是令人叹息和深思的。

两房国有化

房利美（Fannie Mae），又称联邦国民住房贷款协会，1938 年由政府



出资创立，目的是从事金融业务，以扩大在二级房屋消费市场中的流动资金。其主要业务就是将联邦住房委员会或其他金融机构的住房抵押贷款按期限、利率进行组合，作为抵押或担保，发行住房抵押债券，也就是我们在危机爆发后经常听到的 MBS (Mortgage Backed Securities)。

房地美 (Freddie Mac)，又称联邦住房抵押贷款公司，1970 年由国会成立，旨在开拓美国第二抵押市场，是仅次于房利美的规模第二大的政府赞助企业之一。

根据债券市场协会公布的数据来看，房地美、房利美以及吉利美 (Ginnie Mae) 提供担保的抵押担保证券共达 3.2 兆亿美元，占美国债券流通总值的 16%。

2008 年 7 月，房地美、房利美身陷 700 亿美元亏损困境。之后美联储和美国证券交易委员会迅速联手出击，对美国股市的稳定起到了立竿见影的效果。

9 月 7 日美国政府宣布，从当日起接管陷入困境的美国两大住房抵押贷款融资机构房利美和房地美。

雷曼破产

2008 年 3 月，贝尔斯登在短短几天内，命运就被改写。如果说美联储当时出手救济的时候就是怕市场的恐慌传染并导致金融机构的灾难，而在之后的几个月里，情况也似乎是得到了改善。谁也没有想到，9 月，事隔半年之后，一次更大规模的危机爆发了。

雷曼成立于 1850 年，它的发家史就像是一部典型的好莱坞电影，让年轻的人找到了为梦想而奋斗的灯塔。长期以来，债券一直是雷曼兄弟的骄傲，雷曼也一直认为自己有丰富的处理固定收益证券的经验，没想到正是次级债券业务导致了整个公司最后的垮台。看到贝尔斯登和雷曼的倒下，不得不让人感叹说“成也萧何，败也萧何”！

2008 年 4 月，同很多华尔街人士一样，雷曼首席执行官理查德·富尔