



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

变局 中国

中国金融四十人纵论
金融危机

谢平 / 主编

2009



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

中国金融四十人纵论 金融危机

谢平 / 主编

突围

2009



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

突围 2009: 中国金融四十人纵论金融危机 / 谢平主编. 北京:
中国经济出版社, 2009. 4

ISBN 978 - 7 - 5017 - 9169 - 9

I. 突… II. 谢… III. ①金融危机—研究—世界
②经济发展—研究—中国 IV. F831. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 045813 号

出版发行: 中国经济出版社 (100037 · 北京市西城区百万庄北街 3 号)

网 址: www.economyph.com

责任编辑: 乔卫兵 崔清北 (电话: 010 - 64471876 64471642)

责任印制: 常毅

封面设计: 华子图文设计公司

经 销: 各地新华书店

承 印: 三河市佳星印装有限公司

开 本: 170mm × 240mm 1/16

印 张: 24.5

字 数: 430 千字

版 次: 2009 年 4 月第 1 版

印 次: 2009 年 4 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 9169 - 9/F · 8111

定 价: 48.00 元

版权所有 盗版必究 举报电话: 68359418 68319282

服务热线: 68344225 68353507 68341876 68341879 68353624



突围 2009

中国金融四十人论坛丛书编委会

主 编：谢 平 中央汇金投资有限责任公司总经理

编 委 会：

管 涛 国家外汇管理局国际收支司副司长
哈继铭 中国国际金融有限公司首席经济学家
陆 磊 广东金融学院中国金融转型与发展研究中心主任
魏加宁 国务院发展研究中心宏观经济研究部副部长
谢 多 中国人民银行国际司司长
钟 伟 北京师范大学金融研究中心主任

执行主编：王海明

编 辑：廉 薇 欧 阳 华秀萍 耿丽颖 王 艳

序

危机之下：“金融四十人”应运而生

先有金融危机，而后有金融四十人。

2007年，在大家还在回顾与反思10年前爆发的亚洲金融危机时，以美国第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融公司破产为开端，一轮席卷全球的金融危机悄然拉开了序幕。

在金融危机的逐波冲击下，西方国家的独立投行体系不复存在，实体经济受到沉重打击，冰岛等国家甚至濒临政府破产的窘境。近期，以花旗、苏格兰皇家银行为代表的大型商业银行纷纷被迫国有化，这些曾被我们视为学习样板的金融机构陷入了前所未有的经营困境。面对全球金融危机，中国经济不可避免地受到影响，同时受到冲击的还有我们以往对西方国家经济发展、特别是金融发展模式的基本认识和思维模式。

百年不遇的金融危机给经济带来沉重的打击，也为理论繁荣提供了契机，给经济学家提供了难得的研究机遇。经过初步思考，我有以下几点体会：

一是不要轻易相信金融机构高管的言论。由于现代金融机构的各种产品和信息系统非常复杂，加上董事会和管理层信息不对称，董事会对公司业务经营和风险状况缺乏全面准确的了解，甚至管理层有时也不知道公司真实状况。在此情况下，一方面金融机构的管理层倾向于掩盖问题，夸大业绩，通过“忽悠”上级行政领导、监管机构、股东和债权人来保住自己的位子；另一方面，由于注重短期盈利的激励约束机制设计不合理，在自身利益最大化的前提下，管理层往往具有较高风险偏好，无法做到对投资者和债权人负责。

此外，大型金融机构的高管们非常清楚政府会给予他们“太大而不能倒”的政策，其“道德风险”显而易见。

二是不要过分相信当前金融市场的信息透明度。通常认为，在市场



力量的约束下，上市公司能够充分披露信息，并具有较高的透明度，评级公司等中介机构能为投资者提供充分信息和准确判断。但事实表明，目前证券市场关于强制信息披露的透明度标准不堪一击，欧美各大银行公布的亏损、减值拨备、风险状况令市场大吃一惊，众多银行似乎一夜之间都到了破产边缘。

实际上，大部分金融机构（上市公司）只是被动地按照监管要求的较低标准披露信息，远没有达到充分透明的信息标准；中介机构（如会计师事务所、律师事务所、评级公司、咨询公司等）出于利益考虑，易与金融机构管理层达成妥协或默契，放松自己控制的标准尺度，甚至向投资者和债权人隐瞒相关信息。在这种情况下，投资者不得不增大偏差预期，从而导致价格信号失真，风险溢价增加。危机爆发以来，欧美大部分上市银行股价下跌80%以上，就是很好的佐证。

三是不要高估金融监管当局的能力。按照委托代理理论，因为单个公众投资者和债权人等利益相关者对于金融机构的监管成本过高，所以委托政府机构（例如 OCC、SEC 等）代为监管，并相信政府监管机构能够维护他们的利益，但现实不尽如此。

首先，现有的激励约束机制（例如监管者作为政府部门）不能很好地鼓励监管机构完全基于保护投资者和债权人利益的立场，尽全力去实施有效监管。其次，监管机构的监管能力、水平赶不上被监管机构的创新速度，因为后者是市场、盈利激励占先，前者的负责人没有市场压力，仅靠上级约束，是远远不够的。再次，监管机构与被监管机构之间人员流动频繁，高层互相调任，这种现象容易增加监管机构被金融机构“俘获”的可能性，从而丧失应有的独立性。在双方的利益趋同情况下，监管机构对被监管机构可能存在包庇行为。一直以来，美国被公认是金融监管最严格的典范，但此次危机中暴露出来的问题令人非常失望。

四是不要过高估计货币政策的长期效果。首先，危机发生后，学术界对“格林斯潘效应”有了不同的看法。货币政策调控对短期经济恢复有效，长期未必有正效果。从美国此次危机救助措施看，为了照顾短期目标，调控可能会放弃控制通货膨胀的长期目标。其次，货币政策对资产价格影响不大，对控制市场泡沫行为表现得无能为力，理论界目前也找不到更为有效的调控方法。再次，目前在合理控制资本市场的不断

创新发展和通过货币政策实现通胀目标的有效控制这两者之间还找不到一个长期的平衡协调机制。

五是可以确信在金融危机出现时，政府肯定会出手救助。在历史上100多次系统性金融危机中，有2/3得到政府出手救助。这次美欧都抛弃了自由主义的市场原则，采取了凯恩斯主义的政府干预思路，体现出金融危机的政治化特点。在选民同时也是投资者、债权人以及其他利益相关者的情况下，选民的力量促使中央政府不得不采取救市的政策，这是现代社会走到民主社会的必然结果。面对全局性的系统风险时，原有的市场解决的模式（破产为主）不复存在，这体现了金融业外部性的政治化。

在已有的危机救助过程中，政府采取了规模空前的救助手段，实质是政府对危机买单，或者说纳税人买单。由于纳税人、选民、利益相关者三种身份的合一，所以救助在本质上是一个公民在上述三种身份之间的权衡，是在时间序列、在代际之间找到的一种动态博弈的平衡。

目前来看，此次危机是上世纪“大萧条”以来破坏力最大、波及面最广的全球系统性金融危机。时至今日，各方对危机何时落幕、如何走出危机尚无定论，但可以肯定的是，未来世界经济金融秩序必将发生调整，已有的经济金融理论体系也将面临重新审视和寻求变革的挑战。

在全球金融格局动荡、中国经济发展面临结构性转折的大背景下，2008年4月12日，中国金融四十人论坛应运而生。论坛由40位40岁上下的金融精锐组成，即“40×40俱乐部”。作为一个非官方、非营利性组织，论坛由来自政府部门、科研院校和商业机构的成员组成，以俱乐部形式开展各项学术活动，旨在为青年一代的金融学者搭建一个观点交流和思想碰撞的平台，为夯实中国金融学术基础、推动中国金融业改革实践而贡献力量。论坛的成立得到了吴晓灵等金融界前辈以及交通银行、21世纪报系等单位的全力支持。

自成立以来，四十人论坛积极关注金融危机最新发展动向，针对危机根源、演化趋势、各国政府救助措施、国际金融秩序重建、中国政府宏观调控和经济增长等议题多次召开专题研讨会和“CF40双周”会议。与此同时，论坛成员利用内部刊物《学术动态》、金融四十人门户网站等平台，纷纷提供各自的研究成果，多角度分析危机状况，审慎研判救助措施，积极为我国应对危机建言献策。这本《突围2009》是对



一年来论坛成员提交的报告和圆桌会议讨论的精选，充分体现了论坛成员对宏观形势发展和中国改革全局的前瞻视野和独到见解。

我认为，学术研究的价值和生命力在于对经济现实的把握和解释，当前变革与发展的时代既为年轻的金融学者们提供了“百年难求”的研究资源和机会，也赋予了我们必须面对的挑战和责任。四十人论坛是一个年轻的组织，不仅因成立时间短，更因为四十人论坛是一个以年轻人为主的组织。希望四十人论坛的成员和所有年轻的金融工作者们珍惜现在的时代，发挥年轻人的优势，求真务实，大胆探索，为中国金融业的改革与发展、为中国经济的长远发展贡献自己的力量。

是为序。

2009年3月10日

目 录

序 危机之下：“金融四十人”应运而生	(1)
第一章 反思美国金融模式	(1)
反思次贷危机	(3)
金融危机的根源在于不可持续的美国模式	(19)
美国模式与金融危机的演变轨迹	(22)
金融海啸第二波	(54)
CF40 双周圆桌之一：美国次贷危机：根源与教训	(57)
第二章 政府救市措施批判	(83)
风险在创新中积累	(85)
该实行“金融统一监管”了	(90)
贸易保护主义是全球经济复苏的最大敌人	(93)
政府救市措施演进：干预与不干预的两难	(96)
CF40 双周圆桌之二：金融危机与政府救市措施批判	(119)
第三章 国际金融秩序重建与人民币国际化	(133)
谁为金融危机埋单	(135)
如何重建国际货币体系	(139)
人民币汇率：固定还是浮动	(142)
人民币国际结算条件已具备	(148)
冷静看待这次危机中的大银行收并投资银行	(159)

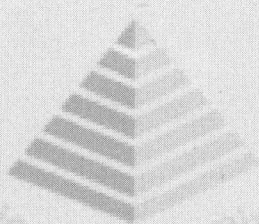
金融危机改写全球银行业格局	(163)
CF40 双周圆桌之三：金融危机后的反思与重建	(179)
第四章 深化改革：经济结构与金融模式的转型	(187)
降低储蓄率、开发国内市场为上策	(189)
全球金融危机与中国改革开放	(193)
以商业模式变革应对银行业挑战	(207)
利率市场化改革尚未完成	(222)
CF40 双周圆桌之四：深化改革是改善调控的根本路径	(228)
第五章 宏观调控：货币政策与财政政策	(241)
零利率和数量宽松货币政策是否有效	(243)
2008 ~ 2009 年中国货币政策分析	(250)
四万亿经济刺激计划应警惕的问题	(265)
政策性金融何去何从：必要性、困难与出路	(268)
CF40 双周圆桌之五：中国经济要在结构调整中率先复苏	(283)
第六章 突围 2009：不平坦的“保 8”之路	(295)
中国房地产市场的近期与远期	(297)
2009 年银行业依然看好	(320)
珠三角的增长态势与转型风险	(326)
对中国经济的悲观判断：2009 不是底	(330)
对中国经济的乐观判断：2009 年将现 V 形增长	(354)
CF40 双周圆桌之六：金融危机之后的经济前景	(358)
附录一：中国金融四十人论坛简介	(368)
附录二：中国金融四十人论坛组织架构与成员名单	(370)
附录三：金融危机大事记	(374)



中国金融四十人论坛
CHINA FINANCE 40 FORUM

第一章

反思美国金融模式



Xie Ping Xie Ping
Wang Zili Wang Zili
Guan Tao Guan Tao
Li Fuan Qi Bin Li Fuan Qi Bin
Xie Duo Jiang Yang Xie Duo Jiang Yang
Lin Yifu Jiao Jinpu Lin Yifu Jiao Jinpu
ang Xinghai Tang Xu ang Xinghai Tang Xu
n Qingmin He Fan n Qingmin He Fan
hunhang Yi Gang hunhang Yi Gang
Ming Dai Jinping Ming Dai Jinping
ingyi Liu Xiliang ingyi Liu Xiliang
ing Zhong Wei ing Zhong Wei
Xijun Wu Xiaoling Xijun Wu Xiaoling
Dingzhijie Li Xunlei Dingzhijie Li Xunlei
ongding Chen Zhiwu ongding Chen Zhiwu
Xu Xinzhang Xu Xinzhang
liang liang

反思次贷危机

20 世纪 90 年代以来，在信息技术革命的推动下，美国经济经历了二战后前所未有的高速增长，美国资本市场更是空前繁荣。2001 年 IT 泡沫破灭，美国经济出现衰退。为了刺激经济，美联储采取了极具扩张性的货币政策。经过 13 次降息，到 2003 年 6 月 25 日，美联储将联邦基金利率下调至 1%，创 45 年来最低水平。美联储的低利率政策，导致美国住房价格的急剧上升。2002 年，笔者曾撰文指出：“从总体上看，还难以判断美国房地产市场泡沫是否严重。但是在某些地区，房地产泡沫是严重的。造成美国房地产价格上升的原因是多方面的，如股票市场崩溃、投资者转向房地产市场、住房抵押贷款的税收优惠等，但其中一个最重要原因则是美国联邦储备银行的宽松货币政策，特别是低利率政策。在这种政策的刺激下，银行发放了大量各种形式的住房抵押贷款。贷款条件过于宽松使得许多人购买了超出自己偿付能力的住房，住房抵押债务急剧增加，美国的住房抵押债务对收入之比创下了历史最高纪录，人们越来越对住房抵押贷款发放失去控制而感到担心。”正如经验一再证明的，当我们身处泡沫之时，往往难以判断是否存在泡沫，而只能在泡沫破灭之后才能得出结论。自 2003 年以来，每年都有经济学家警告说美国的房地产泡沫将会破灭，虽然这一预言一直没有应验，然而，该发生的迟早要发生。2007 年 8 月，美国次贷危机突然爆发，不但房地产泡沫终于破灭，美国还陷入了自 20 世纪 30 年代大萧条以来最为严重的金融危机。

美国的次贷危机不是一次简单的周期性危机或类似 1998 年的长期资本管理公司危机这种局部、短暂的金融危机。美国当前的这场危机是盎格鲁-萨克逊式资本主义生产方式的危机，是华盛顿共识的危机。在东南亚金融危机期间，西方政治家和经济学家把东南亚危机的发生归结于“裙带资本主义”、银行系统在金融体系中的比重过高、资本市场在金融资源配置中的作用过弱、监管不力等。与此同时，他们在世界各地大力推销盎格鲁-萨克逊金融模式。同德国模式和日本模式相比，更遑论东亚模式，盎格鲁-萨克逊模式被视为最完美的、具有普世价值的金融体系模式。而发



展中国家也诚惶诚恐地按盎格鲁-萨克逊模式改造本国的金融体系。然而，当学生还未来得及交出令老师满意的答卷之前，老师自己却突然出了问题。谁说没有“后发优势”呢？

对于美国房地产泡沫破灭导致严重金融危机，我们不是没有思想准备的。笔者曾撰文指出：“在美国，在泡沫经济破灭之后，其金融体系似乎并未受到严重打击，这确实可能是因为美国的金融体系、特别是其银行体系十分健全的缘故（但直到最近，美国的金融机构仍频频爆出丑闻），但这也可能是美国银行机构在 20 世纪 90 年代通过种种技术手段分散风险的结果，如通过把债权打包出售给其他金融机构，特别是保险公司。即使泡沫破灭确实产生了大量坏账，由于这些坏账已被转移到保险机构，因而它们便被隐藏起来（保险机构不必遵守银行机构所必须遵守的一系列透明性原则）和被分散化了。这种情况下，美国房地产泡沫对其整个金融体系最终将产生什么后果，还有待进一步观察。日本的经验教训说明，泡沫经济破灭后的经济调整过程是漫长而曲折的。美国是一个高负债国家，金融危机一旦发生（尽管目前并无明显迹象），其后果是难以设想的，对此我们应该保持清醒的估计。”显然，当时我们对美国金融市场的认识是粗浅的，对细节缺乏了解，因此，对后来次贷危机的发生和发展做出准确判断是不可能的。在次贷危机发生刚满一周年之际，搞清次贷危机的有关细节，重构次贷危机发展的历程，对于我们把握次贷危机的未来发展，判断这一危机对中国的可能冲击，特别是对重新思考中国今后金融体系改革的方向应该具有十分重要的意义。

美国的金融市场

按借贷期限的长短，金融市场可以分为货币市场（一年以下）和资本市场（一年以上）两大类。而资本市场又可以进一步分为债务市场和股票市场，或分为债券市场、股票市场和住房抵押贷款市场。其中货币市场包括银行隔夜拆借市场、债券回购市场、商业票据市场等。而资本市场，以美国为例，则包括公司股票市场、居民抵押住房贷款市场、公司债券市场、美国政府债券市场、公共机构证券市场、银行商业贷款市场、消费者贷款市场。其中公司股票市场规模最大，其次是居民抵押住房贷款市场。到 2006 年年底，全球资本市场的总值为 88 万亿美元。其中股票市场总值为 50 万亿美元，而债务市场总值为 38 万亿美元。

自由化、证券化是美国金融市场的最重要特征。在美国，对金融业

(主要是银行业)的管制是大萧条以后逐步形成的。管制主要表现为:(1)对银行支付存款利息率的限制(Q条例);(2)对银行进行证券业务的限制《格拉斯—斯蒂格尔法》;(3)存款保险制度;(4)对金融市场和金融机构(证券与交易委员会、存款保险公司、贷款保险公司、住宅贷款局等)的管理和监督;(5)限制新银行开业;(6)联邦储备银行的集中和加强等。20世纪70年代以后,美国出现了一股对大萧条重新认识的思潮,这种思潮认为30年代银行发放冒险性贷款和进行风险性投资并非政府管制不严(如允许银行对存款支付利息等)所致。因而,对银行和其他金融机构进行严格的管制是错误地总结了30年代银行危机的教训的结果。除了意识形态方面的原因外,经济条件的变化也对金融自由化的发展起了强有力的推动作用。1965年之前,在普遍低利率的情况下,Q条例并未形成实际约束,因而并未影响银行的存款吸收能力。1965年之后,由于利息率的普遍提高,政府管制变得具有约束力,从而限制了银行的获利机会,于是存款人把资金转向利息率不受限制的票据和证券。非银行金融机构(货币市场基金等)的出现更是吸引走了大量存款。于是,银行只得设法通过发行商业票据、回购协议和吸收欧洲美元等方式进行反击。金融自由化在某种程度上是金融创新的结果。管制必然导致逃避管制,各种金融创新就应运而生。大额存单、回购协议、商业借据(CP)、欧洲美元和货币市场基金等都是为了逃避Q条例的限制而创造出来的。面对如雨后春笋般的金融创新,管制变得十分无效,而逃避管制的做法则导致银行效率的下降。不仅如此,在无法实行有效管制的情况下,强行实行管制不但不能确保、反而会降低银行体系的安全性。由于以上种种原因,从20世纪80年代开始,西方各国先后对金融实行自由化。首先是利率自由化(如逐步取消Q条例),而后是业务自由化,特别是打破银行业和证券业的从业界限。

在金融自由化的基础上,自20世纪80年代以来,发达国家金融市场的一个重要特征是证券化的急剧发展。证券化是通过金融工程把流动性差的某个或某一组其他形式的资产转化为证券的过程或倾向。例如,如果某个银行发放了许多住房抵押贷款,该银行(或某个第三者)可能会把所有这些住房抵押贷款捆绑在一起组成一个住房抵押贷款池,发行以这个住房抵押贷款池为基础的住房抵押贷款支持债券(RMBS)。这样,一只债券(证券)就被创造出来。证券化是一个非常复杂的金融工程。应该说,美国这次次贷危机的爆发是证券化走到极端的必然结果。

次贷与证券化

美国的住房抵押贷款市场总值达 12 万亿美元，是美国资本市场中仅次于公司股票市场的最重要市场。美国房地产金融机构通过以下三项指标来区分客户质量：一是客户的信用记录和信用评分；二是借款者的债务与收入比率；三是借款者申请的抵押贷款价值与房地产价值比率。美国的住房抵押贷款市场提供的贷款则相应地按质量分三大类：优质贷款（Prime）、中级贷款（Alter - A）和次级贷款（Subprime）。三类贷款在美国住房抵押贷款市场中的份额大致分别为 75%、11% 和 14%。

次贷借款人是违约风险非常高的客户群，他们被称为 Ninjna，意为既无收入、又无工作、更无财产的人。既然如此，银行为什么还要贷款给他们呢？

首先，住房贷款金融机构发放的次贷似乎不存在安全性问题。由于美联储的低利率政策，作为抵押品的住宅价格一直在上涨。即便出现违约现象，银行可以拍卖抵押品（住宅）。由于房价一直在上涨，银行并不担心因借款人违约而遭受损失。其次，证券化使得银行可以把风险转移给第三方，因而住房金融机构并不会因借款人违约而遭受损失。那么，为什么证券化可以把风险转移给第三方呢？

在证券化过程中，涉及 10 多个参与机构。其中包括发起人（住房抵押贷款金融机构）、住房抵押贷款经纪人、借款人、消费者信用核查机构、贷款转移人、特殊目的机构（Special Purpose Vehicle, SPV）、评级机构、包销人、分销人、保险公司、特别服务提供者、电子登记系统和投资者等。在证券化过程中，SPV 发挥了重要作用。SPV 一般具有以下几个重要性质：

1. 购买次贷，或根据某种协议获得次贷的所有权或处置权。次贷所有权的转移使发起人实现真实出售，发起人与资产风险实现隔离，债权人（投资者）不得向发起人（住房贷款金融机构）行使追索权。

2. 在法律和财务上独立于发起人（如住房贷款金融机构），尽管可能是发起人所设立。

3. 是一个空壳公司，可以没有任何雇员，在泽西岛（Jersey）或开曼群岛（the Cayman Islands）注册。

4. 是债券（如住房抵押贷款支持债券）发行机构，住房抵押贷款支持债券（RMBS）则由发起人转移给它的次贷所支持。

通过检查特殊目的机构的资产—负债表，可以比较清楚地了解次贷的证券化过程。

表 1 特殊目的机构 (SPV) 的资产—负债表

资产		负债	
资产池	次资1	按揭贷款抵押债券 (MBS)	高评级 AAA-AA
	次资2		
	次资3		中等级 BBB-BB
	次资N		股权级

如前所述, SPV 购买或根据某种协议获得次贷的所有权或处置权, 然后将这些次贷 (可能是成百上千项次贷) 捆绑在一起 (正如将许许多多鸡蛋放在一个篮子里)。以这些次贷为基础 (这些次贷是 SPV 的资产), 相应发放债券 (SPV 的负债)。这就是说, 原本是住房抵押贷款金融机构和借款人之间一对一签订的、各不相同的一些住房抵押贷款合同, 被住房抵押贷款金融机构转卖给了 SPV, 而后者将其打包之后, 又以债券的形式卖给了投资者, 这些债券就是所谓的住房抵押贷款支持债券 (RMBS)。这就是次贷被证券化的过程。投资者, 即 RMBS 的购买者因持有 RMBS 而获得固定收益 (像持有一般公司债券一样), 同时也要承担债券违约风险。而住房抵押贷款金融机构由于已经将其对借款者的债权转给 (或卖给) 了 SPV, 因此将不再承担借款人的违约风险, 当然, 它也不再享有获得借款者所支付的利息和回收本金的权利。对于一般基金来说, 对应于同一资产组合, 一只基金 (Fund) 所发行的基金债券是完全相同的, 即基金债券投资者所承担的风险和享受的收益完全相同。与一般基金不同, 尽管所对应的是同一资产池 (由大量次贷构成), SPV 发行的 RMBS 却有不同等级。RMBS 的等级是根据约定的现金分配规则确定的。投资者可以选择购买同一 RMBS 的不同等级, 从而获得不同回报和承担不同风险。假设某一 RMBS 的价值是 8000 万美元, 作为这一 RMBS 基础的 8000 万美元住房抵押贷款可能会出现部分或全部违约。可以假设存在四种违约情况: 第一种是有 2000 万美元住房抵押贷款违约, 第二种是有 4000 万美元违约, 第三