

金融危

常巍 薛誉华◎编著

再思考

Re-thinking of Financial Crisis

破译金融危机密码 解析治理政策困局 反思全景金融风暴 迎接中国经济暖春
危机根源 错综复杂 谁是真正的元凶 经济寒冬 困难局面 中国应如何破冰



金融危机

常巍 薛誉华◎编著

再思考

Re-thinking of Financial Crisis

破译金融危机密码 解析治理政策困局 反思全景金融风暴 迎接中国经济暖春
危机根源 错综复杂 谁是真正的元凶 经济寒冬 困难局面 中国应如何破冰

中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

金融危机再思考/常巍, 薛誉华编著. - 北京: 中国经济出版社, 2009. 6

ISBN 978 - 7 - 5017 - 9174 - 3

I. 金… II. ①常… ②薛… 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 047838 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](http://www.economyph.com)

责任编辑: 苏耀彬 (电话: 010 - 68354197)

责任印制: 石星岳

封面设计: 大象设计

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京市地矿印刷厂

开 本: B5

印张: 19 字数: 310 千字

版 次: 2009 年 6 月第 1 版

印次: 2009 年 6 月第 1 次印刷

印 数: 6000 册

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 9174 - 3/F · 8115

定价: 48.00 元

本书如有缺页、倒页、脱页等质量问题, 由我社发行部门负责调换, 电话: 68330607

版权所有 盗版必究

举报电话: 68359418 68319282

国家版权局反盗版举报中心电话: 12390

服务热线: 68344225 68341878

前 言

由2007年夏季美国次贷危机爆发引起的全球金融危机至今已经经历了两年左右的时间,这两年全球经济金融形势每况愈下。时至今日,人们仍然在惊恐中艰难煎熬,苦苦期盼危机的终结。但是,到目前为止,我们仍然无法看到危机的终结。

此次危机从2007年开始在美国引爆,迅速影响欧美金融机构,而进一步影响全球经济发展,直接将全球经济引入危机的深渊,金融危机已经演绎成为一场全球经济危机。金融危机导致股票市场惨跌、实体经济前景暗淡和投资者信心受挫,2008年10月15日,美股创下1987年以来的最大单日百分比跌幅,标准普尔指数跌至907.84点,跌幅9.03%;道琼斯指数收盘跌至8577.91点,跌幅7.87%。2009年2月23日纽约股市再次创下1987年以来新低,标准普尔指数收于743.33点,跌幅3.47%;道琼斯指数收于7114.78点,跌幅3.41%。

期间,各国政府、国际金融机构纷纷拿出种种不同招数应急处置金融危机。从向金融业直接注资,到收购股权,甚至实行直接的国有化政策。美国的危机挽救政策可谓是其中的典型:第一阶段,无序的应急作战,政府如同消防队;第二阶段,布什政府的7000亿美元“金融救援计划”,救市政策逐渐系统明晰;第三阶段,奥巴马政府签署了总额为7870亿美元的“经济刺激计划”,使之成为美国政府干预经济的一个新的里程碑。其他各国政府也逐渐从仓促应战到系统作战、全线出击,但是效果如何?能否引领全球经济走出困局,目前尚未定论。

本书立足金融危机及其各国应对政策,全面反思金融危机的成因、危机对全球经济的影响和政府应对政策。本书深入浅出,试图透

过现象看本质,全面反思金融危机和西方国家推崇的金融全球化、经济全球化,并对中国应对危机的政策进行了一定层面的思考。

本书分工如下:常巍负责前言、第一章到第五章,薛誉华负责第六章到第十章。硕士生任宪亮、施继胜、姜桂芬、付敏敏等帮助收集了大量资料,在此表示特别感谢。

作 者

2009-3-22



前 言

上篇 风波突起 全球经济陷入新危机

第一章 暗潮涌动 美国经济面对新现实

第一节 美国经济的考察

一、金融法律环境	4
二、低利率政策	4
三、不当的房地产金融政策	6
四、泡沫化的房地产市场繁荣	7

第二节 次贷与次贷合约

一、次级贷款	9
二、次贷合约	10
三、次贷危机	12

第三节 房贷资产证券化

一、资产证券化	15
二、资产证券化形式	17
三、房贷支持证券	18
四、信用违约掉期	20
五、缺失的金融创新监管	23

第二章 风波乍起 日益高涨的金融风险

第一节 新世纪和贝尔斯登瓦解

一、新世纪倒闭	26
二、贝尔斯登瓦解	28
第二节 两房国有和兄弟破产	
一、两房国有化经历	32
二、雷曼兄弟破产保护	34
第三节 美林与 AIG 难逃厄运	
一、美林证券终被收购	38
二、AIG 难逃被接管命运	41
第四节 高盛和摩根被迫转型	
一、高盛集团转型	45
二、摩根集团转型	49
第五节 花旗集团的资产剥离	
一、卓越的金融服务公司	54
二、危机中的花旗集团	56
三、花旗剥离不良资产	57
四、花旗的后危机时代	58

第三章 惊涛骇浪 险象环生的金融市场

第一节 危机全面影响美国经济	
一、次贷危机袭击美国股市	62
二、次贷危机波及实体经济	63
三、次贷危机产生溢出效应	64
第二节 危机蔓延欧洲各国经济	
一、金融业受到全面影响	66
二、英国北岩银行受挤兑	68
三、冰岛陷入“国家破产”	69
第三节 亚洲经济深受沉重打击	
一、日本经济受损严重	72
二、韩国再被爆面临破产	75
三、饱受冲击的其他国家	78

中篇 仓促应战 各国政府全面新干预

第四章 全力拯救 美国力保市场稳定

第一节 美国经济拯救方案回顾

- 一、仓促应战全力挽救..... 82
- 二、金融救援计划..... 85
- 三、经济刺激计划..... 87

第二节 金融救助计划思考

- 一、深不可测的问题资产..... 90
- 二、救助成本能否收回..... 91
- 三、救助资金由谁负担..... 92
- 四、救助计划被迫转向..... 94

第五章 齐心协力 全球共同应对灾难

第一节 欧洲各国走向协调

- 一、各自为政各国纷纷注资..... 98
- 二、协调统一政策联动..... 100
- 三、救助效率低下政策变保守..... 103

第二节 亚洲各国各自为战

- 一、日本救市方案频出..... 105
- 二、韩国政府全力应对..... 110

下篇 全面反思 金融危机引发新思考

第六章 祸起萧墙 华尔街模式孕育风险

第一节 华尔街曾经的辉煌

- 一、早期的华尔街..... 120

二、成长期的华尔街	123
三、成熟期的华尔街	125
四、今日的华尔街	127
第二节 华尔街模式的特征	
一、独立投行占据主流	132
二、金融创新层出不穷	133
三、双重多头监管模式	134
四、全球金融与市场联动	135
第三节 华尔街模式的缺陷	
一、投行大量涉足资金交易	137
二、富有想象力的衍生工具	139
三、过于依赖市场自律监管	140
四、失灵的美国式公司治理	143
第四节 华尔街模式的重塑	
一、创建全新的金融监管	144
二、重塑管理层道德底线	146
三、必须改进的金融技术	147
四、注重金融生态与民主	150
 第七章 奋不顾身 各国政策不计后果	
第一节 政策特征和政策效果	
一、各国救助政策的特征	156
二、各国救市政策的效果	158
三、救市的长期可能效果	159
第二节 短期政策重点的反思	
一、直接注资政策反思	162
二、国有化政策的反思	164
三、直接投资政策反思	165
第三节 长期注重稳定与监管	
一、维护金融系统稳定	167

二、加强金融监管效率	168
------------------	-----

第八章 快速传递 金融全球化双刃剑

第一节 金融全球化的推崇

一、金融全球化的含义	174
二、金融全球化的发展	176
三、金融全球化的表现形式	178

第二节 金融全球化的本质

一、金融全球化的表象动因	182
二、金融全球化的根本动因	184
三、金融全球化的实质	185

第三节 金融全球化的效应

一、对全球经济的影响	186
二、对发达国家的影响	189
三、对发展中国家的影响	192
四、对中国经济的影响	194

第四节 金融全球化的批评

一、金融全球化的内在缺陷	197
二、构建全球金融稳定体系	200

第九章 推波助澜 经济全球化冷思考

第一节 经济全球化的推崇

一、经济全球化浪潮	204
二、经济全球化的表现形式	207
三、经济全球化的新特征	209

第二节 经济全球化的本质

一、经济全球化的动因	211
二、经济全球化的本质	216

第三节 经济全球化的效应

一、对发达国家的影响	218
------------------	-----

二、对发展中国家的影响	223
第四节 经济全球化的批评	
一、反全球化运动	230
二、经济全球化的悖论	232

第十章 推崇稳定 中国经济稳中取胜

第一节 中国经济面临的压力	
一、对中国经济的直接影响	238
二、对中国经济的间接影响	241
三、中国存在次贷危机压力	249
四、强化我国金融监管的思考	251
第二节 中国政府宏观政策内容	
一、反应快捷多管齐下	255
二、扩大内需促进经济	257
三、落实积极的财政政策	264
四、及时调整货币政策	267
五、十大产业振兴规划	270
第三节 中国政府政策重点与解析	
一、力保中国金融稳定	278
二、稳定中国经济运行	279
三、促进行业稳定发展	279
四、促进行业并购与重组	283
第四节 提升政策效应的策略思考	286
一、避免盲目抢资金抢项目	286
二、力争项目规划论证充分	286
三、保证政府资金高效运行	287
四、保证政府投入落实到位	287

参考文献

上 篇

风波突起 全球经济陷入新危机

第一章

暗潮涌动 美国经济面对新现实

美国爆发金融危机的一个主要原因在于美国经济基本面出了问题。过去 60 年,美国经济增长和国内消费超出了本国生产力的承受能力。一方面,美国在实体经济虚拟化、虚拟经济泡沫化的过程中,实现不堪重负的增长;另一方面,美国把巨额的历史欠账通过美元的储备货币地位和资本市场的价值传导机制分摊到全世界。这增加了美国经济的依赖性,动摇了美国经济和美元的地位以及对它们的信心。美国经济不得不面对新的现实。

第一节 美国经济的考察

自20世纪80年代中期开始,美国经济出现了前所未有的快速增长,“新经济”一度成为美国经济快速增长动力,将美国经济带到了虚幻的境界,也使人们对美国经济充满了期待。

一、金融法律环境

1980年《存款机构解除管制与货币控制法案》取消了美联储Q条例规定的利率上限,金融机构因而可以根据客户风险大小进行定价,为利率市场化铺平了道路;1982年《可选择抵押贷款交易平价法案》允许使用浮动利率,抵押贷款利率可以与市场利率一起浮动,因而降低了贷款人的利率风险,并在一定程度上降低了利息成本,因而刺激了各类抵押贷款市场的迅速发展;美国在1933年大危机以后,出台了《格拉斯—斯蒂格尔法》,实行严格的分业监管和分业经营。在随后近60年里,美国金融业得到了前所未有的发展,但在其高速发展的同时,金融市场上的不确定性相应增加。

1999年美国国会通过了《金融服务现代化法案》,推行金融自由化,放松了金融监管,并结束了银行、证券、保险分业经营的格局。为商业银行、证券公司和保险公司之间的机构、产品和市场的大融合铺平了道路。这一系列的法案都为次级抵押贷款市场的发展提供了一个良好的法律环境。

二、低利率政策

为了应对2000年美国网络泡沫破灭,经济出现衰退,布什总统推行令富人受益的减税政策,但是成效并不明显。美联储为了促进经济增长和就业,只有采取降低利率的政策。2001年1月至2003年6月,美联储连续13次下调联邦基金利率,使该利率从6.5%降至1%的历史最低水平,而且在1%的水平停留了一年之久,见图1-1。

但是,降低利率并没有极大地刺激投资,而是促使美国人更多地贷款买房和负债消费。低利率政策促进了美国房地产业的持续繁荣,美国人对自己不断增长的债务负担并不以为然。

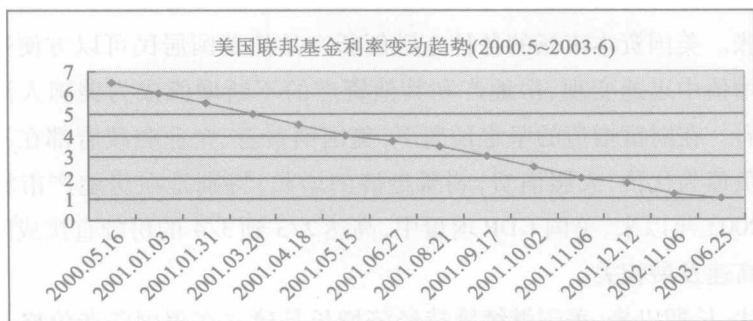


图 1-1 美国联邦基金利率变动趋势(2000.5~2003.6)

美国的经济增长模式逐渐演变成为“资产膨胀依赖型”，美国的储蓄和投资之间严重失衡，这种失衡造成美国巨大的债务问题。美国的储蓄率 1984 年为 10.08%，此后不断下降，1995 年为 4.6%，2004 年为 1.8%，2005 年为 -0.4%，2006 年为 -1%，2007 年为 -1.7%，创下 1933 年大萧条时代以来的历史最低纪录。而且美联储的货币政策还“诱使”市场形成一种预期：只要市场低迷，政府一定会救市，因而整个华尔街弥漫着投机气息。

自 2001 年开始美国大幅度调低联邦基金利率，在 2003 年达到 1% 左右，此后，联邦基金利率开始逐步上调，随着利率的逐级攀升，次贷违约率也在加速上升，并逐渐达到历史最高点。见图 1-2。

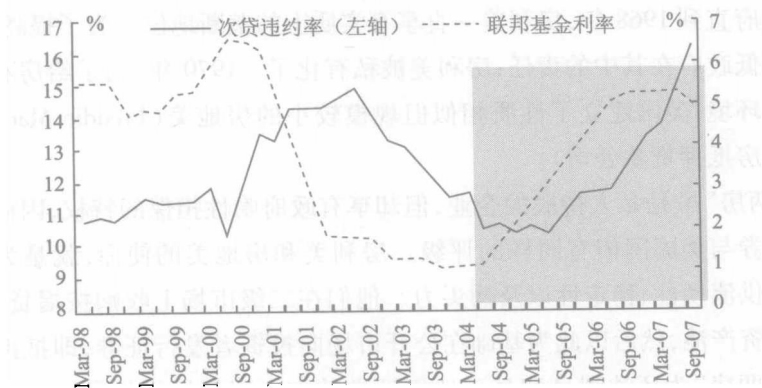


图 1-2 1998~2007 年美国利率变化与房地产市场违约率变化

美国凭借经济全球化和发达的资本市场创新手段，吸纳着来自世界各

地的储蓄来弥补自身储蓄的不足,而资金的大量涌入也催生了美国资产价格的膨胀。美国资本市场的各种金融创新产品使美国居民可以方便快捷地从资产增值中迅速变现,房地产和其他资产的不断增值成为美国人消费的最强后盾。在财富增值的坚定预期下,美国消费者、企业和政府都在不断地以增加负债为代价,大胆消费,刺激经济的增长,特别是在房地产市场表现突出。2003年以来,美国GDP增量中,高达2/3到3/4的份额直接或间接与房地产高速发展相关。

因此,长期以来,美国继续维持经济增长是建立在美国资产价格不断上涨,外国储蓄不断流入的前提下。但是,庞大的债务问题始终成为一个负担,随着债务规模的不断膨胀以及相应的巨额利息支出随时都可能抑制资产价格继续攀升的势头。一旦资产价格上涨停止,长期的低储蓄率和负储蓄率将使巨额债务的支付危机立刻显现。经济增长总有难以维持的一天,这只是一个时间问题。

三、不当的房地产金融政策

在上世纪30年代的大萧条时期,美国内需萎靡不振,罗斯福新政的决策之一就是于1938年设立房利美(Fannie Mae,全称联邦国民抵押贷款协会),为国民提供住房融资,帮助民众购买房屋,刺激内需。希望通过为住房按揭市场注入流动性,使购房更容易。在经历过极为困难的大衰退时期以后,罗斯福政府直到1968年,房利美一直享有实质上的垄断地位。为了提高效率,并且降低政府在其中的责任,房利美被私有化了。1970年,为了给房利美创造竞争环境,美国建立了性质相似但规模较小的房地美(Freddie Mac,全称联邦住房抵押贷款公司)。

“两房”虽是私人持股的企业,但却享有政府隐性担保的特权,因而其发行的债券与美国国债有同样的评级。房利美和房地美的使命,就是为住房市场提供流动性、稳定性以及购买力。他们在二级市场上收购按揭贷款,组成一个资产池,然后以此为基础在公开市场向投资者发行证券,即抵押支持证券,“两房”为还款利息和基于他们证券的本金回报提供担保。这种按揭二级市场提高了按揭贷款商可用资金的供给,从而也提高了新购房者可用资金的供给。

从上世纪末期开始,在货币政策宽松、资产证券化和金融衍生产品创新