

金融飓风突发 拷问货币体系
经济风险加剧 挑战宏观政策

次贷危机

Subprime Crisis

辛乔利 孙兆东◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

次贷危机/辛乔利, 孙兆东著. - 北京: 中国经济出版社, 2008. 3

ISBN 978 - 7 - 5017 - 8481 - 3

I. 次… II. ①辛… ②孙… III. 房地产 - 贷款 - 危机 IV. F837.124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 023496 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)

图书策划: 张潇匀

责任编辑: 张潇匀 许秀江 (电话: 010 - 68321948 Email: sherryphu@126. com)

责任印制: 张江虹

封面设计: 任燕飞设计工作室

经 销: 各地新华书店

承 印: 北京市地矿印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16

印张: 15 字数: 166 千字

版 次: 2008 年 3 月第 1 版

印次: 2008 年 3 月第 2 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5017 - 8481 - 3/F · 7473

定价: 32.00 元

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

次贷危机到目前为止还没有真正见底，所以不可小视。

这个影响究竟有多大还有待观察，并且要有充分的估计。

——中国人民银行行长周小川

在全球银行业的最新发展趋势中，信用衍生产品的交易规模正迅速膨胀。但是，对信用衍生产品风险的评估和防范却没有得到很好的安排和解决，近期发生的美国次贷危机就是一个很深刻的教训。

——中国银监会主席刘明康

从长期看，随着次贷危机的蔓延，可能会降低外汇需求，对我国出口企业产生影响，从而对相关行业上市公司产生冲击，间接影响我国资本市场稳定。

——中国证监会主席尚福林

要指导大型银行关注美国次贷危机、利率市场化改革、人民币汇率更具弹性等对银行产生的影响。

——银监会副主席蒋定之

本书视点

风险提示

- ◆ 房地产市场泡沫和金融市场泡沫互动，导致次贷危机升级
- ◆ 主要内因是次贷产品自身的缺陷和操作漏洞，主要外因是货币政策的大幅调整
- ◆ 信用评级失实、衍生产品无度、交易监管错位、风险预警失灵

政策建议

- ◆ 货币政策须稳健，调整利率应避大起大落
- ◆ 及时监管金融工具创新，有效堵塞金融漏洞
- ◆ 金融信贷不容掺假，信用评级不能对付
- ◆ 风险管理应是金融机构的文化核心
- ◆ 行业自律、企业自律必须始终坚持
- ◆ 防止房地产市场过度投机



透过常识看“次贷”

在很多人看来,金融问题挺神秘。金融市场错综复杂,风云变幻,常常让人摸不着头脑。美国正在发生的“次贷危机”更是如此。扑朔迷离的现象让人眼花缭乱,不但中国人看着眼晕,就连美国人也挺发迷。其实,“次贷危机”并不神秘,至少在一些专门研究这一问题的学者看来,对于普通中国人来说,“次贷危机”是可观察、可理解的。即使你没有足够的金融知识,作为非专业人员,也能从美国正在发生的事件中悟出点什么。

著名经济学家高鸿业先生曾经说过:“经济问题不可能偏离常识。”这句话应该是我们所有人正确理解复杂经济问题的钥匙。不管一些经济问题如何专业,一些经济模型如何复杂,一些经济学家们“忽悠”得如何玄乎,只要我们保持一颗平常的心,通过常识去审视,问题就可能变得十分清晰简单。

事态还在发展的美国“次贷危机”正是如此。众所周知,美国的房价比中国北京、上海的房价要高很多,可是美国穷人的收入却赶不上中国的买房人。即使金融机构通过次级贷款降低了穷人住房消费的门槛,诱惑了大批本来没有购买能力的美国穷人进入了美国住房消费市场,但穷人毕竟是穷人,有的穷人毕其一生精力,实际上也付不起天文数字的房款。爆发危机应该说是早晚的事情。对此,美国的有些金融家却不这么看,前两年,就有人夸口说,通过金融创新就能化解这

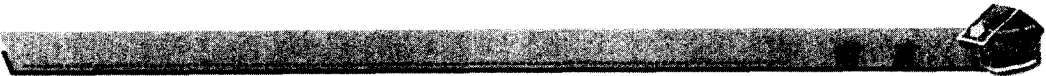
种风险,有效地防止金融危机。其实,穷人不管怎么打扮,仍然是穷人。风险不能消灭,只能转移,这是现代经济学的基本常识。金融机构对付金融风险的基本策略就是,让尽可能多的人承担损失。这就好比要摊派一万元的费用,如果只让一个人拿,谁都会觉得是个负担;如果要让一百个人拿,每人只要一百元;如果让一万个人拿,每个人一元钱,谁都不会觉得是个负担。问题是,现代金融的风险转移,并不会像摊大饼一样越摊越薄。一旦哪个环节出了问题,引发的很可能是链式反应,像原子弹爆炸那样,对全球经济产生严重冲击。

次贷危机是美国正在发生的新事情,连美国人也搞不清楚到底是怎么回事?难怪花旗集团都要专门编写一册《次级抵押贷款通俗读本》为它的每位董事来做“次贷”知识普及。因此希望我们出版的由辛乔利、孙兆东所著的《次贷危机》这本书也能成为我国金融业人士乃至广大读者的“及时雨”。

中国有句话叫“外行看热闹,内行看门道”,面对美国金融界在新世纪的精彩表演,我们隔岸观火的中国人肯定能从中悟出点什么。

中国经济出版社

2008年3月



关注邻人就是关心自己

有人说如今的地球越来越像个大村子。地球上的所有国家都是一个村子的邻居，谁家要是发生了点啥事，可能是同时，也可能是晚几个小时，最迟也就是当天晚上，就会让地球人都知道了。地球那边发生的事也可能离我们很遥远，也可能与我们没什么直接的关系，但这并不意味着有些事不值得我们关注。曾有一位哲人说过：“关注邻人就是关心自己。”别人家发生的事情，即使不可能在我们这里发生，但总会给我们一些有用借鉴和提示。

当今世界，全球一体化在经济领域已经充分实践，然而，作为经济核心的现代金融，更把全球一体化的精髓淋漓尽致地体现出来。“货币政策传导效应”这个现代金融核心的代表者，伴随国际化进程的加快，其作用越来越为人们所认识。实践表明，更好地学习和借鉴发达国家在经济，特别是金融方面的成功经验和失败教训，或许是我们做好经济和金融工作的有效途径。

始于2007年初的美国次级抵押贷款危机事件，事态的发展已持续一年多，并演变成为美国的次级债危机，不断引爆数家国际知名的贷款机构、投资银行和商业银行因为资金链条受到巨大损伤，面临危机甚至倒闭。事件的发展对美国乃至全球经济的影响也越来越深，不仅导致股市的剧烈波动，甚至损伤到整个经济层面。同时，相关国家的中央银行也不得不伸出援手，评估并对冲由于美国次级贷款危机产生的影响。



“次级危机事件”也受到中国金融界、经济界乃至社会各界的关注。美国次级抵押贷款事件发生之初，我们就对其进行了高度关注，伴随着事态的不断发展，我们边研究边解读，力图发现本原，了解真相，记录下这一历史事件，同时我们也想用中国人的视角，观察美国从次级抵押贷款危机到次级债危机的演变，并试图用人们能读得懂的语言，展现出这一事件的全过程，预测其未来的走向。

中国经济出版社邀约我们把这一跟踪的观察研究成果梳理成书，并期望这本书能也同时像教科书一样，全面系统地介绍次级抵押贷款、贷款的资产证券化、证券化衍生产品和次级债务等金融工具和金融产品，因此，我们立足追溯事件的真相，解读“美国次贷危机到次债危机”的来龙去脉，编写了此书。现呈现给大家，期望本书不仅是金融时事的追踪报道，也是比较深入的金融案例的剖析解读，以飨读者。

作者

2008年3月于北京



美国次级抵押贷款危机的引爆

一个指头大小的蚁穴，能导致千里长堤的倾刻崩溃；一颗小螺丝钉的松动，足以造成百吨的客机在高速运行中瞬间解体；一位不起眼的证券操盘手的违规失误，竟可以引爆“金融巨厦”的轰然坍塌……在危机四伏的金融世界里，“蝴蝶效应”随时可能引发毁灭性的全球灾难！

2007年3月12日，美国新世纪金融公司（New Century Financial Corporation）的几家债权人致函新世纪金融公司，通知该公司违约，同时公布了该公司因没有用于发放贷款的头寸，企业的财务出现危机。受此影响，新世纪金融公司的股价跌至87美分，被证交所正式停牌，美国新世纪金融公司濒临破产。

或许世人都没有想到，这个叫新世纪金融公司的美国房地产贷款机构遭受的危机，却将招致美国乃至全球自本世纪以来的第一场金融危机。事实上“次级抵押贷款”成为了引爆金融危机的导火索。

“次级抵押贷款事件”爆发后，冲击波传导到了“次级债券”，又引爆了“次级债危机”。这一传导过程，给人们充分展现出传统商业银行业务与投资银行业务风险传递的过程。我们知道，投资银行与商业银行在风险管理上存在着截然不同的文化，商业银行注重风险管理，投资银行更重视风险收益。但是，无论是更重视收益还是更重视风险规避，作为银行来讲，安全性、收益性与流动性的均

衡考量，应始终成为经营管理的深刻内涵。

考察两个“次级危机”事件的引爆，无论是“次级抵押贷款”爆炸，还是“次级债券”爆炸，引爆的成因都是来源于金融生态，爆炸后又作用和影响到金融生态的变化。然而，作为一国金融生态的调节者——货币政策及其传导体系，责无旁贷和义不容辞地成为金融危机的始作俑者和救火员。

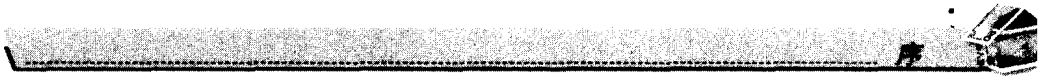
次级抵押贷款原本是一项金融产品，从世界金融历史的角度看，单纯由一个金融产品所引发的一场金融危机还是极为罕见的。事实再一次地警示我们，金融风险无时无刻不在。但我们也要看到，风险管理始终是金融管理的核心，风险计量、风险转移、风险规避等技术，如果运用得当，可像一面镜子一样让我们视野清晰，有效避免危机。

金融界的魅力也就在于：当风暴来临时，优秀的银行家已经掌舵自己的航船，到达了安全的境地。

历时一年的美国次级抵押贷款危机还在继续，一场原本只涉及单一地区、单一金融产品的危机已经通过蝴蝶效应演变成了一场波及全球金融市场的飓风。

次级抵押贷款事件和金融危机的显现，再一次给我们带来一些更为重要的启示：一是，宏观货币政策的决策在考虑国际货币体系交换与贸易竞争因素的同时，也必须平衡本国经济的发展；二是，金融产品和创新要充分考量宏观货币政策对其可能产生的作用和影响；三是，宏观货币政策必须要考虑到金融产品和创新对其产生的反作用；四是，不管是在经济周期的高峰还是谷底，风险管理应始终贯穿，面对新的市场变化，风险模型应根据新形势的变化迅速更新。

因此，汲取别国的经验教训，做好我们自己的经济和金融工



作，更好地践行金融的科学发展，是我们在货币政策和金融产品创新与监管中始终要考虑的。为此，希望我们从事经济、金融及理论研究的同仁们，能从本书记录的点滴中获取更多的经验和启迪，更好地推动我们的货币宏观调控，努力把握好混业经营和综合经营的度，对资产证券化等流动性紧缩产品及其衍生产品等的推出，应充分考虑宏观货币生态及金融生态，做到金融创新适应好经济与金融的科学发展。

赵晓征

2008 年 3 月

（赵晓征先生乃中国国际金融有限公司投资银行部董事总经理，获美国密歇根大学经济学博士学位，是美国注册金融分析师 CFA。）



Contents

目 录

序 美国次级抵押贷款危机的引爆/ 1

绪论 金融危机总是在最薄弱环节爆发/1

第一篇 次贷危机爆发

1. 大西洋彼岸的金融飓风/15

新世纪金融公司埋了什么样的“雷” /16

找错支点的贝尔斯登基金/24

“报警器”失灵的美林/35

搁浅的“航空母舰”花旗/45

2. 风暴摧垮的金融家/53

看走了眼 押错了宝——孤独的领导者奥尼尔/54

外行到底能不能领导内行？——解不开烦恼的普林斯/59

遭淘汰的不一定是弱者——为了瑞银荣誉的乌夫利/64

第二篇 次贷危机聚焦

1. 聚焦美联储/71



格林斯潘斯人已去，遗害犹在？/72

伯南克真的改弦更张了吗/87

2. 聚焦大赢家/94

未卜先知 方能稳操胜券——预知次贷危机的保尔森/95

大浪淘沙靠的不仅是运气——笑着数钱的贝兰克梵/101

第三篇 次贷危机揭秘

1. 揭秘次级贷款/111

美国的次级抵押贷款/112

次级抵押贷款的危机/125

2. 揭秘次级债/139

美国的次级债/140

次级债的危机探因/161

3. 揭秘从次级贷到次级债的危机/179

金融产品的关联与风险传导/180

多米诺效应与次级债危机/187

附 参考文献/208

跋 大数法则为什么会失灵

——现代金融系统对风险管理的挑战/209

编后语/218

绪

论

INTRODUCTION

金融危机总是在最薄弱环节爆发

解读世界金融史，我们会发现，任何一场金融风暴和金融危机的爆发都是由于存在很多薄弱环节和漏洞。“次贷事件”再一次表明金融危机总是在最薄弱的环节爆发。



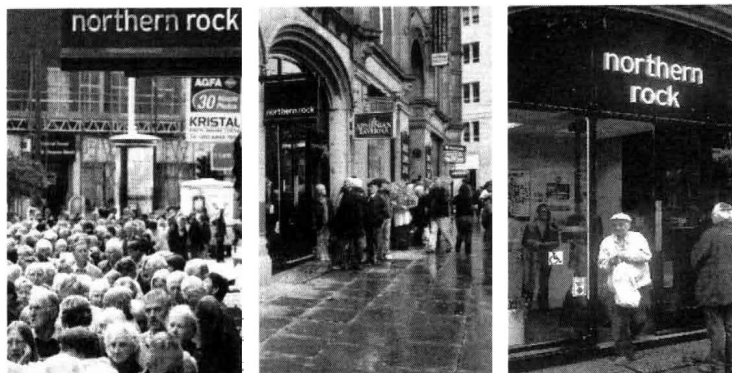
金融危机总是在最薄弱环节爆发

解读世界金融史，我们会发现，任何一场金融风暴和金融危机的爆发都是由于存在很多薄弱环节和漏洞。“次贷事件”再一次表明金融危机总是在最薄弱的环节爆发。

◆ 泡沫孕育着危机

我们知道，早在 20 世纪 60 年代末，日本就已经成为世界最主要的出口大国，日本日益上升的外汇储备在扶助其成为工业强国的同时，也见证了出口增长战略的成功之处。但是到了 1981 年，这个国家的贸易顺差就如同脱缰野马一样奔腾上涨，仅 1968 年到 1989 年之间，日本所积聚的贸易顺差就达到 75 万亿日元，期间日本的外汇储备也从 30 亿美元增加到了 840 亿美元。在日本，大量的资本流入所带来的信用扩张同时也拉开了序幕，日本的国内信贷与 GDP 的比率，因此从 1970 年的 135% 增长到了 1989 年的 265%。

1989 年，日本的房价和股价终于创出历史新高。如，仅日本东京的“帝国花园”价值就可以买下整个美国加利福尼亚州还绰绰有余，此时的日经指数冲破了 38000 点。但也恰在此时，日本信用扩张的“盛宴”在高潮中戛然而止。由于日本的过度投资造成的国内生产能力过剩，最终在 1990 年导致了泡沫的破裂，日本的股价和房价开始



由于受到美国次贷危机的波及，英国的北岩银行发生了挤兑风潮。

“跳水”，短短的几个月，股价下跌了 75%，房价缩水 50% 以上。从而，引发了日本国的金融危机。

事实上，时至今日日本还没有完全从那场噩梦般的金融危机中缓过来，危机过后的日本政府负债与 GDP 比例上升到了 140%，使得日本的国家信用评级也沦落到了与阿尔及利亚一样同等的地步，原本想超出欧洲货币与美元抗衡的日元地位因此每况愈下，终于拜倒在美元的“绿色石榴裙带”之下。

即便如此，亚洲的新兴经济强者“四小龙”和“四小虎”依然接过了日本出口导向战略的接力棒。20 世纪 80 年代初期，日本为了应对美国人施加的日元升值压力，开始把制造业转移到亚洲各国。不论是模仿还是承接，泰国、韩国、马来西亚以及印尼等国开始了日本奇迹的复制。

1984 年到 1996 年间，泰国的外汇储备由 19 亿美元上涨到 377 亿美元，韩国的外汇储备由 25 亿美元上涨到 340 亿美元，印尼的外汇储备从 50 亿美元上涨到 190 亿美元，马来西亚的外汇储备则从 40 亿