

Economic Situation
Under Global Financial Crisis

全球金融危机下的 经济思考

葛兆强 著



 中国金融出版社

全球金融危机下的经济思考

葛兆强 著



中国金融出版社

责任编辑：仲 垣
责任校对：刘 明
责任印制：张 莉

图书在版编目 (CIP) 数据

全球金融危机下的经济思考 (Quanqiu Jinrong Weijixia de Jingji Sikao) / 葛兆强著. —北京: 中国金融出版社, 2010. 1
ISBN 978 - 7 - 5049 - 5305 - 6

I. 全… II. 葛… III. ①商业银行—经济管理—文集②宏观经济—文集 IV. F830.33 - 53 F015 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 194716 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 82672183

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 19.25

字数 322 千

版次 2010 年 1 月第 1 版

印次 2010 年 1 月第 1 次印刷

定价 33.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5305 - 6/F. 4865

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

全球金融危机的过程、成因与影响*

(代序)

招商银行行长 马蔚华

在过去五年间，由于筹建招商银行纽约分行的缘故，我与华尔街的高层人士和美国金融监管当局有着频繁的交往，亲眼目睹和感受了这场起源于华尔街的金融“寒冬”。我在《感悟华尔街：我的金融风暴之旅》一书中，对这些感受进行了总结。现在，应葛兆强博士之邀，为其新著《全球金融危机下的经济思考》撰写序言，我想对这场全球金融危机的演变、成因及其影响谈谈自己的一些认识。

一、全球金融危机的演变过程

人们习惯把本次全球金融危机叫做“金融海啸”，它形象地把全球金融危机描述为滔天巨浪，整个演变过程波澜起伏，一波未平，一波又起，日益剧烈。2006年底，美国次贷危机就已经初见端倪。以新世纪金融公司申请破产保护为标志，2007年3月次贷危机正式爆发。此后，大型金融机构频爆巨亏、贝尔斯登黯然破产、“两房”被美国政府接管、雷曼兄弟公司破产、美林证券被收购、AIG被国有化，以及各国政府联合救市，次贷危机最终演变为全球金融危机，并逐步蔓延到实体经济，引发了全球经济危机。总体上看，整个危机演变过程可分为四个阶段：第一阶段是美国的次贷危机；第二阶段是发达经济体的债券市场危机；第三阶段是金融危机的高潮阶段；第四阶段是金融危机向实体经济蔓延，金融危机演变成成为全球经济危机。

* 代序内容主要源于马蔚华博士于2009年1月9日在江西省委中心组理论学习会上的专题演讲。

（一）次贷危机阶段（2006 年底至 2007 年 6 月）：美国次贷市场发生地震

所谓次级按揭贷款，是指商业银行和其他贷款机构向那些信用级别比较低、收入偏低或收入来源不稳定的、不符合贷款条件的个人，甚至被戏称为“三无”（无工作、无收入、无资产）的个人或家庭发放的按揭贷款。至于次级按揭贷款为什么会演变成次贷危机？这要追溯到 21 世纪初的网络泡沫破灭和美国的“9·11”事件。

2000 年 3 月，以美联储调高利率和微软遭地方法院拆分两大事件为导火线，互联网危机全面爆发，美国经济陷入了萧条的边缘。2001 年“9·11”事件又对美国的经济给予了沉重打击。为刺激经济、避免萧条，信奉自由主义的格林斯潘自 2001 年 1 月 3 日起连续 13 次降息，到 2003 年 6 月，联邦基金利率已经降到了 1%，达到 46 年来的最低水平。在低利率的条件下，社会流动性越来越宽松，信贷机构为了竞争和生存，降低放款条件，发放了大量的次级贷款，导致了美国房地产市场的繁荣。那么，为什么房地产市场的繁荣会导致次贷危机的爆发？在美国，有一种金融机制，就是贷款人发放贷款以后，可以卖给投资银行，投资银行将这些贷款打包并证券化为新的金融衍生产品后，可以在资本市场上进行交易。贷款机构把贷款卖给投资银行以后，就与贷款的风险脱离了关系。这与中国的商业银行有很大不同。中国的商业银行贷款目前还不能证券化，自始至终留在商业银行手里，商业银行必须时刻关注自己的资产负债表，必须密切跟踪发放出去的贷款的质量。美国的信贷机构把贷款卖给投资银行以后，就收回了贷款，又有新的资金可以发放贷款，从而可以启动新的房地产开发。这是美国房地产市场形成泡沫和社会流动性过剩的资金方面的原因。

到 2004 年初，奉行了四年的低利率政策使美联储招致了很多批评。与此同时，核心消费价格指数在 2004 年第一季度已经上涨 3.3%，通货膨胀上涨的速度已经超过预期。由此，在 2004 年 6 月 30 日，美联储开始连续 17 次加息。进入加息周期之后，基准利率从 1% 缓慢上升至 5.25%，其累积效应使企业成本上升，经济增长放缓。于是，美国房地产价格增速在 2005 年见顶后开始回落。至 2007 年第三季度，房价拐点正式出现，房价环比增幅由正转负。房地产价格的增速放缓甚至出现逆转，使次级贷款者通过抵押房屋再融资来缓解偿付压力的方式不再有效。因为，利率高了以后，房价就会下降，再融资获得的资金就少了。而且，融资成本也高了。

这样，就使得大量贷款者无力还款，次级按揭贷款的逾期率不断上升，次贷危机随之爆发，其突出标志是2007年4月2日美国第二大次级抵押贷款公司——新世纪金融公司申请破产保护。此后，一直到2007年7月中旬，经营次级按揭贷款业务的机构纷纷出了问题。但是，在这一阶段，市场轻视了次贷危机对美国经济和金融体系的影响，认为问题将会局限于次贷市场。而且，主流舆论也轻视了次贷问题对美国经济和金融的影响。美联储的数据显示，2006年6月底，全美住宅按揭贷款余额为9.36万亿美元，次级按揭贷款在全部住宅按揭贷款中的占比为15%。据此推算，次级按揭贷款的规模在1.4万亿美元左右。假定美国房价将下跌30%，那么，次级按揭贷款的损失预计为4200亿美元，仅占美国联邦存款保险体系内的金融机构总资产的3.6%。即使考虑到由次级按揭贷款衍生出来的次级按揭贷款支持债券，根据市场普遍预计的60%的派生比例测算，次级债的规模大约为0.84万亿美元，仅相当于2006年底美国抵押贷款证券（Mortgage-Backed Security, MBS）总额的10%，或者相当于美国整个债券市场价值的3%。如此低的比例会对美国庞大的经济金融体系产生破坏性的影响吗？主流舆论对此不屑一顾。在这一阶段，MSCI全球指数继续高歌猛进，就连代表美国主板股票市场的标准普尔500指数在此期间也累计上扬了9.15%，金融市场的强势为当时的主流心态提供了清晰的注脚。

（二）债券市场危机阶段（2007年6月至2008年3月）：次贷危机演变成发达经济体的债券市场危机

金融危机的第二阶段从2007年6月一直延续到2008年3月，其主要特征是，更多的金融机构开始遭受次贷危机的冲击，局部的信贷危机扩展到债券市场，引发了发达国家的债券市场危机，资金逐渐从发达国家股市撤离，各国中央银行开始注资干预金融市场。它的标志是2007年7月19日美国第五大投资银行贝尔斯登宣布旗下两只对冲基金所投资的由次级按揭贷款支持的证券组合出现巨额亏损，濒临清盘的境地。消息一出，美国次级抵押市场发生剧烈波动，并蔓延至整个债券市场，反映次级房贷状况的ABX衍生金融商品指数跌至历史低点。

为什么次贷危机会引发债券市场危机？其原因就是投资银行对次级贷款进行的证券化。贷款机构把次级贷款卖给投资银行以后，为了分散风险，投资银行就在次贷基础上设计出各种各样的金融衍生产品，如MBS、ABCP、CDO、CDO的平方，以及CDS等。对于这些创新出来的金融衍生

交易工具，其风险有多大，投资者是不了解的，监管机构也弄不清楚，只有那些设计产品的人心中有数。2008年，我在英国剑桥大学学习的时候，曾经问过高盛的总裁，高盛受到的损失很少，这是否是高盛的高瞻远瞩。他说，也不是，对于像CDO这样的金融衍生工具，究竟里面包含些什么东西，他也不清楚。投资者之所以购买这些看不清楚的产品，主要依靠评级机构对这些产品的评级结果。而在本次金融危机过程中，评级机构的良心出了问题。本来，评级机构立身的原则是“公平、公正”，但在这次金融危机中，一方面，它们对投资银行的债券进行评级；另一方面，它们又积极参与到债券产品的设计当中，在债券评级中注水，成为这次金融灾难的帮凶。正如一位评级公司的员工所说，他们在这次危机中是通过出卖自己的灵魂来获取利益。结果，投资银行的杠杆被扩大了，次贷和衍生产品交易的风险也被放大了。

20世纪80年代初期，MBS在美国债券市场上只有微不足道的份额，到2006年底已达到6.1万亿美元。CDO发行量呈逐年上升趋势，2000年CDO市场的发行量几乎为零，到2006年市场总规模将近2万亿美元。CDS最近十年的发展速度更是匪夷所思，到2007年底，名义市值已达到62万亿美元，几乎相当于2007年的全球GDP水平。产品创新过杂，数量过多，使虚拟经济过度膨胀，远远脱离了实体经济，加之风险过大，监管不力，最终引发了金融风暴。

2007年7月起，全球三大信用评级机构穆迪、标准普尔和惠誉调低部分次级债券的信用评级，引发恐慌性抛售，市场加速下跌，使危机传递至对冲基金、投资基金和商业票据市场。在这一阶段，建立在次级贷款基础上、通过复杂的资产证券化手段打包制作成的各种次级债券大幅缩水，导致金融机构大面积亏损甚至倒闭。美林、花旗相继爆出数百亿美元巨亏，瑞银、汇丰以及日本的金融集团紧随其后。在2008年第一季度的财务报告中，瑞士银行亏损119亿美元；花旗银行净损失达51亿美元；美林证券因65亿美元的次贷相关减计，连续三个季度出现净亏损，并宣布裁员4000人。据统计，截至2008年3月，仅华尔街投资银行相关的减计已达2000亿美元。

在这一阶段，为遏制危机的蔓延，美国政府救市政策密集出台。2007年12月6日，在美国政府的全力协调下，美国抵押贷款机构同意将部分次级抵押贷款所享受的优惠利率冻结5年不变；2007年12月11日，美联储降低基准利率25个基点；2007年12月12日，美联储创立定期资金招标

机制，向市场提供流动性；2008年1月22日，美联储宣布紧急降低基准利率75个基点；2008年1月30日，美联储再度降息50个基点；2008年1月24日，美国白宫和国会就总额达1680亿美元的一揽子经济刺激方案达成一致，2008年2月，该方案快速获得两院通过；2008年3月11日，美联储宣布创立定期证券拆借机制（TSLF），对投资银行补充流动性。然而，这一切努力并未打消市场的忧虑。

（三）金融危机的高潮阶段（2008年3月至2008年9月）：信贷危机与债券危机演变成为系统性金融危机

这一阶段的标志性事件就是2008年3月贝尔斯登宣布破产并被摩根大通以极低价格收购。当时，美联储主席伯南克和财政部部长保尔森深知，贝尔斯登的倒闭将会引起华尔街乃至整个世界金融业的混乱，所以，美联储迫不及待地介入了摩根大通与贝尔斯登的收购谈判。最终，它们不仅为贝尔斯登的部分流动性较差的资产提供了300亿美元的担保，还在摩根大通宣布收购的几分钟内降低了面向金融机构的紧急贷款利率。美国政府的“有形之手”在这次营救贝尔斯登的大战中起到了举足轻重的作用。贝尔斯登以低廉的价格卖给了摩根大通，避免了更大范围的恐慌。对此，华尔街也曾给予一片喝彩。可是，金融机构实际上已处于火山口上苟延残喘，它们不曾想到，更大的爆发还在后头。

摩根大通收购贝尔斯登后，许多人认为，危机可能会平息了。但是，到了2008年6月，美国的“两房”（房利美、房地美）又爆巨亏。“两房”是美国政府担保的金融机构，涉及美国的千家万户。而且一些外国政府持有“两房”的大量债券。中国的外汇储备中就有许多“两房”债券。如果“两房”倒闭，后果不堪设想。所以，美国政府救助了“两房”。

2008年9月15日，第四大投资银行雷曼兄弟提出申请破产保护。在其158年的历史中，它在19世纪的铁路公司倒闭风暴中生存下来，在20世纪30年代的美国经济“大萧条”中也生存下来，在十年前的长期资本管理公司崩溃的时候又生存下来了。但是，在本次次贷危机中，最终轰然倒下。次贷危机爆发前，雷曼兄弟公司已经成为华尔街打包发行房贷债券最多的银行，自己也积累了850亿美元的房贷资产。随着房价下跌，它们手中滞留了大量卖不出去的次贷资产。到2008年第一季度，雷曼兄弟公司的减计资产高达100亿美元。到了第三季度，雷曼兄弟公司巨亏39亿美元，焦头烂额的高管们被迫开始寻找买家。但是，在处理雷曼兄弟公司问

题上，美国财政部部长保尔森判断，雷曼兄弟公司的倒闭不会带来系统性危机，救助雷曼兄弟公司可以依靠市场的力量，政府不能救助雷曼兄弟公司。另一方面，在此前救助贝尔斯登一事上，政府受到诸多批评，压力较大。因此，面对有意收购的市场“帮手”，政府坚决不予提供为救助雷曼兄弟公司需要的担保支持。

2008年9月14日下午，宣布雷曼兄弟公司破产前，美国财政部部长保尔森、证券交易委员会主席考克斯以及来自花旗集团、摩根大通、摩根士丹利、高盛、美林证券的高层连续三天云集位于曼哈顿的纽约联邦储备银行总部，为拯救雷曼兄弟公司紧急磋商。英国的巴克莱银行之前原则上同意收购这家亏损得一塌糊涂的公司，但巴克莱银行收购雷曼兄弟公司必须得到英国金融服务管理局（FSA）的批准，当保尔森给英国金融服务管理局总裁打电话的时候，遭到了拒绝，所以，最后交易计划还是告吹了。美国银行起初也被认为是雷曼兄弟公司最有可能的买家，但该行2008年9月12日表示，需要政府提供400亿美元的担保，否则，它没法做这笔交易。但是，保尔森没有同意这个条件。2008年9月14日下午16时45分，保尔森将政府决定雷曼兄弟公司破产的噩耗电话通知了雷曼兄弟公司的总裁富尔德。第二天凌晨，雷曼兄弟公司正式宣布破产。接着，雷曼兄弟公司的办公大楼里，挤满了债权人和律师。通过雷曼兄弟公司破产这件事，反映了华尔街高层的短视和浅见。为什么美国政府要让雷曼兄弟公司破产倒闭？除了与富尔德在华尔街的人缘不佳有关外，主要原因有三：一是美国政府刚刚救过“两房”，拿出来钱较多，市场对政府的压力比较大。二是雷曼兄弟公司在美国的债务少，而在国外的多。让雷曼兄弟公司破产，美国国内受到的影响小，其他国家可以为雷曼兄弟公司埋单。比如，雷曼兄弟公司在香港发行的迷你债券，给香港政府惹了很大麻烦。三是华尔街的高管们薪酬太高，年薪动辄上亿美元，引起了很多特别是议员们的强烈不满，所以，用纳税人的钱来救雷曼兄弟公司有失公平。当然，现在很多人包括保尔森都承认，让雷曼兄弟公司破产这件事做错了。因为，雷曼兄弟公司倒闭的“雪崩效应”太大了。

在雷曼兄弟公司破产之前，2008年9月12日星期五晚，纽约联储召集各大华尔街巨头研究雷曼兄弟公司问题时，摩根士丹利董事长、首席执行官麦晋彬深深地感叹：这次倒下的是雷曼兄弟公司，下一个可能是美林证券，如果老是这样，什么时候是个头呢？美林证券董事长塞恩是个明白人，席间看势不妙，“三十六计走为上”，2008年9月14日就将美林证券

卖给了美国银行。

在这个时候，美国的 AIG 也出现了很大的问题，美国政府给它注资 850 亿美元，但是，这些钱是高利贷性质的，两年期利率是 11%。AIG 发展最为繁荣的时候，总资产曾经达到 1 万亿美元，净利润达到 150 亿美元，在 130 多个国家设有分支机构，有 10 万名员工。在快速发展的同时，它犯了一个错误，购买了太多的 CDS，最高达到 4 500 多亿美元。在正常情况下，也许这不会有太多问题。但是，当流动性短缺，资金链断裂时，就形成了巨额亏损。

短短的半年时间，华尔街史上最辉煌的五大投资银行已去其三，超过半壁江山轰然倒塌。2008 年 9 月 21 日，美联储批准了高盛和摩根士丹利成为银行控股公司的申请，意味着全球第一大和第二大“纯投资银行”成为历史，也标志着美国传统投资银行已告终结。

众所周知，美联储是美国的中央银行，对商业银行履行最后贷款人的角色，但它不是投资银行的最后贷款人。不过，即使美联储对商业银行履行了最后贷款人的职能，美国的银行业也未能幸免。2008 年 7 月 11 日，加利福尼亚州印地麦克银行因遭挤兑宣布关闭并由联邦政府接管，成为美国历史上第三大银行破产案件；2008 年 9 月 25 日，具有近 120 年历史、总资产额达 3 070 亿美元的全美最大储蓄金融机构华盛顿互惠银行破产，成为美国有史以来规模最大的一次银行倒闭。据联邦存款保险公司的最新数据显示，2008 年第二季度，在美国大约 8 500 家银行中，有 117 家银行出现在问题银行名单上。

（四）金融危机的蔓延阶段（2008 年 9 月至今）：由全球金融危机向经济危机演变

2008 年 9 月以来，随着美国五大投资银行或申请破产，或廉价被购，或转型成为银行控股公司，以及华盛顿互惠银行破产、AIG 被接管，始于华尔街的金融危机终如脱缰野马，进一步演变为全球金融危机。具体表现为：

一是全球股市遭遇重挫。从 2008 年初至 9 月中旬，美国三大股指跌幅达 20% 左右，欧洲三大股指跌幅达 25% 左右，亚洲主要股指甚至跌幅超过 33%。仅 2008 年 10 月 6 日至 10 日“黑色一周”中，道琼斯工业指数和标准普尔 500 指数就重挫逾 18%，纳斯达克指数大跌 15.3%，欧洲三大股指跌幅均超过 20%，恒生与日经指数分别跌去 16% 和 24%。俄罗斯、墨西

哥以及亚洲部分新兴市场经济体均因股市跌幅过大而一度停止交易。中国股市的跌幅也远远超过了美国。据估计，全球股票市值于短短一周内蒸发6万亿美元。

二是不少国家面临严重金融危机。2008年9月底，金融风暴渡过大西洋，迅速席卷欧洲。10月6日，北欧小国冰岛总理称冰岛面临国家破产风险。该国三大银行机构均陷入困境并被政府接管，本币汇率一度贬值超过50%，股票市场连续三个交易日停牌，并在恢复交易后单日暴挫77%。冰岛银行的债务已攀升至该国GDP的约8倍，该国陷入极度金融动荡。俄罗斯在2008年8月和9月共有330亿美元资金撤离，其股市剧烈波动，跌幅超过了中国。尤其值得关注的是，此次金融风暴对东欧国家造成了巨大冲击，令国际社会担忧该地区将爆发大规模的金融危机。匈牙利和乌克兰先后向国际货币基金组织发出援助请求，立陶宛、拉脱维亚和爱沙尼亚三个波罗的海国家则面临国家银行体系崩溃的威胁。

三是全球政府联手救市。2008年9月28日，比利时、荷兰和卢森堡政府宣布出资112亿欧元挽救因流动资金短缺而股价大跌的欧洲金融巨头富通集团，9月29日英国政府宣布将布拉德福德—宾利银行国有化，9月30日法国、比利时和卢森堡向濒临破产的德克夏银行注资64亿欧元，德国最大房贷银行获得三国政府提供的贷款保证。

2008年10月2日，爱尔兰率先抛弃联盟利益，这个2008年6月刚刚全民公投否决了欧洲新宪法条约《里斯本条约》的硬骨头国家，突然宣布为本国六大银行的4000亿欧元银行存款提供两年担保。这一行为使其他盟国怨声载道，它换来了爱尔兰银行的稳定，但伤害了其他国家的银行，尤其是英国的银行，因为投资者已经开始将资金转移到“安全”的爱尔兰银行。当然，爱尔兰也有难言之隐，它的银行体系已经支撑不下去，也顾不了那么多了。

德国总理默克尔在小型欧洲高峰会议上对此大加指责，认为这一行为是以邻为壑、损人利己，将导致整个欧洲陷入混乱。然而，2008年10月5日，她回到柏林之后，立刻宣布为银行个人存款提供担保，并宣布出资500亿欧元拯救德国地产融资抵押银行。不得已的情况下，瑞典、奥地利、英国、丹麦和冰岛等其他欧洲国家也只好紧随其后，宣布提高存款担保额度。

2008年10月8日，是华尔街最“寒冷”的一天。这一天，招商银行纽约分行开业。纽约市长布隆伯格对我说：在这个最“寒冷”的一天，招

商银行纽约分行的开业，是纽约冬天里的一股春风。当时的纽约联储主席、现在的美国财政部部长盖特纳对我说，招商银行纽约分行此时开业，就像巴菲特进入市场一样，是个好时机。在这一天，各大中央银行同时行动，接连宣布降息，联手救市。但是，效果并不是太理想。随后，欧洲也抛出了近2万亿美元的救市计划，并频频出台包括加大存款保险力度、限制卖空、向金融体系“无限额注资”等措施，全球股市终于在连遭数日重挫后短暂反弹，但其后市走势如何尚不明朗。

2008年10月11日，二十国集团（G20）财政部部长和中央银行行长在国际货币基金组织总部就当前全球金融危机举行紧急会议；10月15日至16日，欧盟首脑会议在布鲁塞尔举行。与会27国领导人一致同意欧元区十五国峰会于12日通过的应对金融危机战略，并呼吁全面改革国际金融体系；11月15日，二十国集团的领导人和财政部部长第二次聚首华盛顿，商讨如何对付不断蔓延的金融危机。但是，全球政府联手救市效果并不显著。

为了救市，美国政府也于2008年10月3日通过了耗资7000亿美元的《紧急经济稳定法案》。该法案从最初3页纸的救助计划，到最终通过的400余页的洋洋大卷，其通过可谓一波三折。政府、国会、民众与市场的多方博弈分秒必争，寸土不让。

2008年9月19日晚（华盛顿时间），保尔森、伯南克二人连夜前往国会山，提交了一项只有3页纸的救助计划，救助金额高达7000亿美元。与此同时，保尔森宣布设立500亿美元临时保障基金暂时稳住资金市场，以切断危机从资本市场向资金市场及信贷市场穿透的链条，确保信贷市场基本功能的正常运转。救助计划的主要内容是从金融机构收购价值7000亿美元的问题资产，净化资产负债表，恢复市场对金融机构的信心。这一措施也是“去杠杆化”的过程。同时，整个实体经济的杠杆水平也要降低。然而，两人的想法终究是过于简单，他们忽略了政府、国会、民众与市场的多方博弈需要承受的代价。

2008年9月19日至28日，市场加速崩溃，货币市场基金遭遇了1970亿美元的净流出；商业票据市场大幅萎缩，一周缩水949亿美元，创下了5.6%的单周历史最大降幅。同时，该救市计划招致了社会各界的质疑和反对：“纳税人为什么要为华尔街这帮贪婪的肥猫埋单？”等等。诺贝尔经济学奖得主罗伯特·卢卡斯及其他百多位经济学家更是联名上书国会反对。这迫使保尔森及其智囊们在3页纸的基础上加入各项妥协条款以平衡多方

利益。

2008年9月29日，众议院开会表决时，救助计划已正式更名为《紧急经济稳定法案》，篇幅上也从3页激增至110页，内容上更添加了多项妥协条款，强化了对纳税人利益的保护。但是，众议院的投票仍使得上述法案惨遭夭折。美国股市当日创下了1987年来最大的单日跌幅，道琼斯工业指数、标准普尔500指数等跌幅均高达8%，次日欧洲股市跌幅也超过5%，全球股市如风中残柳，信用市场更是危机四伏。

此后短短几天内，为了照顾各方不同的利益诉求，保尔森和助手们继续不加考虑地往法案中塞入各种“宠物项目”，以取悦不同利益集团。到2008年10月1日参议院开会时，新版的法案已厚达400余页。而且，震惊下的美国大众纷纷转向，要求选区里的国会议员支持该议案。这也最终促成了参、众两院先后在2008年10月1日和3日高票通过了法案。法案虽然最后通过了，但达成共识的速度却远远落在了市场崩溃速度的身后。由于信心极为脆弱，救市方案通过后，美股三大指数不涨反跌，跌幅均超过1%。随后的一周，美国股市再次经历严重的衰退和下跌，信贷市场急速冻结，实体经济受到严重冲击。

现在回过头去看，我认为在拯救这场危机中，美国政府犯了许多错误。其中，最大的错误是让雷曼兄弟公司破产倒闭。因为，金融危机的本质是信心危机，拯救金融危机必须恢复社会信心，救市的关键应该是拯救投资者和社会公众的信心。

在拯救危机方面，我有切身感受。1998年，受亚洲金融危机的影响，海南爆发了系统性的金融风险。我当时受命关闭海南发展银行，海南发展银行的倒闭也是源于流动性风险。对于银行的客户来讲，一旦风闻一家银行有风险或破产，他们必然会把自已的钱取出来。这是理性的行为。但是，如果所有客户都这样理性行动的话，这家银行肯定出问题了。这个道理说明个体的理性会导致集体的非理性。拯救危机，首先必须拯救信心。这次危机中，英国首相布朗之所以能够成为救市英雄，是因为他的救市措施在恢复社会信心方面发挥了巨大作用。

但是，这次的救市效果目前还不是很明显。2008年12月19日，美国财政部宣布，国会批准的首批3500亿美元救市资金已经花完，其中大约1000亿美元给了AIG和花旗银行，其余的用于救助美国各大银行。但外界普遍猜测，对于到手的救市资金，各大银行要么藏起来不放贷，要么用于购买经营状况良好的银行，或者干脆被各大金融机构的高层管理人

员发了工资或奖金。美国总统奥巴马于2008年12月中旬提出了一个包含基础设施建设、信息工程在内的经济恢复法案。该经济恢复法案涉及金额将在7 000亿美元至10 000亿美元。这一法案能否恢复信心，还有许多变数。

虽然各国都在积极救市，但全球金融危机最终还是演变为全球经济危机。美国商务部公布，全美2008年10月个人支出自2008年下半年以来，连续四个月出现环比下降，1%的降幅创下7年之最。美国劳工部披露，经季节性因素调整后，截至2008年11月22日，申请失业救济人数达到52.9万人，失业率保持在6.1%的高位。此前截至2008年11月15日的一周的首次申请失业救济人数则刚刚创下16年来最高水平。美国实体经济的疲软态势在月度耐用品订单数据上得到了更加明显的体现：经季节性因素调整后，美国2008年10月耐用品订单连续三个月出现下降，当月耐用品订单额为1 930.2亿美元，环比降幅达6.2%。这远高于华尔街分析师作出的0.3%的预期中值，也是美国月度耐用品订单额的环比降幅在2006年10月以来的最高水平。此外，美国2008年10月预售房屋销量环比下降5.3%，经季节性因素调整后的销量为43.3万套，从而创下自1991年1月40.1万套以来的最低水平。欧洲和日本经济在2008年第二季度均遭遇严重收缩，日本经济环比下降0.6%，创7年来的最差表现。欧元区经济环比下降0.2%，为1995年开始相关统计以来欧元区经济首次环比出现负增长，其中，欧元区三大经济体德国、法国和意大利经济环比均出现负增长。

二、关于全球金融危机成因的反思

美国次贷危机爆发以来，全球都在讨论和反思危机爆发的根本原因是什么，众多的专家学者和业界人士已从多维度、多视角进行了见仁见智的解读和分析。综合各种观点，我认为，由美国次贷危机引发的本次全球金融危机的成因可以从技术层面和制度层面两个维度进行反思和解读。

（一）技术层面的成因

根据我的观察，目前有关金融危机成因的分析，大多还是停留在技术层面。如果对这些技术层面的观点进行梳理，大致可以归纳为三个方面：一是美联储在21世纪之初奉行了长达四年的低利率政策；二是近些年美国

金融机构在金融创新方面走过了头；三是美国金融监管当局的不作为或者监管不到位。

1. 美国的低利率政策，导致了次级贷款规模短期内膨胀过大。21世纪初，美国互联网泡沫破灭和“9·11”事件后，为防止经济衰退，格林斯潘实施了长达四年的低利率政策。面对低利率环境，贷款机构要生存，要保持盈利，理性的选择就是不断贷放资金，一直到再也找不到人想借钱为止。因此，住房抵押贷款机构不仅放松了信贷标准，而且通过“廉价”信用将那些不合格的借贷人打扮成合格的贷款者；华尔街将这些次贷再进行证券化，而且在证券化基础上继续进行多次创新，以高杠杆率在市场上交易，用高风险来换取高回报，最终导致了房地产泡沫的形成。2000~2005年中期，美国已有住宅的市场价值上涨了50%，同时还伴随着新建房屋的热潮。数据显示，美国2005年上半年GDP的一半与住宅有关或直接相关。据美国总统经济顾问委员会前主席马丁·费尔德斯坦估计，1997~2006年，消费者从其房屋净值贷款中获得的资金超过9万亿美元。高达两位数的住房价格上涨助长了投机。如果房屋价值的增长超过借钱的成本，那么，除了居住以外再拥有多套住房就变得有利可图。到2005年，美国人购买的住房中有40%不是永久居所，而是投资品或第二套住房。在这种情况下，次级贷款增长非常迅速。1995~2006年，次级贷款占全部按揭贷款的比例从5%上升到21%，连同中间级贷款、非优质贷款的占比已达到46%。尤其是2001~2006年，次级贷款新增贷款额从1200亿美元迅速增加到6000亿美元，年均增速38%。到2007年上半年，次贷余额已经达到1.5万亿美元。

其实，仅有低利率还并不一定导致次级贷款达到如此巨大的规模。在低利率的背后，贪婪、欺诈等人性丑陋的一面在发挥推波助澜的作用。在低利率的环境下，贷款机构为了追求利润最大化，为了应对激烈的市场竞争，推出了“可变利率按揭”这一极具诱惑力的金融产品，它规定在贷款的初始两年采用“诱惑利率”，即初始利率低于市场水平，两年后利率才会提升。而且，该住房可以再次用于抵押融资，以享受住房价格上涨的好处。结果，贷款机构为满足自己的贪欲抛弃了原有的信贷标准，降低了贷款“门槛”，对那些信用级别低、收入来源不稳定甚至是“三无”人员（无工作、无收入、无财产）都给予贷款。在这种情况下，贷款经纪商也越来越肆无忌惮，他们通过修改、隐瞒、欺诈等手段帮助借款人获得贷款，以获得高额的手续费；在贷款机构和贷款经纪商的诱惑下，一批又一

批无知、资质明显不合格的借款人奋不顾身地投入到“淘金”的行列，以求广厦千万间；而美林证券、雷曼兄弟公司、贝尔斯登公司等以金融创新著称的大型金融机构更是为了追逐私利而敢于购买任何抵押贷款并将之证券化，在创造出庞大市场的同时，放大了市场风险，不负责任地抛弃了创新的初衷；面对狂热的市场，评级机构也放弃了本应恪守的“公平、公正”原则，贪婪地追逐私利，谁出的钱多，谁的债券评级就高，在债券评级中注水敷衍，成为这次金融灾难的帮凶；而金融监管机构在狂热的市场中也失去了理性，放任了市场的自发作用，放松了对金融创新可能带来的风险的监管。综观次级抵押贷款的整个流程，在整个资本链条中，每一个环节都充满了对私利的贪婪和为了获利而进行不择手段的欺诈和诱骗。马克思说过，如果有300%的利润，就有人铤而走险、敢冒被杀头的风险。这次危机给予了再次印证。

从理论上讲，如果没有利率的上升，次贷危机也许还会延缓一段时间才爆发。但是，2004年格林斯潘发现了房地产泡沫和经济过热的苗头，因此，他从2004年6月起开始了连续17次的加息周期，基准利率从1%缓慢上升至5.25%。利率的上升就导致了贷款者通过抵押房屋再融资还款的成本越来越高，用新贷款来还旧贷款已经得不偿失，所以，贷款人丧失这一还款来源。此时，次级贷款者仅仅靠自己本来就很低或者不稳定的收入是无法还款的，由此，次级按揭贷款的逾期率不断上升，次贷危机随之爆发。

2. 金融机构金融创新过度，导致了金融衍生交易泛滥和混乱。创新是一个民族进步的灵魂，金融创新是金融发展的根本动力。但是，金融创新必须以实体经济为基础，必须服务于实体经济。如果金融创新偏离了实体经济发展的需要，偏重于自娱自乐从而走得太远，那么，金融创新就不再是天使，而是变成魔鬼了。从这次金融危机的情况看，尽管次贷余额巨大，但如果没有投资银行的过度金融创新，最多是爆发一次信贷危机，还不足以引发系统性的金融风险。

首先，投资银行在次级贷款基础上设计出初级衍生金融产品抵押贷款支持债券MBS，根据MBS出现违约的概率，再设计出资产支持商业票据ABCP和债务抵押权益CDO这两种第二级金融衍生产品。在大量CDO产品的基础上，投资银行又进行了两个方向上的产品设计，一是以CDO为基础资产设计出“CDO的平方”、“CDO的立方”，另一个方向是设计出信用违约掉期CDS。利用资产证券化方式，投资银行通过复杂的，甚至偏离现实

的数理模型创造出花样繁多的资产支持证券以及衍生产品，而这些金融衍生工具又被评级公司乔装打扮成优质的“AAA”级的优质资产，被世界各地的投资者所青睐，倾力购买，这种虚假的繁荣客观上推高了金融衍生产品的价格，间接推动了次贷规模的扩大和房地产价格的攀升，从而加速了风险的积累。当风险积累到一定程度，次级贷款的逾期率越来越高，那么，次级贷款不佳的质量就会暴露，资产支持证券就突然遭到降级，CDO价值应声缩水，次债市场一下子就凝固了。这时，次债持有者由于既不掌控实物资产，又弄不清CDO包中的资产，避险的CDS又索偿无望，所以，唯一选择是争相抛售债券，危机由此而爆发。

3. 金融监管当局的不作为，加剧了金融市场的投机和失灵。理论和史实证明，金融创新与金融风险是一对孪生兄弟，要实现有效平衡，既不压抑创新又能控制风险，就必须实施有效的金融监管。反思本次华尔街金融危机爆发，美国金融监管的失误和缺陷是主要根源之一。首先，美国监管当局过分崇尚新自由主义，盲目迷信市场的自我调节能力，对金融监管的必要性认识不足。格林斯潘所谓的“最好的监管就是最少的监管”是最具有代表性的主张。与古典自由主义相比，新自由主义主张私有化、自由化和市场化，要求政府在减少管制和加强金融资本力量方面发挥作用。在这种监管理念下，监管当局相信，只要金融机构能够雇佣到聪明的员工，并且为这些人提供丰厚的物质激励，那么，金融机构的管理架构就会自我有效运转，经营当中的风险就能够得到充分的控制。对于越是结构复杂、产品复杂的大型金融机构，如投资银行、对冲基金等，越是更加依赖它们的自我控制和自我管理。但是，这次全球金融危机警示我们，正是这种过于相信市场力量的理念从根本上动摇了整个金融服务业，人们过多关注了个人的（短期）财务目标，而牺牲了整个公司的最佳（长期）利益。我曾经当面请教美国财政部部长盖特纳，如何评价美国的金融体系，他用中文说了一个字“乱”。美国有许多金融监管机构，但事实上有许多业务没有机构来监管，盲目自由放任市场。结果导致了市场的混乱。因此，通过这次危机，我们需要对以前被我们奉若神明的美国金融体系和一些金融原则，进行深刻反思。

其次，美国监管者始终认为，监管除了会削弱市场纪律以外，还会导致道德风险。因此，美国监管当局希望金融市场的消费者和投资者能够培养出自我认识金融风险的能力，不能把风险的识别和监控的责任全都交给监管者。在金融创新方面，基本上是让市场自己管理自己。理论上讲，这