

美国金融危机的 分析与启示



成思危◎著

ANALYSIS AND
INSPIRATION
FROM US
FINANCIAL



科学出版社

美国金融危机的 分析与启示



成思危◎著

科学出版社
北京

内 容 简 介

本书运用虚拟经济的理论及定性分析与定量分析相结合的方法,对美国金融危机的成因及其影响进行深入的研究,对中国采取的对策进行评价,探讨本次金融危机对中国的启示,并对中国今后经济和金融改革的方向进行深入研究。本书不仅有助于深入了解这次金融危机的成因并吸取这次金融危机的经验教训,同时也进一步丰富了虚拟经济的理论和实践。

本书共分8章,首先对美国金融危机的演化过程及成因进行分析,其次探讨本次金融危机对世界经济和中国经济的影响,再次深入分析中国政府应对危机的措施并对其效果进行评价,最后给出本次危机的启示与教训,并提出应“把握六个平衡,实现科学发展”的政策建议。

本书适合经济学、金融学等相关专业的研究人员阅读,也可供相关政府、金融机构及企业的工作人员参考。

图书在版编目(CIP)数据

美国金融危机的分析与启示/成思危著. —北京:科学出版社,2012

ISBN 978-7-03-033544-9

I. ①美… II. ①成… III. ①金融危机-研究-美国 IV. ①F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 022816 号

责任编辑:陈 亮 马 跃 / 责任校对:宋玲玲

责任印制:张克忠 / 封面设计:蓝正设计

科 学 出 版 社 出 版

北京东黄城根北街 16 号

邮政编码:100717

<http://www.sciencep.com>

双 青 印 刷 厂 印 刷

科学出版社发行 各地新华书店经销

*

2012 年 2 月第 一 版 开本:720×1000 1/16

2012 年 2 月第一次印刷 印张:13 1/2 插页:2

字数:270 000

定价:56.00 元

(如有印装质量问题,我社负责调换)

序 言

2007年春季发端于美国的次级房屋信贷危机（以下简称次贷危机）已由债务危机发展为流动性危机，进而发展为信用危机。这是一场因次级抵押贷款机构破产、投资银行及基金被迫关闭、股市剧烈震荡而造成的金融风暴。这场风暴从美国向全世界扩散，造成国际金融市场上的震荡和恐慌；危机也从虚拟经济领域向实体经济领域蔓延，导致全球经济迅速下滑，不少国家的经济陷入衰退。这场危机的规模之大、范围之广、扩散之快是人们始料不及的，被认为是20世纪下半叶以来影响最为严重、最为广泛的全球性金融危机。

马克思在《资本论》中曾指出，在借贷资本和银行信用制度的基础上产生的有价证券等金融产品是一种虚拟资本。最近十几年来，通过投资银行和评级机构的鼓吹和运作，以抵押贷款证券（MBS）、债务抵押债券（CDO）、信用违约互换（CDS）等为主体的虚拟资本高度膨胀，美国投资银行的杠杆化率高达25倍以上，再加上缺乏必要和有效的监管，终于导致了这场严重的金融危机的爆发。

由于贸易、投资、分工以及资产配置的全球化，任何金融风险都越来越具有全球化的性质。风险一方面通过一系列的金融交易的微观机制和金融机构资产负债表的相互关联而传染，另一方面通过实体经济向全球扩散。美国的次贷危机就是通过这两种渠道不断地向世界扩散，终于演变成全球性的经济危机。

中国改革开放30多年来，经济稳定健康发展，为维护和促进世界经济繁荣和可持续发展作出了越来越多的贡献。由于中国经济总量巨大、发展迅速并拥有世界最大的外汇储备，世界各国对中国在这次金融危机中的作用寄予很大的期望。但是，中国仍然是一个发展中国家，GDP仅占世界的8%，人均GDP在世界百名之后，只能承担与中国的国力和发展程度相适应的责任。胡锦涛主席已明确表示，为了有效应对这场金融危机，世界各国应该增强信心、加强协调、密切合作。中国愿继续本着负责任的态度，参与到维护国际金融稳定、促进世界经济发展的国际合作。中国经济平稳较快发展本身就是对维护国际金融稳定、促进世界经济发展作出的重要贡献。

笔者自1997年开始研究金融危机问题，并曾于1999年作为主编及第一作者出版过《东亚金融危机的分析与启示》一书（民主与建设出版社，1999年）。从2007年开始，笔者一直关注次贷危机的发展，近几年在国内外各种场合的多次演讲中对次贷危机的形成与发展，以及应当采取的对策等提出了个人的观点和意

见，并于2009年4月30日向中共中央领导提交了《全球金融危机与中国的对策》一文，运用虚拟经济的理论来分析这次金融危机的成因，以及对中国的启示，并对中国应采取的对策和今后金融改革的方向进行了一些初步的探讨。此文经有关领导圈阅并批示后，其中的两节文稿已刊发于2009年5月22日国务院应对国际金融危机小组专题报告第25期之中。

为了对此次金融危机的成因及其影响进行深入的分析，并对中国所采取的对策进行评价，以便总结经验教训，中国科学院领导支持中国科学院虚拟经济与数据科学研究中心设立重点课题——“美国金融危机的成因、对中国经济的影响和对策分析”，由笔者担任课题总负责人。该课题经中国科学院规划战略局于2009年9月14日批准立项，课题经费于2009年12月1日到位。课题组通过历时一年左右的努力，完成了本课题的研究任务。

本课题研究是采用笔者设计的研究框架，遵循笔者提出的“四个结合”（论点与论据相结合、定性分析与定量分析相结合、统计推断与案例研究相结合、还原论与整体论相结合）的研究方法进行的。除总报告外，还提供了5份分报告，分别为：①美国金融危机的成因、演化及对国际经济的影响分析；②金融危机视角下金融创新与金融监管的平衡；③美国金融经济危机对中国实体经济的影响；④中国应对金融危机的政策效应评价；⑤金融资产价格、通货膨胀与货币政策。总报告并不是各个分报告的简单汇总，而是由笔者在各分报告和自己以往研究的基础上，经融会贯通，综合集成，形成了整体的观点，有助于深入了解这次金融危机的成因并吸取这次金融危机的经验教训。本研究也进一步丰富了虚拟经济的理论和实践，为中国虚拟经济的学科建设作出了一定的贡献。

为了使国内外更多的读者了解本课题研究的成果，笔者决定在总报告的基础上写成本书，用中英两种文字出版。为此笔者将总报告的内容扩充了一倍多，并尽可能将有关数据及情况更新到2011年9月底。

毋庸讳言，本书中所提出的观点仅仅是笔者的一家之言，欢迎读者和有关专家学者不吝指正。

在本书付梓之际，我要感谢参与本课题研究的杨海珍教授、石敏俊教授、龙文副研究员、郭琨博士、俞静博士和中国科学院虚拟经济及数据科学研究中心的有关同事们，以及任若恩、王惠文两位兼职研究员的贡献。我还要感谢科学出版社林鹏董事长以及责任编辑陈亮和马跃先生，是他们的辛勤劳动使本书能以精美的面容呈现在读者的面前。

戚思危

2012年1月2日于北京

目 录

序言

第 1 章 美国金融危机的演化进程及其向全球的扩散	1
1.1 由次贷危机引发的债务危机	1
1.2 华尔街金融风暴的形成	4
1.3 金融危机加速向全球扩散	5
1.4 主权债务危机的爆发	9
1.5 世界经济复苏的道路曲折起伏	16
1.6 本章小结	20
参考文献	20
第 2 章 美国金融危机的成因分析	23
2.1 虚拟资本的概念	23
2.2 膨胀是虚拟资本的特点之一	24
2.3 虚拟资本膨胀风险的放大过程	26
2.3.1 债务危机	26
2.3.2 流动性危机	27
2.3.3 信用危机	31
2.3.4 金融危机由美国向世界各国的扩散	32
2.3.5 主权债务危机	32
2.4 金融危机向实体经济的蔓延	36
2.5 本章小结	38
参考文献	39
第 3 章 美国金融危机对世界经济的影响	41
3.1 美国金融危机对各国股市的影响	42
3.2 美国金融危机对各国工业生产的影响	45
3.3 美国金融危机对各国内部需求的影响	47
3.4 美国金融危机对各国对外贸易的影响	49
3.5 美国金融危机对各国经济增长的影响	52
3.6 不同类型国家受美国金融危机影响的综合分析	54

3.7 各样本国家经济发展过程的比较分析·····	62
3.8 本章小结·····	67
参考文献·····	67
第4章 案例研究：一些国家在金融危机中的表现 ·····	68
4.1 英国在金融危机中的表现·····	68
4.1.1 英国经济概况·····	68
4.1.2 英国金融业概况·····	69
4.1.3 金融危机对英国的影响·····	74
4.2 德国在金融危机中的表现·····	80
4.2.1 德国经济概况·····	80
4.2.2 德国金融业概况·····	82
4.2.3 金融危机对德国的影响·····	83
4.3 俄罗斯在金融危机中的表现·····	88
4.3.1 俄罗斯经济概况·····	88
4.3.2 俄罗斯金融业概况·····	90
4.3.3 金融危机对俄罗斯的影响·····	90
4.4 金融危机对澳大利亚的影响·····	94
4.4.1 澳大利亚经济概况·····	94
4.4.2 澳大利亚金融业概况·····	96
4.4.3 金融危机对澳大利亚的主要影响·····	97
4.4.4 复苏原因分析·····	99
4.5 希腊在金融危机中的表现·····	104
4.5.1 希腊经济概况·····	104
4.5.2 希腊金融业概况·····	106
4.5.3 金融危机对希腊的主要影响·····	107
4.5.4 希腊主权债务危机·····	110
参考文献·····	116
第5章 美国金融危机对中国经济的影响 ·····	119
5.1 金融危机对中国经济影响的传导机理·····	120
5.2 美国金融危机对中国虚拟经济的影响·····	122
5.3 金融危机对中国实体经济整体的影响·····	124
5.3.1 金融危机对中国出口的影响·····	124

5.3.2	金融危机对中国固定资产投资的影响	125
5.3.3	金融危机对中国消费的影响	126
5.3.4	金融危机对中国物价的影响	127
5.3.5	金融危机对中国就业的影响	127
5.4	金融危机对中国不同产业、行业、区域的影响	128
5.4.1	金融危机对中国不同产业的影响	128
5.4.2	金融危机对中国不同行业的影响	129
5.4.3	金融危机对中国不同区域的影响	130
5.5	美国金融危机对中国出口贸易影响的计量分析	131
5.5.1	金融危机对中国不同贸易方式的影响	131
5.5.2	金融危机对中国不同出口地区的影响	132
5.5.3	金融危机对中国主要贸易伙伴出口的影响分析	132
5.5.4	金融危机对中国不同出口商品影响的分析	133
5.5.5	出口总量受金融危机影响的因果分析和回归分析	134
5.5.6	不同出口产品受金融危机影响的计量分析	137
5.6	本章小结	138
	参考文献	138
第 6 章	中国政府应对金融危机的措施及其效果评价	140
6.1	中国的经济刺激计划	140
6.2	研究方法情景设定	143
6.3	模拟结果	146
6.3.1	经济增长	146
6.3.2	进出口	148
6.3.3	消费和收入	151
6.3.4	GDP 构成	153
6.3.5	就业	154
6.4	经济刺激政策的负面效应	154
6.4.1	产能过剩	155
6.4.2	通货膨胀危险增大	156
6.4.3	地方政府债务膨胀	159
6.4.4	虚拟经济领域风险上升	161
6.4.5	推进节能减排的难度加大	165

6.5 本章小结	169
参考文献	169
第7章 美国金融危机的启示与教训	171
7.1 虚拟经济不应脱离实体经济而发展	171
7.2 政府对住房市场的干预应当慎重和适度	172
7.3 过度负债是破坏金融系统稳定的罪魁祸首	175
7.4 要注意防止金融衍生产品市场中的过度投机	176
7.5 中央银行不应以控制通货膨胀作为货币政策的唯一目标	178
7.6 应认真防范金融机构及其从业人员的道德风险	179
7.7 努力推进中国金融系统的改革	179
参考文献	183
第8章 把握六个平衡 实现科学发展	185
8.1 储蓄和消费的平衡	186
8.2 外需与内需的平衡	191
8.3 金融创新和金融监管的平衡	194
8.4 虚拟经济与实体经济的平衡	197
8.5 经济增长与可持续发展的平衡	199
8.6 经济全球化与地区一体化的平衡	202
参考文献	206

第 1 章

美国金融危机的演化进程 及其向全球的扩散

1.1 由次贷危机引发的债务危机

次贷危机是指由美国次级房屋信贷行业违约剧增、信用紧缩而引起的金融危机。次级房屋抵押贷款（subprime lending，以下简称次贷）是指银行等贷款机构向收入不高及（或）信用程度较差的购房借款人提供的贷款。在美国政府及国会的鼓励下，美国商业银行放松了购房信贷标准，从而促进了次贷市场的发展。这类贷款的首付很低甚至为零（2005 年美国购置首套住房者所付头款的中位数为 2%，其中有 43% 的人首付为零^[1]），且通常采用固定利率与浮动利率相结合的还款付息方式，即购房者在购房后的前几年按优惠固定利率偿还贷款（甚至可以不还本金），其后按浮动利率偿还贷款。但次级贷款的利率一般较正常贷款略高，而且常常是可以随时间推移而大幅度上调的浮动利率。

美国商业银行将贷款发放以后，自己并没有承担收回贷款本息的责任，而是将其债权打包出售以取得流动性；再由有关机构发行住房抵押贷款债券（mortgage-based securities, MBS），实现抵押贷款资产证券化，从而形成了抵押贷款的二级市场。

2002~2006 年，美国住房市场持续繁荣，再加上利率水平较低，各个环节的风险都很小，美国的次级抵押贷款市场迅速发展。2001~2006 年，次贷新增贷款额度的年均增长速度高达 38%。由于贷款机构对房地产市场的预计过于乐观，且若借款人违约时，贷款机构将房屋收回拍卖也不会亏损，因而乐于发放这类贷款。借款人也寄希望于自己的房屋升值，不但可以用住房向银行抵押融资，

还可以在还贷困难时转售房屋获利。在美国房地产价格持续上升时期,由于违约率很低,MBS、债务抵押债券(collateralized debt obligations, CDO)、信用违约互换(credit default swap, CDS)等金融衍生产品利润丰厚且风险不大,信用评级机构对这些金融衍生产品及其相关机构给予AA以上的级别。许多投资者趋之若鹜,一些投资银行、投资基金和保险公司也购买了大量的这些金融衍生产品作为投资来牟利。

但是好景不长,从2006年下半年开始,随着美国住房市场的降温,购房者通过出售住房或者抵押住房再融资变得困难;再加上利率不断提高(美国联邦储备委员会从2004年6月30日起连续17次小幅提息,将联邦基金利率从1%提升到2006年6月29日的5.25%),次级抵押贷款的还款利率也随之上升,很多条件较差的借款人感觉还款压力大,故出现拖欠现象。而住房市场的持续降温也使购房者出售住房或者通过抵押住房再融资变得困难。同时,油价上涨等造成的经济发展放缓,很多借款人因被裁员而付不出房贷。这些原因直接导致大批次贷的借款人不能按期偿还贷款,住房贷款的违约率迅速增高,使银行贷款难以收回,导致一些银行遭受损失甚至破产,从而引发了次贷危机。

一般认为,次贷危机开始于2007年2月22日,当天汇丰银行披露其主要与次贷相关的损失报告,减持其次贷相关MBS共105亿美元^[2]。2007年4月2日美国第二大次级抵押贷款公司——新世纪金融(New Century Financial Corp)宣布申请破产保护并裁减54%的员工。此后,美国第十大抵押贷款机构——美国住房抵押贷款投资公司于同年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。2007年,至少有100间抵押贷款机构关门、歇业或出让^[3]。

随着房价进一步降低及美国经济的下滑,一些正常的住房抵押贷款也开始出现违约现象,从而使债务危机进一步扩大。再加上一些评级机构“火上浇油”,迅速降低一些金融机构和金融产品的评级,有些对冲基金也乘机做空,使得许多贷款机构、投资银行、投资基金、保险公司等金融机构股价迅速下跌,出现大幅度亏损,甚至被迫申请破产保护。此外,由于美国和欧洲用许多投资基金买入了大量由次级抵押贷款衍生出来的证券投资产品,它们也受到了重创。

2007年7月16日,美国第五大投资银行贝尔斯登的两只次级债对冲基金——高等级结构信贷基金(high-grade structured credit fund)和高等级结构信贷增强杠杆基金(high-grade structured credit enhanced leveraged fund)倒闭。2007年10月30日和11月5日,美林CEO斯坦利·奥尼尔(Stan O'Neal)与花旗集团主席兼CEO查理·普林斯(Charles Prince)先后因CDO造成巨大损失而引咎辞职。2007年12月至2008年1月摩根士丹利、花旗集团、摩根大通、美林、瑞银等大型金融机构纷纷公布其因次贷所造成的巨大亏损。

受投资者恐慌心理影响,美国债券市场大幅度萎缩,2008年第一季度与2007年同期相比,未偿付的债券余额减少了28.27%,其中CDO减少了93.73%,资产支持证券减少了82.58%;同时美国股市也大幅度下跌,跌幅高达45%。有些商业银行不仅因住房抵押贷款违约率上升而造成巨大损失,还因信用卡违约率上升而加重损失。

经过苦苦挣扎,华尔街第五大投资银行贝尔斯登终于因无法克服流动性危机,于2008年3月14日上午9点宣布获得摩根大通300亿美元的注资^[4],并最终获得美国政府支持。5月30日摩根大通以每股10美元的出价完成了对贝尔斯登的收购。与此同时,发行与MBS有密切联系的CDO和CDS的金融机构也出现流动性问题,纷纷抛售其金融资产或寻找并购者。

次贷危机发生后,美国采取了以注入流动性为主的多项措施。2007年8月10日,美国联邦储备委员会(以下简称美联储)在先期注资240亿美元的基础上,再次注资380亿美元。2008年2月13日,美国总统布什签署了总值为1680亿美元的经济激励计划。3月11日,美联储宣布一项2000亿美元的项目,旨在允许金融机构,包括美国主要投资银行用其风险最高的债券换取回报率非常有保障的国库券。4月29日,美国众议院金融服务委员会为帮助陷入困境的房屋拥有者,立法补贴3000亿美元,为濒于失去房屋的人们提供再融资渠道。从2007年9月18日开始到2008年4月30日,美联储7次降息,联邦基金利率由5.25%降至2.0%。7月16日,美国证券交易委员会发布紧急禁令,限制对主要金融公司,包括房利美(Fannie Mae,联邦国民抵押贷款协会)和房地美(Freddie Mac,联邦住房抵押贷款公司)股票的卖空行为。2008年7月18日,美国证券交易委员会发布为期30天的卖空禁令,范围包括房利美、房地美和雷曼兄弟在内的19只金融股。7月30日,美国总统布什再次签署了总额达3000亿美元的住房市场援助法案。该法案旨在帮助美国两大住房抵押贷款融资机构——房利美和房地美摆脱困境,并对美国购房者提供帮助。

在次贷危机阶段,风险主要是通过金融机构资产负债表的相互关联而传染。金融全球化导致各国持有的金融资产也日益全球化了,使各国金融机构相互持有别国的资产。金融系统比较发达的国家几乎都持有与美国次级债务相关的金融资产。因此,当美国次级抵押贷款违约时,持有与次级债务相关资产的国外金融机构的总体资产质量就会受到影响。在美国次贷危机不断恶化的过程中,国外的一些金融机构也开始纷纷公告其与次贷相关资产的减计和损失准备。

2007年2月22日,汇丰银行披露其主要与次贷相关的损失报告,减持其次贷相关MBS共105亿美元。2007年8月2日,德国工业银行宣布盈利预警,由于旗下的一支规模为127亿欧元的“莱茵兰基金”(Rhineland Funding)以及银行本身少量参与了美国房地产次级抵押贷款市场业务而遭到巨大损失,估计出现

了 82 亿欧元的亏损, 随即, 德国央行召集全国银行同业商讨拯救德国工业银行的计划。8 月 9 日, 法国第一大银行巴黎银行宣布冻结旗下三支基金, 同样是因为投资了美国次贷债券而蒙受巨大损失。8 月 13 日, 日本第二大银行瑞穗银行的母公司瑞穗集团宣布与美国次贷相关损失为 6 亿日元。10 月 23 日, 受次贷危机影响, 日本最大的券商野村证券公司宣布当季亏损 6.2 亿美元。10 月 30 日, 欧洲资产规模最大的瑞士银行宣布, 因次贷相关资产亏损, 第三季度出现近 5 年首次季度亏损达到 8.3 亿瑞士法郎^[5]。次贷危机就这样不断地向全球金融体系扩散。

2008 年, 美国次贷危机愈演愈烈。受投资者恐慌心理影响, 美国债券市场大幅度萎缩。与此同时, 外国的重要金融机构也不断传来噩耗。2008 年 2 月 18 日, 英国决定将诺森罗克银行收归国有。4 月 18 日东京三菱日联金融集团预计, 截至 3 月 31 日的一财年, 该集团在次级贷上的相关损失为 950 亿日元 (折合 9.21 亿美元)。4 月 29 日, 德意志银行宣布 5 年来首次出现净亏损。

由于金融全球化, 在此阶段, 金融系统较为发达的欧盟和日本等国直接受到了美国次贷危机的影响, 主要表现是银行等重要金融机构的倒闭和亏损。为了应对次贷危机, 各国采取了以注入流动性为主的多项措施。例如, 2007 年 8 月 10 日, 全球央行联手为金融系统注资, 总注资金额超过 3200 亿美元; 2007 年 12 月 18 日, 欧洲央行向金融系统注资 3480 亿欧元。此外, 在这一阶段, 投资者的恐慌情绪逐渐蔓延, 各国股票市场的波动性扩大, 对经济前景的预期也越来越悲观。

1.2 华尔街金融风暴的形成

由于美国 2008 年第二季度的经济增长率达到了 2.9%, 比第一季度的 0.9% 有明显增加, 包括美国财政部长保尔森在内的一些美国经济界人士都认为“次贷危机”的主要风险已经释放, 美国经济已经开始回升。但事与愿违, 次贷危机的发展更加严重, 终于在 2008 年 9 月上半月形成了华尔街金融风暴。

美国政府支持的两家最大的房贷企业是房利美和房地美, 二者合称“两房”。“两房”所发行的 MBS 本来是以正常的住房抵押贷款为基础, 有明确的放贷标准, 严格规定哪些类型的贷款可以发放。但是在美国政府的鼓励下, 在偏好高风险的对冲基金、养老金基金以及其他基金的冲击下, 这些放贷标准已被突破。2007 年, “两房”自己就持有 3948 亿美元的次贷 MBS。而且“两房”自恃有政府担保, 大量向银行及一些公司拆借资金, 导致其债务高达 5.2 万亿美元, 为其核心资本 (832 亿美元) 的 62.5 倍。随着美国房地产价格的持续下降, 正常住房贷款借款人的偿付能力也出现了问题, 这就导致“两房”所发行的 MBS 迅速降级, 股价大幅下挫, 出现流动性问题。“两房”市值分别从 2007 年年底的 389 亿美元和 220 亿美元跌至 2008 年 8 月底的 76 亿美元和 33 亿美元, 面临崩盘,

已经等不到 11 月份的美国大选^[6]。由于“两房”发行的机构债占整个机构债的 92%，一方面，机构债减少将使美国债券市场全面萎缩，资金流向权益类市场或者海外市场；另一方面，由于机构债是各国央行外汇储备的主打产品之一，有可能被各国央行所抛售。为此美国政府于 9 月 7 日起接管“两房”，收购“两房”相关优先股，注入流动性，解决债券兑付危机。“两房”向美国财政部分别发行 10 亿美元优先股。美国财政部则以购买股票的方式向“两房”分别注资 1000 亿美元，保持这两家机构的账面资本净值。其目的在于释放“两房”不会倒闭的信息，确保其所发行债券安全，从而恢复市场信心，以托起整个市场，稳定评级与价格，同时还试图拉低抵押贷款利率，刺激低迷的美国房地产市场。美联储还于 9 月 14 日联合美国十大银行成立 700 亿美元平准基金，用来为存在破产风险的金融机构提供资金保障，确保市场的流动性。

遗憾的是，上述各种努力都难以阻挡危机的蔓延。在美国东部时间 2008 年 9 月 14 日晚至 15 日晚的短短 24 小时之内，号称国际金融中心的美国纽约华尔街连续爆出了三条惊人的新闻，引起了全世界的瞩目。一是 9 月 14 日晚美洲银行宣布以约 440 亿美元收购有 94 年历史的美国第三大投资银行美林证券^[7]；二是由于联邦政府和私营资本均拒绝对收购行为提供资金担保，华尔街第四大投资银行雷曼兄弟控股公司（资产为 6390 亿美元）因负债 6130 亿美元而被迫于 9 月 15 日上午提交了破产申请^[8]；三是美国最大的保险公司——美国国际集团（AIG）因持有许多信用已经违约的到期合约而被调低其信用评级，在证实已经无法找到愿意为其提供贷款者的情况下，紧急向美联储申请短期贷款，以避免因信用等级调降、融资成本升高、融资抵押品追加、被交易合约对手取回资金，而在 48~72 小时内破产倒闭。美联储应 AIG 的申请，于 9 月 16 日晚宣布，史无前例地批准其下属的纽约联邦储备银行提供 850 亿美元同业信贷融资便利服务（credit facility），但条件是获取 AIG 79.9% 的权益性资本，并有权对之前已经发行的普通股、优先股暂停派发红利或股息，以帮助 AIG 摆脱因受金融危机影响而面临破产的厄运^[9,10]。

2008 年 9 月 7 日至 16 日连续发生的这些重大事件，严重打击了投资者的信心，使危机进一步升级为信用危机，从而形成了华尔街金融风暴，有人甚至称之为“华尔街金融海啸”。

1.3 金融危机加速向全球扩散

信用危机实质上就是信心和信任的危机，许多人对危机的好转失去信心，对金融机构、金融系统乃至政府失去信任。这场金融风暴虽然起源于美国，但在许多国家都出现了类似的问题，因而导致了全球性的金融危机。

受华尔街金融风暴的影响,全球股市急剧下跌。2008年9月15日,在美国道琼斯工业平均指数和标准普尔指数大幅下跌的同时,其他各国的股票指数也受到了严重打击。其中,伦敦金融时报100指数下跌3.92%,较前一交易日下降212.5点;法兰克福股市DAX指数下跌2.74%,较前一交易日下降170.73点,达到近两年来的最低点;巴黎CAC40种股票平均价格指数下跌3.78%;RTS(俄罗斯交易系统)指数较前一个交易日下跌4.78%。拉美主要股市也在15日全线下跌,其中巴西圣保罗股市和阿根廷布宜诺斯艾利斯股市的主要股指跌幅均超过5%。16日,亚太地区主要股市也全面下挫。中国上证指数击穿2000点整数关口,收于1986.64点,下跌4.47%;中国深证成指下跌0.89%;香港恒生指数全日跌1052点,跌幅达5.4%;日经股指下跌4.95%;韩国首尔股市综合指数跌幅达到6.1%,韩国证券交易所启动暂停交易程序。由此可见,华尔街金融风暴已开始演化成全球性的金融危机。

在全球股市受到重挫之后,金融危机更加迅速地蔓延到其他国家,许多国家迅速推出了巨资救市措施。2008年9月15日,欧洲央行与英格兰银行分别向金融市场注资700亿欧元和200亿英镑。9月22日,继美国政府出台7000亿美元救市计划后,英国政府考虑动用2000亿英镑帮助濒临危机的银行业渡过难关。9月28日,比利时、荷兰和卢森堡宣布,向比荷合资的富通集团注入112亿欧元,实行部分国有化,防止集团破产。同日,英国房贷巨头布拉德福德——宾利银行被国有化和拆分出售。9月底,德国房地产贷款机构德国地产融资抵押银行也遭遇了严重的流动性短缺,德国政府与几家金融机构联手为其提供总额达350亿欧元的债务担保,从而避免了其破产的厄运。

进入2008年10月,各国银行体系的流动性继续紧张和恶化,各国政府更加积极地采取各种措施以应对危机的进一步恶化。10月2日,日本央行出手向金融市场注资22.7万亿日元。10月3日,爱尔兰通过了一项紧急法案,向国内6大银行提供为期2年总额高达4000亿欧元的个人存款担保,以维护国内金融市场稳定。同日,希腊财政部宣布将为国内所有银行个人存款提供担保,以稳定急于从银行取现的储户的情绪;英国政府宣布把对个人存款担保的上限从3.5万英镑提高到5万英镑。10月5日,法国巴黎银行和比利时、卢森堡政府就收购富通集团在两国的分支机构事宜上达成协议。同日,丹麦政府宣布已与各商业银行就成立风险基金达成协议,决定在今后2年内向此基金注入350亿丹麦克朗(1美元约合5.4丹麦克朗),以保证储户的存款在银行倒闭时不会蒙受损失。瑞典政府宣布将增加对银行个人存款的担保额度,瑞典中央银行还宣布将增加发放给银行的贷款。10月6日,法国宣布将为银行个人存款提供全额担保。10月7日,欧盟成员国财政部长同意大幅度提高各国对储户存款的最低担保额度,以帮助稳定金融市场和保护储户利益。10月8日,英国财政大臣宣布英国银行救助方案,

英国政府将向银行业至少注资 500 亿英镑。作为救助方案的一部分，英国央行将向银行和建筑业提供额外的 2000 亿英镑的短期借贷额度以增加流动性。同日，全球 6 家主要央行有史以来首次联手降息。美联储、欧洲央行、英国央行、瑞士央行、加拿大央行和瑞典央行，联合宣布将基准利率均下调 50 基点。10 月 9 日，比利时首相莱特姆宣布，比利时、法国和卢森堡三国将为比利时和法国合资的德克夏银行提供财政担保，使其能够从资本市场募集到总额达 45 亿欧元的资金。之后数日，墨西哥、智利、澳大利亚、葡萄牙、波兰、韩国也相继宣布了各种措施以应对本国所面临的困难。尽管许多国家都纷纷采取措施，以尽量防止金融危机转化为经济危机，但是实体经济的大幅度下滑已经难以阻挡。

在金融危机迅速扩散的过程中，冰岛是第一个倒下的国家。冰岛克朗大幅度贬值，银行体系的流动性迅速紧张和恶化。2008 年 10 月 6 日，冰岛总理哈尔德发出警报：“同胞们，这是一个真真切切的危险。在最糟的情况下，冰岛的国民经济将和银行一同卷进漩涡，结果会是国家的破产。”^[11]此后短短三天内，冰岛全国三家最大的银行均被政府接管。10 月 7 日，冰岛第二大银行 Landsbanki 面临危机被政府接管，它旗下在英国经营的网络银行 Icesave，当天暂停了所有存取款业务。同日，冰岛央行宣布，从当天起将克朗汇率改为盯住一篮子贸易伙伴货币，按照新体制，欧元对克朗的汇率固定在 1:131^[12]。不过，这一调整并未得到市场认可，克朗对美元汇价此后继续下跌。10 月 8 日，冰岛政府宣布接管国内第三大银行 Glitnir 银行，并立即着手重组工作，称将出售该银行在芬兰和瑞典的业务。10 月 9 日，冰岛政府接管了该国最大的银行 Kaupthing，并暂停股市交易，防止国内发生更大的金融恐慌。鉴于冰岛国内金融业和经济的严峻形势，多家评级机构下调对该国的各类评级。穆迪 2008 年 10 月 8 日宣布，下调对冰岛的主权信贷评级三档，至 A1。惠誉 2008 年 10 月 9 日也宣布，下调对冰岛的长期外币发行人违约评级，评级前景维持为负面。10 月 14 日，俄罗斯和冰岛在莫斯科开始就向冰岛提供 40 亿欧元贷款问题进行谈判。10 月 24 日，冰岛宣布向国际货币基金组织申请大约 20 亿美元援助贷款，以应对金融危机。冰岛成为 1976 年以来首个接受国际货币基金组织贷款的西方国家。10 月 27 日，冰岛总理哈尔德在芬兰首都赫尔辛基指出，国际货币基金组织提供的 21 亿美元资金不足以帮助冰岛克服当前的危机，资金缺口大约还有 40 亿美元^[13]。

面临百年不遇的严重全球金融危机，世界各国首次携手合作，共同应对。2008 年 11 月 15 日，在美国华盛顿召开了二十国集团领导人金融市场和世界经济峰会，与会领导人就金融危机的起源、加强合作反对贸易保护主义、支持经济增长等问题达成共识，其中包括提高金融市场透明度、完善问责制、加强管理、促进金融市场完整性、强化国际合作以及改革国际金融机构等。会议还发表了应对金融危机的宣言，强调在世界经济和国际金融市场面临严重挑战之际，与会国

家决心加强合作,努力恢复全球经济增长,实现世界金融体系的必要改革,防止类似危机再次发生^[14]。2008年11月23日在秘鲁首都利马闭幕的亚太经合组织(APEC)第16次领导人非正式会议发表的声明中预计,全球性金融危机将在18个月内平息^[15]。

此后尽管各国政府不断推出救市措施,包括美国国会众议院和参议院于2009年2月13日先后通过了总额高达7870亿美元的经济刺激计划。但这些措施未能阻止金融危机的发展,并不断向东欧国家及发展中国家的扩散。

在此次金融危机中,资本账户相对封闭、金融体系相对独立、收支状况良好的许多新兴市场国家也未能摆脱金融危机的影响。国内需求的锐减使欧美日等发达国家对其他国家的进口急剧减少,韩国、新加坡和马来西亚等专门生产投资品和消费耐用品的国家和地区受到了严重冲击。此外,随着能源、原材料等大宗商品需求减少、价格大幅度下降,依赖大宗商品出口的俄罗斯、巴西等国的出口收入减少,购买力下降,经济增长下滑。

金融危机进一步全球化的另一重要途径就是资本流入的锐减。近年来,金融全球化逐步发展,一些发展中国家的经济发展越来越依赖外国私人资本流入,因此,外国资本的突然撤出将会使这些国家受到严重的打击。华尔街金融风暴之后,各国投资者的信心受到了严重打击,投资者纷纷变卖风险资产,把资产转向“安全资产”。在这个背景下,由于害怕在恶劣的经济环境下受到更大的损失,发达国家的机构投资者纷纷从新兴市场撤资,使发展中国家的净私人资本流入量突然萎缩,外部融资需求越来越得不到满足。此外,资本大规模外逃还导致这些发展中国家的货币对美元大幅贬值,一些发展中国家本币价值损失了50%以上^[16]。因此,此次金融危机使得严重依赖资本流入的东欧和中亚许多发展中国家遭受到了沉重的打击。2008年10月17日,乌克兰和匈牙利分别从国际货币基金组织和欧洲央行获得贷款,以稳定国内金融市场。2008年,匈牙利和立陶宛已出现负增长。2009年,东欧八国中有七个国家经济增长率为负数,波罗的海三国达到两位数的负增长,其中爱沙尼亚为-14.1%,拉脱维亚为-18.0%,立陶宛为-15.0%,匈牙利为-6.3%,捷克为-4.1%,斯洛伐克为-4.7%,斯洛文尼亚为-4.7%,经济衰退十分明显,只有波兰GDP增长率为正,但仅为1.8%。

2009年4月2日在伦敦举行了二十国集团领导人第二次金融峰会,与会领导人就加强各国宏观经济政策协调、稳定国际金融市场、加强金融监管、改革国际金融体系等议题达成多项共识,取得了积极成果^[17]。会后发表了二十国集团领导人宣言,同意为国际货币基金组织(IMF)和世界银行等多边金融机构提供总额1.1万亿美元资金,其中IMF资金规模由2500亿美元增加到7500亿美元。会议认为有必要对所有具有系统性影响的金融机构、金融产品和金融市场实施监管和监督,首次提出把对冲基金置于金融监管之下,并同意对拒不合作的“避税