

主编 ● 茅渝锋

副主编 ● 王 莺 张德洪 何 洋

危机时代的 金融实践与经济观察



上海三联书店

图书在版编目(CIP)数据

危机时代的金融实践与经济观察 / 茅渝锋主编. —上海:
上海三联书店, 2012. 3

ISBN 978 - 7 - 5426 - 3760 - 4

I. ①危… II. ①茅… III. ①中国经济—研究②金融—
研究—中国 IV. ①F12 - 53②F832 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 020648 号

危机时代的金融实践与经济观察

主 编 / 茅渝锋

责任编辑 / 姚望星

装帧设计 / 鲁继德

监 制 / 任中伟

责任校对 / 张大伟

出版发行 / 上海三联书店

(201199)中国上海市都市路 4855 号 2 座 10 楼

邮购电话 / 24175471

印 刷 上海肖华印务有限公司

版 次 / 2012 年 3 月第 1 版

印 次 / 2012 年 3 月第 1 次印刷

开 本 / 890 × 1240 1/32

字 数 / 375 千字

印 张 / 16.625

书 号 / ISBN 978 - 7 - 5426 - 3760 - 4/F · 618

定 价 / 49.00 元



编委会

主 编: 茅渝锋

副主编: 王 莺 张德洪 何 洋

编 委 郑 晟 陈 林 罗 敏 刘文慧
曹 培 丁美玲 张 昆 章 敏
张红山 陆剑威 扈 玮 张杰晶
张新娜

目 录

理论研究

- 第五代金融危机模型及其启示 / 张德洪 3
- 针对“十二五”经济结构转型的相关研究 / 陈 林 14
- 政府审计视角下的金融风险防范与监管 / 张 晶 20
- 通货膨胀下家庭投资理财的策略分析 / 王 欢 28
- 探究网络财务管理的弊端及创新途径 / 赵 静 36
- 供应链管理下的关键绩效指数设计 / 王心宇 42
- 后金融危机我国资本市场的 IPO 融资问题研究 / 沈栋成
张德洪 52
- 电子商务中的经济解释 / 吴嘉犀 62
- 浅析第三方支付与银行间的竞合关系及其发展
趋势 / 马超群 69
- 中国利率市场化的思考 / 胡 扬 76
- 浅论上市公司会计信息披露中存在的问题及
对策 / 徐玉娥 83
- 中国低碳经济之路上的挑战与机遇 / 方秀明 89
- 论环保产业对经济的贡献 / 陆剑威 94

行业动态

- 中国汽车租赁行业发展状况及融资渠道 / 胡记丰 105
- 供应链金融——中小企业融资新思路 / 桑 琳 112
- 中小企业融资难的原因分析及建议 / 戴晓敏 119
- 中小型高科技企业应用风险投资的现状与
策略 / 陈宰曼 125

- 交易性金融资产变动对于公司利润影响研究 / 肖冠林 132
- 融资租赁公司对国内航运企业的租赁资金瓶颈问题的
分析及对策 / 顾欣怡 141
- 产品内分工视角下的中西部中小企业
发展之策 / 陈 林 148
- 基金公司核心业务人员的留用机制 / 杨晓玫 156

银行管理

- 小微企业专业银行的兴起与小微企业融资难问题的
解决 / 王 莺 163
- 新政下信托公司与商业银行合作模式 / 曹 培 171
- 论商业银行构建“基于数据库平台的客户关系管理”的规范与
创新 / 谢 璁 179
- 我国银行卡的创新管理和发展 / 沈莉俊 187
- 私人银行在中国的发展前景 / 戚晴晴 195
- 试述中国银行业私人银行业务现状及发展
路径 / 薛小彤 206
- 浅析中国私人银行的发展与问题 / 周倚宇 213
- 论我国商业银行理财业务的现状与发展方向 / 毛 雷 218
- 浅谈著作权银行质押融资的现状和问题 / 刘 超 224

投资市场

- 谈套期保值在有色中小企业防范存货风险中的
应用 / 张 昆 233
- 目前我国证券市场监管存在的问题和相应的对策
建议 / 章 敏 239
- 动量策略和反转策略在沪深股市中的实证
分析 / 张红山 245
- 关于我国债券市场监管体系的特点的研究 / 潘 燕 251
- 我国证券市场结算模式分析 / 黄伟琳 258

浅析国际板 / 陈 懿 265

引入私募股权投资基金对企业实现规范化管理的促进作用 / 武 冰 271

新能源汽车风险投资分析 / 李 佳 278

应用“二级市场事件”构建绝对 Alpha 基金的研究 / 朱钱广 285

经济观察

如何在中国资本市场掘金 / 刘文慧 295

上海建设国际金融中心面临的机遇与挑战 / 朱静燕 303

上海市火灾公众责任保险浅析 / 陈 鸣 310

论房地产投资与融资 / 阮 炯 318

试论箱板纸价格的形成机制 / 王 嵩 326

西盛东衰

——游戏潮流的演变和历史车轮的碾进 / 夏 寒 341

长三角跨区域产业分工与合作 / 孙一均 347

发展中国家产业升级的路径选择 / 陈颖俊 354

生物医药产业发展研究 / 谈 竺 361

稳健货币政策下民间借贷市场分析与规范发展 / 陈晓曦 369

2011·新形势下中小企业融资渠道探讨 / 童颖俐 376

国际视野

美国地方债务危机的形成与影响分析 / 罗 敏 385

亚洲货币一体化与中国的金融安全 / 张新娜 392

中国国际收支失衡及政策调节的研究 / 朱晨彬 401

浅谈华尔街投资银行与“占领华尔街”运动、全球金融危机成因的反思 / 蒋浩俊 411

后金融危机时代人民币国际化的现状、必然性及建议 / 张德洪 沈栋成 418

- 浅析当代国际分工的深化对发展中国家人口老龄化的
影响 / 郑 晟 428
- 浅谈两岸经贸关系的现状与发展 / 严晓虹 440
- 世界能源结构展望 / 周智旻 448
- 孟加拉成衣业见闻及中国之对策 / 黄 晖 454
- 中国实体经济如何面对西方国家债务危机 / 张杰晶 462
- 航运物流业知识型员工试用期离职原因案例分析 / 刘丹华
468
- Financial Analysis Report of COMPANY A / 叶慧娟 477
- 试论我国当前通货膨胀的成因及调控对策 / 王 迪 492
- 公司治理模式的探讨——监事会和独立董事的职权
界定 / 陈巧蚕 499
- 多米诺公司的渠道管理 / 金 浩 505
- 浅析我国股票型开放式基金业绩评价 / 尹维忠 512
- 我国有限合伙制私募股权投资基金治理机制
设计 / 朱 赢 520

理论研究

LiLUNYANJIU

第五代金融危机模型及其启示

张德洪

摘要：作者以自己独立的视角，对金融危机进行了研究，总结归纳了金融危机的共同特点，对次贷危机引发的全球性金融危机的各个阶段的情况进行了简要介绍，并在此基础上，对前所未见的本轮金融危机发生的原因进行了详细分析，得出了第五代金融危机模型。在模型的基础上，有针对性地提出了预防此类金融危机的五点主要措施，论证了平衡、可持续、安全发展的重要性。

关键词：金融危机 次贷危机 金融危机模型 第五代金融危机模型

本轮金融危机自 2007 年 4 月于美国爆发，从 2008 年 9 月全面恶化到现在，虽然已经过去了三年多，但是全球经济仍然没有走出低谷。充分认识金融危机发生的原因、发生发展的过程，对我们今天仍然十分有益。

金融危机，是指利率、汇率、资产价格、企业偿债能力、金融机构倒闭等金融指标，全部或大部分出现恶化，致使正常的投融资活动无法继续的情况。金融危机可以分为货币危机、银行危机、股市危机、债务危机多种形式，近年来金融危机呈现出多种形式叠加的趋势。

一、金融危机的前四代模型及共同特征

金融危机的模型率先由克鲁格曼等人提出。前四代金融危机模型大致如下：

第一代金融危机模型，是典型的货币危机的理论模型。第一代金融危机模型认为，政府的主要经济目标之间的矛盾与冲突将最终导致固定汇率制度无法维持，其中，财政政策、货币政策等主要与固定汇率制度的矛盾是引起危机的基本原因。

第二代金融危机模型，奥伯斯特菲尔行德等学者修正了第一代典型货币危机模型中过分简化政府行为的做法，认为投机性冲击的结果并不是完全可以预期的，政府是否继续维护固定汇率制度，是一种权衡各种利弊之后的政策选择结果。第二代金融危机模型认为，危机时刻政府不恰当的宏观经济政策取向可能导致危机发生。比如 1992 年欧洲货币危机。

第三代金融危机模型，认为金融上层建筑的过度扩张导致了经济泡沫，泡沫崩溃是爆发危机的直接原因，而且泡沫的产生与积聚则在于新兴市场国家金融体系的制度性因素。1997 年的亚洲金融危机难以用前两代模型解释，克鲁格曼、麦金农在研究此次危机时发展出了第三代金融危机模型。

第四代金融危机模型，尽管没有正式提出，但是在学术界已经达成共识：如果一国宏观经济已经出现某种程度的内外不均衡，则国际短期资本流动所形成的巨大冲击很容易成为最终引起银行危机、货币危机、金融危机全面爆发的导火索。这也是金融全球化背景下新兴市场国家发生金融危机的一个共性特征。

不同时代的金融危机虽然特点各有不同，但其步骤和过程却非常相似。在经济繁荣阶段，投资者的情绪变得乐观，放款人也更加偏好风险，催生资产价格上涨；随着资产价格不断上涨，整个社会笼罩在亢奋的情绪下，理性繁荣变成非理性繁荣；进而，当资产价格涨至最高点后，资产价格急转直下，于是商品、股票、资产等价格大幅

下跌,市场流动性急剧减少,引发金融危机。

二、次贷危机的四个阶段简析

第五代金融危机,以美国的次贷危机为发端。

次贷危机又称次级债务危机,是指2007年美国房地产泡沫破裂导致次级抵押贷款机构破产,从而引发投资基金被迫关门、股市暴跌、全球主要金融市场出现流动性严重不足的新一轮金融危机。

根据金融危机的共同特征,按其发生发展的顺序和影响,可将金融危机分为危机发生、危机恶化、政府救市、开始复苏、再次繁荣五个阶段。下面我们来回顾一下本轮金融危机前四个阶段的情形。

第一阶段的开始于2007年。在这一阶段,次贷危机的破坏还是局部性的。

次级抵押贷款机构破产:2007年4月2日,美国第二大次级抵押贷款机构新世纪金融公司向法院申请破产保护,由此拉开了次贷危机的序幕;2007年8月6日,美国第十大抵押贷款机构美国住房抵押贷款投资公司正式向法院申请破产保护。

股市暴跌:2007年8月15日,纽约股市三大股指大幅下挫,标准普尔500指数回吐了2007年以来的全部涨幅,道琼斯指数跌破13000点整数关口。

全球主要金融市场出现流动性严重不足:2007年8月9日,欧洲中央银行宣布向相关银行提供948亿欧元资金,次贷危机波及其他西方市场;2007年8月9日至30日,美联储已累计向金融系统注资1472.5亿美元,以防次贷危机恶化;2007年9月18日,为应对愈演愈烈的次贷危机以及可能的经济衰退后果,美联储决定降息0.5个百分点,美联储进入“降息周期”。

2008年7月后,次贷危机进入第二阶段,危机愈演愈烈,显著恶化。

2008年7月13日,美国财政部和联邦储备委员会宣布救助两大住房抵押贷款融资机构房利美和房地美,提高“两房”信用额度,

并承诺必要情况下购入两公司股份。

2008年7月26日,美国参议院批准总额3000亿美元的住房援助议案,授权财政部无限度提高“两房”贷款信用额度,必要时可不定量收购“两房”股票。

2008年9月7日,美国联邦政府宣布接管房利美和房地美。

2008年9月15日,雷曼兄弟宣布申请破产保护。美国银行则与另一家证券巨头美林证券公司达成协议,以440亿美元收购美林公司。

2008年9月17日,美国政府出资最高850亿美元,救助美国保险企业美国国际集团(AIG),获得其79.9%的股份。

以雷曼兄弟破产为标志,次贷危机全面爆发。

2008年9月雷曼兄弟破产后,次贷危机进入第三阶段,全球各国政府大规模的救市措施密集开始出台。危机恶化后,各国普遍向金融市场注入流动性,同时大幅降息。

9月20日,美国政府向国会提交了一项总额达7000亿美元的金融救援计划,以阻止金融危机加深。这是自上世纪30年代经济大萧条以来,美国政府制定的最大规模金融救援计划。

10月3日,爱尔兰通过了一项紧急法案,向国内6大银行提供为期两年总额达4000亿欧元的个人存款担保,以维护国内金融市场稳定。

10月4日,美国国会众议院投票通过了修改过的金融救援方案。美国财政部将准备高达7000亿美元的资金。同时,提供1000亿美元的减税措施,将银行存款保险上限由10万美元提高至25万美元,救援方案的总金额实际已经扩大到了8500亿美元。

10月8日,英国政府宣布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。

10月13日,英国政府宣布,将向苏格兰皇家银行(RBS)等该国三大银行投资共计370亿英镑(640亿美元)。法国政府去年推出

总额高达 3600 亿欧元的救市计划。

10 月 14 日,美国总统布什宣布,政府将斥资 2500 亿美元购买金融机构股权。

10 月 15 日,德国联邦议院以绝对多数通过了政府提出的近 5000 亿欧元的救市计划,以稳定陷入危机的金融市场。

10 月 21 日,美国联邦储备委员会宣布一项应对金融危机的新举措,将以购买商业票据的方式,向遭受撤资潮冲击的货币市场基金业提供 5400 亿美元,以改善短期金融市场流动性。

11 月 9 日,中国高达 4 万亿元投资的经济刺激方案终于在各种猜测中撩开了神秘面纱。

11 月 23 日,美国政府宣布,将为总额高达 1 万 4000 亿美元的银行债务提供担保,同时也将放宽私人投资者收购倒闭银行的条件。

晚间,美国财政部、美联储和联邦储蓄保险机构联合宣布,将从 7000 亿美元救市资金中拨出 200 亿美元再次向花旗集团注资,同时,为花旗高达 3060 亿美元的问题资产提供担保。

11 月 25 日,美国联邦储备委员会和财政部共同宣布,将向美国民众追加总额达 8000 亿美元的信贷投入,希望以此提振消费信贷以及抵押贷款担保证券市场。

11 月 26 日,欧盟委员会批准了一项涵盖欧盟 27 个成员国的经济激励计划,总额达 2000 亿欧元(约合 2600 亿美元),这项计划总额相当于欧盟 GDP 的 1.5%。

中国央行宣布,从 2008 年 11 月 27 日起,下调金融机构一年期人民币存贷款基准利率各 1.08 个百分点,这一降幅为近十年来最大。

2009 年 1 月 28 日,在美国总统奥巴马的强力敦促下,美国会通过了总额为 8190 亿美元的经济刺激方案,美国国会将授权联邦政府获得 5440 亿美元的投资基金,另外 2750 亿美元用于退税。

第四阶段,从 2009 年 7 月开始持续到现在,以中国经济率先走

出谷底为标志,新兴市场国家与发达国家间开始出现分化。新兴市场国家虽然承受着高通胀,但经济发展却稳步向前,而且西方发达国家在次贷危机的影响下又爆发了欧债危机的影响下,使得本轮金融危机进一步恶化。目前欧债危机还处于政府救市的阶段,所以,本轮金融危机的第四阶段,仍然没有看到结束的那一天。

2009年7月2日,中国国务院副总理李克强在全球智库峰会上指出,国际金融危机爆发后,中国政府采取的措施已初见成效,中国金融市场运行平稳,经济企稳上升。

李克强同时表示,虽然当前国际金融市场出现了一些趋稳迹象,但金融危机尚未见底,对实体经济的冲击继续显现,推动世界经济恢复增长是当前国际社会面临的重大课题。

三、次贷危机发生的原因及第五代金融危机模型

首先我们来看看2000年7月到爆发次贷危机的2007年底,美国联邦基金利率走势图:

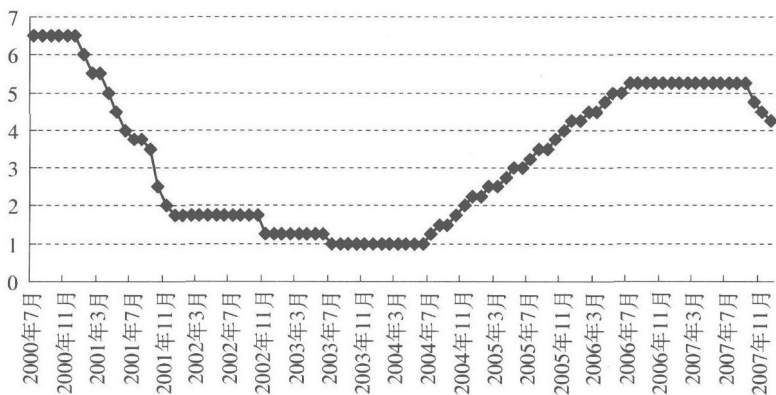


图1 美国联邦基金利率走势图

从美国联邦基金利率走势图可以看出,从2001年11月开始到2004年11月共三年时间内,美国联邦基金利率长期维持在低位。

并且,2003年6月底到2004年6月这一年的时间内,美国联邦基金利率连续一年维持在1%的历史低位。

持续的低利率带动了美国房地产行业的持续繁荣,资产价格不断上涨,从2000年到2006年美国房价上涨了80%。由于房地产价格上涨的预期强烈,即使借款人还不起贷款、房屋价格的上涨意味着抵押品的升值,导致金融机构普遍缺乏风险意识,于是,金融机构开始提供次级贷款。

次级抵押贷款的利率通常比优惠级抵押贷款利率高2%-3%,因此,对于从事抵押贷款的金融机构来讲是一项高回报的业务。虽然次级抵押贷款的风险也更大,但是在房地产价格上涨的周期中,其高风险被金融机构低估。

从2004年6月30日开始到2006年6月29日,美联储连续17次调高美国联邦基金利率,美国联邦基金利率由1%快速跳升到了5.25%。随着美国联邦基金利率的不断提高,购房者的还款压力不断上升导致购买力下降,这使得购买者通过出售住房或通过抵押住房再融资变得困难。于是,大批次级贷款的借款人因无法将资产变现而无法及时还款,引发了次贷危机。

如果仅仅是在美国房地产抵押贷款金融机构出现危机,还不至于引发成全球性的金融危机。金融创新(贷款证券化)和金融衍生工具的不断使用,最终将次贷危机引爆为全球性的金融危机。

引爆次贷危机的罪魁祸首是结构化金融衍生品(Structured Finance)。结构化金融衍生品是指将不同资产如贷款、债券、抵押及与之相关的保险等金融产品,按照不同层级进行打包。对资产进行证券结构化的目的,是为了创造更“安全”的产品。这种结构化金融衍生品与单一的公司证券相比,有三个特点:

一是产品的信用评级会因为评级模型参数的微小变化而得到完全不同的评级;二是和单一证券相比,这些结构化的金融衍生品很难避免系统性风险;三是无比复杂。

2006年3月底,美国的未清偿的抵押支持证券(Mortgage-

Backed Securities, MBS) 约占到美国债券市场的 15%, MBS 最主要的形式就是住房抵押贷款支持证券(RMBS)。

对房地产抵押贷款证券化, 不仅改善了其流动性, 使得未来的现金流可以预期, 而且还具有因房地产价格上涨带来的高收益和抗通胀能力、财务杠杆带来的税收成本降低。

担保债务凭证(Collateralized Debt Obligation, CDO) 是住房抵押贷款支持证券中的一种。由于次级抵押贷款自身的风险较高, 所以, 这种以次级抵押贷款作为抵押发行的证券不可能有高的信用评级, 为了创造“安全”的 CDO 产品, 华尔街的投资银行对这种基于次级抵押贷款的担保债务凭证进行了深加工, 他们把许多次级担保债务凭证凑在一起, 按照违约风险的不同进行结构化组合, 包装成不同档次的担保债务凭证, 按风险等级不同由低到高分高级 CDO、中级 CDO、普通 CDO, 在此基础上还衍生出了合成 CDO、CDO 平方, 等等。

投资银行家们再把各种类型的 CDO 送到评级机构手中, 这些结构化金融衍生品大幅增加了评级机构的业务量、带来了大量收益。不管是有意还是无意, 评级机构们为这些结构化金融衍生品给出了慷慨的评级。在惠誉 2007 年的评级中, 60% 左右的结构化金融衍生品的评级是 AAA-级, 而与之对应的单一的公司证券却仅有不到 1% 得到 AAA-级。

经过加工的这类金融产品, AAA-级的评级, 加上它又能提供比单一的公司证券高的回报, 于是, 这种金融衍生品的交易很快就变得疯狂。

尽管信用评级机构在金融市场中起到相当重要的作用, 但是它们实际是不受监管的。事后, 他们的解释几乎都如出一辙, 他们没有充分认识到所有的风险和可能。惠誉在解释它的评级模型的时候, 其模型就完全没考虑房价的下跌。事后证明, 只要房价下跌 2% 并且持续一段时间, 就算是 AA-级、AAA-级的结构化金融衍生品, 其内在的评级都将大幅下调。于是, 在房价的大跌中, 这些原