

Subprime Crisis and China Finance

次贷危机 与中国金融

姚 宏◎ 著



知识产权出版社

次贷危机与中国金融

姚 宏 著

知识产权出版社

内容提要

次贷危机的导火索引发了世界级的金融大地震。人们不禁会问,金融危机的发生是必然还是偶然?蝴蝶效应将给国际舞台上的中国带来怎样的危险与机遇?如何透视金融业的晴雨表以判断明天经济社会的大气候?中国的未来,以及身在中国的普通民众在金融动荡中将何去何从?本书将结合历史与现实进行分析,为你解析中国金融业的生存与发展。

责任编辑:赵 军

图书在版编目(CIP)数据

次贷危机与中国金融/姚宏著. —北京:知识产权出版社,2010.2

ISBN 978-7-80247-683-7

I. 次… II. 姚… III. ①房地产-抵押贷款-信用危机-研究-世界②金融-研究-中国 IV. F831 F832

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2010)第 0026790 号

次贷危机与中国金融

CIDAI WEIJI YU ZHONGGUO JINRONG

姚 宏 著

出版发行:知识产权出版社

社 址:北京市海淀区马甸南村1号

网 址: <http://www.ipph.com>

发行电话:010-82000860 转 8101/8102

责任编辑:010-82000860 转 8127

印 刷:北京富生印刷厂

开 本:880mm×1230mm 1/32

版 次:2010年6月第1版

字 数:200千字

邮 编:100088

邮 箱:bjb@cnipr.com

传 真:010-82005070/82000893

责任编辑: jyb.999@163.com

经 销:新华书店及相关销售网点

印 张:7.875

印 次:2010年6月第1次印刷

定 价:25.00元

ISBN 978-7-80247-683-7/F·304 (2802)

出版权专有 侵权必究

如有印装质量问题,本社负责调换。

前 言

次贷危机，21 世纪以来最具震撼性的一次席卷全球的金融危机。

2008 年 4 月，美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融的破产，拉开了次贷危机的大幕，紧接着摧枯拉朽般地令世界各国股市暴跌 30% ~ 50%，居民财富严重缩水，对全球金融市场的影响不断升级，愈演愈烈。从信用危机到市场震荡，从金融体系到实体经济，从美国本土波及全球，直到拖累美国经济陷入低谷，英国经济出现衰退，冰岛、希腊国家破产，中国 GDP 增速下降。次贷危机引发的经济危机，对包括中国在内的世界经济产生了巨大而深远的影响，被喻为“经济晴雨表”的金融业更是首当其冲。

特殊的历史时期，挑战与机遇并存。本书从现象到本质，剖析了次贷危机蔓延发展的金融衍生链条；回顾了全球历次金融危机事件及后果，讨论了蝴蝶效应一再发生的前因后果；对随着全球经济一体化而不断将触角延伸到经济生活方方面面的现代金融业重新进行定位，并点评中国金融业在次贷危机中的得失，未来预期发展方向，金融业的生存和发展策略等；向愿意分享经济发展和金融进步的普通中国民众提供了价值投资的建议和策略，希望笔者的观点能对投资者具有参考价值。

本书为教育部高等学校博士点专项科研基金“投资者保护视角下管理者行为偏好对盈余管理的影响效应研究”（批准

号：200801411064)、教育部应急项目“金融危机背景下稳定房地产业价格对策研究”(批准号：2009JYJR049)、国家自然科学基金项目“基于管理者行为特征的盈余管理约束模型研究”(批准号：70772087)以及辽宁省社会科学规划基金项目(批准号：L08BJY039)的阶段性成果，对上述资助单位表示感谢！

目 录

前言	I
第一章 意料之外——从次贷危机到金融危机	1
第一节 次贷危机——多米诺骨牌的触点	2
第二节 华尔街的灰暗春天	8
第三节 金融衍生链条解析	15
第四节 金融冲击波下的全球经济衰退	18
第五节 给世界金融学家的考题	27
第二章 蝴蝶效应——全球金融危机史	33
第一节 金融泡沫与金融危机	34
第二节 追溯金融危机的原罪	63
第三节 金融危机中多少财富人间蒸发	76
第四节 金融风暴终结者	82
第三章 经济晴雨表——金融业定位分析	89
第一节 为何金融业一咳嗽,全球经济就重感冒	90
第二节 金融业在国民经济中的地位分析	97
第三节 全球金融业大洗牌	100
第四节 调整与发展中的中国金融业	112
第四章 痛定思痛——金融业发展趋势分析	127
第一节 谁能给资本市场一个支点	129
第二节 金融衍生品——让人又恨又爱的精灵	137
第三节 双面胶——金融创新与金融监管	145

第四节	中国金融业将何去何从·····	157
第五章	未雨绸缪——世界金融寒流中的应对之策·····	169
第一节	谁是最后贷款人·····	170
第二节	风险应对原则·····	177
第三节	金融业的高管薪酬:敏感的雷区 ·····	198
第四节	金融业的主要应对策略·····	204
第六章	挑战底线——金融业还有投资价值么·····	218
第一节	凤凰总是浴火而生·····	219
第二节	重新解读金融危机·····	224
第三节	经济危机中的居民财富保卫策略·····	234
后记	·····	244

第一章 意料之外

——从次贷危机到金融危机

对美国总统布什来说，在 2001 ~ 2008 年两届任期中，有两个日子与 9 月相关，绝对难忘。

9 月对布什总统来说绝不是个幸运月。入主白宫第一年，2001 年 9 月，发生了“9·11”恐怖袭击事件。多架遭到劫持的民航飞机冲向纽约曼哈顿的摩天高楼以及华盛顿五角大楼，进行自杀式恐怖袭击。包括美国纽约地标性建筑世界贸易中心双塔在内的 6 座建筑被完全摧毁，美国国防部总部所在地五角大楼也遭到袭击。从此，恐怖袭击如影随形伴随着他的总统生涯。“9·11”恐怖袭击是继第二次世界大战期间珍珠港事件后，对美国本土造成最大伤亡的袭击，对全球都产生了巨大的影响。

在布什总统任期最后一年，即 2008 年 9 月，次贷危机以华尔街为起点，引燃全面金融危机——美国第二次级房贷公司新世纪金融公司破产，美国房贷两大巨头房利美和房地美股价暴跌，美国财政部和美联储被迫接管“两房”，雷曼兄弟申请破产保护，美林“委身”美银，AIG 告急，顷刻间美国排名前五位投行一一消失，一系列突如其来的“变故”使得世界各国都为美国金融危机而震惊。然而，正在各国为美国经济遭受重创扼腕叹息之时，金融危机如同一场突然降临的瘟疫，迅速通过全球金融化和经济一体化的路径向各国肆无忌惮

地蔓延，祸及全球经济。

2009年1月20日，布什卸任离开了白宫，在他身后留下了两个令世人难以忘怀的9月。若干年后，也许人们会忘记布什总统，但这两个日子将会在世界编年史上留下特殊的痕迹。因为这两大事件都给世界以强烈的冲击，改变了世界形势，也许在未来还会改变历史的走向。两者相较，就给世界经济和政治造成的影响来看，后者甚至超过前者——“9·11”摧毁的是两座看得到的摩天大楼，而金融危机摧毁的是美国人对未来的信心。

第一节 次贷危机——多米诺骨牌的触点

在2006年以前，由次级按揭贷款证券化形成的金融产品——次级债券受到几乎所有投资者，包括世界顶级金融集团的追捧，其作为高收益和低风险的代表词，成为华尔街炙手可热的“宠儿”。

然而，2007年的春天，如同变戏法一般，随着美联储加息和住房贷款还款成本的升高，越来越多的次级贷款的借款人因无法按时还款，坏账丛生。

2007年3月，美国住房抵押贷款银行家协会公布的报告显示，次级房贷市场出现危机；

2007年4月，美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融（New Century Finance Corp）宣布申请破产保护，标志着美国次贷危机爆发；

2007年7月，标准普尔和穆迪两家信用评级机构分别下调了612种和399种抵押贷款债券的信用等级；



2007年8月，美国最大商业抵押贷款公司国民金融公司（Countrywide Financial Corp）股价暴跌，面临破产；

2008年3月，美国第五大投资银行贝尔斯登陷入困境被摩根大通收购；

2008年9月，美国最大的两家房贷公司“房利美”和“房地美”被美国政府接管；

同年9月，美国第三大投资银行美林证券出售给美国银行，美国第四大投行雷曼兄弟申请破产；

.....

这场爆发于美国的次贷危机直接导致世界各国股市暴跌30%~50%，居民财富严重缩水，对全球金融市场的影响不断升级，愈演愈烈，从信用危机到市场震荡，从金融体系到实体经济，从美国本土波及欧洲、亚洲，直到拖累美国经济陷入低谷，英国经济出现衰退，冰岛国家破产，中国GDP增速下降。次贷危机引发的金融风暴在2008年逐步演化为蔓延全球的经济危机，并有可能引发长期的经济衰退，对包括中国在内的世界经济正在产生巨大而深远的影响。

如同多米诺骨牌一样，随着新世纪金融公司破产，这小小的第一块骨牌轻轻地倒下，第二张骨牌、第三张骨牌依次落下——我们不要忘记，多米诺骨牌效应的能量是按指数形式增长的，因此它们依次推倒的能量一个比一个大，倒下的速度也一个比一个快，终于酿成世界性金融危机。像玩多米诺骨牌游戏一样，我们只知道从第一块骨牌落下开始，传导运动已经无法抑止，但难以预见的是从第一块骨牌到最后一块骨牌的传递过程会有多久。所以至今无人敢妄下断言：这场来势凶猛的金融危机何时能够见底。

有些被预见的事件最终出现可能要经历一个世纪或者两个世纪的漫长时间，但它最初的变化常常是从我们没有注意到的地方开始的。现在就让我们一起从第一块骨牌推落之处着手，看一看这场影响深远的多米诺骨牌游戏的触点是如何形成的。

关键词点击

按揭贷款：“按揭”是英文“Mortgage”的粤语音译，指住房等标的资产的购买者（按揭人）在支付首期规定的款项后，由贷款银行或其他金融机构（按揭受益人）代其支付其余款项，并将所购标的房产的产权抵押给该机构作为偿还贷款履行担保的行为。其重要特征是标的资产发生了所有权的转移，即按揭人偿还完负债之前，标的资产的所有权归按揭受益人所有；按揭人还清本息后，标的资产的所有权归按揭人所有。

次级贷款：是次级按揭贷款（Subprime Mortgage）的简称，即银行向信用分数较低、收入证明缺失、负债较重的人，如美国的低收入阶层和新移民等，提供的住房贷款。

次贷危机：特指 2006 年发生在美国，因次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引起的金融风暴，使全球主要金融市场出现流动性不足的危机。

金融危机：是指一个国家或几个国家与地区的全部或大部分金融指标（如：短期利率、货币资产、证券、房地产、土地价格、商业破产数和金融机构倒闭数）的急剧、短暂和超周期的恶化。

次贷危机爆发的原因有很多，如美国住房市场和金融业的疯狂投机与炒作；华尔街经理人只关注利益而漠视风险；美国政府多年来实行双赤字政策所造成的信用透支；金融监管存在缺陷，等等。不可否认，这些问题都是促使金融危机爆发并愈演愈烈的因素。不过，追本溯源，美国房地产市场泡沫的破裂



仅仅是次贷危机的导火索，此次金融危机早已在7年前就埋下了种子。

世纪之交的互联网泡沫和“9·11”事件后，时任美联储主席的格林斯潘采取宽松的货币政策刺激房地产市场，美联储自2001年起开始降息，导致大量的资本从互联网领域流向了房地产领域，并且维持着与网络泡沫时期大体相当的增长预期。

从2001年1月到2003年6月，美联储连续13次下调联邦基金利率，该利率从6.5%降至1%的历史最低水平。这一轮降息周期直接催生了房地产业的发展，促成了美国房地产市场从2001年到2005年的繁荣；次级贷款规模也随之迅速扩大，空前火爆。当时的贷款公司促销员会这样向市民推销：

“你想过中产阶级的生活吗？买房吧！”

“积蓄不够吗？贷款吧！”

“没有收入吗？找阿比比贷款公司吧！”

“首付也付不起？我们提供零首付！”

“担心利息太高？头两年我们提供3%的优惠利率！”

“每个月还是付不起？没关系，前24个月你只需要支付利息，贷款的本金可以两年后开始还。再想想看，两年后你肯定已经找到工作或者被提升为经理了，到时候还怕付不起？”

“担心两年后还是还不起？哎呀，你也真是太小心了，看看现在的房子比两年前涨了多少，到时候你转手卖给别人啊，不仅白住两年，还可能赚一笔呢！再说了，又不用你出钱，我都相信你一定行的，难道我敢贷，你还不借？”

在这样的诱惑下，一向具有超前消费习惯的美国市民自然

会毫不犹豫地选择贷款买房。2006 年次级抵押贷款市场的贷款额达 6 000 亿美元，占到全部抵押贷款的 20%。居民购买房子的意向因此大增（如图 1.1 所示）。

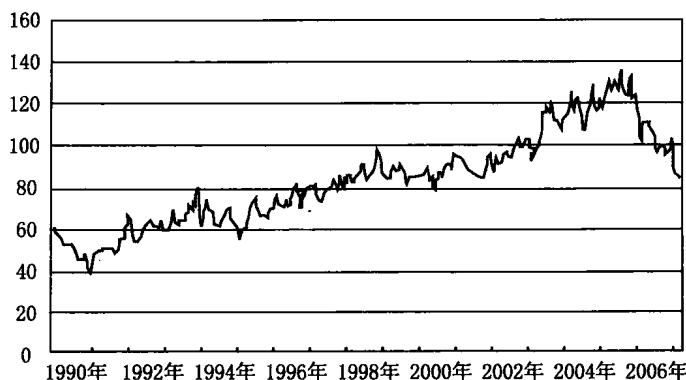


图 1.1 1990 年以来的美国房屋销售情况（单位：10 万套）

图片来源：宏观经济研究。

美国人超前消费和透支未来的行为是建立在这样一个逻辑假设上的，那就是房价一直上涨，以保证他们现在透支的享受能够被偿还。2001 年起，美国房地产价格一路攀升，整整风光了 5 年（如图 1.2 所示）。

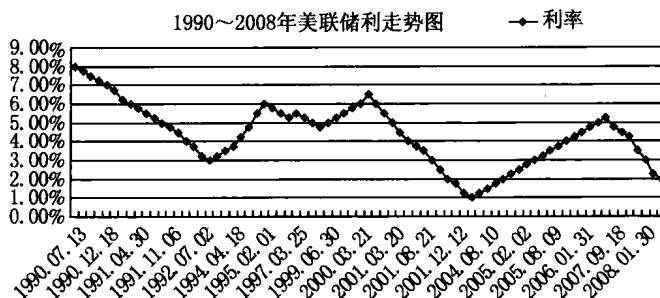


图 1.2 1990 ~ 2008 年美联储的基准利率走势 (%)

数据来源：中金在线。



然而，流动性过剩导致美国的房价和股价飙升，随着美国经济的反弹和通货膨胀压力的重新抬头，美联储从2004年6月到2006年6月的两年时间内连续17次上调联邦基金利率（如图1.3所示）。

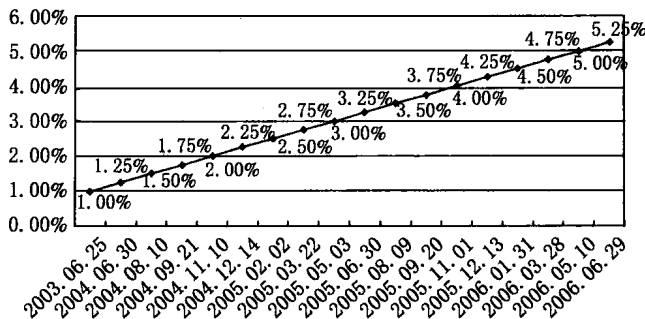


图 1.3 2004 ~ 2006 年美国联邦基准利率 (%)

数据来源：中金在线。

华尔街有句名言：“如果要增加未来的现金流，就把它做成证券。如果想经营风险，就把它做成证券。”从本质上来讲，无论是房地产抵押贷款支持证券（MBS）、资产支持证券（ABS）还是担保债务凭证（CDO），都是资产证券化的产物。它们都是由一个特定的应收款资产池或其他金融资产池来支持并保证偿付的。一旦这些应收款所对应的资产出现价格下降或毁损，则由它支持的这些证券价格也必将下降。资产证券化产品的价值 P 可以用下面公式表示：

$$P = \sum_{i=1}^n \frac{\text{未来产生的现金流量}}{(1 + \text{市场利率})^i}$$

其中 n 为资产池中应收账款或其他金融资产的偿还年限。不难看出，资产证券化产品的价值（ P ）受未来现金流量及市场利率 r 的影响，当利率 r 升高时， P 会下降，当现金流量减

少时 P 也会下降，反之亦然。

因此，从上述理论模型中我们很快可以明白，为何持续加息会导致资产证券化产品的价格下降。在不到半年时间里，80% 的次贷借款者每月按揭猛增了 30% ~ 50%，沉重的债务压力导致本来就没有还款能力或还款能力有限的借款人还款乏力，付不起本息并被处以罚款的贷款者比比皆是。

美国房地产开始降温，房屋价格迅速走低，年成交由近 1400 万套降到 800 万套左右。到了 2006 年底，美国房地产陷入持续的低迷，房价一路下跌，那些收入并不稳定甚至根本没有收入的人再也无力承担高额的月供，最后不得不将房子抵押给银行。而这笔坏账借助具有高杠杆性质的金融衍生产品，顺着美国华尔街精英们精心设计的金融“食物链”，传导到两房、保险公司、债券公司直至全世界，维系房地产金融循环的脆弱的资金链顷刻轰然断崩。

一时间，整个世界对次级债券的态度便发生了一百八十度大转弯，人们见到次级债券就如见到瘟疫一般远远躲开，唯恐避之不及。然而，次级债券金融衍生链条上的机构异常庞大，次级债券的迅速贬值拖垮了一个又一个曾经风光无限的房贷公司、投资银行，并把美国实体经济拖入衰退的深渊，对包括中国在内的世界经济的影响不可估量。

第二节 华尔街的灰暗春天

华尔街，这条位于美国纽约曼哈顿区，500 米长、11 米宽的街道，一向是全世界最瞩目的焦点，每天这里上演着无数故事，其中流传最广的便是那些富有传奇色彩的财富故事……



华尔街，数年来世界金融帝国中心的地位赋予了它无比的荣耀，它以傲然的姿势，众多世界一流、久富盛名的金融机构，吸引着来自世界各地的学者、商人、职业经理人、名校毕业生……

华尔街，财富迁移就像大风吹过沙漠一样频繁而多变，然而总有一些永恒的名字留在华尔街的街头巷尾：汉密尔顿，J. P. 摩根，格林，巴菲特，罗杰斯……人们津津乐道于他们的逸事，述说他们的财富态度和发迹史，试图品味他们在资本市场坐拥巨额财富的滋味……

2008年4月，美国，春天的气息像上个春天一样甜美、清新，带着沁人肺腑的暖意。然而，华尔街，这本应忙碌异常的小街却依旧死气沉沉，就连纽约证券交易所门前的那头标志性的铜牛似乎也失去了往日的光彩，显得灰暗无力。

受次贷危机的影响，花旗、美林、摩根、瑞银先后报告了2007年度巨额亏损。美国摩根大通公司宣布，将以每股2美元的出价收购受次贷危机拖累的贝尔斯登公司——这意味着具有85年历史，曾被形容为“华尔街孤狼”、“华尔街的斯巴达”的美国第五大投行就此倒在了次贷风暴中。受此消息的影响，纽约股市开盘后三大股指大幅下挫。

随即，全球最大保险公司AIG被政府接管，房利美与房地美被国家接管，排名美国前五位的投行陆续消失，花旗、美林、摩根、瑞银等银行先后报告巨额亏损。



房地美与房利美被美国政府接管 (图：杨树)

1. 金融危机中的银行高管们

雷曼兄弟的 CEO 富尔德成了第一个牺牲品。有一个流传很久的“段子”，很雷人。在雷曼宣布申请破产保护后的某个周日，富尔德来到雷曼大楼的健身房，被雷曼的老员工们发现，一顿暴打。值得玩味的是，美国这样一个“相当地”讲法制的国度，雷曼员工暴打一个富人，警察竟然没有逮捕这两个打人者，那么多的媒体也没有同情富尔德。其间，美林 CEO 斯坦·奥尼尔、花旗集团 CEO 普林斯、英国诺森洛克银行的 CEO 亚当·阿普尔加思、房利美 CEO 丹尼尔·马德、房地美 CEO 理查德·赛伦、美联银行 CEO 肯尼迪·汤普森等先后“下课”。

但是最惨的并非这些高层管理者，上述这些昔日赫赫有名的金融机构的员工们多是一夜之间收到破产通知的，他们为之服务，为之骄傲了数十年的公司顷刻解散，对员工们的心理造