



全球金融危机 | 白宇飞 / 著 与世界经济新格局

The global financial crisis
and a new pattern of world economy

从次贷危机到金融危机——不得不说的雷曼故事

全球金融危机下的世界经济——覆巢之下焉有完卵

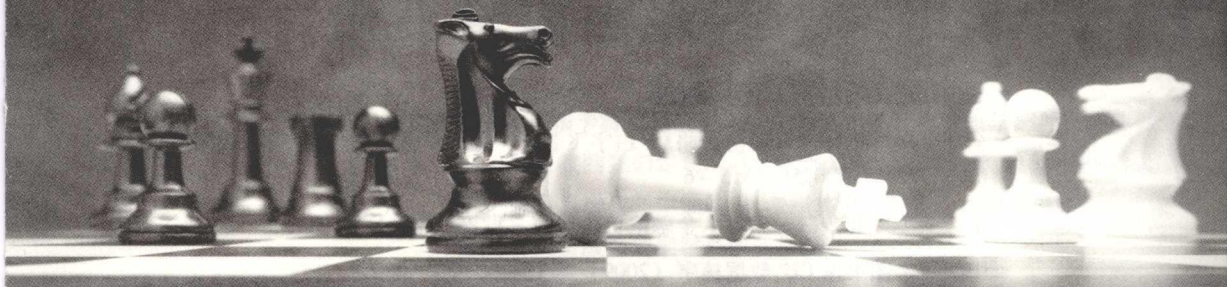
后危机时代的世界经济格局——一个全新时代的来临



企业管理出版社

ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

“北京市属市管高校人才强教计划资助项目”



全球金融危机 | 白宇飞/著 与世界经济新格局

The global financial crisis
and a new pattern of world economy

从次贷危机到金融危机——不得不说的雷曼故事

全球金融危机下的世界经济——覆巢之下焉有完卵

后危机时代的世界经济格局——一个全新时代的来临

 企业管理出版社
ENTERPRISE MANAGEMENT PUBLISHING HOUSE

图书在版编目 (CIP) 数据

全球金融危机与世界经济新格局/白宇飞著. —北京: 企业管理出版社, 2009. 10
ISBN 978 - 7 - 80255 - 315 - 6

I. 全… II. 白… III. 金融危机 - 研究 - 世界 IV. F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 184230 号

书 名: 全球金融危机与世界经济新格局

作 者: 白宇飞

责任编辑: 李 靖

书 号: ISBN 978 - 7 - 80255 - 315 - 6

出版发行: 企业管理出版社

地 址: 北京市海淀区紫竹院南路 17 号 邮编: 100048

网 址: <http://www.emph.cn>

电 话: 出版部 (010) 68414643 发行部 (010) 68414644

编辑部 (010) 68701891

电子信箱: 80147@sina.com zbs@emph.cn

印 刷: 北京智力达印刷有限公司

经 销: 新华书店

规 格: 170 毫米×240 毫米 16 开本 11.25 印张 160 千字

版 次: 2009 年 11 月第 1 版第 1 次印刷

定 价: 32.00 元

版权所有 翻印必究·印装有误 负责调换

前言

Contents

随着 2008 年 9 月 15 日雷曼兄弟的轰然倒塌，肇始于美国房地产市场的次贷危机最终演变为“百年一遇”的金融危机，并以迅雷不及掩耳之势席卷了全球：高盛、大摩、美林、花旗、华互、AIG，以及瑞银、苏皇、德意志……这些昔日国际金融巨头均无一幸免，遭遇巨额亏损，甚至被迫转型、贱卖、国有化。与此同时，全球股市放量暴跌，信贷市场则全面冰封，整个国际金融领域由此变得哀鸿遍野、满目疮痍。

相比千疮百孔、孱弱可危的金融机构和金融市场，世界经济的境况其实更加不妙：失业率的大幅飙升、消费者信心的持续低迷以及实体企业的步履维艰……一方面，几乎将所有的发达经济体拽入衰退泥潭——截至 2009 年上半年，美国经济已连续 4 个季度出现负增长，创 1947 年有该统计以来的最差表现，而作为它的难兄难弟，欧元区、英国以及日本的情况甚至更加糟糕；另一方面，也明显抑制了新兴经济体的发展势头——新兴市场国家的代表“金砖四国”的经济增长速度均受到不同程度的影响，巴西经济还一度陷入技术性衰退。根据国际货币基金组织在 2009 年 7 月发布的《世界经济展望》，2009 年全球经济将后退 1.4%，为第二次世界大战以来最严重的萎缩。

出于工作的需要和自身的兴趣，本人对次贷危机和金融危机一直非常关注，并在不断思考和研究的过程中，逐渐形成了自己的一套见解。2009 年第二季度以来，随着主要国家股票市场的反弹和部分经济先行

指标的好转，经济学家对未来世界经济发展前景的判断出现了显著分歧，乐观者相信“冬天已经过去，春天正在到来”，悲观者则认为复苏遥遥无期，全球经济可能呈现L形走势。

正是在这种世界经济前景尚不明朗、各方代表性观点激烈碰撞的背景下，本人产生了强烈的写作念头，遂有了本书的问世。本人认为，若要对未来整个世界经济的发展趋势作出理性、客观的判断，无疑应对本次危机有一个全面、透彻地理解，因此，本书首先花费大量笔墨对次贷危机及其向金融危机的演变过程作了详尽地讲述和深入地分析（上篇）；然后，重点研究了金融危机对世界主要经济体造成的具体冲击（中篇）；最后，对后危机时代的国际金融秩序变革和世界经济发展趋势作了方向性预测（下篇），即未来国际金融秩序的最突出特征将是“霸权消、平等至”，而世界经济格局有望展现“东升西落、多极发展”之势。

本书得以顺利完成并最终出版，离不开家人、同事和朋友们的支持。首先，我要感谢我的父母和爱人，长期以来，他们始终是我的坚强后盾，没有他们的鼓励、帮助和无私奉献，所有的一切都只能是海市蜃楼；其次，我要感谢我不足一岁半的儿子，他每一天的成长都带给我无穷的快乐并让写作变得充满乐趣；我还要感谢我工作单位相关部门的领导、同事和企业管理出版社的工作人员，他们对本书的成功上市都发挥了至关重要的作用。此外，我还要向所有我参考和引用了的文献的作者致以诚挚的谢意，虽从未谋面，但他们的文字和思想在本书写作过程中常现启发效应。

白宇飞

2009年9月于旗舰凯旋

目录

Contents

前言

上篇 从次贷危机到金融危机

——不得不说的雷曼故事

第一章 雷曼传奇：19 条命的老猫	3
一、通力合作：从干货商店到投资银行	3
二、鞠躬尽瘁：从后生晚辈到举足轻重	5
三、明争暗斗：从声名显赫到“委身”运通	6
四、卧薪尝胆：从默默无闻到投行巨擘	7
第二章 雷曼称王：次债泰斗的辉煌	9
一、次级住房抵押贷款的前世今生	9
二、次级住房抵押贷款债券的庐山真面目	15
三、华尔街次债之王	18
第三章 雷曼蒙难：次贷风暴肆虐	21
一、风云突变：倒金字塔结构根基动摇	21
二、对冲基金清盘：次贷危机正式爆发	23
三、多米诺效应尽显：次贷危机急速蔓延	24
四、受困流动性危机：贝尔斯登彻底“冬眠”	32
五、戏剧性转折：最坏的时刻已经过去？	33
六、雷曼业绩变脸：最艰难的时刻方才来临	35
第四章 雷曼升天：次贷危机晋级全球金融危机	47
一、回天无力：雷曼兄弟轰然倒下	47
二、别无选择：美林“联姻”美银	49
三、泥足深陷：AIG 摇摇欲坠	50
四、黯然转型：高盛、大摩变身银行控股公司	52
五、次贷危机升级：金融海啸席卷全球	53

中篇 全球金融危机下的世界经济

——覆巢之下焉有完卵

第五章 美国：这次萎缩很严重	61
一、房地产市场量价齐跌	62
二、失业率大幅飙升	63
三、消费者信心低迷	64
四、实体巨头劫难重重	67
第六章 欧元区与英国：徘徊在衰退与萧条之间	79
一、欧元区：录得史上最差表现	79
二、英国：岂止是伤得体无完肤	88
第七章 日本：再续“失去的十年”	93
一、外需疲弱 + 日元升值 = 出口萎缩	93
二、出口萎缩 + 内需疲弱 = 经济衰退	94
三、经济衰退 + 政局动荡 = “失去十年”	96
第八章 “金砖四国”：减速与衰退同台共舞	103
一、“金砖四国”之巴西：乍现衰退	104
二、“金砖四国”之俄罗斯：成色剧减	105
三、“金砖四国”之印度：大象慢舞	108
四、“金砖四国”之中国：“危”“机”并存	112

下篇 后危机时代的世界经济格局

——一个全新时代的来临

第九章 后危机时代的国际金融新秩序：霸权消、平等至	119
一、国际货币体系：从单一走向多元	119
二、国际货币基金组织：先天缺陷后天补	121
三、国际金融监管系统：一切从零做起	128
四、国际金融中心：从“双头”到“三足”	132
第十章 后危机时代的世界经济新格局：东升西落、多极发展	135
一、后危机时代的美国经济瞭望：雄风虽无存，余威依旧在	135
二、后危机时代的欧日经济瞭望：夕阳并不美，而且近黄昏	138
三、后危机时代的“金砖四国”经济瞭望：前途无限好，仍需多努力	140
四、未来世界经济新格局：东升西落、多极发展	144
附录 全球金融危机中的救市政策	145
参考文献	

从次贷危机到金融危机

——不得不说的雷曼故事

雷曼传奇：19 条命的老猫

从 1850 年的一家干货商店到危机爆发前的全球第四大投资银行，在逾百年的历史中，雷曼兄弟亲历了美国南北战争和两次世界大战，挺过了经济大萧条，挨过了寄人篱下的苦日子，即便是“9·11”恐怖袭击也不能将其击倒。大风大浪之中，它要么坚若磐石、要么韧若蒲草，最终煅成“19 条命”的金身^①。

一、通力合作：从干货商店到投资银行

19 世纪中叶前后，因经济高速发展和劳动力短缺，美国出现了第一次海外移民潮。在众多的移民之中，有一个叫亨利·雷曼（Henry Lehman）的小伙子，于 1844 年从德国巴伐利亚州来到美国。亨利当年只有 23 岁，是个带有犹太人血统的贩牛商的儿子，他在美国南部阿拉巴马州的蒙哥马利市定居，并开了一家以自己名字命名的干货商店。之后的 6 年，亨利的弟弟伊曼纽尔·雷曼（Emanuel Lehman）和迈尔·雷曼（Mayer Lehman）也先后来到这里。当三兄弟聚集后，哥哥亨利提议将干货商店改名为“雷曼兄弟”。由此，在之后百余年中将叱咤全球金

① 纽约大学金融系教授罗伊·史密斯曾因雷曼兄弟经数次危机而不倒的传奇经历，赞其“不只是一只 9 条命的猫，而是一只只有 19 条命的猫”。

融界的雷曼投行前身正式诞生，1850 年也成为雷曼兄弟元年。

流淌着犹太人血液的雷曼三兄弟以干货商店为起点，很快就发现了一个重大商机：在当时的美国南部地区，棉花是最重要的农作物，也是整个南方经济的绝对支柱。三兄弟所在的阿拉巴马州是美国最大的产棉区之一，棉农多的是棉花，缺的是生活用品和现金。于是，雷曼兄弟大胆采用“以棉代币”^①的经营方式，赚取了他们人生的第一桶金。然而，世事难料，1855 年，正当棉花生意蒸蒸日上的时候，年仅 34 岁的大哥亨利突染黄热病而英年早逝。

哥哥去世之后，雷曼两兄弟化悲痛为力量，秉承哥哥遗志继续从事棉花贸易，并逐步涉足农产品期货和期货经纪业务。1858 年，当棉花交易中心从美国南部转移到纽约后，雷曼兄弟迅速在今天的曼哈顿自由大街 119 号开设了第一家分号，当年 32 岁的伊曼纽尔全权负责分号业务。在此之后的几年，雷曼兄弟分号遍及全国，在所有分号之中，最为赚钱的当属纽约分号，雷曼兄弟的金融之路渐行渐近。

1861 年，美国南北战争的爆发一度使雷曼兄弟的业务全部中断，但拥有超凡商业头脑和敏锐政治嗅觉的雷曼两兄弟很快扭转乾坤。首先，为了应对战争所致的棉花生意下滑窘境，他们积极找寻合适的合作伙伴，最终与棉花商人约翰·道尔共同成立了雷曼道尔公司（Lehman, Durr & Co.）。与此同时，通过多次为极度缺乏战略物资的南部联邦政府提供物资帮助，雷曼兄弟很快确立了与联邦政府的亲密关系，并一跃成为联邦政府最为信任的交易顾问，甚至还受邀代表政府去参加重大的外事活动；内战结束后，尽管南部联邦政府失势，但雷曼兄弟再次把握时机，通过对阿拉巴马州的重建工程进行实质性财务支持，赢得了时任政府的信任和人民的热拥，为公司日后的发展打下了坚实的社会基础和政治基石。

经过战争洗礼的雷曼兄弟较之前更加成熟和眼光独到，他们在准确

① 即棉农在光顾雷曼兄弟干货铺的时候，可以用棉花作为货币来换取所需的货物。这样，他们首先通过卖干货赚了一笔钱，然后再将作为货币支付的棉花化零为整高价倒手到北方地区和国外又可赚上一笔。相对卖干货而言，倒卖棉花生意逐渐成为了雷曼兄弟初期的主业。

地预测到纽约将成为未来经济发展的中心后，毅然决定举家北上，将公司总部迁到纽约，并在进行棉花现货交易的同时，积极投身棉花期货交易。随后 30 年，雷曼兄弟开始大举进军金融领域：先是协助创办了纽约棉花交易所，成为纽棉所的创始人之一，后又取得了纽约证券交易所席位、作为承销商成功发行了国际蒸汽公司（Steam Pump Company）股票，并在 20 世纪初代理了第一宗日本政府债券的发售。1906 年，以伊曼纽尔的儿子菲利普为核心的新一代领导集体正式掌管雷曼之后，果敢地意识到传统产业没落是大势所趋，而金融时代即将来临，于是，破釜沉舟关掉了传统商贸生意，集中所有力量开展投行业务，雷曼兄弟完成转型。

二、鞠躬尽瘁：从后生晚辈到举足轻重

在菲利普执掌雷曼兄弟的 20 年间，尽管经历了 1907 年的金融恐慌和 1914 至 1918 年的第一次世界大战，雷曼兄弟在投行路上的前行却从未中断：菲利普善于结交社会各界人士，尤其与当时的投行翘楚高盛公司创始人的儿子古尔德曼关系甚好（同为犹太血统的雷曼和高盛两大家族在许多投行交易中都有合作，并约定彼此之间不进行过激的商业竞争，这对雷曼兄弟在投资银行业的最初成功和后来发展起着至关重要的作用）。在菲利普领军雷曼兄弟的第一年，就与高盛合作将西尔斯·罗巴克公司、通用雪茄公司等企业送上市。在随后的近 20 年时间里，雷曼又与高盛及其他投行或独自成功运作了如 FW Woolworth Company、May Department Stores Company、Gimbel Brothers, Inc.、RH Macy & Company、The Studebaker Corporation 等上百家公司的上市。^①至 1925 年菲利普功成身退，雷曼兄弟已经在美国投行界稳稳站住了脚。

雷曼家族的第三代领导人罗伯特是菲利普的儿子。罗伯特接手雷曼

① 在这些公司中，有不少都是新兴行业企业，在当时，像 JP 摩根这样的传统投行根本不愿接纳他们为客户。相比摩根家族的目光短浅，雷曼兄弟对尚处于萌芽阶段的美国商业趋势的远见和作为，赢得了人们的赞许。

兄弟的时候，正值美国历史上的“柯立芝繁荣”的中后期，谨慎稳重的罗伯特在大把赚钱的同时，丝毫没有放松对即将到来的风险的警惕。因风险投资业务的开展和对风险资本的侧重，使得雷曼兄弟不仅在繁荣时期赚得盆满钵满，还成功挺过了大萧条。

与父辈们的遭遇几乎如出一辙，罗伯特时代也经历了一场旷日持久的战争——第二次世界大战；又与父辈们的传奇近乎相仿，战争结束后，罗伯特成功抓住了服务业发展和制造业复苏的千载难逢机会，不仅承担了数字设备公司（Digital Equipment Corporation）的首次公开募股，还协助康柏公司（Compaq）上市，福特汽车、美国航空公司、美国大陆航空公司、通用食品等公司也都先后成为雷曼兄弟的客户。至此，雷曼兄弟不再是投行界的后生晚辈，它已经在华尔街举足轻重，罗伯特一生鞠躬尽瘁，终将“Lehman Brothers”再推上新的一阶。

三、明争暗斗：从声名显赫到“委身”运通

经济运行有周期，股市行情有涨跌。上天似乎有意不要让雷曼顺风顺水，就在雷曼兄弟生意如日中天的1969年，第三代掌门人罗伯特突然撒手而去，由于家族中当时鲜有成员在雷曼任职，一时间雷曼竟找不到合适的接班人。再加上美国经济不景气的如期而至，雷曼可谓内忧外困。在接下去的4年，雷曼兄弟公司人心涣散，业务杂乱无章，收入江河日下。

危急存亡之秋，刚刚卸任美国商务部长的皮特·彼得森接受了雷曼的力邀，出任董事长兼首席执行官。彼得森凭借其在贝尔·霍韦尔公司首席执行官期间磨炼出来的管理技巧和在总统顾问及商务部长期间培养的战略家眼光，在雷曼兄弟公司开始了大刀阔斧的改革。在收购了亚伯拉罕公司（Abraham & Co）、兼并了科恩娄布公司之后的1977年，雷曼兄弟已经完全恢复了昔日雄风，不仅跻身全美前四大投资银行之列，还在此后的5年中连续创造佳绩，成为华尔街的耀眼明星。

然而，物极必反，盛极必衰。就在华尔街同僚们对雷曼业绩羡慕不

已的时候，雷曼内部正在进行着一场空前的权力斗争，而这场斗争的结果则是雷曼这只百年老猫被迫“休克”近 10 年。1983 年 7 月，以彼得森为代表的投资银行家派系与唯格拉克斯曼马首是瞻的证券交易员派系已经水火不容，习惯做事留有余地的彼得森最终主动向董事会递交了辞呈，雷曼兄弟公司由此进入短暂的格拉克斯曼时代：尽管克拉格斯曼雄心壮志，无奈彼得森离职后投行部门几近瘫痪，加之风云变幻，原本连年大幅盈利的证券交易部门也突然不再赚钱，雷曼前行的步伐就此戛然而止。1984 年，眼看雷曼落难，一心想要将美国运通打造成金融航母的时任首席执行官詹姆斯·罗宾逊认准时机，以 3.6 亿美元的价格将雷曼兄弟纳入麾下，并与舍尔森合并。此后 10 年，雷曼兄弟寄人篱下，进入“休克”阶段。

四、卧薪尝胆：从默默无闻到投行巨擘

凤凰涅槃，浴火重生。度过 3 000 多个寄人篱下的日子之后，雷曼终于在美国运通的一次重要战略变革后获得了重生。尽管从运通独立出来的雷曼兄弟早已面目全非，但在被称为“华尔街最凶狠的斗牛犬”的老雷曼人——理查德·福尔德的铁腕领导下，雷曼再度强劲复苏，从在纽交所挂牌上市到加入标准普尔 500 指数，再度成为标准普尔 100 指数的一员，到 2000 年，雷曼兄弟 150 岁生日的时候，雷曼终于重新问鼎华尔街投行第一梯队。

2001 年 9 月 11 日，美国世贸大厦双子塔遭到恐怖主义组织袭击，位于世界金融中心 1 号楼和 3 号楼的雷曼交易大厅及雷曼总部受到重创，所有业务全线瘫痪。面对满目疮痍、横尸无数的办公地，雷曼人在福尔德的带领下，以超乎常人想象的速度在 48 小时之内恢复了交易，9 月 17 日美国股市重新开市时，雷曼业务已整齐运营。2002 年 4 月，雷曼纽约全体员工搬进新的总部大楼——第七大道 745 号，“Lehman Brothers”巨大的绿色广告牌再次屹立在曼哈顿时代广场之上。

挺过恐怖袭击的雷曼兄弟再接再厉，2005 年，雷曼被《欧洲货币》

评为“最佳投资银行”；2006年，在《巴伦周刊》年度500强企业业绩调查中，雷曼排名第一；2007年，《福布斯》发布的“最受尊敬的证券公司”排行榜上，雷曼名列榜首。至2007年，雷曼已在全球28个国家设有60多个分支机构，员工达到2.8万人。若从1994年重新上市算起，雷曼市值已增长22倍有余，每年为投资者带来的收益高达24.6%。

越挫越勇，苦尽甘来。从一家名不见经传的干货商店，历经大大小小数次危机而不倒，最终发展为与高盛、大摩和美林平起平坐的全球投行巨擘，雷曼兄弟无疑为我们所有人演绎了一场精彩绝伦的商业传奇。

尽管后来的事实告诉我们，雷曼兄弟终究没能逃过次贷劫难，但雷曼传奇将永不磨灭！

雷曼称王：次债泰斗的辉煌

无论投资银行部门一年做几个天文数字的 IPO，还是股票市场翻几番，雷曼的王牌永远是固定收益债券，说话最大声、腰杆最硬的也永远是固定收益债券部门的交易员。而固定收益债券家族中的次级住房抵押贷款债券更是雷曼的强中之强。作为最早介入次级住房抵押贷款和次级住房抵押贷款债券领域的顶尖投行，雷曼在 2000 年的次债发行量和销售量就已令华尔街的其他大佬们只能望其项背，在次债成长发展最为迅速和疯狂的 2003—2006 年，雷曼牢牢坐稳头把交椅，堪称次债泰斗。

一、次级住房抵押贷款的前世今生

美国的住房抵押贷款根据借款主体的信用评分（Fair Isaac Corporation, FICO^①）、债务与收入比率（Debt to Ratio, DTI）以及抵押贷款价值与房地产价值比率（Loan to Value Ratio, LTV）等 3 个指标可以分为优质住房抵押贷款、接近优质住房抵押贷款和次级住房抵押贷款。其

① 信用评分是衡量一个人信用风险的标尺，通过信用报告记录的数据计算而得。评分范围在 300—850 分之间，由如 Experian 等个人征信服务公司和信用评级机构整理成档。FICO 评分是 Experian 计算的具体信用分值。尽管每个借款人都有一个实实在在的 FICO 分数，不过，FICO 这个词常被作为信用评分的代名词。

中，优质住房抵押贷款一般是面向信用等级高、信用评分在 660 分以上、还款月供在月收入中的比例不高于 40% 且首付超过 20% 以上的购房者；接近优质住房抵押贷款也称“骗子贷款”（liar's Loan），对象多是如个体户（常为少缴点税而隐瞒收入）等一些信用评分较高（不低于 620 分），但不愿或不能提供收入证明的群体；次级住房抵押贷款（常简称“次贷”）则主要是向 FICO 低于 620 分、DIT 超过 55% 以及 LTV 超过 85% 的购房人提供的贷款，这类购房者要么没有工作、要么没有合法身份、要么未婚生子甚至吸毒……总之，一切糟糕的情形都包含在这里。

从时间上看，美国的次级住房抵押贷款市场产生于 20 世纪 80 年代早期，不过，由于借款主体的违约风险太大等等原因，房贷机构对次贷一直十分不感冒，次贷市场在之后的 20 年时间里发展始终较慢^①。

转折点出现在“9·11”恐怖袭击之后的不久。

2001 年 9 月 11 日，美国世贸大厦双子塔突遭劫难，不仅震惊了整个华尔街，也使美国经济增长势头在纳斯达克网络股泡沫破裂之后再受重创，当年的 GDP 增长率从 1997—2000 年年均近 4% 的水平骤降至 0.8%，跌幅达到 80%；股票市场狂泻，消费者信心低迷。为了扭转经济颓势，时任美国总统布什在白宫向全美公民发布自强演说：

恐怖分子他们嫉妒我们最先进的生产力，
他们嫉妒我们最自由的经济体系，
他们想以此搞垮我们的经济。
我们怎样才能不让他们的阴谋得逞呢？
亲爱的美国公民们——尽可能地去消费吧！
买一套你们喜欢的房子，
买一辆你们喜欢的车子，
带上您的朋友去享受一顿可口的佳肴吧，

① 20 世纪 90 年代中期，随着美国房地产市场的小幅升温，在住房抵押贷款证券化的推动之下，次级住房抵押贷款业务曾见起色，但随着 1998 年长期资本管理公司（Long Term Capital Management, LTCM）的灰飞烟灭而复归沉寂。