

# 从次贷危机到全球金融危机的演变与扩散

彭兴韵 吴洁(《经济学动态》2009年第2期)

摘要: 本文对美国次贷危机到全球金融危机的演进过程进行了简要回顾, 认为危机的根源是过去二十多年里美国过分地追求完全自由市场竞争的结果, 它再次暴露了自由竞争市场的缺陷。文章还分析了从次贷危机到全球金融危机演变与深化的机制, 以及政府应对这次危机所采取的方方面面的措施和危机后的金融发展。文章最后总结了这次危机给中国带来的几个方面的启示。

关键词: 次贷危机 金融危机 自由市场竞争 危机管理 金融发展

## 一、危机的演变与扩散过程的简要回顾

金融危机总是改头换面、以不同的姿态出现在经济生活中, 上一次危机的影响刚刚消退, 人们一直为金融体系“高效率”津津乐道的美国就爆发了次贷危机, 并逐渐蔓延成了全球性的危机。回顾起来, 从次贷危机演变成为全球性的金融危机, 实际上经历了四个阶段的演变与深化的过程。

1. 危机的初步爆发。首先是2007年2月-5月次贷危机的初步爆发。2月汇丰控股在美次级房贷业务增18亿美元坏账拨备, 3月, 美国新世纪金融公司濒临破产, 美国次级抵押贷款风险浮出水面; 之后, 美国次级抵押贷款企业就发生了多米诺骨牌效应, 30余家次级抵押贷款公司被迫停业, 演变成了次级抵押贷款的系统性危机。这一阶段的危机对金融体系和金融市场都没有产生太大的冲击, 人们对危机的严重性给予足够的重视, 美国政府并没有采取因应措施。

2. 危机的扩散。2007年6月-9月的次贷危机扩散阶段, 金融市场(尤其是股票市场)开始做出剧烈的反应。6月美国贝尔斯登公司旗下两只对冲基金出现巨额次级抵押贷款投资损失。7月穆迪公司降低对总价值约52亿美元的399种次级抵押贷款债券信用评级。8月初, 美国之外的法国、德国、日本等国金融机构开始披露次贷相关损失, 次贷危机开始向全球金融体系扩散。与此同时, 全球股票市场开始出现强烈反应, 但投资者的信心并没根本动摇。在这一阶段, 由于担心次贷危机引起信贷紧缩和金融体系流动性的枯竭, 美联储、欧洲央行、

英兰银行、日本银行开始向金融体系注入流动性，美联储在8月中旬开始降低美联储的再贴现率，9月开始下调联邦基金利率，扩大了金融机构从美联储获取贷款的抵押资产的品种。不过，各国在危机管理时仍然对通货膨胀感到十分担心。

3. 危机的深化。2008年1月至5月危机进入了深化阶段，卷入到危机当中的金融机构规模越来越大，知名度越来越高，公告的损失也常常让人始料未及。2008年1月中旬，美国花旗集团和美林证券分别公告，因次贷净亏损98.3亿美元和98亿美元的资产减计，摩根大通2007年财报显示第四季度亏损35.88亿元，1月底，瑞士银行第四季度预计出现约114亿美元亏损。3月中旬，贝尔斯登因流动性不足和资产损失，被摩根大通以2.4亿美元的价格收购。在这一阶段，投资者的恐慌情绪开始蔓延，股票市场的波动性扩大，对经济前景预期越来越悲观。为了应对可能的经济衰退，布什政府还实施了总额达1680亿美元的经济刺激计划，美联储在元月下旬的一周之内两次大幅下调联邦基金利率的目标值。

4. 危机的恶化与全球化。2008年7月至今，危机不断恶化并迅速地向全球蔓延，不仅股票市场反应强烈，许多非美元货币开始大幅贬值，投资者陷入极度的恐慌之中。2008年7月中旬，资产总额达5万亿美元以上的房利美和房地美，因陷入财务困境和投资者的担忧，其股价双双大跌50%以上，“两房”危机把次贷危机进一步升级。9月中旬，雷曼兄弟申请破产保护，美国保险巨头AIG陷入困境，美林证券被美国银行以503亿美元的价格收购。至此，华尔等的前五大投行，在次贷危机中消失了三家，另外两家暂时幸存下的投资银行高盛和摩根士丹利转变成了银行控股公司。雷曼兄弟的破产，彻底摧垮了全球投资者的信心，即便在美国国会通过了布什政府7000亿美元的救市计划、各国央行采取了协调一致的救市措施之后，投资者的恐慌情绪依然十分严重，全球股票市场出现了持续的暴跌。

在这一阶段，次贷危机转为成了全球性的金融危机，欧洲尤为突出，不仅股票市场大幅下跌，欧洲的货币兑美元汇率也大幅下挫，冰岛克朗的贬值尤甚；银行体系的流动性迅速紧张和恶化，除了欧洲比较发达的国家外，金融危机还在不断地扩大其势力的版图，东欧国家也遭遇了危机的冲击，股价大跌、货币贬值、银行信贷紧缩是其危机的典型特征。

## 二、次贷危机是美国完全自由市场竞争制度的危机

自次贷危机爆发以来，人们对其根源进行了多方面的探讨。我们认为，房价的起落、利率的升降、监管的缺失、金融创新的泛滥，都的确是促成危机的重要因素，但是，导致这次危机的根源还在于美国过分地追求完全自由市场竞争的经济体制，以上所列举的诸多因素，都不过是自由市场竞争体制下的产物，因而并不是导致这次危机的最终原因。

为此，我们有必要分析一下在过去20年里对美国的货币政策、金融监管和金融体系的自

由化具有举足轻重影响的格林斯潘的经济思想。格林斯潘认为，影响经济发展的主要因素以下四个方面（格林斯潘，2007）。首先是财产权。在他看来，这是促进经济成长的关键因素，如果没有财产权，公开交易及竞争和比较利益将遭受严重阻碍，“财产权的重要性，大于为既有企业创造投资动机，甚至大于为车库里敲敲打打的发展家创造动机。”<sup>①</sup>其次是经济的弹性及吸收冲击的灵活性，为了让经济具有弹性和灵活性，竞争市场必须能够自由调整，市场参与者必须能够自由地配置资产。第三，信任。如果没有信任，分工将不复存在；人们对的交易对手的信任越大，社会累积的财富就越多。第四，管制的放松和竞争的发展。格林斯潘认为，竞争是促进经济成长的关键因素，因为“竞争会激励每个人，通常通过专业化和分工，使得每个人都变得更有生产力。而生产力越大，就越加繁荣。”<sup>②</sup>

可见，格林斯潘是自由主义的崇尚者，特别强调竞争、明确的财产权和“创造性破坏”的积极作用，明确的财产权是促进经济竞争的重要条件，充分自由的竞争又能够提高美国经济的弹性和灵活性。在过去20年来，美国过分相信自由市场竞争的作用，并为增加人们的财产权和促进金融体系的竞争，导致了以下两方面的结果：

1. 不断降低利率，刺激人们拥有更多的财产权，导致美国居民储蓄率的不断下降和债务负担率的大幅上升

格林斯潘认为，对居民而言，最重要的财产权就是房产权，因此，居者有其屋不仅是一个“美国梦”，而且也是促进美国经济竞争、创造性破坏和灵活性的重要条件。格林斯潘还认为，随着收入水平的增长，居民的债务余额与其可支配收入之间的比率一定会上升。另外，格林斯潘基于对经济金融市场全球化、社会主义国家转轨的深远影响的判断，认为，由于社会主义国家的转轨和这些国家不完善的社会保障体系，全球储蓄一定会大量增长；资本的全球化配置一定会导致生产的劳动力成本大幅下降，因此，全球的物价上涨率定会处于较低的水平。储蓄的增长和较低的通胀率，会使全球的真实利率不断下降。

正是基于以上认识和判断，一遇到有外部冲击时，美联储都会大幅度地降低联邦基金利率。<sup>③</sup>这样的利率政策可以起到一箭双雕的作用，一方面可以防止经济衰退，另一方面，又鼓励了居民从金融体系借入资金，通过增加负债来达到拥有财产权的目的，为促进美国经济更充分的竞争、鼓励人们更多地冒险和提高经济灵活性创造了条件。2001年“9·11事件”

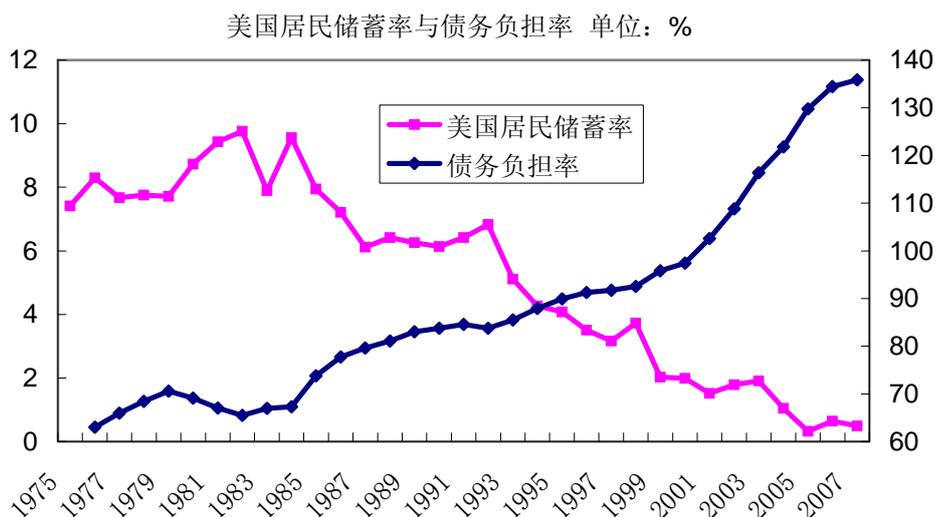
---

<sup>①</sup>格林斯潘：《我们的新时代》中译本，第293页，台湾大块文化出版公司。

<sup>②</sup>格林斯潘：《我们的新时代》中译本，第302页，台湾大块文化出版公司。

<sup>③</sup>美联储调整联邦基金利率有几个基本的准则，可参阅李扬、彭兴韵：“解析美联储的利率政策及其货币政策理念”，《国际金融研究》2005年第2期。

之后，美联储连续 13 次降息，将联邦基准利率由 6% 降到 2003 年 1 月的 1%，这一极低的利率水平并一直保持到 2004 年 6 月因通胀预期上升采取升息举措为止。美联储的低利率政策似乎达到了它所预想的目的，美国居民住房投资的比率占投资总额的比率在 2000 年以后大幅度增长，2006 年达到 36.9% 的最高点。<sup>④</sup>



资料来源：根据美联储资金流量表相关数据计算绘制而成。

注：债务负担率为未清偿债务余额与居民部门收入之比。

为了让美国居民拥有更多的财产权，美联储不断降低的利率的结果，极大地降低了美国居民储蓄意愿和债务负担率的大幅上升。从储蓄率方面来看，在上个世纪 80 年代初，美国居民储蓄率还维持在 10% 左右，可到了 2007 年，美国居民的储蓄率就下降到了不足 0.5% 的水平。与美国居民极低的储蓄率相反的是，美国居民的债务总额及债务负担率都大幅攀升。在上世纪 80 年代初，美国居民的债务负担率只有 67% 左右，到了 2007 年，该比率就上升到了 135% 强，自上世纪 90 年代以来，美国居民的债务负担率上升尤为迅速。一方面，美国居民的储蓄率极低，另一方面美国居民的债务负担率不断攀升，因此，一遇外部冲击时，美国居民部门的偿债能力就非常脆弱。

2. 不断推进金融自由化，放松对金融机构行为和金融产品创新的监管，结果助长了金融机构的赌博性行为，加剧了金融体系的系统性风险。在格林斯潘看来，在 20 世纪 80 年代以来，在面对这样那样的冲击时（例如，1987 年 10 月的股灾、墨西哥债务危机、亚洲金融危机、长

<sup>④</sup> 数据来源：<http://research.stlouisfed.org>

期资本管理公司的破产、9·11事件等等),都能够迅速地恢复过来,表明美国经济具有异乎寻常的灵活性。美国经济的灵活性主要来自于技术进步和在20世纪70年代以来的放松管制和产品创新。放松对金融体系的管制,促进金融机构之间的竞争和产品的创新,金融体系就会更有效率,美国经济的灵活性就会越高。为了促进美国金融体系的竞争,加之全球化竞争的压力,自上世纪80年代以来,美国不断放松对金融体系的管制和监管,不仅取消了利率管制,还逐步推进行了以金融控股公司为主导的混业经营的发展,对于金融机构可能会带来更高风险的行为,却没有通过监管予以及时矫正。

在金融产品方面,20世纪80年代以来,美国的资产证券化及其衍生产品长足发展,90年代以来的发展尤其迅速。以证券化资产为例,1990年,美国ABS发行人持有的抵押贷款资产仅为683亿美元,2000年时,该资产总额为7344亿美元,而到2007年,抵押贷款资产总额就达到了29427亿美元;在负债方,ABS发行人发行的证券化债券余额,在2007年达到了38705亿美元,而在1990年时证券化债券负债总额只有2399亿美元。住房抵押贷款最重要的证券化机构,以房利美和房地美为代表的政府机构,持有的抵押贷款资产在2007年达到了43198亿美元,1990年时仅为9911亿美元。<sup>⑤</sup>本来是为了解决那些发放长期贷款的金融机构借短用长的期限错配问题的资产证券化,却让金融机构忽略了最基本的信用风险评估和监测的基本手段。原始贷款机构之所以愿意、敢于发放没有收入证明、或信用评级非常低的次级抵押贷款,根本的原因在于,在证券化后,与次级抵押贷款相关的收益与风险便一同转让出去了,即便出现了借款者大规模的违约,原始贷款机构所遭遇的损失会相对有限。正是证券化的推动,导致美国住房抵押贷款的持有者结构发生了根本性的变化,商业银行和储蓄贷款机构持有的抵押贷款所占的比重大幅下降,ABS发行和两房持有的抵押贷款所占比重则大幅上升。为了掩盖证券化资产的风险,金融机构又不断的加以组合,进行所谓的内部信用增级,人为地将证券化产品根据偿付顺序分为不同的级别,以级别低的债券为级别较高的债券提供担保。经过一系列复杂的证券化及不断地衍生,证券化产品的诸多风险就被掩盖起来了,乃至于一概投资者难以识别其风险的高低,就是专业投资人也很难辨别其风险了。

总之,美国居民部门储蓄率的不断下降、债务负担率的不断上升,不断放松对金融机构行为和金融产品创新的监管都的确应当对美国次贷危机具有重要的作用,但追根溯源,还是要归咎于20世纪80年代以来美国不断推行的自由市场竞争的理念所具有的巨大破坏性。自去年2月份以来不断深化的美国次贷危机,不过是其过去一直向全球其它国家(尤其是社会主

---

<sup>⑤</sup> 数据来源:美联储资金流量表。

义国家) 推销的自由市场经济理念的危机和破产罢了。

### 三、从次贷危机向全球金融危机的扩散

美国次贷危机爆发的直接诱因, 在于利率与美国房地产价格的逆转, 让在过去不断大量借款和债务负担率较高的潜在风险暴露出来了。由于贸易、投资、分工以及资产配产的全球化, 任何金融风险就越来越具有全球化的性质。风险可以通过实体经济向全球扩散, 但更多的是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的。如果没有一系列复杂的衍生工具、杠杆交易、金融全球化和其他因素的推波助澜, 危机是不太会迅速第传染到其他金融部门和演变为全球性的金融危机的。

1. 资产负债表。危机扩散的第一个显而易见的渠道自然是资产负债表了。金融全球化的结果, 是各国持有的金融资产也日益地全球化了, 各国金融机构相互持有的国别资产成为一种普遍现象, 不仅发展中国家持有发达国家的金融资产, 发达国家之间相互持有金融资产, 而且发达国家也持有一些新兴市场经济国家的金融资产。以国外部门在美国持有的金融资产为例, 如下表所示, 2007年, 国外部门在美国持有的金融资产总额达到了160388亿美元, 在2002年持有的金融资产总额只有77950亿美元; 其中, 到2007年, 持有公开市场票据2768亿美元, 机构及机构支持债券15611亿美元, 公司债券27905亿美元, 公司股票27497亿美元。机构及机构支持债券、公司债券又基本与抵押贷款支持债券及其衍生品相关。因此, 当次级抵押贷款违约时, 就会给持有抵押贷款支持债券的国外机构的总体资产质量带来不利的影响。在次贷危机深化、恶化和扩散的过程中, 欧洲、亚洲的一些金融机构纷纷公告与次贷相关资产的减计和损失准备, 就是危机通过全球化的资产负债表传递和扩散的重要表现。

2. 杠杆与保证金交易。金融衍生品的投资在最近几年扩张非常明显, 尤其是利用杠杆投资可以将交易额放大到自有资本的数十倍。当资产收益率高于杠杆融资的成本时, 杠杆投资就会极大地提高资本的收益率, 反之, 若资产收益率小于杠杆融资本成时, 则会加剧资本的损失。杠杆投资在全球大量应用, 又没有良好的制度和秩序去保障时, 一旦风险暴露出来, 就会迅速地被放大, 加剧了损失。杠杆投资与保证金结合在一起, 可能会加剧市场的流动性危机。理查德·布克斯塔伯 (Richard Brookstaber, 2007) 描述了杠杆、保证金与流动性危机的螺旋。由于金融机构的资产采取盯市原则, 一个初始的资产价格下跌所引发的保证金需求增加, 就会迅速地演变成了更大规模的资产抛售行为、价格的进一步下跌和流动性的迅速恶化。正是杠杆与保证金机制, 加剧了美国的次贷危机传播和向全球扩散。

3. 盯市原则的计值机制恶化了融资条件。逐日盯市制度的原则是, 结算部门在每日闭市后计算、检查保证金账户余额, 通过适时发出追加保证金通知, 使保证金余额维持在一定水

平之上的结算制度。若调整后的保证金余额小于维持保证金，交易所便发出通知，要求在下一交易日开市之前追加保证金，若会员单位不能按时追加保证金，交易所将有权强行平仓。逐日盯市制度和逐日结算制度使得当价格发生剧烈波动时，交易者将可能会面临相当大的负现金流的风险。然而，逐日盯市恰恰具有顺周期性。市场上升的时候，资产价值和回报迅速增长，企业净值增加，弱化了借款者与贷款者之间的信息不对称问题，进一步改善市场预期和投资需求；一旦市场下跌，资产和回报就全面下降，这时，企业的资产净值下降，加剧了借款者与贷款者之间因信息不对称而产生的逆向选择和道德风险，贷款者为了防范各种风险，就会紧缩信贷条件，恶化了借款者的外部融资环境。公开交易资产的盯市准则的顺周期效应，容易加剧市场的波动性和危机的扩散。

表1 国外部门在美国的资产负债表(单位：10亿美元)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007
资产总额	7795.0	8790.8	10523.4	11516.0	13959.6	16048.8
净银行间资产	119.7	109.6	118.3	106.0	96.7	-24.0
支票存款及通货	273.4	262.9	285.3	300.1	311.6	305.9
定期存款	143.3	115.0	149.2	155.9	167.4	210.9
证券回购	16.3	18.8	22.9	23.0	25.5	33.6
信贷市场工具	3303.0	3836.1	4634.7	5188.3	6198.2	7367.2
公开市场票据	126.6	192.8	229.8	239.6	287.6	276.8
财政部债券	1285.5	1513.5	1813.6	1984.4	2126.2	2432.1
机构及机构支持债券	629.8	654.8	875.0	1011.9	1262.9	1561.1
市政债券	11.5	19.5	26.0	29.0	34.4	33.0
公司债券	1123.8	1330.6	1559.1	1763.8	2320.3	2790.5
对美国企业的贷款	125.8	125.0	131.2	159.6	166.9	273.6
美国公司股票	1221.6	1674.6	1904.6	2039.1	2472.2	2749.7
互助基金份额	98.0	146.1	195.8	242.0	294.1	324.5
贸易应收款	48.8	50.1	49.0	56.9	62.8	83.5
杂项资产	2380.8	2117.4	2498.5	2691.4	3302.1	3897.8

资料来源：根据美联储资金流量表整理。

4. 评级机构的顺周期行为。评级机构作为信息生产的机构，它对公司的评级的调整对股票价格、融资成本都具有很大的影响。上调评级意味着信用风险的下降，可能会刺激股票价格上升，按市值计算的公司资本净额会相应地上升。同时，由于更高的信用评级会减少投资者对风险溢价的要求，债务融资的利率成本也会相应地下降，在市场上融资的可得性会增强。反之，下调评级往往会导致股票价格跌，使得公司按市值计算的资本净下降额，下调信用评

级还会使债务融资的利息成本上升，融资的可得性下降。然而，评级机构的评级具有顺周期性的特征。当宏观经济和资产市场向好的时期，评级机构往往会上调评级，结果，企业便可以较低的成本融入外部资金，推动经济与资产市场景气的进一步繁荣。当宏观经济景气减弱、衰退和资产市场大幅下跌时，评级机构往往会下调公司的评级，这会造成信贷条件的紧缩，外部融资环境恶化，造成衰退和资产价格螺旋式下跌。次贷危机发生后，评级机构依据市值原则迅速调低了对这些公司的评级，使得它们的借贷成本大幅度上升，加剧了还款压力，造成了流动性短缺。例如，在评级降低之前，作为拥有3A评级的AIG公司在衍生品交易过程中几乎无需保证金，当评级公司降低其评级之后，其所需要补充的保证金达到了数百亿美元的规模，这是几乎任何一家国际金融机构都无法承担的流动性负担。<sup>⑥</sup>

5. 信心的崩溃。在当今信息技术极为发达的时代，信心的传染和崩溃是极为迅速的，信心的崩溃会促使投资者采取方向一致的抛售行为，加速了资产价格的下跌。虽然各国都实施了透明度的监管原则，但仅仅从事后的资产负债表、损益表等主要财务报表当中，投资者是难以对未来做出充分、准确的风险评估的。<sup>⑦</sup>随着危机的深化，投资者的信心会逐步减弱，当危机进入恶化后，投资者的信心会很快地崩溃，导致资产市场更大幅度的波动。因此，当雷曼兄弟宣布申请破产保护之后，全球投资者并不清楚他们所持有的资产究竟有多少可以会受到危机的冲击，在难以获得准确信息的情况下，及早地抛售资产就是理想的行为。正是这一机制，雷曼兄弟宣布破产保护的第二天，全球股票市场便应声大幅下挫，其中冲击最大的当数金融企业的股票了。<sup>⑧</sup>也正是由于信心的崩溃，在各国采取了大规模的救市措施之后，尤其是美国国会通过了布什政府提交的总额达7000亿美元的救市计划之后，市场再次陷入恐慌性抛售之中。在行全能银行制的欧洲，不仅投资者的信心崩溃导致股价大幅下跌，存款人的信心也动摇了，发生了多次银行挤兑事件，迫使欧洲国家政府不得不出面对银行存款提供担保。

#### 四、政府对危机反应和应对

随着危机的演变和深化，各国（地区）的政府对危机的反应和因应措施也在发生变化。政府对危机的救助不仅影响了金融体系当前的运行，而且也会对未来的宏观经济和金融发展

---

<sup>⑥</sup> 2008年10月6日，标准普尔十年来首次下调对RBS的信用评级，结果，第二天RBS的股价就一度大幅下跌39%。

<sup>⑦</sup> 中国平安就是一个很好的例子。它上半年的中报显示，平安上半年的盈利总额为71亿元，基本每股收益达0.97元，可第三季度的季报显示，因投资富通的损失减计，净利润出现了超过7亿元的亏损，基本每股收益为-0.1元。

<sup>⑧</sup> 2008年9月16日和17日，中国的金融类股票几乎全部连续两天跌停，9月18日曾一度大幅下挫，在政府救市消息的刺激下，才止住了跌势。

产生深远的影响。本文接下来主要从地区层面来分析和回顾政府对这次危机的应对措施。

## 1. 美国

2008年8月，由于担心次贷危机引起信贷紧缩和市场流动性短缺，美联储开始联合其它央行向市场流入流动性。美联储提供流动性的方法主要有以下三种：公开市场操作；贴现贷款政策；扩大金融机构从联储获取流动性的资产类别等。早在2007年8月中旬，美联储就将再贴现率下调了50个基点，从原来的6.25%下调到了5.75%。从2007年9月开始，美联储不断同时降低联邦基金利率和再贴现率，以刺激信贷市场的借贷活动。到2008年10月29日，联邦基金利率下调到了1%，再贴现利率下降到了1.25%。美联储在本次次贷危机中还开发了一些新的金融工具以更好的向社会注入流动性：短期标售工具、定期证券借贷工具、一级交易商信贷工具。短期标售工具是美联储通过拍卖机制定期主动向存款性金融机构提供流动性的机制创新，自2007年12月首次推出以来，每月进行两次，每次拍卖的贷款金额从最初的200亿美元到2008年1月的每次300亿美元，再到3月的每次500亿美元，直至5月的每次750亿美元，力度不断增强。定期证券借贷工具也是通过拍卖机制提供流动性，只不过这一工具针对的是范围更加宽广的一级交易商，美联储并不直接提供贷款，而是用自身优质的高流动性债券交换金融机构难以流通的抵押证券，它能够进一步激活抵押市场的自发交易，但对货币供应产生影响，无须公开市场操作的对冲。一级交易商信贷工具的交易对象也是针对一级交易商的，非常类似贴现贷款政策，一级交易商可以直接从美联储获得短期贷款。美国政府在采取一系列措施之后，发现仍然没有取得满意的效果。随后就对两房和AIG进行了国有化，还出台了总额达7000亿美元的救市计划，用于收购相关金融机构的不良资产。

## 2. 欧洲

欧洲是除美国之外受危机影响最深的地区，欧洲各国政府采取了一系列应对金融危机的措施。最初，欧洲各国对危机的应对具有各自为政的特点，但这反而加剧了欧洲内部的不稳定。例如，9月30日，爱尔兰宣布对其国内银行存款提供担保后，反而恶化了欧洲其他国际银行体系存款者的信心。因此，欧洲各国不得不走到一起，寻求地区层面共同一致的危机解决方案。

在危机的第二阶段，欧洲就配合美联储向市场注入流动性，但数额并不特别大。到了危机的第三阶段，随着美联储注资规模的扩大，欧洲金融体系流动性紧张加剧，欧洲央行和英格兰银行提供了更大规模的流动性。到危机扩散到欧洲之后，除了流动性救助之外，欧洲各国也开始对其国内的存款提供担保，并对金融机构实施国有化。(1)英国。为了防止银行业

因为全球信贷危机而出现“崩盘”，英国于2008年10月8日宣布了一项总额达2000亿英镑的一揽子银行业救援方案，政府出面收购英国主要银行的优先股，同时，英国央行则将通过“特别流动性计划”的渠道，为各家银行提供至少2000亿英镑的融资。此外，政府还将提供约2500亿英镑的担保，以帮助金融机构的债务再融资。(2)德国。2008年10月17日，德国议会通过了4800亿欧元联邦救市方案，规定德国政府最多可以动用4800亿欧元资金向银行提供贷款保险，还可动用800亿欧元向银行注资，必要时还可以收购其风险资产，德国政府还将为上述保证措施拨出200亿欧元准备金。为了获得政府注资，这些银行还必须支付“符合市场水平的费用”。(3)法国及其他。2008年10月13日，法国按照欧元集团峰会10月12日晚通过的救市行动计划，将向陷入困境的银行提供3600亿欧元的救助计划。10月20日，法国政府宣称将购买由6家大型银行发行的105亿欧元债券。法国政府向银行注资旨在扩大银行放贷规模，帮助面临信贷吃紧和日趋衰退的国内经济，并确保银行业维持高水平偿付能力。此外，荷兰政府向全球第20大银行ING银行注资100亿欧元挽回公众对市场的信心。冰岛危机爆发后，冰岛政府同样对三大银行实施了国有化，改革了汇率制度，寻求国际救援。匈牙利危机爆发后，匈牙利政府进行了包括财税、改善借贷条件等一系列的措施，成为欧盟第一个获得IMF救助的成员国家。

然而，最初欧洲各国各自为政的救助并没有从根本上稳定信心。有鉴于此，2008年10月15日召开了欧盟首脑会议，制定了欧元区应对金融危机战略，从而结束了在欧盟层面缺乏整体协调的局面。欧盟层面的主要措施，是对濒临破产的银行实行国有化，并对银行间的借贷提供政府担保。一方面政府以购买优先股的方式向金融机构直接注资，另一方面由各国政府为金融机构新发行的中期债务提供担保。目前已有多个成员国根据这份行动计划出台了本国的大规模救市方案，出资总额接近2万亿欧元，相当于美国7000亿美元救市基金的4倍。为了更好地协调一致地应对危机，欧盟会议还决定尽快成立欧盟应对金融危机的机构，强调有必要加强对欧盟金融领域的监管，特别是跨国银行，以便建立欧盟层面的监管协调体系。

### 3. 亚洲

亚洲地区的金融机构资产负债表直接受次贷危机的影响较小，但由于信心的冲击，亚洲金融市场也迅速地卷入到了危机当中。在危机的第二阶段，日本央行开始与美联储一道向市场提供流动性，但其它国家，大多因国际大宗商品价格的上涨而担心国内的通货膨胀，因而还在采取货币政策措施，冲销流动性或者提高利率。

亚洲地区各国(地区)政府只是到了危机的第四阶段，也就是危机的性质从次贷危机转变

为带有全球性的金融危机之后，才采取相应的措施。日本一直在向市场注入流动性，在危机已严重恶化的第四阶段自不必说了。韩国所受的冲击似乎比日本要大一些，不仅韩国股票市场大幅下挫了，韩元兑美元的汇率也出现了较大幅度的贬值，对十年前亚洲金融危机仍心有余悸，自然会采了多方面的措施，避免危机的进一步恶化。。2008年10月19日，韩国政府宣布将采取一系列的政策，包括向韩国国内银行提供总共1000亿美元为期3年的国家担保；动用外汇储备向国内缺乏美元的银行和出口商注资300亿美元；为长期证券投资者提供税收优惠政策，同时韩国银行将买入回购协议以及政府债券以推动韩元流动性；为本国银行外债提供担保以及向中小出口企业提供资金等。中国香港此前因传言引起了东亚银行的挤兑，有鉴于此，2008年10月14日宣布为所有银行存款提供无限担保，并设立一个新的机构来向银行提供备用资本。有鉴于此，新加坡也于10月16日宣布动用约1500亿新元外汇储备，向银行储户、金融公司以及商业银行的客户，提供100%保障。

#### 4. 小结

从以上分析可以看出，危机的救助过程实际上是市场不断退让、政府的作用不断深入的过程，是对过去30年来过分依赖自由市场竞争的校正过程，这在美国和欧洲的因应措施中表现得最为明显；也是应对危机国际协调行动逐步加强的过程，其中2008年10月8日前后主要中央银行的联合降息行动，把应对危机的国际协调推向了一个新的高潮，这表明，在金融全球化的当今，没有哪个高度开放的国家，可以完全不受其它发端于其它国家金融危机的影响而置身事外，因而采取国际协调行动，不仅有助于危机国家的稳定，而且也有助于自身的稳定；也是逐步深入到当今国际货币体系缺陷的过程，因而对改革国际货币体系和国际金融体系的呼声也日渐高涨。

### 五、危机后的金融发展

1. 金融监管体系的改革。在引起此次危机的众多原因中，金融监管的不足难脱其咎。建立一个适应金融市场发展水平和风险状况的有效金融监管环境，已经刻不容缓。2008年3月11日，美国财政部正式公布了《美国金融监管改革蓝图》，提出了改革监管体系的短期建议、中期建议以及最佳监管体系的长期建议等。短期的建议主要集中在针对信贷和房屋抵押市场，采取措施加强监管当局的合作，强化市场的监管等。中期的建议主要集中在消除美国监管制度中的重叠，提高监管的有效性。更重要的是，在现有监管框架下，使得某些金融服务行业，如银行、保险、证券和期货的监管体制更加现代化。长期的建议是向目的为导向的监管方式转变。

2. 混业经营的发展。2008年3月16日，在美联储极力撮合下，摩根大通宣布，以每股

2 美元的价格收购贝尔斯登。9 月 15 日，就在美国第四大投行雷曼兄弟公司宣布破产保护的当天，原美国第三大投行美林证券被美国银行收购。9 月 21 日，美联储批准高盛和摩根士丹利转为银行控股公司，即普通商业银行。至此，美国五大独立投资银行全部消失。美国之所以在次贷危机中促成了控股公司型的混业经营的发展。这主要是基于以下几个方面的原因。(1)为了便于美联储的监管。按照美国新的金融监管计划，美联储对金融机构的监管权力会得到极大扩充，较有效解决监管滞后和监管套利的问题，转变为银行控股公司之后，投资银行业务便顺理成章地被纳入了美联储的监管范围之内。(2)有利于投资银行解决流动性困境，增加美联储向投资银行提供贴现窗口的便利。(3)虽然美国一直推崇自由市场竞争的原则，但是对垄断的恐惧已今非昔比，为了提高美国金融机构的全球竞争力，早在上世纪 90 年代初，美国就对金融机构日益庞大的组织采取了支持、纵容的态度。借助于金融危机，加速美国金融业的集中和机构的更加庞大，可以进一步增加美国金融机构的全球影响力，并进而维持美元的全球地位。但是金融机构“太大而不能破产”的会助长它们的机会主义行为，一旦若干年后美国金融体系再次发生危机，其破坏力可能远远超过这次危机所及。

3. 评级与资产计值的改革。此次危机再次表明，主要私人评级机构与在相当程度上是“事后诸葛亮”，本应是信息生产和加工，减少投资者面临的信息不称问题的私人评级机构的顺周期行为，不仅未能事前充分地揭示次贷的相关风险，反而在危机前给予较高的评级，让投资者做出了不利的选择，危机爆发后，才根据事后的证据大幅下调评级，结果加剧了危机的深化和市场的波动。改革私人评级机制应当是危机后要考虑的重要内容之一。另外，资产计值的“公允价值”原则在资产价格的波动中也是顺周期的，这同样不利于市场的稳定。这已引起了美国和欧盟的注意。在欧盟峰会上，欧盟委员会批准，从 2008 年第三季度开始，欧盟金融机构停止实行“按市计价”准则；美国 7000 亿美元的救市计划中也要求对公允价值的会计准则进行研究。对这一计价原则可能要做重大的调整，寻求更为妥当的公开交易金融资产的计值准则。

4. 国际间政策协调机制进一步加强。由次贷危机演变成的金融危机迅速向世界各地蔓延后，全球加强金融危机管理合作显得尤为重要。此次金融危机的破坏巨大，但其促进了国际间政策协调机制的发展，为以后世界各国政策协调和国际金融新秩序的重建奠定了基础。

5. 国际金融秩序的重建。此次全球金融危机爆发后，越来越多的国家认识到了改革国际货币体系和国际金融体系的重要性。到目前为止，其中以布朗在欧洲峰会上设想的国际金融新秩序为代表。他认为，应当增强国际货币基金组织对全球市场的监管地位、建立全球金融和经济预警系统、制定全球通行的金融监管标准、针对跨国企业建立有效的跨国监管制度、

建立在危机中采取合作和一致行动的机制等。我们认为，这次危机再次暴露了以美元为主导、以美国为中心的国际货币金融体系的诸多缺陷，随着国际经济和政策的极化发展，未来的国际货币与金融体系将加快向多极化的方向发展，重建国际金融新秩序。

## 六、对中国的启示和反思

1. 次贷危机归根到底是自由市场竞争体制的危机。这就告诉我们，过分的市场化可能对金融安全造成伤害，应当处理好市场与政府之间，中国应当借此次危机对中国金融体系的市场化改革进行反思和总结。历史事实反复告诉我们，虽然完全排斥市场机制会阻碍经济发展，但那种迷恋于完全自由市场竞争的发展道路，终究是要付出惨重的代价的。只有在政府的宏观引导、风险及时得到消解的情况下，市场机制才能够较好地服务于社会与经济的发展。过去 30 年来，中国市场化改革过程中，较好地处理了市场与政府之间的关系，中国才在高速发展中没有爆发其它新兴国家的货币危机或美国这样的次贷危机。此外，市场化改革和金融监管体系绝不能照搬西方发达国家貌似成功、实则有很大风险的做法，必须根据中国金融结构的特点制定适合国内金融发展状况的监管体制。

2. 市场机制下的持续繁荣离不开审慎的风险控制和监管。监管者应当及时地评估金融创新的潜在风险；要更加慎重的对待金融创新，加强风险管理。金融创新，尤其是金融产品的创新不能脱离实体经济的运行，防止金融机构为了短期利益，通过复杂的产品来掩盖无法消失的金融风险，更要防止通过金融产品的创新将风险传递的链条不断延长，加大金融风险一旦暴露后的传播范围和破坏力。近年来，中国金融创新不断发展、金融开放度越来越高，但其潜在的风险应当引起我们的注意。例如，中国正在兴起的不良资产证化、各类金融机构发行的理财产品的结构化特征等潜在风险应给予高度关注。此外，传统的风险管理和评估方法对金融体系的健全仍然是不可缺少的，例如，抵押和净值仍然是基本的风险防范手段。监管者不能纵容金融机构为了在竞争中争取更多的客户而进行机会主义行为，次级抵押贷款及其证券化，实际上就是金融机构的机会主义行为，结果才酿成了今天的全球性危机。

3. 国内金融改革与发展、金融机构风险管理、技术和金融产品的创新只能依靠国内金融机构自己的创造。过去在风险管理、金融产品创新、公司治理等诸多方面被我们奉若神明的国外金融机构，在这次危机中也遭受了沉重的打击，其中不乏中国银行业在改革过程中不惜代价引进的战略投资者，危机充分暴露了这些战略投资者在风险管理方面自身存在足以让它陷入破产的漏洞。这次危机也告诉我们，没有任何一个大的国际“先进”机构的风险管理方法、技术是真正值得我们模仿的。我们应当利用这次危机对过去引进所谓战略投资者的绩效进行充分地评价和反思。

4. 应当充分评估宏观调控对金融安全的影响。现在，中国的宏观调控也正在为保增长采取多方面的措施，各地方政府在土地财政的激励下，也加入到了“稳定”房价的调控当中。但是，应当注意，为了保增长而采取的松货币与财政政策，不应当造成负债率的大幅上升，从而危及金融安全和远期的金融稳定。再进一步说，宏观调控应当避免被利益集团所左右，在保增长的托辞之下，造成行业性泡沫的生成。

5. 过高的债务比率一定会导致金融危机，政府应当高度关注国民债务比率的变化。纵观过去的近 20 多年来的金融危机，我们不难发现，无论是家庭部门、企业部门还是一个国家的对外债务等过高的债务负担率总会造成金融危机。过高的债务负担率会使借款者的资产负债表对利率和现金流的变动极为敏感，一旦出现了不利的冲击，就会迅速地转化成为金融部门或金融资产持有者的不良资产，并进而引发系统性的金融危机。作为金融稳定与安全的重要衡量指标，应当密切关注国民债务比率的变动趋势，并提早采取防范措施。

6. 与关注债务比率相对应，要发展过程中要处理好储蓄与投资之间的关系。美国居民部门债务负担率不断上升的反面，是它的储蓄率不断下降，这在微观上使得美国居民部门的偿债能力非常脆弱，在宏观上增加了美国的贸易逆差、加剧了全球经济失衡，这又加快了危机的全球性扩散及加重了它的全球性影响。与美国相反的是，改革以来，中国的储蓄率和投资率都在不断地上升。通过不断上升的投资率才维持了中国较高的经济增长率，恰恰反映了技术进步对中国经济增长的贡献是较弱的，这种增长方式所带来的诸多问题已引起了广泛的关注。但是，储蓄率过低同样会给金融安全造成不利的影响。

7. 积极参与国际金融事务，争取在国际金融新体系中取得一定的话语权，扩大人民币与中国金融体系的地区影响力。此次危机充分暴露了当前由发达国家主导的经济金融体系的弊端，随着新兴经济体的崛起，当前的国际金融体系已不能适应世界经济格局，缺少新兴经济体的配合，发达国家已不可能完全控制类似的全球性金融危机。这次危机可能加快国际货币体系、国际金融体系的多元化发展，在很大程度上动摇以美元为主导、以美国为中心的国际货币金融体系的基础。作为一个正在崛起的发展中大国，中国在地区事务中的影响力越来越大，中国的货币和金融体系的全球影响力也会越来越突出。中国应当利用国际货币与金融体系多极化发展的时机，作为新兴经济体的代表，积极参与新国际金融体系的构建和多元化发展，促进国际金融体系的稳定，增加国内应对经济与金融动荡的自主性。