



**由**美国次贷引发的金融危机,并没有因雷曼兄弟的破产而停下扩散的脚步,它正快速向欧洲、日本、美洲、俄罗斯以至于全球蔓延。有迹象表明,这一波来势强劲的金融风暴,也将极有可能或者正在影响中国。不过,和身处风暴中心的美欧民众不同,中国人更多的是通过美欧,以及世界各国越来越强劲的救市力度来猜测和感受这轮风暴的破坏级别和程度的一

华尔街之殇·观察

10月4日,美国众议院投票通过7000亿美元的金融市场拯救计划,拉开全球救市的序幕。7日,全球股市遭遇恐慌性抛售。8日,全球6家主要央行有史以来首次联手降息。10日,西方七国集团财长在华盛顿达成应对金融危机行动计划。同一天,俄罗斯通过两项挽救金融机构及经济的方案,涉及约860亿美元。13日,欧洲各国纷纷宣布了巨额救市方案:德国政府宣布将拿出4800亿欧元资金;法国政府的救市资金总额达3600亿欧元;英国政府将动用500亿英镑救市资金……

从10月4日到10月13日,短短10天,在对付金融风暴上,世界显现出了空前的团结。美国与欧盟,包括俄罗斯在救市上体现出的难以置信的步调一致与“同仇敌忾”,不由得让人想起二战中的反法西斯联盟。而世界各国为救市拿出的将近3万亿美元的真金白银,也让人强烈感受到了世界对付金融风暴的决心和力量。

二战期间,硬汉海明威曾经写出了著名的《丧钟为谁而鸣》,今天,金融风暴骤起,虽然不能说它为过去一整套经济模式、金融体制敲响了丧钟,但至少可以说是敲响了一记实实在在的警钟。

# 丧钟为谁而鸣

本刊观察员 陆新之



德国法兰克福证交所的两名交易员分别在10月8日(上图)和10月13日两种不同表情 IC图



华尔街“金融风暴”震撼世界 图/CFP

## 危机:不是一天炼成

在科技网络股泡沫化之后,美国政府大幅减息,启动房地产业来拉动经济。

2001年到2006年,美国的房地产市场由于政府通过按揭贷款的支持,很快火爆起来。发展到了2007年,美国人购房的按揭贷款已经和美国的GDP一样大。通过“两房”给低收入人的住房贷款很快就有人还不上钱了,这种还不上钱的比率越来越高,就引发了次贷危机。

各式各样的金融机构与他们的销售人员,不择手段地为中低收入者一步步提供贷款融资,然后让他们背负基本上不可能还清的债务。但仅仅是这样,还不可能搞出弥天大祸。灾难是次级贷款衍生出来的金融工具所导致。

美国的各色贷款公司,短时间找到很多房屋次级贷款的消费,账面上钱都贷出去了,但是因为给了这样那样的优惠,短时间的收益并不好看。一方面为了资金尽快回笼,另外一方面,也为了找人分担风险,房屋贷款公司便找到投资银行“合作”,这些热衷于在“金融创新”中浑水摸鱼的大鳄,找来诺贝尔经济学家,找来名校商学院教授,用上最新的经济数据模型,弄出几份分析报告,把这些贷款重新包装一下,就弄出了新产品——CDO(债务抵押债券),然后通过发行和销售这个CDO债券赚钱,让债券的持有机构来分担房屋贷款的风险。

同样是这类债券,为了便于销售,谄媚顾客心理的投资银行,又把它分成高级和普通CDO两个部分,发生债务危机时,高级CDO享有优先赔付的权利。而剩下的风险等级比较高的普通CDO债券,投资银行又找到了对冲基金来购买。对冲基金本来就是火中取栗,对于风险另有理解。于是对冲基金一如既往,在世界范围内找利率最低的银行借来钱,然后大举买入这部分普通CDO债券。例如,日本央行贷款利率长期是一到两个百分点;普通CDO利率因为风险高,收益时常可能超过10%,所以光靠利息差,对冲基金就大发利市了。

2001年年末,美国的房地产一路飙升,短短几年就价格翻番。中低收入者,就算没钱还,把房子一卖不仅还清债务,还可以额外赚一笔钱。似乎皆大欢喜。对冲基金尝到了甜头,继续在CDO上面做足文章。他们为了放大盈利,将手里的CDO债券抵押给银行,换得10倍的贷款,然后继续加码买

普通CDO。投资银行眼看对冲基金赚大钱,自己只赚手续费,也不甘心,又搞“创新”。除了投资银行们互相找买CDO之外,又推出新产品,就叫CDS(信用违约交换)。因为他们自己也担心原来的CDO风险过高,干脆从CDO里面拿出一部分钱作为保证金交给保险公司,有备无患。而保险公司也觉得这是一桩好生意,有钱先收了再说。于是再次皆大欢喜,CDS也热销!

这个时候,新的“金融创新”又来了。华尔街人又想到了基于CDS的衍生产品!新发行一个CDS为基准基金,这个基金是专门投资买入CDS的。理论上,这个建立在之前一系列产品之上的基金的风险是很高的,但是,发行者会把之前CDS已经赚的100亿元投入作为保证金,如果这个基金发生亏损,那么先用这100亿元垫付,只有这100亿元亏完了,新认购者投资的本金才会开始亏损,而在这之前你是可以提前赎回的,首发规模1000亿元。1元面值买入的基金,亏到0.90元都不会亏自己的钱,赚了却每分钱都是自己的!于是,CDS基金成了抢手货。本来追求安全性的各种养老基金、教育基金、理财产品,甚至其他国家的银行也纷纷买入。虽然首发规模是原定的1000亿元,可是后续发行了多少亿,简直已经无法估算了。但是当初始发行方承诺的保证金100亿元却没有变。如果现有规模1万亿元,那保证金就只能保证在基金净值不低于0.99元时,投资者才不会亏钱。而这个长链条累积的风险,也就可想而知了。

2006年年底,风光了整整5年的美国房地产终于从顶峰重重摔了下来,这条产业链也终于开始断裂。因为房价开始持续下跌,优惠贷款利率的时限也到,先是中低收入者无法偿还次级贷款,次贷危机爆发的骨牌开始推倒。2007年,各类贷款公司遭遇巨额坏账周转困难,四五年来一直盈利的地产公司爆出巨额亏损,美联储大幅减息,美元汇率一泻千里,经济放缓,失业率增加,而无法偿还房贷的民众继续增多……

最终,在金融机构寸土紧缺的情况下,连对冲基金的其他业务也受到牵连,凯雷资本破产,贝尔斯登要麻烦美联储背书挽救,接下来,还有更多未曾披露的信用卡贷款、汽车贷款……

## 救市:休整期五年以上

美国人是非常实用主义的,美国掌权的是实用主义的,美国人立国的基本就是实用主义。先解决问题,先救火,再回头来监管。

我们可以把美国的金融体系比成一座摩天大楼。这座楼非常漂亮,也很高,每一层次有各种各样的资产组合在一块,一环套一环,价值也很庞大。但是后来大家突然发现,这个高楼的基础是坏的,是不良资产——次级的房屋贷款和次级债务,然后在这个基础上才产生了衍生产品。美国政府陆续投入的7000亿左右美元,就是在不损坏大楼高层建筑的情况下,把基础从腐烂的木头豆腐渣工程置换成混凝土和钢结构,就是这么一个加固手术。

金融大海啸发展至今,一浪急于一浪,是因为社会各个经济体之间的互信关系破产。金融机构互不信任,不愿进行正常的资金融通。借长债免问、短期寸调度也不容易。这样的银行收紧银根之下,企业借贷无门,资金周转受限,经营日益艰难。市场经济的正常运作都受到重创。不少银行存户怕银行倒闭,宁可提走存款,把钱放在家里!欧洲的保险箱销售数字近一个月急升3倍!全球经济陷入衰退已是定论,企业盈利大幅倒退亦成共识,股市风险溢价有增无已,熊市未见尽头。投资者眼见大势不妙,争先夺路而逃。这时节自然是现金为王,越来越多人要钱不要货,有股票卖股票、有基金便卖基金。

美国、欧盟各国纷纷向银行入股投资,就是为了恢复市场的信心,不至于出现银行挤提,也不至于企业正常的融资告贷无门。政府通过反向拍卖收购资产并且重整金融业。救市方案对于实体经济的影响相当明显,资产赎回和信贷紧缩不会刺激消费,而美国经济严重依赖基于信贷的消费支出(2007年消费支出占美国经济的72%)。需求和增长将趋缓,外界普遍认为今年第四季度将面临经济衰退。

金融危机是三部曲。第一步是局部金融问题。第二步是今天,全面金融危机,甚至崩溃。如果美国这个市场稳定下来之后,第三步就会蔓延,可能使得新兴市场国家的资金倒流到美国市场上去,因为他们认为美国市场已经稳定了,价格很低,我们过去抄底。如果这样产生无序的运动,将对新兴市场国家造成重大影响,尤其是宏观基本面不好的市场国家。

美国和西欧将经历艰难的调整,而世界其他地区会面临一些困境。我预料美国将经历较长的休整期,受影响的国家将逐渐健全金融系统。但是这可能是相当长的一段时间——五年以上的休整期是完全有可能的。

## 中国:压力与机遇并存

美国由次贷危机演化而来的金融危机,不仅席卷美国的金融体系,让美国人再次掏钱为制度的缺失和操作者的贪婪买单,同时更引发了其他经济体的自身矛盾的爆发。美国拯救危机,全球各国买单,债权国遭受损失的现象将由猜测变为现实。如果发达国家敞开口子印钞票,那么损失最大的必定是那些债权国,特别是手握大量“硬通货”的“美国第一大股东”中国!同样,金融危机震荡下,实体经济受到的冲击会越来越明显,政府不得不防备!如果说,上半年的成千上万家小厂的倒闭,还不足以令人感到经济的寒意,那么,最新的东莞合俊鞋厂的倒闭,造成六千多人失业,就是一记更加鲜明的警钟。

从负面因素看,大量依靠美国消费市场维持高增长的中国出口贸易将面临严峻挑战。另外,由于中国股市的暴跌,20万亿市值迅即蒸发,加上房价的下挫,也使得中国居民的投资信心和消费信心严重受挫,启动内需的计划已相当困难。这样一来,宏观经济的“三驾马车”中,出口和消费这两项已经被国内外的金融危机所影响,在这种情形下,中国宏观经济的压力已逐渐显现。

但是,从积极的角度看,全球商品价格的下降,使得中国经济发展的成本有所回落,通货膨胀的下降,也使得政府能够采取更加积极的保增长政策。由数字来看,中国外债仅占经济总额约10%,内地居民负债占13%,政府负债则占33%,均处于低水平,再加上内地银行在此次危机中的损失极为有限,金融体系稳健,有巨大空间采取扩张性财政政策。

在这个基础上,中国拥有13亿人口,具消费能力的亦达2亿至3亿,依靠减税等措施刺激内需,理论上绝对是绝对可以弥补出口放缓的影响。当然,中间的过渡期是难以避免的,但由于内地股市已暴跌70%左右,这个阵痛期相信已提前出现。再者,外围经济衰退已导致商品价格大跌,成本推动的通胀已暂告一段落,再加上全球大幅减息,为中国创造放宽货币政策的空间。

比起美欧,人口众多或资源丰富的国家在这次低迷期将会走上非常不同的轨迹。而中国,正有望在这个动荡年代,走上一条更加科学的可持续发展道路。

陆新之:资深财经学者。中国第一批注册的证券投资分析专业资格获得者,长期研究资本市场和公司案例。他最近撰写的《北美股票与期权的策略和案例》一书获得加拿大国际证券投资与资产管理协会2008年度最佳中文财经专著奖。