

对全球金融危机成因的思考与借鉴

截至目前，以美国次贷危机为导火索的全球金融危机已持续近 5 个年头了。在此期间，为了救市和抑制经济下滑，各国政府普遍采取了增加投资和刺激消费的政策，松动银根、扩大财政和货币投放。其后果是，某些国家由金融机构层面的财务危机逐渐演化为政府层面的财政危机，由希腊债务危机开始演变成的意大利和西班牙等欧盟国家主权债务危机、2011 年 8 月出现的美国国债信用危机就是明证。

1. 危机成因

20 世纪 60 年代以前，世界各国对金融行业实行严格管制。到 60 年代末，随着电子计算机技术的进步以及在金融行业中的应用，金融管制开始放松。以华尔街为代表的美国金融行业不再主要通过投资实业获利，而是通过发行债券、基金以及各种金融衍生品（包括股票期权、汇率掉期、股指期货、备兑权证和以按揭贷款为担保的债券等）等来获取收益。进入 90 年代以后，全球经济、金融一体化加强，国际金融市场出现证券化趋势，金融创新进一步得到强化。2000 年至 2005 年，美国房地产市场曾一度繁荣，房价指数保持着 10% 以上的增长率。在此期间，银行除对信用资质合格的客户发放抵押贷款外，也对一些信用资质和还款能力较差的客户发放贷款，称为次级抵押贷款，简称“次贷”。尽管这种贷款合约违约风险很大，但由于可用统计数据对不同类型客户的违约风险作定量评估并进行定价，定价越高其贷款利率就定得越高，所以银行还是乐于发放次贷。

到 2005 年，次贷规模达到了 1.4 万亿美元。为了分散和转移风险，银行就将贷款合约出售给“两房”（房利美、房地美）等抵押贷款公司。上述机构又把贷款合约按照不同的信用等级以 MBS（抵押贷款支持证券）的形式打包出售给投资银行，投资银行再将这些产品进一步采用 CDO（抵押债务债券）打包出售给信用保险机构和对冲基金公司。最后由市场投资者与 CDO 发行机构签订 CDS（信用违约掉期）协议。由于房地产市场的持续繁荣，CDS 买卖双方都从中获利，CDS 的蓬勃发展推动了次级贷款、MBS、CDO 的大幅增加。此外，由于金融家的贪婪，“金融工程师”又进一步把 CDO 证券化为另一个 CDO 的基础资产，设计出了所谓的 CDO 平方、CDO 立方之类的金融衍生品。这些金融衍生品的市场透明度低，

违约风险叠加，任何一个中间环节的基础资产违约，就会造成终端产品的违约。在这场“钱生钱”的金融游戏中，许多金融衍生品成了纯粹的投资和投机工具，虚拟的金融经济越来越背离实体经济。

截至 2005 年，全球信用衍生品市场规模达到 17 万亿美元，2006 年激增到 35 万亿美元，与当年全球 GDP 总额大致相当。从 2006 年开始美国房地产一路下跌，到 2007 年出现负增长，达到 -10%，造成大量信用违约事件，CDO 的价值急剧缩水，流动性几乎丧失殆尽。基于次贷的信用衍生品使得次贷风险迅速放大并贯穿整个金融系统，包括商业银行、抵押贷款公司、投资银行、保险机构、对冲基金等金融机构。

2007 年 8 月美国次贷危机全面爆发，房地产市场泡沫破裂。2008 年，雷曼兄弟公司破产，引发全球股价、大宗商品价格和主要货币汇率等剧烈波动，拉开了席卷全球的金融危机序幕。概括来说，导致这场美国金融危机的原因主要有如下几点：房贷过度扩张，造成房地产市场泡沫；华尔街金融家贪婪，金融衍生品过度开发；对大量过于复杂的结构型产品难以准确定价和进行风险控制，其财务审计和信用评级存在偏差；金融机构高杠杆率运营，风险管理模式存在缺陷；金融机构期权激励过度，诱使管理者冒险豪赌；过于相信金融市场的自我约束和自我调整能力，金融监管严重缺失；对 CDS 市场中违约风险的传染和可能引发的系统性风险认识不足，滥用和误用金融数学工具。在 CDS 市场高涨时，高估了 CDO 的价值，造成资本市场泡沫，在危机发生时，又夸大了问题机构的危急程度，加剧了市场的恐慌气氛。

长期以来美国过分刺激国内需求，采取低利率扩张性货币政策，导致全球流动性过剩，使得美国金融危机迅速向全球扩散。此外，在二十多年来的全球经济、金融一体化的进程中，国际劳动力成本急剧上升、资源储备锐减、生态环境恶化，引发了全球性经济衰退，这为美国金融危机在全球蔓延提供了温床。

2. 借鉴意义

3.

这场尚未结束的全球性金融危机对我们有许多借鉴作用。首先，我国的融资结构不合理，银行贷款比例过高，通过股票和债券融资比例还比较低，因此要进一步扩大资本市场，积极稳妥地开放金融衍生品市场。接受“金融衍生品的过度开发和金融监管严重缺失”是导致金融危机重要因素的教训，在培育和发展中国的金融衍生品市场的过程中，要坚守金融创新服务于实体经济的宗旨，加强金融监管和风险防范。金融衍生品虽有价格发现、对冲、分散和转移风险的功能，但它自身也产生新的违约风险，导致金融体系整体的脆弱。为了防止金融衍生品的

滥开发，建议各级政府部门建立一些审批金融衍生品的权威性专业机构。其次，我国的商业银行和投资银行为了扩张业务和分散风险，需要积极参与金融衍生品的交易，面临的重大风险是信用风险，因此要对投资银行等金融机构的金融杠杆率加以监控和管理。这场金融危机的成因表明，由于对违约风险的传染性和可能引发的系统系统性风险缺乏认识，已有的关于信用衍生产品的定价和风险管理理论还很不成熟。因此，需要大力培养和引进数量金融工程师以及金融数学人才，从事这方面的研究。最后，美国房地产市场泡沫破裂是这场全球性金融危机的导火索。前几年中国房价的急剧上涨孕育了中国房地产市场的泡沫。造成房价急剧上涨主要有两个因素：一是地方政府的“土地财政”，与开发商和银行共同谋取土地增值的利益，形成开发商对房地产市场的垄断；二是房地产市场中有大量的投资和投机资本进一步推动了房价上涨。

要使房价合理回归，唯一可行的途径是：①政府出台有效的行政性法规（如每年规定建造保障性住房的硬性指标），强制地方政府从“土地经营”中退出；②规范商品房预售制度，打破房地产开发商的垄断经营；③开征房产税（甚至可以实行累进税率），迫使房产投资者和投机者退出房地产市场。在笔者看来，目前的限购政策只能起到暂时遏制房价上涨的作用，只是房产税政策出台之前的一种过渡性政策。

来源：《中国科学报》（2012-09-06 B1 金融）。