

谴责华尔街投资银行家贪婪、质疑美国经济发展模式有问题、认为美国人借贷消费过度都有道理，但还比较表面，至于指责中国人民币大量投资美国债券市场导致美国次级债券等在内的债券产品发展过度，简直离谱。危机真正根源在于美国监管机构失职，在于美国监管体制存在重大漏洞。

次贷危机真正根源究竟是什么？



吴建环
随着美国次贷危机引起的负面影响不断扩大，美国人一方面疲于应对危机，一方面恼羞成怒地责怪这场危机的“元凶”。先是谴责华尔街投资银行家的贪婪；接着有学者认为美国经济发展模式有问题，美国人借贷消费过度；近日更是有个别西方学者想嫁祸于中国，认为人民币汇率定价有问题，积累了大量外汇储备，然后大量投资美国债券市场，导致了美国次级债券等在内的债券产品发展过度。

前面两个观点有点道理，但也只是表面现象；第三个观点错得离谱，不值一驳，因为主要是美国和欧洲的金融机构参与了次级债的发行与投资，中国购买的次级债占美国发行的次级债总额的比例很低。其实，次贷危机的真正根源在于美国政府监管机构失职，在于美国监管体制存在重大漏洞。

美国政府为金融机构高投资杠杆推波助澜

美国金融产品体系像个倒置金字塔，底层是基础资产，如住房贷款、信用卡贷款、工商企业贷款、消费贷款、教育贷款等等，在此基础上构造出金融衍生产品的大厦。伴随着近10年来金融创新浪潮，以住房贷款等为基础资产，美国的金融衍生产品发展迅猛，产品设计得越来越复杂，这些产品的真正价值和风险等方面信息的透明度也随之下降。

“9·11”事件后，为了刺激经济的发展，美国政府不断降低利率，2001年至2004年，利率降到了历史低点。为了争取更多的客户和资金，投资经理们不得不选择高风险的投资策略，大幅提高杠杆水平，或者收购高风险的资产，次贷及其相关衍生产品自然受到热捧。而美国政府寄希望于房地产市场的发展来拉动经济增长，暗示信贷机构放宽贷款条件，为次贷业务的发展以及实施次贷衍生产品等高杠杆投资创造了有利条件。

也正是在此背景下，美国证券公司平均的总财务杠杆(总资产/股东权益)超过20倍，而净财务杠杆(总资产-低风险资产)/有形股东权益)达到15倍左右。投行杠杆更高，以贝尔斯登为例，

次贷危机的主要根源在于美国的金融监管体制存在重大缺陷，没有及时跟上金融形势和金融创新的发展，主要理由如下：

其一，《1999年金融服务现代化法案》标志着美国金融业进入混业经营时代。但是，美国到目前实际上仍然实行分业监管，金融监管机构多达七家，如果把带有某些监管职能的机构算进去，监管机构则更多。保险公司、商业银行、投资银行等分别属于不同的政府机构监管。次贷证券化过程中有众多的不同类型的机构参与，需要各监管机构高度协调配合。监管机构过于庞杂就会出现协调和配合问题，更容易出现监管漏洞。

其二，美国金融监管体制是在分业经营时代形成的，重点仍是机构监管。自行混业经营以来，美国金融市场发展迅速，金融创新层出不穷，产品日趋复杂，资金高度流动，功能监管无疑应当成为金融监管的主体，可偏偏美国功能监管较弱，证券市场和期货市场虽然有证券交易委员会和商品期货交易委员会负责监管，但监管都比较薄弱。从整

个金融体系的监管看，投资银行以外的金融机构在证券市场上的活动，几乎没有监管。机构监管具有只认机构性质不认业务的特点，功能监管是按照不同金融业务监管，不管某一项业务由什么机构开展，都采取同样的监管标准。

其三，场外(OTC)市场衍生产品发展过快，监管滞后。总体上看，场内市场交易的衍生产品基本都没有出现问题，相比之下，次贷相关衍生产品都没有在交易所上市，产品标准不统一，在发展太快而监管没跟上时就很容易出问题。

其四，金融衍生产品是一把双刃剑，正确利用其发现价格和套期保值的功能可以起到规避风险的效果；但如果投机过度，则金融衍生品又会带来莫测风险。近年来，由于监管不力，次贷等相关衍生产品等明显存在投机过度现象。

(作者单位：交通银行发展研究部)



国际货币基金组织总裁施特劳斯·卡恩涉嫌滥用权力并与一名前女下属有婚外情，目前事件正在调查中。已婚的纳吉女士曾担任IMF非洲司高级经济师。据称她在今年8月离职时获得额外丰厚的福利待遇。施特劳斯·卡恩去年底主动接近纳吉，而他妻子是著名的电视记者。

及早防范外围危机冲击

◎倪小林

热钱问题最近再一次浮出水面。不过，与几个月以前不同，人们此刻担心的不是热钱过多，而是撤回各自本土。据悉，国内金融监管机构已在密切注意热钱的动向，这对于国内经济稳定发展也是一种积极的防御性措施。全球金融海啸一直不断冲击各国资本市场，尤其是美国股市不断出现过山车行情，欧洲和亚洲股市起起落落极不稳定，市场分析人士认为，股市的大幅波动还会延续到什么时候仍待观察。全球资本流动基本离开原有的轨迹，不断随着各国经济变化，改变运行方向。最近，从冰岛到拉美国家再到韩国的金融困境，说明危机影响的程度和广度似有加深的迹象。

近一个时期，全球投资者的热情骤减引起了资金流动变化。美国投资者尤其是各类基金、养老金在经济平稳时期热衷投资海外股市的，过去的两年里，美国投资人在国外共同基金投入4040亿美元，规模约是同期投入美国股市基金金额1250亿美元的三倍多。意外袭来的金融风暴，使这些在美国本国的基金大幅缩水，基金持有人急于赎回基金。有报告显示，美国近期资本已出现净流入。

其实，美国金融风暴发生之后，资本回流一定会相继发生，最近世界不少国家出现资本短缺，很大程度也证明全球经济资本化的进程正在进行时。就我国目前的情况看，资本流出也已开始。据央行近期公布的数据，截至9月，中国拥有19万亿美元的外汇储备，但是市场人士注意到这一数据从年初到现在是逐季递减的，尤其当月实际利用外资金额为66亿美元，简单计算，两者之和超出外汇储备增加额达到了145亿美元。分析人士结论是，这无疑是海外资金撤走的信号。最近证监会表示，QFII没有出现异常情况，不过并不表明外国资金没有通过其他渠道撤离。在我国有一个大家默认但很难说清楚的现象，海外资本进来的方式很多，有时甚至通过国内民间资本向我国资本市场渗透。今年8月以前，市场上对于外资进入中国的争论，官方和民间各执一词，数量多少也是五花八门。一进一出，一多一少在目前全球金融危机解除警报之前，是不可掉以轻心的。

经过几番政府救市，A股市场仍显疲态，市场分析人士认为，原因主要基于两点，一是股市自身在发展过程中存在的制度性缺陷，诸如由大小非问题引发的矛盾并没有完全解决；二是市场从6124.04跌到现在，各方大呼大挫，加上外围危机不断延伸，更加重了国内投资人持币心态。储蓄上升，争购债券都是市场信心的风向标。

在救市问题上，是救虚拟经济还是救实体经济常常难断轻重。必须承认，当前由于外需减少，中国经济受到的冲击是严重的，钢材需求下降，电力需求减少等等，中小企业日子难过，一旦经济下滑势头加剧，救市也是必然的。但是，对于一个涉及国民经济重要行业龙头企业，如果低估受外围因素冲击的程度，后果同样是严重的。虚拟经济对于实体经济的反作用在目前的经济结构中，其力量不可低估。

近日，证监会主席尚福林在中法金融论坛上演讲时认为，当今中国资本市场稳定健康发展的基础没有动摇。但是，我们要注意的是，尚福林主席在谈到资本市场稳定时，表述为“安全稳定运行”。可见，遭遇险情之后，维护资本市场的安全与稳定同等重要。而对于安全，在全球资本变化无常的流动和冲击中，需要提早进行战略部署和策略安排。

我国宏观经济正面临严峻考验

◎陈波翀

央行9月金融运行情况报告对于当前宏观经济形势的判断明显比较乐观，依据大致有以下几点：其一，国内金融机构整体经营比较稳健。从公布业绩预增公告的上市商业银行来看，前三季度业绩基本上同比增长均在50%以上。且上半年银行大部分实现了不良率和不良余额的双降，次贷危机向国内金融机构蔓延的路径并不存在。其二，9月贸易顺差再创历史新高。其三，下半年以来贷款投放加速。据推算，全年可投放贷款较去年年底央行核定的额度多增1万亿元。

然而，宏观经济的隐忧并未消除，反而极有可能在四季度集中爆发。首先，贸易顺差并非真实反映经济增长的强劲需求。1至9月，我国出口增速已显著低于进口6.7个百分点。对比近

两月的外贸数据，不难发现，正是因为内需的快速回落才导致了贸易顺差的异常增长。

其次，M1环比下滑预示企业资金链极为紧张。通常，M1的环比下滑主要出现在春节长假及五一黄金周，因为企业要将闲置资金存入七天通知存款，然而，9月M1的环比下滑，却不仅仅是上述原因。今年9月份，居民户存款增加3.25万亿元，同比多增2.49万亿元；非金融性公司存款增加2.18万亿元，同比少增6951亿元。不难看出，即便是在贷款投放加速的背景下，企业资金链依然十分紧张。

最后，热钱流入极有可能逆转。9月外汇储备增加214亿美元，较FDI及贸易顺差之和低146亿美元。除了企业和居民因人民币升值预期放缓因素，而主动选择持有外汇外，热钱的流出也是不容忽视的力量。究其原因，热

钱流出自救的可能性较大，也不排除对我国宏观经济预期恶化而采取的主动避险行为。

种种迹象表明，我国经济基本面正面临严峻考验：发电量同比增速已连续四个月低于10%，交通运输量也已下滑，钢材价格的暴跌，铁矿石现货价格与协议价格七年未首次倒挂，无不预示着下游需求正急速回落。且海关公布的初级产品进口数据显示，进口的同比大幅增长主要为价格推动。随着原油期货价格跌至每桶70美元左右，大宗商品价格的回落必然在未来有效压缩进口，贸易顺差继续在高位运行的可能性较大。

因此，我们不应为宏观经济数据蒙蔽双眼，更应该看清数据背后隐含的趋势及动因，防患于未然总比事后补救来得容易。可以预计，如果不采取更为有效的“救市”措施，四季度及明年一季度实体经济受损的概率极大。

Column | 专栏

同样的土地，以前只能收割作物，政策一变，现在却能收割金子。对比英美法系确立财产权和欧洲大陆的高福利的体制，农民的土地收益权这项土地政策具有非凡的历史意义。

伟哉，农民由“土里刨食”而“土里刨金”



我们这一代人对“三中全会”是有特殊感情的，面对“文革”后留下的烂摊子，小平同志提出“解放思想，实事求是，团结一致向前看”。随后党的十一届三中全会拨乱反正，解决了“文革”中遗留的问题，并启动了农村改革的新进程，确立了以家庭联产承包责任制为主体的农村新型生产关系，为今后农村生产力水平的飞速发展吹响了号角。

可以说，没有十一届三中全会，就没有农村生产力的解放，就没有农民温饱问题的基本解决，就没有改革开放和今天国家的强盛。

而历史将证明，确定了农民的土地收益权的十七届三中全会是又一次在历史上留下深刻印记的“三中全会”，对于占我国人口总数超过百分之六十的农村人口来说，是具有重大历史意义的事件。几千年以来，他们面朝黄土背朝天辛苦劳作，把土地当作吃饭的依靠，取得微不足道的收入，所以就有了“土里刨食”这种说法。以前地方政府要征地，便会成立一级土地开发公司，采用“一套班子，两套牌子”的做法，给予农民以或多或少的补偿，从此便买断了他们的土地收益权。如果以后土地增值或者在该块土地上建立的项目有了盈利，则收益全部会被开发商和地方政府拿走，土地的原主人农民却没有任何从这些收益中“分一杯羹”的权利。我的岳父母就属于“失地

农民”，他们的土地已经在这届三中全会之前被地方政府收走。他们的经历告诉我：仅靠出售土地上种植的农作物取得的微薄收入，仅能满足农民的温饱，无法从根本上改变我国几千年来农村落后、农民贫困的状况。所以说中国的农民苦，中国的农民累！

而今，十七届三中全会的召开，确立了农民对土地的收益权，抓住了我国农村土地制度矛盾的关键。在这个前提下，与以往地方政府对被征用土地的武断定价不同，今后可以以公开市场拍卖的方式，让市场来对土地的收益权定价，并且农民可以把土地将生产资料的名义入股在该土地上的在建项目，从而参与该项目的收益分红，以前只能出售农作物或一次性把土地使用权转让给一级土地开发商，而从这届三中全会开始，农民却可以长久地享受土地今后带来的收益，真正由以前的“土里刨食”转变为“土里刨金”。

可以预见，此举可以从根本上提高农民收入，使农民参与到房地产的利润分配中去，长久地享受土地收益所带来的好处，从而更加快体现和谐社会的本质。

对比如英美法系确立财产权和欧洲大陆的高福利的体制，该项土地政策具有非凡的历史意义：我国把自身客观情况与各国经验相结合，既明确并尊重人的财产权，又兼顾到了社会福利，是中国在探索人类文明制度和建设社会主义的道路上的又一次伟大探索。

展望未来，我对农村的发展前景充满

了信心。新制度的颁布，确保了农民对土地的经营收益权，可以提高农民种田的积极性，对维护国家粮食安全具有深远影响。此举最大的意义在于可以从土地入手，从根本上解决农村长期贫困、农民收入增长慢的现状。农民收入快速增长，农民消费也会相应增长，可以预见一个广阔的农村大市场将会被开发出来，可以在很大程度上扩大我国内需，缓解我国经济对外的依存度，刺激我国经济快速增长，对于建设社会主义和谐社会具有重大意义。

从1978年的十一届三中全会到现在的十七届三中全会，30年的时间中，我们在社会主义道路上进行了不懈的探索。十一届三中全会确定了国家对农业实行家庭联产承包责任制，大大解放了农村的生产力，解决了农民的温饱问题，使农民能从土里刨出食，并且填饱了自己的肚子，已经成为我国在社会主义道路建设方面的成功典范而载入史册。此次十七届三中全会，将会把千百年来农民“土里刨食”的状况变为“土里刨金”，同样的土地，以前只能收割作物，政策一变，现在却能收割金子。运用原有土地资源为农民创造更多的收益，真正使农民参与到社会发展的福利分配中去。我相信，几十年以后，当我们回首这届三中全会，我们会发现一如1978年的那届三中全会那样，是使中国发生天翻地覆变化的起点，也是中国社会向全面和谐的目标迈出的一大步。

■外论一瞥

《纽约时报》10月16日克鲁格曼专栏 担忧财政赤字为时尚早

现在可以很清楚地看到，拯救银行不过是个开始——其实对实体经济(nonfinancial economy)的拯救也迫在眉睫。

对此，人们必须要先将偏见抛在一边。如今，对政府的支出(指拿出巨资救市)大发雷霆似乎正在成为时尚，但增加政府支出乃是“医生药方”的遵从。不过，在讨论问题之前，让我们稍做停留，先来看看目前的经济状况——美国工业品和零售价格都大幅下跌，失业率几乎攀升到大萧条时的水平。长期的经济衰退已初见端倪。

怎么办？看看上次经济衰退吧。那是上世纪90年代，当科技泡沫破灭之时，人们普遍担心美国会像日本一样“失去十年”，但最后证明不过是杞人忧天——美联储通过降息神奇般地让美国经济起死回生。虽然，此次美联储又故伎重演，甚至将联邦利率下调到1%以下，但失业率却居高不下。显然，美联储此次的使命更加艰难。

然而，在另一方面，联邦政府似乎更应该大显身手——补助失业人群、救济联邦和地方政府，这样它们便不会因被迫削减开支而影响公共服务和提供就业机会。所以，目前的当务之急是扩大政府支出。现在负责任的做法就是要对症下药，还不是担忧财政赤字的时候。

(编译 张金翠)

《基督教科学箴言报》10月17日文章 全球金融的新警察

如果说在市场崩溃中还有那么一点乐观情绪的话，那就是欧洲和美国已同意通过重新考虑金融体系的全球规则——从而使资本主义世界再一次安全。

最近欧盟和美国采取了联合行动来支持银行和刺激资金流通，人们希望改革的呼声更加强烈了。

人们相信，重新制定“布雷顿森林协定”的峰会也许会在11月份召开。为取得会议的成功，众多的分歧需要解决。例如，美国从历史上来看比欧洲更易使金融机构失败，因为美国一直持有这样一种观点，即资本主义是通过不断“知错就改”而曲线进步的；英国与法国对冲基金和离岸金融中心的风险存在争议；把印度和中国纳入一个新的全球治理系统，有人担心它会削弱美国的支配地位。

其实，在任何协定中，美国都需要小心谨慎，不要削弱美元的地位，要知道美元占到了全球货币交易量的60%。美国仍然是贸易和金融的基准国家(anchor country)。

然而，就像1944年那样，为建立一个其他国家也能参与的全球体系，美国需要再一次改变它的前进方向。在这种新的全球体系中，多国合作机制将成为全球金融的新警察。

(编译 张金翠)

《读卖新闻》10月17日社论 金融对策孤掌难鸣

市场发出了警告：在防止金融体系崩溃的“紧急手术”之后，有必要采取跟进“治疗”以阻止经济萧条的加剧。因次贷危机而深受重创的欧美各国以及萧条加剧明朗化的日本均急需制定挽救经济的新对策。

种种迹象表明，市场忧虑已从“金融”转向“实体经济”。在美国，作为经济增长引擎的消费已经接近熄火，金融机构财务恶化导致信贷艰难，对金融萎缩带来严重经济萧条的担心愈发强烈。希望作为混乱震源的美国意识到自己的责任，阻止金融危机发展为世界的经济恐慌，在早期追加加息的基础上，迅速制定包括动用财政等的总体政策。

日本灵活运用产业再生机构度过继金融危机后袭来的产业危机的经验，对其他国家的对策而言具有启示意义。当然，日本仅仅依靠以应对原油价格上涨对冲为中心的综合对策也是不够的。为了应对金融恐慌和外需低迷，扩大信用保证制度以支持中小企业资金筹措，在设备投资和住房建设方面减税等政策有望奏效。

(编译 梁宝卫)

《金融时报》10月16日评论 银行回归基本功能

在流动性过剩的环境中，银行发明了太多的不知所谓的金融衍生品，而它们应承担的基本责任却被忘记。这就是确保资金的循环、借贷增长不可无限度、认识到流动资产不总是充足且易获得的，还有就是金融创新包含着不可忽视的风险。

银行需要通过回归这些基本功能才有助于建立一个更为坚固的体系。银行必须关注客户、关注建立在长期客户关系上的周期生意，必须对管理风险保持谨慎。其中，最后一点尤为重要。

关于银行监管和规则制定者，技术性的解决方案对于重振市场信心是不够的。政策制定方面的清晰信息十分关键。在全球化市场中，信息不仅应该是充足、透明的，还应该能避免困惑，最大可能地提供关于风险的金融系统所有因素。作为银行，必须时刻关注流动性。金融机构的生命线就是资金。监管人通过衡量资金来对一个机构的偿付能力评估。我们已经看到流动性不足以将一家银行推到风口浪尖。

(编译 贺艳燕)

《卫报》10月15日评论 资本主义终结？ 不，是泡沫破灭

那些围绕自由市场崩溃的说法简直是胡言乱语。现在所发生的经济危机应该归结于松散的管理和懦弱的管理者。银行并没有被归为国有，仅仅是吸纳了国家的钱，他们仍然奉行多元，他们仍然是富有竞争力的机构，保持独立的董事会。他们的员工不是国家的仆人，投资者仍然保有他们的红利。

很多人将现在我们所采取的措施看成是资本主义制度的没落。这当然是错误的。所有的市场都需要规范。失败的是我们以前的措施，而不是市场经济本身。

1987年经济危机发生后，就有同样的奚落之声：“市场经济的丧钟”。今天也有，如巴克莱银行前首席执行官Martin Taylor不久前在电台说：“人们将回到旧式银行的时代，直到他们忘了已经发生的一切。”然后，新的游戏又将开始，商业脱离很多事情都能运转，但不能脱离私人银行。

如果政客不再夸夸其谈、胡乱指挥，英国和美国的房地产市场、金融系统将会回到轨道上。纳税人也会拿回他们的钱。在泡沫破灭后，政府放松对市场的调节将会使他们的功能更合适地发挥。

现在所发生的危机与资本主义制度的灭亡没有关系，应该说与资本主义制度经历一场事故后再次复兴的契机。

(编译 贺艳燕)