



# 博鳌亚洲论坛 2017 年年会简报

(总第 59 期)

博鳌亚洲论坛研究院

2017 年 3 月 26 日

## 分论坛 36

### 次贷危机十周年

时 间：2017 年 3 月 26 日上午 10 时 45 分至 12 时 00 分

地 点：国际会议中心一层东屿宴会大厅 D

主持人：

Finance Asia 主编 Matthew THOMAS 嘉 宾：

波士顿咨询全球主席 Hans-Paul Bürkner

耶鲁大学、香港大学金融经济学教授 陈志武

春华资本集团主席 胡祖六

日本Orix 集团董事长、CEO 宫内义彦

标准普尔执行副总裁、首席经济学家 Paul SHEARD

主要观点：

- 危机还会发生，总结危机教训，可以减少危机的发生频率、降低严重程度。
- 次贷危机的出现，宏观上，过于宽松的信贷条件，产生资产泡沫，泡沫破裂后叠加在上面的金融资产价值迅速缩水；微观上，金融机构太多、太大、太复杂、太关联，推动了危机的共振。



- 危机救助中，需要减少道德讨论，需要有人充当最后借款人角色。
- 市场不是万能的，监管也不是万能的，需要对市场参与者的风险管理能力进行管理和辨别。
- 中国经济的发展受益于改革开放，不要受到外部民粹主义和贸易保护主义的诱惑。
- 非银行金融机构要结合本国特点建立更加稳定的资本结构。

## 概 要：

金融危机每隔一段时间就会爆发，总结危机教训，可以帮助减少危机的发生频率、降低危机的严重程度。次贷危机的出现，宏观上，过于宽松的信贷条件，产生资产泡沫，泡沫破裂后叠加在上面的金融资产价值迅速缩水；微观上，金融机构太多、太大、太复杂、太关联，推动了危机的共振。危机中，要减少道德讨论，需要有最后借贷人角色。回顾危机，不能将洗澡水与孩子一起泼掉，需要客观认识资产证券化技术、货币政策与财政政策。同时，非银行金融机构也需要建立多层次资本架构，不能过度依赖资本市场。

## 危机处理中要有最后借贷人角色



Paul SHEARD 表示，危机发生时，他是雷曼全球的首席经济学家。美国次贷危机就像 30 年代的大萧条，人们会不断回顾总结。主要教训有两点：一、决策者以及监管机构，政府、央行等，应密切关注经济危机爆发的可能性并努力防止爆发；二、真的爆发危机，就不要谈论道德风险了，灭火时不要想这些，要有一个最后借贷人（Lender of Last Resort）的角色。次贷危机中，美国联邦法“第 30 条”确定美联储为最后借贷人，尽管这条法令多年未使用，在危机中的关键时刻发挥了作用。对危机的回顾，不能把洗澡水和孩子一起倒掉，需要客观审视资产证券化技术。

### 推动更聪明更有效的监管

胡祖六表示，金融危机还会发生，总结危机教训，可以减少危机的发生频率、降低危机的严重程度。美国次贷危机的发生，宏观看，是过于宽松的信贷条件，造成了太多的信用膨胀，导致资产泡沫，最终泡沫破了。而现代金融机构，太多、太大、太关联、太复杂，使得房产泡沫破裂后，叠加在上面的金融资产迅速缩水，从很小的资产价格变化，共振成了巨大的金融危机。

胡祖六指出，美国次贷危机与中国、德国、日本的账户顺差没有关系。他国的储蓄，可以投资其他更有意义及更有效的事情，与美国的资产价格泡沫没有必然联系。美联储是负有监管责任的，次



贷危机前已有多项数据表明市场的不可持续，但美国政府出于自身政治目标考虑，鼓励大家买房、构建社区等，包括美联储也在公开场合表达，不承认金融市场出现问题。

胡祖六表示，次贷危机前，宏观政策过于宽松，然而，危机后，需要的并不是更多的监管，而应是更聪明、更有效的监管。目前在中国，没有金融机构可以倒闭，没有投资人可以损失，这些都有危害。

### 警惕外部民粹主义及贸易保护主义的诱惑

胡祖六指出，资产证券化技术已经问世 40 多年，次贷危机的爆发并不是资产证券化技术本身引发，而是底层资产出现问题。中国的经济发展得益于改革开放，得益于开放的心态。目前，美国展现出一种民粹主义和贸易保护主义抬头的趋势。历史上，中国也有自己的民粹主义和贸易保护主义，要警惕外部的民粹主义及贸易保护主义的诱惑。

### 客观审视次贷危机后的财政政策与货币政策



Hans-Paul Bürkner 指出，评级工作是一项前瞻又微观的工作，需要放到宏观大背景中思考。衍生品的创造是基于金融基础，结构越复杂，最终购买者越不了解它的具体情况。次贷危机中，美联储行使了最终借贷人角色，但立法条例中，央行不可单独实施，还需经政府同意。而财政政策通过货币政策来重新分配财富，是否导致贫富悬殊，需要认真考虑。

### 次贷危机令中国受益，需警惕杠杆率提升

陈志武指出，次贷危机中他判断中国可以全身而退，并且从中受益，使全球中国的经济和政治地位更加上升，这是因为中国有方法可以快速促进经济。同时，中国处于高速增长轨道，而美国和西方的发达经济，相对来说，由于金融危机处于下行轨道，所以中国可以通过结构的方式从中受益，但中国需要警惕杠杆率提升。在历次金融危机中，中国政府都会果断出手，在崩盘的时候出手，这避免了大的危机，但这本身也会积累巨大风险。

### 企业需建立更加稳健的资本结构

宫内义彦指出，欧力士是日本最大的非银行金融机构和最大的综合金融服务集团。相比美国和欧洲的非银行金融机构融资结构 100% 依赖资本市场，欧力士 50% 融资来自银行机构、50% 融资来自资本



市场。次贷危机中，以雷曼为例，当高度依赖的资本市场出现问题时，美国和欧洲的非银行金融机构遇到巨大困难，而欧力士从借贷机构获得巨大支持，渡过难关。所以，非银行金融机构需建立与自身相适应的更加稳健的资本结构。