

经济金融前沿译丛

金融危机的教训

成因、后果及我们的经济未来

Lessons from the Financial Crisis
Causes, Consequences, and Our Economic Future

罗伯特·W.科尔布 (Robert W. Kolb) 编
郭田勇 等译



中国金融出版社

经济金融前

成因、后果及我们的经济未来

金融危机的教训

Lessons from the Financial Crisis

Causes, Consequences, and Our Economic Future

罗伯特·W. 科尔布 (Robert W. Kolb) 编
郭田勇 等译



中国金融出版社

责任编辑：王雪珂
责任校对：李俊英
责任印制：丁淮宾

Lessons from the Financial Crisis Causes, Consequences, and Our
Economic Future, Robert W. Kolb.

Copyright© 2010 John Wiley & Sons

All Rights Reserved. This translation published under license

北京版权合同登记图字 01 - 2011 - 2445

《金融危机的教训 成因、后果及我们的经济未来》中文简体字
版专有出版权属中国金融出版社所有，不得翻印

图书在版编目（CIP）数据

金融危机的教训 成因、后果及我们的经济未来（Jinrong Weiji de
Jiaoxun Chengyin、Houguo ji Women de Jingji Weilai）/ 罗伯特·W. 科
尔布编；郭田勇等译. —北京：中国金融出版社，2012. 9

（经济金融前沿译丛）

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6460 - 1

I. 金… II. ①罗… ②郭… III. ①金融危机—文集
IV. ①F830. 99 - 53

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 142900 号

出版

发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533（传真）

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686（传真）

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 42.5

字数 670 千

版次 2012 年 9 月第 1 版

印次 2012 年 9 月第 1 次印刷

定价 78.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6460 - 1/F. 6020

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

翻译人员：

郭田勇

周 靖 崔 娇 赵世宇 史 琪 朱 杰

贺雅兰 王 玮 汤 雯 曾瑜琨 尹昭远

曾阳阳 赵 亮 张翠华

内容简介

为更好地理解当前危机的起源、现状及未来轨迹，人们花费了大量的精力来研究“大萧条”，有些人仅仅把它当做一个借鉴，有些人却试图用它来指引未来。尽管此次危机与“大萧条”大不相同，但至少有一点是类似的——即使事件已经过去，有很多经历过危机的人会尽量去理解这个事件，并且其中将有很多人会在接下来的十年甚至几十年继续研究下去。

迄今为止，许多关于危机的书籍和杂志已经出版，并且获得了极大的重视，其中不乏一些引人入胜的好书。但是从这些书的覆盖范围及对事件和人物的描述可以看出，它们并不能给此次危机一个精准的定义。与此同时，一部全新的作品正在孕育，其与畅销书和电视访谈性质不一样，将比那些速成的创作以及那些已经出版但没有深度的书籍在研究危机的问题上更有价值。

本书的主要目的在于引导一般大众对危机的核心问题能有更加深入的理解，这些文章主要是由政府部门的学术研究者 and 经济学家写的，本来主要针对的是政策制定者和学术研究者。毋庸置疑的是，本书的大部分思想和研究对于一般大众来说可能有点难度，因为其中充斥着大量的数理研究、计量方法，而且都是发表在学术刊物上的。但本书的核心意图在于把当下这些研究的学术观点传播至更广泛的读者，并且想要以超越一般学术传播的速度来达到这个目的。

本书共包含 78 篇文章，几乎都是结论性的呈现，结论都取自经济学家创作的规范的学术论文。在这些文章中，我们尽量地减少了专业术语的使用，删除了多余的技术处理，着重呈现这些研究中的主旨观点。如此一来，本书就完全是关于如何理解金融危机的：危机怎样发生？怎样发展？对人们生活的影响怎样？对经济的影响怎样？对社会结构又有哪些影响？

本书共分为十一个部分：

1. 危机概述
2. 金融危机的原因及后果
3. 借款人分析
4. 资产证券化的过程
5. 风险管理及失败
6. 监管问题
7. 制度问题
8. 美联储，货币政策和金融危机
9. 危机对经济体系的影响
10. 金融危机的国际视角
11. 危机的解决方案和我们的经济未来

危机概述

第一部分对危机进行了全方位的概述，比如说，大部分的分析师都认为杠杆化操作是引起危机的关键因素，但是危机的根源跟社会的性质有关系吗？其中一篇文章就提出了是否存在杠杆操作过度的倾向取决于自由民主的思想本质。另一篇文章重点关注了次级抵押贷款的作用，文章认为抵押市场出现的问题只不过是当今资本主义全球化中结构深化和政治经济问题的反映，而不是危机的主要原因。另有文章提出疑问，“我们原本可以预见危机的发生吗？”该文章认为当前危机的发生主要是因为我们在以前危机发生时没有尽可能地吸取教训。

金融危机的原因和后果

第二部分更进一步分析了危机产生的原因以及接下来对经济和生活产生的后果。回过头来看，美国房价上升趋势不稳是非常明显的，其中一篇文章就讲到了是资产泡沫和金融创新的交织产生了此次灾难，而本来单独一个因素就已经很不稳定了。由于需要迫切了解危机发生的原因，以至于可能很多最初的分析都存在问题，这不足为奇。其中有一篇文章揭露了各种“次贷危机的神话”，最后得出结论，“在释放出任何信号之前，次贷危机就已经存在许多年了，借贷、证券化、杠杆化以及房市过热滋生其成长”。

在某种程度上，危机的原因可以追溯到政府某些用意良好的政策，比如说，对人人有其屋的迫切追求，尤其是满足那些可能永远也买不起房的人也能享受到有屋住的愿望，这个好的用意导致的后果之一就是把金融危害强加给了那些本来应该享受到利益的人们。除了这个“作用”，此次危机还有一个巨大的“社会作用”，那就是使风险极大社会化，使大部分人承受了负债的重担。

借款人分析

无须争论的是，房地产市场存在的问题是金融危机发生的核心，进一步，借钱买房的人是整个房市运转的核心。这部分主要讨论的是借款人在促进危机产生中所扮演的角色，更具体地说是讨论次级借款人。当然，如果不考虑单个个体的差异就想完全解释成千上万的借款人行为，那是不可能的。更进一步说，是某些借款人直接导致了危机，而其他的大多数人只是受害者罢了。毫无疑问，这些次级贷款人也是无意中导致了危机的发生，并且同时也是危机的受害者。

某些小事物的发展可能对借款人和危机的演化产生了深刻的影响。有一篇文章显示，自动保险系统的发展极大地加速了贷款过程，降低了贷款成本，节省下来的成本又可以借给原来不具备条件的借款人，这样一来，极大地放大了信贷投放规模。

次级贷款上的掠夺性行为也应值得重视。有些文章指出，许多借款人其实是“掠夺性放贷”（predatory lending）的受害者，其中，抵押经纪人和贷款机构通过诱惑一些思想幼稚的借款人买房来获利，而这些人根本就不具备还款能力。与此同时，一些借款人可能存在“掠夺性借款”和抵押欺诈行为，他们通过捏造自己的金融能力和意图来借钱买房。

资产证券化的过程

抵押贷款证券化具体包括购买抵押贷款、构建资产池、销售资产池产生的现金流支持的证券。第一只抵押证券化产品是“转付证券”（pass-through certificates），从资产池的支付中抽出一部分给每个持有者，这种简单的证券化方法在接下来的十几年里取得了相当不错的成绩。

最近几年，随着抵押贷款证券化的金融创新，许多基于资产池的证券

化产品应运而生。抵押贷款资产池中的“支付”被切割成各种部分，组成更为复杂和令人费解的产品——担保债务凭证（CDO），随着证券的复杂程度越来越大，对证券的定价也变得越来越困难，整个证券化过程在抵押贷款市场和金融危机中扮演了举足轻重的角色。

产品的模糊性增强和定价难度的加大导致我们大幅低估了风险，在给定真实风险的情况下，因为这些令人费解的证券被过度高估，当潜在抵押贷款市场开始出现大量违约时，规模巨大的损失就形成了，直到市场终于意识到这些证券有如此高的风险。

除了证券的复杂性，经营模式的转换在资产证券化过程中也起了巨大的作用，原来的经营模式是“贷款并持有”（originate-to-hold），现在的模式是“贷款并证券化”（originate-to-distribute）。在原来的“贷款并持有”模式中，贷款者——通常指当地的银行或储蓄机构——贷款给房屋购买者，并且在贷款期间一直持有房屋抵押权。相比而言，在“贷款并证券化”的模式中，贷款者在贷款的同时并不会有意去持有抵押物，而是将其卖给做证券化产品的机构。在本部分有文章提到，这种新的发起抵押贷款的方式蕴涵了各参与者动机的变化，这些动机最终被证明是反常的。比如说，贷款者持有抵押品作为自己的资产将可以保证借款者如约偿付，但是，如果抵押品立马被出售，那么借款者的还款能力对于贷款者而言就变得不是那么重要了。

风险管理及失败

现代金融，在次贷危机和金融危机中变得“谦虚谨慎”之前，素来以评价和管理风险的精细为傲，但此时，这些分析及管理方法的失败被展现得一览无余。本部分文章着重评价了风险管理的错误之处及改进方法。

近年来，金融分析变得越来越精细化和数理化，现在看来，这些复杂的工具在抵押支持证券的风险面前是无效的。当前，对于这些工具的再度评价是比较悲观的，而且在未来几年对这些工具的依赖也会有所降低。尽管此次经历了很大失败，但这些数理工具在某种程度上还是很有用的，所以问题变成了怎样更有效地利用这些强大的分析工具，而不被这些工具俘虏。

风险管理的一个缺点是把风险管理外包给了信用评级公司，如标准普

尔、穆迪和惠誉，这个缺点现在已是清晰明了。由于分析上的失误和反常动机的存在，很明显的是，评级公司过度夸大了许多抵押资产支持证券的安全性。在这些评级公司受到批评的同时，投资者也应该为自己的风险评估能力承担责任。回过头来看，许多投资者是比较愚昧的，只要是评级公司推荐 AAA 级证券就购买，根本不作更多的咨询。

监管问题

通常认为，金融危机的原因和解决之道都在于监管。最简单的分析就是，监管失效导致了所有的问题，当前需要的就是要加大监管力度。当然，现实要复杂得多。本部分文章主要讨论了监管者的角色及监管失灵，目的在于改善和加强当前的监管制度。

有研究认为，房地产市场监管结构不合理是导致危机发生的最主要原因，这是由于美国政府采取了与“大萧条”时期一样的政策，即鼓励更大范围的住房拥有率。更有甚者，如果研究那些面临最大和最愚蠢风险的机构，会发现大部分机构背后都有政府的身影，比如说大的商业银行和政府支持的实体（government-sponsored entities），诸如房地美和房利美。

同时要承认的是，除了监管机制设计得不合理，监管的放松和监管力度过小同样不可忽视。比如，证交会（SEC）在 2004 年放宽了对投资银行的资本金要求，这些银行立刻就加大了杠杆化操作，提升了风险。同样地，在 2004 年政府放弃了对信用违约互换的监管，这在危机中产生了巨大的损失，严重威胁了整个金融系统。

制度问题

除了监管系统的崩溃，其他社会和经济制度的失效也促进了危机的发展。在此次危机中，有太多的问题需要追责，本部分的文章主要分析了危机中比较特殊的几个制度问题。

最近二十年金融机构力量和覆盖范围提升，我们可以称为金融联合（financial conglomerates）。例如，花旗银行在 2008 年 11 月 18 日给出了一个关于它庞大规模的信号，宣称要在全球范围内裁减五万名员工（一个突然在职工名单中发现存在五万多名多余员工的公司必然是一个超级大的公司）。其中一篇文章提到，此次危机的所有损失中，很大部分集中在这些

金融联合大鳄中。

经济和金融学术界也应该承担一部分责任，因为其过分强调与现实脱节的华丽模型。此外，金融危机反映出公司管理方面也存在巨大的问题，包括高级管理者和中层管理者之间的管理冲突。同时，政府支持的实体，它们是比较特殊的群体，是由政府创建或控制的私营企业，这些企业也应该受到责备，因为它们没有很好地发挥它们的社会功能。

美联储、货币政策和金融危机

到2009年中期，危机渐缓，经济中逐渐出现“复苏绿芽”，美联储每天都在采取各种行动来消除危机。但是某些分析显示，美联储也是危机的罪魁祸首之一，同时在危机中扮演着减小危机影响的至关重要的角色，当前扭转危机的措施又可能在将来产生更大的金融问题。

有观点认为，危机之前，美联储的宽松货币政策和人为的低利率政策引致了抵押借款者的无节制行为，从而直接导致了房地产市场危机和接下来的系统性影响。根据这种分析，美联储确实应该为危机承担一部分责任。

尽管美联储可能是导致危机的一个原因，但其阻止危机蔓延的努力不容忽视。实际上，作为美联储主席，伯南克正在拿自己一生的教授生涯与危机对抗，因为他的荣誉全部来自对“大萧条”的研究。随着情况逐渐稳定，看起来金融全面崩溃的局面已经得到了扭转，美联储也因为其快速的反应措施获得了社会的极大认同。但在成功拯救金融危机之后，新的担忧又出现了，这些扭转危机的措施在接下来的几个月或几年里可能引致严重的通货膨胀。

危机对经济系统的影响

金融危机向世人表明，我们的金融和经济系统并没有我们想象中的那样稳健。外部的压力通常能够显示各种结构的弱点，此次金融危机就检验了整个经济系统的弱点。

本部分主要讨论了金融危机反映出来的几个具体的弱点，其中最主要的弱点就是我们的金融系统整体暴露于系统风险中，即存在系统性的弱点，系统的某一部分发生问题，会立刻传至其他部分，而以前这几者之间

可能被认为是互相独立的。亚洲金融危机和长期资本管理公司（LTCM）的破产已经向大家展示了早期的信号——我们处于金融全球化和一体化的时代，各国系统都是紧密相连的。但在此次危机中，这一点早已被大家遗忘。

此次危机也展示了新的关联关系，其中在信用传递和交易对手风险两个领域中表现得最为强烈。比如说，关于贝尔斯登的谣言导致它的凭证价值受到质疑，这种不确定性很快传递至其他跟贝尔斯登交易的公司，大家担心如果贝尔斯登不能兑现凭证，那么它的债权人又会受什么影响呢？交易对手风险与信用传递风险比较类似，在信用违约互换中尤为严重。当美国国际集团（AIG）表示愿意给予那些突然违约的公司保险时，对那些互换的交易对手而言意味着什么，如果 AIG 违约又将会有怎样的影响呢？当金融危机中出现令人惊奇的突然性事件时，对偿还能力的恐惧的传播速度将与谣言一样快速。

金融危机的国际视角

有人认为世界的中心在华盛顿与纽约之间，尽管这种说法一般而言不准确，但它反映了美国在此次次贷危机中的重要地位，因为其有着庞大的次级抵押贷款市场以及吸纳各国到美国投资的强烈需求。即使金融危机有“美国例外论”（American Exceptionalism）的意思在里面，但正如本部分的文章所讨论的那样，危机的传播早已超越了美国的海岸线。

尽管次贷危机在美国最为严重，但很明显其他国家也在遭遇着相同的问题，美国经历的风险被传递到了世界的每一个角落，世界共同承担着这些风险。

也许冰岛的情况在所有国家中最糟糕，不可思议的是，以美国为中心的金融危机传递到了冰岛的整个银行系统，并最终导致了冰岛经济的全面崩溃。

危机的解决方案和经济的未来

本部分文章主要讨论的是对未来经济前进的期待，灾难过后，第一个任务就是评价损失，本部分的一些文章着重分析了危机对经济的长期影响，除了评价之外，另一些文章着重指明了解决之道和应对之法。

金融危机的教训

成因、后果及我们的经济未来

通常而言，对一个问题的处理可能会引起另一个问题的诞生，所以，我们有很强的动机去设计不会对将来产生危害的解决危机的方法。抵押贷款证券化的过程被证明其中含有许多灾难性的缺点，尽管如此，证券化同时以一种对社会有利的方式刺激了信贷流，完善了金融市场。所以，我们应该思考如何重新构建证券化过程，使其不仅能避免之前的问题，而且能更有效地利用信贷方式获利。

毫无疑问，各种金融监管措施正在改进，但是到底应该如何构建监管体系还不是很明了。信用违约互换一直以来就没有得到监管，但这些契约的潜在性违约有着严重的系统性危害，如今这些工具肯定是要受到监管的。一些人要求禁止赤裸信用违约互换（naked credit default swaps）的交易——赤裸互换（naked swap）的意思就是契约的一方完全没有面临任何的金融风险。但是如此的提议可能仅仅反映出其对于衍生品市场运作及做市商替不愿承担风险者承担风险的重要作用缺乏了解。

作为政府产物，房地美和房利美至少意味着两点，这两点非常重要。第一，它们是受联邦政府监管的，由总统直接任命大部分的董事会成员；第二，在此次危机中，它们被政府接管，它们的责任将由政府出面担保。因为政府可能永远不会亲自经营这些公司，所以，对于这些公司，需要创建新的监管机制来获取更大的成功。

目 录

第一部分 危机概述

负债经营与自由民主	3
关于全球性金融危机的房地产经济学解释	9
关于次级贷款及其各项症状：金融危机的政治经济分析	17
2008 年金融危机中的政治经济学	24
2008 年全球金融危机：祸起何处	32
危机的根源以及如何结束危机	39
安然事件重演：三方面解析次贷危机	46
全球经济危机及起源	56
2008—2009 年金融危机的四个悖论	63
理解次贷金融危机	73

第二部分 金融危机的原因及结果

金融危机的起源	83
次级抵押贷款的十个荒诞观点	90
金融危机：何以至此？去向何方	
——关于危机如何在金融机构之间蔓延的新证据	97
十年危险的生活	
——抵押贷款、金融危机和经济危机的原因及结果	105
了解次贷危机	110
神奇的金融工程，还是遗留资产	120
2007—2009 年金融危机始末	126

金融危机的教训 成因、后果及我们的经济未来

次级抵押贷款问题

——起因及可能的解决方案	134
资产泡沫及续发的金融危机	141

第三部分 借款人分析

次级房贷的过去、现在和未来	151
FHA 贷款以及信贷投放的政策响应	158
互联网时代的单个家庭抵押贷款行业：技术发展与市场结构	166
信贷过热引致的灾难	
——抵押信用市场的过热和危机的产生	178
次级抵押贷款：我们从新型有房者那里可以学到什么	184
评级机构	
——次级贷款市场中掠夺性贷款的帮凶	194

第四部分 资产证券化的过程

2007 年信贷市场危机中资产证券化扮演的角色解读	203
OTD 模式下的抵押贷款动机研究	212
证券化会导致宽松筛选吗	
——来自次级抵押贷款的证据	221
摩天楼的倒塌	
——次贷危机	229
为解决贷款危机的抵押贷款服务商的动机和贷款修正设计	237
金融危机中结构性金融的作用	
——介绍性概述	244
信用评级机构的问题性实践	
——住房抵押贷款支持证券被忽略的风险	252
资产的复杂性是否引发了评级偏差	264
银行借贷中的发起—配售陷阱	271

第五部分 风险管理及失败

金融危机的行为基础	281
金融危机风险管理失败个例	288
金融监管外包给风险模型	298
风险模型的未来	305
2008—2009 年经济危机中, 风险管理到底怎么了	311
全球金融危机对衍生品交易风险管理的教训	322

第六部分 监管问题

动荡期的监管和金融稳定	331
2007—2009 年的财政危机: 是因为财政监管条例的缺失还是财政监管者 的失职	342
论英国北岩银行和美国大型金融机构的覆灭 ——公共政策教训	349
为什么证券监管制度无法阻止 CDO 的彻底垮台	360
通过会计透明化抑制管理中的乐观估计 ——以证券化为例	367
审判《巴塞尔协议 II》: 在金融危机中充当何种角色	374
信用评级机构在当前灾难中的角色和未来的改革前景	382
全球性的金融市场管制	388
金融监管、行为金融与全球金融危机 ——探寻新监管模式	395

第七部分 制度问题

破解金融机构卷入金融危机旋涡中心之谜	407
公司治理与金融危机: 基于标准普尔 500 指数一个案例的研究	416
中级管理冲突	425

金融危机的教训

成因、后果及我们的经济未来

金融危机和学术经济学的全面失败	434
房利美和房地美：私有化收益与社会化损失	444
揭示次贷危机的败笔	450

第八部分 美联储，货币政策和金融危机

联邦储备政策和房地产泡沫	461
金融危机中格林斯潘和伯南克在美联储所扮演的角色	468
针对货币政策的风险管理方法：从 2007—2009 年金融危机中得到的 教训	475
唤醒通货膨胀的怪物：美国的货币政策和美联储	484
联邦储备系统资产负债表的转变及其含义	492

第九部分 危机对经济体系的影响

市场和系统性风险	505
危机中流动性冲击的传导	512
由对手方风险引发的信用蔓延	520

第十部分 金融危机的国际视角

仅仅在美国吗？房屋市场由繁荣转向崩溃	531
全球金融危机下的风险溢价	538
澳大利亚在金融危机中的经验	550
金融危机：冰岛式的英雄悲剧	558
冰岛的银行体系和政治经济危机	565
次贷危机：对新兴市场的启示	574

第十一部分 危机的解决方案和我们的经济未来

金融危机的长期成本	589
-----------------	-----

应对金融危机	
——流动性不足和政府干预的作用	597
危机下的财政政策	605
证券化的未来	613
破产后贷款协议的修改	620
影子破产系统研究	628
对房利美和房地美的监管	637
加强对对冲基金的管理能够降低系统性风险吗	645
信用违约互换的监管	654