

西方经济·金融前沿译丛

政治泡沫

——金融危机
与美国民主制度的挫折

Political Bubbles

Financial Crises and the Failure of American Democracy

[美] 诺兰·麦卡蒂 基思·普尔 霍华德·罗森塔尔 著
贾拥民 译



西方经济·金融前沿译丛

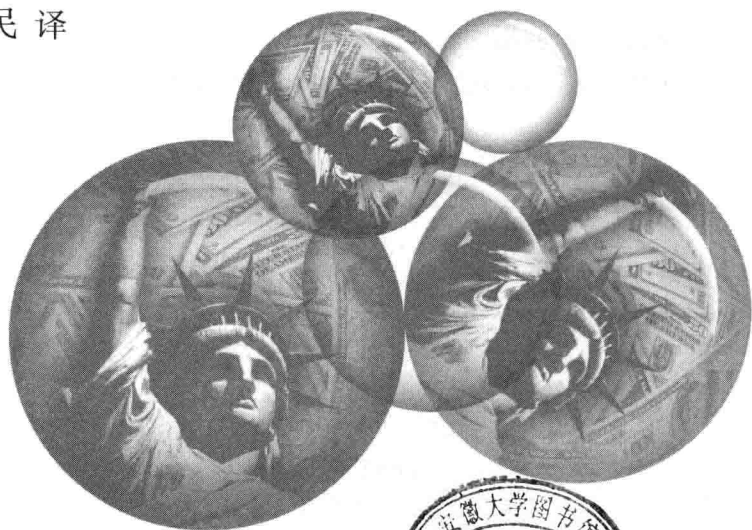
政治泡沫

——金融危机 与美国民主制度的挫折

Political Bubbles

Financial Crises and the Failure of American Democracy

[美] 诺兰·麦卡蒂 基思·普尔 霍华德·罗森塔尔 著
贾拥民 译



 华夏出版社

图书在版编目(CIP)数据

政治泡沫：金融危机与美国民主制度的挫折 / (美) 麦卡蒂, (美) 普尔, (美) 罗森塔尔著; 贾拥民译. —北京: 华夏出版社, 2014. 7

(西方经济·金融前沿译丛)

书名原文: Political bubbles: financial crises and the failure of American democracy

ISBN 978-7-5080-8136-6

I. ①政... II. ①麦... ②普... ③罗... ④贾... III. ①金融危机—关系—民主—政治制度—研究—美国 IV. ①F837.125.9 ②D771.221

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2014)第 120258 号

Political Bubbles: Financial Crises and the Failure of American Democracy

Copyright © 2013 by Princeton University Press. All rights reserved. No part of this book may be reproduced or transmitted in any form or by any means, electronic or mechanical, including photocopying, recording or by any information storage and retrieval system, without permission in writing from the Publisher

Simplified Chinese translation copyright © 2014 Huaxia Publishing House

All Rights Reserved

版权所有 翻版必究

北京市版权局著作权合同登记号: 01-2013-5917

政治泡沫——金融危机与美国民主制度的挫折

作 者 [美] 诺兰·麦卡蒂 基思·普尔 霍华德·罗森塔尔
译 者 贾拥民
责任编辑 李雪飞

出版发行 华夏出版社
经 销 新华书店
印 刷 三河市万龙印装有限公司
装 订 三河市万龙印装有限公司
版 次 2014 年 7 月北京第 1 版 2014 年 8 月北京第 1 次印刷
开 本 720×1030 1/16 开
印 张 21.75
字 数 345 千字
定 价 68.00 元

华夏出版社 地址: 北京市东直门外香河园北里 4 号 邮编: 100028

网址: www.hxph.com.cn 电话: (010) 64663331 (转)

若发现本版图书有印装质量问题, 请与我社营销中心联系调换。

致 谢

在我们的上一本著作《极化的美国：意识形态之舞与不平等的财富》（*Polarized America: The Dance of Ideology and Unequal Riches*）的结尾，我们曾经设想过，到底什么东西能够打破已经在美国延续了整整30年之久的经济不平等和意识形态极化的怪圈呢？当时，在仔细地排除了所有可能的“小儿科式”的解决方案——例如，开放的公开预选、重新划分选区、改革竞选资助制度等——之后，我们还试图将关于这个问题的讨论进一步引向深入。我们设想的其中一个场景就是，一场像20世纪30年代那样重大的金融危机引发了根本性的政治重组。20世纪的那次经济大萧条结束了自由放任主义在政治经济领域的统治地位，使美国过渡到了新政时代。

那本书出版之后，有几位同事说我们过于悲观了。事实上，即使没有出现金融风暴，整个政治体系也是有可能出现变化的。而且，上一次经济危机真的发生了之后，希望、变革以及新的政治生态也都随之出现了。历史已经证明，《极化的美国》一书的结论很明显是太过于乐观了。

我们确实曾经经历了很多危机，但是我们从来没有从中吸取到很多教训。本书的目的就是试图解释，在《极化的美国》一书中，为什么我们会在提出了那么多的正确观点的同时（至少我们自己是这么认为的），却得出了一个错误的结论。

本书的初稿曾经在许多同事和朋友当中传阅，他们的意见和建议使它得到了很大的改进，因此，我们要在这里感谢亚当·博尼卡、帕特里克·博尔顿、查尔斯·卡梅隆、珍-劳伦·罗森塔尔、约书亚·索普、克里斯·陶桑诺维奇，还有为普林斯顿大学出版社审读本书的两位读者和一位经济学家（他希望保持匿名）。在讨论《雇员退休收入保障法案》（Employee Retirement

2 政治泡沫

Income Security Act) 时, 巴里·萨克斯给了我们不少帮助。我们还要感谢汤姆·罗默, 在卡内基梅隆大学和普林斯顿大学的这许多年里, 他一直是我們最好的同事之一。本书中有几个观点就是我们在 2010 年与汤姆合作撰写一篇论文的时候提出来的, 这篇论文后来发表在了《代达罗斯》(*Daedalus*) 杂志上, 我们还在它的基础上为《赫芬顿邮报》(*Huffington Post*) 撰写了一篇关于拉斯·费因戈尔德的社论对页版评论。当然, 上面列出来的这些人当中没有一个人是完全同意我们在书中所表述的观点的。但是, 我们从来不以理论家自居, 而且非常欢迎争论。

诺兰·麦卡蒂要感谢参加过普林斯顿大学民主政治研究中心研讨会的与会者, 本书的中心论点曾经在该中心的研讨会上提出来讨论过, 这些与会者提出了许多反馈意见。感谢拉塞尔·塞奇基金会, 它为诺兰·麦卡蒂提供了机会, 使他完成了关于经济刺激计划与《多德—弗兰克华尔街改革和消费者保护法案》(*Dodd - Frank Wall Street Reform and Consumer Protection Act*) 的案例研究的初稿; 诺兰·麦卡蒂参加了由这个基金会资助、由南希·贝尔梅奥和乔纳斯·庞图森领衔的以应对金融危机为目的的研究计划, 在此过程中, 他得到了许多关于本书的宝贵意见。麦卡蒂还参加了关于管制俘获问题的托宾研究项目, 他与丹·卡彭特、大卫·莫斯等参与者的讨论, 对他构思本书中关于金融管制的政治因素那部分内容有很大的帮助。

基思·普尔感谢他的同事斯科特·安斯沃思、杰米·卡森和托尼·麦当娜, 他与他们对本书初稿进行了多次讨论。他还从参加他讲授的两门研究生课程以及一门本科生课程的学习的学生那里获得了许多有益的意见。

霍华德·罗森塔尔对于金融领域的政治经济学研究的兴趣, 源自他于 1995 年对位于布鲁塞尔的欧洲经济学与统计学高等研究中心 (*European Center for Advanced Research in Economics and Statistics*, 简称 ECARES) 的访问。罗森塔尔有一大群非常杰出的同事, 其中特别值得一提的有埃里克·伯格洛夫、帕特里克·博尔顿、马蒂亚斯·德瓦特里庞、艾尔萨·罗尔和热拉尔·罗兰。伯格洛夫很早就阐明, 在美国历史上, 破产政策一直是一个导致分裂的政治议题。运用我们发展起来的动态加权提名 (*DW - NOMINATE*) 模型, 可以分析投票系统内部存在的冲突。热拉尔·罗兰和阿卜杜勒·诺里运用这个模型研究了欧洲议会的决策过程 (阿卜杜勒·诺里当时还是欧洲经济学与统计学

高等研究中心的一位学生)。他们还满怀激情地与西蒙·希克斯一起撰写了一本专著,并且凭借它获得了由美国政治科学协会立法研究部颁发的小理查德·芬诺奖。最能体现伯格洛夫、博尔顿和罗森塔尔等人的长期合作精神的成果是他们共同撰写的论文《债务合约中的政治干预》,它解释了为什么政府总是倾向于救助债务人——即使这意味着必须承担道德风险。我们在《极化的美国》一书中,还以关于税收问题的博尔顿—罗兰模型为理论框架,分析了再分配过程中的政治问题。对于罗森塔尔来说,在欧洲经济学与统计学高等研究中心的经历使他的职业生涯发生了重大的转变。

我们必须对帕特里克·博尔顿致以特别的谢意。他是2008年12月于哥伦比亚大学召开的“防范未来的金融危机”国际会议的组织者。仅仅在几个月前,在筹备这次会议的计划的时候,还没有人意识到美国的金融体系即将走向彻底崩溃的边缘。博尔顿请罗森塔尔在会议上作一个简短的发言,讨论一下“危机政治学”问题。正是在这次会议结束之后,经过进一步的深入讨论,我们才决定要撰写《政治泡沫》这本书。在这本书逐渐成形的过程中,博尔顿总是随时随地为我们这个政治学家三人组提供经济学家的专业意见。在2011年至2012年间,博尔顿担任法国图卢兹应用社会科学研究所的首席主任,在此期间,他邀请罗森塔尔到应用社会科学研究所,围绕本书的内容举行了两次座谈会。我们感谢与会者,他们提出的意见帮助我们完善了本书。

在上述哥伦比亚大学的会议与图卢兹座谈会之间,罗森塔尔以本书内容为依托,在一次于意大利米兰卡托利卡大学举行的政治经济学国际会议上做了大会主题报告;他在罗彻斯特大学接受威廉·瑞克奖时发表的演讲,也是以本书的内容为主题的;另外,他在西班牙福尔塞特举行的理论政治科学普里奥拉(Priorat)研讨会上,也阐述了本书的观点。这些会议的与会者,尤其是其中的拉里·罗森伯格和圭多·塔贝里尼,提出了许多有益的评论,罗森塔尔在此表示由衷的感谢。除了学界的这些挚友之外,罗森塔尔还要感谢自2006年以来参加他在纽约大学的政治学和金融学研讨班的许多本科荣誉学生。

罗森塔尔还要感谢卢卡·博西和纳迪亚·博洛格涅西,他们在过去的13年里在皮埃蒙特为他提供了非常好的乡间别墅,《极化的美国》和《政治泡沫》两本书的许多工作都是在那里完成的。年复一年,他们一直在提醒人们,

4 政治泡沫

虽然这个国家的金融体系不断地恶化，政治阶层腐败不堪，似乎没有了未来，只剩下了堆积如山的债务，但是无论如何，它毕竟还拥有着许多美德。

本书的作者还要共同感谢米歇尔·安德森，她是一位非常出色的研究助理和编辑助理。我们这些作者在完成各自的写作任务时，与应对金融危机的措施有一个类似之处：它们都被拖延了。因此，我们要特别感谢普林斯顿大学出版社的编辑查克·迈尔斯，感谢他的耐心、坚持和远见。

导 论

楔子：一对在泡沫中生存的夫妻

本书的几位作者中，有一位非常不走运，他曾经受困于加利福尼亚州南部的房地产泡沫。他是2004年年底才搬到圣地亚哥的。在此之前的27年里，他和他的妻子已经在美国3个不同的州拥有过4个家。与普通人一样，这对夫妻也得与卖家讨价还价，并向银行申请贷款。因此，他们也得主动联系贷款人，进行再融资。

这对夫妻急于置业之时，正值圣地亚哥的房地产市场狂热之际。他们的房产中介提醒他们，一定要时刻随身携带手机，因为如果市场上出现了合适的房源，潜在的买房者通常必须在短短一天的时间内看好房并提出报价。一般来说，每套房都会吸引好几个买房者。在圣诞节前几天，这对夫妻看中了一套房子，房产中介建议他们立即向卖主出价，而且出的价格必须非常接近房主的要价才行。尽管他们当时已经和另一个房主约好，在圣诞节后两天就可以去看另一套房，但是还是决定立即出价买下这套房。最终他们的出价被接受了。

真正令这对夫妻大吃一惊的，是他们在与一位抵押贷款经纪人会面时发生的事情。这位抵押贷款经纪人的办公室与出售房子给他们的房地产公司位于同一幢楼内。这对夫妻可以选择许多种不同的抵押贷款，其中有好几种是他们以前从来没有听说过的。仅需支付利息的无本金抵押贷款虽然不错，但是这种好事似乎有点离奇；因此他们选择了优惠5%的30年抵押贷款。这里所说的第一种抵押贷款产品是由创世纪抵押贷款公司（Genesis Mortgage Corporation）提供的，该公司会在1个月内将贷款转售给美国富国银行（Wells Fargo）；第

2 政治泡沫

二种抵押贷款产品则是由位于俄亥俄州克利夫兰市的国家城市银行抵押贷款公司（National City Mortgage）提供的。而且在不到2个月后，国家城市银行就主动为他们提供了更多的信贷资源。这家银行为他们确定了房屋净值信用额度，他们可以在这个额度内贷款装修房屋。现在看来，是贷款人拼命向借款人丢钱，而不是借款人想方设法地从贷款人那里得到一笔贷款。当然，这对夫妻接受了这个信用额度。从当时的情况来看，在加利福尼亚南部拥有一幢房子，绝对会成为你最好的投资之一。只要你买下一幢房子，等10年后再次卖出，肯定能赚一大笔钱——当地人都在这样说。然而，后来发生的事情表明，事实并非如此。

国家城市银行本身就是金融泡沫的一个缩影。国家城市银行的历史可以追溯到19世纪中期，在1999年时，它还是一家声誉卓著、备受尊敬的银行。也就在那一年，它买下了第一富兰克林财务公司（First Franklin Financial Companies），并从此进入了次级抵押贷款市场。^①

此后，国家城市银行继续扩张。到了2003年和2004年，它每年通过次级抵押贷款业务获得的利润已经高达10亿美元。2006年，国家城市银行把第一富兰克林财务公司出售给了美林证券公司（Merrill Lynch），但是同时却留下了美林证券公司不想要的100亿美元的次级贷款。^② 国家城市银行的最终结局在这一刻就被决定了。此后，国家城市银行的次级贷款业务出现了大溃败。仅仅在2008年第二个财政季度，国家城市银行就损失了10亿美元；然后，在当年的10月，国家城市银行本身也不得不出售给了PNC银行。^③ PNC银行其实也好不到哪里去，它是利用来自《问题资产救助计划》（Troubled Asset Relief Program，简称TARP）的资金完成这项收购的。（另外，尽管没有接下那100亿美元的次级贷款，美林证券公司也很快就会走到自己的终点。）

再回过头来说这对夫妻的故事。2007年，他们获得了第二笔抵押贷款，不过不是从国家城市银行，而是从美国富国银行。美国富国银行允许他们以更多的“资产净值”为基础申请更多的贷款以装修房子。这对夫妻不知道，在那个时候，房地产泡沫已经破裂了。整个美国很快就会进入全面的经济大

① 请参阅马克·多多什的文章（Dodosh, 2008）。

② 请参阅兰迪·罗古斯基的文章（Roguski, 2008）。

③ 请参阅达蒙·西姆斯的文章（Sims, 2008）。

衰退。加利福尼亚的税收收入大幅下降。这个昔日所谓的“黄金之州”，将不得不放弃许多东西——加利福尼亚州对许多从本质上看完全不可调和的东西都有着强烈的激情，例如低税率、古拉格监狱、慷慨大方的公共雇员养老金。就连本书这位作者的雇主——加利福尼亚大学，也开始削减名义工资，方法是让教职员工休假，并且不支付休假期间的薪水。各个层次的公共教育机构，成了房地产泡沫破裂的最直接的受害者之一。具体到这对夫妻，减薪无疑会给他们偿还抵押贷款带来沉重的压力。

不过说到底，这对夫妻还是比绝大多数美国人都要幸运一些。有一天，电话铃声响起，他们在佐治亚州得到了一份更好的工作。因此，他们也能够买下一幢更大的房子了。不过，在加利福尼亚这幢房子上面，他们确实损失了一大笔钱。由于在房地产泡沫中受损，本书这位作者不得不推迟了原先计划好的退休时间。但是，与国家城市银行不同，这对夫妻毕竟幸存下来了；而且更重要的是，与其他几百万个贷款买房的家庭不同，他们毕竟还拥有自己的家。

全国性的泡沫

2008年秋天，美国的金融体系已接近于全面崩溃。9月15日，全美国最大的四家投资银行当中，有两家倒闭了，其中有一家雷曼兄弟，它直接宣布破产。雷曼兄弟无法找到买家，同时政府又决定不对它的不良资产提供担保（这样才有利于出售）。另一家是美林证券，这家全美国最大的证券经纪公司被出售给了美国银行，当然，价格是低得不能再低的了。

第二天，美国联邦储备委员会宣布对美国最大的保险公司美国国际集团（American International Group，简称AIG）提供总额为850亿美元的救助。美国国际集团的问题出在它的数十亿美元的掉期合约上面，通过这些合约，它为抵押贷款支持证券（MBS）和债务抵押债券（CDO）的违约风险提供保险。^①如果美国国际集团破产，那么有关的这些债券将会大幅贬值，进而引发

① 资产支持证券是指这样一种证券，其价值是根据特定的基础资产的回报来确定的。以抵押贷款支持证券为例，它的价值源于某个基础抵押贷款池的利息所带来的现金流量。

4 政治泡沫

整个金融体系范围内的更大规模的抛售、更大的损失和更凶猛的倒闭潮。3 天之后，即 9 月 18 日，美国财政部部长亨利·保尔森请求国会通过总额达 7 000 亿美元之巨的《问题资产救助计划》。当时，它还只是一个非常粗略的计划，从某种意义上说，它只是一张国会开给美国财政部的虚拟的空白支票，美国政府试图以此来向金融体系重新注入资金。这个计划的制定者声称，只要政府入市购买抵押贷款支持证券以及其他不良资产，就能够支撑起整个金融市场，从而遏制金融危机的进一步发展。

9 月 15 日开始的这一周内所发生的这些戏剧性的事件，使 2008 年 3 月政府出手救助贝尔斯登（BearStearns）以来的金融灾难进入了最高潮。仅仅在雷曼兄弟公司破产和美林证券被出售一个星期以前，美国政府刚刚接管了抵押贷款市场上的最大的两个“玩家”，它们就是政府支持的企业（GSE）——房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）。到了这一年的年底，美国联邦政府又直接控制了美国国际集团。金融危机的不断深化，进一步打击了在房地产泡沫破灭后就已经陷入了衰退的美国经济。失业率直线上升到自 20 世纪 80 年代初以来从来没有见到过的高位。传统上一直被当作美国制造业象征的汽车行业，也接近了崩溃的边缘，不得不在政府的主导下进行重组；以通用汽车公司为例，重组的结果是美国纳税人成了持有通用汽车公司股份的最大股东。直到 2012 年年初，通用汽车公司、联合金融公司（Ally Financial，它是通用汽车公司的子公司通用汽车金融服务公司的继承者）、美国国际集团仍然由政府管理，而房利美和房地美则仍然前途未卜。

毫无疑问，2008 年的金融危机对美国民众造成了极大的伤害，而且它几乎还影响到了全世界的每一个人。但是，造成这场大灾难的原因是什么，这至今依然是一个聚讼纷纭的问题。

许多人往往指责某些特定的微观个体，例如在华尔街攫取高额收益的投资银行家、在帕萨迪纳宣称求爷爷告奶奶不如借次级债的次级抵押贷款发放者、在拉斯维加斯的炒房者，等等。另外一些人则关注更宏观的结构性因素，例如金融创新的爆炸性发展、全球金融体系的失衡（导致美国和其他许多工业化国家充斥着来自中国和中东国家的信贷资金），等等。还有一些人则声称，这次危机无非是市场本身会变得疯狂的又一个实例而已，它所体现的群体性狂热，在本质上与发生在 17 世纪的荷兰郁金香球茎价格泡沫其实没有什

么区别。^①当然，我们不可能做出这种类似于“因精神失常而判定无罪”的判断。

我们要关注的焦点是位于哥伦比亚特区华盛顿的联邦政府。说得更明确一些吧，我们认为，危机爆发的责任，未能对美国金融体系进行真正意义上的改革的责任，大部分都应该由以下这些人来承担：历届国会议员、历届美国总统（吉米·卡特、罗纳德·里根、老布什、比尔·克林顿、小布什和巴拉克·奥巴马）以及他们的内阁成员和主要智囊（包括白宫办公室主任），还有领导了主要管制机构的官员，包括美国联邦储备委员会和美国证券交易委员会（SEC）的首脑。我们对这些人的行为与那些据说沉溺于“传染性的贪婪”和“非理性的繁荣”当中的就职于私营部门的高管的行为进行了对比研究。政治舞台上的行动者显然未能对金融创新浪潮和全球性的“储蓄过剩”做出适当的反应。政治家们不仅听任危机发展深化，而且在危机爆发后还迟迟不采取在公众看来再明显不过的应对措施。

“罪魁祸首”之一显然是闻名遐迩的美国联邦储备委员会前主席艾伦·格林斯潘。格林斯潘本人也是上述这些流行语的创造者，他曾经四次连任美国联邦储备委员会主席（其中两次是由来自民主党的美国总统任命的）。格林斯潘推行宽松的信贷政策，从而吹大了房地产泡沫，但是他却没有履行自己的职责，去调查和控制随着次级抵押贷款的创造而出现的大量欺骗性的“钓饵贷款”（teaser loan）和明目张胆的欺诈行为。2006年，小布什任命伯南克接替格林斯潘，出任美国联邦储备委员会主席。然而，这位继任者却表现得像是格林斯潘的一个克隆体（虽然伯南克不像格林斯潘那样喜欢发表声明）。直到2008年9月美国金融体系即将彻底崩溃之前，伯南克的行为一直出奇地消极被动。伯南克的消极态度可能反映了美国联邦储备委员会没有像许多人想象得那么“独立”。如果伯南克试图“捣乱”，国会和其他部门一定会束缚住他的手脚的。

导致金融危机的“罪犯”的“出身”是不分党派的，民主党、共和党都难辞其咎。他们既包括由共和党 and 民主党总统任命的像格林斯潘这样的管制

① 请参阅克里斯托弗·富特、克里斯托弗·杰拉迪和保罗·威伦的工作论文（Foote, Gerardi, and Willen, 2012）。

机构首脑，嘴里整天嘟囔着“自由市场”和“私人所有权社会”等口头禅的共和党国会议员和白宫官员，还包括拼命想让穷人住进他们自己无法负担的房子的民主党人。曾经担任过比尔·克林顿总统的白宫管理和预算办公室主任的富兰克林·雷恩斯，还有曾经担任过沃尔特·蒙代尔、阿尔·戈尔和巴拉克·奥巴马的顾问的詹姆斯·约翰逊，后来都出任了房利美的首席执行官，这算是对他们的贡献的一种回报，但是这种回报显然过于丰厚了。^① 2002年，时任比尔·克林顿总统经济顾问委员会主席的诺贝尔经济学奖获得者约瑟夫·斯蒂格利茨，还与后来出任奥巴马的经济顾问并在花旗集团就职的乔恩·奥斯泽格联名，为房利美出具了一份意见书，信誓旦旦地宣称，房利美破产的机会只有五十万分之一。

让低收入者和少数族裔“居者有其屋”是民主党全神贯注的当务之急，为此他们创立了房利美，这是房地产泡沫的一大成因；然而，更加重要的一个因素或许是民主党接受了解除对金融领域的管制、推行金融自由化的主张。在这方面，最突出的例子是克林顿担任总统期间的美国财政部部长罗伯特·鲁宾和拉里·萨默斯。鲁宾曾经先后辗转就职于高盛公司（Goldman Sachs）和花旗集团，而萨默斯则在那届政府任期结束后去了著名的对冲基金德邵公司（D. E. Shaw）。

自从金融危机以及由此而导致的经济大衰退出现以后，关于“我们到底做错了什么？”这个主题，专家、学者们已经撰写了大量著作。那么，我们不能说出什么新东西来呢？当然，我们并不是唯一也不是最早强调华尔街对华盛顿的影响的一批学者。其他一些学者走得比我们远得多，他们甚至暗示，华尔街已经“俘获”了华盛顿，来自华尔街的人总是能够得到自己想要得到的东西，而且总是马上就能到手。我们认为，这样一种解释显然过于简单化了。

政治家们、政客们、决策者们所采取的行动，确实有许多是无法归结为华尔街输送利益这个动机上去的。例如，小布什政府中的财政部的许多高官，都与华尔街有着千丝万缕的联系，他们在2008年年初的时候非常不情愿地去

^① 关于雷恩斯等人获得的补偿，请参阅路西安·贝布夏克和杰西·弗莱德的论文（Bebchuk and Fried, 2005）。

请求国会授权来解决金融危机。到了那一年的年末，或许是因为国会曾经反对财政部救助投资银行贝尔斯登，他们就听任雷曼兄弟破产，而不再请求国会授权去救助它（因为国会可能会反对）。值得指出的是，尽管雷曼兄弟在美国大选期间捐献了巨额资金，而且它的首席执行官理查德·福尔德当时还担任着纽约联邦储备银行的主席，但是这一切都没能挽救雷曼兄弟。财政部不愿触怒国会（虽然国会是在共和党的控制之下）的做法可能是有理由的，因为在雷曼兄弟破产后不久，当政府第一次提出《问题资产救助计划》时，就遭到了国会的否决。

作为第二个例子，我们不妨再来考虑一下金融行业在推进关于个人破产法的“改革”时所面临的困难。维萨、万事达和其他债权人花了整整7年时间才全面推行了这项于2005年通过的、使消费者的破产变得更加困难的法律。金融行业的确是非常强大的，但是它并不总是能得到自己想要得到的东西。此外，这个行业是具竞争性的，而且并不是完全同质的。贝尔斯登和雷曼兄弟破产、美林证券不再作为独立的公司而存在，对于高盛和摩根士丹利等幸存者来说，或许都是值得庆幸的消息。因此，我们认为，重要的是，金融界的利益在华盛顿究竟是怎样体现出来的？在什么时候会产生最大的影响？

政治如何通过各种途径加剧了金融危机？我们的解释能够使我们对这一问题的理解更加微妙而深刻。在这个问题上，大部分关于金融危机的政治基础的讨论都集中在金融部门的政治利益上，与此不同，我们要同时强调“三个I”，即意识形态（ideology）、制度（institutions）和利益（interests）。

某位政治家所采取的行动不仅反映了组织化利益的压力，而且反映了他本人的个人信念——政府在管制金融部门时究竟应该扮演什么角色？我们在本书中将会证明，这类思想信念通常是根深蒂固的，在很大程度上不会随着新信息的出现而改变。毫无疑问，政治家们表现出来的能够被旁人观察到的思想，反映的是一种“混合物”，夹杂了他们真正的个人信念、选民的信念，以及与个人利益密不可分的“任人唯亲”的倾向。^① 我们认为，这种“混合

① 在一篇论文中，史蒂文·列维特（《魔鬼经济学》一书的作者之一）估计，意识形态在其中所占的比例大约为50%（Levitt, 1996）。

物”的“具体配方”并不是最重要的，最重要的是它的刚性。我们将会指出，正是这种刚性的存在，阻碍了可能防止泡沫形成的措施的推出，而且在危机发生后限制了可以采取的政治行动。

选举、立法规则和立法程序等政治制度与监管机构都会影响当选的政治家参与制定政策的愿望和把握机会，而这些政策要么会加剧、要么可以缓解金融危机。在本书中，我们关注的重点是，以权力分立为原则、采取超级多数规则为特征的美国政治结构，是如何使决策者很难跟上金融创新的步伐、很难对濒临破产的金融部门进行大刀阔斧的改革的。^①

群体和利益是最终的决定因素。组织化程度很高的、拥有大量资源的那些团体（例如金融行业）往往能够通过意识形态同盟和现存的体制结构，推动有利于自身利益的政策制定。正如我们在本书中将要证明的，那些强大的组织不仅能够推动总统和国会议员制定对自己更有利的政策，而且还能将监管机构拒之门外。反过来，由于监管者过于弱势，某些特定的行动者就会趁机将合法的界线推得更远。

金融危机有三大支柱，华盛顿未能处理好其中的任何一个。第一大支柱是高风险住宅贷款（即所谓的次级抵押贷款）的大幅上升，这些贷款的借款人或者没有良好的信用记录，或者工作经历不足，无法获得利息更低的优级贷款。直接发放这些高息贷款的贷款人通常都会将贷款转售给其他金融公司，因此他们基本上不会或者根本不会“共担风险”。美国一些顶级的金融机构则涉嫌欺诈，它们伪造了文件，把次级抵押贷款当作 AAA 等级的优级贷款转售给其他机构。

金融危机的第二大支柱是抵押贷款的证券化，即把抵押贷款捆绑在一起，形成一个抵押贷款资产池，以便出售给投资者。这些抵押贷款支持证券又被反过来分割成不同的等级（tranches），各个等级的风险程度各不相同。等级最高的证券对于支付的利息拥有优先权，而等级最低的证券则只拥有最低的优先等级。因此，当抵押贷款出现违约时，等级最低的证券是最先

^① 因为我们关注的重点是美国的金融危机，所以将着重研究美国决策机构的制度和结构。

受到影响的。^①

抵押贷款支持证券的承销商为了把它们推销出去，必须先请信用等级评定机构为它们评级。尽管作为这些证券的基础的抵押贷款的质量非常低劣，但是所有的评级机构却不约而同地给出了 AAA 的评级，即证明它们与美国政府债券一样安全。^②（值得指出的是，在金融危机爆发以后，标准普尔公司调低了美国政府债券的评级，但是却依然给了许多抵押贷款证券 AAA 的评级。^③）在标准普尔、穆迪、惠誉国际等评级机构的“保驾护航”和“祝福”下，金融机构成功地向市场推出了这些证券，并把它们兜售给了来自世界各地的投资者。各投资银行和大型商业银行（例如花旗集团）不仅推销抵押贷款支持证券，而且自己也继续持有相当多的这类证券。在这些投资中，为了最大限度地发挥杠杆作用，它们在购买抵押贷款支持证券和债务抵押债券时，是通过“影子”银行体系内利息极低的短期贷款来筹集资金的。这个“影子”银行体系是在隔夜回购（售出并买回）市场的基础上形成的。

金融危机的第三大支柱是信用违约掉期（CDS），创立这个金融工具的目的是为了保证抵押贷款支持证券能够对抗违约风险。掉期合约出售者保证，万一抵押贷款支持证券出现了违约，就向购买者支付预先约定的赔偿金。这原本是用来帮助抵押贷款支持证券的持有人套期保值、防范风险的一种保险措施。但是，其他并没有持有抵押贷款支持证券的投资者也会买入掉期合约，他们的目的是与抵押贷款支持证券对赌，因此，他们这种行为被称为“裸信用违约掉期”。这样一来，保险商美国国际集团就在不知不觉中蜕变成了一家

① 例如，请参阅以下这个案件的审理和判决：宾夕法尼亚州阿勒格尼县普通民事法庭 GD 09-016593 号（2009 年 10 月 23 日立案），“匹兹堡联邦住房贷款银行诉美国全国金融服务公司、摩根大通证券有限公司、摩根大通公司、穆迪公司和穆迪投资者服务公司”。又如，读者还可以参阅佐治亚州富尔顿县普通民事法庭审理的“亚特兰大联邦住房贷款银行诉美国全国金融服务公司（即现在人们所熟知的美国银行住房贷款公司）、美国银行（美国全国金融服务公司的继承者）、摩根大通证券有限责任公司、LLC（即以前的摩根证券公司和贝尔斯登公司）、瑞银证券有限责任公司以及其他个人被告人第 1-50 号”（2011 年 1 月 18 日立案）。

② 克里斯托弗·富特、克里斯托弗·杰拉迪和保罗·威伦认为（Foote, Gerardi, and Willen, 2012），有问题的评级集中在以高风险的抵押贷款支持证券为基础的那部分债务支持债券上，而获得 AAA 评级的那些抵押贷款支持证券本身的评级并无问题。

③ 请参阅齐克·福克斯和乔迪·申恩的文章（Faux and Shenn, 2011）。

投资银行，而且是一家经营着全世界最大的赌场的投资银行。虽然从理论上说，信用违约掉期是可以展期的，但是由于美国国际集团的金融服务部门已经售出了如此之多的合约，所以集中起来的威力不亚于原子弹爆炸的威力。

金融危机的上述三大支柱，再加上美国联邦储备委员会的宽松货币政策和国际资本的大量涌入，共同导致了房地产市场的巨大泡沫。当泡沫破裂以后，次级贷款出现违约潮，上述三大支柱中的第一大支柱也随之崩塌了。作为连锁反应的一部分，大量基于抵押贷款的 AAA 评级的证券都出现了违约并大幅贬值，从而摧毁了第二大支柱。购买了大量抵押贷款支持证券或信用违约掉期合约的那些银行，都调转了方向，以它们为抵押，借入短期贷款。当房地产泡沫破裂、违约成了可行的选择的时候，为了借入短期贷款，对抵押品的需求大幅上升。因此，随着抵押贷款违约事件的增加，住房抵押贷款支持证券的持有者要想像往常一样通过回购市场为自己的业务融资变得非常困难，因为贷款人担心这些贷款也会违约。这样一来，人们就开始挤兑“影子”银行体系。由于缺乏透明度，不知道持有的“有毒”资产的具体情况，这种做法很快在整个金融系统内蔓延开来。最后，在第二大支柱崩溃后，信用违约掉期的买家纷纷索取保险金，这摧毁了第三大支柱，并使美国国际集团濒临破产。

很显然，上述三大支柱又都是以预谋的和非预谋的政策错误为基础的。决策者们原来是可以避免危机的发生的——如果他们对这三大支柱后面的那些金融产品进行了密切监管或者甚至直接禁止它们进入市场的话。无论采取下面这些监管措施中的哪一种，都可以大幅削减次级抵押贷款的数量：利率管制、限制市场上出现的次级抵押贷款的类型、严格控制贷款标准、严格限制按揭贷款发放者以及房地产中介的数量、实施更高的总贷款—价值比要求，等等。另外，如果强制要求抵押贷款发放者对他们所出售的抵押贷款的利息当中的相当一部分承担责任，那么在次级抵押贷款证券化过程中出现扭曲的激励的机会就会大大减少。如果利益相关者在出现违约的情况下必须承担相应的责任，那么无论是抵押贷款的发放者，还是抵押贷款的证券化者，都会对可能出现的证券及其衍生品“多点心眼”。信用评级机构的利益冲突原本也是不难克服的。此外，决策者们本来是可以禁止一些会计处理上的做法的，例如，他们可以禁止抵押贷款市场上的投资者使用可以调高杠杆的各种特殊