

当代世界学术名著



WILEY

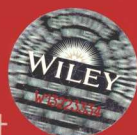
恢复金融稳定性： 如何修复崩溃的系统



Restoring Financial Stability
How to Repair a Failed System

[美] 维拉尔·V·阿查亚 (Viral V. Acharya) / 著
[美] 马修·理查森 (Matthew Richardson)

刘蔚 邹紫露 周金朝 / 译
刘蔚 / 初校 周业安 / 统校



中国人民大学出版社

当代世界学术名著

WILEY

恢复金融稳定性： 如何修复崩溃的系统

[美] 维拉尔·V·阿查亚 (Viral V. Acharya) / 著
[美] 马修·理查森 (Matthew Richardson)

刘蔚 邹紫露 周金朝 / 译
刘蔚 / 初校 周业安 / 统校

中国人民大学出版社
· 北京 ·

330.99
38

图书在版编目 (CIP) 数据

恢复金融稳定性：如何修复崩溃的系统/（美）阿查亚等著；刘蔚等译. —北
京：中国人民大学出版社，2014. 4
（当代世界学术名著）
ISBN 978-7-300-19216-1

I. ①恢… II. ①阿…②刘… III. ①金融危机-研究 IV. ①F830.99

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2014) 第 073676 号

当代世界学术名著

恢复金融稳定性：如何修复崩溃的系统

[美] 维拉·V·阿查亚 [美] 理查森·理查森 著

刘蔚 邹紫璇 译

刘蔚 初校

周业安 统校

Huifu Jinrong Wendingxing

出版发行 中国人民大学出版社

社 址 北京中关村大街 31 号

电 话 010-62511242 (总编室)

010-82501766 (邮购部)

010-62515195 (发行公司)

网 址 <http://www.crup.com.cn>

<http://www.ttrnet.com> (人大教研网)

经 销 新华书店

印 刷 北京东君印刷有限公司

规 格 155mm×235mm 16 开本

印 张 23 插页 2

字 数 368 000

邮政编码 100080

010-62511770 (质管部)

010-62514148 (门市部)

010-62515275 (盗版举报)

版 次 2014 年 4 月第 1 版

印 次 2014 年 4 月第 1 次印刷

定 价 68.00 元

侵权必究

印装差错 负责调换

献给 Manjiree

——V. V. A.

献给我的爱妻，亦是我人生中最好的朋友 Julie，以及我们的三个孩子，Jack、Charlie 和 Lucas。

——M. R.

“当代世界学术名著” 出版说明

中华民族历来有海纳百川的宽阔胸怀，她在创造灿烂文明的同时，不断吸纳整个人类文明的精华，滋养、壮大和发展自己。当前，全球化使得人类文明之间的相互交流和影响进一步加强，互动效应更为明显。以世界眼光和开放的视野，引介世界各国的优秀哲学社会科学的前沿成果，服务于我国的社会主义现代化建设，服务于我国的科教兴国战略，是新中国出版工作的优良传统，也是中国当代出版工作者的重要使命。

中国人民大学出版社历来注重对国外哲学社会科学成果的译介工作，所出版的“经济科学译丛”、“工商管理经典译丛”等系列译丛受到社会广泛欢迎。这些译丛侧重于西方经典性教材；同时，我们又推出了这套“当代世界学术名著”系列，旨在译介国外当代学术名著。所谓“当代”，一般指近几十年发表的著作；所谓“名著”，是指这些著作在该领域产生巨大影响并被各类文献反复引用，成为研究者的必读著作。我们希望经过不断的筛选和积累，使这套丛书成为当代的“汉译世界学术名著丛书”，成为读书人的精神殿堂。

由于本套丛书所选著作距今时日较短，未经历史的充分淘洗，加之判断标准见仁见智，以及选择视野的局限，这项工作肯定难以尽如人意。我们期待着海内外学界积极参与推荐，并对我们的工作提出宝贵的意见和建议。我们深信，经过学界同仁和出版者的共同努力，这套丛书必将日臻完善。

中国人民大学出版社

前言



在 2008 年接近尾声之际，我们不禁思考起它的戏剧性，并反思起过去一年中在金融市场乃至更广阔的经济领域发生的可谓史无前例的事件。在我们的一生中从未发生过这样的事。我们的学术界里也很少有事件有如此大的潜力，能够在将来很长的一段时间里，为我们和我们的同事提供极佳的用于研究和教学的原材料，这是极为丰富的资源。这是最佳的也是十分必要的教学时机。我们曾处于金融和经济飓风的中心，这飓风过后必然会造成巨大的金融和经济损失。像所有的飓风一样，它最终会过去，但从现在开始思考应该对系统做出什么样的改变才可以减轻损失，并且如众人所希望的那样降低未来金融暴风雨发生的可能性，并不算为时过早。



我们拥有世界上专攻金融、经济和相关学科的最大也是最好的教员群体之一——这些学者在他们各自的学科都有深厚的基础，同时也大量接触现代金融机构的实践活动，我们认为金融危机提供了独一无二的机会，借这个机会，我们可以利用聚集起来的专家意见对正在进行中的修复工作作出重要贡献。我们汇聚了一组对此感兴趣的人，这个想法很受欢迎，于是我们决定将此项目付诸实施。我们邀请了斯特恩商学院相关学科的所有有时间和兴趣参加该活动的教员，而最终 33 个同事参与了进来。

接下来，与这次危机相联系的重点课题和解决方法都被确定下来，各队著者开始着手工作。作为通用格式，我们使用了白皮书的形式。每一白皮书都以讨论问题的本质、事情在哪里出了问题，以及我们当前的状况开始，然后继续描述要点——对于补救直接损失并以最小的金融效率和增长的代价来预防危机再次发生，什么选择是有用的——并提供关于公共政策和商业行为的建议。每一白皮书（很多实质上比我们原本设想的更具决定性）都伴有一篇短而易懂的执行摘要，它们分别出版在了纽约大学萨洛蒙中心的学术期刊《金融市场、机构和工具》（布莱克维尔出版社，2009）上。尽管没有要求观点的一致性，但每一白皮书还是在小组中被正式或非正式地集中讨论了六个星期之久。

这是一个把我们所有的专家聚到一起，对将会左右这个国家和全球的金融环境走向的一组事件施加影响的独一无二的机会。我们清楚在接下来的年月里重建的过程将高度政治化，而各类特殊利益集团会竭尽所能影响结果。我们也清楚一些被委托以重建重任的人对部分损失同样负有责任。所以我们在这里将呈现一组经过周密考虑和讨论的、独立而专门着眼于公众利益的意见。

托马斯·F·库利，院长
英戈·沃尔特，副院长
纽约大学斯特恩商学院
2009年2月

致 谢



首先，我们想要感谢所有参与白皮书编写的教员。我们在 11 月初开始这项工作并在 12 月末完成了计划的主体部分。很多教员在没有任何实质性报酬的情况下为此投入了大量的时间。需要特别感谢参加到大量白皮书编写并在其中担当主要角色的诸位：安东尼·W·林奇、托马斯·菲利蓬、拉加拉安·K·桑德拉姆和英戈·沃尔特。

在与合著者就所有议题的讨论中我们获益良多，同样给予我们影响的，也包括没有出现在本书中的学院同事和从业者，特别如富兰克林·艾伦、雅科夫·阿米哈德、思瑞德·巴拉斯、雅克布·波多克、达瑞尔·达菲、朱利安·弗兰克斯、道格拉斯·盖尔、阿努拉·古普塔、马克思·霍尔姆斯、蒂莫西·约翰逊、杰夫·马奥尼、奥达·梅若



其、霍尔格·缪勒、伊莱·奥菲克、马修·普利茨克、拉古拉姆·瑞占、奥利·萨德、胡恩·辛、格伦·苏亚雷斯、苏瑞什·桑德瑞森、理查德·西拉、卫兰·维格、S·“威什”维斯瓦坦纳和汤琚·尤鲁梅泽。

最后，特别感谢我们的博士生们，特别是做校对工作的哈恩·李和作为研究助理的珐航·法拉曼德，纽约大学萨洛蒙中心管理者玛丽·加菲尔和罗宾·范特波尔。当然还要感谢从头到尾读过此书，并给出很多宝贵评论以帮助此书改进的莱斯·利维、安加雷恩·施梅茨和迈伦·斯科尔斯。

维拉尔·V·阿查亚

马修·理查森

关于作者



罗伯特·F·恩格尔 (Robert F. Engle), **Michael Armellino** 金融学教授, 金融计量经济学和市场波动的专家, 因其在分析随着时间变化的经济时间序列 (自回归条件异方差 [ARCH]) 的方法方面的工作, 获得了 2003 年诺贝尔经济学奖。

维拉尔·V·阿查亚 (Viral V. Acharya), 金融学教授, 银行和金融机构监管、公司金融、信用风险与公司债务估值, 以及关注流动性风险影响的资产定价方面的研究专家。阿查亚教授任职于纽约斯特恩商学院和伦敦商学院。

爱德华·奥特曼 (Edward I. Altman), **Max L. Heine** 金融学教授, 公司破产、高收益债券、问题债务和信用风险分析的研究专家。



大卫·K·巴克斯 (David K. Backus), Heinz Riehl 国际经济和金融学教授, 国际经济周期、外汇、固定收益证券、通货和利率衍生品的研究专家。

梅纳赫姆·布伦纳 (Menachem Brenner), 金融学教授, 衍生品市场、对冲、期权定价、震荡指数、通胀预期和市场效率的研究专家。

史蒂芬·J·布朗 (Stephen J. Brown), David S. Loeb 金融学教授, 对冲基金、共同基金、日本股票市场、经验金融和资产配置, 以及投资管理的研究专家。

安德鲁·卓别林 (Andrew Caplin), 纽约大学艺术与科学学院的经济学教授, 经济波动、宏观经济理论、微观经济理论和房地产市场的研究专家。

詹妮弗·N·卡朋特 (Jennifer N. Carpenter), 金融学副教授, 高管股票期权、基金管理者薪酬、生存偏差、公司债和期权定价的研究专家。

吉安·卢卡·金文泰 (Gian Luca Clementi), 经济学副教授, 公司金融、公司动态、契约理论和金融市场缺陷的宏观影响的研究专家。

托马斯·F·库利 (Thomas F. Cooley), Richard R. West Dean and Paganelli-Bull 经济学教授, 宏观经济利率、货币理论与政策和公司金融行为的研究专家。

史蒂芬·菲格鲁斯基 (Stephen Figlewski), 金融学教授, 衍生品、风险管理和金融市场的研究专家。

泽维尔·加贝克斯 (Xavier Gabaix), 金融学副教授, 主要研究资产定价、高管薪酬、非理性行为的起因和后果, 以及宏观经济中标度定律的起源。

德怀特·贾菲 (Dwight Jaffee), 纽约大学斯特恩商学院客座教授, Willis Booth 银行业、金融和房地产的教授, 房地产和城市经济学费雪中心的副主席, 金融学和房地产的研究专家。

科斯·约翰 (Kose John), Charles William Gerstenberg 银行业和金融学教授, 公司治理、公司破产、高管薪酬和公司信息披露的研究专家。

马欣·卡克伯茨 (Marcin Kacperczyk), 金融学副教授, 机构投资者、经验资产定价、共同基金、社会责任基金和行为金融学的研究专家。

亚历山大·永奎斯特 (Alexander Ljungqvist), 金融学研究客座教

授，金融中介、投行、首次公开发行、企业金融和风险投资、公司治理，以及行为公司金融的研究专家。

安东尼·W·林奇 (Anthony W. Lynch)，金融学副教授，资产定价、共同基金和资产组合选择的研究专家。

莱斯·H·佩德森 (Lasse H. Pedersen)，金融学教授，流动性风险，保证金，卖空，螺旋效应，流动性危机，以及股票、债券、衍生品、通货和场外 (OTC) 证券估值的研究专家。

托马斯·菲利蓬 (Thomas Philippon)，金融学副教授，宏观经济学、风险管理、公司金融、经济周期、公司治理、盈余管理和失业的研究专家。

马修·理查森 (Matthew Richardson)，Charles Simon 应用金融经济学教授，兼金融机构研究的萨洛蒙中心主任，资本市场效率、投资和经验金融的研究专家。

努里埃尔·鲁比尼 (Nouriel Roubini)，经济和国际商务教授，国际宏观经济和金融、财政政策、政治经济学、增长理论和欧元问题的研究专家。

史蒂芬·G·莱恩 (Stephen G. Ryan)，会计学教授，会计测算、以会计为基础的估值、风险管理、金融机构提供的关于金融工具的财务报告的研究专家。

安东尼·桑德斯 (Anthony Saunders)，John M. Schiff 金融学教授，金融机构和国际银行业务的研究专家。

菲利普·斯那波尔 (Philipp Schnabl)，金融学副教授，公司金融、金融中介和银行业的研究专家。

罗伊·C·史密斯 (Roy C. Smith)，Kenneth Langone 企业和金融学教授，国际银行业务和金融、企业金融和机构投资实践，以及职业道德和商业道德的研究专家。

马蒂·G·萨布拉曼亚姆 (Marti G. Subrahmanyam)，Charles E. Merrill 金融学和经济教授，公司证券估值、期权期货市场、资产定价（特别是在与流动性、市场微观结构、利率期限结构和固定收益市场有关的方面）、家族企业和实物期权定价的研究专家。

拉加拉安·K·桑德拉姆 (Rangarajan K. Sundaram)，金融学教授，代理人问题、高管薪酬、公司金融、衍生品定价、信用风险和信用衍生品的研究专家。

史丁·范·纽威伯格 (Stijn Van Nieuwerburgh)，金融学副教授，



金融、宏观经济学、一般均衡资产定价和宏观经济中房地产角色的研究专家。

保罗·沃奇特尔 (Paul Wachtel)，经济学教授，货币政策、中央银行和经济转轨中金融部门的改革的研究专家。

英戈·沃尔特 (Ingo Walter)，金融学，Seymour Milstein 公司治理和道德规范教授，国际贸易政策、国际银行业务、环境经济学和跨国公司运营经济学的研究专家。

劳伦斯·J·怀特 (Lawrence J. White)，Arthur E. Imperatore 经济学教授，金融中介的结构、规范和业绩，以及金融企业的风险管理的研究专家。

罗伯特·E·赖特 (Robert E. Wright)，经济学 Clinical 副教授，银行和银行业史、证券市场、公司金融和治理、公司债和保险的研究专家。

埃坦·泽莫尔 (Eitan Zemel)，W. Edwards Deming 质量和产量教授，供应链管理、运营策略、服务管理和运营管理的激励问题的研究专家。

目 录

导论 2007—2009 年金融危机概述：起因与解决方法	1
------------------------------------	---

第 I 部分 2007—2009 年金融危机的原因

第 1 章 抵押贷款的起源和金融危机中的证券化	57
第 2 章 银行如何操纵杠杆游戏?	79
第 3 章 评级机构：监管是答案吗?	96

第 II 部分 金融机构

第 4 章 怎样对待政府支持企业?	117
第 5 章 加强对大型复杂金融机构的监管	133
第 6 章 金融危机后的对冲基金	151

第 III 部分 治理、激励和公允价值会计综述

第 7 章 现代金融部门的公司治理	175
-------------------------	-----

第 8 章 反思金融企业的薪酬..... 186

第 9 章 公允价值会计：信贷紧缩引出的政策问题 203

第Ⅳ部分 衍生品、卖空和透明度

第 10 章 衍生品：终极金融创新 220

第 11 章 信用衍生品的集中结算 235

第 12 章 卖空 252

第Ⅴ部分 美联储的角色

第 13 章 监管系统性风险 265

第 14 章 公共银行业的私人教训
——最后贷款人工具中贷款条件的例子 285

第Ⅵ部分 救助

第 15 章 对金融部门的救助：为下一次危机播种？ 306

第 16 章 抵押贷款和家庭 318

第 17 章 救市何时停止？ 327

第Ⅶ部分 国际合作

第 18 章 金融监管部门的国际合作 339

译后记..... 349

导论 2007—2009 年金融危机 概述：起因与解决方法

维拉尔·V·阿查亚、托马斯·菲利蓬、
马修·理查森、努里埃尔·鲁比尼

全球金融市场的整合通过提高静态与动态效率——实体资源的配置和经济增长率——已经实现了巨大的福利收益。然而，当前的金融危机也证实了这些成就的实现是以日趋明显的系统脆弱性为代价的。现在我们必须面对的挑战是：重新设计一个覆盖全球金融系统的监管体系，以使得这个体系更为稳健，同时又不会削弱其创新和刺激经济增长的能力。

1

0.1 2007—2009 年的金融危机

金融部门已经带来了巨大的经济效益。金融机构在经济中扮演着独一无二的角色，在需要借款的一方和需要贷款或投资的一方



之间充当媒介。如果没有这个媒介，公司业务运转将变得十分困难。因此，系统性风险可认为是金融机构全面崩溃或资本市场冻结，其会导致实体经济的资本供给大幅减少。美国在 2007 年到 2008 年间经历了这种系统性冲击，并在我们进入 2009 年之际，不得不继续竭力和冲击所造成的后果作斗争。

2 这场金融危机始于何时？又在何时扩展为了整个系统的危机？

金融危机是 2006 年第一季度住房市场的急转直下触发的。大量为市场上信用等级较差的人设计的抵押贷款——次级抵押贷款——为浮动利率付款，这意味着抵押贷款能够在短时间内再融资，从而避免抵押贷款利率的下跌。抵押贷款的再融资是以房价持续上涨为前提的。因此，住房市场的崩溃必然意味着一波次级领域的未来违约事件的发生——系统性事件也就到来了。实际上，2006 年年底欧尼特抵押贷款公司（Ownit Mortgage Solution）的破产和随后 2007 年 4 月 2 日第二大次贷供应商新世纪金融公司（New Century Financial）的破产，很清楚地告诉人们，次贷游戏已经结束了。

虽然次级贷款违约是根本原因，但导致系统性崩溃的最易识别的事件极有可能是发生在 2007 年 6 月 20 号的贝尔斯登（Bear Sterns）旗下两家高评级的投资于次级资产支持证券的对冲基金的被迫关闭。特别地，由于债务抵押债券（CDO）的价格随着次级贷款的违约开始下跌，基金贷款人也开始要求更多的抵押品。事实上，基金债权人之一美林（Merrill Lynch）试图拍卖掉其持有的该种资产中的 8 亿美元。当美林发现这些资产只能卖出 1 亿美元时，这种资产流动性不足的本质及其价值下跌的趋势便显露无遗了。试图将以超低价出售资产的拍卖控制到最少的过程，很可能落入死亡螺旋。两天后贝尔斯登（Bear Sterns）注资价值 32 亿美元的贷款，以使对冲基金继续流通。

这一事件生动说明了典型的金融危机的特征——信贷繁荣（导致了金融机构的杠杆化，在此例中为贝尔斯登对冲基金）和资产泡沫（增加了大幅价格冲击的可能性，在此例中是房地产市场）。最后，当冲击导致资产泡沫破裂（即房价下跌）而引发去杠杆化的过程时，不可持续的资产泡沫和信贷繁荣就会破裂，并会引发以下三个后果：

1. 高杠杆支持的资产价值下降导致增补保证金的要求提高，迫使借款人出售泡沫资产，而这反过来又会使得资产价值进一步下降。
2. 资产价值的下降减少了支持最初杠杆化信贷繁荣的抵押品的价值。