

谁是推高房价的罪魁祸首？

次级贷款，如何引发了美国现代史上最严重的信用危机？

次贷危机离中国究竟有多远？它的影响是否刚刚初现？

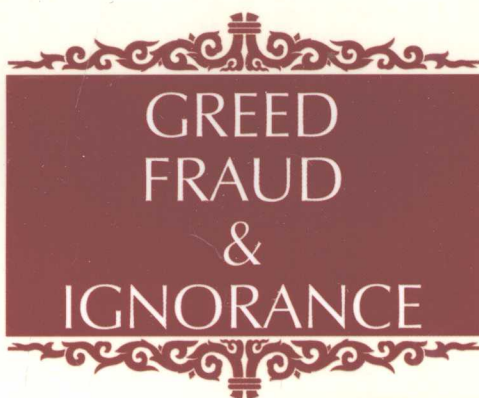
美国金融贷款机构资深人士揭开行业内幕

特为中文版专辟章节探讨中国如何从次贷危机中吸取教训

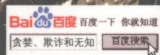
贪婪、欺诈和无知 美国次贷危机真相

[美] 理查德·比特纳 著

A SUBPRIME INSIDER'S LOOK

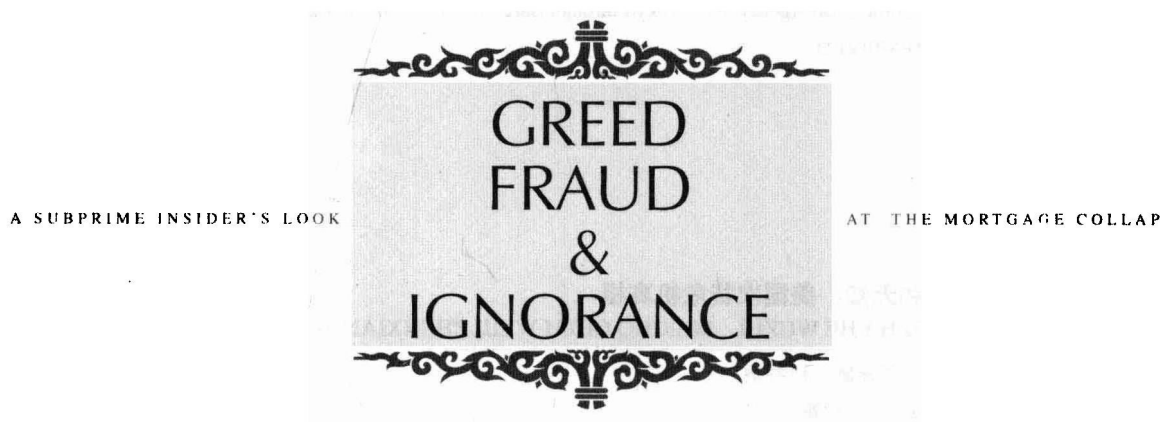


AT THE MORTGAGE COLLAPSE



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

贪婪、欺诈和无知 美国次贷危机真相



理查德·比特纳/著
覃扬眉 丁颖颖/译



中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

贪婪、欺诈和无知: 美国次贷危机真相 / (美) 比特纳著; 覃扬眉, 丁颖颖译. —北京: 中信出版社, 2008.6

书名原文: Greed, Fraud & Ignorance

ISBN 978-7-5086-1199-0

I. 贪… II. ①比… ②覃… ③丁… III. 房地产-贷款-问题-研究-美国 IV. F837.124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 073898 号

Greed, Fraud & Ignorance: A Subprime Insider's Look at the Mortgage Collapse

Copyright ©2008 Richard Bitner

Original English edition published by LTV Media, Colleyville, Texas.

Simplified Chinese translation edition ©2008 by China CITIC Press

This Simplified Chinese language edition published by arrangement with LTV Media, Colleyville, Texas in care of Tuttle-Mori Agency, Nic., Tokyo through Bardon-Chinese Media Agency, Taipei.

ALL RIGHTS RESERVED.

贪婪、欺诈和无知: 美国次贷危机真相

TANLAN, QIZHA HE WUZHI: MEIGUO CIDAI WEIJI ZHENXIANG

著 者: [美] 理查德·比特纳

译 者: 覃扬眉 丁颖颖

策 划 者: 中信出版社策划中心

出 版 者: 中信出版社 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 100013)

经 销 者: 中信联合发行有限公司

承 印 者: 北京牛山世兴印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 13.25 字 数: 151 千字

版 次: 2008 年 7 月第 1 版 印 次: 2008 年 7 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2008-2369

书 号: ISBN 978-7-5086-1199-0/F·1364

定 价: 35.00 元

版权所有 · 侵权必究

凡购本社图书, 如有缺页、倒页、脱页, 由发行公司负责退换。

<http://www.publish.citic.com>

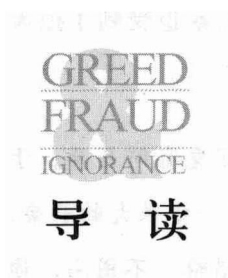
E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

服务热线: 010-84264000

服务传真: 010-84264377

献给一直给予我鼓舞和灵感的黛博拉、安德鲁和马修



伟大的哲学家圣奥古斯汀在他的名著《上

帝之城》一书中指出：世界上存在着两重同构的秩序：“上帝之城”的秩序和“尘世之城”的秩序。人间秩序是充满邪恶和苦难的，人间秩序的完美化和拯救之途就在于“上帝之城”的秩序。

而当我看过理查德·比特纳著的这本书后，感觉到美国的次贷市场真是一个缺失“上帝之城”秩序的“地狱之城”。一个重要的原因是金融生态的混乱。作者通过一个业内人的视角，为我们揭开美国次贷行业的内幕，描绘了一个行业全景和其中形形色色的人物与故事，次贷市场的很多经纪商是骗子、流氓无赖、妓女、恶棍，他们形成了混乱的交易网，反映了交易背后的利益勾连，揭示了造成危机的原因和真相。

美国的次贷市场是一个基本上无序的市场。书中指出：“如果说次级贷款行业有什么艺术性可言的话，那就是‘无中生有’。当在 RFC 作为贷款投资方从事贷款业务的时候，我们的重点是购买那些申请资料符合贷款准则的已闭合贷款。而当贷款审批人看到这些贷款文件的时候，它们已经经过了揉、挤、推、拉的工序，被修剪成现有的模样。直到我直接和经纪商接触和往来，我才了解到创新金融是怎样的一回事。我的销售经理罗伯·雷格将此过程称之为‘用鸡屎做鸡肉沙拉’。虽然无甚诗意，

却概括了这个行业的‘真谛’。”

这种次贷市场运行的结果必然产生金融危机。无论是金融机构、经纪人，还是贷款人、投资者，都没有从中得到好处，国家也受到了很大的损失。这使我想起了一个叫“天堂和地狱”的故事：

一位行善的基督徒，临终后想见天堂与地狱究竟有何差异。于是天使就先带他到地狱去参观，在他们面前出现了一张很大的餐桌，桌上摆满了丰盛的佳肴。地狱的生活看起来还不错嘛。不用急，你再继续看下去。过了一会，用餐的时间到了，只见一群骨瘦如柴的饿鬼鱼贯入座。每个人手上拿着一双长十几尺的筷子。可是由于筷子实在是太长了，最后每个人都夹得到但吃不到，很是悲惨。

到了天堂，同样的情景，同样的满桌佳肴，每个人同样用一双长十几尺的长筷子。不同的是，围着餐桌吃饭的可爱的人们。他们也同用同样的筷子夹菜，不同的是，他们彼此喂对面的人吃菜，因此每个人都吃得很愉快。

从书中可以看出，美国的次贷危机显然是一个系统性错误，一个重要的原因是监管不当。正如中国人民银行副行长、著名经济学家易纲所分析，从1933年到1999年的60多年间，美国实行《格拉斯-斯蒂格尔法》，这个法案是1933年大危机之后提出来的，基本的思想是分业经营、分业监管。对这个法案的本质，有人说是误读，有人说是正确的总结。1933年通过60多年后一直生效，直到1999年美国国会通过了《金融服务现代化法案》取代了它。1999年到现在还不到10年，我提出的问题是，如果《格拉斯-斯蒂格尔法》没有终止的话，会不会发生次贷危机？

对于金融市场如何建立一个“上帝之城”的秩序？宇宙中一个普遍的定律是：熵随着事物的发展和壮大而不断增长，这种熵就是一种混乱度，一种不确定性。因此，万事万物存在着熵和秩序的均衡。美国次贷危机的一个重要根源在于，在金融市场发展的同时，与之相均衡的秩序

的严重缺失！因此，我们在取得任何发展、进行任何创新、得到任何收益和成绩前首先要思考的是，我们是否建立了一种秩序与之对应。一般而言，在“熵”和“秩序”的均衡中，存在一种“大于等于”的规律。当熵出现时，要用同级“秩”或更高级的“秩”进行规范。否则，我们不能达到原有的监管目标。这句话对于我们每个人的成长和发展同样有效，虽然比较难懂，但很有价值。

我们知道，美国次贷危机的新增次贷贷款的时间大概是2002年到2006年这5年。次贷的余额一共也就一万亿美元，但是它对整个金融市场的冲击却非常大。

可以把次贷理解成一种市场的创新，这种创新假定房价可以持续上涨，而且假定买房的人可以不断再融资，利率又非常低。如果房价继续上涨，这个游戏就可以进行下去。

但是很多不够标准的人贷了款，同时又有很多人管理不了自己的债务。利率一变、房价一变就产生了金融风险。最大的问题就是让那些没有达到标准的人贷这些款，实际上这些人根本就不应该用借款的方式买房。我们知道在整个消费群体中不是所有的人群都适合贷款，这点要特别重视。我讲这一点并不是说我不同情穷人，我也非常同情穷人，也非常希望穷人都能有房子住，但解决穷人住房问题可以用廉租房和其他财政方式来解决，应该用财政政策或者其他经济政策来解决。

这给我们一个什么教训呢？就是该财政做的事就应该是财政做，该补助穷人就应该是政府补助穷人，如果用一种金融的方式使不符合标准的人得到贷款，好像解决了问题又把贷款卖出去了，实际上成本是很高的。所以这又一次验证了经济学上说的“天下没有免费的午餐”，我们必须符合市场规律。

从次贷危机的真相，从次贷危机市场的无序，我们确实应当反思西方的经济理论及其基础价值观了。效用价值论的主要观点是认为商品的价值是一种人们对商品的快乐和痛苦的衡量，是一种感觉的秩序，这种

感觉的秩序没有可靠的物质基础做保障，具有很大的不确定性。正是这种不确定性使商品世界充满动荡，正是这种不确定性使人们在定价时失去了方向，正是这种不确定性，使经济中的价格经常脱离价值，出现一次又一次的以资产泡沫为特征的金融动荡，也正是这个不确定性，才是次贷危机的真正根源。由此可见，主导经济思想的价值理论在经济实践中是何等重要！这是我们在读这本书的同时，需要认真思考的问题：价值观的迷失才是真正的迷失！

所有这些都需要我们重新回归到科学的价值观上来。那么，什么是科学的价值观呢？我本人在这方面有很多的研究和探索。如果大家感兴趣的话，可以看一看本人2007年7月1日出版的《科学发展观的经济学解释》一书。该书针对现有价值理论出现的问题，提出了新的价值理论。可以说这本书为新的经济学的发展打开了突破口，为建立“上帝之城”的经济秩序找到了方法论，为效用价值论找到了物质基础。我们用三种基本要素生产，即体能劳动、知识技术和自然资源，生产出的产品仍是这三样东西：人的健美的身体、愉快的精神和丰富的知识、优美而可持续发展的自然环境，这也是效用价值论中的效用。这也是奥古斯汀所说的自然秩序决定的经济价值论。当我们不断地追求财富、追求GDP时，最终还是为了追求这三样东西；当我们追求生命的快乐时，归根结底也要追求这三样东西。而次贷危机中，我们过多地强调现象，强调表面的繁荣，而支撑经济持续增长的人们健康的身体、愉快的精神和丰富的知识、自然资源在减少，危机的发生也只是迟早的事了。

要声明一点的是，我并不是在这里推销我的书，因为它的销量早就超出我的意料突破了50万册。上海市、山东省、江苏省、河南省把这些理论用于经济金融实践，取得了卓有成效的成绩。2004年10月，我在上海证券报理论版发表了《为经济可持续发展营造良好的金融生态》一文，受到了社会各界的高度重视，美国《华尔街邮报》当天全文刊发了此文，全世界各国政府网站都纷纷刊登了这篇文章。

而本书正是金融生态恶化方面的一个十分典型的反面教材。2004年初，在中国人民银行行长周小川的倡导下，中国金融界从上到下开展了一场金融生态的大讨论。在后来的几年中，金融生态理论变成各种政策文件和实际行动，运用于中国的金融工作中，对中国的金融发展和金融稳定发挥了十分巨大的作用和积极的影响。这反映了周小川行长的远见卓识和高超的经济智慧。这一重要的实践正是从生态的高度，建立了一种高级秩序，有效地规范了金融中的“熵增”。从自然秩序中建立起来的生态秩序，是“秩序与熵增的大于等于法则的典型案列，可以实现金融生态秩序和熵增的长期均衡。

金融生态是指金融生态特征和规律的抽象，本质反映金融内外部各要素之间相互依赖、相互作用的有机的价值关系。本书中所反映的信用恶化、监管失败、市场混乱、机制失调、信息不对称、道德风险等一系列问题，正是金融生态恶化的活生生的表现。而这正是我们要认真学习这本书的重要原因。从美国次贷危机来看，中国很有必要进一步地推进金融生态建设，为中国金融业的长治久安提供良好的生态环境。

本书在最后谈到了次贷危机对中国的影响。如果由于次贷危机导致美国严重经济衰退，将会有什么事情发生？认为次贷的影响无关紧要显然是愚蠢的想法。美国需要依靠中国，因为身为美国的债权人之一，中国购买了大量的美国国债。反过来，中国的经济繁荣也受惠于向美国大量出口。虽然中国已经在开始寻找美元储备的替代选择，但其他金融工具尚不能被证明有同样的吸引力。中国也认识到如果抛售这些资产或者不再追加购买，由此产生的巨大冲击波将席卷全球。一旦美国经济严重衰退，中国经济有可能将承受适度甚至更严重的金融影响。

可以肯定地说，金融生态理论和实践是科学发展观在中国金融工作中的重要运用之一。它已经或正在使中国避免任何次贷危机式的金融危机，将来也必将发挥更加深远、更加广泛的作用，并成为全世界金融管理的典范。为保持中国经济又好又快的发展，中国需要做很多事。最为

重要的是建立一种更好的经济金融秩序，这种秩序能从根本上克服任何外来瘟疫的蔓延。这需要高超的政治和经济智慧，需要从基础价值观、从经济理论、从经济制度、从金融监管制度，建立一个科学发展的体系。

中国人民银行研究局研究员 邹平座

2008年5月12日

GREED
FRAUD
IGNORANCE

序

——年前，我从未想过我需要对次级借贷这个行业写上点什么。我知道这个行业不太妥当，但是，次贷危机在2007年的现实演绎似乎还是超出了人们的想象。次级借贷业务停顿中止，坏消息一日更甚一日。房屋滞销，价格跌落，信贷紧缩。而且我相信，这些问题的真实情况仍然不为人知。留给大众的只是揣测和猜想：这场危机究竟会发展到何种严重的程度。

作为一个在抵押贷款行业干了14年的熟手——其中有5年是达拉斯一家次级借贷公司的合伙人——当次贷灾难慢慢席卷，而我身处第一线。与诸如Countrywide、华盛顿共同基金之类的大家伙相比，我的公司只是一个小玩家。在巅峰时期，我们的次级抵押贷款的年增长额接近2.5亿美元——这不是一个小数目，但相对大规模机构所融出贷款而言，也只是九牛一毛。

不过，小规模贷款公司的身份为我观察这场危机提供了一个独特的视角。我每天的工作就是和抵押贷款经纪商以及国内最大型的抵押贷款证券公司打交道。因为次贷行业内的所有工作我都做过，所以，我对这个行业有全面的认识 and 了解。

虽然这本书是基于我作为贷款人的经历，但是，它也反映了整个次贷行业的运行机制。我写作此书的准备工作之一就是和很多同事、同行交谈，

他们中的很多人或在次级抵押贷款公司工作过，或打理过次级抵押贷款公司，或曾开办过这类公司。通过和他们的交流，我想要确认的是，他们的业务操作就是次贷的一般性业务，和我的工作相差无几。我用文字描绘了这个不稳定的行业，对这本书来说，这些同仁们的见解和反馈是无价之物。

这是我第二次回顾这本书。在着手写书的时候，我就明白我们正面对着一件有历史意义的事件。我并不清楚自己想法的正确程度有多高。当我在2007年8月动笔的时候，我感到全美将经历现代史上最严重的商业危机。之所以这么说，原因有三：第一，大部分商业危机都是由食物链顶端的少数领导者行为不当引起的，但是，目前危机的祸源却是覆盖整个行业的系统性问题。没有单一的人或者个体能够承担主要的责任。第二，65%的美国人拥有住房，其他商业危机不会对这么多的人造成大范围的冲击。第三，一旦房地产市场停止现在的自由落体运动，核算一下来自房屋产权价值的跌落和抵押支持证券市场持续的亏损，最后的损失将以万亿计算，是的，上万亿。

我开始写这本书时所持的观点是，作为近距离亲历这次危机的局内人应该出来讲述其间的故事。不过，我很快意识到，这并不构成写作此书的充分理由。对我而言，远不止于此。

我的职业生涯大部分是在抵押贷款行业度过，总体上，我认为自己是行业中的一分子。我希望抵押贷款行业能找到自己的道德罗盘，回归到用理智贷款融资的状态。但是，没有重大的变革，这种情况是不可能发生的。本书是从局内人视角分析行业的不当行径，而第七章的重点就是解决之道。最终，这成为了我写作的动机。

在约翰·威利父子出版公司涉入之前，丹·麦克金在《新闻周刊》上写了一篇关于这本书的评论文章。不管我喜欢与否，动笔之后，我俨然已经成为次贷行业的形象代言人，所以，我知道可能会出现一些负面反馈。稍作联想，我成了罪人。看着几百条加注下划线的评论，上面写着众

多建议——包括监禁和枪决。如果我说对这些感到无所谓，那是在骗人。如果你的成长历程让你坚信应该行为端正，如果你每天都在努力这么做，那么你是不可能不受这些评论影响的。

让我把话再说得清楚点。我并不是在寻找同情或者求得认可。我想说的是，在我作为次级贷款商的5年时间里，我公司的平均违约率不超过3%。比较一下这个数字和现在20%左右的次贷违约率，这说明我的公司有效地做到了让借款人担负力所能及的贷款。在我看来，这是判断贷款机构是否良性运转的唯一标准。

此外，有一件事是很清楚的。我们带着好心善意经营业务，我们相信次级贷款行业必须要提供积极、正面的服务，但即便是我们这样的人也发现，在危机爆发前的几年时间里，要有效地管理风险，并在市场中一直保持竞争力，其难度日益在增大。当这一切成为现实的时候，就会判断失误，错误百出。可以肯定的一点是，这个行业从不缺乏失败的教训。

虽然这本书是关于次级贷款行业的，但是我认为，大部分人不知道抵押贷款危机其实并不是孤立于次贷危机的。其他类型的产品供应早已铸成大错，其中包括向信用良好的借款人供应的贷款产品。这些产品只是需要再长一点的时间才会在违约报告中露出面目。我在第七章更多地对此做了讨论。

虽然本书记录了我公司的发展历史，但本书——一名次级贷款人的自白并不只是关乎一个人、一家公司或者是借贷行业某一领域的。它关注的是，抵押贷款行业如何集体性地失去目标、迷失方向，如何引爆了这场美国现代史上最严重的信用危机。

导读 / IX

序 / XV

1 拐点 / 1

良好的贷款行为变质 / 6

目击崩溃 / 8

到底哪里出了错 / 10

急流勇退 / 12

事态的发展 / 13

2 次级贷款业 / 15

次级贷款的“枪手”业务 / 17

了解次级贷款业 / 20

次级贷款业的发展 / 23

1998 年的第一次危机 / 25

参与者与业务流程 / 26

贷款公司与经纪商的关系 / 28

贷款公司与投资机构的关系 / 29

冲突的体系 / 31

行业文化 / 32

白手起家 / 35

GREED
FRAUD
IGNORANCE

目 录 CONTENTS

3 经纪商：抵押融资的软肋 / 39

抵押贷款经纪业务 / 46

经纪商的业务流程 / 48

抵押贷款欺诈 / 51

经纪商的谋略 / 53

诚实的经纪商 / 54

行为失调的经纪商 / 55

不道德的经纪商 / 63

我将自己置于何种境地？ / 65

对人性丧失信心 / 69

4 创新融资的艺术 / 73

理解风险 / 76

创新融资如何运作 / 79

房产评估中的水分 / 92

5 华尔街 & 评级机构： 贪婪之至 / 103

证券化的影响 / 106

何谓抵押贷款支持证券 / 107

华尔街蹚浑水 / 109

评级机构 / 111

利润丰厚的商业模式 / 111

插上一手 / 113

难以调和的关系 / 114

评级机构的权势 / 115

谁在导演这场秀？ / 117

反应迟缓 / 120

证券化如何影响借款人 / 120

未来何去何从 / 122

6 合零为整 / 125

二级参与者——美联储 / 127

借款人 / 129

随意选择收入和首付款 / 132

抵押贷款零售商 / 133

建筑商和房地产中介 / 134

次贷业的命运流转 / 137

判断失误 / 139

7 重回正轨 / 147

变革计划 / 150

投资银行——创造责任 / 150

评级机构——彻底检修 / 152

抵押贷款经纪人——修补体系 / 155

解决欺诈问题——打破思维定式 / 159

评估师 / 161

贷款指导——很有意义的改变 / 163

让欺诈无所遁形 / 167

目前的危机 / 169

8 次贷危机离中国有多远 / 177

美国房地产市场的崩溃 / 180

对美国经济的影响 / 183

对中国经济的影响 / 184

次贷危机对中国的影响 / 186

中国抵押贷款业 / 188

美国次贷危机的教训 / 191