

TOO BIG TO SAVE ?

HOW TO FIX
THE U.S. FINANCIAL SYSTEM

金融危机为什么由美国引发？美国为此做了些什么？
美国还能引领世界吗？

大乱有大治

如何治理美国的金融系统

[美] 罗伯特·博森◎著
传神翻译◎译



中信出版社 · CHINA CITIC PRESS



TOO BIG TO SAVE?
HOW TO FIX THE U.S. FINANCIAL SYSTEM

大乱有大治

如何治理美国的金融系统

[美] 罗伯特·博森◎著
传神翻译◎译

中信出版社
CHINA CITIC PRESS

图书在版编目 (CIP) 数据

大乱有大治/ (美) 博森著; 传神翻译译. —北京: 中信出版社, 2010. 4

书名原文: Too Big to Save? How to Fix the U. S. Financial System

ISBN 978-7-5086-1933-0

I. 大… II. ①博… ②传… III. 金融危机—研究—美国 IV. F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 030508 号

Too Big to Save? How to Fix the U. S. Financial System by Robert Pozen

Copyright © 2010 by Robert Pozen.

Published by John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey.

Simplified Chinese translation copyright © 2010 by China CITIC Press.

All rights reserved. This translation published under license.

大乱有大治

DALUAN YOU DAZHI

著 者: [美] 罗伯特·博森

译 者: 传神翻译

策划推广: 中信出版社 (China CITIC Press)

出版发行: 中信出版集团股份有限公司 (北京市朝阳区和平街十三区 35 号煤炭大厦 邮编 100013)

(CITIC Publishing Group)

承印者: 北京通州皇家印刷厂

开 本: 787mm × 1092mm 1/16 印 张: 25 字 数: 450 千字

版 次: 2010 年 4 月第 1 版 印 次: 2010 年 4 月第 1 次印刷

京权图字: 01-2010-0833

书 号: ISBN 978-7-5086-1933-0/F·1909

定 价: 58.00 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。

服务热线: 010-84264000

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

服务传真: 010-84264033

E-mail: sales@citicpub.com

author@citicpub.com

《大乱有大治》受到的赞誉

美国人需要了解这场震动全国的金融危机。罗伯特·博森指引我们了解其混乱的内部运转，并就如何使该系统回到正轨之上提出了清晰的日程表。请阅读该书并理解这一切。

——汤姆·阿什布鲁克

美国国家电视台《焦点》节目主持人

罗伯特·博森是当今美国金融体系中知识最为渊博、思考最为深入的评论家之一。基于数十年的实践经验和多年的深入分析，他这本书提出的新看法应成为外行读者、专家，尤其是高层决策者不可或缺的读物。

——杰弗雷·E·加藤

耶鲁大学管理学院国际金融与贸易教授

前克林顿政府商务部副部长

美国金融系统亟需彻底改革，刚刚发生的金融危机的后果为这一行动提供了历史性的机遇。本书充满了一些基于知识的常识，而只有像罗伯特·博森这样一位在证券业有着丰富经验的人，才能就当今该做什么以及谁来做的辩论提出这些常识。如果每个人都对其想法给与关注，这个国家将更有希望进行改革。

——本杰明·M·弗里德曼

哈佛大学政治经济学教授

《经济增长的道德后果》一书作者

有关 2007 ~ 2009 年金融危机的书籍五花八门，但如果你只想读一本，就

选择这本书吧。罗伯特·博森关于所出现的问题以及如何预防将来的危机的阐述堪称绝妙，尤其适合非专业读者阅读且该书广受好评。

——罗伯特·E·利坦

考夫曼基金会研究与政策部副总裁、布鲁金斯协会高级研究员

罗伯特·博森用一种直白、易于阅读的方式对一些相当复杂的概念进行了评述，以便人们了解信贷危机中涉及的众多要素。通过使用图表和小结，他帮助非专业读者了解所发生的一切，并为他们评估那些最重要的金融问题提供了所需的工具。

——彼得·里奇

富达麦哲伦基金前投资组合经理

人们总是对罗伯特·博森的讲话悉心聆听——在我们看来这不无道理。这本书主要讲述我们金融系统中存在的、引发这次危机的缺陷之处。更重要的是，提出了应对的具体对策。我们不仅要仔细阅读该书，还要将其放在桌上以便随时参考。

——艾伦·布林德

联邦储备委员会前副主席、普林斯顿大学经济与公共事务终身教授

在一个充斥着大批有关金融危机的专业书籍的时代，罗伯特·博森的书是个例外。他用通俗的语言向聪明的读者阐明了这次危机的产生，政府是如何作为的，并提供了一些预防未来危机的方法。罗伯特·博森是美国最具影响力和最有责任感的金融家之一。如果您正在寻找一本关于金融危机的书，就看这本书吧。

——大卫·乔根

哈佛大学肯尼迪学院教授、资深政治家

这本书不仅对金融危机进行了详细的介绍，而且也是一部十分清晰，便于理解的研究型论著。更为重要的是，本书是我所看到的有关政府对金融危机的反应以及它最近提出的金融监管改革措施最客观的评价。

——理查德·A·波斯纳

美国巡回审判庭法官、《资本主义的失败：2008年的危机和衰退》的作者

TOO BIG TO SAVE?

序1

2008年的金融危机改变了全球金融系统中的各类范式，改变了我们在过去几十年中逐步确信不疑的许多基本观念，也可能最终改变世界金融系统运行的路径和步伐。一段时间以来，描述、评论、解析这次金融危机的书籍、文章纷至沓来，卷帙浩繁，人人试图为之提出自己的解释、看法。但多数的解释现在看来不是有点老生常谈、言不及义，就是云山雾罩，使人不得要领。直到读到罗伯特·博森先生的这本新著，本人才眼前为之一亮。

博森先生以其前瞻的智慧加外科手术般的精准解析，对这次金融危机做了一次全景式多维扫描。他不仅以其曾经的证券监管者的挑剔眼光、哈佛商学院教授的批判态度、投资管理人精明的分析头脑，对此次危机发生的原因作出自己的解释，更重要的是，他从一个建设者的角度（博森先生曾参与了美国社保机制改革，也曾是麻省经济事务的宏观管理者）对美国政府迄今为止在危机过程中所作出的种种反应进行了评价，并由此给出避免再一次危机的改革建议。

博森先生在本书中所提出的一些建议，对我国金融监管机制的建立与改革有着直接的相关性。例如，博森先生指出，美国政府为应对此次危机，大大增加其财政预算，这种通胀措施可能造成中国所持大量美国国债的贬值，中国可能会为美国危机救助政策而付出巨大的代价。为了缓解中国人的担心，他建议美联储为其利率政策制定一个可预测的通胀目标，从而防止今后随意、无原则地增加流动性而导致脱缰的通胀压力。博森先生强调，美联储制定这种通胀目标的目的，教育了美国公众（及其在美国国会中的代言人们）——为

了防止脱缰的通胀，有时提高利率是不得不吞下的苦果。

博森先生还指出，许多西方工业经济大国嘴上说一套，事实上做的却是另一套。在近期日益明显的保护主义倾向抬头时，可以清楚地看到这些伪善的大国政府是如何采取措施歧视外国公司以保护其本土工业的。从表面上看这些保护主义措施大多数并不违反 WTO 规则，因为这些国家在谈判时确定的法律承诺均大大高于现有实际税表税率。但当世界经济处于危机时期，为了削弱各国保护主义政策的力度，我们应以各国现有税率水平为基础，在 WTO 范围内重开谈判，从而阻止这一貌似合法但却危害甚大的做法。

诚然，此书中的许多提法在加以修正完善后可以适用于今日中国的金融系统，但此书主要还是针对美国金融系统的改革所著。例如，博森先生提到从提高贷款量和促进银行资产组合多元化的角度看，资产证券化有许多潜在的好处。然而，当我们看到资产证券化发展过程中的种种滥用行为，博森先生提出还是要对资产证券化过程进行改革，并为此提出了许多建议。中国金融系统的几家监管机构正在制定贷款证券化的相关规定，相信博森先生的这些建议对我们是有参考价值的。无论如何，我们既不能重复西方国家在这一领域的错误，也不能因噎废食，放弃利用这种颇有价值的市场工具。

VIII

同样，针对美国各大银行的董事会，博森先生也提出了强有力的批评。他指出，这些董事会主要由独立董事组成，他们都严格按照《萨班斯-奥克斯利法案》履行职责，所以在表面上并无可挑剔。然而，对于银行给他们带来的风险，他们通常一无所知，但却批准通过了一项项高额的业绩分红，而这些所谓的业绩常常在分完奖金后就迅速蒸发了。为此博森先生提出了一个新的董事会模式——这是一个由金融专家们组成的专业团队，他们每个月中用几天时间来专门监督银行的业务。中国大型上市国有企业的董事会也是经常选择知名人士或退休的政府官员而非行业专家特别是能看懂公司财务报表的专家来担任独立董事，这个新模式可能值得一试。事实上 CSRC 关于公司治理方面的一些规定，正与本书中的建议相吻合，例如对任一特定个人所允许担任的上市公司董事职位的数量予以严格限制，以图保证其在上市公司董事职位上所花费的时间。问题只是监管机构在此问题上的干预到底应止于何处，方可既不越俎代庖，又可有效地防止人浮于事、公司治理徒有其名的现象。

大体上讲，本书是一本比较务实的而非纯理想化的书。正如博森先生强

调的一样，问题的关键不在于金融系统的建立是应该从资本主义还是社会主义角度来考虑。每一个金融系统都是市场机制和政府监管的结合体。关键在于如何将私有制激励和公共监管有效地结合才能为特定国家在特定时间实现最好的金融产出。

因此，我们不应该因为美国出了金融危机就以此为理由来摒弃较为复杂的金融产品、外国银行、经纪商或基金。至少到目前为止，金融危机并不代表资本主义的全面失败；美国监管体系的巨大漏洞以及对已有法规执行的懈怠是这场危机的主因。允许金融创新，允许外国公司在本国的资本市场上运营，通过非歧视性的方式来对这种创新和运营进行激励并加以约束，应该能使一国的经济在风险可控的前提下获得巨大的收益。当然，激励与约束的最有效组合方式取决于特定国家的经济环境和所处的发展阶段。回顾我国过去 20 多年来金融改革、创新的历史，我们应不难看出这一平衡的重要性。

虽然博森先生在本书中提出的其他建议基本均着眼于对美国金融系统的改革，但这些建议对于正日益成熟、急剧壮大的中国金融系统，无疑有着不可忽略的启示意义。

在写本篇序的时候，本人正在参加 2010 年初在达沃斯召开的世界经济论坛，今年的主题是“改善世界现状：重新思考、重新设计、重新构建”（Improve the State of the World: Rethink, Redesign, Rebuild）。一个有趣的现象是，与往年年初参会人士大多关注当年市场走势不同，今年大家普遍关注的焦点不是“公司再造”就是“监管再造”。虽然 2010 年市场开年就充满了诸多的不确定性，但危机过后，大家更关注一些更长期、更深层的问题：企业（特别是金融企业）发展的规模经济边界何在？混业经营的风险与收益如何在长期内平衡？如何改革现有的公司激励机制以消除其鼓励短期行为、强化经济波动的负面效应？如何整合现有的监管力量，以一个更协调、更无隙的架构挑起金融稳定的重担？每一次繁荣来临，都激励人们去追求前沿的细微化改进，而每一次危机过去，都能促使人们沉静下来，思考一些更基本的问题。如果大家有机会读读这本书，可能会得到一些启迪。

中国投资有限责任公司副董事长、总经理兼首席投资官 高西庆

TOO BIG TO SAVE?

序2

历史上的金融危机已屡见不鲜了，对于每一次重大的金融危机，多数人只是一味地怨天尤人，而只有极少数人能够认真思考并提出有见地的主张来改进我们的金融系统，使之能够修复机能并遏制危害的蔓延。当然，做到后者要难得多，因为它要求我们明白金融危机爆发的真正缘由。发生金融危机的原因往往是多种多样的，要弄清楚这些原因，我们必须涉猎广博的知识，包括历史上危机出现时金融体制的真正本质，相应的法律和条例，以及各种人为的失策。同时，要想提出建设性的解决方案，我们还必须掌握一种分析框架，并据此运用基本的经济理论来评价政府的态度。

本书恰好向我们揭示了金融危机的真正原因，并为我们提供了有效的分析框架。我们应当认真考虑这本书里提供的政策建议。

本书对金融危机的描述非常易于理解。首先它在给出了大量相关事例的基础上，赋予了意见独到的解读。例如，作者引证了极低的利率如何引发了对于高收益抵押型证券的需求，由此揭示了对抵押贷款的监管失利和信贷评估机构滥发 AAA 等级的谬误。作者在这里提供了大量的信息供读者评价。

其次，对于政府的救市措施，作者还提出了一些评估原则。他对财政部过分依赖优先股的行为进行了批判，因为他认为这是一种“单向资本主义”的表现——当银行破产时，纳税人承担了几几乎所有的损失，而当获救的银行重新步入正轨时，纳税人却鲜有收益。具有讽刺意味的是，联邦官员之所以选择优先股而非普通股，部分动机是他们只想保有资本主义的表象（不将银行国有化）而不是实质。本书将对资本主义经济的本质进行阐述。

作者还详细阐述了一些用以评判救市措施得失的标准，随后分析了为什么最近采取的许多救市措施效果并不理想，未达到测试标准。我们能够而且需要从经济理论的角度来审视我们的救市措施，因为只有从理论的层面上，我们才能为最新的救市措施找到其存在的根据和意义——在这场与经济危机的抗衡中，我们的规则会发生变化。

第三，作者全面地阐述了美国在未来应该如何重塑金融监管体系。他提出了美联储作为系统风险监管和职能机构应实施哪些补救措施，从而丰富了系统风险的内涵。他认为，鉴于政府承担的职责范围过于宽泛，有必要重新设计董事会不同形式的委员会来监控超大型银行的财务状况。

这本书提出的建议很多，自然不会期望得到所有人的认同。但是，从最后几页的概述性建议可以知道，这本书并没有连篇累牍地讨论过去和未来，几乎每一页的陈述都是经过深思熟虑的。整本书循序渐进地阐述了作者的观点，有助于我们从中找出解决问题的着眼点并把握未来金融经济的走向。

罗伯特·希勒

TOO BIG TO SAVE?

致 谢

在5个月内要完成一本400多页的书，需要一个村子的人才可以。所以，我非常幸运，有这么多人对我的手稿进行研读，对此我受益匪浅。

在搜集资料方面，许多人都做了出色的贡献，其中第一部分由诺哈·阿比-汉纳搜集整理；第二部分由劳拉·科因与杰夫·施内布勒搜集整理；第三部分马特·菲洛萨与查尔斯·贝雷斯福德首先各提供了一章的初稿，麦考尔·麦钱特为另外两章提供了重要支持；玛丽·埃伦·哈蒙德对第四部分的初稿进行了大量的整合工作，本·弗里德曼、史蒂夫·哈德利、丹·普赖斯的仔细审读对玛丽的工作帮助良多。

本书稿经过多次修改，校阅者们在每一阶段都提出了宝贵的意见。对以下校阅者提出的意见，我深表感谢：丹·伯格斯特拉瑟、龙尼·杰纳福-布爾曼、玛丽亚·德怀尔、杰夫·加滕、莉娜·戈德堡、理查德·霍金斯、里奇·凯姆佩萨尔、朱莉娅·柯比、鲍勃·利坦、罗布·曼宁、德布·米勒、贝齐·波尔、马克·波尔鲍姆、布赖恩·里德、吉姆·斯通、普雷斯顿·汤普森、埃里克·韦斯曼以及理查·韦策尔。

我由衷地感谢我的助理编辑本杰明·库特根作出的贡献。他对全部初稿都进行了校对，设计了书中的大部分图表。马克·希特欧和丹·弗莱厄蒂分别提供了图表和资料来源方面的技术支持。另外，乔希·马斯顿和吉姆·斯旺森也提供了有益的指导。

对于我得力的助手考特尼·马奥尼，我要表示特别的感谢。全部篇初稿都由她打印并一一校正。同时，凯西·尼伦和李·安·凯里随时为其提供

帮助。

另外，此书受到了雪莉·杰克逊的鼓励，杰里·根也读过一些初稿，他鼓励我为非专业人士提供帮助。在约翰威立出版公司的戴维·皮尤和凯利·奥康纳大力的支持。

对此书的任何错误或不足，我将负全部责任。此书内容并不代表 MFS 投资管理公司或其母公司加拿大永明公司的观点。

TOO BIG TO SAVE?

中文版前言

2008 年的金融危机并非特例。在过去的 60 年中，我们所见证的金融危机数目一直在攀升，仅在过去的 10 年，我们就经历了亚洲金融危机、网络泡沫的破灭以及现在的信用崩溃。

对于如何防范金融危机，或更现实地讲，在如何降低金融危机发生的频率和减轻其严重程度方面，中国能从美国的经验中学到什么？虽然中国经济与美国经济十分不同，但资本市场全球化的外部环境使中国也面临着很多相同的压力。恰恰是这些压力，导致了这次金融危机的发生。

第一，金融创新带来很多益处，但它同时也带来很多毁灭性崩溃的潜在可能性。例如，信贷违约互换（CDS）虽然给投资者提供了一种限制债券违约风险的新方法，但也正是这种方法导致了美国国际集团（AIG）的垮台，因为这种信贷违约互换无须相应的抵押以保障其责任。从 1996 年到 2006 年，不受监管的信贷违约互换市场的名义价值从 1 万亿美元狂涨到 60 万亿美元。在没有适当的监管时，新型金融产品所带来的问题和风险要远远大于其带来的短期利益，这是此次金融危机要吸取的教训。

第二，对金融市场的监管固然是必需的，但绝对禁止的做法往往会适得其反。例如，美国证券交易委员会（SEC）在 2008 年秋季开始禁止金融股票的卖空。但这一措施不但没有使金融股票停止下降，反而增加了这些股票的交易成本，使许多美国投资者无法就风险进行对冲。同时，那些非常精明的基金经理却找到衍生工具和海外市场的途径进行卖空。由此可以得知，在一个全球性的证券市场环境中，绝对禁止是无法被公平和有效地执行的。

第三，如果市场参与者的自有资金没有风险，他们是不会有动机去谨慎从事的。例如，如果购房者无须缴纳首付就可以得到房贷，当房价下跌时，他们往往会违约。同样，当房贷经纪人无须自留一部分风险就可以转卖掉房贷时，他们就不会对这些房贷进行必要的尽职调查。应有动机的缺位导致了贷款证券化过程的完全崩溃，从而引发了新贷款数额的急剧下降。因此，为了使一个经济体系良好运转，每个参与者应同时投入自身利益。

第四，当一些大型金融机构的战略目标中有相互矛盾的地方时，结果可能是灾难性的。一方面，联邦国民抵押贷款协会（房利美）和联邦住房贷款抵押公司（房地美）为政府资质企业，其宗旨是发展适宜低收入人群购买的房地产。但另一方面，这些公司还要为股东谋求年利润。正是这些目标的冲突，使两家机构于2008年9月破产。我们应该清楚，股份制公司不能在追求盈利最大化的同时去满足公共政策目标。这些目标在实际情况允许的情况下应尽可能被分隔开。

第五，当公司高管的报酬是基于短期业绩时，他们会去承担过高的风险。许多华尔街的高管们得到高额奖金是因为过去一年做了许多表面上看似极为有利，但最终失败的交易，这些交易的结构缺陷只有在随后几年才会显现出来。然而，奖金是无法追回的，因为支付方式为现金或可以立刻兑现的股票。激励制度需要改进，可以用三年的时间去衡量业绩并延期支付一半的现金奖金，以便确认业绩的真实性。

以上就是本书提出的五个主要教训。随着上海和深圳股票交易市场不断成长壮大，希望此书可以帮助中国避免许多美国的错误。

罗伯特·博森

TOO BIG TO SAVE?

金融危机：一个虚拟的故事

约翰和埃米·巴顿居住在亚利桑那州凤凰城的一个小房子里，^①他们一直都很喜欢街道边那栋带游泳池的宽敞的白色房子。但是，他们从来都没想到可以在他们现在居住的价值 40 万美元的房子和标价 50.5 万美元的白房子之间划上等号。2005 年 1 月，他们结识了当地一个名叫玛乔丽·斯潘塞的房地产经纪人，她向他们提出了一个“无法拒绝的交易”。

斯潘塞告诉他们，他们可以卖掉老房子，并仅需支付 5 000 美元的首付款就可买下这栋新房子。如果他们以 30 年、每年 7% 的固定抵押贷款利率为新房子贷款，月还贷额将从 2 660 美元增加到 3 325 美元，仅增加了约 665 美元。而他们完全有能力支付更高数额的贷款。斯潘塞说她将会拟定一个无收入核查贷款，巴顿夫妇所要做的只是将老房子列为出租物业，每月有 1 000 美元的租赁收入。

然而，埃米对斯潘塞这个嗓门响亮、语速很快并总穿一身西装的女人有一种不安的感觉。事实上，埃米想要尽快卖掉他们的老房子，她甚至并不确定这座老房子能不能租出去。“我们可以说你们的房子从过去到现在一直被租着用着，”斯潘塞说，“相信我，没人会注意的。”最后，埃米还是被能搬入新房子的兴奋感战胜了，于是，她和约翰签了所有的文件。之后，斯潘塞就在他们面前消失了，她要去使官方确认这笔交易。

几天之后，巴顿夫妇的新抵押贷款被卖给了一家大型的抵押贷款服务商，由他们收集月付款，然后转给抵押贷款的当前持有者。只要抵押贷款服务商积累了数量足够多的抵押贷款，它会保留该服务协议，但是会再次将抵押贷

款卖出——这次是卖给华尔街的交易商。最终，华尔街的交易商把这些抵押贷款交给一个空壳公司，经过在这些抵押贷款的担保下创造证券的过程，然后把这些证券卖给全世界的投资者（见图1）。

如图1所示，这个证券化过程是有创造性的。抵押贷款的本金和利息支付可以划分为独立的证券，这个叫做份额，每一份额都有对潜在抵押贷款利息支付的不同索金。举个很简单的例子，一种有潜在高收益的高风险的一份额也许会在借贷方违约后首先失去抵押贷款，而一种低利率的保守类份额也许会最后失去抵押贷款。

创造带有不同风险和收益的“份额”，此类工作由华尔街交易商（Wall Street Dealer）一群年轻且出色的大学毕业生完成的，其中一位能手是25岁的麻省理工学院毕业生皮特·安东诺夫，他对数字的敏锐令所有人惊讶。他的工作基本上就是使收益最大化。理解投资者的风险爱好，分析抵押贷款预期现金流，最终创造出按揭组合证券以适应投资者的不同需要。

一旦这种证券分了份额，下一步就是由三大评级机构——穆迪、标准普尔和惠誉——中的两个进行评价。像安东诺夫这样的评级机构专家都拥有自己的模式，该模式吸收了抵押贷款预期资金流，地理区域多元化和房屋价格有望下降（根据他们的模式，有很小的可能性）的因素。

评级过程还是一种游戏，两个机构分别赢得了400 000美元的复杂交易后，安东诺夫知道了参与的规则。他和他的同事们邀请这三家信用评级机构评估这种由一组特别的低级贷款（称为次级贷款）支持的证券有多少能被评为最高的AAA级。在债券业中，AAA级具有一定权威性，就像盖了大印一样。

惠誉打算以50%加入，穆迪是55%，而标准普尔则为60%。随后安东诺夫便萌生了一个主意，他对一个同事说：“给惠誉回个电话，就说他们差的太多，我们不打算拉他入伙”。两个小时后，安东诺夫接到了该公司副总裁打来的电话，他在电话中说道：“为了能够加入这笔买卖，我们愿意做一些调整，60%够吗？”就这样，60%的住房抵押贷款证券获得了AAA最佳信用等级，剩下的就是等着向世界各地的投资者出售该证券产品了。

住房抵押贷款证券曾在2005年年初一路走俏，这是因为与5年期美国国债所提供的4%的利率相比，该债券提供的利率要更高。此外，由于当时仅有少数几家上市公司享有这种AAA的信用等级，因此他们的产品可以说是一项非常保守的投资。

