

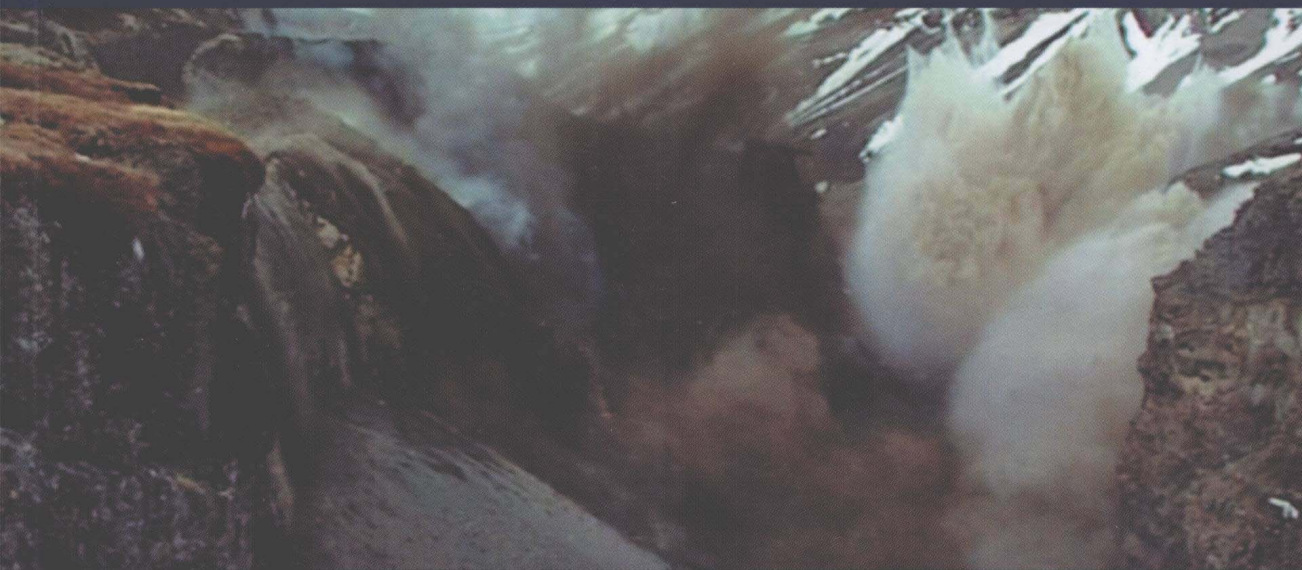
本美国政府授权的金融危机调查报告

THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT

美国金融危机调查报告

美国金融危机调查委员会 / 著
The Financial Crisis Inquiry Commission

俞利军 丁志杰 刘宝成 / 译



这是一场世界范围的极具破坏的危机，美国经济遭受了继“大萧条”之后最严重的损失。一系列的后续影响仍在威胁美国许多家庭和大小企业，400万家庭失去了住房，超过2600万人失业，近11万亿美元的家庭财富蒸发，退休账户和生活储蓄被席卷一空……这场危机不仅影响当代人，也将波及下一代人。



中信出版社 · CHINA CITIC PRESS

THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY REPORT

美国金融危机调查报告

美国金融危机调查委员会 / 著
The Financial Crisis Inquiry Commission

俞利军 丁志杰 刘宝成 / 译

图书在版编目（CIP）数据

美国金融危机调查报告 / 美国金融危机调查委员会著；俞利军等译. —北京：中信出版社，2012. 8

书名原文：The Financial Crisis Inquiry Report

ISBN 978-7-5086-3223-0

I. 美… II. ①美… ②俞… III. 金融危机—调查报告—美国 IV. F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字（2012）第 019307 号

Simplified Chinese translation edition © 2011 by China CITIC Press

Simplified Chinese language edition published in agreement with THE FINANCIAL CRISIS INQUIRY COMMISSION c/o The Spieler Agency & Lippincott
Massie McQuilkin, through The Grayhawk Agency.

All Rights Reserved.

本书不在港澳台地区发行销售

美国金融危机调查报告

著 者：[美] 美国金融危机调查委员会

译 者：俞利军 丁志杰 刘宝成

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

（北京市朝阳区惠新东街甲 4 号富盛大厦 2 座 邮编 100029）

（CITIC Publishing Group）

承 印 者：北京诚信伟业印刷有限公司

开 本：787mm × 1092mm 1/16 印 张：45 字 数：680 千字

版 次：2012 年 8 月第 1 版 印 次：2012 年 8 月第 1 次印刷

京权图字：01-2011-0824 广告经营许可证：京朝工商广字第 8087 号

书 号：ISBN 978-7-5086-3223-0/F · 2564

定 价：116.00 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：010-84849555 服务传真：010-84849000

投稿邮箱：author@citicpub.com



金融危机调查委员会成员

费尔·安吉利迪斯

主席

比尔·托马斯

副主席

布鲁克斯利·博恩

委员

拜伦·乔治乌

委员

(参议员) 鲍勃·格雷厄姆

委员

基思·亨尼西

委员

道格拉斯·霍尔茨－埃金

委员

希瑟·米伦 (注册金融分析师)

委员

约翰·汤普森

委员

彼得·J·沃利森

委员

投票通过此报告的委员

费尔·安吉利迪斯， 布鲁克斯利·博恩， 拜伦·乔治乌，
鲍勃·格雷厄姆， 希瑟·米伦， 约翰·汤普森

对此次报告存有异议的委员

基思·亨尼西， 道格拉斯·霍尔茨-埃金，
比尔·托马斯， 彼得·J·沃利森



| 序 言 |

美国金融危机调查委员会撰写的《美国金融危机调查报告》一书（中文版）正式出版了。这是美国官方首次详细披露这场起源于美国的国际金融危机的背景、过程及根源。调查报告用通俗易懂的语言解释了复杂的金融体系与金融产品
在危机中所扮演的角色，阐述了美国金融体系和美国经济是如何走到了崩溃的边缘。这对于读者更好地理解这场危机是怎样发生的，应当吸取什么教训，如何采取措施预防危机再次发生，都具有积极的意义。

自从 2007 年金融危机爆发以来，关于危机的起因和教训的讨论以及文章、书籍已经很多，但金融危机调查委员会运用独立调查的方式，采访了 700 多位见证者，查阅了数百万页的文件，吸收了大量国会委员会、政府机构、专业学者、记者、法律研究者和其他人士对危机的研究成果，运用大量鲜活的事实、生动的语言和翔实的数据，系统地揭示这场危机的真相，这种形式的确还是少见的，读起来也是很有说服力的。

这个调查报告得出的结论是惊人的。此次危机是人类的作为和不作为所导致，而不是大自然或者是计算机模型出现混乱所导致。尽管经济周期不可避免，但如此规模的危机却是可以避免的。金融监管者和金融机构管理者所犯的误差是“人祸”而非“天灾”。

导致这场“人祸”的根源在很大程度上来自一种被人们普遍接受的概念，即认为市场有自我调节的能力，金融机构能够进行有效的自我监管。因此，监管者长期放松管制，没有履行好职责，酿成了系统性金融风险，造成了巨大破坏。历史已经证明，这种把“一切交给市场”来解决的自由主义政策是行不通的。这场危机反映了多年来形成的全球经济严重失衡，暴露了现行国际货币体系的弊端，同时也给西方经济理论带来巨大冲击和严峻挑战。不少国家和国际机构都在反思危机的成因，总结危机的经验教训，并展开了新的理论探索和发展模式

变革。

这个调查报告深刻地揭露了华尔街的贪婪，目睹了责任和道德标准的沦丧。书中对这方面的描述随处可见，触目惊心。事实再次警示人们，必须停止对金钱的顶礼膜拜，建设一个人道的社会。金融工作者不能只是创造账面利润，追求高额奖金，而必须对社会负责，对股东、对客户、对员工负责，这就需要建立健全清晰、专业、合乎道德的准则予以严格约束。

此书还对涉及金融业务与产品的若干技术性很强的问题作了很好的解释。比如，次级贷款与债务抵押证券，衍生产品交易，影子银行和信用评级等，以便让读者从若干金融产品交易细节中更好地了解危机发生的来龙去脉，见微知著，折射出政府、中央银行和金融监管机构在房产政策、利率政策、贷款政策和应对危机等方面的失误。

这场危机已经给全球经济带来了巨大损失，而且至今还没有结束。欧美国家当前正面临公共债务危机，给全球经济复苏又蒙上了阴影。可见，深入探索事件的真相，全面客观地总结、吸取历史经验，有助于各国加强协调配合，继续共渡难关，以便逐步走出危机。

正如报告所说，金融危机调查委员会的主要任务是调查危机之根源，弄清楚发生了什么以及它们是如何发生的，通过搜集证据、呈现事实，作出评价，解开谜团。本书已经达到了预期的目的。

当然，寻找危机的根源是解决危机的基础。各国已经和正在采取一系列重大举措来应对危机，以避免危机再次发生。我相信，关于危机的成因和解决危机的办法的讨论将会继续下去，全球经济金融的复苏与再平衡还有一条漫长的、艰难的路要走，这场危机不仅影响了当代人，也必然要波及下一代人。

中国银行董事长 肖钢

2012年2月



| 前 言 |

金融危机调查委员会的成立旨在“调查美国的金融现状以及经济危机的根源”。在这份报告当中，委员会将向总统、国会以及美国人民呈报调查出的结果以及对此次危机根源的总结。

虽然金融危机最糟糕的时刻已过去了两年多，但我们的经济、社区团体以及全国所有的家庭，仍然遭受着金融危机带来的一系列后续影响。数百万美国人失去了他们的工作和住房，整体经济状况恢复仍十分缓慢。此份报告旨在从历史的角度，阐述是什么使我们的金融体系和经济走到了崩溃的边缘；同时，本报告也希望帮助政策制定者以及公众更好地理解这场灾难到底是如何发生的。

调查委员会的成立是《欺诈强制执行与复苏法案》（公共法 111-21 条）所规定的内容之一，该法案已被国会通过并由总统在 2009 年 5 月签署生效。独立调查小组由 10 人组成，他们是在房地产、经济学、金融、市场管理、银行及消费者保护等相关领域具有丰富经验的个人。调查委员会中的 6 名成员是由国会的民主党领导任命的，另外 4 名是由国会的共和党领导任命的。

调查委员会依法列示了 22 个具体指令，询问并调查在危机中倒闭的金融机构和那些一旦离开了政府救援也将在劫难逃的金融机构。这份报告完成了以上任务。此外，调查委员会得到指示，如果发现与金融危机相关的人员中有触犯联邦法律的，均可将其移交美国国家总检察官或相应的州总检察长处理。委员只要发现此类潜在的违法问题，即可将其递交主管部门处理。委员会获得授权发出传票并强制获得证言及文档证据，但在大多数情况下，企业和个人都自愿配合此次调查工作。

在调研的过程中，委员会翻阅了数百万页的文件，采访了 700 多位见证者，并且在纽约、华盛顿以及在国内遭到金融危机重创的社区举行了共计 19 天的公开听证会。委员会还参考了大量由国会委员会、政府机构、专业学者、记者、法

律调查员，以及其他各界人士作出的与金融危机发展相关的研究成果。

在这份报告中，我们试图用清晰易懂的语言来解释美国复杂的金融体系是如何运作的，它的各个部分是如何相互协调的，以及危机是如何产生的。这就要求我们的调查研究必须涉及专业很广甚至很难懂的学科，诸如抵押贷款和抵押贷款证券化、金融衍生产品、公司治理以及风险管理等。为了使这些问题具体化，我们对在事件中扮演了关键角色的具体金融公司进行了个案调查，在一些个案中我们关注的是这些机构的某些重要方面。这些机构包括美国国际集团（AIG）、贝尔斯登（Bear Stearns）、花旗集团（Citibank）、全国金融公司（Countrywide Financial）、房利美（Federal National Mortgage Association，简称 Fannie Mac）、高盛集团（Goldman Sachs）、雷曼兄弟（Lehman Brothers）、美林证券公司（Merrill Lynch）、穆迪公司（Moody's）以及美联银行（Wachovia）。对于其他公司，我们根据其作用和表现给予适当的关注。

我们还研究了历届国会和政府所实施的相关政策。重要的是，我们检查了政策制定者以及监管者在危机中所扮演的角色，其中包括美国联邦存款保险公司（FDIC）、美国联邦储备委员会（Federal Reserve Board），纽约联邦储备银行（FRBNY）、美国住房和城市发展部（HUD）、美国货币监理署（OCC）、联邦住房企业监察办公室（OFHCE，后来更名为联邦住房金融局）、美国储蓄机构监理署（Office of Thrift Supervision，简称 OTS）、美国证券交易委员会（SEC）及财政部。

诚然，委员会的工作也不是面面俱到的。国会只是要求委员会调查危机的根源，却没有要求委员会提出政策建议。从这个意义上说，委员会更像是国家交通安全委员会，只负责调查航空及其他交通事故，以便了解事故发生的原因，从而尽量避免类似事故的再次发生。我们的任务也不是评价联邦法律（即《不良资产救助计划》，简称 TARP），此项法律为主要金融机构提供了财务援助，评测该项法律的任务被分配给国会监督小组和 TARP 的特别监察长。

这份报告不是委员会调查所得的唯一成果，网站 www.fcic.gov 所包括的信息远远超出我们在报告中所提供的内容。它包括了大量的资料，比如文件、邮件、委员会公开听证会的视频、证词以及辅助性研究报告，这些都可以在将来的研究中用到。报告中的很多补充说明都可以在此网站上找到。此外，那些因各种原因而导致目前不能发布的材料将最终通过美国国家档案局公布。

我们的工作反映了秉承公众服务荣誉的委员会委员们非凡的奉献和学识。广

大美国民众通过信件和电子邮件与委员会成员分享他们的观点，我们也从中收益颇多。同样，我们感谢数以百计的个人和组织为我们提供的专门知识、信息，以及他们在与委员会的大量采访、取证和讨论中所提供的个人信息。

我们也要感谢委员会的工作人员，尤其是我们的执行主任温迪·爱德堡 (Wendy Edelberg)，感谢他们的专业精神、工作激情以及在这项服务国家的任务中所付出的大量时间。如果没有他们的非凡付出，那么这份报告是不可能完成的。

随着这份报告的完成和网站的建立，委员会的工作也接近尾声。我们提供了我们所能得出的成果，期望读者可以通过此报告得出自己的结论，而有关这场危机的更加全面的历史记录将会继续被书写。



金融危机调查委员会的结论

金融危机调查委员会的召集成立旨在调查此次重创美国的金融与经济危机，并向美国人民解释危机的起因。面对美国遭受的继大萧条之后最严重的经济损失，我们深刻地意识到这项任务的重要性。

我们的任务首先是要弄清发生了什么以及它是怎样发生的，这样我们才能够理解事件的起因。在这里，我们给出了我们的结论。我们鼓励美国人民和我们一起根据调查中收集的证据作出自己的评价。如果我们不从历史中吸取教训，我们就不可能从此次危机中完全恢复。那些在华尔街和华盛顿由于涉及自身利益而安于现状的人倾向于从记忆中抹去此次危机，或者他们认为没有人能够预测或者阻止危机的发生。这份报告将尽力呈现事实真相、明确责任、解开谜团，帮助我们理解如何避免危机的发生。报告试图去真实地记录历史，而非重新书写历史，因为历史是不允许被重写的。

为了帮助美国民众更好地理解此次危机及其起因，我们在此报告第三、四、五部分的结尾给出了具体的结论。

该报告的主题对国家意义重大。2007 年和 2008 年所发生的重大的事件，这种坎坷波折并不是在自由市场经济体系中可以预测的，也不是金融和经济的周期性问题。这是一种根本性的破坏——一场金融剧变，甚至可以说，这是一场对整个国家各类机构和家庭造成严重破坏的浩劫。

在此报告即将付梓之际，美国仍有超过 2 600 万人失业，他们或是无法找到全职工作，或是干脆已经放弃寻找工作。有大约 400 万的家庭由于丧失抵押品赎回权而失去了他们的住房，还有另外 450 万的家庭即将丧失抵押品赎回权或陷入抵押贷款偿付危机。近 11 万亿美元的家庭财富蒸发，退休账户和生活储蓄被席卷一空。大小企业皆深受经济衰退所害。那些财富的蒸发造成了极大的社会愤慨，当然，这些愤慨是可以理解的。很多循规蹈矩的人突然发现自己失业了，从

而对未来感到十分迷茫。这场危机所连带伤害的是真实的人和社区，这场危机将影响整整一代人。国家想要恢复经济实力，还有一段艰难的路要走。

正如同许多美国人一样，基于自己的观点和对于世界上最强大的金融体系是如何走向崩溃边缘的初步认识，我们开始了探索。在我们接受该独立委员会任命调查的时候，关于此次危机的文章和讨论已经有很多。此次调查使我们深有感触，我们的探索是一个揭露真相的过程。我们曾屡次为所见、所闻、所读而着迷、惊奇甚至震惊。

在过去的两年里，人们大多把注意力集中在联邦政府作出的各种决策上，这些决策旨在提供大量的金融援助来稳定金融体系和那些大型金融机构。这些金融机构对整个金融体系十分重要，国家不能坐视其倒闭。这些决策以及它们的深刻含义也将在未来持久地讨论下去。我们的任务就是要提出并回答下面这一核心问题：在2008年，我们的国家在面对两个严苛而痛苦的方案时是如何作出选择的。方案之一是我们的金融体系和经济将面临完全崩溃的风险；另一种方案则是当数百万美国人民失去他们的工作、储蓄和住房之时，仍将数以万亿计的纳税人的钱投入到金融体系和一系列公司中去。

在这份报告中，我们详细论述了危机中的事件。但是，如我们所见，在报告的开始，一个简单的概述是很有必要的。尽管长期以来形成的缺陷使经济危机的爆发成为可能，但正是由来已久的低利率、宽松信贷政策、缺乏监管以及不良抵押贷款导致了房地产泡沫的破灭，这成为一系列事件的导火索，进而导致了2008年秋天金融危机的全面爆发。当抵押贷款相关证券被一再重新打包，出售给世界各地的投资者时，价值数万亿美元的风险抵押证券充斥了整个金融体系。当泡沫破裂的时候，抵押贷款和抵押贷款相关证券损失了数千亿美元，这给市场以及受抵押贷款影响很大的金融机构带来了巨大震荡，因为这些金融机构购买了很多抵押贷款证券。这一切不仅发生在美国，而且波及全世界。造成的损失也被诸如合成证券的金融衍生产品扩大。

2008年9月，随着雷曼兄弟的破产倒闭以及保险业巨头美国国际集团（AIG）的行将解体，这次金融地震达到了最高潮。主要金融机构的资产负债表由于缺乏透明度而加剧了人们的恐慌，而那些被视为“大而不倒”（too big to fail）的金融机构之间由于存在着错综复杂的关系，导致了信贷市场的失灵。贸易停滞不前，股票市场大幅下跌，经济陷入了深度的衰退。

我们所研究的金融体系与我们父辈那个时代的金融体系大不相同。仅过去

30 年的变化就十分引人注目。金融市场日趋全球化，技术改变了金融工具和交易的效率、速度和复杂性。较之过去，融资的渠道更为广泛，成本也更为低廉。金融部门已成为我们经济生活更具支配能力的部门。

1978 ~ 2007 年，金融部门的贷款由 3 万亿美元飙升至 36 万亿美元，其在国民生产总值中所占的比例增长了两倍多。华尔街许多公司的根本属性发生了变化，从相对固定的私人合伙企业转型为承担更大和更多种类风险的上市企业。截至 2005 年，美国最大的十家商业银行持有 55% 的工业资产，这是 1990 年的两倍多。在 2006 年危机爆发前夜，金融部门的盈利占美国全部公司盈利的比例从 1980 年的 15% 增长到了 27%。充分理解这个变化，对委员会的分析是至关重要的。

目前，我们绝大部分的发现和结论是基于此项报告中的各项事实，我们期望这些事实能够提供经验教训，以避免未来灾难的再次发生。

● 我们认为，此次金融危机是可以避免的。此次危机是人类的作为和不作为所导致，而不是大自然或者是计算机模型出现混乱所导致。我们金融系统当中的决策者和管理者们对一些警示视而不见，没有提出质疑，也没有深入探究，更没有处理好那些在金融体系中不断扩大的风险，而这一切对美国民众的幸福安康却是至关重要的。他们所犯的是一个很大的错误，而并非是一个小小的失误。尽管经济周期是不可避免的，但是如此规模的危机却并非必然。借用莎士比亚的一句话，这个错误是“人祸”，而非“天灾”。

尽管来自华尔街和华盛顿的一些人认为这场危机是无法预见和避免的，但预警迹象却是存在的。悲剧就在于这些迹象被人们忽视或低估了。这些迹象包括风险次级贷款和风险次级证券的激增、房价的不可持续性增长，关于令人震惊的掠夺性贷款行为的广泛报道，家庭房屋抵押贷款的急剧增长，金融公司交易活动的猛增，不受管制的金融衍生产品以及短期“回购”贷款市场，以上这些仅仅是众多危险信号中的一部分。然而，有关部门对此放任不管，几乎没有采取有意义的措施及时消除隐患。

最好的例证就是美联储在阻止不良抵押贷款的流动时所犯的巨大错误，这一危害原本可以通过制定审慎的抵押贷款标准而避免。美联储是唯一有权采取措施的机构，但是它却没有采取任何措施。我们的调查记录中则满是其他失误的证据。金融机构虚构并买卖它们从未调查过的抵押贷款证券，或者说他们明知这些证券存在很多缺陷，却不屑进行调查。这些公司依赖数百亿美元的资金存活，而

这些资金需要在市场昼夜不息地流动，并以次级按揭抵押贷款作为抵押：大多数公司和投资者盲目地依赖那些信用评级机构，把它们作为风险判断的依据。这就如同行驶在一条既没有速度限制又没有清晰车道的高速公路上，人们还能有什么期待呢？

- 我们认为，金融调控和监管的普遍缺失给国家金融市场的稳定带来巨大破坏。由于人们普遍相信市场具有自我修复特性，金融机构也具有有效的自我约束力，所以这些金融机构和监管者玩忽职守从而形成了监管的缺失。在美联储前主席艾伦·格林斯潘（Alan Greenspan）和其他人的倡导下，在各界政府和国会的支持下，以及强大的金融机构的积极推动之下，加之三十多年的监管缺失和仅仅依赖金融机构的自我监管，使得关键的保护措施被剥离，而这恰恰是避免灾难的关键。这种处理方法打开了监管的一个口子，使得数万亿美元的资产暴露在风险之下，例如影子银行系统和场外衍生品市场。此外，政府允许金融公司选择它们更喜欢的监管者，这就开始了一场寻求最弱监管者的竞赛。

有一种观点认为，监管者缺乏维护金融系统秩序的权力，对此我们持否定态度。实际上，他们在很多领域有充分的权力，却不愿去使用。下面仅给出 3 个例子：证券交易委员会本可以要求更多的资本和叫停大型投资银行的风险业务，但它没有这么做；纽约联邦储备银行和其他监管机构本可以力保危机重重的花旗集团，但它们也没有这么做；政策的制定者和监管机构本可以阻止按揭抵押证券流失的进程，但他们还是没有这么做。在一个又一个的例子中，即使面临着越来越多的问题，监管机构也始终把它们所监管的公司看做是安全的，甚至在这些机构濒临破产时也只是将它们作降级处理。这些监管机构本应该具有更多的权威。在大多数情况下，它们处于一种政治和思想都受束缚的环境中，缺乏政治意愿和勇气来批判性地挑战负责监管的机构和整个体系。

随着金融市场的发展，监管体系在很多情况下都发生了变化。正如报告中表明的一样，金融业自身在弱化对机构、市场和产品的监管力度方面起了重大作用。一个拥有如此巨额财富和极大权力的行业，能够对政策制定者和监管机构施加压力，本委员会对此并不感到惊讶。据报道，1999 ~ 2008 年，金融部门用于联邦游说的费用为 27 亿美元。而该领域的个人和政治活动委员会在竞选中出资达 10 亿美元。使我们困惑的是，这个国家缺乏监管的力度和独立性已达到了如此程度，这已经极大影响了国家金融稳定的维护。

- 我们认为，我们在许多具有全局重要性的金融机构的公司治理和风险管理

理上存在严重失误，这些失误是导致此次危机的重要原因之一。有一种观点认为，即使没有稳定的调控手段，大型金融企业的自我保护本能也会使它们避免承担致命的风险，并且，一些公司认为，调控会扼杀创新。很多机构本来资本就很少，却总是行事鲁莽，承担过多的风险，并过分依赖短期资金。在很大程度上，这反映了这些机构的根本性变化，尤其是大型投资银行和银行控股公司。它们越来越多地从事能够创造巨额利润的风险交易业务，他们大量收购并支持次级贷款机构，经过它们发行、打包、再打包出售了价值数万亿美元的抵押贷款相关证券，包括合成金融产品。它们如同希腊神话中的伊卡洛斯^①一样，从不畏惧朝太阳飞得更近。

由于收购合并战略实施不当，许多机构迅速扩张，使得有效的管理更加具有挑战性。花旗集团首席执行官（CEO）告诉委员会，价值 400 亿美元的高评级抵押贷款证券都不能吸引他们的注意力；花旗投资银行的某一负责人也说，他几乎不会把精力投入到这种证券当中。在这种情况下，企业规模“大而不倒”也就意味着“大而难管”。

在很多情况下，一些金融机构和信用评级机构普遍以数学模型代替判断，并将其看做是可信的风险预报器。风险管理往往就被转化为风险合理化。

在低息贷款、竞争激烈和宽松监管的条件下设计出的补偿制度往往能够得到快速交易和短期盈利的回报，而却没有考虑长远的影响。在收益的可能性很大而损失的可能性很小的环境下，这些制度鼓励了大规模投资。无论是对公司董事会还是对大街上的贷款经纪人，这种状况对他们来说都是大同小异的。

我们的调查发现了大量令人震惊的有关政府部门失误和失责的情况。此外，你们将会阅读到，有关美国国际集团的高管对于公司金融衍生品各项条款和风险有多么的无知。这些金融衍生品价值 790 亿美元，并受到抵押贷款相关证券的影响；房利美则寻求更大的市场份额、利润以及分红，随着房地产市场达到顶峰，这导致其承受更多的风险贷款和证券；美林证券的高管们意识到公司所持有的价值 550 亿美元的抵押贷款相关证券虽然具有超高评级并被看做是超级安全的，但却仍然遭受了数十亿美元的损失，这真是一个代价太高的意外。

• 我们认为，过度借贷、风险投资和透明度不足等因素的结合使经济危机

^① 伊卡洛斯是希腊神话中代达罗斯的儿子，与代达罗斯使用蜡和羽毛造的翼逃离克里特岛时，他因飞得太高，双翼上的蜡遭太阳融化跌落水中丧生。——译者注

最终爆发。诚然，这些缺陷与公司治理失败及监管缺失密切相关，但是其本身重要性足以引起我们的注意。

在危机爆发前的几年里，太多的金融机构和家庭都最大限度地进行借贷，一旦他们的投资产品价值稍有降低，他们就会陷入财务困境甚至破产。例如，在2007年，5个主要的投资银行——贝尔斯登、高盛集团、雷曼兄弟、美林证券、摩根士丹利——都以极小量的资本展开业务。具体说，他们的杠杆借贷比率高达40:1，这意味着每40美元的资产中，只有1美元的资本可以用来弥补损失。低于3%的资产贬值便会使一家公司破产。更严重的是，它们的大多数借贷都是在隔夜市场上短期拆借的，这就意味着，借贷每天都需要更新。例如，2007年年末，贝尔斯登的股权为118亿美元，负债为3836亿美元，公司却向隔夜市场借入了700亿美元。这相当于一个资本为5万美元的小企业，却借入了160万美元，每天应还的利息为296750美元。当大多数人都持有同一种想法时，人们就不再去质疑这种想法。

杠杆比率是看不见的，它们隐藏在那些金融衍生品头寸之中，隐藏在资产负债表的表外业务中，再经过财务报告的粉饰后才能为大众投资者所得到。

杠杆比率使用最多的就是房地美和房利美这两家政府支持的巨型企业。比如说，在2007年年末，房地美和房利美的杠杆借贷比率之和，包括它们所借的贷款和所担保的贷款，已经达到了75:1。

并不只是金融企业在疯狂借贷：2001~2007年，国家抵押贷款几乎翻了一番；在工资几乎没有增长的情况下，每个家庭平均所拥有的抵押贷款总值已经从91500美元增加到149500美元，增长了63%。当房价开始下跌，那些高负债的金融企业和家庭都受到了严重冲击。

一些金融机构的巨大负债被它们在负债中积累的风险资产激化了。当抵押贷款市场和房地产市场制造出更高风险的贷款和证券，很多金融机构大量买入这些贷款和证券。截至2007年年末，雷曼兄弟所持有的商业及住宅不动产和证券已达到了1110亿美元，这一数额几乎是它两年前所持有数额的两倍多，也是它总资本的4倍。并且，这样的风险不仅仅是由金融企业来承担，也包括家庭。在2005~2006年间，几乎每10个抵押贷款者中就有一个放弃“选择性可调整利率抵押贷款”（Option ARM）。这就意味着，他们在贷款余额每月增长的情况下，可以选择支付较低的还款。

在金融体系内，由于对透明度没有要求，贷款的风险被扩大了。大量的短期借