



中国经济文库 · 应用经济学精品系列

The Causes and lessons of
Financial Crisis in the US — A Perspective of
Valuation, Margin, Leverage and Liquidity

美国金融危机 的成因与教训

——基于估值、保证金、杠杆和流动性角度分析



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

国家社会科学基金项目(09BJY095)、教育部人文社会科学研究
规划基金项目(09YJA790060)阶段性成果

美国金融危机的成因与教训

——基于估值、保证金、杠杆和流动性角度分析

李国民 著

 **中国经济出版社**
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北 京

图书在版编目 (CIP) 数据

美国金融危机的成因与教训：基于估值、保证金、杠杆和流动性角度分析/李国民著
北京：中国经济出版社，2010.12

ISBN 978 - 7 - 5136 - 0377 - 5

I. ①美… II. ①李… III. ①金融危机 - 研究 - 美国 IV. ①F837.125.9

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 221636 号

责任编辑 张 卉
责任审读 霍宏涛
责任印制 石星岳
封面设计 华子图文

出版发行 中国经济出版社
印 刷 者 北京市昌平区新兴胶印厂
经 销 者 各地新华书店
开 本 710mm × 1000mm 1/16
印 张 15
字 数 230 千字
版 次 2010 年 12 月第 1 版
印 次 2010 年 12 月第 1 次
书 号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 0377 - 5/F · 8652
定 价 32.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037
本版图书如存在印装质量问题，请与本社发行中心联系调换 (联系电话：010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话：010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心 (举报电话：12390)

服务热线：010 - 68344225 88386794

第一章

导 言	001
美国金融危机的背景、过程描述	007
1.1 美国金融危机的背景描述 / 007	
1.1.1 低利率的经济环境 / 008	
1.1.2 高储蓄国家充裕的资金供给 / 009	
1.1.3 美国经常项目赤字提供了充足的资金来源 / 009	
1.1.4 银行经营模式的改变 / 010	
1.1.5 廉价信贷与住房市场泡沫 / 016	
1.2 危机初显阶段 / 018	
1.3 危机初始爆发阶段 / 019	
1.3.1 资产支持商业票据市场流动性紧缩 / 020	
1.3.2 遭受挤提的 SIV 纷纷倒闭 / 020	
1.3.3 货币市场危机以及央行救助 / 021	
1.3.4 抵押贷款相关证券的资产减计 / 023	
1.3.5 单一险种保险商 / 023	
1.3.6 两房危机 / 024	
1.4 系统性金融危机阶段 / 025	
1.4.1 华尔街五大投资银行的消亡 / 025	
1.4.2 雷曼兄弟破产的直接传递效应 / 026	
1.4.3 救市的政策措施与效果 / 031	
1.5 金融危机溢出到实体经济阶段 / 032	
1.5.1 主要事件描述 / 032	

1.5.2 主要金融市场状况 / 034

1.5.3 政策措施与效果 / 035

1.6 金融危机的损失估计以及与大萧条的不同 / 036

1.6.1 金融危机的损失估计 / 036

1.6.2 金融危机与大萧条的不同 / 037

第二章 公允价值计价与美国金融危机 038

2.1 引言 / 038

2.2 公允价值的基础知识回顾 / 040

2.2.1 公允价值的产生与混合会计制度框架 / 040

2.2.2 公允价值会计制度的核心内涵 / 046

2.2.3 公允价值对财务报告的传导途径 / 050

2.3 公允价值会计存在的问题 / 060

2.3.1 公允价值会计对传统会计观念和原则的挑战 / 060

2.3.2 公允价值会计放大了金融危机 / 066

2.3.3 公允价值会计实践中的应用问题 / 070

2.4 历史成本会计的局限与完善公允价值会计的对策 / 073

2.4.1 历史成本会计不可能成为公允价值会计的
替代 / 074

2.4.2 大量的研究认为应当完善而非暂停或者废止
公允价值会计 / 075

2.4.3 公允价值会计的改进建议 / 077

2.5 启示 / 083

第三章 信用评级与美国金融危机 085

3.1 引言 / 085

3.2 信用评级知识回顾 / 086

3.2.1 发行人评级和特定债务工具评级 / 087

3.2.2	评级的内容 / 088
3.2.3	评级的程序 / 088
3.2.4	评级结果代表的意义 / 089
3.2.5	评级结果的公信力以及不同评级体系的差异 / 090
3.2.6	评级机构的收费模式变迁与费用结构的改变 / 092
3.2.7	未申请评级与附加服务 / 094
3.3	评级机构的作用 / 096
3.3.1	投资者对评级的运用 / 096
3.3.2	债券发行人对评级的运用 / 097
3.3.3	投资银行与经纪商对评级的运用 / 098
3.3.4	政府监管者对评级的运用 / 098
3.3.5	评级在结构性金融中的运用 / 102
3.4	结构性金融产品评级与美国金融危机 / 103
3.4.1	结构性金融产品评级 / 103
3.4.2	不当评级加速了危机 / 106
3.5	信用评级机构以及评级过程存在的问题 / 108
3.5.1	结构性金融的基础资产质量下降 / 108
3.5.2	评级没有区分次级 RMBS 等结构性金融产品的特征 / 109
3.5.3	RMBS 等结构性金融产品的评级模型存在缺陷 / 111
3.5.4	信用评级的利益冲突 / 112
3.5.5	评级机构监督评级的持续过程与首次评级相比而言无力与混乱 / 114
3.5.6	评级机构的内部控制存在问题 / 117
3.5.7	职能冲突 / 119
3.5.8	权重责轻缺少监管 / 119
3.5.9	政府特权与缺少竞争 / 120
3.6	完善评级制度的建议措施 / 122
3.6.1	加强对评级机构的监管 / 122

- 3.6.2 防止利益冲突 / 123
- 3.6.3 加强评级机构的内部控制制度建设 / 123
- 3.6.4 解决持续评级过程中资源不足问题 / 124
- 3.6.5 加强披露监管 / 124
- 3.6.6 增加评级机构行业的有序竞争 / 125

3.7 启示 / 125

第四章 垫头与保证金在危机中的作用 127

4.1 引言 / 127

4.2 垫头与保证金的市场实践 / 129

- 4.2.1 证券融资交易 / 129
- 4.2.2 场外衍生工具交易 / 134
- 4.2.3 风险管理课程 / 136

4.3 金融危机中垫头和保证金实践存在的问题 / 137

- 4.3.1 非保证金或者垫头渠道导致证券借贷的供给波动 / 137
- 4.3.2 危机中担保品的资产特性造成垫头快速增加 / 137
- 4.3.3 垫头和初始保证金促使顺周期扩大 / 139
- 4.3.4 正常时期并没有将证券借贷计划视为核心风险活动并施加管理 / 142
- 4.3.5 对担保品的估值能力不足 / 143
- 4.3.6 缺少证券借贷的最佳操作指南 / 143
- 4.3.7 现行信用触发器放大了流动性冲击 / 143
- 4.3.8 缺少必要的定性和定量信息 / 145

4.4 解决垫头实践中存在问题的政策建议 / 145

- 4.4.1 提升担保品估值能力 / 145
- 4.4.2 设置跨越周期的垫头和资本要求 / 146
- 4.4.3 使用中央交易对手 / 148
- 4.4.4 提供证券借贷的最佳操作指南 / 149

4.4.5	信用条款信息的收集 / 149
4.4.6	信用触发器管理 / 150
4.5	启示 / 151
附录 4-1	一些国家和组织的监管垫头规定 / 152
4-1.1	Basel II 标准化的监管折扣系数 / 152
4-1.2	欧洲中央银行关于担保品的垫头规定 / 153
4-1.3	中国融资融券交易的垫头规定 / 154
4-1.4	日本担保物种类以及担保物价值计算规定 / 154

第五章 杠杆累积、去杠杆化与美国金融危机 155

5.1	引言 / 155
5.2	杠杆及其累积 / 155
5.2.1	经济体系各部门杠杆的衡量 / 156
5.2.2	金融杠杆的类型 / 157
5.2.3	计量金融杠杆的困难 / 159
5.2.4	美国、加拿大等国的杠杆率计量 / 160
5.2.5	杠杆的累积 / 162
5.2.6	杠杆累积的原因 / 166
5.3	杠杆、顺周期与风险 / 169
5.3.1	杠杆与顺周期的基本原理 / 169
5.3.2	杠杆与风险 / 172
5.4	去杠杆化及其后果 / 172
5.5	杠杆率的限定 / 175
5.5.1	杠杆率的优点 / 175
5.5.2	杠杆率的缺点 / 179
5.6	启示 / 180

第六章 融资流动性和市场流动性不足与美国金融危机 183

6.1 引言 / 183

6.2 流动性的相关研究文献综述 / 187

6.3 流动性相关知识回顾 / 190

6.3.1 流动性及其规范 / 190

6.3.2 流动性过剩与流动性不足 / 195

6.3.3 流动性风险 / 197

6.3.4 流动性联系 / 201

6.3.5 市场流动性与融资流动性之间的循环 / 204

6.4 当前流动性危机的描述 / 205

6.5 危机中流动性快速枯竭的原因 / 207

6.5.1 资产类型与交易场所 / 207

6.5.2 金融中介的融资方式与组织形式发生不利于流动性的变化 / 208

6.5.3 杠杆比率、公允价值与资产负债表效应 / 211

6.5.4 流动性风险管理的复杂性以及管理手段的不足 / 213

6.5.5 流动性消失具有危机的自我实现特征 / 213

6.5.6 债务网络效应 / 214

6.5.7 流动性风险向实体经济和国外实体的溢出 / 216

6.5.8 与流动性相关的是多样性而不是规模 / 216

6.6 减弱流动性风险的政策建议 / 218

6.6.1 发挥中央银行的作用 / 218

6.6.2 发挥监管的作用 / 219

6.6.3 增加多样性 / 219

6.6.4 改善市场参与者的行为 / 220

6.7 启示 / 221

参考文献 / 222

导 言

随着金融经济情势向好,在学术界、政策制定者、政府监管部门和投资者之间,就金融危机展开的各种探讨与激烈辩论,似乎也逐渐减弱。但这正是全面梳理和思考美国金融危机成因与教训的恰当时机。

始于2007年的美国金融危机,与过去10多年中发展起来的复杂的结构性金融工具、金融市场参与者的商业运营模式的改变高度相关。危机是深刻和持久的,金融部门与实体经济之间的负面反馈链已然形成,金融危机的严重性随处可见。随之而来的疑问是,它是如何产生并在市场间和不同国家间传递的?它与衍生金融工具过度开发的关系到底如何?从金融危机中应当吸取哪些教训并改进相关工作以迎接新的挑战呢?

国外对金融危机的研究历经了三代模型:第一代危机模型强调外汇市场上的投机攻击与宏观经济基础变量之间的联系(Salant和Henderson, 1978^①;Krugman, 1979^②;Flood和Garber, 1984^③)。第二代危机模型强调多重均衡和危机的自促成性质(Obstfeld, 1994^④)。第三代危机模型的研究领域宽泛,包括银行挤兑和流动性危机模型(Sachs和Radelets, 1998^⑤),羊群行

① Salant, Stephen W. and Henderson, Dale W. 1978. "Market Anticipations of Government Policies and the Price of Gold." *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, 86(4): 627 - 648.

② Krugman, P. 1979. "A Model of Balance of Payment Crises." *Journal of Money*, 11: 311 - 325.

③ Flood, R. and Garber, P. 1984. "Collapsing Exchange Rate Regimes: Some Linear Example." *Journal of International Economics*, 17: 1 - 13.

④ Obstfeld, Maurice. 1994. "The Logic of Currency Crises?" NBER Working Paper No. 4640. (Cambridge, Massachusetts: National Bureau of Economic Research)

⑤ Sachs, J. and Radelets. 1998. "The Onset of The East Asian Financial Crisis." NBER Working Paper No. 6680.

美国金融危机的成因与教训

——基于估值、保证金、杠杆和流动性角度分析

Meiguo Jinrong Wei Ji De Chengyin Yu Jiaoxun

为模型(Calvo 和 Mendoza, 1999^①), 道德风险模型(Krugman, 1997^②; McKinnon 和 Pill, 1997^③), 内生增长模型(Dekle 和 Kletzer, 2002^④)等。总体上, 三代研究可分为经济基础变量与危机的关系研究、随机变量与危机的关系研究两类。至于危机的成因, 除了用经济改革、宏观政策、国际资本流动等宏观因素解释外, 还用金融中介、资产价格变化、投资者预期、财务结构变动等微观因素来解释。研究趋向是越来越强调微观主体行为对危机的影响。

对这次美国金融危机, 国外研究认为: 全球经济失衡背景下的美国经常账户长期的巨额赤字导致金融危机(Reinhart 和 Rogoff, 2008^⑤; Michael Mah-Hui Lim, 2008^⑥)。非对称预期造成的道德风险问题, 激励了银行的风险承担, 是弱化了风险约束机制所致(Wolfgang Münchau, 2007^⑦; Michael Mah-Hui Lim, 2008^⑧)。结构性金融产品按照公允价值调整会计报告, 导致了美国金融危机发生(IMF, 2008^⑨)。危机的发生机理主要源于证券化的过度发展, 而金融机构对借款者的评估和监测动力明显降低, 贷款质量下降(Demyanyk 和 Hemert, 2008^⑩)。抵押市场上存在的信息不对称和欺诈行为进一步加剧了风险的上升, 过高的风险也造成金融市场的动荡(Dell'Ariccia 等, 2008^⑪)。

① Calvo, Guillermo and Enrique G. Mendoza. 1999. "Rational Herd Behavior and the Globalization of Securities Markets?" mimeo, University of Maryland.

② Krugman, P. 1997. "Currency Crisis." <http://web.mit.edu/krugman/www/crises.html>.

③ McKinnon, R. I. and H. Pill. 1997. "Credible Economic Liberalizations and Over-borrowing." *American Economic Review*, 87: 189 - 193.

④ Dekle, Robert and Kenneth Kletzer. 2002. "Financial intermediation, agency and collateral and the dynamics of banking crises: theory and evidence for the Japanese banking crisis." Pacific Basin Working Paper Series 02 - 10, Federal Reserve Bank of San Francisco.

⑤ Reinhart, C. and K. Rogoff. 2008. "Is the 2007 US Subprime Crisis So Different? An International Historical Comparison." *American Economic Review*, 98(2): 339 - 344.

⑥ Michael Mah-Hui Lim. 2008. "Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis—Causes and Consequences." *Economics Working Paper Archive wp_532*, Levy Economics Institute.

⑦ Wolfgang Münchau. 2007. "The ECB, the Fed, and the Credit Crisis." <http://www.eurointelligence.com>.

⑧ Michael Mah-Hui Lim. 2008. "Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis—Causes and Consequences." *Economics Working Paper Archive wp_532*, Levy Economics Institute.

⑨ IMF. 2008. "Global Financial Stability Report. Containing Systemic Risks and Restoring Financial Soundness." Washington D. C.

⑩ Demyanyk, Yuliya and Otto van Hemert. 2008. "Understanding the Subprime Mortgage Crisis." Working Paper.

⑪ Dell'Ariccia, G., E. Detragiache and R. Rajan. 2008. "The Real Effect of Banking Crises." *Journal of Financial Intermediation*, 17: 89 - 112.

美联储货币政策的 inconsistency 导致了危机的发生 (John B. Taylor, 2008^①; Adrian 和 Shin, 2008^②)。除了美国的高消费以外,亚洲和石油输出国的消费不足以及储备累积、欧洲的结构性问题也是危机的原因 (Paulson, 2008^③)。也有人认为是其他原因导致的危机,比如,在过去的二三十年期间,放松管制,强调自由市场及其自纠能力,是盛行于西方资本主义世界的基本观念,放松管制是导致危机的原因;又如,这次金融危机主要是道德危机,是华尔街有些人的贪婪和自大造成了金融系统性风险;再如,从技术层面来说,金融创新过度和全球化市场的传导机制是这次危机的直接表现形式。

国内研究认为美国金融危机的原因如下:宏观经济政策不当、长期低储蓄高消费的发展模式;金融及评级机构缺乏自律,导致风险信息和资产定价失真;金融监管能力与金融创新不匹配,金融衍生品风险不断积聚和扩散;国际货币体系存在着问题等。

早期针对金融危机的研究没有涉及美国特殊因素和国际经济新变化的背景,而近期关于美国金融危机的研究,无论是国外研究还是国内研究,较少研究危机爆发以后,为什么会导导致危机快速恶化,其内在的逻辑是什么?一些制度设计或者金融现象,诸如会计估值、评级行为、保证金制度安排、杠杆率累积以及流动性的快速收缩等,对金融危机的快速恶化以及传染的内生机制到底如何?这些均需要加以研究。

基于此,本研究拟在吸收前人研究成果的基础上,从危机发生后流动性快速紧缩的视角,以会计估值、评级行为、保证金制度安排、杠杆率累积等为对象,对美国金融危机的原因和教训进行深入系统的研究,并结合中国国情提出相应的启示建议,为有关部门制定相关政策措施提供参考。

研究结构大体如下:

第一部分,对美国金融危机的背景以及危机过程进行了描述。认为正是高储蓄国家的资金供给、美国经常项目赤字、低利率的经济环境以及银行

① Taylor, John B. 2008. "The Financial Crisis and the Policy Response: An Empirical Analysis of What Went Wrong." Festschrift in Honor of David Dodge's Contributions to Canadian Public Policy, Bank of Canada, 12:1-18.

② Adrian, Tobias and Hyun Song Shin. 2008. "Financial Intermediaries, Financial Stability and Monetary Policy." Federal Reserve Bank of Kansas City 2008 Jackson Hole Economic Symposium Proceedings.

③ "保尔森:‘将金融危机归咎于中国’属误解其谈话". http://news.xinhuanet.com/fortune/2009-02/04/content_10763318.htm.

美国金融危机的成因与教训

——基于估值、保证金、杠杆和流动性角度分析
Meiguo Jinrong Weiji De Chengyin Yu Jiaoxun

经营模式的改变,导致廉价信贷与住房市场泡沫。此后危机经历了初显阶段、危机初始爆发阶段、系统性金融危机阶段以及溢出到实体经济阶段。期间描述了一些典型事件,比如雷曼兄弟为代表的五大投资银行的坍塌,两房危机,结构性投资工具(SIV)倒闭等;也描述了货币市场、商业票据市场、股票市场等市场变化;描述了中央银行政策措施与实施效果等;最后对金融危机的损失进行估计。

第二部分,从公允价值会计估值的角度对美国金融危机进行分析。在对公允价值相关基础知识加以回顾之后,重点研究公允价值会计存在的问题。认为金融危机中,公允价值会计对会计信息质量的相关性、可靠性和稳健性等原则产生负面影响;公允价值会计通过造成报告实体报表业绩的波动、金融机构之间的危机传染、顺周期性的扩大等渠道恶化了金融危机;公允价值会计也存在着制度本身部分内容过于复杂、缺乏针对性披露、缺乏关于判断的具体指南、面临诉讼风险等执行过程中的问题。上述问题的存在使公允价值会计与金融危机之间存在着正相关关系。如果把公允价值会计仅仅定位于它是传递信息的信使的中性角色,就潜在地低估了它的实际重要性及其与美国金融危机的相关性。亦即,不同的会计制度及其构成,会带来不同的经济结果,因而会计信息是非中性的。既然作为公共产品的会计信息是非中性的,那么可以通过完善现行会计制度安排,使之成为管理和干预信息制定和披露的手段,来解决危机期间公允价值能够产生业绩波动、传染效应以及顺周期性等问题,解决危机期间会计制度执行中存在的问题等。

第三部分,讨论了信用评级与金融危机的关系。在对收费模式变迁以及费用结构的改变、申请评级与未申请评级、附加服务、评级作用等基础知识介绍以后,分析重点放在了结构性金融产品的特性和评级与美国金融危机之间的关系上,认为评级没有区分结构性金融产品的特性而仍然采用了类似正常企业债券的评级方法,并且结构性金融产品的评级模型、评级假设均存在问题。危机爆发以后,相关产品评级的快速下降与这些基础产品本身的质量较差直接相关。研究认为,评级机构存在着两类严重的利益冲突:评级收费以及在评级服务的同时从事咨询收费服务,特别是后者,导致利益冲突更加严重。此外,评级机构对后续评级的监管的资源投入不足、内部控制制度存在缺陷、缺少监管、权重责轻等均影响评级机构的正确评级。在此基础上提出了相应对策,比如,加强监管、防止利益冲突、加强内部控制制度

建设、增加有效披露与有效竞争等。最后认为,鉴于评级机构在资本市场上的重要作用,中国政府应当重点关注建立有公信力的主权评级机构。

第四部分,探讨了保证金与垫头在危机中的作用。在对相关知识加以回顾之后,研究认为在金融危机中,保证金存在以下问题:危机中担保品的资产特性造成垫头的快速增加,现行的垫头和保证金制度安排使得危机顺周期扩大,在正常时期没有对保证金与垫头中的风险管理活动给予充分关注,对担保品的会计估值能力不足,缺少适当的垫头与保证金的操作指南,缺少必要的定性与定量信息披露等。正是由于上述问题,导致危机中出现保证金损失的螺旋循环。在整个危机中,类似螺旋循环出现了几轮,恶化了危机。应当从以下几个方面采取措施:提升担保品的估值能力,设置更加灵活的跨越周期的垫头和资本要求,使用中央交易对手,信用条款的信息收集等。

第五部分,从杠杆累积、去杠杆化的角度对美国金融危机加以探讨。研究表明,《巴塞尔资本协议》下的风险权重的资本要求是不足以阻止金融危机前在有些国家大规模杠杆率的累加。就导致杠杆累积而言,主要原因在于:具有内嵌杠杆的复杂的结构性金融产品的发展、对投资银行杠杆率的监管放松、《巴塞尔协议》的缺陷、传统经营模式下竞争压力使得参与主体主动寻求风险等。杠杆与顺周期、杠杆与风险高度相关。金融危机中,去杠杆化的快速和无序给金融秩序和实体经济带来严重冲击。加拿大经验认为,最高杠杆率将是补充风险权重计量和消除金融体系顺周期倾向的有用工具。与没有杠杆率限制的某些国家杠杆率显著上升不同,主要的加拿大银行的杠杆率在金融危机的年份里是稳定的。加拿大相对低的杠杆水平,减少了下降时期去杠杆化的压力。各种国际组织,包括 G-20 工作组、巴塞尔银行监管委员会等,已经将无风险基础的资本充足率的补充措施作为宏观审慎措施的选择去减少顺周期以及增强全球金融体系回复力的措施。当然必须注意消除将资产从表内移向表外来规避杠杆率限制的现象。实现这一目标的策略包括风险权重以及简单杠杆率要求,避免套利行为。杠杆限制的作用作为资本充足率风险权重的计量的补充而非替代。

第六部分,从融资流动性与市场流动性不足分析美国金融危机。美国金融危机中,流动性发挥了令人吃惊的重要作用。流动性的典型特征是易变性,对其定义的把握要比识别流动性困难。研究把流动性分为中央银行

美国金融危机的成因与教训

——基于估值、保证金、杠杆和流动性角度分析
Meiguo Jinrong Weiiji De Chengyin Yu Jiaoxun

流动性、市场流动性与融资流动性三类并对其在正常时期和金融动乱时期的相互作用加以分析。金融危机中,表现为流动性的快速枯竭,研究认为其原因在于:资产类型与交易市场特性,金融中介的融资方式和组织形式发生了不利于流动性的变化,流动性风险管理的复杂性与管理手段不足,债务网络效应,与流动性相关的是多样性而不是规模,等等。因此,研究认为应当发挥中央银行流动性提供者的作用,发挥监管者对于平衡信息不对称的作用,增加市场多样性,并需要改善市场参与者行为。

总之,各个经济主体(特别是金融机构经由资产证券化途径)在经济繁荣阶段累积了杠杆;经济运行过程中由于某些外生变量(比如调高利率)等触发风险厌恶倾向以及去杠杆化趋势;市场流动性下降表现为交易清淡和价格下跌,出现价格下跌与需求下跌同步的市场失灵现象,这一现象要求追加保证金、增加担保品的折扣百分比或者折减的幅度,甚至强制交易,形成保证金(或者折减)循环;经由盯市制会计制度造成资本损失循环并在其他市场上传染;信贷发放者收缩报表规模;进一步的价格下跌与增加保证金和折减的比例;再次触发风险厌恶交易以及去杠杆化行为,形成下降的恶性循环。

美国金融危机的背景、过程描述

2007—2009 年的美国金融危机被认为是自大萧条以来最严重的金融危机。危机起源于住房价格高估与随后的下跌,诱发与住房价格相关的证券价格骤然下跌,造成美国银行体系流动性短缺,损害了全球金融机构。危机对整个发达国家的金融市场、金融体系产生了重要影响,对全球实体经济产生了重大冲击。直到目前,危机给实体经济造成的动荡仍未平息,经济体仍处于摇摆之中,相关国政府仍处于通过史无前例的财政刺激政策、货币扩张政策和大规模的金融机构救赎等措施的奋力救助之中。

2006 年,住房价格泡沫达到顶点及随后的破裂迫使银行减计数千亿美元的资产以冲销坏账所引起的损失,引发部分银行破产,造成美国五家主要投资银行不复存在,对冲基金破产倒闭,以及大量表外实体被清算或者被并表到发起人处。危机诱发美国股市大幅度下跌,在 2007 年 10 月到 2008 年 10 月之间,共蒸发投资人 8 万亿美元财富。金融危机诱发经济危机,造成全球经济增速减缓,失业增加,收入下降。为减轻危机所带来的损失,危机涉及国家单独和共同为应对危机做出了大量努力。危机为国际金融改革提供了一个很好的契机,也为我们研究其原因后果提供了鲜活的社会实践案例。

本研究试图解释危机爆发之后次级贷款市场的损失如何逐步演变成为流动性危机,逐步演变为系统性金融危机并引发经济危机的内在机制、促成原因以及启示,意在避免类似危机的再次发生。

1.1 美国金融危机的背景描述

金融危机的直接原因或者触发因素是在 2005—2006 年达到顶峰的住房

美国金融危机的成因与教训

——基于估值、保证金、杠杆和流动性角度分析
Meiguo Jinrong Weiji De Chengyin Yu Jiaoxun

市场的泡沫(如图 1-1 所示)。在 1997—2006 年期间,美国住房价格增加了 124%。在 2001 年以前的 20 年中,美国中位住房价格与中产家庭收入相比的倍数从 2.9 倍上升到 3.1 倍。这一数值到 2004 年达到 4 倍,2006 年达到 4.6 倍。住房泡沫造成大量房屋所有者以较低利率再融资或者通过房屋价格升值作为第二住房抵押贷款的担保融资。以下首先回顾造成住房泡沫的一些关键因素。

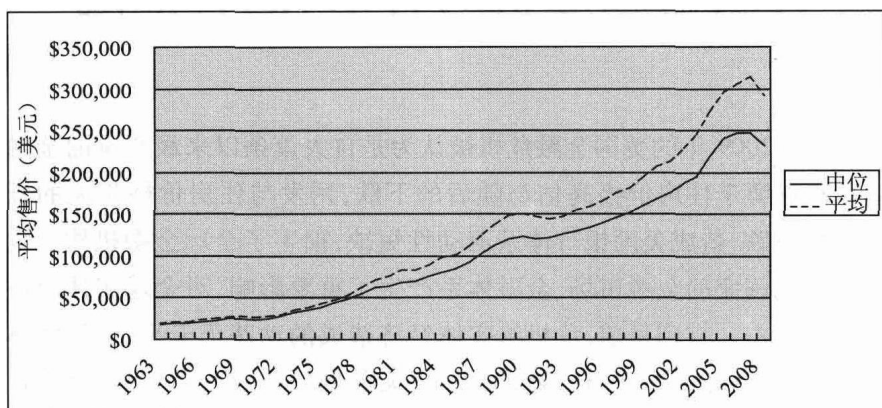


图 1-1 1963—2008 年美国新房中位和平均售价的年度数据摘选

资料来源: http://wapedia.mobi/en/File:Median_and_Average_Sales_Price_of_New_Homes_Sold_in_United_States_1963-2008_annual.png

• 1.1.1 低利率的经济环境

2001 年,经济衰退加上“9·11”恐怖袭击事件的打击,美国经济面临严重困难。对此,美联储大幅度降低利率以刺激经济复苏和减轻“9·11”事件对美国经济的冲击。2000 年到 2003 年,美国的联邦基金利率即银行间隔夜拆借利率由 6.5% 降至 1.0%,为 40 年来的最低水平。主要用于购房的 30 年期抵押贷款固定利率也随之下降。低利率经济环境使得银行传统业务竞争加剧,利润收缩,银行为获取利润被迫从事一些高风险业务。同时,低利率环境加速住房市场繁荣和鼓励了美国居民负债融资消费。

然而,随着美国经济复苏并出现快速增长,通货膨胀开始抬头,从而对经济持续稳定增长构成威胁。为控制节节走高的通货膨胀,美联储在随后的两年多时间里连续 17 次调升短期利率,2006 年 6 月将联邦基金利率提高为 5.25%,为 5 年多来的最高水平。与此相应,美国的 30 年期房屋抵押贷