

经济金融前沿译丛

助推金融危机

——系统性风险与监管失灵

Engineering the Financial Crisis
Systemic Risk and the Failure of Regulation

杰弗里·弗里德曼 (Jeffrey Friedman)

弗拉迪米尔·克劳斯 (Wladimir Kraus) 著

段 灿 张 霞 等译

周明生 审校



中国金融出版社

经济金融前沿译丛

助推金融危机

——系统性风险与监管失灵

Engineering the Financial Crisis
Systemic Risk and the Failure of Regulation

杰弗里·弗里德曼 (Jeffrey Friedman)

弗拉迪米尔·克劳斯 (Wladimir Kraus)

著

段 灿 张 霞 等译

周明生 审校

 中国金融出版社

责任编辑：马 杰

责任校对：刘 明

责任印制：丁淮宾

图书在版编目 (CIP) 数据

助推金融危机 (Zhutui Jinrong Weiji): 系统性风险与监管失灵/杰弗里·弗里德曼, 弗拉迪米尔·克劳斯著; 段灿, 张霞等译; 周明生审校. —北京: 中国金融出版社, 2013. 7

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6963 - 7

I. ①助… II. ①杰… ②弗… ③段… ④张… ⑤周… III. ①金融危机—研究—世界 IV. ①F831. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2013) 第 094940 号

出版
发行

中国金融出版社

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63266347, 63805472, 63439533 (传真)

网 上 书 店 <http://www.chinafph.com>

(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 14.25

字数 176 千

版次 2013 年 7 月第 1 版

印次 2013 年 7 月第 1 次印刷

定价 36.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 6963 - 7/F. 6523

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

翻 译 人 员

段 灿 张 霞

张馨予 程慕华

李燕华

缩 略 词

ABCP	资产支持商业票据（由 OBSEs 发行的短期借款）
ABS	资产支持证券（如 MBS）
ABX	由 CDS 生成的 MBS 的一种价格指数
AIG	美国国际集团
ARM	可调整利率抵押贷款
BCBS	巴塞尔银行监管委员会
BHC	银行控股公司
BIS	国际清算银行（位于瑞士巴塞尔）
CCF	信用转换系数
CDO	担保债务证券（从 MBS 部分资产池中衍生而来）
CDS	信用违约互换（针对违约的保险）
CFTC	商品期货交易委员会
Fannie Mae	联邦国民抵押贷款协会
GDP	国内生产总值
Ginnie Mae	政府国民抵押贷款协会
GLBA	金融服务现代化法案
GSE	政府资助企业（如房利美、房地美）
HELOC	房屋净值信用额度
HUD	住房和城市发展部
IFRS	国际财务报告准则

IMF	国际货币基金组织
IRB	巴塞尔协议 II 的内部评级选项
LIBOR	伦敦银行同业拆借利率
LTCM	长期资本管理公司
LTV	(按揭) 的贷款价值比率
MTM	盯市 (按市场价格) 会计准则
MBS	抵押支持证券
NRSRO	全国认可的统计评级机构
OBSE	资产负债表外实体
OCC	美国货币监理署
OTS	储蓄机构监理局
OTTI	非暂时性受损
PLMBS	私人抵押支持证券
SEC	证券交易委员会
SIV	结构性投资工具
S&P	标准普尔
SPE	特殊目的实体
SPV	特殊目的载体
TARP	不良资产救助计划
TBTF	太大而不能倒

目 录

引言	1
1 奖金、非理性及过大：关于金融危机及其理论含义的 传统观点	5
2 资本充足规定与金融危机：银行家和监管者的错误	61
3 监管和大萧条的相互作用：市场价格崇拜	92
4 资本主义与监管：无知、异质性和系统性风险	120
5 结论	153
附录 I 有关公司薪酬理论假设的学说	167
附录 II 资产负债表外的巴塞尔规则	173
注释	186
参考文献	205

图表索引

图

图 1.1	联邦基金利率、抵押贷款利率和房价	9
图 1.2	美国企业贷款、投资与失业情况	12
图 1.3	银行向企业贷款下降	14
图 1.4	次级债券泡沫的增长	51
图 1.5	泡沫破裂：房价与次贷违约率	53
图 2.1	私人抵押支持证券（PLMBS）的增长（年度变化）	74
图 2.2	资产支持债券发行数量的增长	76
图 2.3	资产支持商业票据（国家发行）数量的变化	77
图 2.4	银行杠杆率在危机前保持稳定	86
图 2.5	最大型银行转向风险权重低的资产	88
图 3.1	抵押支持证券的“价格”下跌	103
图 3.2	会计准则和资本充足率规定的相互作用	106

表

表 1.1	抵押债券分布	13
表 1.2	美国及其他地区商业银行的证券敞口	36
表 1.3	银行家的安全性偏好	45
表 2.1	三个不同巴塞尔机制下的风险权重	80
表 2.2	美国商业银行对资本流动性的调查	83
表 2.3	私人抵押支持证券过度集中于商业银行	84

引言

这不是一本普通的关于金融危机的书籍。它是经济学家（Kraus）和政治理论家（Friedman）通力合作完成的，这本书适合那些既想了解金融危机成因又想了解这些成因揭示了资本主义和现代政府哪些本质的读者。在第4章谈到上述问题的同时，我们会讨论当代经济（第1章）和形成当代经济的现代政治文化中存在的方法论和逻辑上的难题。在第1、3、4章以及附录I中，我们批判了现代经济学和现代政治学对人类无知——普遍现象和危机的可能成因——的忽视。我们希望本书的这些部分能引起历史学家、哲学家、法律理论工作者、政治学者、社会学家以及经济学家和有知识基础的业余人士的兴趣。

简单来说，我们讨论了：

1. 没有证据表明这场危机是由房利美和房地美的借贷行为引起的，它引起的只是房地产泡沫（第1章）。
2. 没有证据表明这场危机是由于银行相信它们“太大而不能倒”，因而在按揭支持债券上疯狂下注并相信政府会帮助它们摆脱困境而引起的（第1章）。
3. 没有证据表明这场危机是由银行的奖惩机制，趋于奖励制造利润而不惩罚造成损失而引起的（第1章）。
4. 没有证据表明这场危机是由任何人的“非理性繁荣”引起的（第1章）。

5. 有证据表明监管放松引起了危机。我们的意思是可以预想如果之前这些规定已存在，那么本可以阻止这场危机的发生。但是在第1章，我们通过因果关系批判了事后型政策。过去发生了什么和过去本应发生什么的混淆是由当代政治推崇的“政策倾向”造成的学说畸形。

6. 有证据表明危机是由资本充足规定引起的，它影响了世界范围内的银行的杠杆率，更重要的是它影响了银行持有的资产类型。巴塞尔协议 I（1988），第一份关于资本充足规定的国际性协议，它要求银行用于商业贷款和消费贷款的资本金额是用于按揭抵押贷款的两倍以上。巴塞尔协议 II（2005）要求银行用于商业贷款和消费贷款的资本金额是用于 AAA 级抵押支持债券（MBS）的五倍以上。在生成巴塞尔协议 II 的协商过程期间，美国金融监管机构颁布了一个仅限于美国银行的资本充足规定，即追索权条例（2001），它也要求银行用于商业贷款和消费贷款的资本金额是用于 AAA 级抵押支持债券的五倍以上。特别是追索权规定，看来激励了美国银行积聚将近 5 000 亿美元的 AAA 级的 MBS。我们认为这是引起这场金融（例如银行）危机的最可能的因素（第 2 章）。

7. 这场金融危机，通过一起始于 2007 年中期的信贷收缩，进而传递到非金融的或“实体”经济。原因在于银行被要求将它们持有的抵押支持债券以市价计算，这样才能缓解由于次级按揭贷款违约率上升而引起的关于这些债券价值的市场恐慌。我们关于信贷收缩的证据呈现在第 1 章，名为“大萧条如何开始”的部分中。关于会计准则扮演的角色的证据呈现在第 3 章中。

8. 对 MBS 的 AAA 级评级权仅授予三家债券评级公司——穆迪、标准普尔和惠誉国际——这三家公司，由于一个源于 1975 年的证券交易委员会规定，而受到保护，免于竞争。不仅银行家，包括所有投资

人没有意识到这三家公司是受保护的，或是没有意识到这种保护对于它们评级结果正确性的暗含意义。没有意识到这些的当然也包括银行监管者，是他们将这三家公司的评级吸收到追索权规定和巴塞尔协议Ⅱ中去了。

第1章评估了（并主要拆穿了）传统观念中关于金融危机成因的各种因素。然而，那些仅对我们关于危机成因解释感兴趣的读者，也不能错过第1章。因为它包含故事中关键一环：按揭支持债券的运行机制。它在第1章名为“私人抵押债券如何运作”的部分被解释得很清楚，几乎适合所有读者阅读。

至于由危机引起的更宽泛的问题，我们不提供确切的答案，但是我们提供的答案，至少是不同寻常的。

就我们所知，危机是由于各方的无知造成的。购买这些抵押支持债券的银行家们忽视了这些债券对于房价下滑的脆弱性，或者（更可能的是）他们忽视了房价下滑的可能性。那些鼓励银行积累按揭支持债券的监管者也是类似的无知。明显地，监管者对他们这一行为可能最终会引起如此灾难性的后果毫不知情，但是，联邦存款保险公司（FDIC）的主席，在回顾过去的时候，承认了追索权规定是一个可怕的错误，原因在于监管者对于潜在后果的无知（第4章）。

关于未来的不确定性，约翰·梅纳德·凯恩斯（John Maynard Keynes）曾写道：“我们就是不知道！”这场金融危机的一般观察者可能会想这太明显了——毕竟，哪个银行家会采取将能摧毁他们银行的举措呢？又或哪个监管者会采取破坏银行体系的行为呢？——但是我们认为，经济学的学术科目中预先充斥着这样一种“诱因”，使得经济学家倾向于认为，不管我们的复杂世界发生了什么，都是由在结局中有自己利益的经济人有意造成的，不管结局有多糟糕。¹我们对复杂现实的无知，这一真正的错误，在主流经济学家理论模型中没有一席

之地。稍微讽刺一点来说，经济学家倾向于认为，发生的所有事都是在那些对世界有充分认识，从而对他们行为引起的结果有完美理解的经济“代理人”预料之中的。

暗含的意思是，这些行为者操纵的世界一定是一个非常简单的、透明的以及很容易就能理解的。这种简单化与当下正在流行的政治论调中的阴谋理论不谋而合，这样，经济学家的理论导向“太大而不能倒”（TBTF）以及公司奖惩机制的故事得到完美的表述，并得到广泛的认可。但是在这一点上，“人们”错了。

对于现今目的更重要的是，经济学家创造了关于这场金融危机的神话。我们相信这一事实触碰到了由这场危机引起的广泛而系统化问题的中心。所以，在写这本书的时候，我们没有犹豫，就我们看到的，直接点出那些宣称这场危机是相当于无意的神话编造式的著名经济学的名字。专家的易错性狠狠地打击到我们，不仅仅是因为在回顾什么引起了这场危机时，他们中很多人犯错了，而是因为其他专家在预测资本充足规定和会计准则会有良性结果时犯错了，我们认为正是这两项规定极大地促进了危机和经济衰退。但是这些专家中没人应得到指责（我们绝对不会认为他们是故意犯这些错的）；考虑到人类无知和易错性，他们已经做到了最好。

这种情况产生了政策上的以及经济理论上的真正的困境，如果不求助于专家，那么在应对这一复杂世界时我们还能求助于谁呢？除了把监管资本主义的权力放在专家手中，我们还有什么其他选择呢？我们将在第4章讨论这些问题。

1 奖金、非理性及过大：关于金融危机及其理论含义的传统观点

到2010年末，有关金融危机原因的传统观点中的6个原理已付诸实现：

1. 2001年到2005年极低的利率激起了美国全国范围内几乎前所未有的房产泡沫。

2. 两个由政府资助的企业（GSEs）——房利美和房地美，放松自身的贷款标准，助推了危机。

3. 金融放松管制允许“影子银行”创造次级贷款并使之证券化。

4. 银行使用的薪酬体系，尤其是创收业务所支付的奖金鼓励银行家用大量借来的钱（杠杆），通过购买抵押贷款支持债券来打赌房地产可以继续繁荣。如果还清这些赌注，银行家们将获得丰厚的回报，但是如果这些赌注变糟，他们也不会受到惩罚。

5. 银行家们知道他们的银行“太大而不能倒”（TBTF），于是他们不顾一切地投资，因为他们确信如果灾难发生他们将获得救助。

6. 非理性繁荣导致投资者去购买由次级抵押贷款支持的有价证券，但其未注意这一事实：当住房价格最终下降时，这样的抵押借款将有可能违约。

在这一章，我们将面临具有确凿证据的传统观点的六个原理，我们希望，合理的推理是为了使我们自己论据的理由明白易懂，归根到

本质，这场危机是监管的失败，其元凶不是我们通常针对的因素，而是被称为巴塞尔协议的这套监管银行资本水平的规定。

2009 年前几个月，我们对当时提供的分析不满意，因此开始研究金融危机。那时，这里只有（可以理解）缺乏证据的假设，他们中的许多人，也同样似是而非，互相矛盾。此外，比起我们刚才列出的六个原理还有更多的假设，部分是由于危机理论丰富的结果，也有一个普遍的认识，即无人能够令人信服地解释出了什么问题。人们发现现存范式的经济学有所不足，而新的思维被认为不仅是可能的而且是强制的。这使得金融危机不仅是一个重要的论题，因为它导致了人类悲剧，而且是一个在智力上令人兴奋的研究领域。

然而，很快政治家和政治理论家开始探讨那些证实他们偏好的假定，好像它们是既成的事实，并且这些理论最终形成了传统观点。因此，保守派渴望通过假设 1、假设 2、假设 5 把危机归咎于政府，而自由主义者渴望通过假设 3、假设 4、假设 6 将危机归咎于资本主义。

也有一些诡辩法的学术形式。大多数对危机的学术评论是由专业经济学家撰写的，而实际上，专业经济学家能使用的一个武器是理性选择理论。这意味着说经济学家能够识别的一个因果变量是“动机”，为其他人所知的就是“谋利动机”。如果发生经济灾难，那么对于大多数经济学家，它一定是由于不当激励。第 4 项及第 5 项，奖金假设和“太大而不能倒”的假设，完全符合经济学家的模板：每一个理论都假定一个银行家们从事鲁莽行为的动机，这样他们能从中获利。

然而，现在有一种混淆这个纯粹的主张的倾向，即这些动机的存在证明了他们确实造成了危机。诺贝尔经济学奖得主 Joseph E. Stiglitz (2010 b, 153)，信奉太大而不能倒和奖金假说，并毫无讽刺地写道：“从这些错误动机发展而来的灾难可能对于美国的经济学家们有些安慰：我们的模型预测有过度冒险和短视的行为模式，并且所发生的情

况已经证实了这些预测。”然而，即使当 Stiglitz 写下这些话，证据已经可以获得，正如我们将看到的，模型严重破坏了灾难的确是从这些错误动机发展而来的这一假定。

危机对于那些愿意抛弃正统学术焦点即理性主体所面临的激励的经济学家们是有用的。这些经济学家（例如 Akerlof 和 Shiller 2009）普及了非理性繁荣的概念，假设 6。我们反对这一假说是因为其心理学术语的滥用已产生这样一种印象，造成危机的行为有一些特有的情绪化，即使有证据显示，银行家只是犯了错误而不是他们“疯了”。

我们对传统观念的批评似乎是不公平的。新闻记者首先普及了很多有关金融危机的主流看法，迫于截稿日期的压力，他们往往别无选择，只能重复专家言论和借鉴理论家的分析。出于这个原因，新闻业通常被视为充其量是历史的初稿，但从长远来看，新闻结论应该被学术所修正和取代。正如 Max Weber（[1918] 1946）很久以前提醒我们的那样，修正和取代的过程也是所有学术活动的命运。如同新闻记者和学者提出的有关金融危机的草率声明会随着时间的推移而被挑战，专家也可能会否认现在公认的观点。

然而，公认的观点会产生直接而重要的后果。消息灵通的公众对危机的印象部分是基于学者和记者的草率言论。这些印象现在确定为信念。左和右的政治活动按照金融危机的教条行事，这些教条很少或根本没有依据的事实，并且在这些教条的基础上作出了政策改变。此外，人们并不会期望改变那些经过经济灾难考验而形成的大众看法，即使在未来，严谨的学者推翻了为这些看法打基础的假定。因此，我们认为关键是立即针对可有证据来检验各种假说，虽然我们相信我们的证据部分或者全部势必要被取代，并且我们的一些分析可能是有缺陷的，正如 Weber 所预测的那样。本章提出的基本证据已经是公开的有案可稽之事，然而它的分析是相对简单的。一旦一个人用这方面的

证据面对传统观念，公认观点的大部分原理都会崩溃，留给我们的问题最初使得危机有趣而重要。

传统观念中关于金融危机的原因包含了真理的精华，但其余的多数显然是不正确的。在这一章中，我们拨开迷雾，以便我们能回复到学术探究的主题上来。在这个过程中，我们将探索一些默认的假定，这些假定通常导致那些非常聪明、知识渊博的学者，尤其是经济学家为有关金融危机的理论背书，而这些理论在现实中并没有明显的依据。

低利率的有限作用

第一原理的修改版本是有实验证据的，即相对于金融危机，低利率助长了房地产泡沫。斯坦福大学的 John B. Taylor (2010) 严格论证了，不仅是美国，而且整个欧盟地区，在十年里的前五年，低利率是与房地产繁荣相联系的。

联邦储备银行（美联储）和欧洲中央银行从 2001 年到 2004 年调低了利率，联邦基金利率从 2001 年 1 月的 6.5% 下降到 2003 年 6 月的 1%，超过四十年来的最低水平（图 1.1）。它仍然保持为每年 1% 的水平，到 2006 年才开始缓慢、稳步上升至 5.25%。不管中央银行降低利率的行动仅仅反映了“全球储蓄过剩”（例如，Bernanke 2010；Greenspan 2010），还是反映了旨在防止通货紧缩的货币扩张政策（例如，Taylor 2010），我们都不就此表态。

对于我们的目的，重要的是无论形成低联邦基金利率的最终原因是什么，按揭利率会随联邦基金利率下调——如图 1.1 所示，尽管当它们到达 2003 年创纪录的 5.25% 低点时，30 年期固定优先贷款利率停止下降。他们在超低利率的点借钱（由联邦基金利率表示），超低利率必然开始上升，此时较低的利率使银行陷入困境。