



刘明彦 著
王彦博

美国金融危机之 全球化与反思

Review and Globalization of
America Financial Crisis

光明日报出版社

014034161

F837.125.9
55



刘明彦
王彦博◎著

美国金融危机之 全球化与反思



Review and Globalization of
America Financial Crisis

F837.125.9
55



北航

C1722490

光明日报出版社

131380210

图书在版编目 (CIP) 数据

美国金融危机之全球化与反思 / 刘明彦, 王彦博著.

-- 北京: 光明日报出版社, 2013. 12

ISBN 978 - 7 - 5112 - 5783 - 3

I. ①美… II. ①刘…②王… 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 (2013) 第 314814 号

美国金融危机之全球化与反思

著 者: 刘明彦 王彦博

责任编辑: 祝 菲

责任校对: 张明明

封面设计: 中联学林

责任印制: 曹 净

出版发行: 光明日报出版社

地 址: 北京市东城区珠市口东大街 5 号, 100062

电 话: 010 - 67078248 (咨询), 67078870 (发行), 67078235 (邮购)

传 真: 010 - 67078227, 67078255

网 址: <http://book.gmw.cn>

E - mail: gmcbbs@gmw.cn zhufei@gmw.cn

法律顾问: 北京天驰洪范律师事务所徐波律师

印 刷: 北京天正元印务有限公司

装 订: 北京天正元印务有限公司

本书如有破损、缺页、装订错误, 请与本社联系调换

开 本: 710 × 1000 毫米 1/16

字 数: 126 千字

印 张: 10.5

版 次: 2014 年 1 月第 1 版

印 次: 2014 年 1 月第 1 次印刷

书 号: ISBN 978 - 7 - 5112 - 5783 - 3

定 价: 32.00 元

版权所有 翻印必究

序：无尽欲望、有限理性与金融危机

普希金的《渔夫与金鱼的故事》尽人皆知，故事描述了渔夫老太婆的欲望不断膨胀的过程：由要新木盆到要木房子，由要木房子到当贵妇人，由当贵妇人到当女皇，最后要当海上的女霸王，并要求金鱼亲自侍奉她，尽管最后她一无所获，但这暴露出人性的无尽欲望。其实当今中国每个人都是故事中的老太婆，在基本需求满足之后仍不断索取，原本骑自行车可以上班却要驾驶汽车，有了满足出行需要的普通汽车仍想着买豪华车，而且要大排气量的 SUV，要“高人一等”，结果导致“雾都”遍布全国，呼吸新鲜空气已成奢望。

自从亚当·斯密的《国富论》问世以来，人类对经济学的研究已经有两个半世纪之久，迄今经济学理论可谓博大精深，经济学学派可谓林林总总，经济学家也是群星璀璨，尤其是凯恩斯主义“降伏”上世纪三十年代大危机之后，人们对调控宏观经济信心满满，但 2008 年爆发的美国金融危机正在校正人们的看法：在无尽的欲望面前人们的理性是有限的，宏观调控政策并不能完全熨平经济的波动。在利润的驱使下，美国金融机构创新出次级房贷，并通过延迟偿还本金的方式吸引大批低收入人群落入房贷陷阱，从而使次级房贷规模达到上万亿美元。不仅如此，美国金融机构为了保持资产流动性和赚更多的钱，将近 50% 的次级房贷证券化，即发行次级债，并基于次级债

开发出巨量 CDO 等金融衍生品,使房地产泡沫风险数倍放大。由于金融衍生品几乎不受监管,其金额和风险投资者难以准确判断,于是次级债危机引发了市场的恐慌,最终引爆了金融危机,并迅速扩散至全球。

尽管美国金融危机已经随风而逝,但雷曼等金融机构的破产、数千万人失业、数百万家庭丧失住房的阴云仍笼罩在人们心头,如何防止金融危机的“飓风”再次侵袭,成为政府、经济学家、民众共同关注的问题,以美国为代表的发达国家已经在金融监管等方面进行了积极地改革。

中国由于资本项目的不开放等原因在国际金融危机中几乎毫发无损,不仅如此,相对宽松的货币政策和中国特色的土地财政推动中国一线城市房价实现数倍涨幅,房地产业繁荣随手可触。目前中国上证指数仅相当于 2007 年高位的三分之一,这意味着当时高位入市的投资者已亏损过半,这更衬托出已赚得盆满钵满的炒房者形象的“伟岸”,这些投资者通常对自己成功的买房投资都津津乐道,引以为傲,并坚信中国房价将永远涨下去,就有学者放言北京房价将涨到每平方米 80 万元。这暴露出中国人比美国人更加贪婪,也反映出中国人更缺乏理性。其实任何房地产泡沫都是宽松的货币和信贷政策造成的,丈母娘、女青年推高房价的说法都是胡扯。从紧的货币与信贷政策、针对存量房征收房产税,任何一项政策的实施将刺破貌似坚不可摧的中国式房地产泡沫。

担心刺破房地产泡沫引发金融危机就像忧虑手术流血而放任毒瘤生长的后果一样可怕。市场经济必须接受周期性调整,这就像面对大自然春夏秋冬更替一样正常。抑制欲望才能保持理性,才能未雨绸缪,才能从容应对未来可能发生的市场变化,甚至是金融危机。

本书对美国金融危机的爆发、扩散、应对和反思进行了系统的论述,由于研究资料和作者能力有限,错误和不足在所难免,欢迎读者批评指正。

祝读者阅读愉快,并有所收获。

刘明彦 王彦博

2013年12月于北京西单

目 录

CONTENTS

第一章 房地产泡沫破裂引爆次贷危机	1
第一节 美国房地产泡沫:谁是始作俑者?	1
第二节 诺森罗克银行:在次级债风暴中祈祷	10
第三节 法兴欺诈案:无名小卒重创金融巨擘	17
第二章 次贷危机全球化	26
第一节 次级债风险全球化,中国难以独善其身	26
第二节 美国政府力挽次级债危机狂澜: 自由经济下的国家干预	37
第三节 对次贷危机演化为全球金融危机的反思	47
第四节 对美国量化宽松政策的反思	58
第三章 危机应对:压力测试与监管改革	64
第一节 透视美国银行业压力测试	64
第二节 美国金融机构监管改革	74
第三节 美国衍生品监管改革	85

第四节 欧盟银行业压力测试 93

第五节 英国银行业围栏改革 101

第四章 金融危机的反思 109

第一节 危机期间国际油价泡沫成因思考 109

第二节 从雷曼破产透视美国金融市场缺陷 120

第三节 美国存款保险制度在金融危机中为何失灵 130

第五章 金融危机展望 139

第一节 国际金融危机是否还有第二波? 139

第二节 美国不会跌落财政悬崖 149

参考文献 155

第一章

房地产泡沫破裂引爆次贷危机

第一节 美国房地产泡沫：谁是始作俑者？

一切金融危机根源事后看来都显而易见，理应避免，即所谓的“后见之明”。分析美国房地产泡沫形成各方的责任无意于显示我们的高明，只想揭示房地产金融市场复杂异常的庐山面目，为中国抑制房地产泡沫膨胀提供参考。

2007年8月以来，美联储被迫两度降息，欧美各国央行向市场注资数千亿美元试图化解殃及全球的美国次级债危机，随即动荡不安的国际资本市场开始止跌企稳。正当人们为次级债危机魔咒被解除而庆幸之际，2007年10月15日又爆出全球银行巨头花旗因投资次级债巨亏65亿美元的消息，与此同时，有报道称欧洲的瑞信银行也因次级债投资亏损19亿美元，一时间次级债危机的阴云再度笼罩全球资本市场，美国道琼斯工业指数连续重跌，全球股市再次陷入痛苦调整之中。痛未定而思痛，剖析引发美国次级债危机的地产泡沫的主要制造者，对于中国，乃至全球预防此类悲剧的重演都具有意义。

美联储不当的货币政策

美联储的两轮激进的货币政策与本次房地产泡沫密切相关,而两次货币政策的制定则缘于21世纪初的两大威胁:网络泡沫破灭和“9·11”恐怖事件。美联储为了防止这两大事件引发经济衰退,大幅降息,将联邦基金利率从2001年1月的6.5%降至2003年6月的1%,使利率水平创下四十年来新低。此举果然有效地阻止了美国经济衰退,但一系列不利后果和负面影响也接踵而至:

创纪录的低名义利率导致美国进入了负实际利率时代,使数百万美国人所依赖的储蓄产品实际收益化为乌有,储蓄产品主要包括:短期国债、储蓄存款和货币市场共同基金。

空前的低利率大幅降低了贷款的实际成本。三十年期限的固定房贷利率从2001年1月的7.07%降至2003年6月的5.21%,在2005年仍保持着低于6%的低利率水平。与此同时,一年期可调整抵押贷款利率大幅跳水,从6.68%降至3%,如果扣除通货膨胀率,贷款成本就低廉到几乎免费的地步。

负实际利率打破了谨慎储蓄与投机风险之间的平衡,刺激了房地产市场的投机心理。在低成本资金的推动下,美国住宅中间价从2001年初到2006年7月飙升了50%,每套价格从17.13万美元升至25.70万美元,而同期美国家庭平均收入仅增加了9.45%,导致平均房价收入比从3.62倍骤增至5.60倍,购房成本与租金之比由1.0倍升至1.2倍。各种数据表明,美国房地产已经具备泡沫的基本特征,美联储理应调整货币政策予以抑制,但它却不认为自己应该肩负起此项责任,而坚守于传统的通货膨胀目标。直至2004年6月美联储才将短期利率小幅调升,采取行动远不及之前降息之果敢。不仅如

此,美联储官员还利用他们的影响为房地产投机火上浇油,向市场传递模糊信号,甚至鼓励投资者承担更大的风险。

鼓励调整利率抵押贷款。2004年2月,美联储前主席格林斯潘发表演讲,将房地产借贷双方成功引至风险更高的调整利率抵押贷款(ARMS)领域,当时他表示:

“如果房贷机构能用创新的房贷金融产品来替代传统的固定利率房贷,那么美国消费者将从中受益。从一定程度上讲,家庭对月供的波动表示恐惧,但他们更愿意管理所面临的利率风险,相比之下传统的固定利率房贷对家庭更为昂贵。”

实践证明,众多美国家庭为接受格林斯潘的建议付出了高昂的代价:当时固定利率正处于几十年来难得的底部,而调整利率已经高出其最低点2%,约5.5%,更糟糕的是,随后持续的加息使他们几乎不堪重负。

盛赞次级抵押贷款。格林斯潘对更多抵押贷款创新的支持被房贷机构视为进行更激进金融产品创新的绿灯,他在2005年4月的演讲中对次级抵押贷款大为赞赏,他说:

“随着技术的进步,贷款机构可以运用信用计分模型和其他技术对更大范围的借款人进行有效甄别,这些方法的广泛采用大大降低了评估借款人信用状况的成本,在充分竞争的市场中,成本的降低将使借款人受益。房贷申请人过去因信用评分低被拒之门外,现在贷款机构可以有效地识别借款人的风险并予以科学定价。这种技术进步推动了次级抵押贷款的迅速增长,目前次级抵押贷款约占总房贷额的10%,而这一比例在上世纪90年代初仅为1%~2%。”

事实上是,许多房贷机构并没有有效判断申请人的信用风险,他们轻易地把太多资金借给了大量不合格借款人,最终导致违约率和丧失抵押品赎回权的大幅上升。

低估房地产泡沫。其实 2004 年初各种数据已经显示美国房地产市场出现了泡沫,但美联储错误判断了这场投机狂热的程度,前主席格林斯潘于 2004 年 10 月的讲话证实了这一点,他说:

“房地产泡沫假定市场参与者是因为预期未来房价继续上涨而买房,但是,要出售房屋,房主就需要搬家另找住处。房地产的生活必需品属性和昂贵的交易成本将有效抑制房地产投机和价格泡沫的形成。一些购房者可能通过出售房屋,然后租住而获利,另外也有部分投资者为实现货币保值而买房,这导致房地产市场成为卖方市场,但这些投资者对房价的影响相当有限。最可能进行房地产投机的是对单身公寓和第二套住宅的购买。近年来对单身公寓的投资已经大幅增加,但在 2003 年单身公寓抵押贷款占房地产抵押贷款总额的比例还不足 11%。总之,尽管有些地区可能出现了明显的房地产价格的高估,但是考虑到房地产规模庞大和种类多样,全国性房地产泡沫在美国出现将不可能。”

漠视房地产泡沫证据。尽管已经有越来越多的证据表明美国正处于房地产泡沫之中,一些专家也竭力向民众提示房地产所面临的风险。但美联储仍坚定地认为不管房地产是否有泡沫,实体经济都不会受到影响,并认为抑制泡沫已经超出了联储的职责。2005 年 1 月,美联储前副主席弗格森在演讲中表达了这一观点,他表示:

“当前的统计方法还不足以识别资产价格泡沫,在泡沫未破灭之前尤其如此。识别资产泡沫可能是基于并不充足的证据,同时所依据的资产基础价值也会存在争议。因此,中央银行不愿意对房地产是否存在泡沫进行评判也就不足为奇了。相反,如果中央银行宣称将对资产泡沫进行抑制,那么它将对将自己的判断凌驾于出资上千亿美元的投资者之上做出解释。”

其他银行监管机构监管不力

美联储只是银行业监管机构之一,监管机构的职责是依法确保银行和贷款机构的业务安全、稳健。美联储消费者与团体事务部主任 Braunstein 披露了银行监管当局的不当反应:

(1) 联储检查人员对银行和银行控股公司未能进行有效的例行监督审查。这些监督审查的主要内容涉及信用风险管理状况,包括组合风险管理、有关第三方的质量控制过程等。检查人员还运用压力测试、经济资本和其他风险计量方法对银行风险进行评估。

对于检查中发现的问题,检查人员会告知银行管理层,大多数情形下都同意银行内部解决。这种措施注定是不够的,监管当局应当采取强制措施使银行合规。

(2) 如果检查人员发现银行在风险管理或与多家机构进行业务合作中存在问题,监管当局应该发布公开的行业指引。行业指引旨在为银行业稳健经营指明方向,但美国监管当局并没有这样。

(3) 应当采取新的监管措施,或者修订现有法规,对 2002 年生效的《住宅所有权与权益保护法案》应当及时修订。

随着房地产泡沫的迅速膨胀,银行监管当局对高风险贷款业务感到不安,美国储蓄管理局官员约翰·里奇(John Reich)表示:“迄今为止银行运行依然良好,然而,新房贷产品隐藏着较大的风险,随着贷款期限的变化,借款人的还款金额会发生巨大的波动。比如调整利率抵押贷款,根据对利率变化合理推测,借款人支付的月供可能增加一倍以上。这些新金融工具包含的风险已经超过了银行管理层的预期,因为银行缺乏对这些新金融工具的认识和风险管理经验,但是这些新工具正迅速向全球扩张。”

货币监理署的杜根在 2005 年 12 月对负按揭抵押贷款的风险表示忧虑,他说:“我相信负按揭抵押贷款增幅巨大,但是存在着消费者保护和金融机构稳健之间的协调问题。许多借款人为眼前低月供所吸引,但这会导致未来本金的增加,从而使偿还压力增大。与此同时,大量贷款机构也钟情于此金融工具,因为它可以使公司账面收益迅速增加,尽管它包含着巨大的信用风险,最终会导致巨额损失。”

尽管监管当局忧心忡忡,尽管已有证据表明抵押贷款行业风险上升,但是监管当局并没有颁布新的法规。相反,他们在 2005 年 5 月和 2006 年 9 月对高风险房贷、只偿还利息抵押贷款和调整利率抵押贷款发布了温和的指引。

然而由于这些指引对住房抵押贷款行业缺乏财务激励和法律约束功能,并没能改变贷款机构业务扩张的势头。

借款人未能采取有效的保护措施

在房地产泡沫膨胀时期,随着住宅销量的上升,住宅存量不断下降,房价一路飙升,购房者的支付能力大幅下降。在优质借款人需求基本满足之后,抵押贷款机构面临着艰难的选择:

- 坚守谨慎、严格的借款标准,接受贷款数量下降的事实。
- 降低贷款标准,实现业务增长,但需要承担更大的风险,并可能对未来的行业和经济造成损害。

几乎没有例外,这些贷款机构选择了后者。最普通的机制是:设置一系列特定的抵押贷款产品,本来是服务于一小部分借款人,但重新定位为“轻松偿还贷款”,使之适用于更多的美国家庭。这些创新的房贷品种包括:

声明收入抵押贷款,此类房贷最初是为小业主和其他提供收入

证明有困难的借款人设计的,随着越来越多的借款人无法支付日益增加的购房费用,房贷经纪人和房贷机构开始利用声明收入抵押贷款来规避合格借款人的标准。借款人只需声明自己的收入水平即可,不需要提供相关证明,这一定程度上放大了借款人的收入水平,加大了贷款的风险。抵押贷款研究所(MARI)通过对100名声明收入贷款人的声明收入与实际收入进行研究,发现90%的借款人收入夸大了5%以上,60%的借款人收入被夸大了50%。

调整利率抵押贷款,或“自由选择月供贷款”,也被房贷机构滥用。过去只有经济实力较强的借款人才有资格选择调整利率抵押贷款,目的在最大限度利用借款利息来避税。主要收入来源于不稳定佣金的销售人员是另一类选择调整利率抵押贷款的群体。财务管理经验老到的借款人可以选择只偿还利息的房贷,这样可以在收入较低的时期担负较少月供,而在收入丰厚时期连本带息一起偿还。

但是从2003年起,房贷机构和经纪人使调整利率房贷的借款人群体大大超出了财务稳健、经验老到的群体范围,结果导致负按揭房贷的市场份额大幅上升,从2003年的几乎空白增长到2006年的6.6%。事实证明,选择调整利率房贷的借款人大多最初只支付最低月供,结果导致负按揭房贷中未偿还的利息转化成了本金,加重了未来的偿还负担。

贷款标准大幅降低,即使房贷市场由繁荣走向衰落时期仍然如此。比如“ALT-A”贷款,是介于优质贷款和次级贷款之间的住房按揭贷款,此类贷款通常是提供给不能或不愿申请传统的优质抵押贷款的人,但这些借款人信用纪录良好。

根据贷款业绩公司的统计,从2000年开始,“ALT-A”贷款的标准大大降低,以下数据可以证实:

2000年“ALT-A”贷款家庭的平均债务收入比为34.7%,到

2006 年这一比例攀升至 37.87%。

2000 年调整利率抵押贷款占“ALT - A”贷款的比例仅为 12.7%，而到 2006 年这一比例飙升至 69.5%

与此同时，“ALT - A”贷款中信用记录较差和无信用记录的借款人比例由 62.9% 增加到了 83.5%，这种默默无闻的第二抵押贷款的市场份额由 0.2% 大升至 38.7%，只付利息抵押贷款的市场份额由 0.2% 猛增至 35.6%，40 年期限的房贷市场份额由零增至 10.8%。

房贷机构数量的膨胀使住宅评估者面临压力，从而做出不准确的价值评估。房贷机构或经纪人通常会根据贷款发放目标给抵押房屋评估师一个评估价，不管是公然还是私下里沟通，大家都心照不宣，如果评估师不按指示评估，他将失去这笔业务，甚至未来的咨询业务也会流失。

如果这种情况在房贷行业仅是个案，那不会造成什么后果。但是有研究发现，在调查的 1200 多名评估师中，90% 都因受到压力对房产进行不准确评估，而 4 年前这一比例为 55%。

于是无数购房者被诱入房地产市场，按照高估的价格借款买房，从而背负上超过房产价值的债务，最终导致更多的还款拖欠、违约和抵押品赎回权的丧失。

房贷证券化助长了泡沫的形成

抵押贷款证券化并不是新生事物，从 20 世纪 70 年代就开始了住宅贷款的证券化。房地产泡沫与房贷证券化相互推波助澜，到 2006 年底，美国证券化贷款余额高达 6.5 万亿美元，而同期国债余额仅 4.3 万亿美元。2006 年抵押贷款证券发行量高达 2.4 万亿美元，而 2000 年这一数字仅为 7380 亿美元，增长幅度达 3 倍之多。房贷证

券化的膨胀为房地产市场注入了充足的流动性,助长了房地产泡沫的形成,同时又把房贷风险转移给了二级市场,但在房地产陷入衰退时,证券化又放大了泡沫效应。房贷证券化导致以下问题:

房贷证券化使不良抵押贷款后果与贷款决策相分离,加大了房贷机构的道德风险。房贷证券化将房贷发放决策和贷款风险承担相分离,割断了传统的借贷双方的联系,即贷款发放人将贷款卖给新的所有者债券发行人,后者再把以房贷为抵押的债券卖给投资者,投资者购买这些债券,获得从房贷债务人获取利息的权利。贷款机构一旦将贷款售给债券发行人,就不再有权对贷款进行调整、监督,它们只承担起服务机构的责任,即负责从借款人处收取还款转交给债券发行人,由后者支付给投资者,如果贷款人不能按时还款,债券发行人有责任采取措施获取资金支付债券利息。因此,在现有抵押融资体制下,不良房贷的后果反馈需要数月、数季度甚至数年,在这期间,数百万笔不良房贷被发放,从而导致了房地产市场的恶性循环。

房贷证券化更强调数量而非质量。目前的抵押贷款证券化使房贷最终的结果很少影响参与各方的收益:

房贷机构的收入不再依赖贷款的利差,而是通过获取发行费来赚钱,并把这些贷款在二级市场销售;

房贷经纪人,他们组织了美国约三分之二的抵押贷款,只是根据房贷的利率、类型、金额收取佣金和手续费,而与贷款最终违约与否无关;

投资银行和信用评级机构主要通过购买、打包、评级和出售抵押贷款支持的债券盈利,他们更关注的是成交量,而不是抵押贷款最终的表现。

相对而言,在房贷证券化的食物链中,债券投资者无疑处于末端,他们直接受到不良贷款的影响。但是,投资者又是离造成不良房