



美国动态

上海市美国问题研究所 2011年3月15日(第3期)

内部交流
仅供参考
请勿引用

新闻动态

中东的局势

埃及总理沙菲克 (Ahmed Shafiq) 于 3 月 3 日辞职, 目前掌管埃及国家事务的武装部队最高委员会接受了沙菲克的辞呈, 并于 4 日宣布了由沙拉夫 (Essam Sharaf) 接任总理的任命。委员会还表示将在 3 月 19 号就宪法修正草案举行全民公决, 该修正案将为实行竞争性的议会和总统选举提供基础。

3 月 3 日, 突尼斯临时政府宣布, 民族制宪会议(National Constituent Assembly)的选举将于 7 月 24 日举行。在也门, 示威仍在继续。美国国务院 4 日表示, 也门总统萨利赫 (Ben Ali Abdullah Saleh) 已与反对派进行了对话。在约旦、伊拉克和巴林, 示威也在继续, 抗议者要求当局进行更多的政治和经济改革。

3 日，美国总统奥巴马和阿富汗总统卡尔扎伊讨论了美国在阿富汗减少驻军（7 月份开始）以及向阿富汗安全部队移交安保职责的问题。同一天，奥巴马还对发生于阿富汗库纳尔省（Kunar）造成 9 名阿富汗人死亡的事件表示遗憾。奥巴马总统还举行了每月一次的国家安全小组会议，讨论阿富汗和巴基斯坦问题。同时，巴基斯坦法院 3 日作出裁决，美国外交官雷蒙德·戴维斯（Raymond Davis）不享有外交豁免权。而美国坚持认为戴维斯享有完全的外交豁免权。（来源：www.pattonboggs.com 2011 年 3 月 4 日）

美内阁官员就预算、经济等问题向国会作证

截止到 3 月 4 日的这一周，克林顿国务卿就国务院的工作重点、预算以及美国国际开发署的问题向参议院外交关系委员会及众议院外交委员会作证。国务卿列举了有关利比亚的很多问题，包括军事干预可否作为一个选项。此外，还有中国问题，与哥伦比亚、巴拿马、韩国所签署的自由贸易协定的通过问题。当民主党议员让国务卿论证一下政府开支水平合理性的时候，共和党议员突出强调了那些开支可以缩减的计划，例如，可以缩减向中国提供的“美国总统救助艾滋病应急计划”（PEPFAR）的资金。

财政部长盖特纳就美国与全球经济问题向参议院外交关系委员会作证。参议院外委会主席约翰·克里（John Kerry）指出美国应该“颠倒”（juggle）其“经济优先事项与别的国家安全利益”的顺序。克里主席还表示，美国应该“继续施压以促使人民币的币值调整并为美国的公司创造一个公平、平等的竞争环境”。外委会首席成员理查德·卢格（Richard Lugar）强调，美国的市场份额已逐渐流失到中国、巴西以及与哥伦比亚签署越来越多自由贸易协定的拉丁美洲国家。盖特纳承认人民币的币值被低估，并强调政府想和国会一道，推动美韩自由贸易协定得到批准，他说这将为美国与哥伦比亚、巴拿马之间的自由贸易协定“提供一个范例”、“铺好路”。

（来源：www.pattonboggs.com 2011 年 3 月 4 日）

奥巴马政府应对中东局势的措施仍不够明朗

就是否采取必要措施在利比亚设立禁飞区一事，奥巴马政府的能力和意愿显得比较有限。白宫和国务院的官员承认，在俄罗斯和中国考虑允许联合国安理会通过决议授权使用武力来推动问题解决之前，卡扎菲政府的暴力行径将会进一步蔓延。此外，如果没有安理会的决议，那些打算参与设立禁飞区一事的北约盟国，像加拿大、英国和法国，是不会采取措施的。而且，对于设立禁飞区所需的交战规则是否会得到美国民众的支持，五角大楼仍然持怀疑态度，特别是在一国内乱的初期，利益尚不明确时，就为了支持某一方而使用武力。最后，国会对设立禁飞区这一建议的支持在上升，但依然不是十分积极。支持该建议的议员包括：参议院外交关系委员会主席约翰·克里（John Kerry）、参议院军事委员会成员约翰·麦凯恩（John McCain）、约瑟夫·利伯曼（Joseph Lieberman）。同时，沙特澄清了其早先发表的为替代利比亚原油而进一步增加石油供应的声明。沙特表示，日后增产必须以环境许可和实际需要为基础。沙特和以色列的官员，尽管出

于不同的理由，但对奥巴马政府越来越容忍发生于该地区的反对派运动，都发出了日益增强的质疑声。

（来源：Patton Boggs Capital Thinking Updates 2011 年 3 月 7 日）

克林顿国务卿在亚太经合组织首次高级官员会议上发表讲话

克林顿国务卿 3 月 9 日在亚太经合组织首次高级官员会议上发表讲话，阐述美国在亚太地区经济发展中的作用。

克林顿首先谈到了世界和亚太地区的新变化，各国面临的挑战、机遇和正在进行的努力，以及美国对促进亚太地区繁荣所作的贡献。

她还回顾了美国在该地区发展一系列双边关系、参与地区性组织的行动，将其称之为“前沿部署外交”（forward-deployed diplomacy），并表示“作为一个太平洋国家和一个大国，美国有责任发挥领导作用”，克林顿进一步阐述了美国在解决国内问题和亚太地区问题方面所作的一系列努力，并认为有四大原则对支持长期、高效、包容性的增长至关重要，这些原则分别是：开放的平台、自由的平台、透明的平台、公平。克林顿还阐述了今后的目标和努力的方向。

（来源：美国国务院国际信息局网站 2011 年 3 月 10 日）

盖特纳：美元或将继续保持其独一无二的地位

美国财政部长盖特纳 3 月 9 日表示，目前并不存在特别提款权(SDR)取代美元成为实际意义上的全球储备货币的风险。特别提款权是由国际货币基金组织创设的一种储备资产。盖特纳在出席众议院拨款委员会某下属委员会的听证会时表示，目前并不存在特别提款权将危及美元在国际金融系统中地位的风险。他还称，美元可能将继续在全球金融系统中发挥其独一无二的作用。

（来源：《华尔街日报》2011 年 3 月 10 日）

世贸组织裁定中国诉美国反倾销反补贴胜诉

世界贸易组织(WTO)上诉机构 3 月 11 日裁定，美国对中国采取的反倾销反补贴措施违反了世贸组织规则。美国贸易代表罗恩·柯克（Ron Kirk）称，他对此裁决深感忧虑。

2008 年 9 月，中国在 WTO 下启动对美国的争端解决案件，就美国商务部对来自中国的非公路用轮胎、复合编织袋及其他两种钢管采取双反措施提出上诉。中国表示，美国商务部对于关税的制定有失公允，有诸多规定都违反了世贸组织相关规则。

（来源：《华尔街日报》2011 年 3 月 12 日）

美国核工业面临着新的不确定性

尽管在别的能源政策方面分歧很大，但直到本周末（注：3 月 11 日）之前，奥巴马总统、主

流的环保组织以及国会中众多的共和党人和民主党人都一致认为核能可以提供稳定的能量来源，并部分地解决气候变化问题。奥巴马试图制定发展核能的战略。然而，在全世界都看到了地震引发日本核反应堆爆炸并导致恐惧蔓延的时候，核能就成了一个问题了。

对于地震与核能之间关系的担忧已有很长的时间了，而海啸与沿海的核反应堆又产生了新的问题。美国政界和其他一些人士对核能的危险表示担忧，环保组织也开始变得谨慎，但依然有人认为不必过度放大日本的事件，不能因为这次地震而改变美国的能源政策。

（来源：《纽约时报》2011年3月13日）

（编译：江宏春）

焦点分析

编者按：美国金融危机调查委员会（Financial Crisis Inquiry Commission）1月27日公布了长达576页的危机最终调查报告，指出2008年爆发的金融危机其实是可以避免的，监管机构的失职、企业管理上的漏洞、华尔街金融机构的风险操作是危机爆发的主要原因，这是美国政府就金融危机成因发布的首份官方报告。现将该报告的调查结论部分翻译如下，供相关研究人员参考。

美国金融危机调查委员会的调查结论

金融危机调查委员会受命调查席卷美国的金融和经济危机，并向美国人民阐释危机产生的原因。鉴于这场自大萧条以来最严重的金融危机给美国经济造成的重创，我们深知这项任务的重要性。

我们的任务首先是要搞清楚发生了什么，怎么发生的，然后才能确定为什么会发生。下面是我们的调查结论。我们希望美国人民能够根据我们在调查中搜集到的证据作出自己的评判。如果我们不能从历史中吸取教训，我们就不可能从危机中完全恢复过来。在华尔街和华府，与当前的经济现状利害攸关的人们或许很想把这场危机从记忆中抹去，或是使人以为没有人能够预见或阻止这一危机。这份调查报告旨在披露事实、明确责任、解开谜团，并帮助大家了解怎样做本可以避免这一危机。这份报告只是试图记录历史，而不是改写它，历史也不容许被改写。

为了帮助美国民众更好地了解这场危机及其根源，在本报告的第三、第四和第五部分的章节

末尾，我们还对各个部分进行了总结。

这份报告的主题对美国至为重要。发生在 2007 和 2008 年的这场影响深远的金融危机，既不是经济发展道路上的颠簸，也非人们所料想的自由市场经济制度中金融和商业周期内的严重衰退。这是一场根本性的破坏，也可以说是一次金融剧变，它对整个美国社会造成了严重的破坏。

就在这份报告刊印之际，美国的失业人口、找不到全职工作或是放弃找工作的人数已经高达 2600 多万。约有 400 万家庭因为丧失抵押品赎回权而失去了他们的家园，另有 450 万个家庭濒临失去家园的边缘或是背负着沉重的按揭债务。接近 11 万亿的家庭财富消失不见，许多人的退休金账户和毕生积蓄也被一扫而空。所有的企业，不管规模大小，都感受到了深度衰退的刺痛。人们对遭遇的这一切心存怨怒，这一点无可非议。许许多多遵规守纪的人现在失去了工作，前途未卜。这场危机连带伤害了那些普普通通的民众，其影响有可能持续一整代人。在复兴经济的道路上，美国任重而道远。

和许多美国人一样，我们凭借自己对于金融危机的观点看法以及对于世界上最强大的金融体系如何走向崩溃边缘的一些初步的认识，开始了对危机的探究过程。早在我们受命担任金融危机独立调查委员会委员时，关于这场危机的文字和言论已有很多。然而，在调查过程中了解到的情况还是使我们每个人都深受震动。很多时候，我们的所见所闻和阅读到的材料引起了我们的高度关注，使我们感到吃惊，甚至于震惊。我们的调查实际上是一个揭示事实真相的历程。

在过去的两年里，人们大量关注的是联邦政府为稳定金融体系并拯救那些被认为具有极高的系统重要性而不能倒闭的大型金融机构而作出的提供大规模金融援助的决定。这些决定，以及与之相关的强烈的情感因素，将在今后引发长久的争论。然而，我们的任务是提出并回答下面这个核心问题：**2008 年我们的国家不得不在两种截然不同的对策中艰难地作出选择，要么冒整个金融体系和经济崩溃的风险，要么向金融体系和大批公司注入数万亿纳税人的钱，尽管此时已有数百万的美国人失去了工作、积蓄和他们的家园，而这样的情况怎么会发生的？**

在这份报告中，我们详细地记述了这场金融危机。在我们看来，在报告的开篇给出一个简明的内容摘要是很帮助的。导致危机爆发的漏洞是日积月累形成的。低利率、简单易得的信贷、监管不力以及不良抵押贷款刺激形成了房地产市场的泡沫，如同星星之火可以燎原，泡沫破裂引发了一系列事件，最终导致一场全面金融危机在 2008 年秋天爆发。随着抵押贷款相关证券（mortgage-related securities）被打包，再打包，然后出售给世界各地的投资者，数万亿美元有风险的抵押贷款充斥着整个金融体系。当泡沫破裂，抵押贷款以及抵押贷款相关证券的损失达到了上千亿美元，引发了市场的震动，那些承受大量抵押贷款风险并为此大肆举债的金融机构也难以幸免。这样的情况不仅发生在美国，也发生在世界其他国家。诸如组合证券（synthetic securities）这一类的金融衍生品加剧了危机所造成的损失。

2008 年 9 月，伴随着雷曼兄弟的破产以及保险业巨头美国国际集团的濒临倒闭，危机愈演愈烈。主要金融机构的资产负债表缺乏透明度，导致市场出现了恐慌情绪，同时那些被认为“大到不能倒”的金融机构间存在着千丝万缕的联系，凡此种种造成信贷市场趋于停滞；交易渐停；股

市大幅下跌；经济陷入了严重衰退。

我们所调查的金融体系与我们父辈那个年代的金融体系有着天壤之别，仅在过去三十年间就已发生了巨大的变化。金融市场日益全球化。科学技术改变了金融工具和交易的效率、速度以及复杂性。和以往相比，现在的融资渠道更广而成本则更低。金融业本身已成为美国经济中一股举足轻重的力量。

从 1978 年到 2007 年，金融部门持有的负债从 3 万亿美元猛增到 36 万亿美元，在国内生产总值中所占的份额增加了两倍多。华尔街上的许多公司从本质上发生了改变——从相对固定的私人合伙制转变为承担更多风险的上市公司。截止至 2005 年，美国 10 家最大的商业银行持有 55% 的业内资产，其资产持有水平是 1990 年时的两倍多。在 2006 年，危机爆发前夕，金融部门的盈利占了美国所有企业盈利的 27%，而在 1980 年该比例仅为 15%。了解这种变化对理解调查委员会所作的分析极为重要。

根据调查中所掌握的事实，我们得出了一些结论。我们希望人们能从这些结论中吸取教训，避免未来出现类似的经济大灾难。

结论一：这场金融危机是可以避免的。这场危机是由人们的所作所为以及不作为导致的，而不是大自然或电脑模型出了什么差错。那些金融巨头以及监管金融体系的政府官员们忽视了各种警告信号，未能提出质疑，也没有充分理解并管理好金融系统内逐步形成的风险，而此事关美国民众的福祉。他们犯了严重的错误，而不是小失误。虽然商业周期无法取消，但如此严重的危机却是可以避免的。套用莎士比亚的一句话，“错不在命运，而在我们自己。”

尽管华尔街和华府的许多人士认为这场危机是无法预见到或避免的，但的确存在过一些警告信号。不幸的是这些信号被忽视了或没有得到足够的重视。带有风险的次级贷款和资产证券化激增，房价飞涨，令人难以承受，关于恶名昭著的掠夺性放贷（predatory lending）行为的报道层出不穷，房屋抵押贷款借贷者负债累累，金融类公司的交易活动呈几何级数增长，对金融衍生品监管不力，短期“回购”拆借市场泛滥，还有许多其他的警告信号。然而人们却放任这些现象充斥金融市场，没有及时采取有效措施来消除威胁。

最典型的例子就是美联储本可以通过制定谨慎的抵押贷款放贷标准来阻止不良抵押贷款的流动，但它却未能做到这一点。它是唯一有权这么做的机构，却没有做到。我们的调查记录显示还有许多其他方面的问题：金融机构创造并买卖那些未经审查、它们不想审查甚至是明知道有问题的抵押贷款证券；那些靠上百亿贷款支撑生存的公司通过次级抵押贷款证券得到贷款；大公司和投资者盲目信赖信用评级机构，以这些机构的判断来评判风险级别。在既没有时速限制又没有清晰的车道线的高速公路上，你认为还有什么其他情况会发生吗？

结论二：广泛存在的金融监管问题破坏了美国金融市场的稳定。监管岗位形同虚设，很大程度上是因为人们普遍相信市场具有自我修正的能力，且金融机构具备有效的自我监督能力。美联储前主席格林斯潘以及其他一些人所拥护的放松监管和依赖金融机构自我约束的做法，得到了接连几届政府和国会的支持，并且一直受到强大的金融行业的积极助推，这种状况持续了三十多年，

这期间，解除了一些关键的保护措施，而这些措施本来可能有助于避免这场金融大灾难。这种做法导致了对一些关键领域，如影子银行系统（shadow banking system）和场外金融衍生品市场（over-the-counter derivatives markets）的监管出现了漏洞，有损失数万亿美元的风险。此外，政府允许金融公司自己选择监管机构，而这些机构陷入了竞相降低监管力度的恶性竞争中。

然而我们不同意这样的观点，即监管机构没有权力保护金融体系。其实，在许多领域，这些监管机构完全可以保护金融体系，但是它们却宁愿坐视不管。在此仅举三个例子：证券交易委员会（Securities and Exchange Commission）本来可以要求更多的资本保证并叫停大型投资银行的风险操作，但它却没有这么做。纽约联邦储备银行和其他监管机构本来可以在危机刚开始时压制花旗集团的过度投资行为，但它们也没有这么做。政策制定者和监管机构本来可以使抵押贷款证券化这辆疾驶的列车停下来，但它们却没有做到。一个又一个事例证明，即使面对日益增加的问题，监管机构依然将受其监管的金融机构评定为安全和可靠等级，经常要到这些金融机构濒临破产之际才降低对它们的评级。即使是在监管机构无权监管的领域，它们本来也可以争取这方面的权力。很多时候，它们缺乏的是政治意愿——政治和意识形态环境限制了这种意愿——以及向它们受命监管的金融机构和整个金融体系发起挑战的勇气。

在很多情况下，监管系统的改革是伴随着金融市场的发展而进行的。但是就像这份报告所指出的那样，在削弱对金融机构、市场以及产品的监管限制上，金融行业本身就发挥着关键的作用。像金融业这样具有如此强大实力的行业会给政策制定者和监管机构带来压力，这一点不足为奇。从 1999 年到 2008 年，金融界花费在对联邦议员游说方面的开支高达 27 亿美元；金融行业中个人和政治行动委员会捐赠的竞选资金达到了 10 多亿美元。让我们感到困惑的是，美国在多大程度上丧失了实施金融监管所不可或缺的力量和独立性，而监管对于保护金融市场的稳定必不可少。

结论三：许多对整个系统十分重要的金融机构在企业管理和风险管理方面出现巨大失误，这是导致这场危机的关键因素。有一种观点认为大型金融公司与生俱来的自我保护能力能够阻止公司做出一些致命的高风险交易行为，因而不必受到持续的监管，在这些公司看来，这种监管会扼杀创新。太多这样的金融机构行事草率，承担了过多的风险，而持有的资本却很少，并且过度依赖短期融资。这从许多方面反映出了这些公司本质上的改变，尤其是那些投资银行和银行控股公司，它们越来越多地专注于能够产生高额收益的风险交易活动。它们承担大量的风险以收购和支持次级贷款出贷方，推出包括合成金融产品在内的高达上万亿美元与抵押贷款相关的证券，将其打包，再打包，然后销售。就像伊卡洛斯一样，它们从不担心自己离太阳太近。

在许多金融机构迅猛膨胀起来的背后，是对一些并购策略的不当使用，这给有效管理带来了更多的挑战。花旗集团首席执行官告诉调查委员会说持有 400 亿评级很高的抵押贷款相关证券“一点也不会吸引我的注意力。”花旗集团投资银行的联席主管表示说他花费在这些证券上的时间仅占自己时间的 1%。在这个例子中，“大到不能倒”意味着“大到难以管理”。

金融机构和信用评级机构都把数学模型看成是一种可靠的风险预测手段，在很多情况下用数

学模型代替了个人判断。风险管理常常变成了风险辩护。

在低息贷款、竞争激烈而监管松懈的环境下建立的薪酬体系，常常奖励那些快速完成的交易以及短期的收益，而对于长期的结果却没有加以充分考虑。这种体系往往鼓励下大赌注，市场看涨时的收益十分巨大，而市场看跌时的损失却有限。从公司的董事会，到抵押贷款经纪人，这一行的人都有这种想法。

我们通过调查发现存在太多的管理不力和不负责任的行为。此外，你将了解到美国国际集团的高管们根本就不在乎公司所持有的 790 亿与抵押贷款有关的证券类衍生品的代价与风险。为了寻求更大的市场份额、利润和红利，房利美公司在房地产市场如日中天时大肆增加对风险贷款及证券的投资，当美林证券公司的最高管理层意识到公司持有的 550 亿“超高级”和“超级安全”的抵押贷款相关证券损失已达几十亿时，他们不能不感到震惊。

结论四：过度借债、风险投资以及缺乏透明度共同将金融体系置于了通往危机的道路上。显而易见，金融体系的脆弱性是与公司管理不力以及监管不当密切相关的，但金融体系易受损害这点本身就足以引起人们的重视了。

在通向危机的这些年，许多金融机构和家庭肆无忌惮地借债，只要它们的投资稍有贬值，就会使它们在金融困境来临时不堪一击。例如，在 2007 年，五家主要的投资银行——贝尔斯登、高盛、雷曼兄弟、美林和摩根士丹利——都是利用很少的资本进行运作的。以某种方式计算，它们的资产负债率（leverage ratio）竟然高达 40:1，意味着每四十美元的资产，只有一美元的资本来弥补损失，而一旦资产价值下跌不到 3%，就会导致公司破产。更糟糕的是，这些公司大部分的借款都是隔夜市场上的短期借款，意味着每天都要续借。例如，2007 年末的时候，贝尔斯登的股本总额为 118 亿美元，负债 3836 亿美元，在隔夜市场上的借款达 700 亿美元。这相当于一个拥有 5 万美元股本的小公司负债 160 万美元，每天需要借款 296,750 美元。我们没法问“这些人都在想些什么？”因为他们许多人想的似乎都是一样的。

贷杠（leverage）往往是隐而不见的——掩藏在衍生品头寸、资产负债表外的实体资产中，或是通过“粉饰”财务报表隐藏起来。

房利美和房地美是两个融资巨头，也是两家政府支持企业（GSEs）。到 2007 年末，包括持有和担保的贷款在内，房利美和房地美两家的资产负债率达到了 75:1。

金融机构并不是借款狂热中的独行者。从 2001 年到 2007 年，全美的抵押贷款债务几乎增长了一倍。每家的抵押贷款额从 91,500 美元上升到 149,500 美元，升幅高达 63%，然而工资却停滞不前。当房地产市场衰退时，债务缠身的金融公司和家庭受到了猛烈的冲击。

一些金融机构通过举债收购一些风险资产，由此加重了其所背负的沉重债务。随着抵押贷款和房地产市场炮制出风险性越来越高的贷款和证券，许多金融机构背负的债务越来越重。截止到 2007 年末，雷曼兄弟公司在商业和民用房地产上持有的债务和证券达到了 1110 亿美元，几乎是两年前的两倍，也是公司股本总额的四倍多。当然，承担风险的不仅仅是那些大型的金融公司，还包括家庭。在 2005 和 2006 年，将近十分之一的抵押贷款借款人办理了“选择性浮动利率抵押

贷款”（option ARM），这意味着他们每月摊还很低的金额，但是抵押贷款的余额会上升。

在金融系统内，因为没有对透明度的要求，这种债务的危险被放大了。大量的短期借款，以及市场中其他人看不到的债务加大了市场迅速崩溃的可能性。在 20 世纪早期，国家制定了一系列的保护措施——作为最后贷款机构的美联储、联邦存款保险、广泛的监管——来防御曾在 19 世纪肆虐美国银行业系统的市场恐慌。然而，在过去三十多年时间里，我们允许影子银行系统发展壮大。不透明的影子银行系统充斥着短期借款，并与传统的银行系统进行竞争。金融市场的关键组成部分——数万亿美元的回购拆借市场，资产负债表外的实体资产，以及场外衍生品交易——并不为外人所见，也不具备用以防御金融危机的保护措施。我们对 21 世纪的金融体系采用的是 19 世纪制定的保护措施。

在房地产和抵押贷款市场崩溃之际，缺乏透明度、过度举债、短期贷款、以及风险资产等弊病早已“安家落户”，结果市场出现了恐慌情绪。我们酿下的苦果最后还是我们自己品尝。

结论五：政府对应对危机准备不足，其前后不一致的反应加剧了金融市场的不确定性和恐慌。作为调查任务的一部分，我们需要评估政府为应对日益严峻的危机所采取的行动，这也包括危机发生前政府制定的一些政策和采取的行动，这样可以确定政府的反应是有助于应对危机，还是加剧了危机造成的损害。

正如报告显示的那样，关键的政策制定者——财政部、美联储以及纽约联邦储备银行——处于监管金融市场的最佳位置，却在应对这场金融危机时准备不足。其他一些机构也没有做好充分的准备。阻碍它们采取措施的原因在于，它们没有充分地了解所监管的金融体系，尤其是近几年来金融体系的演变。这绝对是因为一些关键市场缺乏透明度。它们认为分散了风险，但实际上风险集中了。从 2007 年的春季开始，危机逐步蔓延开来，而政策制定者和监管机构却一点准备都没有，只能临时制定方案，通过具体规划来抓住一根救命稻草。它们没有制定出一个全面的战略计划来遏制危机的蔓延，因为它们对金融市场中的风险和错综复杂的关系缺乏全面的了解。一些监管机构已经承认了在这方面的失误。我们过于放任金融体系快速发展，以至于凭借现有的能力已不足以对其加以保护。

尽管已经有人意识到，或者至少讨论过房地产市场泡沫的问题，但是调查记录显示一些资深的政府官员却没有认识到泡沫的破裂会威胁到整个金融体系。在 2007 年整个夏天，美联储主席伯南克和财政部长保尔森一直向公众保证次级抵押贷款市场的混乱会得到控制。2007 年 6 月份，当贝尔斯登的对冲基金（主要投资在了抵押贷款相关证券上）破产时，美联储开始讨论其影响。尽管其他基金也带有同样的风险，但是贝尔斯登的对冲基金却“相对特别”。就在 2008 年 3 月贝尔斯登破产前的几天里，证券交易委员会主席克里斯托弗·考克斯（Christopher Cox）还对大型投资银行的资本缓冲表示满意。直到 2008 年 8 月，在政府接管“两房”前的几周里，财政部才对“两房”严峻的金融状况有了全面的了解。就在雷曼兄弟破产前一个月，纽约联邦储备银行依然还在搜集雷曼兄弟 900,000 多份衍生品合同所涉及的风险金额的相关信息

此外，在危机期间，政府对待大型金融机构的方式前后不一致——决定救助贝尔斯登，然后

接管“两房”，接着又听任雷曼兄弟破产，而后再救助美国国际集团——导致市场中的不确定性和恐慌增加。

在对金融危机进行调查的过程中，我们对财政部长保尔森、美联储主席伯南克以及前纽约联邦储备银行行长、现任财政部长盖特纳所付出的努力表示敬意和感谢。另外，还要感谢那些在最混乱、最具挑战性的情况下为稳定我们国家的金融体系和经济贡献力量的人们。

结论六：在承担责任和遵守道德准则方面存在系统性的问题。金融市场的完善以及公众对市场的信任对于保持美国经济稳定十分重要。金融体系的健全和经济的持续繁荣依赖公平的交易、责任感和透明度。我们希望企业和个人追求利润，同时，也希望他们能够创造高质量的产品和服务，保持良好的行为规范。

遗憾的是，如同过去投机活动盛衰时期的情形，我们看到的是责任和道德准则的丧失，这导致了金融危机的加剧。这不是普遍存在的问题，但是从普通员工到企业高管，这些违规行为却不乏其例。这不仅给金融业带来了严重的后果，也损害了投资者、企业和公众对金融系统的信任。

比如，通过调查我们发现，从2006年春天到2007年底，在获得抵押贷款仅仅几个月后就违约的借款人的数量增加了将近一倍。这个数据表明他们以抵押贷款方式购房时，可能没有能力或者根本就没有想过偿还贷款。贷款人向抵押贷款经纪人支付“收益差幅溢价率”（yield spread premiums），让其向借款人发放高息贷款，这样经纪人就可以获得更多的佣金，却从来向借款人披露相关信息。这份报告记录了不断增加的抵押贷款欺诈行为。在放贷标准名存实亡以及监管松懈的环境下，抵押贷款欺诈行为十分猖獗。从1996到2005年，关于银行及其附属机构涉嫌从事与抵押贷款欺诈相关的金融犯罪活动的报告增加了二十倍，在2005到2009年间，又增加了一倍多。有一项研究认为，从2005到2007年，抵押贷款欺诈行为所造成的损失高达1120亿美元。

贷款方知道借款人无力偿还贷款，却依然放款，这会给抵押贷款担保证券的投资者带来巨大的损失。早在2004年9月，美国国家金融服务公司（Countrywide）的高管们就已认识到他们发放的许多贷款将带来“灾难性的后果”。随后不到一年的时间里，他们还强调某些高风险的贷款不仅会导致抵押品赎回权的丧失，还会在“财务和声誉上”给公司造成“大灾难”。但是他们却没有停下脚步。

报告记录了大型金融机构对购入后打包再出售给投资者的贷款没有进行有效的检查。它们十分清楚，贷款中有很大部分并未达到它们的贷款担保标准，也不满足贷款方的标准。然而，他们还是把这些证券卖给了投资者。调查委员会检查了提供给投资者的招股书，却发现并未将上述重要信息告知投资者。

应当在人性以及个人与社会责任的背景下看待这些结论。首先，只将这场危机归咎到贪婪、狂妄这样人性的致命缺点上未免太过简单。这种做法忽视了人的错误，而这与危机的产生密切相关。

其次，我们相信这场危机是人所犯错误、判断失误以及行为不当的结果，凡此种种导致了系统性的失败，我们的国家为此付出了沉重的代价。阅读这份报告，你将看到一些公司和个人的行

为极其不负责任。当然，这样一场严重的金融危机不可能只是少数“害群之马”造成的，事实也证明了这一点。然而，危机的覆盖面之广也并不意味着“每个人都犯错了”；许多公司和个人并没有参与到引起金融灾难的过度交易行为中。

我们认为一些肩负保护金融系统职责的政府官员、监管机构的负责人，以及失职的公司高管们应该对这场危机负有特殊责任。这些人谋求并担任要职，应当承担重大的责任和义务。高层的声音的确很重要，但是这次危机中他们的表现却让我们很失望，因为没有人说“不”。

但是，作为一个国家，我们必须为在我们的纵容下发生的事情承担责任。我们大家（当然不是每个人）对金融体系以及一系列的政策和措施采取了默许甚至是支持的态度，这才导致了目前的困境。

* * *

这份报告记述了使美国走向危机的事件和系统。金融市场运行机制复杂，有着许多重要的传动装置——其中一些在危机发展过程中扮演了关键的角色。下面是有关金融系统的一些具体组成部分的调查结果，我们认为这些组成部分很大程度上导致了这场金融危机的爆发。

结论七：抵押贷款放贷标准的丧失以及抵押贷款证券化的渠道点燃了危机之火，并导致危机的蔓延。当房价下跌、抵押贷款借款人违约时，华尔街上的璀璨明灯开始暗淡。这份报告记录了抵押贷款放贷标准的丧失以及抵押贷款证券化的渠道。后者把不良抵押贷款从美国本土转嫁给了全世界的投资者。

许多抵押贷款出贷方制定的放贷标准非常低，只要他们相信那些急于获得贷款的借款人，他们就会放贷，常常忽视借款人的偿还能力。2005年上半年，接近四分之一的抵押贷款是只需偿还利息的贷款。同一年，美国国家金融服务公司(Countrywide)和华盛顿互惠银行(Washington Mutual)发放的68%的“选择性浮动利率贷款”没有要求证明文件，或要求很低。

这种做法已经不是什么秘密了。随着不负责任的放贷行为（包括掠夺性和欺诈性放贷行为）越来越普遍，美联储和其他监管机构接收到了来自多方面的警告。然而美联储在“确保全国的银行和金融体系安全稳定，保护消费者信用权”方面职责有失。它未能及时建立起防护墙。而陷入监管权限之争的通货监理局(OCC)和储蓄机构监理局(OTS)，抢先一步防止了国家监管机构滥用权限。

尽管大量抵押贷款记在了银行的账目中，但是更多的钱来自于用现金大肆购买新发行的抵押贷款相关证券的各国投资者。金融机构、投资者以及监管部门也许认为这样能消除风险。投资者持有的是评级非常高的证券，他们认为这些证券在市场上一定会有上佳的表现。银行认为它们已经清除了最具风险的贷款，监管机构也看到了公司在盈利，借贷成本在下降。但是抵押贷款证券化渠道中的每一步都需要依靠下一步来维持需求。从把房屋出售给抵押贷款经纪人的投机者，到发行抵押贷款的放款方，再到创造抵押担保证券(mortgage-backed securities)、担保债权凭证(CDOs)、层叠式CDO(CDOs squared)以及合成CDO(Synthetic CDOs)的金融公司，不良抵押

贷款这条传递途径中的所有各方“都在一条船上”。它们自认为只要在危机到来前一刻将风险抛给下一方，就可以避免损失。但是它们错了。当借款人停止偿还抵押贷款，被衍生品扩大的损失将十分惨重，贯穿整条传递渠道。结果，这些损失集中在了那些对整个金融体系十分重要的金融机构身上。

最终，高效地创造了上百万笔抵押贷款的体系却很难松解开来。该体系的复杂程度阻碍了对抵押贷款的变更，使公众对房地产市场和金融机构的运作情况更没有把握。

结论八：场外衍生品交易是导致危机的重要因素。2000年，为禁止联邦政府和州政府对场外衍生品交易进行监管，制定了一项法令，该法令成为通往金融危机道路上的一个关键转折点。

从金融公司到企业、农场主，再到投资者，都将衍生品用来对冲或投机到价格、利率或指数的变动上，甚至到潜在的债务违约上。然而，在没有监管的情况下，场外衍生品交易迅速地膨胀，达到了失控的程度，名义本金高达673万亿美元。这份报告阐述了失控的贷杠；透明度、资本以及担保要求的缺失；投机行为；公司间的相互关联；以及市场中风险的集中。

场外衍生品交易主要是从以下三个重要方面导致了危机的出现。首先，一种衍生品——信用违约掉期（CDS）——促进了抵押贷款证券化的过程。向投资者销售CDS是为了防范由风险贷款担保的抵押贷款相关证券出现违约或价值下跌。公司向投资者销售这种新型的抵押贷款证券（例如美国国际集团累计销售CDS达790亿美元），目的是拓展市场，反过来，这进一步加剧了房地产市场的泡沫。

其次，CDS对于合成抵押债券（Synthetic CDOs）的出现必不可少。这些合成抵押债券仅仅是把赌注押在了抵押贷款相关证券的市场表现上。它们加剧了房地产泡沫破裂所造成的损失，因为它们允许多次投注同一证券并造成投注的金额遍布金融系统。从2004年7月1日到2007年5月31日，仅高盛一家公司就打包并销售了730亿美元的合成抵押债券。高盛创造的合成抵押债券涉及3400多种抵押贷款证券，其中涉及至少两次的有610种。这还没有将其他公司创造的合成抵押债券涉及这些证券的次数计算在内。

最后，当房地产市场的泡沫破裂，危机随之而来，衍生品便被推到了金融风暴的浪尖上。美国国际集团（AIG）不需要为它销售的衍生品储存对冲资本。但是当无法偿还债务时，它不得不接受政府的救援。由于担忧AIG的破产会给全球金融体系造成灾难性的损失，美国政府最终决定注资1800亿美元救助AIG。此外，在各家具有系统重要性的金融机构之间还存在着上百万份各式各样的衍生品交易合同，在监管松懈的衍生品交易市场，这些交易不为人所见，也不为人所知，这种状况导致不确定性和恐慌的加剧，促使政府出手救助这些金融机构。

结论九：信用评级机构的失职也是引发金融海啸的一大原因。对于金融危机的爆发，三大信用评级机构难辞其咎。如果没有信用评级机构的核准，处于危机中心的抵押贷款相关证券就不会流入市场进行销售。投资者往往盲目地信赖这些评级机构。在某些情况下，他们不得不依靠这些评级机构，因为监管资本标准是由它们制定的。如果没有这些评级机构，这场危机就不会发生。它们的评级助推市场上扬，而从2007到2008年，它们不断下调金融机构的评级，给整个市场和

金融公司造成了严重的破坏。

调查委员会把三大信用评级机构之一的穆迪作为一个案例研究对象。在这份报告中，你将会看到穆迪的失职行为。从 2000 到 2007 年，有近 45,000 种抵押贷款相关证券被穆迪评为“3A”级。而到 2010 年初，美国只有 6 家私营公司获得了如此高的评级。仅在 2006 年一年中，每个工作日就有 30 种抵押贷款相关证券被穆迪评为“3A 级”。后果却是灾难性的。那一年，83%被评为“3A 级”的抵押贷款相关证券最终不得不下调评级。

你还会看到穆迪失职行为背后的决定因素，包括存在漏洞的计算机模型、来自金融公司的威逼利诱、对市场份额的过分追求、利润虽创下新高却缺乏运作的资源，以及公众监督的缺失。你会看到，如果没有评级机构的积极介入，抵押贷款相关证券的市场就不会是今天这样。

对于这场危机的起因，人们有着各种看法。因此，调查委员会尽力对一些关键性的问题作出解答。在此我们讨论三个关键问题：资本可供性和流动性过剩，“两房”（政府支持企业）的角色，以及政府的住房政策。

首先，我们来看流动性过剩这一问题：在报告中，我们概述了危机爆发前几年的货币政策和资金流的情况。低利率、大量可用资金以及国际投资者寻求把钱投入到美国的房产市场，这些是导致信贷泡沫出现的前提条件。这种状况下，风险增加了，但是市场中的各方、政策制定者以及监管机构却没有认识到这点。然而，调查委员会的结论是流动性过剩并不一定会引发危机。上面提到的种种失误（包括未能有效控制抵押贷款和金融市场中的过度投机）才是导致危机的关键因素。定价合理的资本——无论是国内资本，还是国外资本——若流向生产性环节，对于经济扩张和增长确实是一个机遇。

其次，我们考察了政府支持企业（GSEs）所扮演的角色。在这里，调查委员会将房利美作为案例研究的对象。与那些公开上市交易、享有联邦政府隐形资助和补贴并承担公共任务的公司一样，这些政府支持的企业在业务模式上也存在严重的漏洞，它们承担的高达五万亿美元的抵押贷款风险和享有的市场地位值得注意。2005 和 2006 年，房地产市场如日中天，“两房”决定增加对风险抵押贷款的购买和担保量。十几年来，它们凭借自己的政治力量避开了有效的监管——从 1999 到 2008 年，“两房”花在游说官员上的开支高达 1.64 亿美元。调查委员会发现，“两房”和其他金融公司一样，在企业管理和风险管理上也存在严重的问题。在 2010 年的第三季度，为了避免“两房”破产，财政部提供了 1510 亿美元的财政支持。

我们的结论是“两房”也是引发危机的原因之一，但不是主要的原因。在整个危机期间，“两房”的抵押贷款相关证券保持了自身的价值，没有导致金融公司的重大损失。

“两房”参与了次级和其他有风险抵押贷款的暴增过程，但它们只是追随而非带领华尔街和其他贷款方加入到这场“淘黄铁热”中。它们购买了评级最高的非政府支持企业的抵押贷款担保证券，也参与到市场中来为房市这个热气球添加了燃料，但是它们的购买额在市场中所占的比例是很小的，2001 年，仅占非政府支持企业次级抵押贷款担保证券的 10.5%，2004 年这一比例上升到 40%，到 2008 年又下降到 28%。为了迎合股票市场分析人士以及投资者对增长的预期，重新

获取市场份额，并确保它们的高管和员工获得丰厚的报酬，它们降低了购买或担保风险性更高的贷款及相关证券的担保标准——这样做的理由是为提高住房自有率争取广泛而持续的公共政策支持。

委员会还调查了“两房”购买或担保的贷款的市场表现。尽管这些贷款带来了巨大的损失，但是政府支持企业的贷款拖欠率却比其他金融公司低很多。例如，通过对一组拥有相似信用分数（低于 660）的借款人进行调查，委员会发现，截止到 2008 年末，政府支持企业的抵押贷款拖欠率和其他金融机构的相比要低得多，前者为 6.2%，而后者达到 28.3%。

我们还详细研究了住房和城市发展部为政府支持企业制定的帮助低收入者购房的目标如何影响这些企业对有风险的抵押贷款进行投资。根据收集到的证据以及对数十人的采访，我们认为这些目标仅在很小程度上导致“两房”进行高风险抵押贷款。

最后，我们讨论一下政府的住房政策是否是导致危机的主要原因。几十年来，政府的政策通过一系列的刺激措施、援助项目以及命令提高了全国的住房自有率。这些政策落实到位，并得到了几届政府和国会的支持与促进。克林顿总统和小布什总统为提高全国的住房自有率制定了非常积极的目标。

在调查过程中，我们仔细分析了住房和城市发展部制定的帮助低收入者购房的目标，以及《社区再投资法案》（Community Reinvestment Act）。《社区再投资法案》于 1977 年颁布实施，旨在反对银行的“划红线注销”行为——在不考虑信用度的情况下拒绝向某些社区内的个人和企业发放贷款的行为。这部法律要求联邦银行、州立银行、储蓄机构和其他贷款机构在符合稳健经营的条件下，必须满足地方社区的信贷需求，提供有效的金融服务，

调查委员会的结论是《社区再投资法案》不是次级贷款和危机的主要诱因。许多发放次贷的出贷方并不受制于这部法律。调查表明，只有 6% 的高成本贷款——次贷的代名词——是与这部法律相关的。比较受这部法律管制的贷款方与不受这部法律管制的独立放贷方对同一社区放贷的情况，由前者发放的贷款出现违约的可能性仅是后者的一半。

然而，我们发现政府的住房政策在下面这一点上出现了失误：在全国范围内，我们制定了积极的住房自有率目标，希望将信贷发放延伸到那些此前接触不到金融产品的家庭。不过，政府未能将机遇与现实完美地结合。我们看到美联储和其他监管机构未能对不负责任的放贷行为加强监管。2004 年春季，住房自有率创下了新高，然后开始下降。从那一刻开始，关于机遇的讨论便与事实上正在酝酿中的金融风暴显得格格不入。

一年半之前，当调查委员会着手调查这场危机时，一些人幻想着到我们发布调查报告时，这场发生在 2008 年的金融危机及其造成的影响已被人们遗忘。然而，在联邦政府以一种前所未有的方式对金融市场实施干预后的两年多以来，人们看到的是我们这个国家依然处在这场金融大灾难的余波中。我们的金融体系在许多方面与危机前并无二致。危机之后，美国的金融业更集中地掌控在几个大型的、对整个金融体系影响重大的金融机构手中。

虽然我们的任务不包括提出政策建议，但是这份报告的目的是盘点所发生的情况，以便能够

谋划新的发展方向。在调查中，我们发现了企业管理上的严重漏洞、监管方面的重大失误，以及金融体系中存在的近乎致命的缺陷。我们还发现，一系列错误的选择和做法最终把我们引向这场让我们措手不及的灾难。这些严重的问题必须解决，才能恢复人们对金融市场的信心，避免下一次危机，并重新构建资本体系，为新时期大范围的共同繁荣奠定基础。

最可悲的是认同“没有人能够未卜先知，因此我们无能为力”这样的老话。如果我们接受了这种看法，那么危机肯定还会重演。

这份报告不应被视作我们国家审视这场危机的终点，还有许多值得学习、调查并加以修正的地方。

这是我们共同的责任。如果想得到别样的结果，我们就要做出不同的选择。

（来源：美国金融危机调查委员会网站）

（王子磊、郝玥译，姜澄校）

编辑部： 上海市美国问题研究所
编辑： 郝玥
通讯地址： 淮海中路 622 弄 7 号社联大楼 203 室
邮编： 200020
电话： 53064520
工作邮箱： meiguodongtai@163.com