

全球金融風暴對金融監管體制之衝擊

主持人：北京大學國家發展研究院

中國經濟研究中心 巫和懋教授

2009 年 10 月

目 錄

壹：前言	2
貳： 全球金融風暴的過程與宏觀因素	3
參： 危機案例的市場微觀因素	11
肆： 金融監管體制的改革方向	21
伍： 結論	49
附錄：案例匯總	53
案例一： 貝爾斯登案例	53
案例二： 雷曼兄弟案例	64
案例三： 美林證券案例	73
案例四： 美國國際集團（AIG）案例	86
案例五： 兩房案例	98
案例六： 華盛頓互惠銀行案例	114
案例七： 北岩銀行案例	126
案例八： 英國金融危機概述	143
案例九： 金融危機中的歐洲	152

壹：前言

2008 年即將成為全球金融業度過最慘痛的一年，美國從 2007 年開始刮起次貸風暴，到 2008 年已擴散加劇，形成全球性金融風暴，給全球金融業帶來前所未有的衝擊。

從 2008 年 9 月以來接連發生美國『兩房』被政府接管、雷曼兄弟破產、美林公司被併購、美國國際集團(AIG)被接管和華盛頓互惠銀行倒閉。金融風暴更波及歐洲各國，冰島與韓國都受到相當衝擊。更進一步的演變是實體經濟受到影響，歐美各國開始進入衰退期。如何減輕傷害並逃避衰退，已經成為從 1930 年代大蕭條以來，各國經濟所面臨的最嚴峻的挑戰。

經濟大蕭條帶來經濟政策的全盤改變，促成了凱恩斯經濟學派的興起，說明危機可能引發變革，而且經常是『結構性的移動』(paradigm shift)。這次金融風暴規模之大與影響之深遠，也是 1930 年以來所僅見，說明了過去沿用幾十年的總體政策、金融監管系統和國際治理體系都面臨了挑戰。當前的金融危機將引發經濟與金融政策的變革，也將引發政策背後的主導思想之『結構性的移動』。

面對這樣的挑戰，美國國會於 2008 年 10 月 4 日通過 7,000 億美元的金融紓困案，到歐巴馬上任後，在 2009 年 2 月又簽署了總額達 7,890 億美元的經濟刺激方案。中國大陸在 2008 年年底，也宣佈推出四萬億人民幣的救援計劃。各國在紛紛推出救援計劃之際，同時也開始思考如何補救過去錯誤，徹底重整金融監管體系，各種方案紛紛出爐。

本研究計畫目標在整理瞭解當前思潮對如何重整金融監管體系的思辨基礎與未來可能採行方向，提供國內金融業與管理層作為決策之依據。

本研究所採方法為追溯全球金融風暴發生的過程，縷陳各個環節曾經產生的重要問題與金融監管可能發生的巨大疏漏，並檢視各界的檢討意見，提出新的主流思潮下未來可能進行的監管變革。本研究計畫將依次序分章研究，並將收集整理重要案例，呈現與對金融監管改革的啟示。

貳：全球金融風暴的過程與宏觀因素

一、 全球金融風暴的形成與各國對策

全球金融風暴起源於美國次級貸款違約風暴，從 2007 年初，美國第二大次級抵押貸款機構--新世紀金融申請破產保護，成為美國地產業低迷時期最大的一宗抵押貸款機構破產案，就顯示出次貸市場的不穩。同時，美國成屋銷售量下降百分之八，房屋市場呈現疲軟。到 2007 年夏，美國第五大投資銀行貝爾斯登（Bear Stearns）下兩支基金傳出因涉足次級抵押貸款債券市場出現虧損的消息，其總裁在八月辭職。全球主要銀行次債問題也開始顯現，全球股市開始出現下跌，可說是次貸危機的起爆點。

金融危機的影響擴大，貫穿了 2007 年和 2008 年。2007 年 8 月，為了防止美國次級抵押貸款市場危機引發嚴重的金融市場動盪，美聯儲、歐洲央行、日本央行和澳大利亞央行等均向市場注入資金。到 2008 年 3 月，在兩個交易日內，Bear Stearns 的股價從 60 美元跌至 3 美元。美聯儲緊急決定，提供 JP. Morgan 應急資金 300 億美元，讓 JP. Morgan 收購 Bear Stearns。到 2008 年 5 月，美聯儲已連續 7 次降息，累計降幅達 325 個基點。聯邦基金目標利率已下調至 2%。

（一）美國的金融風暴

次貸危機到 2008 年年中，在風暴中心的美國轉為全面金融風暴。2008 年 6 月，加州最大的房貸機構 IndyMacBank 在 11 天中被擠提 13 億美元，並在 7 月初被迫停業，成為美國歷史上倒閉的第二大規模的商業銀行。7 月份，業界發佈對 Fannie Mae 和 Freddie Mae 的評估報告，造成對後二者股票的恐慌性拋售，Fannie Mae 股價從一股 70 美元跌至 5 美元，Freddie Mae 則從 45 美元跌至 4 美元。7 月 13 日，美聯儲緊急宣佈對 Fannie Mae 和 Freddie Mae 提供貼現貸款。布希因此在 8 月簽署樓市救援立法，為接管“兩房”鋪平法律道路，並試圖提振市場信心。（此時“兩房”總負債高達 52,000 億美元，資本只有 830 億美元，槓桿高達 65 倍）。到 2008 年 9 月 7 日，美國政府正式接管 Fannie Mae 和 Freddie Mae。這兩家由私人控股的上市公司將被“國有化”，這也成為美國有史以來規模最大的金融救助案例。

2008 年 9 月 14 日，美國政府決定不對雷曼兄弟（Lehman Brothers）實施救助，Lehman Brothers 於 9 月 14 日宣佈申請破產保護，這個決定動搖了金融界與投資者的信心，正式引爆了顆炸彈，金融風暴的威力從此席捲全球。雷曼兄弟的業務陸續被英國 Barclays 銀行和日本 Nomura Holdings 收購。

同時美林證券（Merrill Lynch）被美國銀行以每股 29 美元收購，該價格不到其峰值的 30%。同時，AIG 因為在房貸業務方面損失嚴重，AIG 信用評級在 9 月

15 日被下調，觸發嚴重信心危機。美聯儲緊急借給 AIG 高達 850 億美元的應急資金，獲得該公司的實際控制權。10 月 26 日，財政部再度投入 400 億美元直接購買 AIG 股權。(2009 年 3 月，AIG 因向高管發放巨額獎金，再次導致信任危機。)

到 9 月 25 日華盛頓互惠銀行(Washington Mutual)停止營業。其資產規模 3070 億美元，成為美國歷史上規模最大的商業銀行倒閉。再度導致全球資本市場動盪。此外，布希政府的救市政策遲遲未獲通過，致使信心再度恐慌。各大股指加速下行。在 10 月初 10 天內全球各大指數跌幅普遍達到 20%-30%。

在 2008 年 10 月 14 日後，美國宣佈開始 7,000 億美元救市計畫的實際執行，歐洲各國也相繼提出一系列經濟、金融和直接注資政策，使金融市場信心在 10 月中下旬有所回升，股市指數小幅上揚。

但到 2008 年 11 月以後，由於美國政府宣佈不救三大汽車公司，造成信心動搖。至此，實體經濟的衰退已成為最新的威脅。最終，美國政府不得不在 12 月下旬推出了對汽車業的 174 億美元直接救助計畫。

(二) 歐洲的金融風暴

環顧歐洲國家，在全球金融風暴中也受到極大衝擊。像英國第五大銀行，也是規模最大的房貸銀行 HBOS 股價在 2008 年 9 月 15 日 1 個交易日內暴跌 68.7%。在布朗政府的直接干預下，HBOS 被其競爭對手 Lloyds TSB 以 120 億英鎊的價格收購。此外，英國第二大的房貸銀行 Bradford & Bingley 銀行在 9 月 29 日被英國政府宣佈國有化。到 10 月初，英國第二大銀行蘇格蘭皇家銀行股價也在一周內暴跌 61%。2008 年英國第三季度 GDP 成長率為-0.6%，第四季度 GDP 成長率更下降為-1.5%，成為發達經濟體中首個陷入衰退，也是衰退最明顯的國家，顯示其實體經濟受到的嚴重衝擊。

再看歐洲其他國家，像德國第二大的房貸銀行 Hypo Real Estate 公告稱其稅前利潤縮水達 95%。資產大幅減記，瀕臨破產邊緣。10 月 6 日，由於之前針對 Hypo Real Estate 的救市計畫未獲得其他商業銀行支持，德國股市的股價開盤即暴跌 52%。同時在 9 月下旬，比利時最大的 Fortis 銀行股價在 4 個交易日暴跌 35%。9 月 29 日，Fortis 銀行接受了政府的 163 億美元的援助。

還有一些國家在金融危機中甚至面臨“國家破產”。像冰島受到金融危機影響，冰島全國內銀行的總債務在 2008 年 10 月已攀升至全國經濟規模的近 12 倍。此外，由於政府宣佈接管國內三大銀行，冰島 OMX15 股指在 10 月 14 日大跌 77.42%，在一年中以累計 92% 的跌幅排名全球股市跌幅之首。穆迪和惠譽均在 10 月初大幅下調冰島的主權信譽評級，冰島成為第一個在全球金融風暴中“破產”的國家。

（三）亞洲的金融風暴

亞洲國家如日本、韓國的實體經濟普遍依賴於出口導向和國內的政府直接投資，因此在全球金融風暴中實體經濟受到的衝擊往往比歐美國家更為嚴重。

日本在金融風暴中，金融體系本身受到的直接衝擊不大。在 2008 年上半年，即全球大規模金融風暴發生之前，日本累計持有美國次貸總額約為 150 億美元，僅占次貸市場總規模 1.2 兆美元的 1.2%。而根據 IMF 的統計，在金融風暴最為猛烈的 2008 年 9 月，日本 4 家大型金融機構的總損失額約為 140 萬美元，僅占當期全球金融系統總損失額的 1%。直到 2008 年 10 月 10 日，日本未上市的中型保險企業“大和生命保險”正式向日本政府申請破產保護，“大和生命保險”的負債總額為 2,695 億日圓，約 30 億美元左右。它是日本戰後倒閉的第 8 家人壽保險公司，也是此次全球金融危機中第一家破產的日本金融機構。根據美國彭博新聞社報導，截至今年九月底，大和生命在對沖基金和房地產投資信託基金等方面的投資占其投資組合的大約 30%。不過，相對於美國和歐洲的大面積銀行和金融危機而言，日本的金融體系本身受到的影響是相對較小的。

但是，日本的宏觀實體經濟卻在金融風暴中遭受到了極其嚴重的衝擊。股市方面，2008 年下半年開始，日本日經股市遭遇連續下挫，在 2008 年全球下跌最嚴重的股市排行中，日本以 50.6% 的跌幅排名第四，僅落後於中國、俄羅斯和香港地區。

國內企業方面，而日本民間調查機構帝國資料庫在 2008 年 10 月底公佈的統計結果表明，受全球金融風暴影響，在 2008 年上半年財年，日本全國倒閉企業數量和負債總額同比大幅增加，達到二戰以後的歷史第二高水準。這段時期，日本共有包括 18 家上市公司在內的 6,343 家企業倒閉，比 2007 年同期增加 15.3%；同期倒閉企業的負債總額為 8.4533 萬億日圓，比 2007 年同期增加 1.9 倍。

國際貿易方面，日本財務省在 2009 年初公佈的資料顯示，日本已經連續 12 個月陷入貿易額下滑，日本對美國的出口額比 2007 年同期減少了 21.8%，尤其是作為主打產品的汽車和相關零部件的出口量減少了 30% 以上，這是 1980 年以來日本對美出口的最大減幅。

整體宏觀資料方面，2008 年第四季度，日本 GDP 成長率為-12.1%，創下發達經濟體當期經濟衰退的最高紀錄。而世界銀行和 OECD 的預測均顯示，日本經濟在 2009 年將陷入嚴重衰退，在世界主要發達經濟體中處於最嚴重的水準。

在 2008 年的全球金融風暴發生之後，與日本類似，韓國的金融體系受到的直接衝擊較小，根據 2008 年 9 月的基準資料，韓國國內金融公司投資於美林公司的資金規模是 7.2 億美元，在美國之外的國家中處於較低水準。因為美林被美國銀行收購，因此可以使得韓國國內金融公司的損失相對較低。另外，韓國國內金融公司另外投資於雷曼兄弟公司的金融商品規模達到 3.7 億美元，這一部分對

韓國國內金融公司的直接損失在全球範圍內也相對較小，約占當期全球金融系統總損失額的約 6%。而韓國的大型金融企業也沒有因為金融風暴直接影響而破產的報導。

但是，全球金融風暴讓韓國的外匯儲備受到極大的衝擊，實體經濟也受到外部宏觀環境的極大負面影響。

外匯市場和信貸市場方面，受金融風暴衝擊，全球金融市場流動性降低，國外投資者在過去 2008 年 6 月至 10 月間在韓國國內股市拋售了數額達 147 億美元的股票，並利用這筆資金購買美元，轉至海外以換取流動性。另外，受原油和原材料價格上漲的影響，煉油公司等進口企業的美元需求也比去年大幅增加，但出口企業卻大量囤積美元，不投放到市場。因此，韓國在金融危機開始階段一度出現“美元荒”。韓國國內銀行外幣負債在 2008 年 10 月已經累計超過 2,200 億美元，而韓國中央銀行資料顯示韓國外匯儲備總額僅為 2,396.7 億美元。2008 年 10 月，韓國政府決定投放外匯儲備，為出口中小企業提供 50 億美元，加強外匯流動性，韓國財政部長薑萬洙出面鼓勵銀行動用一切手段籌集美元，但這遠遠未能解決美元短缺問題。同時，2008 年至 2009 年初，韓元對美元貶值達 36%，對人民幣貶值甚至最高達 60%。韓國一度被認為將面臨“國家破產”的危機。此外，受金融危機影響，信貸進一步縮緊。2008 年底，韓國銀行的貸存比率達到 136%，大大高於亞洲地區 82% 的平均水準。

進入 2009 年之後，韓國外匯市場和國內股票市場的緊張局面仍然未能緩解。2009 年 2 月開始，韓國股市上再次出現外國投資者拋售韓國股票的局面，從而導致股價下降、匯率暴跌等。2 月 10 日以後之後 7 天內，共拋售了價值 1 萬億韓元左右的韓國股票，達到韓國股市開始以來的拋售最高點。期間韓元對美元繼續大幅貶值，一度達到 1 美元兌 1,514 韓元的歷史最低點。

其他較嚴重的國家還有巴基斯坦。截止 2008 年 10 月 20 日，巴基斯坦外匯儲備僅為 43 億美元，而未來 1 年到期的外債則達 30 億美元，瀕臨破產。標準普爾將巴基斯坦主權信用評級下調為“垃圾”級別，其中長期外幣債務由原來的 B 下調為 CCC+。巴基斯坦需要 45 億美元的資金才能渡過危機。

（四）各國救援對策

美國從總統到財政部、美聯儲，都針對金融風暴採取了多方面的救市努力和實際措施：2008 年 9 月 15 日，美聯儲向銀行體系注資 700 億美元。9 月 17 日進一步注資 500 億美元，並向 AIG 貸款 850 億美元。9 月 19 日，布希總統就一項達 7,000 億美元的救市撥款呼籲國會支援。期間經歷多次曲折，在 10 月 4 日通過。7,000 億美元將主要用於收購金融機構的“有毒資產”。10 月 14 日，財政部在救市基金中使用 2,500 億美元，買入美國九大主要銀行和投資銀行的股權，並且提供新的擔保。10 月 26 日，財政部使用救市基金中的 400 億美元購買 AIG 股權。11 月 12 日，財政部長鮑爾森宣佈，剩餘的 7,000 億救市基金將改變用途，放棄

原先大規模購買金融機構“有毒資產”的計畫，而改為直接注資購買金融機構股權。

美國針對金融風暴採取了多方面的救市措施：2008 年 11 月 25 日，美聯儲進一步宣佈兩項總額達 8,000 億美元的用以解凍信貸市場的新措施。其中 6,000 億美元用於收購 Fannie Mae 和 Freddie Mae 等房貸機構的債券和抵押貸款支持證券(MBS)；另外 2,000 億美元用於建立定期資產支持證券貸款工具(Term Asset-Backed Securities Loan Facility, TALF)，向由消費貸款和小型企業貸款支援的資產支援證券持有者提供貸款。12 月 19 日，布希總統簽署了達 174 億美元的汽車業救助計畫。其中的 134 億美元定於 2008 年 12 月底和 2009 年 1 月到位，在這筆款項中，GM 將獲得 94 億美元，Chrysler 將獲得 40 億美元。

在歐巴馬上任後，2009 年 2 月 11 日，財政部長蓋特納宣佈了新的金融穩定計畫。該計畫提出將對銀行進行壓力測試並進一步注資；與美聯儲合作將 TALF 專案的資金規模進一步擴大至 1 兆美元，刺激信貸市場；設立公私合營投資基金以清除約 1 兆美元的有毒資產。但因為蓋特納當時尚未公佈該計畫的細節，並未帶來市場的積極反應。

2009 年 2 月 17 日，歐巴馬總統簽署了總額達 7,870 億美元的一籃子經濟刺激方案。歐巴馬希望透過這項計畫創造出 300 萬-400 萬個就業機會。3 月 18 日，美聯儲主席伯南克宣佈美聯儲宣佈推出總額 1 兆 2 千億美元的債券購買計畫，包括將再購買 7,500 億美元由兩房擔保的抵押貸款支持證券和最高 1,000 億美元的機構債券，並且將在未來六個月內最高再購買 3,000 億美元的長期政府債券。

當前，美聯儲的資產負債表規模已經由 2008 年初的約 8,000 億美元上升至目前約 2 兆 1 千萬美元。3 月 23 日，財政部長蓋特納正式宣佈了新的金融穩定計畫的細節，其主要內容是對“有毒資產”的明確處理方式。計畫指出，財政部將從救市基金中使用 750 億至 1,000 億美元，為當前“有毒資產”中的 5,000 億提供政府擔保，以鼓勵私人資本進入購買這些“有毒資產”。這項公私投資合作計畫（PPIP）在未來將有可能進一步增加覆蓋總量 1 兆美元的“有毒資產”。

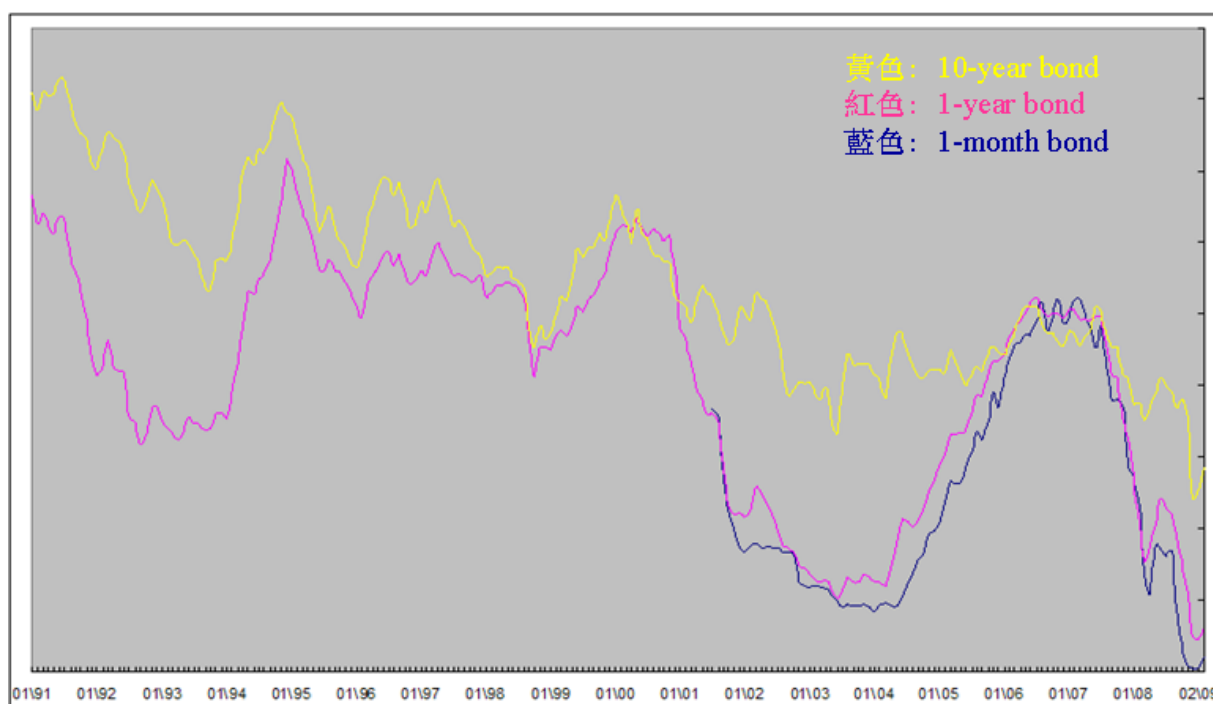
其他各國和地區也相繼採取了救市行動。英國的一系列救市政策，主要為政府直接購買銀行股權。2008 年 9 月 18 日，英國央行宣佈每天將提供金融機構 400 億美元隔夜貸款，9 月 29 日再次提供 700 億美元中長期貸款。10 月 8 日，布朗提出的救市政策獲得通過，央行宣佈向銀行和建築業注資 2,000 億英鎊(3,500 億美元)的短期貸款。10 月 13 日，布朗政府宣佈以 200 億英鎊(350 億美元)購買皇家蘇格蘭銀行 60%的股份，以 170 億英鎊(300 億美元)購買正在購併的 Lloyds TSB 和 HOBS 股票，持有合併後銀行的 40%股份。

在 2008 年 10 月 12 日，歐元區 15 國通過巴黎峰會協調救市措施。目前全歐洲兌現和承諾的救市金額已經達到約 3 兆美元，至 2009 年 3 月底，據不完全統計，全球已經兌現和承諾的總救市金額已經超過 8 兆美元。

二、 全球金融風暴的宏觀因素

(一)、宏觀的系統風險原因

1、全球貿易失衡和美國過度寬鬆的貨幣政策



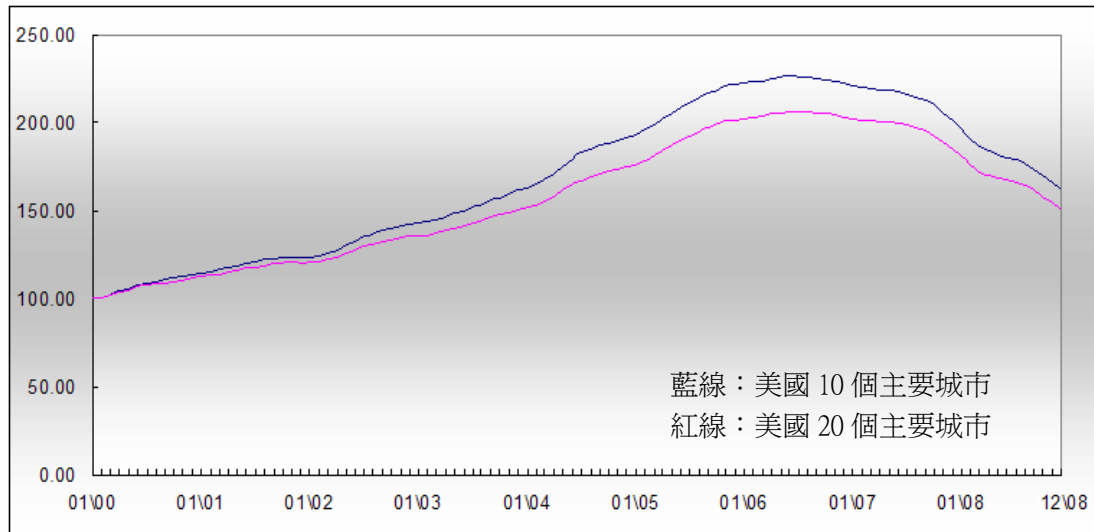
縱軸為收益百分點，橫軸為月-年；月度資料截止2009年2月。來源 www.federalreserve.gov

目前主流思想認為美國長期貿易赤字造成外貿大量進入美國，聯邦準備銀行又採取寬鬆的貨幣政策，兩者均造成寬鬆的投資環境，導致 2002 年至 2005 年極低的短期利率，大幅低於長期利率（見上圖）。因為投資成本降低，造成各種金融工具創新大幅成長。

2、由房地產泡沫破滅和次貸問題所引起的抵押證券資產價值下跌

次貸問題所引起的流動性危機是導致整體金融風暴發生最為直接的導火線。進入 2002 年以後，美國聯準會實行高度寬鬆的貨幣政策，大幅度降息，而此期間全球經濟的成長也導致以房貸為標的物的金融工具大量出現，投資者對風險資產的持有逐步上升，引起全球金融市場上的系統風險逐步增強。這些因素共同作用，導致美國房價在 2000 年之後經歷了 5 至 6 年的高速上漲，上漲幅度達到 125% 以上，如下圖的 Shiller 指數所示。在這樣的宏觀環境下，與住房貸款有關的借貸雙方的風險意識逐漸淡薄，次級貸款和各種高風險的抵押證券化產品在市場上出現了高速成長，助長了房市的繁榮。

圖 美國房地產市場的 Shiller 指數



資料來源: 標準普爾。

但是，進入 2004 年之後，隨著全球貿易失衡的加深，以及美國聯準會又連續進行了 17 次加息，2006 年春夏開始，美國房地產價格開始出現轉折，在 2006 年中的平均房價下跌 3.5%。這樣的價格下跌在很大程度上是投資者沒有預期到的。房價的下跌直接導致次級抵押貸款的違約率上升。又由於這些次級貸款往往透過資產證券化的方式生成了一系列新的債券，尤其是與優先順序債券打包混合生成了一大批複雜的全部產品，這樣，當以次級房貸為基礎的次級債券市場價值下降時，也直接危及對較優級別的抵押貸款的價值的懷疑，最終導致各種相關資產價值下跌。

從這裡的分析不難看出，次貸問題其實不是最終大規模金融風暴的唯一原因，而應該被視為這場風暴的導火線。其實，房貸資產證券化也扮演了一個很重要的較色。在金融創新即 CDO 產品的生成過程中，次貸證券化所產生的次級證券與優先順序證券打包之後，並未能像這些證券的設計者們最初預想的那樣真正產生分散風險的作用，反而在次級貸款出現問題時，風險迅速蔓延到所有的標的於 CDO 產品的資產上，造成了普遍和巨大的損失。

3、金融風暴中投資銀行面臨的巨大流動性危機

如上所述，由於次級貸問題導致的連鎖反應，市場對整個抵押證券市場的價值開始產生大面積的懷疑情緒，而金融機構往往在這一過程中經歷了大幅的資產減記，並面臨大幅的資產清償要求。雷曼兄弟資產在次貸危機中減記達到 138 億美元。而在資產減記的同時，由於市場信心不足，這些金融機構往往不能獲得新的資本注入，因此往往造成大面積的流動性危機。參看附錄中各個案例及下表的數據。

表 一些代表性金融機構的資產減記和注資情況（億美元）

	2008 年第三季度		2008 年第二季度		2008 年第一季度	
	注資	減記	注資	減記	注資	減記
摩根斯坦利	56	157	0	13	0	18
花旗銀行	491	551	40	5	139	117
美林	299	522	117	61	43	90
雷曼兄弟	138	139	0	56	120	49

資料來源：Bloomberg（貝爾斯登因在 2008 年 3 月被收購而無數據）。

在這些金融機構中，與一般的商業銀行和具有更廣業務範圍的綜合金融機構不同，投資銀行由於業務相對單一，其面對的資產減記往往更為嚴重。這樣的情況在貝爾斯登和雷曼兄弟兩家公司上表現尤其明顯。從 1994 年以來，雷曼兄弟就把發展的重心置於固定收益產品部分，缺乏業務多元化。這樣，在處於嚴重的流動性危機中時，雷曼兄弟無法透過任何方式獲得急需的現金。

4、金融風暴中個人和機構投資者的信心喪失

隨著次貸危機的逐漸蔓延，市場上的恐慌情緒也逐漸擴散開來，投資者也對其中的銀行和投資銀行的信用產生大面積的懷疑。在投資者信心喪失的過程中，機構客戶往往開始將資金轉移向更為安全的市場交易對方，甚至形成“擠兌”；另一方面，其他金融機構也會停止向這些被認為信用喪失的銀行或投資銀行停止銀行間拆借，甚至終止更多的其他交易，這對於投資銀行而言是一個致命的打擊；此外，評級機構也會因此下調其信用評級，使得公司難以從其他管道獲得新的融資。三種因素共同作用，使得金融機構流動性迅速喪失，根本無法維持正常的業務運作。

在前面的分析中已經指出，在 2008 年 3 月 10 日，貝爾斯登 CEO Schwarz 還向投資者公開宣稱貝爾斯登不存在流動性問題，但是，由於市場信心的缺失，機構投資者在兩天時間內大規模的將業務和資金轉向貝爾斯登的市場對手。而在 3 月 13 日，美林證券宣佈停止與貝爾斯登的一切交易，並對其有關曝露風險進行清算。無獨有偶，對於 6 個月之後的雷曼兄弟，在最終破產之後的清算資料，雷曼兄弟的實際資產在 2008 年 9 月已經下降至 1,000 億美元，而雷曼兄弟的清算公司，也是其最大的債權人摩根大通在 2008 年 9 月 11 日凍結了雷曼帳戶中的 170 億美元的現金和債券，而雷曼的各大主要交易對手也紛紛終止了和雷曼的交易，造成雪上加霜，無法持續經營。綜合來看，金融風暴中的破產事件，很多都受到了投資者信心喪失這一因素的嚴重影響。

參：危機案例的市場微觀因素

一、金融風暴的市場環境

抵押債務證券(Collateralized Debt Obligations, CDO)所以能廣為流傳，是因為有一系列的市場參與者和交易機制來支援它。首先，是貸款的形成。信用不佳的貸款人，以通常高出一般利率 2 個百分點的利息貸入購屋貸款。有些貸款人甚至沒有收入(Ninja)，在賺取佣金的掮客協助下獲取房款。他們通常貸入利率調整型房貸，一旦預期升息，違約率便急速上升。

其次，銀行從房貸公司買進次級房貸與各級房貸，再轉賣給大型投資銀行。像雷曼兄弟、貝爾斯登等華爾街投行大批買進次級房貸等房貸後，再發售以房貸作擔保的不動產抵押擔保證券(Mortgage-Backed Securities, MBS)。MBS 是最早的資產證券化品種，最早產生於 60 年代的美國。它主要是由美國住房專業銀行及儲蓄機構利用其貸出的住房抵押貸款，發行的一種資產證券化商品。其基本結構是，把貸出的住房抵押貸款中符合一定條件的貸款集中起來，形成一個抵押貸款池(Mortgage Pool)，利用貸款池定期發生的本金及利息的現金流入發行證券，並由政府機構或有政府背景的金融機構對該證券進行擔保。

在這過程中，投資銀行再包裝 MBS 以及其他衍生性金融商品，設計出各種抵押債務債券(CDO)。CDO 由固定收益資產的組合構成。這些資產被分為不同的級別：優先順序(AAA)、中間級(AA to BB)、權益級(無評級)。當有損失發生時，由股本首先吸收，然後依次由權益級、中間級到優先順序承擔。級別越低，提供的收益越高，以補償更高的違約風險。是固定收益資產的重要融資工具。

後來破產的很多投資銀行是 SPV (Special Purpose Vehicle)：是一種在資產證券化過程中起橋樑作用的，具有特殊目的的實體公司，可以將資產證券化過程帶來的破產風險和稅收、規制等成本與原權益人相分離。在資產證券化時，原始權益人將被證券化的基礎資產轉讓給 SPV，SPV 以該基礎資產所產生的現金流為支撐向投資者發行資產支撐證券，並用發行收入購買基礎資產，最終以基礎資產所產生的現金流償還投資者。

完成 CDO 設計後，標準普爾、惠譽等信評公司對 CDO 商品給出評等。由於此類商品缺乏歷史紀錄，理論數學模型幾乎成為唯一的評等依據。

最後，投資銀行、退休基金、避險基金、市政基金、校務基金等機構投資人依照信評公司給出的評等，買進以為是高評等、高收益、風險分散的 CDO 商品，CDO 經由這樣的製造過程，流轉到各國和各類投資者手上，很多金融機構也購買了大量的 CDO。

表 MBS 的發行過程

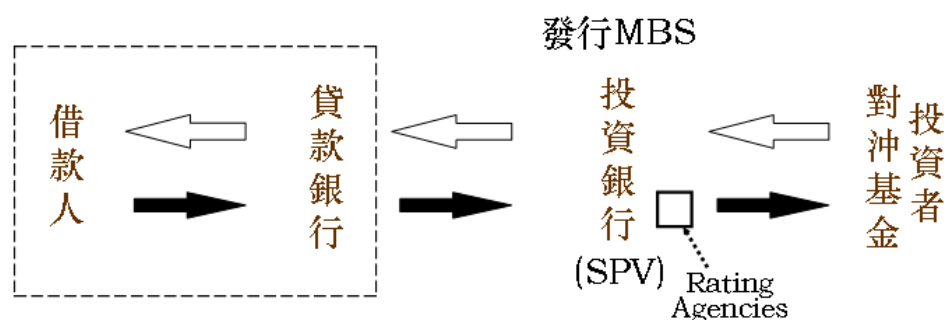
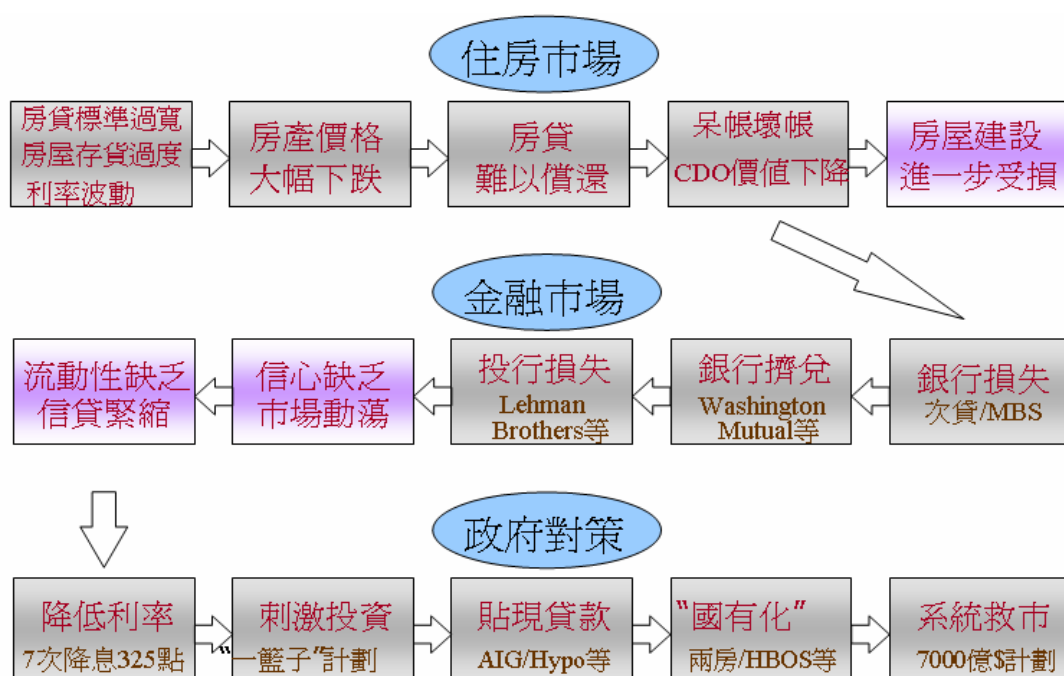


表 金融風暴流程圖



二、 危機案例的共同微觀因素

1、過高的槓桿率

槓桿化使得美國整個金融體系對於系統性風險的抵抗能力變得非常脆弱，金融業相對於實體經濟成長明顯發育過度。槓桿化使金融機構的財務報表相對脆弱。在資產價格持續上升的情況下，金融機構會持續盈利。但是一旦資產價格逆轉，就要對資產進行減值，這樣會負面影響權益總額。主流思潮認為華爾街 30 倍、甚至更高的投資槓桿率是危機不斷深入的重要原因。舉例來說，AIG、房利美、房地美、雷曼兄弟、貝爾斯登和美林的槓桿率都高到 13 倍到 60 倍，

表 槓桿率

	AIG	房利美	房地美	雷曼兄弟	貝爾斯登	美林
槓桿率	13.4	60.57	28.69	31	32.8	28

對於雷曼兄弟，貝爾斯登和美林這樣的投資銀行來說，槓桿率在 2003 年到 2007 年這段時間急劇上升。美林在 2003 年的槓桿率在各家投行中最低，只有 15.6 倍，到 2007 年上升到 28 倍。在 2003 年到 2007 年間，雷曼兄弟從 22.7 倍升至 29.7 倍。在申請破產保護之前，雷曼兄弟的企業債務高達 6,130 億美元，而非債務資產只有不到 260 億美元，其槓桿倍數高達 23 倍，而在之前的經營過程中，雷曼兄弟的最高槓桿倍數甚至高達 31 倍。貝爾斯登從 27.4 倍升至 32.5 倍。2007 年年報中顯示，貝爾斯登的企業債務為 3,833 億美元，而非債務資產只有 121 億美元，其槓桿倍數高達 32.8 倍。其經營的兩支基金同樣面臨著過高的槓桿問題，在運營過程中，HGELF 在淨值最高時募集到約 7 億美元的總資金，而使用的槓桿率最高達到 15 倍，在價值達到最高時同樣投資於共約 100 億美元的 CDO 產品。在 HGF 基金的運行過程中，使用了達 5 倍的槓桿率，在價值達到最高時共投資於共約 100 億美元的 CDO 產品。如果將表外結構性投資工具計算在內，華爾街投行的實際槓桿率高達 50-60 倍。房地美和房利美 53,000 億美元的負債僅僅擁有 810 億美元槓桿心資本作為緩衝，其槓桿率達到了 60 多倍。而這兩巨頭所掌握的抵押貸款和抵押貸款保證額大概占到了整個抵押貸款市場的 3/4。

由於 AIG 是大型的保險公司，並非投資銀行，它的主營業務財產和生命保險有嚴格的要求所以整個公司的槓桿率不是很高，但是其表內槓桿率從上世紀 80 年代初的 4 倍上升到 2007 年的 11 倍，雖然仍低於證券公司 25 倍的平均槓桿率，但已經顯著高於那些專注於財產保險業務的同行們 5 倍的平均槓桿率了。

保險業務要求保險公司計提未到期責任準備金，但信用風險互換(Credit Default Swap, CDS)產品則不同。儘管 CDS 看上去像是一款為債券提供信用保障的保險合約，但由於是由證券公司創造的、並在證券公司（例如 AIGFP）下從事的業務，因此根據慣例，應以衍生品的公允價值（Fair Value）計帳。按照這樣的規定，AIG 所承接的 CDS 業務絕大部份都按公允價值計入了資產負債表中。儘管 AIG 實際上承接了 5,000 億美元的 CDS 業務，但因為當時市場一片繁榮，CDS 產品的價格非常低廉，這些業務在表內只體現了 170 億美元的公允價值。這就導致了從資產負債表上看，AIG 的槓桿率並不是很高（2007 年末時為 11 倍），但如果加上這部分潛在負債額，公司的實際槓桿會達到 17 倍，即使只將其中的 50% 計入表內，槓桿率也將上升到 14 倍。

儘管上半年 AIG 融資 200 億美元，但權益資本仍減少了 177 億美元，總槓桿率從上年末的 11.0 倍上升到 2008 年中期的 13.4 倍。

總之，在進入了證券公司業務領域後，AIG 採用證券公司的模式來經營一項類保險業務，發現在這個模糊地帶可以節約很多的資本金，結果是短期的高槓桿與长期的主業損傷。保險公司與證券公司本就是兩個風險性質很不相同、槓桿率也有著巨大差異的業務，多元化的結果導致高槓桿業務得到了異常發展，並最終將風險蔓延至低槓桿業務。

2、投資的過分集中

投資的過分集中於某些風險較大的金融衍生產品也是 AIG，房利美，房地美，雷曼兄弟，貝爾斯登和美林共有的特點。具體來說，AIG 的金融分部的主要投資集中於 CDS 業務，房利美和房地美的投資集中在住房抵押貸款證券上，雷曼兄弟的主要業務集中於固定收益證券產品，並承做了高額的房地產槓桿融資貸款的證券化業務，貝爾斯登的整體資產高度集中於抵押債券，而美林則高度集中於 CDO（Collateralized debt obligations）上。

在 AIG 集團的投資組合中，本土財險資金主要投資於高等級免稅市政債，15%左右投資於股票和私人股權；本土壽險資金主要投資於投資級公司債和高等級 MBS、ABS，10%投資於垃圾債、股票、對沖基金和房地產等其他資產--除 AIGFP 外，AIG 在居民住宅抵押貸款上的投資占投資總額的 8%（679 億美元），其中 163 億美元涉及次貸，164 億美元涉及 Alt-A，商業抵押貸款占投資總額的 2.7%，這些資產在危機中都遭遇了貶值折價，並形成投資損失。

但如果僅是投資損失，並不會導致 AIG 的接管命運，2008 年中期，AIG 財險部門盈利 21.6 億美元，壽險部門由於投資損失導致虧損 42.3 億美元，但都還在可承受範圍內。可是 AIGFP 放大的表外槓桿卻使風險頭寸大大失控了，截至 2008 年二季度末，AIG 在 CDS 上已累計減值 260 億美元，這一損失還在隨著抵押債券（CDO 等產品）的貶值而擴大--如果 CDO 的價格再下降 5%將導致公司 CDS 損失 40 億美元，而三季度公司預計的 CDS 損失達到 56 億美元，投資損失 37 億美元。

與傳統保險業務相比，AIGFP 有著明顯的高槓桿優勢，從而獲得了超常發展。集團公司為新業務部門提供信用支援--AIGFP 的所有債務都由 AIG 集團提供擔保。2007 年底，AIG 總借款額為 1760 億美元，其中包括 AIGFP 的 654 億美元，由母公司全額擔保。

此外，AIG 還為 AIGFP 發行在外的 5,800 億美元 CDS 提供無條件擔保，而這已顯著超越了 AIG 的真實資本實力。AGF 也借用 AIG 的通道來發行次級債，實際上，在全部借款中，僅有 679 億美元是子公司獨立借款、不用母公司擔保的。這種擔保使評級機構、貸款機構、交易對手和監管機構都無法準確的評價新業務的獨立風險，而是將新老業務、將 CDS 與傳統保險業務的風險混合評價，結果

新業務的風險被弱化了，並被賦予了較高的評級和較少的保證金要求，從而進一步放大了槓桿，使業務得到更廣泛的發展。不僅如此，一旦危機發生，將發生風險串聯，使那些原來沒有問題的業務也陷入流動性或資本金不足的危機。

在利益的驅使下，房利美與房地美也存在著投資過度集中的問題。它們在收購貸款併發行 MBS（Mortgage-Backed Security）的同時，還購買其他私人金融機構發行的 MBS，從中賺取自身資金成本與所購買 MBS 之間的利息差。從 1997 年到 2007 年，房利美購買的其他機構發行的 MBS 從 185 億美元上升到 1,278 億美元，房地美購買的其他機構發行的 MBS 從 250 億美元上升到 2670 億美元。據估計，房利美與房地美大約購買了整個私人機構所發行 MBS 的一半以上。

貝爾斯登的整體資產同樣面臨著高度集中於抵押債券的問題。2007 年底，在貝爾斯登的資產表上顯示，貝爾斯登在抵押債券領域的投資共 461.41 億美元，占其總資產的 32.1%，為各類資產中比例最高的。而在負債表上，抵押債券僅為 0.63 億美元，占總負債不到 0.12%。顯然，貝爾斯登由於在抵押債券方面過於集中的投資造成了其整體經營中過高的風險。

雷曼兄弟的主要業務集中於固定收益證券產品，並承做了高額的房地產槓桿融資貸款的證券化業務，因此其業務結果過於依賴資本市場和房產市場的穩定性。而且，雷曼兄弟在房地產和信貸業務方面的擴張過於自信，在 2007 年，雖然美國房地產市場已經出現了全面下滑，但是雷曼兄弟的商業地產債券業務仍然成長了約 13%，造成系統風險過分集中。使得在 2008 年第二季度，在雷曼兄弟的所有資產中抵押債券的總價值依然高達 724.61 億美元，占雷曼資產表上所有資產的約 30%，是各類資產中比例最高的；而另一方面，在負債表上，這類抵押債券則只有 3.51 億美元，只占所有負債的不到 0.3%。顯然，雷曼由於在固定收益證券尤其是抵押債券方面過於集中的投資造成了其整體經營中過高的風險，而極大程度的資產-負債錯配更將在抵押債券上的風險急劇放大。據美林 2007 年的年報披露，除了美國的次級房貸住房抵押相關的頭寸外，美林參與承銷和發行了大量 CDO。美林的 CDO 主要包括評級極高的 ABS (Asset-Backed Securities) 和 CDO 組合，以及二級市場與 ABS，CDO 相關的頭寸。

3、「太大而不能倒閉」：AIG 與兩房的重要性

金融機構規模過大，常會造成監督上的困難，就是所謂的「大到不能讓它倒閉」（too-big-to-fail），讓有問題的金融機構有恃無恐，認定政府一定會來救援。

AIG，和兩房都是因為太大和太重要以至於不能倒塌。2009 年 2 月 26 日，在 AIG 給美國政府的檔上，AIG 要求財政部和美聯儲的進一步援助，以防止“潛在的不可預見的災難性後果”。在長達 21 頁的報告中，AIG 強調它的失敗將會造成嚴重的連鎖效應，將會使得“現有的投資者質疑美國支援它的銀行體系的能力”。在最近的報告中，AIG 強調它的崩潰將會導致其他保險公司的破產和大量

的失業，並將極大的威脅退休儲蓄金，動搖民眾對私人養老金的信心。AIG 還聲稱它的破產將會使得購買 AIG 金融產品衍生品的歐洲銀行面臨在風險評級中降級的危險。美聯儲雖然對持續的注入資金表示不滿，但正如 AIG 強調的那樣，AIG 因為太大和太重要而不能倒塌。

在 2006 年 AIG 已經成為世界上最大的上市公司之一，年銷售額為 1,130 億美元，在 130 個國家擁有 116,000 位員工。最重要的一點在於 AIG 的 CDS 業務與其他金融機構密切相關。AIG 賣出了如此之多的 CDS，以至於許多金融機構都是它的買家。RBC 資本市場分析員 Hank Calenti 估計 AIG 的破產將會使與之交易的金融機構損失 1,800 億美元。所以美聯儲主席伯南克說：“我們除了穩定 AIG 外沒有別的選擇。不然的話，不僅金融界會有很大的影響，整個美國經濟都會產生重大的動盪。”

AIG 的 CDS 業務，它與其他金融機構息息相關。包括 Goldman Sachs 和 UBS 在內的許多金融機構都是 AIG 的 CDS 業務的買家。透過政府的援助計畫，AIG 已經向美國和其他國家的金融機構支付了 520 億美元（見表 2）。由於 securities-lending operation，AIG 還支付了另外的 437 億美元。可以說 AIG 已經成為了銀行界的 ATM 機。

表 AIG 在接受援助後償還給交易對手的資金 單位: 十億美元

AIG 償還的 交易對手	Goldman Sachs	Deutsche Bank	Barclays	Merrill Lynch	Bank of American	UBS	HSBC
金額	12.9	11.8	8.5	6.8	5.2	5.0	3.5

資料來源：Time

房利美和房地美是美國最大的兩家非銀行住房抵押貸款公司，房利美和房地美是美國住房抵押貸款的主要資金來源，所經手的住房抵押貸款總額約為 5 萬億美元，幾乎占了美國住房抵押貸款總額的一半。

房利美和房地美擁有或擔保了超過 5.3 萬億美元的抵押業務，占美國 2006 年全部抵押貸款總額的 40%。隨著其他抵押貸款來源的萎縮，2007 年第二季度，“兩房”抵押貸款已占全部新房抵押貸款的 75%。一旦兩房破產，美國的抵押市場會遭受毀滅性打擊，其房地產會陷入更深的惡性循環。同時，幾乎所有的美國金融機構，均持有兩房債券或其他金融產品，一旦“兩房”破產，債券無法支付，會導致美國金融業空前的帳面損失，由此產生的金融動盪、信貸萎縮，勢必造成連鎖的金融危機。

4、評級機構的問題

評級機構的問題主要表現在兩個方面：一是技術問題，評級機構的理論模型和工作程式存在著很大的問題，常常低估了風險。二是評級機構存在嚴重的道德風險問題。為抵押貸款支持證券評級的收入日益成為評級機構的主要收入來源。不少評級機構還主動參與 CDO 的設計。

就技術層面來說，評級機構在預測危機方面存在著“系統性失敗”。美國證券交易委員會針對評級機構的低品質評級問題曾經展開調查。2008 年 7 月發佈的調查報告認為評級機構在模型使用、工作程式等方面存在嚴重的問題，“沒有基本的能力處理 CDO 日益增長的複雜性”問題。

估計一個抵押貸款池的潛在損失的時候，評級機構會從違約的預期頻率和嚴重程度、證券所含貸款的各項指標特性等各個方面檢查貸款。他們不會逐筆檢查每筆貸款，只會使用一個樣本貸款，依賴的是貸款發行者提供的說法。這樣的工作程式極大的提高了評級機構出錯的可能。

從技術本質上看，部分評級機構採用定性與定量相結合的方法分析風險，部分評級機構嚴格地只採取定量模型。在定性分析中有太多的影響因素，尤其是主觀因素更難以避免；定量模型一定程度上規避了主觀因素，但是許多過強的假設，如正態分佈假設，往往會低估風險。總的來說，評級機構根據不充分的歷史資料，在一些情況下使用錯誤的模型，給予複雜的結構性次貸債務以高評級。

另外，評級機構的道德風險也在危機中表露無遺。美國三大信用評級機構：穆迪(Moody)、標準普爾(Standard & Poor)、惠譽(Fitch)，都在此次金融危機中扮演了很不光彩的角色。它們本應代表投資者的利益，對投資品種的信用等級作出獨立公正的評價。但在巨大利益的驅使下(被評公司需付高額年費)，這些機構作出的信用評級給投資者造成了誤導，讓投資方遭受了很大損失。

投資者對結構化的金融衍生產品，在風險判斷上對評級機構的依賴很大。CDO 等結構性融資產品的構建本身就是以評級結果為導向的，評級機構不但為結構性金融產品評級，而且還直接參與產品的構建，並在評級過程中大量獲利，具有給予基於次貸的金融產品高評級的動力。標準普爾發佈的研究報告顯示：2005 年至 2007 年間創立的 CDO 類別中，有 85% 被評為 AAA 級。惠譽公司在 2007 年 7 月的報告中顯示，基於中等等級的 CDO 產品 AAA 級的評級結果比例仍然占到 73.7%。由於目前大部分評級機構採取的是向受評機構收取費用的模式，使受評機構有可能透過付款來施加壓力以獲得更高的評級，或者評級機構為收取更多的費用而有意給予高評級。評級機構作為一個商業組織，其獨立性和公正性受到了懷疑。

在 2001 年之前，評級機構為公司債務評級所得到的收入占了整體收入的絕大部分。隨著房地產市場的膨脹，為抵押貸款支持證券評級的收入大大超過了原

來的主業收入。

自 2000 年美國開始大規模發行次級債以來，各評級機構就一直認定其與普通抵押債券的風險並無二致，並給予最高信用評級，這直接刺激著次級債市場爆炸式的增長。2007 年 7 月，標準普爾和穆迪分別下調了 612 種和 399 種抵押貸款債券的信用等級，引發了全球金融市場大震盪。僅在 2007 年 7 月 10 日一天，穆迪就調低了超過 400 種此類證券的評級，標準普爾在同一天將 612 類證券列為“觀望”，並在隨後兩天內調低了大部分證券的評級此後三大評級機構開始了連續的大規模降級活動。2008 年 1 月，標普宣佈對 2006 年 1 月至 2007 年 6 月期間獲評的 572 個資產支持證券及 1,953 個 CDO 列入負面觀察名單，這樣的大規模的集中降級在金融危機的開始階段加劇了市場恐慌，對金融危機的爆發有了推波助瀾的作用。同時也說明三大評級機構對基於次貸的金融產品評級嚴重缺乏客觀性。

美國“總統金融市場工作小組”近期強調，今後對於信用評級機構的評級方法所依賴的前提和假設，必須進行充分地披露，以使得評級結論的使用者能夠明白特定的評級是如何作出的。同時必須改良信用評級機構的評級辦法，使其運用於結構產品的評級方法明顯有異於用於公司債券和政府債券的評級方法。此外，改革信用評級結果的公開途徑，使得公眾可以便利地獲得評級機構對結構產品和其他資產支援證券的評級結果及其採取的措施，以便於進行比對。

5、道德風險問題與高薪酬制度

AIG，房利美，房地美，貝爾斯登，雷曼兄弟和美林在經營和政府救助方面存在著嚴重的道德風險問題。首先，大量的政府救助有可能使得企業過分依賴政府資金，缺乏獨立克服金融危機的激勵。AIG 和兩房問題由於太大和太重要，而不能倒塌，所以在這方面表現的尤為明顯。2008 年 9 月以來，AIG 多次向政府提出援助的要求就是一個例子。2009 年 2 月 26 日，在 AIG 給美國政府的檔上，AIG 要求財政部和聯儲的進一步援助，以防止“潛在的不可預見的災難性後果”。AIG 強調它的失敗將會造成嚴重的連鎖效應，將會使得“現有的投資者質疑美國支援它的銀行體系的能力”。3 月 2 日，美國政府宣佈 AIG 的既有貸款條款，同時給予 300 億美元的支持，這使的整個救援計畫達到了 1700 億美元。同一天，AIG 公佈了它在 2008 年第四季度的損失，高達 617 億美元，成為了美國公司史上最大的損失。

2009 年 3 月 15 日，AIG 向部分在職或計畫聘用人員發放高達 1.65 億美元的留任獎金。這是援助政策導致道德風險的又一體現。造成 AIG 瀕臨破產的“罪魁禍首”--AIG 金融產品部門(AIG FP) 獲得獎金總額的 47%，這個部門有 418 位現雇員和前雇員收到了獎金，最高者拿到 650 萬美元。

由於兩房是由國會設立的，債券投資者相信國會會獎勵兩房所發行的債。這

一隱藏的政府保證意味著兩房即使評級低於 AAA 也可以借到錢，也就是說儘管他們的財務狀況被證實屬於較低的信用級別並因此有較高的利息費用。這種相對較低的債務成本會以低利率的形式傳遞給借款者。但是有三分之一的貸款優勢，也就是差不多一年 100 億美元，留存為公司股東的好處。

貝爾斯登和雷曼兄弟則在經營中，過度涉及風險項目，存在欺騙投資者的道德風險問題。從 2006 年以來，貝爾斯登在 HGF 和 HGELF 的經營過程中曾經多次對投資者進行誤導，並且採用了違法的手段欺騙了投資者。事實上，投資者在最後階段對貝爾斯登的信心喪失並不完全是市場力量的結果，而更是貝爾斯登在經營過程中的違規行為被揭穿之後的必然結果。在貝爾斯登被收購之後，HGF 和 HGELF 的兩位主要基金經理分別被指控，在對他們的調查中，發現了一系列在 HGF 和 HGELF 的經營過程中持續誤導和欺騙投資者的證據。事實上，這些證據中的很多在事發當時就已經透過不同管道散發出來，從而在長期的意義上對投資者的信心造成了極為負面的影響。

一個導致雷曼兄弟最終破產的因素是投資銀行行業中對經營者不合理的高額薪酬制度，這直接導致了投資銀行的管理者們在經營中對風險過於偏好，而很少顧及到債權人和公司雇員的利益。CEO 除了本身可能獲得的高額獎金外，一般都還持有巨額的公司股票期權，顯然，由於期權特有的激勵作用，公司往往在經營中會受到經理人行為帶來的額外高風險。如雷曼兄弟 CEO Fuld 在 2000 年至 2007 年獲得的雷曼兄弟期權的最高價值曾經達到 4 億美元以上，約占他在這段時間內總的薪酬收入的 85%。這樣的薪酬方案也直接影響了 Fuld 在這一階段向抵押資產這一不熟悉的業務領域的大幅度擴張，造成了雷曼兄弟在抵押資產領域積累了過高的風險。

美林也存在同樣的問題。從美林的年報來看，在虧損前關於次貸相關衍生品的披露很少，而在公司出現虧損後並沒有及時平倉，而是選擇了出售資產融資或者尋找對家進行套期保值的做法。並且 CDO 的比重遠高於次級抵押貸款的價值，擴大了風險。另一方面，公司的薪酬一直維持高位，也進一步加劇了可能存在的道德風險。

6、監管中存在的問題

AIG，房利美，房地美，貝爾斯登，雷曼兄弟和美林的危機使得政府的監管面臨新的挑戰。

AIG 和其他許多金融機構包括雷曼兄弟和美林之所以能夠以如此高槓桿運營 CDS 業務，這與監管機構對跨界經營業務的模糊管制有關--儘管美國保監會對保險公司的準備金撥備和資本充足率有著嚴格的要求，但對於保險公司旗下從事“類保險業務”的金融服務公司（AIGFP）則沒有明確的監管要求，而 CDS 這項

業務更是沒有列入保險監管機構的監管範圍。作為一項金融創新產品，它屬於 SEC 的監管範疇，但是 SEC 對這種類保險產品也沒有明確的資本和撥備要求，尤其是 CDS 是櫃檯交易的，幾乎不受監管，也無需申請金融衍生品的牌照。

結果，承保的一方（CDS 賣方）幾乎不需要為 CDS 留出準備金，而交易對手一般也只會象徵性的要求一些保證金，但在繁榮時期，如果賣方是 AAA 評級，連保證金也可以免了。從某種意義上講，CDS 產品幾乎是不需要資本金就可以做的買賣。美國的金融投資槓桿率能達到 1：40~50，是因為 CDS 制度的存在，信用保險機構為這些風險巨大的融資活動提供擔保。若融資方出現資金問題，由提供保險的機構賠付。但是，在沒有發生違約行為時，保險機構除了得到風險補償外，還可將 CDS 在市場公開出售。由此形成一個巨大的規模超過 33 萬億美元的 CDS 市場。CDS 的出現，在規避局部風險的同時卻增大金融整體風險，使分散的可控制的違約風險向信用保險機構集中，變成高度集中的不可控制的風險。

另一方面，在本次金融風暴中，很多 CDO 和 CDS 產品都是直接在櫃檯交易市場（OTC）上進行交易的。對於櫃檯交易，監管機構並沒有對投資銀行的資訊披露進行任何要求和監管。長期以來，櫃檯交易市場的持倉和交易情況又往往被認為是投資銀行的商業秘密，投資銀行自身沒有任何動機公佈這些資訊，監管機構在觀念上也沒有激勵對其進行監管。所以，在櫃檯交易市場上的風險完全處於一種私有資訊的狀態，如果投資銀行對這些交易的風險估計失誤，那麼便沒有任何的其他方式可以來糾正這些風險。

肆：金融監管體制的改革方向

在此次全球金融風暴中，各國為有效防範下一次可能的重大金融風險，全面加強金融體系監管，紛紛提出了一系列金融監管政策。在金融風暴的中心美國，2008年3月，美國財政部公佈了《金融監管體系現代化藍圖》，以建立新的適應金融業發展的現代金融監管體系。在長達212頁的藍圖中，美國財政部長鮑爾森建議賦予美聯儲自經濟大蕭條以來最為廣泛的監管金融市場的權力，稱美式資本主義需要為“不可避免的市場破壞”進行更好的準備。2009年6月17日，歐巴馬政府公佈了由蓋特納（Timothy Geithner）任部長的財政部所主持撰寫的《金融監管改革：全新的基礎--重建金融監管體制》報告；6月30日和7月10日，美國財政部又在此項報告基礎上，分別向國會提交關於消費者和投資者保護的詳細法案。此外，在歐洲，2009年2月25日，前國際貨幣基金組織（IMF）總裁德拉羅西埃（Jacques de Larosiere）領導的歐盟金融監管高級工作小組提交了歐洲金融監管體制改革報告；5月27日，歐盟委員會提出強化金融監管建議；6月19日，歐盟委員會進一步通過《歐洲金融監管改革計畫》。另一方面，在亞洲，雖然金融體系受到的影響相對較小，但在全球金融風暴中實體經濟受到重大衝擊的韓國和日本也紛紛提出了一系列具有針對性的金融監管體制改革政策。各國的行動均表明，在全世界，全面推動金融監管體制改革已是大勢所趨。

本節先討論世界各國金融監管體制改革的核心政策，透過對其中主要國家金融監管體制改革政策的相互對比以及與學術界思想的對比作為基礎，進一步分析和展望未來全球金融監管體制改革的可能趨勢和方向。

一、美國金融監管體制的改革方向

自2008年9月以來，美國經歷了近百年來最為嚴重的金融風暴和由此導致的實體經濟動盪。作為金融風暴的中心，美國在建立全新的金融監管體制的努力中，也處於至關重要的核心位置。當前，最為成型的兩個系統性改革政策分別是由前任財政部長鮑爾森所主持的改革方案《金融監管體制現代化藍圖》和由現任財政部長蓋特納所主持的改革方案《金融監管改革：全新的基礎--重建金融監管體制》。

（一）、《金融監管體制現代化藍圖》

2008年3月：美國財政部公佈了《金融監管體制現代化藍圖》（以下簡稱《藍圖》），時任財政部長的鮑爾森（Henry Paulson）建議賦予聯準會自經濟大蕭條以來最為廣泛的監管金融市場的權力，稱美式資本主義需要為“不可避免的市場破壞”進行更好的準備。藍圖分為8個部分，主要包括美國現行監管體制、短期建

議、中期建議以及最佳監管體制的長期建議等。

1、《藍圖》改革方案的短期建議

短期監管改革建議主要包括擴大總統金融市場工作組的職權，成立抵押發放委員會，擴大美國聯邦準備委員會權力。

（1）擴大總統金融市場工作組。

美國總統金融市場工作組（PWG）創建於 1988 年，主要包括財政部、聯邦準備委員會、證券交易委員會（SEC）以及美國商品期貨交易委員會（CFTC）的負責人。美國總統金融市場工作組主要負責金融市場的監管和政策問題，是一個有效的跨機構協調部門。在此次改革方案中，財政部建議美國總統金融市場工作組應繼續作為一個長久的機構，以促進財政政策的協調和溝通。但美國總統金融市場工作組的重點應當是擴大到包括整個金融部門，而不只是純粹的金融市場，這包括減輕系統性風險，提高金融市場的健全運作，促進消費者和投資者的保護，並提高資本市場效率和競爭力。同時，美國總統金融市場工作組的成員應擴大至商品期貨交易委員會（CFTC）、聯邦存款保險公司（FDIC）以及存貸機構監管辦公室（OTS）。

（2）成立抵押發放委員會。

在抵押貸款方面，由於對次級借款人的監督水準不斷下降，財政部在改革方案中，對所有類型的抵押貸款列出一致的國家標準：首先，財政部建議建立一個新的聯邦委員會，即抵押發放委員會，其作用是統一各州評估體系，統一利率，統一抵押貸款的准入標準。其次，財政部建議美國聯邦準備委員會繼續制定全國抵押貸款實施法律規章。最後，要加強聯邦執法權威機構對於以上法律的實施力度和透明度。

（3）擴大美國聯邦準備委員會權力。

在擴大美國聯邦準備委員會權力方面，財政部建議了在擴大聯準會融資管道過程中的具體改進，其中包括：在向非金融機構進行貸款之前，要準確和明晰地瞭解其真實情況；聯準會在向非金融機構貸款之前，要透過現場檢查或者聯準會確定的其他手段，對其資金和流動資金等問題進行考察。

2、《藍圖》改革方案的中期設想

在中期的監管改革建議中，財政部主要的工作重點放在提高金融監管的工作效率上，為此提出了五個方面的改革建議，即撤銷存貸監管機構、確定國家特許銀行的聯邦監管機構、由聯準會監督支付與結算、保險監管以及合併期貨與證券監管。

（1）撤銷存貸監管機構

1933 年，爲了應對大蕭條，國會設立了聯邦存貸機構監督辦公室（OTS），其目的是爲住房抵押貸款提供穩定的資金來源，但隨著時間的推移，這一機構管理範圍已經擴大到非住房抵押貸款方面，因此，財政部建議在今後一到兩年的時間裡，將撤銷該辦公室，將監督存貸款機構的職能移交給原先負責監督國有銀行的財政貨幣監理署（OCC）。

（2）確定國家特許銀行的聯邦監管機構

在目前美國金融監管體制中，州政府特許銀行受到聯邦存款保險公司（FDIC）和美國聯邦準備委員會（FED）的同時監管，爲此財政部建議，簡化州政府特許銀行的監管機構，即選擇聯準會或聯邦存款保險公司（FDIC）其中之一對其監管，從而提高監管效率，避免重複監管的現象。

（3）由聯準會監督支付與結算

在美國有多種支付及結算系統，包括大額和零售支付的結算系統，以及證券和其他金融工具的結算系統，但沒有一個統一的、專門的規章制度，同時在金融監管中，對於支付和結算系統也沒有著重強調。財政部建議，設立一個以美國聯邦準備委員會爲主要監督機構的證券交易支付和結算系統。

（4）設立聯邦保險監管機構

在美國過去的 135 年裡，國家對於保險只是進行調節而很少進行參與。爲了提高金融監管的效率，財政部建議設立一個聯邦保險監管機構，來制定聯邦保險規章以及對保險業進行監管。具體設立的過程是，要求國會在財政部下設立一個保險監督辦公室，處理國際問題並向財政部提出建議。透過這一機構的設立，能夠更高效和統一地進行保險監管，同時提高保險產品的選擇和創新。

（5）合併期貨與證券監管

隨著期貨交易的擴大，現實市場的實物商品交易已經大大減少，減少和收斂證券以及期貨市場是十分必要的，而且對於期貨和證券市場的統一監督和管理也變得重要起來。爲此，財政部建議合併證券交易委員會（SEC）和商品期貨交易委員會（CFTC），同時爲協調管理和監督，設立了經紀--交易商和投資顧問，主要服務於散戶投資者。

3、《藍圖》改革方案的長遠設想

《藍圖》在評估了可供選擇的四種模式後，提出把目標性監管模式作爲未來的最優選擇。據說這一監管模式的最大優勢是可以整合監管責任以發揮合力。按這種模式，《藍圖》提出了三大監管目標即市場穩定性監管目標、審慎性監管目標、商業行爲監管目標。根據這三大目標，設立三大金融監管機構：市場穩定性金融監管機構、審慎性監管機構和商業行爲監管機構。市場穩定性監管機構對所有類型的金融機構擁有廣泛的監管權力；審慎性金融監管機構對聯邦保險儲蓄機

構和聯邦保險機構實施監管；商業行為監管機構負責包括消費者權益保護在內的商業行為監管，監管對象也是所有類型的金融企業。另外，還將建立兩個關鍵性的授權機構：聯邦保險保證機構和公司融資監管機構。從這個監管框架中可以看出，未來的監管已經不是以機構特點為標準進行，而是以監管所要達到的目標為標準來進行。

在這個監管模式中，承擔市場穩定性監管職責的是中央銀行--聯準會。《藍圖》認為，聯準會負有穩定宏觀經濟的傳統職能是市場穩定的監管機構，它的監管應覆蓋整個美國的金融市場。包括：實施貨幣政策；向金融系統供應流動性；擁有監管整個金融體系和所有金融特許機構的廣泛權力監管支付與結算系統。根據改革規劃，聯儲在事關市場穩定的問題上將有權收集、披露相關資訊，與其他監管機構共同制定規章，並採取正確的處置措施。與聯準會現在僅局限於對一些特定銀行以及銀行控股公司的監管相比，聯準會擁有更多的監管授權和清晰的監管職責。根據上述設想，《藍圖》認為，聯儲在下列問題上必須具有監管職權：第一，有權掌握全部金融監管資訊。第二，有權對金融機構進行檢查。第三，有權公開披露有關市場風險的資訊。第四，有權採取行動，化解金融風險，處理金融風暴，包括對非銀行金融機構提供流動性，其他監管機構應予協作。

承擔審慎性監管職責的是新建的審慎金融監管局，它主要面對有政府保證性質的金融部門。所謂政府擔保包括聯邦儲蓄保險和州立保險業保障基金等。審慎金融監管局將擔負起美國貨幣監理署及美國儲蓄機構監理局的現有職責，負責針對聯邦儲蓄機構在資本充足率要求、投資限制、業務限制、現場風險度督察等方面的監管責任。這是針對次貸危機中由儲蓄機構監理局監管的住房貸款機構大量出事而提出來的。審慎金融監管局有權限制聯邦儲蓄機構與其關聯方的交易，以及要求關聯方向聯邦儲蓄機構提供資金支援。為達到上述目的，審慎金融監管局有權監控和檢查其控股公司和關聯方。審慎金融監管局統一頒發聯邦保險機構特許資格。為使政府擔保能夠全面性和可持續性，在繼續保留現有各州保障基金的同時，還將建立一個統一的聯邦保險業保障基金。

承擔商業行為監管職責的是商業行為監管局，它將取代美國證監會和商品期貨交易委員會的大部分職能、聯邦貿易委員會的部分職能、以及聯準會、州立保險監管機構、其他聯邦機構的相應職能。其主要職責主要包括對金融企業的行業准入、產品銷售及服務提供適宜的標準。這些標準適用於聯邦或者州立金融機構。商業行為監管局對各類金融機構的監管內容稍有不同，基本的內容是資訊披露、反不正當競爭、反市場操縱等。

此外，《藍圖》還主張擴大聯邦儲蓄保險公司職能，重組成囊括儲蓄保險和保險業保障基金的新的聯邦保險擔保公司。聯邦保險擔保公司將從現有的州立層次提升至聯邦層面。該公司可實施某些幕後監管，但不享有任何直接的監管權力。《藍圖》還建議建立單獨的公司融資監管機構，以承擔美國證監會的部分職能，對公共證券市場的企業進行監管。

（二）、《金融監管改革：全新的基礎--重建金融監管體制》

2009 年 6 月 17 日，美國總統歐巴馬公佈了《金融監管改革：全新的基礎--重建金融監管體制》的金融監管改革方案。此前，美國財政部長蓋特納（Timothy Geithner）和白宮國家經濟委員會主任薩默斯（Lawrence Summers）於 6 月 15 日在《華盛頓郵報》上已經透露了即將公佈的金融監管改革方案大綱。根據《華爾街日報》的報導，這份改革計畫是自從 20 世紀 30 年代“大蕭條”時代以來最為全面的金融市場監管體制改革計畫，也被美國聯邦政府官員簡稱為《金融改革白皮書》。

根據這份 88 頁的《金融改革白皮書》，作為美國中央銀行的美國聯邦準備委員會將獲得新的授權，對那些一旦倒閉便可能構成系統性風險、給整個經濟造成損害的大型金融機構及其附屬機構進行監管。同時，該方案要求聯準會在行使緊急授權、提供資金救援陷入困境的銀行之前，必須獲得美國財政部的批准。此外，美國將創立一個新的消費者保護機構，防止各種損害信用卡和抵押貸款等消費者的權益的行為。此外，該方案還要求加強市場紀律和提高透明度，提高國際金融監管標準和改善國際協作等。

歐巴馬政府敦促美國國會在 2009 年年底儘快通過這項《金融改革白皮書》。不過，輿論認為，相對於歷史上的其他金融監管法案，《金融改革白皮書》提出了最為嚴格的各類監管和限制性條款，因此可能會面臨激烈的辯論。

《金融改革白皮書》（以下簡稱《白皮書》）全文共分爲五個部分。與《金融監管體制現代化藍圖》分爲短期、中期和長期建議不同，《白皮書》提出的所有建議都屬於短期建議的範疇，在規則中，絕大多數政策被希望要求在 2009 年之內獲得通過和實施。這些政策主要包括：

1、推進對金融企業更為穩健的監管

推進對於金融企業更為穩健的監管是控制金融風暴的核心環節。《白皮書》指出，雖然大多數規模大、業務關聯性高和槓桿高的金融企業都受到聯邦政府一定程度的監管，但是這些監管政策在很大程度上是不一致和不充足的。其中主要的問題有四點：第一、資本金和流動性要求在普遍意義上顯得過低。第二、監管者沒有考慮到那些一旦倒閉，便會因為其較大的規模、槓桿水準和與其他金融機構的業務連帶關係而對整體金融體系造成巨大威脅的大型金融企業的系統風險。第三、政府相關權力機構在對大型金融企業的監管中存在大量的責任重疊和監管真空，造成了監管的低效率。第四、對投資銀行的監管不足，貨幣市場共同基金對於擠兌過於脆弱，而對對沖基金、私募股權等金融環節則完全缺乏監管。因此，加強對金融機構監管是《白皮書》所有改革的重中之重。

《白皮書》指出，所有可能給金融系統帶來嚴重風險的金融機構都必須受到更加嚴格的監管。為此，政府將專門設立新的監管機構來解決原有監管的低效率

問題，與美國聯邦政府體系下原有的監管機構進行協調合作，並對所有金融企業施行更為嚴格的監管要求。

(1) 創建“金融服務監察委員會”（Financial Services Oversight Council）。

《白皮書》提出將建立一個新的“金融服務監察委員會”（Financial Services Oversight Council, FSOC），其主要職責是：促進資訊的分享和協調；辨識初現的風險；對聯邦準備委員會的工作進行指導，以使得聯邦準備委員會能夠準確識別那些可能因為其較大的規模、槓桿水準和與其他金融機構的業務連帶關係，一旦倒閉就會對整體金融市場穩定性造成威脅的金融企業；此外，該委員會還將提供論壇制度，以解決不同監管者之間可能的司法問題衝突。

此外，《白皮書》還強調，新的金融監管立法將賦予該委員會廣泛收集資訊的權利。也就是說，該委員會有權從任何金融企業獲取任何資訊、並且有責任將這些資訊中可能暗示的風險通報給相關的金融監管機構。

(2) 對所有大規模並具有財務關聯的金融企業施行更為嚴格的監管。

《白皮書》對那些一旦倒閉，便會因為其較大的規模、槓桿水準和與其他金融機構的業務連帶關係而對整體金融體系造成巨大威脅的大型金融企業（以下稱為“第一類金融控股公司”）提出了更嚴格的監管要求。《白皮書》提出，由聯邦準備委員會對這類大型金融企業直接進行監管並對其負責，並在立法中確立明確的標準，以使得聯邦準備委員會能夠準確的辨識這類大型金融企業。

《白皮書》指出，對於這類大型金融企業即“第一類金融控股公司”在資本金、流動性和風險管理標準等環節上的要求，必須強於對其他的相對較小的金融機構的要求，而且，這些要求也必須擴展到這些大型金融企業的所有母公司和子公司系統中。《白皮書》還特別強調，對於這類大型金融企業進行監管的關注焦點是宏觀意義上的穩定性，即必須將其對整個金融系統的風險和威脅納入考量，而不是僅僅只考慮其單個企業的風險。

(3) 對所有銀行和銀行控股公司施行更強的資本金和其他審慎性要求。

在新的改革中，美國財政部將領導一個工作小組，對所有銀行和銀行控股公司現存的管制性資本金要求和現有的監管情況進行再度評估。

在這個過程中，聯邦政府的監管機構應該提出明確的標準和指導方針，要求金融企業在設計薪酬方案時更多的考慮到股東的長期利益，並尤其要避免在薪酬方案中對公司經營者提供進行高風險性業務和損害企業長期利益的激勵。同時，改革也還將通過立法，加強具有“非強制”投票權（non-binding）的股東對金融企業高管薪酬的影響力，並使得金融企業的薪酬委員會的工作更為獨立。

在資本金要求方面，《白皮書》要求所有的金融控股公司必須遵循統一的嚴格標準，而不僅僅局限於其下級存貸機構所受的監管限制。在會計準則的要求方

面，《白皮書》要求美國財務會計準則委員會(FASB)、國際會計準則理事會(IASB)和證券交易委員會等會計標準的設定者對現有會計準則進行重新評估，以使得金融企業能夠更多的採取前瞻性的眼光，搜集更廣泛的信用資訊，來關注其貸款中可能面臨的損失；同時，對基於公允價值的會計計算方式也將進行重新評估，以使得向投資者提供的財務報告中，不僅能夠提供公允價值的資訊，也能夠體現更為透明的現金流管理資訊。

(4) 消除在銀行監管中的漏洞。

《白皮書》提出，將建立一個新的聯邦政府機構“國家銀行監管局”(National Bank Supervisor)，以對所有的經聯邦政府認可的存貸機構及其所有分支機構和海外機構實行更為嚴格的審慎性監管。此外，對於所有其他的擁有存貸機構的金融企業，則主要受到聯邦準備委員會對銀行控股公司的監管中的相應標準的制約。

在這項政策中，《白皮書》特別指出，將把銀行業和商業的分界線進一步強化，並透過改革彌補在過去的銀行控股公司法案中的漏洞。所有擁有分支性存款機構的企業，不論這些分支性的存款機構是如何組織的，都必須同時受到聯準會關於銀行的監管和銀行控股公司法案下對非銀行機構的監管。

(5) 對其他類型金融企業加強監管。

《白皮書》還對除大型金融企業和銀行之外的其他各類型金融企業提出了更為嚴格的監管措施，這些措施在過去是沒有的。如：要求各類對沖基金、私募股權投資基金和風險投資基金在證券交易委員會進行註冊；增強貨幣市場共同基金對擠兌的抵抗力；由財政部聯合國家保險辦公室對保險公司的資訊搜集、國際談判和政策協調等方面進行監管。

(6) 對政府控管企業(Government Sponsored Enterprises)的未來角色進行明確的定義。

對於在金融風暴中因政府大面積救助而成為政府控管企業的金融機構，《白皮書》也提出了對未來監管的設想。財政部和住房城市發展部將與其他政府相關機構進行合作，對未來房地美、房利美和其他聯邦房貸機構提出未來的發展和監管建議。《白皮書》指出，對這類政府控管企業，將繼續維持其在金融風暴期間的監管穩定性和強度。

2、建立對金融市場的綜合性監管

《白皮書》指出，當前的金融風暴在很大程度上也源於最近十年內迅速發展的金融創新活動。而且，這類金融創新活動的發展極為快速，大大超越了監管理論的發展，因此為金融市場的監管提出了嚴峻的挑戰。新的金融創新活動，尤其是資產證券化和信用衍生品的發展，讓信用風險以更快的速度傳播，讓投資者以

全新的方式分散其投資組合，也讓銀行能夠將位於其資產負債表上的風險暴露分散到其他地方。然而，這些本來被認為能夠更有效分散風險的金融創新手段，卻往往大大超越了現有的風險管理系統的功能，超越了傳統的償付、清償和結算系統的既有架構，也超越了傳統金融監管的範疇。因此，未來的金融市場監管必須有效的對應資產證券化和信用衍生品的最新變化，尤其是對在場外交易（OTC）的這些新型金融產品實行更強的監管。

（1）加強對證券市場中新型金融產品的監管。

由於因為複雜的資本證券化過程而產生的大量新型資產支持證券（Asset Backed Securities, ABS），由於其在結構上的複雜化和模糊化，而且缺乏有效的資訊披露，往往導致資產支持證券的發行者（貸款人）和證券發行的仲介者缺乏足夠的激勵來關注其基礎貸款的業務表現。因此，《白皮書》提出，聯邦銀行管理機構必須公佈一定的標準，要求資產支持證券的發行者的發行仲介者持有至少5%的原始證券，以防止其在資產證券化過程中過度轉移風險的行為。此外，還應當向資產證券化過程提供足夠的激勵，尤其是讓資產證券化與被證券化的資產的長期表現聯繫在一起，以讓資產證券化過程的參與者能夠盡可能的保護借款人和投資者的利益。

同時，《白皮書》也要求證券交易委員會（SEC）在未來的證券市場監管中擔負起更為重要的責任，主要包括增強對證券市場的透明度和證券設計標準的要求，並對資產支持證券（ABS）的發行者進行更為嚴格的監管。

（2）對信用評級機構加強監管。

首先，《白皮書》要求信用評級機構加強在業務上對新型金融產品的適應能力。在未來的信用評級中，信用評級機構必須對傳統的、非結構性的債務產品和新型的基於資產證券化的結構性金融產品進行區別對待，以防止評級中的模糊性。信用評級機構有義務跟蹤被評級資產的業務表現，並提出有效的評估標準來分析信用評級的誤差和波動性，讓消費者和投資者有足夠的資訊來比較不同評級的資產的市場表現是否確實與評級相一致。

另外，《白皮書》還對信用評級機構披露風險提出了更高的要求。未來，信用評級機構必須對評級資產的風險水準進行更明確的披露，尤其是對於結構化的金融產品，信用評級機構應該提供更為詳細的資訊，指示出一般的資產分散手段對其分散風險的能力與傳統的非結構化金融產品是不同的，以讓投資者獲得更為明確的風險資訊。

最後，《白皮書》還要求信用評級機構公佈其進行信用評級的準確方法，向投資者進行解釋，也需要定期向證券交易委員會（SEC）彙報這些評級方法和未公佈的評級資料，以保證評級的公平性。

（3）對所有場外交易（OTC）金融產品（包括 CDS）進行全面監管。

對於在金融風暴中扮演重要角色的場外交易（OTC，也稱櫃檯交易）市場，此次金融改革提出了全面的監管措施。《白皮書》要求，對於包括信貸違約掉期（Credit Default Swaps，CDS）在內的所有 OTC 金融產品，施行全面的約束和監管。這些監管政策主要包括：避免從 OTC 市場向整體金融體系過度的風險轉移；增強 OTC 市場的效率和透明度；避免 OTC 市場中的市場操縱、欺騙和其他擾亂 OTC 市場秩序的行爲；並保證那些在設計上未能充分滿足市場監管要求的 OTC 金融產品不會被發售給缺乏經驗的投資機構和投資者。

（4）調和遠期市場和即期證券市場的監管規則。

《白皮書》要求，商品期貨交易委員會（CFTC）和證券交易委員會（SEC）應該在未來進行協調、讓遠期市場和即期證券市場的監管規則儘量達成一致，以保證整體金融市場的充分穩定性。

（5）加強對金融市場中具有系統性重要地位的償付、清償和結算系統的監管和限制性要求。

《白皮書》提出，將對聯邦準備委員會賦予新的責任和權力，以使其對金融市場中具有系統性重要地位的償付、清償和結算系統及其相關的金融活動施以更爲嚴格的監管要求，並加強對其結算能力和流動性資源充足性的要求。

3、對消費者和投資者進行保護

《白皮書》指出，隨著次級貸產品和非傳統抵押貸款的廣泛出現，傳統的消費者和投資者保護政策已經出現了很大的漏洞。聯邦和各州的銀行監管機構在對消費者和投資者保護方面存在許多政策的衝突之處，而其他的監管機構又往往缺乏足夠的政策工具來實行消費者和投資者保護。此外，尤其是在此次金融風暴之前，許多未收到銀行監管有效制約的抵押貸款銷售者和金融服務企業往往會利用監管的漏洞，向投資發售過分複雜卻又不適合具體借款者實際財務狀況的抵押貸款產品。因此，需要對消費者和投資者保護環節進行全面的改革。

（1）建立新的“金融消費者保護機構”（Consumer Financial Protection Agency）。

新的“金融消費者保護機構”（Consumer Financial Protection Agency，CFPA）將對金融消費者的信貸、存款、償付，以及其他金融產品和服務提供保護，並對這些金融產品的提供者進行監管。這個新的機構將擁有廣泛的司法權力以執行其職能，並以政府提供單獨的穩定籌資的方式，而形成一個完全獨立於金融市場的機構。該機構將擁有廣泛的政策工具以實行其職能，並擁有制定金融消費者保護法規的獨立權利，並有權對納入這些法規下的所有機構和人員實行監管。同時，該機構有義務制定對應的衡量標準，以促進有效率的監管。

《白皮書》同時規定了“金融消費者保護機構”在整個金融改革中的地位。

該機構的所有監管要求將為金融改革提供一個底線，而絕不是一個封頂。美國政府在必要時，有權在該機構已經制定的監管要求之上，對所有類型的金融機構施以更為嚴格的監管。同時，該機構在運作過程中也必須與美國政府保持在執行上的協調。同時，美國聯邦貿易委員會（Federal Trade Commission，FTC）也將在改革中同時被賦予更多的對金融消費者進行保護的權力。

（2）對現有消費者保護政策進行改革。

《白皮書》對現有的消費者保護政策提出了四點主要的改革方向：

透明性：將制定新的資訊披露要求。“金融消費者保護機構”將有權對金融機構的資訊披露進行更為嚴格的要求，讓金融機構對消費者的資訊披露和其他資訊交流更為順暢，在對收益的描述上要求更趨平衡和可信，而對成本、處罰和風險的描述則必須清楚明白。

簡易性：監管機構將對所謂“單純功能（plain vanilla）”的金融產品進行明確的定義，提供明確的標準，以保證其足夠簡單，以可以進行直接的定價。“金融消費者保護機構”有權要求所有的金融產品提供者和金融仲介在提供其他法律允許的金融產品的同時，必須明確提供這一類型的簡易產品

公平性：如果金融機構的收益超過了其成本，“金融消費者保護機構”有權對這些金融機構的業務及其金融產品施行量身定做的約束，以保證對消費者的公平。同時，也將要求金融仲介機構對消費者的權益負有更合適的責任。

可得性：政府將透過執行公平的借貸法律、社區再投資法案（Community Reinvestment Act）和其他方式，保證未能達到一定借貸資格的消費者和組織也能夠在一定程度上獲得審慎的金融服務、貸款和投資機會。

（3）加強對投資者的保護。

在投資者保護方面，《白皮書》要求為證券交易委員會（SEC）賦予更多的權利和政策工具，以增進對投資者進行資訊披露方面的透明度，並透過對投資經紀人建立信託責任制度，以及調和對經紀人和投資顧問的監管要求等方式，增進投資者之間的公平性。另外，還要求金融企業和公開上市的公司對其客戶和投資者擔負更多的責任，包括對揭發企業不當行為的人員進行保護、要求具有“非強制”投票權（non-binding）的股東對金融企業高管薪酬進行投票等。

在新的“金融服務監察委員會”的領導下，《白皮書》還提出設立一個“金融消費者協調委員會”，其成員將廣泛包括聯邦和各州的消費者保護機構，並將成為證券交易委員會的投資者建議委員會的一個永久組成部分。除對投資者的保護外，該機構還將採取措施，加強以雇傭為基礎的退休保險計畫和各類私人退休保險計畫，並鼓勵居民進行足夠的儲蓄，以對所有美國居民提供有效的退休後財務保障。

4、為政府提供應對金融風暴的必要政策工具

過去，當銀行控股公司或其他非銀行的金融企業處於危機中時，政府相關的監管者只有兩種可能的選擇：注入外部資金，或任其破產。但是，在當前的金融風暴中，由於金融企業過大的規模、過強的業務相關性，這兩種選擇都可能變得不再適用，如向 AIG 注入資金將面對“太大而不能倒”的道德風險問題，而讓雷曼兄弟破產則會對整體金融系統造成巨大的負面影響。因此，在個體的金融企業所產生的系統風險越來越大的今天，必須為政府提供新的、有效的用於應對金融風暴的政策工具。

(1) 創建對破產的銀行控股公司（包括第一類金融控股公司）的破產解決機制。

《白皮書》建議，創建一整套系統性的機制來解決銀行控股公司的破產問題，以避免對這些銀行控股公司的不恰當的破產操作而對整體金融系統和實體經濟帶來的負面影響。在現有的聯邦存款和保險法案已經對存款機構的破產進行規範的基礎上，這一新的機制將讓銀行控股公司的破產機制更為完善和安全。

(2) 修正聯邦準備銀行的緊急貸款權。

將通過對聯邦準備銀行的緊急貸款權，即聯邦準備法案的第 13 章第 3 條進行修正，讓財政部擁有更為廣泛的權利。具體而言，聯邦準備銀行在緊急情況下使用緊急貸款權將貸款供給需要的個人、組織或企業之前，必須獲得財政部的書面授權。而此前，聯邦準備銀行可以自行決定行使緊急貸款權。

5、提高金融體系監管的國際標準，促進國際合作

《白皮書》建議，改革企業資本框架，強化對國際金融市場監管，對跨國企業加強合作監管，並且強化國際危機應對能力。在這些建議中，大部分建議都針對現有國際微觀金融體系中兩大重要的國際協作組織：銀行監管的巴塞爾委員會（Basel Committee on Banking Supervision, BCBC）和金融穩定理事會（Financial Stability Board, FSB）在本次金融風暴之後的進一步改革和機制的完善。此外，建議還對各國相關權力機構在金融企業、評級機構和金融市場監管，以及會計準則改進等方面提出了增強合作和協調的建議。

(1) 加強國際金融框架建設。

《白皮書》建議，銀行監管的巴塞爾委員會（BCBC）應該進一步明確對交易薄和資產證券化產品的風險權重，引入更合適的槓桿比例，並讓對資本金的定義更為明晰，以持續改進原有的《巴塞爾資本協議 II》。同時，巴塞爾委員會還應當對《巴塞爾資本協議 II》進行全面的回顧和修正，以緩和其對經濟嚴重的順週期效應。

(2) 加強對國際金融市場的監察。

《白皮書》建議，應當加強國家權力，以增進對信用衍生品市場和 OTC 衍生品市場監管的標準和監管能力；同時，還應該在 G20 組織中達成廣泛的承諾和協議，以國際合作和協調的方式來促進這些監管目標。

(3) 增強對具有國際影響力的金融企業的監管。

《白皮書》建議，金融穩定理事會（Financial Stability Board, FSB）和各國的相關權力機構應該在 G20 協定的框架下加強國際合作，透過發展更為有效的監管策略，來對具有國際影響力的金融企業施行更為有效的監管。

(4) 增強對金融風暴的預防和管理機制。

《白皮書》建議，巴塞爾委員會應該加快推進對跨國金融企業的國際化監管機制，同時，各國相關權力機構也應該增強在資訊共用上的合作，以執行金融穩定理事會對金融風暴跨國管理的原則。

(5) 加強金融穩定性理事會的建設。

在 2009 年 4 月的 G20 倫敦峰會中，會議通過將金融穩定論壇（Financial Stability Forum, FSF）升級為金融穩定理事會（Financial Stability Board, FSB），試圖創造一個全球金融體系的監管者。因為金融穩定理事會可以要求 20 個成員國接受它所有的建議與決定，因此，該項國際改革將使得原來一個僅具協商作用的論壇，轉變為能夠承擔更多義務的國際合作組織。但是，在金融穩定理事會中，20 個成員國對它的承諾都是完全出於自願，不受國際公約和國際法律的約束。也就是說，這個機構不能強制執行其決議，也不能透過法律解決成員國之間的爭端。

在此背景下，《白皮書》建議金融穩定理事會在短期內進一步完善其章程，使其更為標準化、制度化，以應對全球金融穩定性的挑戰。

(6) 加強審慎性監管。

《白皮書》建議，巴塞爾委員會應該加強對流動性風險的管理標準，並且應該與金融穩定理事會（FSB）和國際清算銀行（Bank of International Settlement, BIS）實行合作，以發展更多的應對宏觀審慎性監管的政策工具。

(7) 擴大監管的範圍。

《白皮書》對未來國際金融監管的範圍提出了擴大化的要求，主要包括兩點。其一、在國際意義上確立對第一類金融控股公司的明確定義，並明確在此定義之下對該類跨國金融企業的具體監管方式；其二、要求各國政府權力機構在 G20 協議下，對對沖基金及其基金經理施行嚴格的註冊和資訊披露要求，以對其可能產生的系統風險施行國際化監管。

(8) 增強會計標準。

《白皮書》提出了在國際意義上對會計準則和會計標準的改革建議。首先，建議各國的會計標準制定者能夠更為一致的澄清和應用基於公允價值的會計標準（包括對金融工具的修正）；其次，建議各國的會計標準制定者儘快針對預防貸款損失的需要而更新會計標準，以使得會計標準具有更大的前瞻性，並且同時也保證財務報表的透明性要求不會受到損害；最後，建議各國的會計標準制定者進行協調合作，儘快建立單一而高品質的全球會計標準。

（9）增強對信用評級機構的監察。

《白皮書》還提出了對信用評級機構的國際化監察要求。建議各國的相關權力機構能夠有效的建立監管機制，對信用評級機構實行有效的監管，並與信用評級機構的國際標準和 G20 領導人達成的協定實現一致。

二、歐洲金融監管體制改革的主要政策

與美國相比，歐洲沒有經歷過大規模的金融創新，資產證券化市場的發展相對較晚，規模也小於美國。但是，由於美國的次級貸款類資產證券化產品是歐洲主要投資工具之一，歐洲大型跨國銀行集團對美國次投資級別企業的貸款比重很高，因此歐洲在此次國際金融風暴中蒙受了巨大損失，同時其實體經濟也遭受到了較美國更為嚴重的衝擊。因此，金融風暴對歐洲的衝擊使得歐盟開始反思金融監管存在的疏漏，尋找解決問題的思路。

2009 年 5 月，歐盟委員會公佈了《歐盟金融監管改革方案》（以下簡稱《歐盟方案》）。在宏觀層面，《歐盟方案》提出建立“歐洲系統性風險理事會”（European Systemic Risk Board，ESRB），主要負責宏觀金融的審慎監管，預警市場系統性金融風險，並向歐盟經濟和財政部長委員會提出應對建議。在微觀層面上，《歐盟方案》提出保留各國對國內金融機構進行實地監管的做法，但將整合之前沒有實權的歐洲銀行監管委員會、歐洲保險與養老險委員會和歐洲證券監管委員會，成立具有更大權力的“歐洲金融監管體制”（European System of Finance Supervisors，ESFS），主要負責微觀金融的審慎監管。其組成機構包括歐洲銀行監管機構（EBA）、歐洲保險和養老金監管機構（EIOPA）和歐洲證券監管機構（ESA），分別負責歐盟整體市場銀行業、保險業和證券業的監管。當各國監管機構之間出現分歧時，新機構將具有調解裁決權；同時，新機構將統一歐盟行業準則，確保其在各國得到貫徹實施。

1、建立“歐洲系統性風險理事會”（European Systemic Risk Board，ESRB）

長期以來，歐洲的宏觀審慎分析是分離的，由不同國家、不同層次的金融監管機構進行，使歐洲金融市場積累了諸多風險因素，包括系統性風險因素。為此，

《歐盟方案》決定建立一個單獨機構，負責對整個歐盟金融體系的宏觀審慎監管。它能夠識別金融穩定面臨的潛在風險，提前發佈風險預警，並提出風險處置方案。

中央銀行將在宏觀審慎監管中發揮領導作用。實際上，實施宏觀審慎監管所必需的分析，可以借助於中央銀行為制定貨幣政策而進行的經濟和金融分析，同時，由於中央銀行承擔最後貸款人的角色，將在金融安全網中發揮重要作用。因此，歐盟 27 個成員國的中央銀行行長和歐洲中央銀行行長都將成為“歐洲系統性風險理事會”的成員。此外，一些微觀審慎監管者也將加入“歐洲系統性風險理事會”。由於金融機構與金融市場的相互交叉，監測與評估潛在的系統性風險應該基於一系列的宏觀和微觀的經濟金融資料。微觀審慎監管者掌握著金融市場和金融公司的各種資訊，從而擁有評估金融風險的重要話語權。

2、建立“歐洲金融監管體制”（European System of Finance Supervisors，ESFS）

“歐洲金融監管體制”由各成員國的金融監管相關權力機構組成，與新的歐洲監管機構一起，將努力保護微觀金融層面的基本穩定，保護服務消費者利益。新的歐洲監管體制將把各成員國的金融監管與整個歐洲層面的金融監管結合起來，增進各成員國監管者的信任和合作，從而使跨境風險得到有效控制。

“歐洲金融監管體制”負責微觀審慎監管。在微觀審慎監管方面，歐盟已經最大程度地發揮了歐盟監管委員會的職能。但是，歐盟監管委員會仍存在不少問題，比如，缺少讓各國監管者對跨國金融機構做出最佳監管決策的機制，歐盟各成員國監管當局之間缺乏足夠的合作和資訊交流，在應對歐洲共同的問題方面，各成員國往往各行其是，對同一法律問題也往往做出不同解釋。“歐洲金融監管者體系”將努力克服這些缺陷，為歐洲統一的金融市場提供有效的監管服務。

即使在“歐洲金融監管體制”安排下，對金融市場和金融機構的日常監管仍在各個主權國家，也就是說，各成員國的金融監管當局仍然負責對國內金融機構和金融市場的管理，而對於跨國金融機構來說，正在設立的聯合監管機制將成為監管體制的核心。歐洲監管機構將作為觀察員，參加聯合監管機制監管者聯盟會議，推動形成統一的監管文化和協調一致的監管行動。透過這種方式建立的“歐洲金融監管者體系”，將擁有歐洲整體監管框架和各成員國專業監管機構兩個方面的優勢。

新的歐洲金融監管機構將擁有以下職能：第一、確保監管規則協調統一，包括制定在特定領域具有約束力的技術標準；第二、確保歐盟規則實施的一致性。在歐盟法有明確規定的情況下，歐洲監管機構將採取有效措施，確保歐盟法實施的一致性；第三、逐步形成統一的監管文化和一致的監管行動；第四、對部分特定實體（SPV）實現全面監督權；第五、確保各成員國對危機反應的協調一致，

在危機形勢下，歐洲監管機構應該充分發揮協調作用，促進各成員國金融監管機構之間的合作與資訊交流，核實所提供資訊的真實性，幫助各成員國金融監管當局制定正確的政策決策；第六、收集微觀審慎監管資訊，歐洲監管機構應負責彙集來自各成員國監管機構的所有微觀審慎監管資訊，建立一個由歐洲監管機構統一負責和管理的歐洲中心資料庫。

三、亞洲金融監管體制改革的主要政策

在 2008 年開始的全球金融風暴中，亞洲地區主要國家受到的衝擊與美國和歐洲有所不同。由於亞洲的主要國家都較少直接投資於美國的次級貸款和資產證券化產品，因此亞洲的金融體系本身受到的衝擊相對較小，日本的野村證券甚至還作為收購方收購了原雷曼兄弟在歐洲和亞太地區的主要業務。因此，亞洲的金融監管體制改革與歐美相比，具有鮮明的特殊性。

（一）、日本金融監管體制的改革政策

日本的金融監管體系主要在 1997 年亞洲金融風暴之後開始建立。與美國和歐洲的多頭分權監管方式不同，日本設立“金融監督廳”，全權負責金融監管事務。金融監督廳由日本首相官邸直接負責，負責對金融機構和金融市場的全面監管。1998 年，在金融監督廳之上成立“金融再生委員會”，其主要使命在於在亞洲金融風暴之後，全方位整頓金融秩序。該委員會主要負責執行金融再生法、以及金融機構破產和危機管理等環節的法律制定工作，並負責處理日本長期信用銀行等幾家大型金融機構在亞洲金融風暴中的破產案件。

在進入 21 世紀之後，日本金融監督廳的集中監管權力進一步擴大。首先，對地方和中小金融機構的監管權由各縣的地方政府全部集中由金融監督廳全權負責。然後，在金融監督廳和金融再生委員會上，將原來屬於大藏省（相當於財政部）的金融體系全面監管的政策制定權力也收入，再成立了職能更為廣泛的“金融廳”。這樣，日本新的金融廳便同時擁有了金融體系監管的立法權和執法權。最後，撤銷金融再生委員會，其對處於危機和破產的金融機構進行處理的職能也歸到金融廳。至此，日本的金融監管權完全集中到新的金融廳內。

另一方面，由於日本中央銀行在執行貨幣政策時，也必須與相關的一些金融機構存在監管關係，因此，日本金融廳和日本中央銀行建立了密切的資訊共用機制。作為主要監管者的金融廳可以要求日本銀行在必要時提供對金融機構的檢查結果，允許金融廳查閱日本銀行的相關監管資料。同時，金融廳有權和日本銀行統一安排對金融機構的現場檢查日程，從而有效的避免資源的浪費，實現最優效率的監管。

基於這樣的較為成形的監管體系，日本金融廳在 2008 年的金融風暴以後採取的新的措施主要是針對實體經濟的保護，主要分為短期政策和中長期政策兩個方面。值得一提的是，這些新的政策的關注重點是在短期內向金融市場提供新的流動性，並同時在中長期內繼續保持較強的監管要求。

1、大幅度推動中小企業融資

金融風暴後，日本金融廳修改了《金融功能強化法》，在維持嚴格監管的條件下，放寬了對中小企業進行信貸融資的條件，進一步完善對中小企業融資中壞帳的定義方式，並增強金融機構的金融仲介功能，大力推進日本縣級及以下的地方性企業和中小型企業的融資，為金融市場提供流動性。

2、在短期內放鬆對銀行的自有資本金比率的要求

日本金融廳從 2008 年末開始，實行在未來的一段暫時性時期內放鬆銀行和金融機構自有資本金比率的政策。具體政策為，日本國內遵從國際基準的大型銀行和金融機構在《巴塞爾協議 II》的要求下，從事信用風險為零的金融資產交易將不受自有資本金比率的限制；而對於只需要遵從日本國內基準的中小型銀行和金融機構，從事有價證券交易帶來的價值損益也將不反映在自有資本的限制中。

3、在中長期進一步強化結構性監管

在短期內通過放鬆一部分監管要求來提供市場流動性的同時，日本金融廳要求在中長期必須強化結構性的金融監管，以防止日本金融體系中系統性風險的累積。其中的政策主要包括：設立專門的行政機構對國際金融風暴及其對日本未來的可能影響進行研究和分析；制定政策以讓資產證券化商品的支援資產的資訊透明化，並在法律意義上可以被追查；進一步加強對信用評級機構的監管；進一步加強日本國內會計準則和國際會計準則的接軌等。

（二）、韓國金融監管體制的改革政策

亞洲金融危機之後，韓國於 1998 年 4 月成立直接隸屬於總理的“金融監管委員會”，負責對銀行和其他各類金融機構的統一監管，而不再由韓國中央銀行兼任監管職責，中央銀行只負責獨立的貨幣政策。此後，韓國又進一步成立“金融監管局”，由金融監管委員會負責金融監管的立法，金融監管局負責金融監管的執法。由此形成了亞洲金融危機之後韓國雙頭金融監管的局面。

在雙頭監管的格局下，韓國於 2000 年前後陸續完成了金融監管體系的結構性改革，主要分為三個方面。第一、在金融機構的監管方面，通過了對銀行、證券、保險以及其他金融機構進行統一監管並設置監管機構的多項法案，實行貸款

的五級分類，對商業票據、抵押票據和屬於信託帳戶的債券統一實行準備金制度；第二、在對存款人和投資人保護方面，通過了存款保護法，並設立了“立即糾正行動”程式，要求對於資本低於規定水準的金融機構，在其資產未耗盡之前關閉，從而保護存款人和債權人的利益，並建立了全國性的“存款保險公司”；第三、在應對金融機構危機方面，通過了有關關閉金融機構、損失分配、持股減資的一系列立法等。

在 2008 年的全球金融風暴發生之後，與日本類似，韓國的金融體系受到的直接衝擊較小，但是國家的外匯儲備受到極大的衝擊，實體經濟也受到外部宏觀環境的極大負面影響。受金融風暴衝擊，韓國國內銀行外幣負債在 2008 年 10 月已經累計超過 2,200 億美元，而韓國中央銀行資料顯示韓國外匯儲備總額僅為 2,396.7 億美元。同時，2008 年至 2009 年初，韓元對美元貶值達 36%，對人民幣貶值甚至最高達 60%。因此，韓國在 2009 年開始的金融監管體系改革計畫中，主要的關注焦點也是在維持監管強度的同時，創造更為平穩的國內宏觀條件，減緩外部影響的衝擊。其主要改革政策主要有：

1、在強化市場穩定同時保障民生

韓國金融監管委員會在 2009 年 9 月宣佈了今後韓國金融監管政策方向的短期改革方向。2009 年下半年，金融監管政策重心將聚焦在強化金融市場穩定和保障民生這兩個環節。金融監管當局將對經濟中存在的潛在風險，進行先發性排查和積極應對；同時，將大力促進中小企業結構調整計畫，確保金融和信貸市場健康發展。

2、強化金融監管各部門的協調合作

2009 年 9 月，韓國財政部、中央銀行、金融監管局、金融監管委員會和存款保險公司五大金融監管機構於 9 月 15 日簽署了《資訊共用及聯合調查諒解備忘錄》，商定將密切聯繫、共用資訊，並簡化聯合調查程式。根據韓國輿論的描述，這一合作機制主要是針對 2008 年金融風暴中銀行業不合理的外債結構及金融業的外幣流動性等問題，旨在加強金融監管權力機構與韓國中央銀行之間的協作，以更有效率地對國際宏觀環境動盪做出反應，並控制市場流動性。該備忘錄還賦予韓國央行主導的對金融機構進行聯合監管的權力，希望讓韓國逐漸形成以中央銀行和原有金融監管機構共同執行金融監管體系職能的格局。

3、建立金融衍生品中央清算平臺和交易註冊系統

2009 年 8 月，韓國金融監管局宣佈，計畫建立一個“衍生品中央清算平臺和交易註冊系統”，對韓國金融市場上交易的金融衍生性產品和影子銀行業務進行中央清算，以實現高度集中的監管；同時要求新的金融衍生性產品和影子銀行業務在此平臺上進行註冊，以減少金融衍生品市場的風險，並增加交易的透明度。

四、金融監管體制改革發展的比較和主要趨勢

在本節中，主要將以美國當前的金融監管體制改革方案，即《白皮書》為主軸，通過對美國一年內兩次金融監管體制改革方案的對比，美國改革方案與歐洲改革方案的對比，美國改革方案與亞洲改革方案的對比，以及美國改革方案與一些學術界改革理論和思想的對比，梳理在金融風暴後全球金融監管體制改革發展的主要趨勢，提供作為國內金融監管體制的未來發展之參考。

（一）、美國兩次金融監管體制改革方案的對比

在美國 2009 年 3 月和 6 月分別提出的兩次金融監管體制改革方案中，雖然兩者都具有一致的改革目標，即從根本上解決金融監管體制機制存在的矛盾與問題，防範監管風險，提高監管效能；但是，兩次改革方案在改革的宏觀面向和微觀具體政策上仍然具有明顯的區別。這些相同和區別一方面反映了金融監管體制改革本身的多元性和複雜性，另一方面也指示著美國在未來一段時間內金融監管改革發展的主要趨勢。

在宏觀意義上，鮑爾森在 2009 年 3 月頒佈的《藍圖》更注重改革的漸進性和長期性，力圖為美國乃至世界未來的金融監管體制改革提供全新的框架；而蓋特納在 2009 年 6 月主持公佈的《白皮書》則更注重改革的針對性和時效性，其主要提出的改革目標和政策都具有相當的可操作性，並明確規定了各個政策希望在國會通過的具體時間，其中絕大多數政策都提議在 2009 年之內制定完畢並提交國會討論。從這一意義上，《白皮書》相對於《藍圖》而言，也對金融風暴之後美國原有金融監管體制的具體和漏洞進行了更為細緻的分析，尤其是更為深入的融入了自 2008 年 9 月雷曼兄弟破產後近一年來美國金融監管體制所暴露出的新問題，在此過程中積累的新的經驗，以及各方廣泛辯論所引發的各種觀點的折衷。

在下面的討論中，將以《白皮書》為重心，主要分析其相對於《藍圖》而言的變化和細化，以明確當前美國金融監管體制改革在短期內的主要方向。

1、更強調對金融風暴中新的金融監管概念的明確和辨識

（1）在宏觀上加強對系統風險的監管。

在《白皮書》中，首次向未來的金融監管機構明確了對“系統風險”的監管，並明確提出了一類經由較大的規模、槓桿水準和與其他金融機構的業務連帶關係而可能將個體風險轉化為系統風險的管道，這被認為是《白皮書》在金融監管體制改革中最為重要的創新之一。《白皮書》認為，那些一旦倒閉，便會因為其較大的規模、槓桿水準和與其他金融機構的業務連帶關係而對整體金融體系造成巨

大威脅的大型金融企業（以下稱爲“第一類金融控股公司”）應當被認爲是事實上的系統風險製造者，因此必須對其提出更嚴格的監管要求。《白皮書》提出，由聯邦準備委員會對這類大型金融企業直接進行監管並對其負責，並在立法中確立明確的標準，以使得聯邦準備委員會能夠準確的辨識這類大型金融企業。

（2）在微觀上加強對資產證券化、場外交易模式、銀行控股公司、金融控股公司和影子銀行系統的全面監管，並在此基礎上保護消費者和投資者的權益。

在 20 世紀 80 年代末期以來，美國對金融交易模式，尤其是投資銀行業務的業務監管出現了大範圍的自由化傾向。一方面，在 1980 年，美國通過了《儲蓄機構去監督和貨幣控制法案》（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control），在 1999 年又進一步通過了 Gramm-Leach-Bliley 法案，將商業銀行和投資銀行的業務範圍模糊化，並且對其中投資銀行的監管條例進行了大幅度的弱化，導致投資銀行業務進入的門檻大大降低，而且投資銀行在其具體業務如證券發行和對沖基金經營方面幾乎沒有任何約束。這二十年的發展讓一系列原本只屬於投資銀行的業務模式被大大擴散到金融體系的各個交易環節中，並催生出影子銀行系統等游離於原有金融監管框架的新金融實體。另一方面，隨著金融創新腳步的不斷加快，各種資產證券化模式層出不窮，場外交易模式的高效性又讓許多金融機構有效地逃避了對槓桿率和資產負債表上的資本金要求，讓風險在金融體系中傳播的方式大大複雜化。因此，相對於《藍圖》主要著眼於宏觀的監管體制建設，《白皮書》對這些金融體系微觀層面的監管真空提出了明確的界定，將採取具體的政策，加強對資產證券化、場外交易模式、銀行控股公司、金融控股公司和影子銀行系統的全面監管。

同時，金融風暴的發展逐漸暴露出的一個重要問題是，基於資產證券化、場外交易和各類影子銀行交易業務的高度複雜性，使得市場的交易主體，尤其是借款方和投資方，往往難以正確理解這些金融產品的收益和風險特徵，難以對產品蘊含的金融風險作出正確評估，從而無法基於審慎而理性的判斷作出交易決策，甚至落入某些金融機構欺詐的陷阱。因此，《白皮書》明確的對資產證券化和影子銀行系統提出了更爲嚴格的資訊披露要求，強制其提供更爲簡易的金融產品，並設立新的獨立機構“金融消費者保護機構”（Consumer Financial Protection Agency, CFPA）來對金融產品提供方進行全面監管，保護消費者和投資者的權益。

2、強調迅速建立和改革實體性的金融監管機構以增強金融監管體制的效率

（1）建立金融監管的直接權力機構

與《藍圖》建議的擴大美國總統金融市場工作組（PWG）的建議相比，《白皮書》提出直接建議一個實體的權力機構來全面負責金融監管，即“金融服務監

察委員會”（Financial Services Oversight Council，FSOC）。從某種意義上，《白皮書》提出的建立“金融服務監察委員會”（FSOC）與財政部、聯準會合作進行金融監管的框架，被認為是向英國之前“三駕馬車”框架的靠近。在後文中還將討論到這一模式與歐洲金融監管體制的異同。

此外，《白皮書》還新提出了一系列建議，建立新的實體金融監管權力機構，以改變原有金融監管體制中的監管真空。包括建立“國家銀行監管局”（National Bank Supervisor，NBS）對銀行和銀行控股公司進行監管，以及“金融消費者保護機構”（Consumer Financial Protection Agency，CFPA）對消費者和投資者的權益進行保護。

（2）以最小成本迅速尋求改革可能，在短期內提高監管系統效率

在《藍圖》的中期目標中，對美國現有聯邦一級的金融監管機構提出了較大的撤銷和合併建議，包括撤銷存貸監管機構、確定國家特許銀行的聯邦監管機構、以及合併期貨與證券監管機構。即撤銷聯邦存貸機構監督辦公室（OTS），在州一級撤銷特許銀行的監管機構，以及合併證券交易委員會（SEC）和商品期貨交易委員會（CFTC）。而在《白皮書》中，避免了直接撤銷或合併原有監管機構這樣可能引起爭議和新的監管漏洞的行為，而注重在現有的金融監管機構體系中重新分配責任與權力，以在短期內以最小成本快速提高監管系統效率。

3、強調近一年內美國政府對金融風暴應對經驗的反思

（1）強調在有限制的條件下擴大聯準會的監管權力。

與《藍圖》強調全面擴大美國聯邦準備委員會的監管和危機處理能力相比，《白皮書》同樣要求聯準會在金融風暴的預防環節發揮更重要的作用，包括由聯準會直接對資產證券化環節和影子銀行系統實行更強的監管，並對第一類大型金融控股公司可能造成的系統風險進行監控等。但是，《白皮書》在聯準會對金融風暴的處置環節則顯得更為謹慎。《白皮書》要求，將對聯邦準備法案的第 13 章第 3 條進行修正。未來，聯邦準備銀行在緊急情況下使用緊急貸款權將貸款供給需要的個人、組織或企業之前，必須獲得財政部的書面授權。而此前，聯邦準備銀行可以自行決定行使緊急貸款權。

《白皮書》中相對於《藍圖》的這一變化，被認為是對 2009 年 3 月 AIG 高管薪酬醜聞和 AIG 此前一系列“太大而不能倒”的問題所引發的廣泛辯論的應對。引入財政部加入對緊急貸款權的考量，被認為將有效的在金融監管過程中考慮更廣泛的納稅人利益，同時也避免聯準會的權利無限擴大化。

（2）強調金融監管體制應對未來金融風暴的能力。

在 2008 年之後的全面金融風暴中，另一個被廣泛討論的問題是美國政府在 2008 年 9 月任由雷曼兄弟破產，以致此事件成為全球金融風暴導火線的政策選擇

的教訓。在 2008 年 3 月向貝爾斯登提供救助後，不救助雷曼兄弟並讓其破產一度被認為是合理的選擇，但在 2009 年之後，各方觀點一般認為，美國金融監管的相關權力機構對雷曼破產的複雜性以及其對全球金融市場的巨大影響估計不足，而簡單的選擇了傳統的破產保護和自由清算方式（基於 Chapter 11 bankruptcy protection 的規定），因此直接導致了市場的劇烈動盪，顯示了金融監管在應對金融風暴能力方面的嚴重不足。

因此，《白皮書》在改革方案的設計中明確要求，在預防如雷曼兄弟這樣的大規模、與其他金融機構具有巨大業務相關性的第一類金融控股公司積累過大系統性風險的同時，也要為金融監管機構提供在危機到來之後足夠的政策工具，即創建一整套系統性的機制來解決銀行控股公司的破產問題，以避免對這些銀行控股公司的不恰當的破產操作而對整體金融系統和實體經濟帶來的負面影響。

（3）強調對金融風暴因政府干預而產生的新問題的關注和監管。

在 2007 年以來的次貸危機中，美國政府為避免金融風暴的惡化和擴大進行了持續的努力，並創造了一系列在歷史上從未有過的救助案例，如對“兩房”的國有化，對“有毒資產”處置的公私合營計畫（PPIP）等。對於這些新的金融體系概念和相關政策，在傳統的監管體制中並未規定明確的監管模式。因此，在《白皮書》中，也對這些在金融風暴中因為政府干預而產生的新問題提出了監管建議。

4、強調國際金融監管體制的協調與合作

對於美國而言，與《藍圖》中更為著重美國國內的金融體系改革相比，此次的《白皮書》更為強調美國在建設未來全球金融監管體制中的角色。《白皮書》明確提出了要透過美國的金融監管體制改革來為全球的金融監管體制改革設定標準，並指出其在許多環節上，美國國內的監管標準還將強於這一國際標準，以為國際金融監管的標準提供尺規。並且，《白皮書》更明確的為銀行監管的巴塞爾委員會（Basel Committee on Banking Supervision, BCBC）和金融穩定理事會（Financial Stability Board, FSB）提出了直接的改革建議。

從一方面，《白皮書》此次對於國際金融監管合作的重視，來源於對金融風暴全球化影響的深入認識。自 2008 年 9 月開始的金融風暴的一大特點，便在於其廣泛的全球化影響。在金融風暴全面全球化的過程中，金融業務的國際化與金融監管的國界化便形成了嚴重的衝突，讓國際金融監管協調與合作成為未來金融監管改革體系的必然。在危機的處置和預防中，美國已經明確認識到包括美國自身在內的任何單一國家都無力單獨防範和處置危機，必須尋求廣泛的國際監管合作，才能有效的應對未來金融體系的監管要求。

從另一方面，此次蓋特納主持的《白皮書》更為強調美國在未來國際金融監管合作協調中的角色，也反映了自 2008 年 9 月以來美國在國際金融體系中所面臨的新挑戰。此次金融風暴不僅對美國的金融體系造成了巨大影響，也嚴重衝擊

了美國在國際金融體系中的主導性地位。2009 年上半年，美國的金融體系和金融穩定性政策受到世界其他國家和政治實體的諸多質疑，中國大陸甚至提出由 IMF 的特別提款權（Special Drawing Rights，SDR）代替美元成為國際貨幣儲備的提議。在此背景下，輿論認為，美國的監管改革方案的目標不僅在於完善金融監管體制，修復金融市場，同時也在於維護美國在國際金融體系中的主導地位。《白皮書》中尤為強調的國際金融監管合作，被認為不僅是美國防範外源性系統性風險的重要措施，同時也有助於統一全球各經濟體在金融監管改革上的尺度，避免其他國家和地區較為寬鬆的金融市場環境對美國自身在全球金融體系中的國際主導性地位造成威脅。

（二）、美國金融監管體制改革與歐洲金融監管體制改革發展的對比

與美國相比，面對金融監管權力分散在成員國的局面，歐盟更加認識到歐盟分散的監管體制不利於金融體系的穩定，與歐盟金融一體化以及全球性的金融市場也不相匹配，因此，加強監管與協調成為歐盟自國際金融風暴之後監管改革的主題。在對於未來的金融監管體制的趨勢上，分析和對比美國和歐洲的金融監管體制改革，也成為理解當前全球金融監管發展的一個重要角度。

1、美國金融監管改革與《歐盟方案》的主要相同之處

與美國發佈的《白皮書》相似，《歐盟方案》也同時強調在宏觀和微觀兩個層面上對於金融監管體制的改革。

宏觀上，美國《白皮書》和歐洲的《歐盟方案》都強調建立全新的實體權力機構來全面負責金融監管，在美國為“金融服務監察委員會”（Financial Services Oversight Council，FSOC），在歐洲則為“歐洲系統性風險理事會”（European Systemic Risk Board，ESRB），其權力和責任也相對類似，均為負責對整個金融體系的宏觀系統性風險進行監管，幫助中央銀行系統識別金融穩定面臨的潛在風險，發佈風險預警，設計風險處置方案，並在金融監管體制中扮演資訊中心的角色。同時，美國《白皮書》和歐洲的《歐盟方案》也都要求加強中央銀行在執行監管政策方面的集中性權力，以解決上世紀九十年代末以來在全球金融體系中普遍存在的多頭監管低效率局面。美國與歐洲在金融體系宏觀風險監管方面的一致發展趨勢，預示著當前全球的金融監管者已經將對宏觀系統風險的有效率監管，防止下一次大型金融風暴的爆發列為了金融監管的首要目標。

在微觀方面，美國《白皮書》和歐洲的《歐盟方案》也都同時提出了廣泛的保護消費者和投資者的監管政策。

2、美國金融監管改革與《歐盟方案》的主要差異

與美國相比，歐盟地區的微觀金融創新活動相對較小，也沒有如美國那樣大規模資產證券化發展，因此在對微觀金融層面上的金融企業和金融市場方面，《歐盟方案》的側重點稍有不同。在金融風暴中，歐盟地區受到的主要衝擊主要來自於在金融風暴發生前投資者大量投資於美國的次級貸款類資產證券化產品，因此如前所述，在《歐盟方案》中的微觀監管部分著重規範了銀行等大型投資者，以對消費者和投資者的權益進行保護。而更重要的，與美國不同，歐盟是由其成員國組成的不具有主權性質的經濟共同體，政策在不同管理者間的協調與執行相對較為困難。這一方面導致歐盟沒能阻止美國的危機殃及自身，而面對冰島銀行破產對歐盟國家的儲戶和投資者造成的損害，歐盟的監管者也缺乏有效的政策工具進行協調。因此，如何採取有效的微觀措施，有效協調歐盟各成員國的金融監管行動，並最有效率的利用各個成員國現有的金融監管資源，成為《歐盟方案》更為關注的焦點。

《歐盟方案》對於歐盟各個成員國在金融監管方面的協調問題主要分為三個層次。第一、在歐盟層面上，升級原先歐盟層面的銀行、證券和保險監管委員會為歐盟監管當局（European Supervisory Authorities, ESA），全面負責歐盟地區的金融監管協調問題，來確保各國相關監管權力機構進行金融監管的政策一致性和持續性。新的歐盟監管當局除了繼續承擔過去監管委員會作為諮詢主體的有關職責以外，其許可權有所擴大。其職能主要包括：建立一整套趨同規則和一致性監管操作，按照共同性條約的有關規定發展約束性協同技術標準，制定非約束性技術標準供各國監管者自行決定是否採納，確保歐盟共同的監管文化和一致性監管操作，收集微觀審慎監管資訊，協助解決成員國之間由於監管分歧而出現的問題，但不能干涉各國的財政權力。第二、在各國層面上，日常對金融機構的監管責任則由各國監管當局承擔。第三、在相互配合的層面上，為了加強歐盟監管機構之間的合作、監管方法的一致性以及對金融混業經營的有效監管，歐盟將在歐盟系統風險委員會中成立指導委員會，建立資訊交流與監管合作機制。但是，在《歐盟方案》現有的進展中，目前新的監管當局與各國監管當局之間的具體權責劃分尚未最後確定。

歐盟與英國的特殊關係也是《歐盟方案》在設計和辯論過程中面對的挑戰。由於英國不屬於歐元區範圍，因此《歐盟方案》在制定金融監管時必須考慮到歐洲央行和英國中央銀行的協調問題。按照歐盟委員會的最初設想，“歐洲系統性風險理事會”主席一職應由歐洲央行行長兼任，而歐洲央行是歐元區 16 國的三個監管局統一央行，這令身處歐元區之外的英國難以接受。經過政策辯論，“歐洲系統性風險理事會”主席最終由歐洲央行擴大委員會選舉產生，包括歐盟成員國中非歐元區國家的代表。另一方面，在英國範圍內，由英格蘭銀行、英國財政部和英國金融服務管理局（Financial Service Authority, FSA）長期以來形成的“三駕馬車”式的金融監管體制自從時任財政大臣，現任英國首相的布朗（Gordon Brown）在 1997 年推動以來，至今仍在金融監管體制思想中佔有顯著地位。《歐

盟方案》如何與英國國內的金融監管實現對接，也是在未來的歐洲金融監管體制亟待解決的問題。

（三）、美國金融監管體制改革和亞洲金融監管體制改革的對比

1、美國金融監管改革與亞洲改革方案的主要相同之處

雖然日本和韓國在金融風暴中受到的主要衝擊與美國不同，採取的主要改革措施也不同，但它們在改革的思路 and 核心要點上依然具有共同之處，即明確和集中金融監管機構的權力，實行有效率而強有力的金融監管。從 1997 年亞洲金融風暴以來，日本和韓國都對金融監管體系實行了結構性的改革，設置了專門的中央金融監管機構，在日本為金融廳，在韓國為金融監管局和金融監管委員會，這些政策一直維持到今天，為保持亞洲地區金融的穩定起了重要作用。並且，根據日本和韓國當前的改革措施，中央金融監管機構的權力還將進一步被加強。

而美國即將建立的“金融服務監察委員會”也是這樣一個集中性的金融監管機構。透過加強中央金融監管機構的權力，逐步實現在宏觀層面上對金融機構和金融市場中積累的系統性風險的監管。

2、美國金融監管改革與亞洲改革方案的主要差異

分析認為，亞洲國家在上世紀九十年代末的亞洲金融風暴之後已經對金融體系進行了較大的審慎性改革，因此亞洲的金融體系本身相對於原來的歐美體系而言是更為安全的。但是，另一方面，由於亞洲主要國家如日本、韓國的實體經濟普遍大大依賴於出口導向和國內的政府直接投資，因此在全球金融風暴中實體經濟受到的衝擊往往比歐美國家更為嚴重。因此，在本次金融風暴之後，亞洲主要國家的金融監管體制改革則主要針對於金融體系與實體經濟的銜接問題，與歐美的金融監管體制改革有明確的差異。

以日本為例在全球金融風暴中，雖然日本的實體經濟經歷了劇烈的動盪，但是日本的金融機構卻沒有遭受太大的直接損失。其原因主要有兩點：

第一、從本世紀初期以來，日本政府在泡沫經濟崩潰和亞洲金融風暴的教訓中加強了金融監管，使得日本的金融監管體制相對歐美而言更為嚴格，約束更為強烈，這也為本次日本金融機構本身未在金融風暴中遭受大面積損失打下了基礎。根據 IMF 的統計，在金融風暴最為猛烈的 2008 年 9 月，日本 4 家大型金融機構的總損失額約為 140 萬美元，僅占當期全球金融系統總損失額的 1%。

第二、從上世紀末以來，日本國內經歷了長期的經濟衰退和停滯，以至於被稱為“失去的十年”，實體經濟本身的停滯和上世紀末亞洲金融風暴的衝擊，導致日本金融業發展大幅停滯，因此並未參與由美國主導的此次大規模資產證券化

過程，購買的美國次貸產品也相對較少。在 2008 年上半年，即全球大規模金融風暴發生之前，日本累計持有美國次貸總額約為 150 億美元，僅占次貸市場總規模 1.2 兆美元的 1.2%。

但是，日本的實體經濟卻在金融風暴中遭受到了極其嚴重的衝擊。2008 年第四季度，日本 GDP 成長率為-12.1%，創下發達經濟體當期經濟衰退的最高紀錄。而世界銀行和 OECD 的預測均顯示，日本經濟在 2009 年將陷入嚴重衰退，預測 GDP 成長率為-0.1%至-2.1%之間，在世界主要發達經濟體中處於最嚴重的水準。

因此，日本金融監管體系的改革與美國和歐洲相比，具有鮮明的特殊性。即主要維持在亞洲金融風暴以來強有力的金融監管政策，而同時加強金融體系對於實體經濟恢復的推動作用。

與日本類似，在 1997 年之後，韓國作為受亞洲金融風暴影響最為嚴重的地區，也在 IMF 的直接指導下對金融監管體制進行了結構性改革。在本次金融風暴中，韓國的實體經濟受到的衝擊也遠遠大於金融體系本身受到的衝擊。因此，韓國在本次金融風暴之後的新的監管政策也主要關注於對實體經濟的恢復。不過，與日本相比，韓國的改革更為強調監管權力的集中化，並特別強調對金融衍生商品市場的監管。

（四）、金融監管體制改革實踐與學術界金融監管思想的對比

在經濟學理論的意義上，政府對市場進行干預的充分必要根據是“市場失靈”，即因為資訊不完全、資訊不對稱、外部性和公共產品存在等原因，自由的市場不能有效的實現資源的配置時，則必須由政府實行一定程度的監管，以解決市場的失靈問題。在當前的金融風暴中，上述“市場失靈”的問題又成為討論的重心，從而衍生出相應的監督改革建議。

1、金融監管體制改革實踐的學術基礎

（1）金融體系中廣泛存在的資訊不完全和資訊不對稱

自從資訊經濟學從上世紀七十年代末發展起來以後，對於資訊不完全和資訊不對稱的廣泛研究成為對金融監管最為直接的理論依據。在傳統的基於完全資訊的金融經濟學中，自由市場被認為是最能夠有效分散風險，實現資源有效配置的機制（Arrow and Debreu，1954）。但是，如果存在資訊不完全或資訊不對稱，在純粹理論層面上便無法實現最有效的風險分擔，在應用理論層面上，便會導致如內幕交易、經理人的道德風險如從事高風險或不熟悉的業務等一系列問題（參見 Brunnermeier，Crockett，Goodhart，Persaud and Shin，2009）。對這些問題的確證和解決，也成為當前金融監管體制改革中要求進一步的資訊透明化，限制各種道德

風險行為的理論基礎。

（2）協調失敗和“低價銷售的外部性”

在金融市場理論中，一個普遍被觀察到的問題是在協調失敗的情況下，多重均衡中“較壞”的均衡，如對金融機構的擠兌可能會發生（Diamond and Dybvig，1983；Allen and Gale，2007）。在這個過程中，單個投資者的擠兌會對而後繼的擠兌造成負外部性。後繼的研究則指出，如果投資者能夠對經濟的基本面或者金融市場獲得更為準確的資訊，則有可能避免對銀行和金融市場的大規模擠兌的出現（Morris and Shin，1998，2004），這也成為對金融機構進行更為嚴格和明確的資訊披露的監管的基礎之一。

另一方面，傳統的對銀行的擠兌理論也在金融風暴中大面積擴展至其他的金融機構，如貝爾斯登在最後一周內遭遇的流動性劇減和拋售。對單個投資者來說，持有與資產負債期限不相匹配的高槓桿頭寸而將自己暴露於流動性螺旋的風險是理性的，但是，這一行為的社會成本卻非常高。這是因為，每個投機者將未來價格視為既定，從而沒有考慮拋售資產會迫使其他投機者同樣進行拋售，進而會損害其他投機者的利益。這一問題在金融理論中被稱為“低價銷售的外部性”（Brunnermeier，2009），也是在金融體系監管的思想中對銀行業務進行監管的主要理論原因。《白皮書》和《歐盟方案》都在此意義上，更明確的規定了對銀行、銀行的各種分支機構和銀行控股公司的業務的監管。

（3）金融市場的公共產品理論

在一般的監管理論意義上，對金融市場進行監管的另一個基礎在於金融市場和金融風暴的公共品性質。在大規模金融風暴中，破產或損失對於單個投資者或金融企業的損失較小，但可能對整個金融體系造成極大的破壞，因此讓破產或損失帶有負公共品的屬性；另一方面，單個投資者或金融企業維護金融市場的穩定性和低風險性的收益較低，但金融市場的穩定性對於整體經濟卻具有至關重要的意義，因此讓金融市場本身具有正公共品的屬性（參見 Brunnermeier，Crockett，Goodhart，Persaud and Shin，2009）。在此基礎上，《白皮書》和《歐盟方案》都提出，要在監管中盡可能讓金融機構在金融市場活動中的利益結構得到改變，以使得它們有更多的激勵來維護金融市場的穩定性。

2、金融監管體制改革實踐與學界思想可能的衝突之處

（1）對“系統性風險”的準確定義和操作準則問題。

不論是美國的《白皮書》還是歐洲的《歐盟方案》而言，改革方案均提出了“系統風險”和具有“系統重要性”的金融機構的概念，如美國《白皮書》中要求在進一步的立法中賦予聯準會更多的權力，使其能夠準確定義和管理那些一旦倒閉，便會因為其較大的規模、槓桿水準和與其他金融機構的業務連帶關係而對

整體金融體系造成巨大威脅的大型金融企業（即“第一類金融控股公司”），並強調了相關業務監管的重要性。但是，在這一政策建議中，對於“系統風險”和這類“系統重要性”的金融企業的屬性和可操作性的判斷標準卻沒有清晰的描述，這在一定程度上降低了這一概念的可操作性，並被認為可能導致美國聯準會作為上述職能承擔者權力的濫用。在《歐盟方案》中也存在著類似的問題。

該問題產生的一個重要原因在於，在現有的金融經濟學理論中並沒有對“系統風險”的準確定義，也還沒有明確的理論說明，為何較大的規模、槓桿水準和與其他金融機構的業務連帶關係會將個體風險放大為系統風險。在一般的金融經濟學理論中，系統風險一般定義為不能透過資產多樣化而分散的個體風險，但是這是一個理論定義，而並不是一個操作性的定義。從上世紀七十年代開始，對CAPM模型和各種因數模型進行實證檢驗的結果一般也都支援，可以被資產多樣化而分散的風險是沒有被定價的，也就是說，在資產多樣化的過程中，個體風險能夠被有效的分散，而不應當被放大成為系統風險的一部分。因而，在現有的金融學理論中，對此次金融監管體制中最為核心的“系統性風險”監管部分依然缺乏有效的學術支持。

在這一方面，斯蒂格利茨（Joseph Stiglitz）指出，對於當前規模過大、槓桿水準過高和業務關聯性高的大型金融企業，其理應具有更大的風險分散能力。但是由於資產證券化的過程與傳統的資產多樣化並不相同，而且這些企業的業務過於龐雜，且業務之間本身又具有相關性，使得金融體系的風險過多的積聚於這些大型金融企業內部，而並未實現風險分散的效果。此外，資產證券化過程及場外交易又大大引入了前所未有的資訊不對稱程度，因此讓金融市場參與者有效識別風險，利用理性的決策來分散風險的能力大為降低。因此，控制這類大型企業確實在一定程度上能夠更好的實現風險分散的效果。在2008年金融風暴之後開始的一些初步研究中，這些觀點透過一些不同的模型從不同的側面得到了展現（如Gorden, 2008；Morris and Shin, 2009a, 2009b；Brunnermeier, Crockett, Goodhart, Persaud and Shin, 2009），但是至今在學術思想中依然缺乏系統的對系統風險的描述。

另外一些對於系統風險的描述來源於對資產選擇理論（Markowitz, 1952）的“模型外部性”的反思。這些研究（如Xiong, 2009）認為，因為大多數投資者和金融機構都按照馬科維茨的資產選擇理論進行資產配置，所以，即使原本的金融市場上的交易和資產是獨立的，但也因為大家使用共同的模型而形成了風險的高度相關，而大型金融企業的存在則更在這一意義上促成了系統性風險的產生。但是，這類研究也沒有明確的提出對系統性風險的辨識和監管方法。

在實際操作方面，也有學術理論對基於中央銀行的“系統性風險”防控提出質疑。如對《白皮書》和《歐盟方案》中要求中央銀行系統對“系統性風險”承擔更多責任的監管建議，早期和近期的研究均指出，中央銀行系統對金融市場微觀業務的直接干預本身就是高風險任務，會向金融市場中引入新的系統性風險

(Arrow and Lind, 1970; Pennacchi, 2005; Geanakoplos and Zeldes, 2007), 同時, 在當前, 這也可能將干擾聯準會執行復甦實體經濟的核心使命。

(2) 金融監管與“金融創新”和配置市場理論的衝突

在金融經濟學理論中, “金融創新”和完全市場理論的主要含義在於, 透過向金融市場中引入更多類型的證券產品, 讓金融市場更有可能實現有效率的風險分擔和資源配置(Hart, 1975; Allen, Gale and Shin, 1994)。因此, 當前金融監管體制改革中普遍要求的對金融市場微觀主體的限制, 如要求對沖基金和從事投資銀行業務的金融控股公司公開交易簿上的交易策略, 限制過高槓桿率的金融企業的賣空行為等, 被認為是與“金融創新”和完全市場理論相違背的, 因為這些監管手段實際上相當於減少了在金融市場上流動和交易的證券數目, 有可能會對整體金融市場的效率造成負面影響。另一方面, 在從實體經濟中恢復的期間, 這些限制也被認為可能會減少金融市場的流動性(Johnson, 2009), 從而對整體經濟復甦有不利影響。

對這一觀點的辯護主要來源於對“冗餘證券”(redundant asset)的核對總和對資訊問題以及由此導致的市場摩擦和市場不完整性的辨認。在理論上, “冗餘證券”主要是指可以由其他資產透過資產組合而完全複製其成本收益的資產, 因此是不需要在證券市場上單獨存在的。如果這類經由資產證券化或表外交易而產生的金融資產確實屬於“冗餘證券”, 而且其複雜性和資訊的不透明性又確實存在, 那麼對於金融市場的效率性便確實具有負面影響, 因此需要受到監管。不過, 在理論上, 當前的實證檢驗主要局限於對市場有效性的檢驗, 即只能在宏觀層次上進行檢驗, 而無法對單個證券檢驗其是否為“冗餘證券”, 因此也很難為對過於複雜的交易策略的限制這樣的金融監管政策提供基礎和標準。

以學術思潮的角度來看, 過度的監管限制會造成市場創新不足, 也將影響金融市場的健全發展, 而對如何平衡金融創新的空間與金融監管的範圍還需要作更深入的研究。

伍：金融監管體制改革趨勢的總結和展望

綜上所述，在 2008 年的全球金融風暴中，雖然各國受到的衝擊不同，面對的國內宏觀環境也有所差異，但是全球各國政府在制定未來的金融監管體制時，依然體現出了高度的共識和趨勢性。這些改革措施一方面對有效緩解當前的全球金融風暴的負面影響起了迅速的作用，也對未來更為穩妥的全球金融秩序奠定了基礎。總結起來，本輪全球金融監管體制改革的最主要趨勢為：

1、明確對新型金融產品信用評級機構和道德風險的監管

由次貸危機開始的本輪全球金融風暴中，各類新型金融產品的廣泛出現所帶來的監管漏洞，以及信用評級機構在對這些新型金融產品的評級過程中出現的問題，是造成全面金融風暴的兩個導火線。因此，在各國未來的金融監管體系改革中，都明確提出了對金融市場中的新型金融產品和信用評級機構的監管。

一方面，對於基於資產證券化的金融創新和各種場外交易、影子銀行業務，各國都要求其進行更為嚴格的註冊交易，要求在交易前，對其簡易性、公平性和透明性進行更為嚴格的監管，並在交易過程中確保資訊的透明，以保證這些金融創新手段不再積累過大的風險。另一方面，對於信用評級機構，各國也要求對信用評級機構的工作模式進行改革，並實行更為嚴格的監管，去除道德風險問題。要求它們使用更為透明和簡單的評級方法，對評級資產中的風險實施更為明確的披露，並對經過資產證券化之後的新的結構化的金融產品採取與傳統金融產品不同的評級制度。同時，針對金融危機中呈現出高薪激勵冒險的情況，新的方向也是找尋、制定合理的薪酬制度，有助解決道德風險問題。這些新的監管措施都有利於迅速應對金融市場和金融創新的快速發展，為未來金融市場的穩定奠定基礎。

2、明確對大型金融機構和銀行系統中的系統性風險的監管

在 2008 年開始的全球金融風暴中，以貝爾斯登和雷曼兄弟等為代表的大型金融機構的巨大損失，讓金融風暴的影響迅速放大，成為全球金融風暴的重要起始點。因此，未來世界各國的金融監管體系均要求對這類可能對整體金融體系帶來巨大衝擊的大型金融機構進行更強力的監管，在金融監管立法中為這類企業確立明確的標準，並委任專門機構來辨識這類大型金融企業。同時，對於這類大型金融機構在資本金、流動性和風險管理標準等環節上的要求，也必須強於對其他的相對較小的金融機構的要求。在銀行系統方面，也對各類銀行控股公司提出更為嚴格的業務監管要求，避免銀行的業務過分龐雜。透過這些對大型金融機構和銀行系統的更強力監管，減少整體金融體系中系統性風險的積累，恢復金融體系分散風險的有效性。

3、加強金融監管部門的協調和國際合作監管

不論是對於國內各個不同的監管機構，還是國際間各國的金融監管體制，本輪全球金融體制改革都尤為強調加強各個金融監管機構的協調合作，促進權力的有效分配，以實現高效率的金融監管。一方面，在國內的層次上，新的監管體制應該保證國內各個金融監管機構的資訊共用和資源有效調配，避免監管重複和監管真空。另一方面，在國際的層次上，新的監管體制必須要求各個國家盡可能採取一致的監管標準，並在國際法律和協議的框架下，加強國際金融監管的溝通和協調，以達成各國國內金融體系和全球金融體系的共同穩定。

本研究發現，全球金融風暴衝擊之後，金融政策思潮也發生了“結構性的移動。”從過去三十年崇尚以“市場自律”為主軸的運轉模式，轉換成以“政府監管”為重心的指導原則；同時在體會到金融全球化的事實後，“統一標準、全球協調”也將成為新的發展趨勢。

以國內情勢而言，過去的金融創新並不足夠，在這次全球金融風暴中也受損較小。因為發展階段有差異，從全球金融風暴中學習到的啟示應該也有所差異：國內不宜過度限制金融創新，而應鼓勵穩健的金融創新，同時吸取各國經驗，建構具有前瞻性的金融監管體制，促進金融市場的平衡發展。

參考文獻

- Allen, F, and D. Gale (2007), *Understanding Financial Crises Clarendon Lectures in Economics*. Oxford, UK: Oxford University Press.
- Allen, F, D. Gale, and H. Shin (1994), *Financial Innovation and Risk Sharing*. MIT Press.
- Arrow, K. and G. Debreu (1954), “Existence of an Equilibrium for a Competitive Economy” , *Econometrica*, Vol.22.
- Arrow, K. and R. Lind (1970), “Uncertainty and the Evaluation of Public Investment Decisions” , *American Economic Review*, Vol.60.
- Brunnermeier, M. (2009), “De-Ciphering the Credit and Liquidity Crisis of 2007-8” , *Journal of Economic Perspectives*, Vol.23.
- Brunnermeier, M., A. Crockett, C. Goodhart, A. Persaud and H. Shin (2009), “The Fundamental Principles of Financial Regulation” , Geneva Reports on World Economy.
- Department of the Treasury (2009a), “Blueprint for a Modern Financial Regulatory Framework.”
- Department of the Treasury (2009b), “Financial Regulatory Reform – A New Foundation: Rebuilding Financial Supervision and Regulation.”
- Diamond, D. and P. Dybvig (1983), “Bank Runs, Deposit Insurance, and Liquidity” , *Journal of Political Economy*, Vol.91.
- Geanakoplos, J. and S. Zeldes (2007), “The Market Value of Accrued Social Security Benefits” , working paper.
- Gorton, G. (2008), “The Panic of 2008” , Working Paper.
- Hart, O. (1975), “On the Optimality of Equilibrium When the Market Structure is Incomplete” , *Journal of Economic Theory*, Vol.11.
- Markowitz, H. (1952), “Portfolio Selection” , *Journal of Finance*, Vol.7.
- Morris, S. and H. S. Shin (1998), “Unique Equilibrium in a Model of Self-Fulfilling Currency Attacks” , *American Economic Review*, Vol.88
- Morris, S. and H. S. Shin (2009a), “Contagious Adverse Selection” , Working Paper, Princeton University.

- Morris, S. and H. S. Shin (2009b), “Illiquidity Component of Credit Risk” , Working Paper, Princeton University.
- Pennacchi, G. (2005), “Deposit Insurance, Bank Regulation, and Financial System Risks” , Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy.
- Xiong, W. (2009), “Financial Crisis: Not an Accident” , interviewed by the *21st Century Economy*.

案例一：貝爾斯登案例

一、 貝爾斯登（Bear Stearns）案例背景

貝爾斯登的全稱為 The Bear Stearns Companies, Inc，在 2008 年被摩根大通收購以前，貝爾斯登是世界上最大的投資銀行和經紀公司之一，在證券交易市場上具有非常重要的國際影響。

貝爾斯登最初在 1923 年由 Joseph Bear，Robert Stearns 和 Harold Meyer 三人創建，其啓動資本為 500,000 美元。經過近半個世紀的發展，貝爾斯登於 1985 年在紐約證券交易所（NYSE）公開上市。貝爾斯登的業務對象十分廣泛，包括各類公司、組織、政府機構和個人，其業務包括公司財務、公司併購、關於股票和固定收益證券的發售、交易和研究、金融衍生產品、外匯和遠期的發售和交易、資產管理和監管服務，以及個人代理服務等。此外，貝爾斯登還在國際金融市場上從事各類資產經紀、清償代理和證券借貸業務。

在從 2007 年開始的美國次貸風暴之前，貝爾斯登已經逐漸發展為美國第五大投資銀行，並且在抵押證券市場上佔據領導地位。在 2005 年至 2007 年之間，美國財富（Fortune）雜誌在“美國最受尊重的企業”評選中，獲得“最受尊重的證券企業”第二名，而財富雜誌組織的這一評選長期以來被認為在評估企業的員工素質、管理品質和商業創新程度方面具有極高的權威，對貝爾斯登的企業成就的肯定可見一斑。此外，在華爾街，貝爾斯登長期以來以其對市場的準確理解和預測能力而著稱，貝爾斯登所發佈的市場觀察報告也在市場上享有盛譽，被譽為“市場的前瞻”（"Early Look at the Market - Bear Stearns Morning View"）。

但是，進入 2007 年之後，貝爾斯登在席捲美國的次貸風暴中受到極大的衝擊，其旗下的兩隻重要的對沖基金先後倒閉，公司於 2008 年初陷入嚴重的流動性危機，瀕臨破產。2008 年 3 月，位於紐約的美國聯邦儲備銀行嘗試向貝爾斯登提供緊急貸款，但是，這些努力依然不能挽救貝爾斯登的命運。2008 年 3 月 17 日，摩根大通提出以每股 2 美元，總計 2.36 億美元的價格收購貝爾斯登。此後，在 2008 年 3 月 24 日，在輿論和股東的壓力下，摩根大通將這一報價提高到每股 10 美元，總額為約 11 億美元。最終，摩根大通宣佈以每股 10 美元的價格收購貝爾斯登，並最終於 2008 年 5 月 30 日完成這一交易。這一交易價格遠遠低於貝爾斯登在此前一年之內的最高股價，即 133.2 美元。貝爾斯登 85 年的輝煌從此成為歷史。

圖 1. 從 1985 年至 2008 年貝爾斯登的股價變化



資料來源：雅虎財經。

二、 危機發生的經過

(一)、序章

眾所周知，從 2007 年開始的次貸危機是貝爾斯登最終危機的導火線。貝爾斯登的崩潰，最初都源於其交易業務中佔有相當分量的次貸相關金融產品。對於貝爾斯登，其關鍵是貝爾斯登旗下兩隻主要投資於擔保債券憑證（CDO）的對沖基金 HGF（High-Grade Structured Credit Strategies Fund）和 HGELF（High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Fund）的破產。

2007 年 7 月 16 日，貝爾斯登向公眾正式宣佈，其旗下的兩支對沖基金，即 HGF 和 HGELF 在次貸危機中幾乎損失了其全部的資產價值。具體而言，HGF 損失了其約 90% 的價值，達 10 億美元；而 HGELF 則幾乎損失了其全部的價值，達 6 億美元。事實上，貝爾斯登在此前也採取過廣泛努力，試圖挽救這兩支基金的命運，在 2007 年 6 月 22 日，貝爾斯登曾經嘗試透過爭取一項高達 32 億美元的抵押貸款來挽救 HGF，同時也積極與其他銀行談判，以籌措流動性來挽救 HGELF。但是，一方面，因為貝爾斯登內部在考慮到公司長期名譽的角度下，對是否需要大規模獲取抵押貸款來挽救這兩檔基金未能達成一致意見；另一方面，其他銀行和金融機構也對挽救基金的必要性和可行性持懷疑態度。最終，對這兩檔基金的救援設想未能付諸實現，它們在 2007 年 7 月 30 日正式申請破產（Chapter 15 bankruptcy）。

然而，貝爾斯登高層在當時並沒有完全意識到，正是這兩支對沖基金的破產，成為最終貝爾斯登命運的導火線。由於媒體的廣泛介入，這兩檔基金的破產受到空前的關注，這不僅僅是因為這兩檔基金本身巨額的資產規模，更重要的是其使得基於次級貸和房價持續下跌的金融風險成為一個顯性的問題。貝爾斯登的

HGF 和 HGELF 這兩隻對沖基金的破產，也成為人們最早感受到金融危機全面來臨的標誌性事件之一。

更為重要的是，HGF 和 HGELF 這兩檔基金的破產，使得人們開始對貝爾斯登公司的經營狀況和此前的金融操作策略產生了全面的懷疑。2007 年 8 月 1 日，這兩檔基金的投資者們開始對貝爾斯登的高層發難，投資者們聯合法律訴訟公司 Jake Zamansky & Associates 和 Rich & Intelisano，向美國全國證券交易商協會指控貝爾斯登在對 HGF 和 HGELF 的運作中對投資者進行了誤導。這一指控導致貝爾斯登的股價大幅下跌，並直接影響到貝爾斯登的其他金融業務。在兩檔基金破產和其他因素的綜合影響下，在 2007 年 10 月結束的 2007 財年中，貝爾斯登的息稅前收入遭受巨大打擊，如下表 1 所示。此外，2007 年 11 月 15 日，貝爾斯登發佈的公告稱，貝爾斯登還持有數額高達 12 億美元的次級貸相關證券產品，並可能於 2007 年最終遭受其公司經營歷史上首次虧損。這一消息發佈後，標準普爾立刻將貝爾斯登的信用評級從 AA 降低至 A。

表 1. 貝爾斯登的息稅前收入（單位：百萬美元）

	2003	2004	2005	2006	2007
EBIT	1,772	2,022	2,207	3,147	193

資料來源：貝爾斯登 2007 年年報。

（二）、貝爾斯登的破產

1、貝爾斯登最後的日子

在其兩支對沖基金破產帶來的巨大後繼影響下，2007 年 12 月，貝爾斯登宣佈，其 2007 年第四季度淨虧損達到 8.54 億美元，這是貝爾斯登 83 年經營歷史上首次虧損，而首次虧損額就如此巨大，大大打擊了市場的信心。2008 年 1 月，貝爾斯登前 CEO Cayne 宣佈辭職，其繼任者為 Schwarz。但是，在當時的情勢下，已經沒有人能夠真正採取任何有效的行動來挽救貝爾斯登。直到 2008 年 3 月，貝爾斯登的 CEO Schwarz 仍然拒絕向公眾透露有關貝爾斯登困境的真實資訊，但是，在很短的時間內，傳言開始在美國金融市場上廣泛蔓延，並迅速的導致了貝爾斯登最終的潰敗。參如下表 2。

表 2. 貝爾斯登最後的日子

日期	股票收盤價	事件
3 月 10 日	\$62.30	CEO Schwarz 在接受 CNBC 採訪時稱："We don't see any liquidity problems..."。
3 月 11 日	\$62.97	貝爾斯登內部的審計結果顯示，流動性資產從 1810 億

		美元減少到 1150 億美元。
3 月 13 日	\$57.00	美國金融市場上有關貝爾斯登危機的傳言開始廣泛蔓延。
3 月 14 日	\$30.00	許多交易對方向貝爾斯登提出追加保證金的要求，並開始拒絕向貝爾斯登提供信貸融資。
3 月 15 日	\$2.00	貝爾斯登答應被摩根大通收購，聯準會提供約 300 億美元資金為收購提供擔保。
3 月 17 日	\$4.81	貝爾斯登的股東和雇員對摩根大通的報價表達了強烈的不滿情緒，其他金融機構也對報價提出質疑。
3 月 24 日	\$11.25	摩根大通最終將收購報價提高到每股 10 美元。

2、摩根大通的收購和聯準會的擔保

2008 年 3 月 14 日，摩根大通聯合在紐約的聯邦儲備銀行向貝爾斯登提供了一項為期 28 天的緊急貸款，以防止因貝爾斯登可能破產而導致的市場動盪。兩天之後，在 2008 年 3 月 16 日，貝爾斯登簽署了和摩根大通的併購協定，其議定的收購價為每股 2 美元，這個價格遠遠低於貝爾斯登在 2007 年 1 月達到的 172 美元每股的股價高點，也遠低於其在 2008 年 2 月，即危機發生之前一個月的 93 美元每股的股價水準。此外，聯邦準備委員還同意為這項收購提供擔保，即向摩根大通提供一項數額達到 290 億美元的無追索權貸款，以此來部分承擔貝爾斯登的非流動性資產的風險。這項無追索權貸款的意義在於，該項貸款將全部基於抵押債務，而且如果最終貝爾斯登的抵押債務不足以償還這項貸款，政府也無權要求摩根大通用其自身的資產來清償債務，因此，能夠有效的確保摩根大通在較為寬鬆的條件下完成對貝爾斯登的收購。聯準會主席 Bernanke 在接受採訪時表示，聯準會的這一做法主要是為了防止因為貝爾斯登直接破產而對美國整體金融市場造成的嚴重破壞性影響（“A Bear Stearns' bankruptcy would have affected the real economy and could have caused a "chaotic unwinding" of investments across the US markets”）。

不過，在 3 月 20 日，美國證券交易委員會（The United States Securities and Exchange Commission，SEC）主席 Cox 表示，貝爾斯登最終的破產是因為對信心的缺乏，而不是資本本身的缺乏。Cox 指出，貝爾斯登在最後關頭的危機，是與投資者信心的喪失同步發生的，正是由於投資者對貝爾斯登流動性問題的傳言，最終導致了投資者對貝爾斯登信心的全面喪失。Cox 認為，在 3 月中旬，貝爾斯登實際上依然擁有足夠的資金為其證券提供擔保，但是市場交易者已經普遍對貝爾斯登失去信心，從而引發大規模的清償要求。這樣，貝爾斯登的流動資金池從 3 月 10 日的 1,810 億美元迅速下降到 3 月 13 日的 20 億美元，最終，市場的悲觀

傳言也在一定程度上造就了貝爾斯登的“自我實現”的危機。

2008 年 3 月 24 日，在貝爾斯登股東的力量推動下，包括貝爾斯登股東和雇員在內的投資者向摩根大通提起一份法律訴訟，質疑摩根大通收購貝爾斯登的報價過低。在輿論壓力下，摩根大通在當天重新提出了每股 10 美元的報價。這一重新報價被認為一方面能夠安撫激動的投資者，防止對摩根大通進一步的法律行動，同時也能保證許多持有貝爾斯登股票的貝爾斯登雇員能夠繼續留在其工作位置上，使得貝爾斯登被收購後的日常業務能夠正常進行下去。最終，在 2008 年 5 月 29 日，貝爾斯登的股東同意了這項以 10 美元每股進行的併購。然而，最後的併購結果卻導致了美國國內對聯準會是否應該干預金融市場，即對摩根大通併購貝爾斯登提供擔保這一行動的廣泛爭論。

圖 2 貝爾斯登在最後階段的股價



資料來源：雅虎財經。

三、 危機發生的原因分析

貝爾斯登所以會倒閉，一方面是因為宏觀系統風險的衝擊，包含了由房地產泡沫破滅和次貸問題所引起的抵押證券資產價值下跌、巨大流動性危機和投資者的信心喪失這些方面。

對於貝爾斯登而言，其主要經營的 HGF 和 HGELF 本身即 100%全部投資於 CDO 業務，而且基金本身在任何時候均可以遭到贖回要求的業務特點更決定了其在流動性問題上的巨大風險，因此在次貸危機中受到的流動性衝擊更為嚴重。

在 2008 年 3 月 10 日，貝爾斯登 CEO Schwarz 還向投資者公開宣稱貝爾斯登不存在流動性問題，但是，由於市場信心的缺失，機構投資者在兩天時間內大規模的將業務和資金轉向貝爾斯登的市場對手。而在 3 月 13 日，美林證券宣佈停止與貝爾斯登的一切交易，並對其有關曝露風險進行清算。可見，貝爾斯登的最終破產，受到了投資者信心喪失因素的嚴重影響。

更進一步來看，貝爾斯登所以倒閉還有它微觀的特殊風險原因，包含以下幾點：

（一）、在基金運作過程中投資過分集中，槓桿太高，對抗風險能力過於自信

2003 年 10 月，貝爾斯登推出了其主要投資於 CDO 的對沖基金 HGF（High-Grade Structured Credit Strategies Fund）。在對這支基金的推介中，貝爾斯登聲稱這支基金將幾乎全部（最高可能為 100%）投資於低風險、高收益的抵押證券產品，如評級為 AAA 或 AA 的 CDO 證券，並且使用了槓桿來提高收益率。另外，貝爾斯登還向潛在的投資者宣佈，HGF 基金的期望回報率將在 10%至 12%之間，這一回報率遠遠高於當時市場上許多主要的銀行利率、LIBOR 利率和許多其他的市場收益率。在 2003 年，在當時投資環境和貝爾斯登正面宣傳的吸引下，許多機構和個人投資者紛紛參與到 HGF 的投資中來，最終為 HGF 募集到高達 15 億美元的總資金。此外，在 HGF 基金的運行過程中，使用了達 5 倍的槓桿率，在價值達到最高時共投資於共約 100 億美元的 CDO 產品。這樣一個看起來十分完美的成功，正為後來貝爾斯登對 HGF，尤其是對其中投資的主要標的產品即抵押證券的過分自信埋下了伏筆。

在接下來的兩年中，即 2004 年和 2005 年，HGF 基金的表現相對穩健。然而到了 2006 年，美國的房地產市場開始出現轉折。在 2006 年初期，一部分悲觀的投資者向 HGF 提出了贖回資金的要求。這些贖回要求迫使 HGF 不得不在公開市場上以較低的價格賣出一部分證券。顯然，這樣的賣出價格是遠遠低於貝爾斯登公司內部相對樂觀的估計的。

然後，貝爾斯登的管理者們在此時對他們運作 HGF 基金的方式和他們的會計準則持有高漲的信心。2006 年 8 月，貝爾斯登推出了另一隻新的，但同樣是主要投資於抵押證券的對沖基金 HGELF（High-Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leveraged Fund）。從 HGELF 的名稱不難看出，HGELF 是 HGF 的一個更高槓桿的版本。貝爾斯登向潛在的投資者宣稱，HGELF 的表現會比 HGF 更好，這取決於貝爾斯登經營團隊優秀的運作能力和 HGELF 中對避險技術的合理運用。在這樣的信念下，貝爾斯登鼓勵那些希望從 HGF 中贖回資金的投資者們把資金轉移到 HGELF 中，而不是僅僅把資金退出市場。在運營過程中，HGELF 在淨值最高時募集到約 7 億美元的總資金，而使用的槓桿率最高達到 15 倍，在價值達到最高時同樣投資於共約 100 億美元的 CDO 產品。

不幸的是，這兩檔基金和貝爾斯登的管理者們顯然大大輕視了當時美國房地產市場的不良發展趨勢，並且對 CDO，也即 HGF 和 HGELF 這兩支基金主要投資的金融工具持有過分的信心。根據美國的 Shiller 房產指數，美國的房地產市場在 2006 年末期開始已經進入了明顯的下滑趨勢。房地產市場的劇烈萎縮導致抵押證券的價格大幅度下跌，最終也不可避免的導致了 HGF 和 HGELF 這兩支基金

的全面失敗。這兩支基金破產對貝爾斯登資產表造成的資產總損失約為 220 億美元，占貝爾斯登整體公司在抵押債券方面資產的約 33%。

（二）、公司整體資產相對集中於抵押證券相關資產，未能有效分散風險

除了 HGF 和 HGELF 這兩支基金外，貝爾斯登的整體資產也面臨高度集中於抵押債券的問題。2007 年底，在貝爾斯登的資產表上顯示，貝爾斯登在抵押債券領域的投資共 461.41 億美元，占其總資產的 32.1%，為各類資產中比例最高的。而在負債表上，抵押債券僅為 0.63 億美元，占總負債不到 0.12%。顯然，貝爾斯登由於在抵押債券方面過於集中的投資造成了其整體經營中過高的風險。參見下表 3。

表 3. 2007 年底貝爾斯登在資本市場上資產與負債表

資產合理價值（單位：億美元）				
	一級	二級	三級	總計
抵押債券	0	288.91	172.5	461.41
國債和政府債	36.8	99.12	0	135.92
公司債和其他債務	4.47	213.15	45.68	263.3
股票	239.84	82.08	2.62	324.54
商業票據和其他貨幣市場產品	4.28	14.5	37.58	56.36
金融衍生工具	9.28	164.66	23.31	197.25
總計	294.67	862.42	281.69	1438.78
負債合理價值（單位：億美元）				
	一級	二級	三級	總計
抵押債券	0	0.11	0.52	0.63
國債和政府債	45.63	24.73	0	70.36
公司債和其他債務	0	43.67	0.06	43.73
股票	183.27	5.16	0	188.43
商業票據和其他貨幣市場產品	0.96	75.88	12.54	89.38
金融衍生工具	1.1	104.62	29.2	134.92

總計	230.96	254.17	42.32	527.45
----	--------	--------	-------	--------

資料來源：貝爾斯登，2007 年年報。

（三）、公司整體資產槓桿過高

在貝爾斯登的整體資產上，與其經營的兩支基金一樣面對著過高的槓桿問題，從而造成風險的過度集中。在破產之前公佈的最後一次年報，即 2007 年年報中顯示，貝爾斯登的企業債務為 3833 億美元，而非債務資產只有 121 億美元，其槓桿倍數高達 32.8 倍，而在之前的經營過程中，雷曼兄弟的最高槓桿倍數甚至高達 44 倍，處於美國前列的投資銀行的榜首，這樣高的槓桿水準在美國的投資銀行歷史上也是從來沒有過的。這樣高的槓桿倍數在面對資本市場和房產市場哪怕是小幅波動時，就會因為槓桿的使用而放大出巨大的風險，對其生存造成巨大的打擊。

（四）、經營中的嚴重道德風險問題

如上所述，在 2008 年 3 月 20 日，美國證券交易委員會主席 Cox 在接受媒體採訪時指出，貝爾斯登最終的破產是因為對信心的缺乏，而不是資本本身的缺乏。在 3 月中旬，貝爾斯登實際上依然擁有足夠的資金為其證券提供擔保，但是市場交易者已經普遍對貝爾斯登失去信心，從而引發大規模的清償要求，這使得貝爾斯登的流動資金池從 3 月 10 日的 1,810 億美元迅速下降到 3 月 13 日的 20 億美元，最終造就了貝爾斯登的“自我實現”的危機。

有一種觀點認為，如果美國聯準會能夠在 3 月 10 日左右的一周時間內向貝爾斯登注入緊急貸款的流動性支持，則有可能能夠避免投資者的信心喪失，從而在最終意義上挽救貝爾斯登。但是，如果我們追溯貝爾斯登的歷史，就會發現在從 2006 年以來，貝爾斯登在 HGF 和 HGELF 的經營過程中曾經多次對投資者進行誤導，並且採用了違法的手段欺騙了投資者。事實上，投資者在最後階段對貝爾斯登的信心喪失並不完全是市場力量的結果，而更是貝爾斯登在經營過程中的違規行為被揭穿之後的必然結果。在貝爾斯登被收購之後，HGF 和 HGELF 的兩位主要基金經理 Cioffi 和 Tannin 分別被指控，在對他們的調查中，發現了一系列在 HGF 和 HGELF 的經營過程中持續誤導和欺騙投資者的證據。事實上，這些證據中的很多在事發當時就已經透過不同管道散發出來，從而在長期的意義上對投資者的信心造成了極為負面的影響。

2007 年 3 月，HGF 的基金經理 Cioffi 在一封私人郵件中抱怨說 “I am sick to my stomach over our performance in March”，對 HGF 的估計已經陷入悲觀。但是，在同一時期裡，Cioffi 依然對不知情的投資者們宣傳 HGF 和 HGELF 的美好前景。在對一個擁有多達 40% 的客戶投資於這兩支基金的投資經紀人的談話中，Cioffi 表示說對市場的前景極度看好（“We have an awesome opportunity”），Tannin 也

對同一個經紀人表示說應該繼續向這兩支基金追加投資（“I think [Cioffi] and I are in agreement that we are looking at some great possibilities for the coming months. I don't know where you are putting your money now but I would suggest we speak about adding more to the fund. That's what I'm thinking.”）但是，尤為嚴重的事實卻是，最終的證據顯示，Cioffi 在 2007 年 3 月 23 日在基金中抽出了屬於自己私人投資財產的 200 萬美元，這一消息卻從未向投資者公佈過。

此外，隨著越來越多的對兩支基金的贖回要求，在 2007 年 4 月 25 日，Cioffi 和 Tannin 在一次對投資者的新聞發佈會上向投資者傳遞對市場的錯誤信號（“It is really a matter of whether one believes that careful credit analysis makes a difference, or whether you think that this is just one big disaster. And there's no basis for thinking this is one big disaster.”）。2007 年 5 月，Cioffi 和 Tannin 再度向投資者發佈了錯誤的信號，其中關於兩支基金的經營情況、贖回要求的規模在事後都被證實是完全錯誤的。正是這些在經營過程中完全無限制的欺詐行為，導致了最終投資者對貝爾斯登的信心的完全喪失。最終，Cioffi 和 Tannin 一共面臨高達 9 項有關於他們在資訊披露方面誤導投資者的指控。

四、 案例對政府監管的啓示

從前文中對問題的分析不難看到，除了宏觀經濟的作用外，金融系統中，尤其是投資銀行運作方式中的巨集觀和微觀問題是導致投資銀行在金融風暴中出現大範圍損失的關鍵因素。歷史上，美國證券交易委員會（The United States Securities and Exchange Commission, SEC）的監管工作為投資銀行的良好運行起了積極作用，透過各種立法和執法行為，並與其他監管機構和證券交易所合作，美國證券交易委員會在法律和職權意義上能夠有效的採取措施，來降低金融系統中的系統性風險，並對投資銀行的特殊風險進行監督和控制。但是，在此次金融風暴，尤其是以貝爾斯登和雷曼兄弟為代表的投資銀行破產案例中，對美國證券交易委員會的工作也提出了新的挑戰和要求。

（一）、對投資銀行業務准入的監管力度應該再次加強

在 20 世紀 80 年代末期，對投資銀行業務的業務監督出現了大範圍的自由化傾向。一方面，在 1980 年，美國通過了《儲蓄機構去監督和貨幣控制法案》（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control），在 1999 年又進一步通過了 Gramm-Leach-Bliley 法案，將商業銀行和投資銀行的業務範圍模糊化，並且對其中投資銀行的監管條例進行了大幅度的弱化，導致投資銀行業務進入的門檻大大降低，而且投資銀行在其具體業務如證券發行和對沖基金經營方面幾乎沒有任何約束，這也正是最終導致貝爾斯登和雷曼兄弟最終分別在對沖基金和固定收益證券方面遭受巨額損失的前提。

可以預期，在未來的行業監管中，有可能會針對大幅度金融創新下的金融產

品施行更為嚴格的風險和從業監管，尤其是對當前已經發生問題的 CDO 產品市場和被認為也可能對金融市場造成衝擊的信用違約互換，即 CDS 產品市場，應該施行更高的進入門檻。

（二）、對櫃檯交易市場（OTC）資訊披露要求應該加強

對於櫃檯交易市場（OTC），監管機構並沒有對投資銀行的資訊披露進行任何要求和監管。在本次金融風暴中，很多 CDO 和 CDS 產品都是直接在櫃檯交易市場上進行交易，而長期以來，櫃檯交易市場的持倉和交易情況又往往被認為是投資銀行的商業秘密，投資銀行自身沒有任何動機公佈這些資訊，監管機構在觀念上也沒有激勵對其進行監管。所以，在櫃檯交易市場上的風險完全處於一種私有資訊的狀態，如果投資銀行對這些交易的風險估計失誤，那麼便沒有任何的其他方式可以來糾正這些風險。

（三）、對準備金和槓桿率等財務指標的要求應該隨著金融創新的腳步而更新

在歷史上，美國證券交易委員會對投資銀行業務的準備金和槓桿率曾經有過較為嚴格的要求，但是，隨著金融創新腳步的逐步加快，這些舊的要求在很大程度上被放寬，而且已經越來越跟不上金融創新活動中風險積累的速度了。

在準備金方面，由於在 Gramm-Leach-Bliley 法案中對商業銀行和投資銀行的業務模糊化，準備金要求只針對金融機構在資產負債表的資產而設立。但是在如貝爾斯登和雷曼兄弟這樣的大型投資銀行，它們在交易中的資產如 CDO 和 CDS 等往往都不寫在資產負債表中，而長期處於交易簿上，這些在交易簿上的資產都不會受到準備金要求的限制和監管，因此往往蘊含巨大的流動性隱患。

在槓桿率方面，美國證券交易委員會在 1975 年規定，證券公司的槓桿率不得超過 12 倍，並且對不同的金融產品規定了價值折扣。但是，隨著進入 21 世紀後金融創新腳步的大大加快，美國證券交易委員會於 2004 年修改了這項規定，允許資本在 50 億美元以上的金融機構免除價值折扣，並且可以把槓桿率提高到最高 40 倍，這一規定的直接受惠人正是當時華爾街的投資銀行。而貝爾斯登的高額槓桿，正是這一制度改變的直接產物。

所以，隨著這些投資銀行流動性問題的逐漸凸顯，人們開始重新意識到了充足的資本率在投資銀行高風險業務中的重要性。在未來一段時間，監管環節中重新加入對資本率的要求應該成為一項發展的重點。

參考文獻

Bear Stearns Annual Report 2007.

Bamber B. and A. Spencer (2008), *Bear Trap: The Fall of Bear Stearns and the Panic of 2008*. New York: Brick Tower Press

Gorton, G. (2008), “The Panic of 2008” , Working Paper.

McEntire, P. L. (2008), “The Failure of Bear Stearns and Two Hedge Funds” , Manuscript.

Spence, M., (2008), “Lessons from the Crisis” , Viewpoints.

李賢源（2009），“話說《獵熊記》：金融海嘯大解盤”，載於《獵熊記：一則投資銀行倒閉的故事》，臺灣：時報出版。

案例二：雷曼兄弟案例

一、雷曼兄弟（Lehman Brothers）案例背景

雷曼兄弟的全稱為 Lehman Brothers Holdings, Inc，在 2008 年宣佈破產之前，雷曼兄弟是一家在全球具有廣泛影響的金融服務公司。雷曼兄弟的業務涵蓋的範圍包括投資銀行、股票和固定收益證券的發售、交易和研究、投資管理，以及跟人權益和個人銀行服務。此外，雷曼兄弟還是美國國債市場上的主要做市商。雷曼兄弟公司由多家子公司組成，包括 Lehman Brothers Inc.，Neuberger Berman Inc.，Aurora Loan Services, Inc.，SIB Mortgage Corporation，Lehman Brothers Bank，FSB，Eagle Energy Partners 和 the Crossroads Group，共同涵蓋上述的廣泛全球金融業務。

1850 年，雷曼兄弟即 Henry Lehman 和 Mayer Lehman 創立了雷曼兄弟公司的前身。1887 年，雷曼兄弟成為紐約證券交易所的成員，並於 1889 年正式在紐約證券交易所首次公開發行上市。在一個世紀的發展中，雷曼兄弟公司的前身在 1975 年併購了 Abraham & Co.，又於兩年之後的 1977 年併購了 Kuhn, Loeb & Co.，成立了當時的雷曼兄弟-庫恩羅賓公司（Lehman Brothers, Kuhn, Loeb Inc.），成為當時美國第四大的投資銀行，僅次於所羅門兄弟公司、高盛和第一波士頓銀行。1994 年，雷曼兄弟公司又從雷曼兄弟-庫恩羅賓公司的整體中獨立出來，再次以雷曼兄弟公司的身份進行了首次公開發行，也最終形成了現在的雷曼兄弟公司，即 Lehman Brothers Holdings, Inc.。在上世紀 90 年代後期的發展中，雖然一直有謠言稱雷曼兄弟公司將有可能再次被併購，但是，雷曼兄弟公司卻經歷了其發展歷史上最為昏黃的一段發展時期。從 1994 年的首次公開發行開始，雷曼兄弟的淨盈利收入從 27.3 億美元成長到 192 億美元，成長率超過 600%；而其全球雇員人數也從 8,500 人成長到 28,600 人，成長率超過 230%。在 2007 年，雷曼兄弟的所有業務產生的淨盈利約為 31 億美元，稅前收入約為 8 億美元。在宣佈破產前，雷曼兄弟所管理的資產高達 2,750 億美元。

然後，在 2008 年夏季開始全面爆發的金融危機中，雷曼兄弟沒有擺脫最終破產的命運。2008 年 9 月 15 日，雷曼兄弟宣佈申請破產保護（Chapter 11 bankruptcy protection）。2008 年 9 月 16 日，英國巴克萊銀行宣佈在美國政府的監管支持下，購併雷曼兄弟在北美的投資銀行業務，及其在紐約總部的所有交易部門。2008 年 9 月 22 日，日本野村證券宣佈購併雷曼兄弟在亞太區的所有業務，包括其在香港、日本和澳大利亞的所有業務部門。9 月 23 日，野村證券進一步宣佈將購併雷曼兄弟在歐洲和中東的業務。最終，所有購併在 2008 年 10 月 13 日完成。雷曼兄弟在紐交所上百年的交易記錄成為歷史。

圖 1. 從 1994 年至 2008 年雷曼兄弟的股價變化



資料來源：www.marketwatch.com。

二、 危機發生的經過

(一)、序章

眾所周知，從 2007 年開始的次貸危機是雷曼兄弟最終危機的導火線。雷曼兄弟的崩潰，最初源於其交易業務中佔有相當分量的次貸相關金融產品。雖然雷曼兄弟的整體公司在 2007 年中仍然經歷了高速的增長，淨收入和每股收益連續 4 年大幅增長，並為有史以來最大的金融兼併案，即蘇格蘭皇家銀行收購荷蘭銀行擔任財務和清算工作。不過，其關鍵事件則是其旗下子公司，也是其重要的次級貸產品交易者，BNC Mortgage 在 2007 年夏季的破產。

2007 年 8 月 22 日，雷曼兄弟宣佈關閉其旗下的次級貸相關業務的子公司 BNC Mortgage LLC，該公司對曾經價值為 140 億美元的次級貸款發售和管理負有責任。BNC Mortgage LLC 的關閉在全球共裁剪 1,200 個工作崗位，對雷曼兄弟造成的經損失約為 2,500 萬美元。雷曼兄弟於 2007 年夏季的公告中稱，抵押證券市場惡劣的市場環境使得在次級貸產品領域中的資源損失變得幾乎是“必須”的 ("necessitated a substantial reduction in its resources and capacity in the sub prime space")。

（二）、雷曼兄弟的破產

1、雷曼兄弟最後的日子

進入 2008 年，雷曼兄弟在由次貸危機引起的，並持續演進的金融風暴中遭受到了前所未有的損失。在第二財季（即 2008 年第一季度），雷曼兄弟公佈了高達 28 億美元的虧損，並透露將低價出售原價值約 60 億美元的資產的計畫。在 2008 年上半年，雷曼兄弟股價下跌幅度達到 73%，並遭遇了信貸市場的持續緊縮。2008 年 6 月 9 日，信用評級機構將雷曼的信用等級下調。2008 年 8 月，在其第三季度報告公佈前夕，雷曼兄弟宣佈其將在全球進一步裁員 1,500 人。

2008 年 8 月 22 日，韓國的國有銀行，即韓國發展銀行宣佈其將考慮收購雷曼兄弟公司。這一消息讓當天雷曼兄弟的股價上漲了 5%。但是，很快韓國發展銀行宣佈其未能有效的獲得美國金融市場監管方和其他交易關聯者的支援，因此無法有效實施這項併購。由此，雷曼兄弟的股價很快開始繼續下跌。這樣的趨勢一直持續到 2008 年 9 月 9 日，韓國發展銀行最終宣佈放棄對雷曼兄弟的併購。此時，雷曼兄弟的股價已經跌至 7.79 美元每股。這一消息大大挫傷了投資者的信心，造成 9 月 9 日當前的 S&P 500 指數下跌達 3.4%，而 Dow Jones 指數也下跌達 300 點之多。然後，針對這樣的情況，美國政府並未提出任何針對雷曼兄弟的金融救助措施。

此後，投資者對雷曼兄弟的信心開始經歷急劇的下滑。2008 年 9 月 10 日，雷曼兄弟宣佈其第三季度的虧損達到 39 億美元，並計畫出售其資產管理部門的大部分股權。當天，雷曼兄弟的股價進一步下跌了 7%。9 月 11 日，雷曼兄弟宣佈，公司不得不尋求另外的收購者，這一消息讓雷曼兄弟的股價在 9 月 11 日當日大跌 40%。

表 1 雷曼兄弟最後的日子

日期	股票收盤價	事件
8 月 22 日	\$14.41	雷曼兄弟宣佈韓國發展銀行正考慮對雷曼兄弟的併購。
8 月 28 日	\$15.87	雷曼兄弟宣佈其將進一步裁員 1500 人，約占其全部雇員的 6%。
9 月 9 日	\$7.79	韓國發展銀行宣佈，放棄對雷曼兄弟公司的收購計畫。
9 月 11 日	\$4.22	雷曼兄弟公佈了最新的虧損數字，達 39 億美元，並公佈其正在尋找新的收購方。
9 月 13 日	(未開市)	由於未獲得聯準會擔保，巴克萊銀行和美國銀行最終拒絕對整個雷曼兄弟公司的併購。

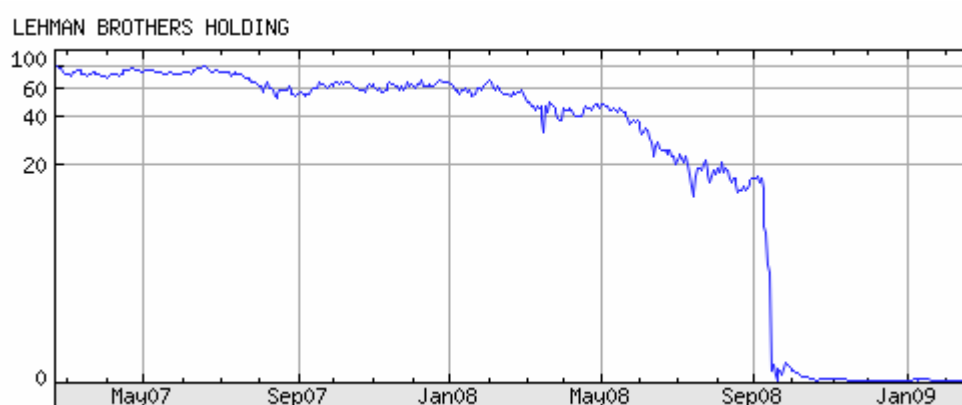
9 月 15 日	\$0.15	雷曼兄弟公司宣佈申請破產保護（Chapter 11 bankruptcy protection）。
9 月 16 日	\$0.15	巴克萊銀行宣佈將收購雷曼兄弟在北美的大部分業務。
9 月 23 日	(已經銷去證券代碼)	野村證券宣佈其將收購雷曼兄弟在歐洲和亞太市場上的大部分業務。

2、雷曼兄弟的破產

2008 年 9 月 13 日，紐約的聯邦儲備銀行主席 Geithner 主持了一次討論雷曼兄弟未來走向的關鍵會議。這次會議討論了向雷曼兄弟的資產注入緊急流動性支援的可能性。雷曼兄弟高層在會議上宣佈，其正在與美國銀行和英國巴克萊銀行積極接洽，商討對雷曼兄弟的併購事宜。但是，由於此次聯準會拒絕向收購提供流動性擔保，美國銀行和巴克萊銀行最終拒絕了對雷曼兄弟全部業務的收購。

2008 年 9 月 14 日凌晨，雷曼兄弟宣佈申請破產保護（Chapter 11 bankruptcy protection）。此時，雷曼兄弟持有債務包括對花旗銀行的到期債務 6,130 億美元，以及國債債務 1,550 億美元，而雷曼兄弟的總資產價值只有 6,390 億美元。自從 1990 年 Drexel Burnham Lambert 破產以來，雷曼兄弟是美國歷史上又一次規模巨大的投資銀行破產。在 9 月 15 日市場再度開始交易是，雷曼兄弟的股價跌幅超過 90%，這也導致 Dow Jones 指數在 9 月 15 日當天大幅下跌達 500 多點，這創造了 2001 年 9 月 11 日恐怖襲擊之後最大的單日下跌記錄。最終，在 2008 年 9 月 17 日，紐約證券交易所銷去了雷曼兄弟的股票交易代號。

圖 2 雷曼兄弟在最後階段的股價



資料來源：雅虎財經。

3、巴克萊銀行和野村證券的收購

2008 年 9 月 16 日，英國巴克萊銀行宣佈其將以 17.5 億美元的價格對雷曼兄

弟的部分業務進行“包乾”（stripped clean）式的併購，包括雷曼兄弟在北美地區的幾乎所有業務。9月20日，美國破產法官 Peck 通過了這項國際併購交易。

進一步，日本最大的金融經紀公司野村證券同意分別以 200 萬美元和 2.25 億美元的名義價格購併雷曼兄弟在歐洲和亞太區的業務。不過，在歐洲的購併只涉及雷曼兄弟的業務部門，而不涉及雷曼兄弟在其業務中的資產和負債。事實上，之所以野村證券能夠以如此低的價格完成對雷曼兄弟的收購，是因為其只負責購併雷曼兄弟在上述區域的雇員，而不收購其股票、債務和其他金融資產。根據雷曼兄弟在最後一次年報上所公佈的數字，最終由日本野村證券收購的這部分業務在歷史上曾經涵蓋了雷曼兄弟在全球獲得的收益中超過一半的部分。

三、 危機發生的原因分析

（一）、整體資產中過高的槓桿水準

對於雷曼兄弟而言，其主要的業務相對分散化，因此受到次貸危機的直接衝擊相對較小。但是，其在最終的全面金融風暴中也未能倖免，這則主要是因為雷曼兄弟在經營過程中過高的使用了槓桿，從而造成風險的過度集中。在申請破產保護之前，雷曼兄弟的企業債務高達 6,130 億美元，而非債務資產只有不到 260 億美元，其槓桿倍數高達 23 倍，而在之前的經營過程中，雷曼兄弟的最高槓桿倍數甚至高達 31 倍。這樣高的槓桿倍數在面對資本市場和房產市場哪怕是小幅波動時，就會因為槓桿的使用而放大出巨大的風險，對其生存造成巨大的打擊。

（二）、未能有效分散資產，造成風險過度積聚

由於雷曼兄弟的主要業務集中於固定收益證券產品，並承做了高額的房地產槓桿融資貸款的證券化業務，因此其業務結果過於依賴資本市場和房產市場的穩定性。而且，雷曼兄弟在房地產和信貸業務方面的擴張過於自信，在 2007 年，雖然美國房地產市場已經出現了全面下滑，但是雷曼兄弟的商業地產債券業務仍然成長了約 13%，造成系統風險過分集中。使得在 2008 年第二季度，在雷曼兄弟的所有資產中抵押債券的總價值依然高達 724.61 億美元，占雷曼資產表上所有資產的約 30%，是各類資產中比例最高的；而另一方面，在負債表上，這類抵押債券則只有 3.51 億美元，只占所有負債的不到 0.3%。顯然，雷曼由於在固定收益證券尤其是抵押債券方面過於集中的投資造成了其整體經營中過高的風險，而極大程度的資產-負債錯配更將在抵押債券上的風險急劇放大。參見下表 5。

表 3 2008 年第二季度末雷曼兄弟在資本市場上資產與負債表

資產合理價值（單位：億美元）				
	一級	二級	三級	總計
抵押債券	3.47	515.17	205.97	724.61
國債和政府債	110.02	159.86	0	269.88
公司債和其他債務	0.77	443.32	55.9	499.99
股票	267.85	106.06	101.58	475.49
商業票據和其他貨幣市場產品	47.57	0	0	47.57
金融衍生工具	25.97	393.95	49.99	469.91
總計	455.65	1618.36	413.44	2487.45
負債合理價值（單位：億美元）				
	一級	二級	三級	總計
抵押債券	0	3.51	0	3.51
國債和政府債	608.69	30.42	0	637.31
公司債和其他債務	0.05	83.39	0	83.44
股票	423.56	8.28	0	431.84
商業票據和其他貨幣市場產品	0.12	0	0	0.12
金融衍生工具	17.99	206.53	34.33	258.85
總計	104.861	332.13	34.33	1415.07

資料來源：雷曼兄弟，2008 年 2 季度財務報表

此外，導致雷曼兄弟最終破產的另一原因還在於其“有毒資產”的擁有量過大。從上述的資產負債表可以看到，在雷曼兄弟的抵押債券中，很大的一部分屬於第三級資產，這類資產的評級很高，多數為 AAA 級，因此利率較低，難以吸引投資者，因此雷曼兄弟將相當部分的這類資產留在了自己的資產表上，並樂觀的認為其不會帶來任何風險。在房價下跌，市場開始出現危機時，這些原本認為是低風險的資產原先所依據的定價模型也將失效，從而經歷和高風險資產同樣的快速貶值。這也正是這類資產被稱為“有毒資產”的原因。從上表可見，在 2008 年第二季度末，雷曼兄弟還持有高達 413 億美元的“有毒資產”，占其總資產的

17%。而其負債表中三級資產的持有量則只有 3.4 億美元，同樣存在極大程度的錯配。這樣，這些資產在 2008 年內的大幅減記，並由嚴重的資產-負債錯配帶來的流動性問題最終成為了雷曼兄弟最終破產的一個重要推動力量。

（三）、經營中的嚴重道德風險問題

一個導致雷曼兄弟最終破產的因素是投資銀行行業中對經營者不合理的高額薪酬制度，這直接導致了投資銀行的管理者們在經營中對風險過於偏好，而很少顧及到債權人和公司雇員的利益。CEO 除了本身可能獲得的高額獎金外，一般都還持有巨額的公司股票期權，顯然，由於期權特有的激勵作用，公司往往在經營中會受到經理人行爲帶來的額外高風險。如雷曼兄弟 CEO Fuld 在 2000 年至 2007 年獲得的雷曼兄弟期權的最高價值曾經達到 4 億美元以上，約占他在這段時間內總的薪酬收入的 85%。這樣的薪酬方案也直接影響了 Fuld 在這一階段向抵押資產這一不熟悉的業務領域的大幅度擴張，造成了雷曼兄弟在抵押資產領域積累了過高的風險。另一方面，在 2008 年 3 月貝爾斯登破產後，Fuld 仍然採取擴張性的投資管理政策，並未採取任何果斷手段處理其資產表內的有毒資產。2008 年 4 月 16 日，Fuld 甚至樂觀的向公眾表示，信用市場最壞的時期已經過去。2008 年 8 月初，雷曼的管理層試圖出售價值約 300 億美元的正在不斷減值的基於商業地產的抵押資產，8 月中旬，又考慮出手價值約 400 億美元的商業不動產，但是，Fuld 由於對是否需要低價拋售這些資產猶豫不決，都沒有通過對資產的減持計畫，導致這些雷曼兄弟資產表上的不良資產繼續以極高的速度減記。在最後時刻與韓國發展銀行的談判過程中，Fuld 又提出了不合時宜的過高出價，最終造成了破產的巨大損失。

此外，即使在面臨危機時，公司高管也往往要求按照契約的要求繼續進行分紅和薪酬的配給，並且對個人的收益持有與公司整體利益相違背的，不切實的幻想。在雷曼兄弟破產前夕，雷曼兄弟的子公司 Neuberger Berman 的一位執行經理向雷曼總部提交了一份備忘錄，建議雷曼兄弟的高層放棄當季的獎金，以向雇員和投資者清楚表明當前的惡劣市場狀況（“To send a strong message to both employees and investors that management is not shirking accountability for recent performance”）。但是，這一提議卻遭到了雷曼兄弟投資管理總裁 George Herbert Walker IV 的拒絕。最終，在雷曼兄弟破產後，George Herbert Walker IV 才不得不向雷曼兄弟的其他股東道歉，但爲時已晚（“Sorry team. I am not sure what's in the water at Neuberger Berman. I'm embarrassed and I apologize.”）。

四、 案例對政府監管的啓示

從前文中對問題的分析不難看到，除了宏觀經濟的作用外，金融系統中，尤其是投資銀行運作方式中的巨集觀和微觀問題是導致投資銀行在金融風暴中出現大範圍損失的關鍵因素。歷史上，美國證券交易委員會（The United States Securities and Exchange Commission，SEC）的監管工作爲投資銀行的良好運行起了

積極作用，透過各種立法和執法行為，並與其他監管機構和證券交易所合作，美國證券交易委員會在法律和職權意義上能夠有效的採取措施，來降低金融系統中的系統性風險，並對投資銀行的特殊風險進行監督和控制。但是，在此次金融風暴，尤其是以貝爾斯登和雷曼兄弟為代表的投資銀行破產案例中，對美國證券交易委員會的工作也提出了新的挑戰和要求。

1、對投資銀行業務准入的監管力度應該再次加強

在 20 世紀 80 年代末期，對投資銀行業務的業務監督出現了大範圍的自由化傾向。一方面，在 1980 年，美國通過了《儲蓄機構去監督和貨幣控制法案》（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control），在 1999 年又進一步通過了 Gramm-Leach-Bliley 法案，將商業銀行和投資銀行的業務範圍模糊化，並且對其中投資銀行的監管條例進行了大幅度的弱化，導致投資銀行業務進入的門檻大大降低，而且投資銀行在其具體業務如證券發行和對沖基金經營方面幾乎沒有任何約束，這也正是最終導致貝爾斯登和雷曼兄弟最終分別在對沖基金和固定收益證券方面遭受巨額損失的前提。

可以預期，在未來的行業監管中，有可能會針對大幅度金融創新下的金融產品施行更為嚴格的風險和從業監管，尤其是對當前已經發生問題的 CDO 產品市場和被認為也可能對金融市場造成衝擊的信用違約互換，即 CDS 產品市場，應該施行更高的進入門檻。

2、對櫃檯交易市場（OTC）資訊披露要求應該加強

對於櫃檯交易市場（OTC），監管機構並沒有對投資銀行的資訊披露進行任何要求和監管。在本次金融風暴中，很多 CDO 和 CDS 產品都是直接在櫃檯交易市場上進行交易，而長期以來，櫃檯交易市場的持倉和交易情況又往往被認為是投資銀行的商業秘密，投資銀行自身沒有任何動機公佈這些資訊，監管機構在觀念上也沒有激勵對其進行監管。所以，在櫃檯交易市場上的風險完全處於一種私有資訊的狀態，如果投資銀行對這些交易的風險估計失誤，那麼便沒有任何的其他方式可以來糾正這些風險。

3、對準備金和槓桿率等財務指標的要求應該隨著金融創新的腳步而更新

在歷史上，美國證券交易委員會對投資銀行業務的準備金和槓桿率曾經有過較為嚴格的要求，但是，隨著金融創新腳步的逐步加快，這些舊的要求在很大程度上被放寬，而且已經越來越跟不上金融創新活動中風險積累的速度了。

在準備金方面，由於在 Gramm-Leach-Bliley 法案中對商業銀行和投資銀行的業務模糊化，準備金要求只針對金融機構在資產負債表的資產而設立。但是在如貝爾斯登和雷曼兄弟這樣的大型投資銀行，它們在交易中的資產如 CDO 和 CDS 等往往都不寫在資產負債表中，而長期處於交易簿上，這些在交易簿上的資產都不會受到準備金要求的限制和監管，因此往往蘊含巨大的流動性隱患。

在槓桿率方面，美國證券交易委員會在 1975 年規定，證券公司的槓桿率不得超過 12 倍，並且對不同的金融產品規定了價值折扣。但是，隨著進入 21 世紀後金融創新腳步的大大加快，美國證券交易委員會於 2004 年修改了這項規定，允許資本在 50 億美元以上的金融機構免除價值折扣，並且可以把槓桿率提高到最高 40 倍，這一規定的直接受惠人正是當時華爾街的投資銀行。而貝爾斯登在基金中任意使用的高額槓桿和雷曼兄弟高達 31 倍的槓桿，都是這一制度改變的直接產物。

所以，隨著這些投資銀行流動性問題的逐漸凸顯，人們開始重新意識到了充足的資本率在投資銀行高風險業務中的重要性。在未來一段時間，監管環節中重新加入對資本率的要求應該成爲一項發展的重點。

參考文獻

Gorton, G. (2008), “The Panic of 2008” , Working Paper.

Lehman Brothers Annual Report 2007.

Lehman Brothers Quarterly Report 2008 2Q.

Spence, M., (2008), “Lessons from the Crisis” , Viewpoints.

李賢源（2009），“話說《獵熊記》：金融海嘯大解盤”，載於《獵熊記：一則投資銀行倒閉的故事》，臺灣：時報出版。

案例三：美林證券

一、美林證券簡介

美林證券在 2008 年被美國銀行收購之前是美國第三大證券零售商和投資銀行，總資產接近 1.4 萬億美元。作為世界的最大的金融管理諮詢公司之一，該公司在曼哈頓四號世界金融中心大廈佔據了整個 34 層樓。作為一家投資銀行，美林證券為世界各地的公司、政府、研究機構和個人提供債務股票安全保險和戰略諮詢，在業界居領導地位，是全球最大的金融資產管理者之一。

美林證券由美裏雨(Charles E. Merrill)於 1914 年 1 月 6 日在紐約市華爾街 7 號創辦，幾個月後，林奇(Edmund C. Lynch)加入。公司成立初期僅僅專注於投資銀行業務，1960 年代開始轉型成為一家以經紀業務為主的證券公司，並且逐步發展壯大為全美經紀人最多的證券公司。1970 年代，美林開始涉足資產管理和投資領域。美林集團 1978 年在紐交所上市，並且從此成為橫跨 40 多個國家，坐擁 1.8 萬億美元資產的綜合型公司。1980 年代美林花重金挖來大批研究員和投資銀行業務人員集中發展其購併和研究業務。1997 年，美林投資管理公司 (MLIM) 以 53 億美元收購英國水星資產管理公司，使美林投資管理 (MLIM) 成為全球最大資產管理機構之一。在被美國銀行收購前美林集團的業務包括：證券經紀、交易及承銷，投資銀行、資產管理、私營企業股權投資及保險承銷，並且以其 1.6 萬人組成的強大的金融經紀人大軍有“雷電部落”綽號。

2007 年三季度至 2008 年末之間，美林證券自營的集合抵押資產業務在其自身的資產負債表上的比重不斷擴大，並且伴隨美國房地產市場次貸危機出現了巨額虧損。截止被收購時，其抵押貸款相關業務淨損失大約 190 億美元。美林的股票價格也從 2007 年的高位迅速下跌（見圖 1）。首席執行官塞恩在 2008 年新上任後試圖透過出售公司優質資產，出售集合抵押債券募集資金。2008 年 9 月美聯儲也通過 AIG 間接向美林證券注資。但是這些嘗試都沒有能夠力挽狂瀾。2008 年 9 月 14 日，美國銀行宣佈以 440 億美元收購美林集團。此次收購的股價約合每股 29 美元，與美林股票 12 日每股 17.05 美元的收盤價相比溢價 70%。而相比 2007 年 1 月的每股 97.53 美元的最高點相比折價 70%。美林證券 94 年的輝煌最終成為歷史。

圖 1：美林證券股票價格：2007 年 4 月-2008 年 12 月危機下的美林證券



(一)、危機爆發與補救措施

2007 年 7 月，美林公司第二季度淨利潤達到 21 億美元，創下淨利潤最高紀錄。然而伴隨著美國次級房貸市場的下滑，10 月 24 日，美林第三季度財務報表顯示，因在抵押債務債券和次級抵押貸款產品方面遭受約 80 億美元損失，當季虧損 22.4 億美元。這是 6 年來首次出現季度虧損，也是該公司 93 年歷史上的最大季度虧損。美林 79 億美元的減記額度僅次於花旗 98 億美元的減記，卻遠遠高於摩根斯坦利 37 億和雷曼兄弟 7 億美元的減記。2007 年 11 月 1 日，美林證券首席執行官（CEO）斯坦利·奧尼爾因其在公司風險控制管理方面的失誤導致的次貸風暴下巨額損失，以及未經董事會同意擅自公開討論與美聯銀行的合併接洽事宜而被迫辭職。

2007 年 12 月 1 日，紐約證券交易所前任 CEO，約翰·塞恩接任，致力於加強公司的資產負債表，並且於上任後主持公司從主權財富基金和其他投資者處募集資金，出售風險資產。雖然塞恩加入美林之後採取了相對其他投行更多的一系列強有力的措施，累計募集了大約 155 億美元的資產，但是在 2007 至 2008 年之間，美林證券累計虧損達到約 192 億美金。美林開展的一系列融資活動主要包括出售非核心業務，發行優先股，出售其持有的優質公司股權，增發股票向公眾募集資金。表 1 為美林證券從 2007 年三季度危機爆發至 2008 年被美國銀行收購前的財務狀況，以及公司開展的一系列大規模融資活動。

表 1：美林 2007-2008 融資經過以及財務表現

2007/11	公佈 2007 年三季報，由於受到 84 億美元的次貸相關資產沖減拖累，淨虧損 22.4 億美元；股價當日大跌 3.2%；CEO 奧尼爾辭職。
2007/12	塞恩接任 CEO，美林證券宣佈向通用公司出售其非核心商業金融業務以募集 13 億美元的資金。
2007/12	向新加坡淡馬錫和 Davis Selected Advisers 分別融資 50 億和 12 億美元。
2008/01	通過發行可轉換優先股向科威特投資局、韓國投資公司和日本瑞穗金融集團等機構融資 66 億美元。
2008/01	公佈 2007 年四季報，受累於 115 億美元的次貸相關資產沖減，淨虧損 98.3 億美元；股價由前日收盤的 55.09 美元跌至 52.75 美元。
2008/04	公佈 2008 年一季報，受到總額近 90 億美元的次貸相關資產沖減影響，一季度虧損 19.6 億美元，每股虧損 2.19 美元；股價由公告前日收盤的 44.89 美元小幅下跌至 44.50 美元；90 億美元的沖減包括：15 億美元債權抵押證券(CDO)沖減（遠遠低於前兩個季度）、主要與 Alt-A 住房抵押貸款擔保證券相關的 35 億美元稅前沖減，9.25 億美元槓桿貸款沖減，以及 30 億美元與財務擔保機構的對沖交易損失；裁員 3,000 人。
2008/04	高盛、摩根士丹利和雷曼等第一季度都實現盈利。
2008/06	出售彭博資訊公司 20%的股權，最終以 44.25 億美金成交。
2008/06	出售彭博資訊的後臺子公司金融資料服務（Financial Data）價值約 35 億美元的股權。
2008/06	考慮出售黑石公司 49%的股權，由於遭到黑石董事會的強烈反對而作罷。
2008/07	同意將面值 306 億美元擔保債務憑證(CDO)資產組合出售給私人直接投資公司 Lone Star Funds，價格為每 1 美元資產 22 美分，或合計 67 億美元；美林在出售該資產同時提供 75%的融資以及承擔相當部分信貸風險損失；該資產在 2008 年二季度末的帳面估值為 111 億美元，消息當日美林股價上漲近 8%。
2008/07	以每股 22.50 美元的價格（為原定售股價的一半）發行了 3.80 億股普通股，集資 85.5 億美元。其中新加坡主權基金 Temasek Holdings 同意購買這些基金，並且增加了 34 億美元的注資，其中 25 億來源於淡馬錫 2007 年末至 2008 年 3 月投資美林設定的價格重設保護條款。在美林宣佈此融資計畫之後，其股價下挫 11.6%到每股 24.33 美元，

	只有去年同期的 54%。
2008/07	公佈 2008 年第二季度淨損失 49 億美元，沖減 97.5 億美元與住房市場相關的資產，每股虧損 4.97 美元；當日股票下跌 4.8%。
2008/07	穆迪公司下調美林的長期優先債評級一級至 A2 並指出美林連續虧損的原因是其之前遺留下來的債權抵押證券(CDO)以及次級抵押貸款資產組合。
2008/09	雷曼兄弟瀕臨破產，CDS 利差急升，美國銀行收購美林。

(二)、美國銀行收購美林證券

2008 年 9 月，伴隨著雷曼兄弟瀕臨破產引起的恐慌，高盛公司將美林證券的股票評級降為“沽售”，並且預警了該公司進一步的損失。根據彭博資訊，20 家公司中有 4 家對美林評級“沽售”；4 家“買入”；12 家“中性”。而由於抵押市場的進一步惡化，美林持有的巨大的沒有對沖的抵押資產組合損失慘重。市場上的投資者逐漸對美林再次進行短期融資的能力失去信心。

2008 年 9 月 14 日，美國銀行退出收購雷曼兄弟的談判，宣佈正在就併購事宜與美林證券展開接觸。美國銀行是美國最大的儲蓄機構，綜合資產為 1.7 萬億美元。次日，美林證券以 1 股美林證券股票兌換 0.8595 美國銀行股票的協定，即每股 29 美元，共計 500 億美元被美國銀行收購。此價格是 9 月 12 日收盤價 70% 的溢價，21 美元/每股帳面價值 38% 的溢價，但同時卻是 2007 年 9 月股價 61% 的折價。至此，有著長達 94 年悠久歷史的美林公司退出了歷史舞臺。

二 美林陷入危機的原因分析

(一)、次貸風暴引發次級房貸資產價值下降

美林證券是如何陷入泥潭，最終不能自拔呢？下面我們將把注意力集中於使美林證券蒙受巨大損失，並且最終陷入僵局的債務抵押債券（CDO）。並且分析美林證券如何把那些原本應該賣給顧客的高風險債務抵押債券在自己的帳目上堆積如山，從簡單的賺取交易佣金轉到用自有資本投機，並且最終葬送了公司。

1 債務抵押債券的運作（CDO）

一個典型的 CDO 運作如下：當一名客戶，比如抵押品經理跟美林接洽並且要求美林為其 CDO 提供融資時，比如說價值 10 億美金的以次級房貸為抵押的債券。為了使業務運轉起來，美林證券向擔保抵押品經理提供 10 億美元的貸款，並且收取 1.5% 到 2% 的費用。抵押品經理就用這筆錢去購買 10 億美元各種以次級抵押貸款（資產抵押債券 ABS）擔保的債券，這些債券由華爾街的公司發行，

其中可能包括美林證券。

與此同時，美林證券的結構融資團隊創造出各種由這些 CDO 的標的資產抵押債券的利息和本金所擔保的債券。這些被打包和分割後的產品仍然叫做 CDO。投資銀行透過複雜的數學模型對這些債券的違約率和收益率進行計算，並且制定不同利率和風險級別的債券。級別最高的債券能夠優先獲得 CDO 的現金流，並且獲得評級公司標普或者穆迪 AAA 評級，意味著它們應該和最優質的公司債券一樣好，所以它們支付最低的利率。而那些現金優先權靠後的債券支付更高的利息，評級相應也更低。

美林證券把這些債券透過他們的銷售人員賣給對沖基金，養老基金以及其他投資者。CDO 的誘人之處很明顯：它們的收益比相同評級的公司債券更高。所以在 2001-2007 年 7 年的低利率環境下，任何支付較高回報的債券都會受到對沖基金的追捧。次資產證券化的整個理念就是把一系列有風險、流動性弱的債券透過神奇的證券化過程，提供比類似評級的債券更高的收益。而 CDO 之所以可以提供溢價的收益，就是因為他們大多購買風險最高，評級最低的房屋抵押債券。這些債券在 2006 年可以支付 9%到 11%的利率。雖然這些債券的違約率極高，但是在房屋市場繁榮的早期，房屋抵押貸款的違約率是極其低的。所以，銀行家、並且更重要的是，評級公司在他們的估值模型中假定了不現實並且缺乏預見性的違約率。對於他們來講，除非是有異乎尋常的高比率的違約發生，那些高評級的 CDO 不會出現任何問題。

2 次級房貸市場轉向

但是，CDO 市場在 2006 年開始伴隨次級房貸市場轉向。止贖上升，房屋價格下降，美聯儲終結了超級低價貨幣的時代。2007 年，滙豐銀行遭受了次貸投資的巨大損失，引起了市場的恐慌。在正常情況下，這樣的恐慌應該導致次級房屋抵押貸款更高的利率。但是，直到 2007 年夏天，利率仍然維持低位，甚至有時在 2006 年水準以下。

為什麼會出現這樣的情況呢？與遠離這些次貸債券相反，美林證券和其他的主要參與者傾其所能買入以滿足其分割 CDO 的需要。他們沒有底線的胃口使得價格很高，收益很低，如同永動機一樣維持了不相當的風險與收益。當次貸債券的收益下降時，CDO 的收益也隨之下降。即使如此，美林證券和其他投資者又開始投向較低評級的債券，因為它們提供相對豐厚的回報。AAA 評級的債券反而因為他們只比 LIBOR 高出 30 到 50 個基點而受到冷落。

這樣，美林證券就陷入了閉環中。它不能出售 AAA 評級的債券，因為他們付出了高價購買這些債券並且這些債券提供較高的收益，而這些收益可以勉強維持對沖基金和其他投資者不斷增加的對收益率的要求。為了讓這個故事繼續進行，美林證券做了一個關鍵性確非常魯莽的決定。美林購買了大量的 AAA 債券，到 2008 年 6 月，美林持有 410 億美元的次級房貸 CDO 債券。

美國的次級房貸 ABX 指數作為次級房貸市場的風向標開始大幅下降，但是不同等級的 ABX 指數下跌的時點和速度不同。市場陷入恐慌時，但美林的決策層錯誤地認為危機很快就會過去，這些債券仍然會易於出售。大量的 CDO 資產存在於美林的交易簿上，在市場惡化的情況下，沒有對方願意與美林做相反的頭寸來對沖美林的風險，危機顯而易見。

（二）、自身資本太少，槓桿率過高

由於投資銀行沒有存款，主要依靠債券市場和銀行間拆借市場募集資金。債券市場主要滿足中長期債務的需要，銀行間拆借市場主要滿足短期資金的需要。這些資金用於各種投資，扣除相應的利率，就是公司的運營回報。也就是說，公司借貸越多，自由資本越少，槓桿率越高。我們可以看到，美林公司的槓桿比率在 2007 年 3 季度至 2008 年 2 季度之間一直保持在 25-30 倍之間。其槓桿比率僅次於摩根斯坦利，即使在投資銀行中，也屬於高位。而大型商業銀行，如花旗，摩根大通，美國銀行等依靠存款進行投資，槓桿率大約在 10 左右。在市場行情好的時候，高槓桿的操作可以使公司的盈利被大規模放大，但是在市場行情轉向的時候，高槓桿會以同樣的比率放大公司的虧損。下表是美林 2007-2008 年相應季度的槓桿比率。

表 2：美林槓桿比率

單位：百萬美元

	2007 年 3 季度	2007 年 年報	2008 年 1 季度	2008 年 2 季度	2008 年 3 季度
總資產	1,097,188	1,020,050	1,042,054	966,210	875,780
權益	43,351	36,657	41,296	39,542	43,128
槓桿比率	25.3	27.8	25.2	24.4	20.3

（三）、資產過度集中於美國房屋次級貸款市場相關的資產

1 大量次貸相關債券存在於交易資產

根據美林公司的財務報表，抵押債券，資產抵押債券等在其資產負債表的交易資產中所占比重在 2007 年 3 季度達到最高 21.8%，其後不斷回落至 6.4%。其實，在 2005、2006 年末該比重也維持在 20%以上，在 2007 年 2 季度回落至 15.3%，但是也許是公司管理層過分樂觀的估計了次貸市場回調的可能，所以在 2007 年 3 季度該比重再次達到 20%以上。隨後，該比重在塞恩上任後逐漸減小。同時值得注意的是，在 2007 年三季度的交易資產上，衍生工具合約幾乎為 0。但是從 2007 年四季度開始，該合約在資產和負債中都占了較大的比重。另外，分析美

林的負債中的交易資產部分，從來沒有出現過“各種抵押債券”這樣的項目，所以資產表存在大量的超配現象。所以，一旦相關資產的價值大幅下降，美林就會面臨巨大的風險。

表 3：交易資產合計與抵押債券所占比重

	2007 年 3 季度	2007 年 4 季度	2008 年 1 季度	2008 年 2 季度	2008 年 3 季度
衍生工具合約		72,789	89,453	86,492	74,106
股票和可轉換債券	66,290	60,681	48,948	42,870	34,311
各種抵押債券	56,342	28,013	34,454	29,273	19,103
合約協議	56,307				
公司債和優先股	40,499	37,849	35,542	37,769	38,998
非美國政府和機構債券	18,033	15,082	10,921	8,825	8,998
美國政府和機構債券	13,647	11,219	7,332	6,784	6,903
市政和貨幣市場	6,443	9,136	5,451	5,626	6,912
商品和相關合同	4,522				
總計	259,113	234,669	232,083	217,693	189,358
抵押債券比率(%)	21.7	11.9	14.8	10.1	6.4

根據美林 2007 年三季報，其 79 億美元的減記主要來源於 CDO。而這些 CDO 在分類中都屬於第三季資產，及缺乏流動性，難以以市場價值定價，可以以模型定價的資產。同時，由於次貸市場的惡化，以前的第二級資產，也由於流動性降低，變為第三季資產。根據表 4，可以看到美林與次貸相關的資產在三級資產中佔有相當大的比重，如此的投資結構，風險高度集中於次貸相關資產，讓公司在次貸市場急轉直下時難以脫身。

表 4：第三級資產（有毒資產）部分，持有金額（單位：十億美元）

		2007 年 3 季度	2007 年 4 季度	2008 年 1 季度	2008 年 2 季度	2008 年 3 季度
交易 資產	次貸相關	2.5	2.4 (1.0)	9.3 (9.0)	10.1	4.0
	公司債	5.9	5.4	4.6	6.9	10.8

衍生品 合約 (資產)	次貸相關		18.9 (14.7)	20.6 (16.7)	9.9	7.5
	權益 衍生品		5.1	7.6	9.2	7.4
衍生品 合約 (負債)	權益 衍生品	5.5	8.3	7.5	6.6	7.2
	次貸相關	8.5	25.1 (23.9)	25.0 (16.9)	15.4	8.5

2 次貸相關資產及損失

美林擁有大量 ABS CDO 的頭寸，CDO 是以一系列 ABS 為抵押品的證券，而這些 ABS 的標的抵押品主要是次級房貸的住房抵押貸款。美林參與承銷和發行了大量 CDO。美林的 CDO 主要包括評級最高的 ABS CDO 組合，以及二級市場與 ABS CDO 相關的頭寸。美林交易的最高等級的 ABS，CDO 主要包括 High-grade，Mezzanine，和 CDO-squared。其中 High-grade 和 Mezzanine 所占比例分別約為 65%和 30%。二級市場的交易頭寸與 ABS CDO 相關，主要包括 RMBS 和 已經打包或者尚未打包的 CDO。

下表是 2007 年四季度至 2008 年二季度 ABS CDO 的淨頭寸和淨損失。其他季度相關資訊沒有詳細披露。2007 年末最高等級 ABS CDO 的多頭頭寸是 \$30.4billion，空頭頭寸 \$23.6billion。空頭頭寸主要包括向第三方購買信貸違約掉期（credit default swap），大約 \$19.9billion。從損失的比率來看，High-grade 一直虧損巨大，但是公司並沒有大幅調整此類 CDO 的數量。Mezzanine 和 CDO-squared 在 2008 年一季度後虧損比率大幅下降。

表 5：U.S. ABS CDO 頭寸（單位：百萬美元）

	2007 年四季度 淨頭寸/淨損失	2008 年一季度 淨頭寸/淨損失	2008 年二季度 淨頭寸/淨損失
High-grade	\$4,380/(7,362)	4,121(1,731)	2,454/(2,933)
Mezzanine	2,184/(6,066)	2,249/ 38	1,645(5,15)
CDO-squared	271/(1,163)	187/(89)	133/(11)
超優 ABS CDO 淨頭寸和損失總計	6,835/(14,591)	6,557(1,782)	4,232/(3,459)

二級市場交易	\$(1,997) /(2,104)	114/310	227/(33)
U.S. ABS CDO 相關淨 頭寸和損失總計	\$4,838/(16,695)	6,671/(1,472)	4,459/(3,492)

除了 ABS CDO 的風險，美林還承擔了大量跟房貸市場直接相關的抵押品和貸款的風險與損失。其美國次貸抵押貸款的淨頭寸主要包括：次級全額貸款（Sub-prime whole loans），剩餘層（Residuals），住房抵押貸款支持證券（Residential mortgage-backed securities）（“RMBS”），倉庫貸款（Warehouse lending）。根據美林 2007 年年報顯示，截止 2007 年 12 月 28 日，其中次級全額貸款和剩餘層的損失最大，分別大約為次貸總損失的 45% 和 50%。雖然次級房屋貸款只占到了總比重的 6.2%，但是所帶來的損失卻占到了 76.0%。美國次貸抵押的淨頭寸詳見下表：

表 6：2007 年末美林住房抵押相關頭寸和淨損失（單位：百萬美元）

	2007 年 12 月 28 日淨頭寸	2007 年 12 月 28 日淨損失
倉庫貸款	137	(31)
次級全額貸款	994	(1243)
剩餘層	855	(1582)
住房抵押貸款 支持證券	723	(332)
美國次貸總計	\$2,709	\$ (3,188)
美國 Alt-A	2,687	(542)
美國房貸	8,189	N/A
非美國	9,582	(465)
抵押服務權	389	N/A
總計	\$43,556	\$ (4,195)

3 對沖而非減記

美林在次貸市場面臨巨大風險的初始，並沒有對其以前擁有的次貸相關債券頭寸進行對沖。在 2008 年次貸市場進一步惡化後，美林並沒有及時的出售相關資產，而是進行了大量的對沖。沒有出售資產的原因一方面可能來自於管理層對

市場的樂觀估計，也可能因為美林仍然習慣於賺取大量的相關交易費。2007 年末至 2008 年 3 季度 CDO 頭寸見下表。2008 年一季度，由於美林購買的 CDS 的出售者的信用評級下降，其用於對沖的空頭頭寸的價值下降超過 48 億美元。此時，即使可以尋找到空頭方對方的資信也值得懷疑。2008 年二季度，XL 公司終止了與美林的對沖頭寸，市場對美林 CDO 資產的悲觀預期進一步加劇。

美林公司進行對沖 CDO 的行為看似有效，但是在市場急劇下滑和恐慌的情況下，相應的沖減可能應為對手方的信用下降，或是因為法務問題而使得沖減出現困難。在這樣的情況下，大量的 CDO 多頭，仍然會隨時成為隱患。在 2008 年二季度美林出售了大約價值 306 億美元的 CDO 資產。如果這樣的行動進行得更早，可能會為美林挽回更大的損失。

表 7：ABS CDO 頭寸（單位：十億美元）

	2007 年 4 季度	2008 年 1 季度	2008 年 2 季度	2008 年 3 季度
多頭頭寸	30.4	26.3	19.9	6.4
空頭頭寸	23.6	19.8	15.6	5.3

（四）、市場信心危機，流動性緊縮

美林被美國銀行收購的時刻是與雷曼的倒閉，AIG 面臨倒閉危機同時進行的。觀察當日的信用違約互換利差急劇上升，說明市場恐慌情緒加劇。同時，市場凍結與美林交易，做空方加劇等因素，也加劇了美林被收購的命運。

三、對監管的啓示

（一）、道德風險

美林在次貸風暴暴露的道德風險集中於美林證券與評級公司兩個方面。在美林證券方面，主要體現在投資於高風險資產，缺少監管動機；與資信度不高的保險商做對沖交易。

即使次級貸款市場出現問題，如果美林證券沒有從簡單的製造 CDO 獲取佣金轉向成為自己創造的 CDO 的巨大的投資者，美林也不會陷入泥潭。直到 1997 年，美林都沒有用自有資金進行大規模的投機，而是作為仲介機構為顧客牽線搭橋。並且由於美林壯大的經紀人隊伍，美林可以獲得很客觀的經濟業務收入。但次級房貸市場從 2007 年開始下滑，公司也沒有及時出售次貸相關的資產，而是選擇了風險對賭次貸市場可能回調。

在 2007 年前七個月中，美林打包生成了超過 300 億美元的以抵押貸款為支持的 CDO；隨著抵押貸款證券市場的下滑，CDO 業務日顯頹勢，美林並沒有迅速減少其 CDO 頭寸，而是希望透過和債券保險商做交易來設法對沖風險。美林四處聯繫債券保險商：XL Capital Assurance 在 8 月份只同意為 31 億美元的 CDO 上保險，但是在 2008 年 6 月對方終止了該保險；MBIA Inc 同意為美林大約 50 億美元的 CDO 進行保險，但它不同意為利息承保，只願意負責本金部分，這些債券有的要到 40 多年後才到期；美林最後甚至找到一家小型保險商 ACA Financial Guaranty 為大約 67 億美元的 CDO 承保。但 ACA 自身資本狀況薄弱，它當時為 600 多億美元的債券資產提供保險服務，其中三分之一都是抵押貸款相關資產；但除了約 4 億美元的資本金和其他少得可憐的資源外，ACA 幾乎沒什麼東西能拿來理賠。這樣的行為其實向市場傳遞了一個信號：已經沒有什麼保險商願意為抵押貸款相關資產做擔保了。但是，在 2007 年第三財季中，美林與這些保險商的交易仍然幫助它縮減了約 110 億美元的 CDO 風險曝露。得益於這一策略，美林當季僅沖減了 69 億美元的 CDO 相關資產，而且手中此類頭寸的規模也從 6 月份的 339 億美元降到了 158 億美元。在保險企業的幫助下，雖然美林當季 23 億美元的淨虧損額仍然龐大，但總算有所收窄。同時，美林開展了一系列的融資活動，相見第二部分融資措施。

為何美林總是不願意放棄市場價值不斷下調的次貸相關資產呢？根據經濟學原理，股票期權可能會使管理層選擇風險更高的投資專案。分析美林的激勵計畫，包括長期激勵報酬計畫，員工股票報酬計畫，資本權益累積計畫等等。各種總目繁多的激勵計畫主要與資本市場掛鉤。在奧尼爾離職的同時，他共獲得價值 16.1 億美金的股票期權和退休金。所以由於管理層薪金方案帶來的道德風險，管理層更願意選擇高風險的投資而是公司在市場轉向時陷入泥潭。

另一方面，評級公司也面臨道德風險。評級機構對結構性產品的評級未公允揭示風險，並且由於利益驅動上的問題，資料表明評級機構近年來從 CDO 產品評級獲利的比例越來越高，1997-2006 年結構性產品評級為穆迪帶來的利潤占其全部淨利潤的比例從 24% 上升到了 44%；而標準普爾公司也不例外，這項業務給它帶來的收益權重從 1994 年的 4% 上升到了 2005 年的 22%。

（二）、分業與混業監管

2006 年 12 月，奧尼爾透過購買第一佛蘭克林，美國最大的次級房屋貸款發放商，完善了美林擁有的次級抵押貸款債券從上游到下游的整合。到 2007 年底，美林的一支團隊負責把第一佛蘭克林的貸款打包成次級資產抵押貸款，而另一支團隊則負責購買。2007 年上半年，美林承銷了 280 億的房屋抵押 CDO 債券，大大超過了其 2006 年的步伐。在市場行情良好，流動性充足的時候，這樣的經營方式可以把整個次級抵押貸款債券的利潤鎖定在公司內部。但是當市場轉向時，這樣的方式使得風險無法分散。

新合併的美國銀行將面臨同樣的問題。在收購美林證券之前，美國銀行收購了美國最大的房屋抵押貸款公司，Countrywide Financial。隨著對美林資產的收購，再加上其本身巨大的商業銀行業務，美國銀行如今在規模上可以與花旗銀行抗衡。現在，整個次貸風暴的問題看似在美國銀行公司內部就有完整的鏈條。從美林貸款給 Countrywide Financial 來借錢給有償付能力的貸款買房者，然後 Countrywide Financial 再把貸款賣回給美林，美林再把打包過的 CDO 出售給美國銀行的投資基金和儲蓄者。對於美國銀行來講，CEO 肯尼斯·路易士將面臨更艱巨的問題。他不僅需要整合美林和 Countrywide Financial，同時還需要保證充足的現金流來應付公司更具風險的資產。對於監管機構而言，風險同樣難於估算，內部交易也更加難於控制。

（三）、對新型投資工具的監管

美林證券大量持有 CDO 不僅源於其對賭行為，也源於廉價貨幣的宏觀政策結束之後，由於對新型投資工具，打包之後資產風險的認識不充分。根據美聯儲風險分析部資深經濟學家周皓的分析，在對公司債的評級上，公司有長期的財務資料、市場價格和賠付率指數等做參考，但是 CDO 在資產違約率上的資料非常有限；評級公司在對公司債券的評級上有非常好的違約率模型以及判斷方法，但對 CDO 卻是借用公司評級的諸如 Coupla 模型來分析，但是這樣的分析難以估計極端市場下的風險。也就是說，在經濟下行週期中，這些產品的違約率將非常高。並且，由於 CDO 由一系列債券打包組成，所以系統風險難於評估。

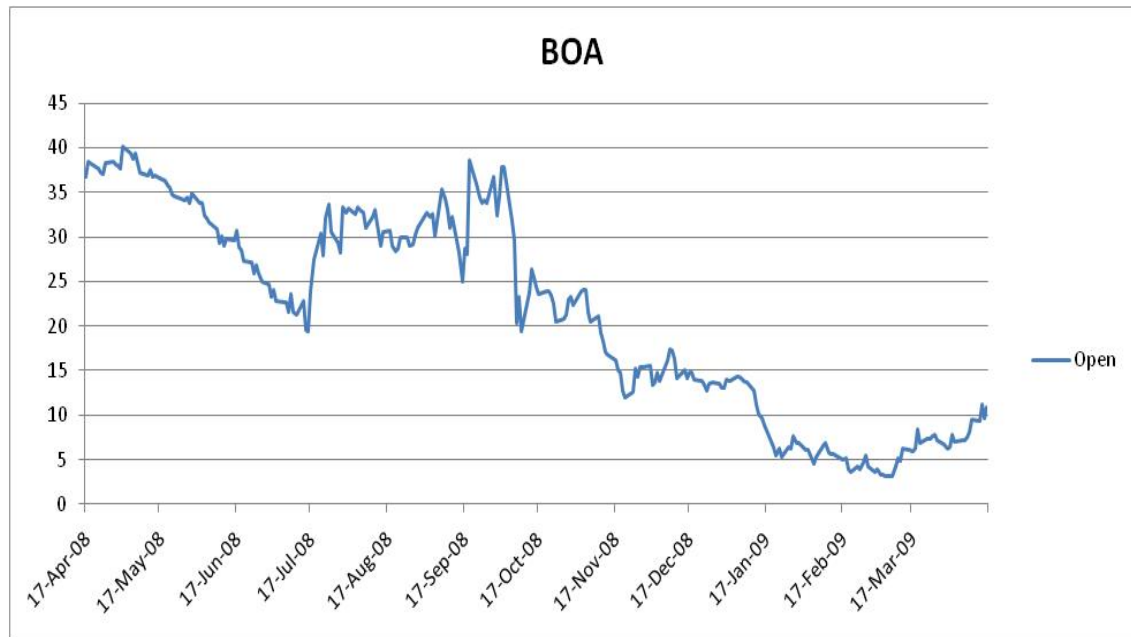
在美林 2007 年出現虧損之前，很難在其報表中找到與 CDO 相關的頭寸和損益。即使 2007 年之後，相關資產的風險評估仍然是基於傳統的風險管理標準。所以，對於政府對新型投資工具的監管，政府可以要求投資機構披露其評估模型，最大限度取得現有結構性產品基礎資產資料，區分評級機構對 CDO 產品和債券評級的商業行為和服務行為；將 CDO 產品評級過程透明化；改革以評級為基礎的監管和投資。

（四）、政府主導的併購

《華爾街日報》2009 年 2 月稱截至 08 年 12 月，由於美林證券的虧損額一路飆升，美國銀行首席執行官肯·路易士向時任美國財長的鮑爾森及美聯儲主席伯南克表達了退出此次收購的想法，但是鮑爾森與伯南克聯手向路易士施壓，並強硬的要求其堅持完成收購美林證券的交易。美聯儲官員與美國銀行經過一系列的合作，最終美國政府承諾為美國銀行提供 200 億美元的貸款以幫助其收購美林，另外，美國政府還承諾為美林 1,180 億美元的問題資產提供擔保。路易士 2009 年 3 月在接受英國《金融時報》採訪時公開承認，美國銀行向政府申請 200 億美元資金去收購美林證券，是一個“戰略性錯誤”。美國銀行業接受財政部 250 億美元注資後，由於美林證券的虧損超過預期，美國銀行又在去年 12 月底向政府申請了 200 億美元資金。路易士認為，“事實上，申請 100 億美元的資金就足以

彌補美林證券的損失，這或許會減少投資者對美國銀行未來的擔憂。”自 09 年 1 月 1 日美國銀行收購美林的交易完成後，美國銀行股價共計下跌了約 76%。對於政府機構，雖然促成美國銀行與美林證券的聯姻可能在最危急的時刻挽救市場，但是如果監管機構過度干預正常運作，勢必會對相關方面構成巨大的負擔，並且後果難以衡量。

圖 2：美國銀行股票價格：2008 年 4 月-2009 年 4 月



參考資料：

Gorton, G., “Information, Liquidity, and the (Ongoing) Panic of 2007” Prepared for AER Papers & Proceedings, 2009.

Merrill Lynch Annual Report 2007

Merrill Lynch Quarterly Report 2007, 2008

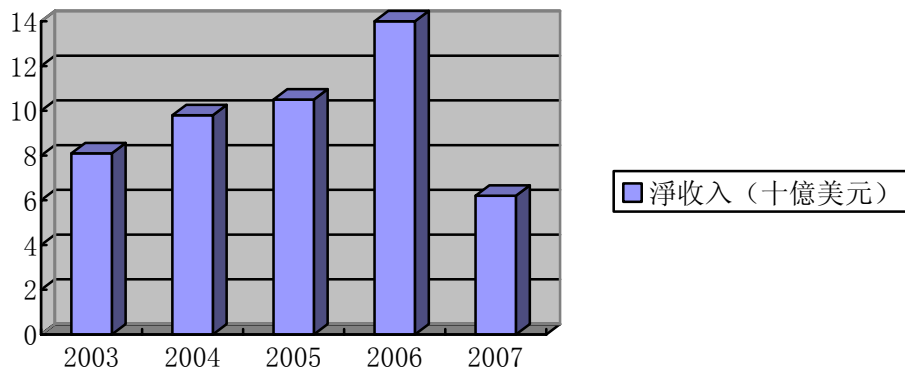
Murphy, Austin, “An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions” , working paper, 2008

案例四：美國國際集團（AIG）案例

一、美國國際集團（AIG）案例背景

美國國際集團（AIG）是一家以美國為基地的國際性跨國保險及金融服務機構集團。根據 2008 年度《福布斯》(Forbes) 雜誌的全球 2000 大跨國企業名單，AIG 在全世界排名第 18，自 2004 年 4 月 8 日開始一直都是道瓊工業平均指數的成份股，直到因為金融海嘯發生而於 2008 年 9 月 22 日被除名。2008 年 9 月 16 日，由於受到金融海嘯的影響，AIG 的評級被調低，引致銀行紛紛向 AIG 討債，其流動資金出現了緊張的局面。這一事件使美國聯邦儲備局宣佈向 AIG 提供 850 億美元的緊急貸款，以避免公司因為資金周轉問題而倒閉。聯儲的聲明指出這筆緊急貸款是以公司 79.9% 股份的認股權證來作交換的，並有權暫停先前已發出的普通股及優先股的股息。同日，AIG 宣佈董事局已接納美聯儲的挽救方案的條款。

在 AIG 2007 年的年報裡，我們可以看到 AIG 的淨收入（Net Income）和每股股價都有大幅度的跌落（見圖 1）。不過在年報裡，AIG 對自己的未來仍保有相當程度上的信心：“不管如何，我們的核心業務的優勢依然存在，在幾個關鍵市場，我們也取得了突破性的進步。我們對於本公司在金融領域的策略仍然很有信心。”



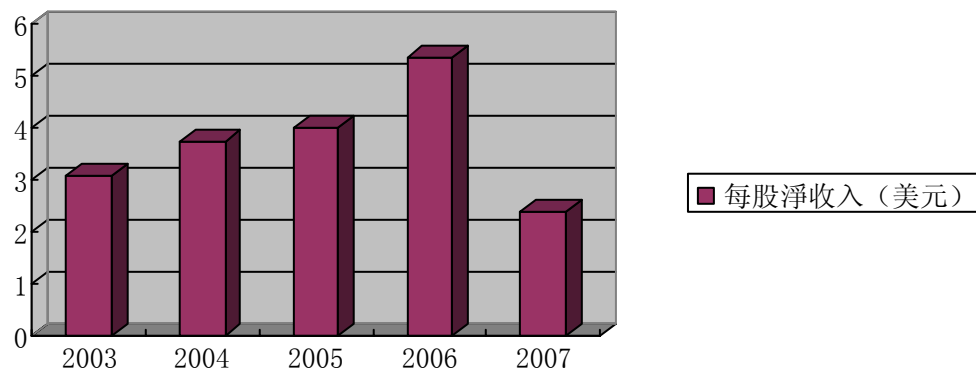


圖 1

資料來源：AIG 2007 Annual Report

然而，金融海嘯在 2008 年 9 月表現的更為嚴重。很多大型的金融企業宣佈破產，或者被兼併重組。自 2008 年初起 AIG 的股價直線下滑。AIG 的主要損失來自它的金融服務部門經營的一種非傳統的保險業務：credit default swap (CDS)。它與傳統的保險業務是分離的。CDS 的運作就像是一個未受管制的保險合同，它為公司債務和抵押證券的違約提供保險。AIG 是 CDS 市場上最大的參與者，它有 6000 億美元的資產與之相關，其中的 800 億與次級貸掛鉤並在次貸危機中遭受嚴重損失。

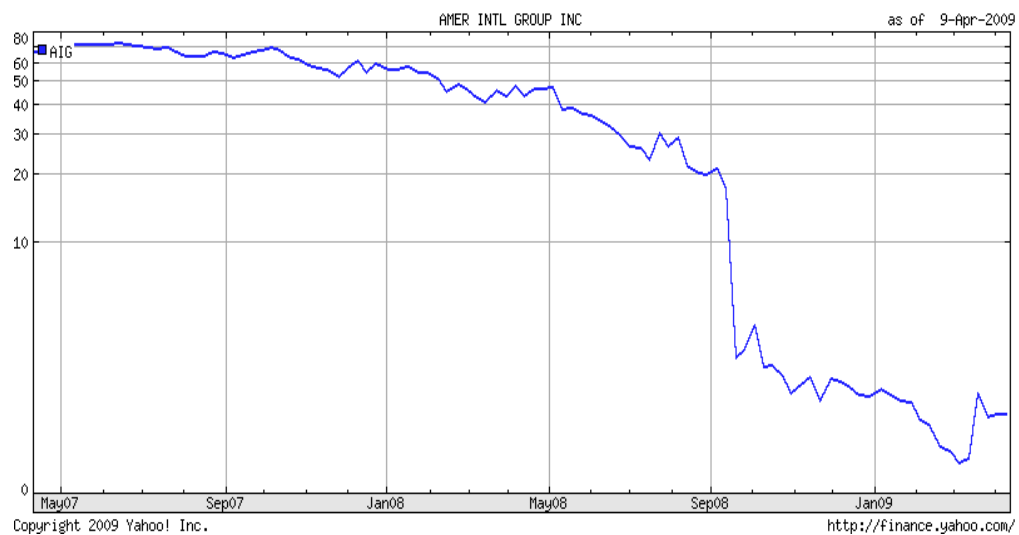


圖 2

資料來源：雅虎財經

根據合約的條款要求，如果 CDS 所基於的資產價值下降的話，AIG 需要提供現金抵押品。AIG 雖然有價值 800 億美元的股票，但大部分都鎖定在公司的保險業務裡，並不能用來滿足抵押品的要求。在 2008 年 11 月，S&P 將 AIG 的信用評級定位負向觀察級，這使得 AIG 需要更多的現金。在這周內，AIG 難以籌集到

足夠的現金，來滿足日益增長的合約條款的要求。9 月 15 日，主要的評級機構紛紛降低對 AIG 的評級，使得 AIG 需要增加 145 億美元的保證金。

危機伊始，美聯儲和 AIG 試圖透過接觸資本市場來緩解流動性危機。當嘗試失敗後，政府宣佈它將提供 AIG 850 億美元的貸款。作為貸款的回報，政府將會接收 79.9% 的 AIG 的股權。AIG 所支付的利率為三個月的 LIBOR 加 8.5 個百分點。如此之高的利息率使得 AIG 有很大的動力變賣它的資產來償還貸款。

二、AIG 流動性危機的經過

（一）、序幕

在 2008 年 9 月，次貸危機發展到了一個相當嚴重的階段，它威脅到了許多投資銀行和其他金融機構的生存。早在 2007 年的第四季度，AIG 的金融服務部門已經遭受到了相當大的損失（見圖 3）。

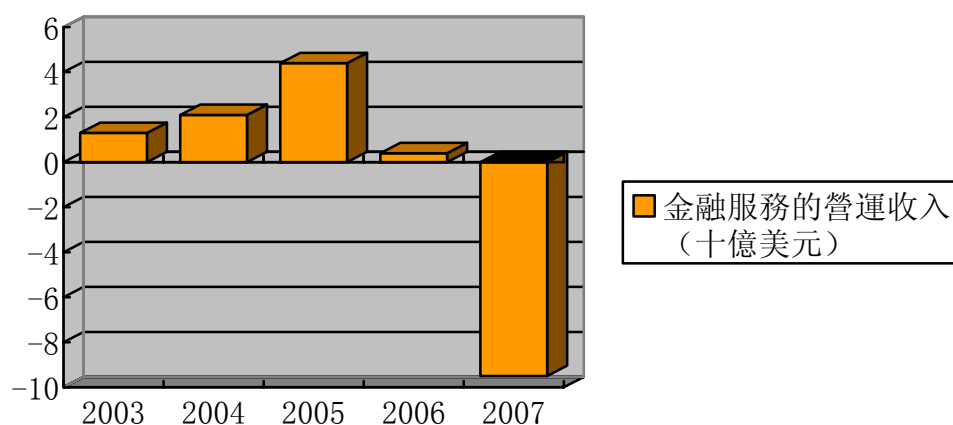


圖 3

資料來源：AIG 2007 Annual Report

（二）、雷曼兄弟的破產和不良資產拯救計畫（Troubled Asset Relief Program）

當雷曼兄弟的股價大幅下跌時，許多投資者就開始比較 AIG 和雷曼所持有的證券。他們發現 AIG 對以次級債為基礎的證券的估價是雷曼的 1.7 到 2 倍。在 9 月 14 日，雷曼兄弟在美聯儲拒絕提供支援後破產。它進一步動搖了市場的信心，也進一步加劇了 AIG 的困難。也在這一天，AIG 宣佈它考慮出售它的飛機租賃部門，國際租賃金融公司（International Lease Finance Corporation），以此為公司提供足夠的資金。與此同時，美聯儲開始雇傭 Morgan Stanley 來調查 AIG 的破產

是否會產生系統性風險。它也要求私人公司向 AIG 提供短期貸款。紐約的監管當局同意從它的分支機構向 AIG 提供 200 億美元的貸款

在接下來的一個星期裡，財政部提出一個高達 7000 億美元的不良資產拯救計畫。這個計畫試圖透過給二級市場注入流動性來減少金融機構的潛在損失。這個草案對股市來說是一個利好消息。

（三）、AIG 的流動性危機

2008 年 9 月 16 日，在信用評級被下調之後，AIG 遭遇了相當嚴重的流動性危機。業界的慣例是允許高信用評級的企業以較低的保證金進入掉期交易。當信用評級降低之後，公司必須繳納額外的抵押金，而這直接引發了 AIG 的流動性危機。

與一年前每股 70.13 美元相比，在 2008 年 9 月 16 日 AIG 的股價下降了 95%，只得 1.25 美元。在 2008 年的頭 6 個月裡，公司產生了 132 億美元的損失。大部分損失來源於 Joseph Cassano 領導的金融產品部，這個部門大量參與了 CDS(credit default swaps) 業務，為 4,410 億原來評級為 AAA 級的證券提供保險。在這些證券中，578 億美元是牽涉到次級債的。CNN 把 Cassano 列為 2008 年美國金融危機的“十大罪魁”。

在 2008 年 9 月 16 日，股市甫開，AIG 的股價就下跌了 60%。美聯儲聯絡了華爾街主要的投資公司，試圖為 AIG 提供 750 億美元的貸款。主要評級機構 Moody 和 Standard and Poor 基於 AIG 在抵押證券(mortgage-backed securities) 方面的連續損失，下調了 AIG 的信用級別。這使得 AIG 需要支付 100 億美元的抵押金。9 月 17 日，《紐約時報》報導了華爾街談判破裂，AIG 可能會尋求破產保護的新聞。

（四）、政府援助

為了防止 AIG 的崩潰，美聯儲宣佈向 AIG 貸款 850 億美元換取 AIG 79.9% 的股權，以保證 AIG 可以支付 CDS 的保證金。在同一天，AIG 宣佈接受美聯儲拯救計畫的各項條款。在當時這是美國歷史上最大規模的對私人公司的援助。現在看來，也僅小於美國政府對 Fannie Mae 和 Freddie Mac 的援助。

（五）、進一步的政府援助

2008 年 10 月 9 日，AIG 再次向聯儲紐約銀行借款 378 億美元。從 2008 年 9 月以來 AIG 在 CDS 上的損失日益嚴重。

2008 年 11 月 10 日，美國財政部宣佈它在不良資產拯救計畫的授權下將購買 AIG 新發行的 400 億美元的優先股。而美聯儲宣佈財政部的投資將會使得原先 850 億美元的貸款下降到 650 億美元，貸款時間將由 3 年延長到 5 年，利率將由 LIBOR 加 8.5% 減到 LIBOR 加 3%。

2009 年 2 月 26 日，在 AIG 給美國政府的檔上，AIG 要求財政部和美聯儲的進一步援助，以防止“潛在的不可預見的災難性後果”。在長達 21 頁的報告中，AIG 強調它的失敗將會造成嚴重的連鎖效應，將會使得“現有的投資者質疑美國支援它的銀行體系的能力”。3 月 2 日，美國政府宣佈放鬆 AIG 的既有貸款條款，同時給予 300 億美元的額外支持，這使的整個救援計畫達到了 1,700 億美元。同一天，AIG 公佈了它在 2008 年第四季度的損失，高達 617 億美元，成為了美國公司史上最大的損失。

在最近的報告中，AIG 強調它的崩潰將會導致其他保險公司的破產和大量的失業，並將極大的威脅退休儲蓄金，動搖民眾對私人養老金的信心。AIG 還聲稱它的破產將會使得購買 AIG 金融產品衍生品的歐洲銀行面臨在風險評級中降級的危險。美聯儲雖然對持續的注入資金表示不滿，但正如 AIG 強調的那樣，AIG 因為太大和太重要而不能破產。

三、AIG 危機的原因

(一)、基本描述

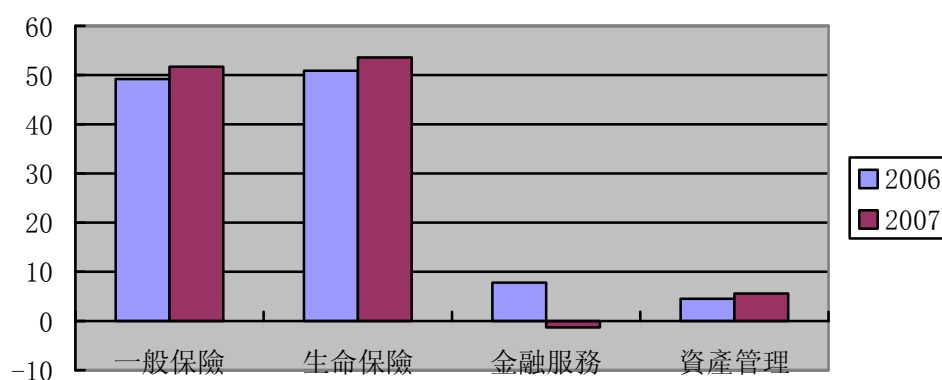
AIG 所從事的非保險證券業務是危機發生的主要導火線。Credit default swaps 是 AIG 的一種非常重要的業務。購買 CDO (Collateralized debt obligations) 的投資者只有當屋主歸還住房貸款時才可以獲得收入，所以他們非常關心屋主的違約。CDS 的初衷就是投資銀行保證按月歸還貸款，而投資者交一筆費用給投資銀行。當 AIG 進入非保險類證券的時候，它很快就積極從事投資銀行的業務。這些業務有很高的回報率，又沒有政府管制。公司不需要提供大量保證金，或受到其他束縛。

當借貸市場崩潰的時候，AIG 就陷於流動性危機之中。大量屋主違約，不能歸還貸款，AIG 作為 CDS 的賣方需要不斷支付，這使得 AIG 從 2007 年起持續產生大量損失。

(二)、AIG 虧損的主要來源

AIG 虧損的最主要來源是金融服務部門的巨大損失。從 AIG 2007 年的年報

中，我們可以看到一般保險和生命保險業務產生的利潤一直在穩步成長。主要的損失來自金融服務部門（見圖 4）。它在 2007 年由於 CDS 產生了 95.2 億美元的損失（見表 1）。



（單位：10 億美元）

圖 4

資料來源：AIG 2007 Annual Report

表 1 金融服務的財務結果

(單位: 百萬美元)	2007	2006
收益	(1,309)	7,777
其他營運收入	(8,983)	2,338
FAS 133 所得	211	(1,822)
非暫時性損失	(643)	—
淨實現資本所得	(100)	(133)
總營運收入	(9,515)	383

資料來源：AIG 2007 Annual Report

在 2007 年的年報裡，AIG 仍然相信金融業務不會持續的重大虧損，“CDS

業務將會有很好的業績，而且將是 AIG 投資組合中很重要的組成部分……根據最近的分析，CDS 產生的損失不會對 AIG 的金融處境產生實質性影響。” AIG 金融服務部門的主管 Cassano 在 2007 年 8 月說過他不可以想像 AIG 將會在“這些交易中虧損一美元”。這種過分自信很大程度上導致了 AIG 的流動性危機。

Credit defaults swaps (CDS) 是 AIG 金融服務部門的主要損失來源。CDS 作為一種金融工具可以用來對沖和保護債權人因債務違約而造成的風險，也可以用來投機套利。債權人透過這種合同將債務風險出售，合同價格就是保費。購買信用違約保險的一方被稱為買家，承擔風險的一方被稱為賣家。雙方約定如果金融資產沒有出現違約情況，則買家向賣家定期支付“保險費”，而一旦發生違約，則賣方承擔買方的資產損失。CDS 是目前全球交易最為廣泛的場外信用衍生品。CDS 的規模從 2000 年的 1 萬億美元，暴漲到 2008 年 3 月的 62 萬億美元。CDS 是一個雙邊合約，它是透過櫃檯交易的（over-the-counter），只受合約規定的準備金的制約。可以說它處於一個高度未受管制的領域中。由於未受管制，CDS 幾乎可由任何金融機構發行。在過去，CDS 市場上的主要參與者是大的保險公司如 AIG 和 Ambac Financial Group (ABK)。當然 Merrill Lynch (MER), Citigroup (C) and Morgan Stanley (MS) 也是 CDS 市場的重要參與者。在 2006 年 5 月，前美聯儲主席 Alan Greenspan 認為：“CDS 可能是金融中最重要的一種工具。CDS 所做的是把槓桿率高的機構的風險轉移到比較穩定的金融機構中去。”但是現實卻並非如此。

AIG 信用評級的下降就是因為大面積的抵押貸款的違約增加了它的損失。AIG 的一般做法是賣出 CDS，向他人提供違約的保險。在違約率較低的情況下，這是一個利潤極高的業務，但是當違約率升高的時候，它將變為拖垮企業的毒藥。AIG 和其他許多公司都涉足與房地產相關的衍生產品。許多金融企業都持有一種基於次級債的證券：Collateralized Debt Obligations (CDOs)。持有 CDOs 的企業一般向 AIG 的金融服務部購買 CDSs 來降低風險。當房地產泡沫破滅之後，CDSs 的持有者就會要求 AIG 給予支付。2007 年 AIG 在此向業務中的虧損達到 100 億美元，而在 2008 年的頭六個月，虧損額已高達 147 億美元。這種損失極大的消耗了母公司的資本儲備。一旦 AIG 的信用評級下降，它必須向 CDS 的買家多交 130 億美元的保證金。AIG 擁有的 CDS 總共為 4,440 億美元的債務提供保險，這急劇增加了公司的潛在風險。更重要的是，在 CDS 合約中，AIG 對同一個有毒資產簽了多份保險協議，違背了保險公司分散風險的原則。保險公司的生存依賴於分散風險，所以它可以承受突發性災難的風險，但不能承受系統性的風險。AIG 所做的正是承擔只有政府才有能力承擔的系統性風險。據估計，AIG 在 CDS 方面的潛在損失可能高達 3,000 億美元。即使 AIG 的市值高達 500 億美元，這些損失也夠它破產六次。AIG 虧損的另一項金融服務業務是 securities-lending business。這種業務是指擁有大量長期國債和股票的保險公司，會將它們短期借出（借給對沖基金）。保險公司可以獲得抵押金並投資在風險不高的業務，如商

業票據上。本來這項業務風險不高，但 AIG 將它投資在長期和高風險的以抵押貸款為基礎的證券上。當這些證券的價值下跌時，AIG 也受到了巨大的損失。

（三）、槓桿率過高和不良的風險管理

前 AIG 的 CEO Greenberg 認為公司的流動性危機起源於 AIG 的管理層不能很好的進行風險管理。在他離開公司的時候，它的金融服務分佈的 CDS 業務還不多，公司的風險控制能力很強，“很明顯，許多風險管理的措施消失了，或被擱置了，沒有人關注它們……曾經健全的風險控制完全崩潰了。”美聯儲主席伯南克也指出：“AIG 鑽了管制方面的漏洞。它的金融產品分部沒有任何監管可言。它就是一個附屬於大型保險公司的對沖基金。”

在過去的幾十年裡，AIG 曾經是保險業一顆閃爍的明星，而一場流動性危機完全改變了這一切。與其他的保險公司不同，AIG 極大程度地捲入了 CDS 這種未受管制的准保險產品。AIG 從 1987 年進入衍生品交易市場，它優良的信用評級使它成為了一個主要參與者。在過去的幾年，CDS 曾經是 AIG 的利潤中心。然而當 AIG 的 CDS 業務的覆蓋面達到 4,440 億美元的時候，風險已經超過了 AIG 所能控制的範圍。一旦評級機構降低 AIG 的信用評級，它就面臨著嚴重的流動性危機。

由於 AIG 是大型的保險公司，並非投資銀行，它的主營業務財產和生命保險有嚴格的要求所以整個公司的槓桿率不是很高，但是其表內槓桿率從上世紀 80 年代初的 4 倍上升到 2007 年的 11 倍，雖然仍低於證券公司 25 倍的平均槓桿率，但已經顯著高於那些專注於財產保險業務的同行們 5 倍的平均槓桿率了。

保險業務要求保險公司計提未到期責任準備金，但 CDS 產品則不同。儘管 CDS 看上去像是一款為債券提供信用保障的保險合約，但由於是由證券公司創造的、並在證券公司（例如 AIGFP）下從事的業務，因此根據慣例，應以衍生品的公允價值（Fair Value）計帳。按照這樣的規定，AIG 所承接的 CDS 業務絕大部份都按公允價值計入了資產負債表中。儘管 AIG 實際上承接了 5,000 億美元的 CDS 業務，但因為當時市場一片繁榮，CDS 產品的價格非常低廉，這些業務在表內只體現了 170 億美元的公允價值。這就導致了從資產負債表上看，AIG 的槓桿率並不是很高（2007 年末時為 11 倍），但如果加上這部分潛在負債額，公司的實際槓桿會達到 17 倍，即使只將其中的 50%計入表內，槓桿率也將上升到 14 倍。

儘管上半年 AIG 融資 200 億美元，但權益資本仍減少了 177 億美元，總槓桿率從上年末的 11.0 倍上升到 2008 年中期的 13.4 倍。

總之，在進入了證券公司業務領域後，AIG 採用證券公司的模式來經營一項類保險業務，發現在這個模糊地帶可以節約很多的資本金，結果是短期的高槓桿

與长期的主業損傷。保險公司與證券公司本就是兩個風險性質很不相同、槓桿率也有著巨大差異的業務，多元化的結果導致高槓桿業務得到了異常發展，並最終將風險蔓延至低槓桿業務。

四、AIG 危機對金融監管的啓示

AIG 的流動性危機在次貸危機的背景下有著重要的含義。首先它表明次貸危機已經超出了銀行界的範圍，擴散到了整個金融界。有效市場假說在這次危機中受到嚴重挑戰，政府對於一些新興金融產品的管制似乎勢在必行。其次，美國政府在此之前從來沒有接管過私人的保險公司。這次援助實際上是一次未有先例的國有化。在這個問題上產生了很多爭論。在政府決定援助 AIG 之前，它鼓勵私人機構借貸給 AIG，然而並沒有私人公司願意接手。最終由美聯儲，這個管理銀行而非保險公司的部門，處理 AIG 這家與許多銀行息息相關的保險公司。第三，如果政府對私人公司的援助是必要的，那麼政府應該援助那些公司呢，援助的標準又是什麼？換句話說，為什麼在這次危機中，美國政府沒有援助雷曼兄弟，而要援助 AIG？政府對 AIG 的援助和對 Fannie, Freddie, 以及 Bear Sterns 的援助有什麼不同嗎？下麵就分別闡述這些問題。

（一）、對新興金融產品的管制

在缺乏政府管制的條件下，新興的金融產品成為許多公司包括 AIG 在內的利潤核心，它們有動機過分涉足於高風險的業務。金融領域記憶體在著相當普遍的厚尾（fat-tailed）現象，而在金融實踐中，估算風險的模型往往採用常態分佈的假設，這就大大低估了風險發生的可能性，這也是許多公司在現實中表現出過度偏好風險的原因。另外金融企業內部的委託代理問題常常使得公司的 CEO 有激勵過度經營高風險高收益的業務。CEO 往往持有大量的公司股票期權，期權對於公司價值的損失是不敏感的，而對於公司價值的增長則相當的敏感。因此公司有可能會被過度暴露於風險之下。

AIG 的流動性危機說明瞭適當的政府管制是必要。新的管制應該合理的控制每個公司的新興金融產品頭寸。AIG 擁有的 CDS 總共為 4,440 億美元的債務提供保險，如此大規模的債務超出了 AIG 控制風險的能力。更重要的，新的管制應該為私人公司的風險控制和風險資產評估提出指導。AIG 在 CDS 業務已經嚴重虧損的時候，仍然過分低估了它的風險，從這一點可以看出風險控制的指導也是相當重要的。

（二）、政府應該如何支持 AIG？

美國政府以援助貸款的方式換取了 AIG 79.9%的股權，在某種程度上這是一種國有化的行爲，因此引發了很多爭論。前 AIG 的 CEO Greenberg 認爲這種形式的國有化是沒有必要的，他強調政府貸款本身並不是問題，但接管股票是不可以接受的，“AIG 本身並不需要政府幫忙擺脫困境，政府援助實際上意味著一家企業是資不抵債和需要資本注入的。AIG 並不是這樣，它只需要短暫的資金輸入，它並不需要資本。政府所要做的僅僅是以 11%的利率提供 850 億美元的資金，這樣就大功告成了。”在他看來，政府貸款的目的是解決 AIG 短期流動性不足的問題。AIG 的資產總值超過 1 萬億，並不需要交換股權而影響股東的利益。

不過很顯然政府援助的正面效果也是很明顯的。首先援助計畫可以穩定銀行系統，促進借貸，降低資金成本。其次，援助計畫將允許政府從金融企業購買非流動性資產，從而迅速緩解流動性危機。

（三）、援助 AIG 與道德風險

在此次金融危機中，財政部和美聯儲的許多措施都是前所未見的。對許多私人企業的大規模支援甚至成爲國有化，並不是傳統的應付金融危機的方法。政府援助的標準是什麼呢？換言之爲什麼政府不援助雷曼兄弟，而一而再，再而三的援助 AIG 呢？

美國政府認爲雷曼兄弟還不足以動盪整個金融體系，它的資產與外界相關性較小，但是 AIG 與之不同，含有大量與其他企業息息相關的有毒資產，它的破產會引發足以震動整個經濟體的地震。正如 AIG 自己強調的那樣，它的崩潰將會導致其他保險公司的破產和大量的失業，並將極大的威脅退休儲蓄金，動搖民眾對私人養老金的資訊。AIG 還聲稱它的破產將會使得購買 AIG 金融產品衍生品的歐洲銀行面臨在風險評級中降級的危險。

AIG，Fannie Mae 和 Freddie Mac 都是因爲太大和太重要以至於不能破產。沒有人可以想像 AIG 的破產對於整個金融市場來說意味著什麼。在 2006 年 AIG 已經成爲世界上最大的上市公司之一，年銷售額爲 1,130 億美元，在 130 個國家擁有 116,000 位員工。最重要的一點在於 AIG 的 CDS 業務與其他金融機構密切相關。AIG 賣出了如此之多的 CDS，以至於許多金融機構都是它的買家。RBC 資本市場分析員 Hank Calenti 估計 AIG 的破產將會使與之交易的金融機構損失 1800 億美元。所以美聯儲主席伯南克說：“我們除了穩定 AIG 外沒有別的選擇。不然的話，不僅金融界會有很大的影響，整個美國經濟都會產生重大的動盪。”

然而在援助的背後，援助的標準仍然是不清楚。雖然“太大而不能破產”這個觀念被普遍的接受，但沒有人清楚地定義和衡量“太大”的標準究竟是什麼，

即使到了 2008 年 9 月 16 日，政府首次出手干預，AIG 仍然是一個有爭議的援助物件。它的保險業務實際上已經被地方分散化，即使 AIG 破產，也不會影響到實際的保險業務。唯一令人擔憂的就是 AIG 的 CDS 業務，它與其他金融機構息息相關。包括 Goldman Sachs 和 UBS 在內的許多金融機構都是 AIG 的 CDS 業務的買家。透過政府的援助計畫，AIG 已經向美國和其他國家的金融機構支付了 520 億美元。由於 securities-lending operation, AIG 還向支付了另外的 437 億美元。可以說 AIG 已經成為了銀行界的 ATM 機。

其次，現行的政府援助也沒有考慮到該政策可能造成的道德風險。大量的政府救助有可能使得企業過分依賴政府資金，缺乏獨立克服金融危機的激勵。2008 年 9 月以來，AIG 多次向政府提出援助的要求就是一個例子。2009 年 2 月 26 日，在 AIG 給美國政府的檔上，AIG 要求財政部和聯儲的進一步援助，以防止“潛在的不可預見的災難性後果”。AIG 強調它的失敗將會造成嚴重的連鎖效應，將會使得“現有的投資者質疑美國支援它的銀行體系的能力”。3 月 2 日，美國政府宣佈 AIG 的既有貸款條款，同時給予 300 億美元的支持，這使得整個救援計畫達到了 1,700 億美元。同一天，AIG 公佈了它在 2008 年第四季度的損失，高達 617 億美元，成為了美國公司史上最大的損失。

2009 年 3 月 15 日，AIG 向部分在職或計畫聘用人員發放高達 1.65 億美元的留任獎金。這是援助政策導致道德風險的又一體現。據 AIG 的檔顯示，這次 AIG 一共發放 2.18 億美元獎金，比先前公佈的 1.65 億美元多出 5,300 萬美元，這使得整個事件開始升級。接下來獎金的細節開始披露出來：造成 AIG 瀕臨破產的“罪魁禍首”——AIG 金融產品部門(AIG FP) 獲得獎金總額的 47%，這個部門有 418 位現雇員和前雇員收到了獎金，最高者拿到 650 萬美元。

AIG 的獎金風波使得政府的監管進一步加強。3 月 19 日，美國眾議院高票通過立法，擬對接受政府援助資金超過 50 億美元的企業對年收入超過 25 萬美元的雇員發放的獎金徵收高達 90% 的附加稅。同時，有 19 個州的總檢察長在 19 日聯名致函 AIG，告知他們將發起聯合調查。美國眾議院在 4 月 1 日推出了一項針對接受政府救助金融機構給員工發放高額獎金問題的新法案，比起兩周前通過的類似法案，新法案的懲罰性相對要輕。

諾貝爾獎得主 Michael Spence 指出：“當不相關的風險逐漸轉變為高度相關的時候，系統性風險就逐漸在金融體系內部積聚。一旦這種情況出現保險和分散投資的模型就會變得無效。最近的金融危機有兩個明顯的特點。一是系統性風險逐漸在系統內積聚。二是這種積聚過程不為人所發現。這意味著當大多數人發現風險的時候，已經太遲了。試圖分散和減少風險的金融創新往往把風險隱藏於人們的視線之外。在將來一個重要的挑戰是更好的理解金融不穩定的預警系統。” CDS 是一種試圖分散風險，為違約提供保險的金融創新。然而大量涉及這種業務，就會使得原本不相關的風險變得高度相關，逐漸成為系統性風險。AIG 就使得這種金融創新不但沒有分散風險，反而將風險暫時隱藏，並積聚起來，從

而釀成了嚴重的流動性危機。AIG 的危機給我們上了有益的一課。如何對新興的金融創新進行監管，在危急發生後如何選擇援助的企業以及如何克服援助企業的道德風險，這些都是尚未解決而亟待解決的問題。

參考資料

AIG Annual Report 2007

Crotty, James and Gerald Epstein, “Proposals for Effectively Regulating the U.S. Financial System to Avoid Yet Another Meltdown” , Working Paper, 2008

Gorton, G., “Information, Liquidity, and the (Ongoing) Panic of 2007” Prepared for AER Papers & Proceedings, 2009.

Hampton, J., “How trouble arrived at AIG's door” , Business Insurance, Chicago: Nov 17, 2008. Vol. 42, Iss. 46; pg. 30, 1 pgs

Murphy, Austin, “An Analysis of the Financial Crisis of 2008: Causes and Solutions” , working paper, 2008

Reinhart, C, and K. Rogoff, “The Aftermath of Financial Crises” , prepared for presentation at the American Economic Association meetings in San Francisco, Saturday, January 3, 2009

Spence, M., “Lessons from the Crisis” , Viewpoints, 2008

案例五：兩房案例

一、案例背景

作為金融危機導火線的兩房問題，其主角正是美國最大的兩家住房抵押貸款公司房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）。

（一）、房利美（Fannie Mae）¹

房利美（聯邦國民抵押貸款協會）是最大的一家美國政府資助企業（GSE, Government-Sponsored Enterprise），在國會賦予的權力之下，它旨在為美國的房地產和住房抵押貸款（Mortgage）市場提供流動性和穩定性。1938 年，在羅斯福總統的要求之下，房利美以聯邦局的形式誕生。那個時候，由於沒有一致性的住房抵押貸款資金的支援，數以百萬計的家庭買不起房，或者面臨失去住房的危險。作為政府機構，房利美被授予權利購買且只能購買聯邦住房管理局（FHA, Federal Housing Administration）擔保的住房抵押貸款，因而為那些政府債（government backed loans）補充了可借貸的流動性。1968 年，房利美被國會批准為自負盈虧的私人股權所有制公司，而它的角色也擴展到可以購買非聯邦住房管理局擔保的住房抵押貸款，因而在美國大陸上的影響範圍得以擴大。1992 年，大部分對公司的治理框架在立法上得到了確定，而監管的責任也就給了一個新設立的名為聯邦住房企業監督局（OFHEO, Office of Federal Housing Enterprise Oversight），這一機構屬於住房和地區發展部門（Department of Housing and Urban Development）。新的法律也規定了房利美的資本標準和可以承受的住房目標。

2008 年 9 月 7 日，聯邦住房金融局（FHFA, Federal Housing Finance Agency）主任 James Lockhart 任命該局為房利美的監管單位。同時美國財政部同意提供高達 1,000 億美元的資本以確保公司能夠持續的為美國住房和房屋抵押市場供應流動性。如今，國會頒發的執照依然指導著房利美為增加中低收入美國公民的住房所有權而努力。

房利美的普通股在紐約股票交易所（NYSE, New York Stock Exchange）登記，並以“FNM”的標記進行交易。房利美的商業活動集中在美國住房抵押貸款二級市場。也就是說，它並不是直接面向消費者發放貸款，其客戶主要是住房抵押貸款的銀行人員、經紀人以及其他一級抵押貸款市場的參與者，而這樣做是確保他們可以在買房者能夠支付的貸款利率下為這些買房者提供資金支援。房利美本身則透過在國內和國際資本市場發放債券來為其住房抵押貸款的投資融資。

房利美擁有三個業務--單個家庭、住房和社區發展、以及資本市場，這三個業務一起試圖為貸款方和較大範圍的房屋方提供服務、產品和問題解決辦法。

¹ 參考：房利美主頁 <http://www.fanniemae.com/>

下麵的表格顯示了房利美在 2004 年-2008 年的業績表現。基本上房利美自進入 2007 年就開始處於虧損運營狀態，並且到 2008 年嚴重虧損。

表 1.1 房利美財務狀況的重點指標（年份截止至 12 月 31 日）

單位：百萬美元（槓桿率除外）	2008	2007	2006	2005	2004
淨收入（損失）	(58,707)	(2,050)	4,059	6,347	4,967
稀釋後每股收益（損失）	(24.04)	(2.63)	3.65	6.01	4.94
總資產	912,404	879,389	843,936	834,168	1,020,934
證券（MBS）總投資	357,294	357,513	390,112	406,074	567,382
抵押貸款總額	425,412	403,524	383,555	367,543	401,372
總負債	927,561	835,271	802,294	794,745	981,956
股東總權益	(15,314)	44,011	41,506	39,302	38,902
槓桿率	(60.57)	18.98	19.33	20.22	25.24

資料來源：房利美 2007 年、2008 年年報。

其中持有的抵押貸款總額在 2004 年大概有 97%將用於投資，2005 年到 2007 年，這一比例大概是 99%，到 2008 年這一比例又下降至 97%左右。但是不管怎樣，這是一個相當大的比例，說明瞭其投資的大部分都將在住房抵押貸款證券上。另外房利美的槓桿率維持在一個較高的水準，到了 2008 年，甚至出現了負的股東權益。

（二）、房地美（Freddie Mac）²

房地美（聯邦住房抵押貸款公司，紐約證券交易所標示 FRE）既是一家私人股權所有制公司，也是美國政府資助企業。商業規模僅次於房利美。該公司也由國會授權，旨在增加包括諸如商業銀行、抵押貸款銀行業務、儲蓄機構和信用貸款聯盟在內的住房抵押貸款發放者的資金供給，使得購置房屋者和多家庭投資者（multifamily investors）都能夠獲得所需資金。

自 1970 年房地美創立以來，它一直努力的實現國會為其設立的目標：為美國的房地產提供連續的與低成本的信貸融資。具體而言，它使用以下途徑來實現其目標。透過將世界資本市場和美國的住房抵押貸款市場相聯繫，房地美使得美國人在任何時候任何地方如果需要的話都可以獲得抵押貸款資金。它為國民購房者和租房者提供融資所需的連續、具有可信度的和低成本流動的住房抵押貸款資本。同時，房地美將它所運作的二級市場的利益好處帶給了全國的家庭和團體。

房地美的業務主要透過從貸款者處購入住房抵押貸款，然後打包成房地美擔保的證券，並將這些證券賣給投資者。而住房抵押貸款的貸款者使用將抵押貸款賣給房地美獲得的收入又可以進一步支援新的抵押貸款，這使得購房者可以借貸

² 參考：房地美主頁 <http://www.freddiemac.com/>

的資金不斷得到補充。如同股票和債券市場將投資者的資本聚集在一起供公司使用一樣，住房抵押貸款二級市場將私人投資者的資本放在一起供購房者使用，從而為住房融資提供了可以支付的連續的資金流。事實上，在超過 35 年的時間裡，每六個購房者就有一人因房地美而買上房，同時房地美也為美國超過四百萬的租房者打開了方便之門。

與房利美類似的，房地美現在由聯邦住房金融局監管。作為監管的開始，美國財政部簽訂了收購房地美高級優先股 10 億美元的合同，這將以每年 10% 的速率支付，總的投資額最後可以達到 1,000 億美元。

下面的財務指標基本現實房地美從 2007 年開始進入虧本運營狀態，並且到 2008 年嚴重虧損。

表 1.2 房地美財務狀況的重點指標（年份截止至 12 月 31 日）

單位：百萬美元（槓桿率除外）	2008	2007	2006	2005	2004
淨收入（損失）	(50,119)	(3,094)	2,327	2,113	2,603
稀釋後每股收益（損失）	(34.60)	(5.37)	3.00	2.81	3.46
總資產	850,963	794,368	804,910	798,609	779,572
抵押貸款相關證券總投資	649,259 ³	629,754	634,328	647,956	603,148
抵押貸款淨總額	107,591	80,032	65,605	61,428	61,320
總負債	881,600	767,468	777,480	772,918	749,647
股東總權益	(30,731)	26,724	26,914	25,691	29,925
槓桿率	(28.69)	28.72	28.89	30.09	25.05

資料來源：房地美 2008 年、2007 年、2006 年和 2005 年年報。

與房利美類似，其住房抵押貸款相關的投資也佔有很大的比重。房地美也保持了較高的槓桿率。

（三）、作為政府資助企業的房利美和房地美

Alan Reynolds(2008)指出，房利美和房地美是擁有特權的政府資助企業(GSE, Government-Sponsored Enterprises)。它們可以免除州稅和地方稅。同時它們的“核心資本”(core capital，主要是股票)的要求比例僅僅為資產的 2.5 個百分點，這低於通常銀行 6 到 8 個百分點的標準，因而，房地美和房利美 53,000 億美元的負債僅僅擁有 810 億美元的核心資本作為緩衝。而這兩巨頭所掌握的抵押貸款和抵押貸款保證額大概占到了整個抵押貸款市場的 3/4⁴。另外一個特權就是它們擁有美國財政部 25 億美元的賒購貸款支援。

Arnold Kling (2008a) 進一步詳細的描述了政府資助企業的運作模式。在二

³ 指的是證券總投資。

⁴ 參考：<http://www.usnews.com/articles/opinion/mzuckerman/2008/07/25/fannie-mae-and-freddie-mac-too-fat-to-fail.html>

級住房抵押貸款市場上運作的政府資助企業從其他的來源購入住房抵押貸款，也就是說，住房購置者並不能直接從房利美或者房地美獲得抵押貸款。相反，她從一級市場（一個銀行或者銀行住房抵押貸款銷售人員）處獲得貸款，然後貸款者將這筆貸款賣給政府資助企業。之後政府資助企業將類似的貸款組合在一起，也就是住房抵押貸款池。接著，這些住房抵押貸款池被證券化後以證券的形式賣給投資者，也就是將住房抵押貸款的本金和收益轉移給了投資者。當然政府資助企業可以將住房抵押貸款證券賣給投資者也可以自己持有。20 世紀 90 年代開始，房地美逐步從賣掉大部分證券的策略轉向了自己持有證券的策略。房利美一直都是在其投資組合中優先持有其住房抵押貸款證券。但是，不管是賣出還是自己持有證券，政府資助企業承擔住房抵押貸款中的違約不償還風險，而這一風險也正是當前危機的根源。

事實上，即使住房抵押貸款的借款者違約不償還貸款，政府資助企業也承擔了保證那些住房抵押貸款的本金和收益返還給投資者的責任，當然，如果某個借款者未能償還貸款，其貸款將從資產池中剔除；同時，政府資助企業負擔證券投資者的全部本金數額，並儘量從賣出取消贖回權的抵押品中收回損失。當違約不還款發生時，政府資助企業基本上吸收了貸款差不多一半的本金損失。但是，平均而言，政府資助企業透過收取保證金足以彌補其損失並且獲益。

同時，在利益的驅使下，房利美與房地美在收購貸款並發行 MBS 的同時，還購買其他私人金融機構發行的 MBS，從中賺取自身資金成本與所購買 MBS 之間的利息差（因為它們政府資助企業的特質使得人們認為它們會隱藏的被國會支援，也就可以發行信用等級比其本身性質決定的等級高的機構債來募集資金）。從 1997 年到 2007 年，房利美購買的其他機構發行的 MBS 從 185 億美元上升到 1,278 億美元，房地美購買的其他機構發行的 MBS 從 250 億美元上升到 2,670 億美元。據估計，房利美與房地美大約購買了整個私人機構所發行 MBS 的一半以上⁵。

從歷史上來看，政府資助企業貸款標準的下降（甚至到購買次級債）一部分的原因是政治的壓力。1977 年，公眾重投資法案（Community Reinvestment Act）通過，該法案要求銀行以及儲蓄和借貸機構為低收入個體和小型生意提供貸款。1995 年，新的公眾重投資法案規則用鄰里關係、收入和種族將家庭貸款打碎，並通過允許推銷貸款的公眾團體收集經紀人費用，來鼓勵公眾團體向銀行和調控者抗議。同時允許房利美接受可支付的住房貸款來購買次級債券。1999 年，房利美在克林頓當局的壓力下將抵押貸款擴展到中低收入借款者。同時在一級抵押貸款市場的機構也在給房利美施壓，放鬆它們想購買的抵押貸款的貸款要求，使得這些機構能夠以比傳統貸款更高的利率借貸給次級借款者。股東也在為保持其利益方面給房利美施壓。2005 年 2 月，儲蓄監督辦公室（Office of Thrift Supervision）實施新的規則，允許資產超過 10 億美元的儲蓄和貸款可以不投資於當地公眾而

⁵ 參考：End of Illusions, Economist, July 17th 2008

滿足公眾重投資法案的要求，也就減少了次級貸款的可獲得性。

由於對次級債和正常債的區分並沒有一個明確的標準，所以我們只能給出大概的數字來描述兩房購買次債的狀況。2003 年，房利美和房地美購買了 810 億美元的次債。從 2004 到 2006 年，它們購買 4,340 億美元的次級貸款抵押證券。

二、危機發生的經過

（一）、聯邦住房金融局（FHFA）接管房利美和房地美⁶

作為 2007-2008 金融危機的序曲，美國聯邦住房金融局（FHFA）主任 James B. Lockhart III 於 2008 年 9 月 7 日宣佈了他的決定，由聯邦住房金融局監管美國政府資助企業房利美和房地美。美國財政部部長 Henry Paulson 也表示他完全支持這一決定，而且這種監督是他唯一願意把納稅人的錢給政府資助企業的形式，他更進一步表示，現在的這一行動可以歸結於政府資助企業這一結構的內在矛盾和商業漏洞，也歸因於正在進行的房地產糾正。同一天，美聯儲主席 Ben Bernanke 也對聯邦住房金融局和財政部的行動表示了支援。

（二）、接管之前的美國房地產泡沫⁷

事實上，兩房危機可以追溯到上世紀三十年代的金融危機，而此次危機也需要放到整個房地產爆破的歷史中來理解。所以在這一小節中，我們將簡要的回顧美國房地產泡沫的歷史以及關鍵性事件。

1、第一階段：1938 年

1938 年，聯邦國民抵押貸款協會（最後的簡稱為：房利美）以政府機構的身份誕生，其目標是儘量彌補在大蕭條中因銀行違約風暴造成的住房抵押貸款行業的空缺。

2、第二階段：1968-1991 年

1968 年，房利美由聯邦政府的團體轉變為獨立的政府資助企業，在一級住房抵押貸款市場上買入和證券化抵押貸款以增加流動性。

1970 年，聯邦住房抵押貸款公司（房地美）在國會的法律之下作為政府資助企業誕生，它在二級市場上買入住房抵押貸款，打包，然後以住房抵押貸款證券的形式在公開市場上賣給投資者。一套新房的平均成本在 1970 年是 26,600 美元。

⁶ 參考：http://en.wikipedia.org/wiki/Global_financial_crisis_of_September%E2%80%93October_2008

⁷ 參考：http://en.wikipedia.org/wiki/Timeline_of_the_United_States_housing_bubble

1974 年，平等貸款機會法案（Equal Credit Opportunity Act）對金融機構基於種族、膚色、宗教、國民來源、性別、婚姻狀況或者膚色的歧視實施嚴重的處罰。

1977 年，公眾重投資法案（Community Reinvestment Act）通過，並且要求銀行以及儲蓄和借貸機構為低收入個體和小型生意提供貸款。

1980 年，1980 存款機構解除管制和貨幣控制法案（the Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act of 1980）給予了包括存款和借貸協會在內的機構進行消費者和商業貸款的權力，並且可以分發交易帳戶，但是幾乎沒有對競爭的銀行進行管制。同時也使得聯邦規定的儲蓄銀行、分期付款賣方以及聯邦規定的借貸公司免於國家高利貸的限制。一套新房的平均成本在 1980 年上升為 76,400 美元。

1985-1991 年，利率的上升和商業房地產部門的過度發展導致了存款和借貸危機，同時存款和貸款標準的解除管制以及從 5 個百分點降到 3 個百分點的資本留存比例加重了這一危機。從 1986 年到 1991 年，新建造住房從 180 萬降到 100 萬，達到二戰以來的最低水準。

1989 年，一個月住房銷售量下降了先前擁有住房數的 12.6%。金融機構改革、復甦和強化法案（FIRREA, Financial Institutions Reform, Recovery and Enforcement Act）頒佈，該法案設立了重組誠信公司（RTC, Resolution Trust Corporation），該公司關閉了數以百計的不能夠清償的存貸款組織；該法案還將監管權轉交給了存貸款監管辦公室（OTS, Office of Thrift Supervision）；同時，要求聯邦機構公佈社會重投資法案的分級。

1990 年，一套新房的平均成本上升為 149,800 美元。

1991 年，美國經濟衰退，新建造住房價格下跌，但是通脹的增長使得這些價格能夠在 1997 年以實際量返還。

3、第三個階段：1992-2000 年

1992 年，1992 聯邦住房企業金融安全穩定法案（Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act of 1992）要求房利美和房地美投入一定比例的借款支援可支付住房，增加他們在證券化貸款池中的份量。聯邦住房企業監督局作為他們的監管部門而誕生。

1995 年，新的公眾重投資法案規則用鄰里關係、收入和種族將家庭貸款打碎，並通過允許推銷貸款的公眾團體收集經紀人費用，來鼓勵公眾團體向銀行和調控者抗議。同時允許房利美接受可支付的住房貸款來購買次級債券。

1997 年，抵押貸款拒絕率（Mortgage Denial Rate）對於傳統的住房購買貸款是 29%；該年 7 月，1997 納稅人救濟法（Taxpayer Relief Act of 1997）將資本收益範圍從 125,000 美元擴大到 50,000 美元（每一對夫婦），並鼓勵人們進行第二套

住房投資和房地產投資；11 月，房利美幫助第一聯合資本市場（First Union Capital Markets）和 Bear Sterns 公司第一次公開發行證券化的公眾重投資法案貸款，這個證券銷售的數額達到了 3.846 億美元，而房利美則作為即時利息（timely interest）和本金的擔保者。

1991-1997 年，房價平穩期。

1998 年，通脹調整的住房價格在大多數西部沿海大城市年成長率超過 10%。11 月份，金融服務現代化法案（Financial Services Modernization Act）由於沒有限制寫進法律的公眾重投資法案相關公眾團體而被參議院否決。

1999 年，9 月，房利美放鬆了貸款限制，以鼓勵銀行將住房抵押貸款擴展到那些信用度不足以評級為常規貸款的個體。11 月，Gramm-Leach-Bliley 法案廢除了 Glass-Steagall 法案，解除了對銀行、保險和證券進入金融服務業的管制，允許金融機構發展壯大，限制了公眾重投資法案的對較小銀行的覆蓋，並使得公眾團體報告與銀行的特定金融關係。

2000 年 3 月 10 日，互聯網泡沫崩塌，納斯達克綜合指數達到了頂端。

2000 年，10 月，房利美承諾購買和證券化 20 億美元的公眾投資法案承認的貸款。11 月，房利美宣佈，住房和地區發展部門（HUD, Department of Housing and Urban Development）將很快要求其將 50% 的業務轉向中低收入家庭，而它的目標也就是到 2010 年時為公眾投資法案相關的超過 5,000 億美元的業務融資。12 月，2000 商品期貨現代化法案（Commodity Futures Modernization Act of 2000）將利率、貨幣價格和股票指數定義為“排除在外的商品（Excluded Commodities）”，允許在最小的監督下，透過對沖基金、投資銀行或者保險公司進行信貸違約到期的交易，這也造成了 2008 年 Bear Stearns、Lehman Brothers 和 AIG 的危機。

4、第四個階段：2001-2006 年

總的來看，1997-2005 年，抵押貸款詐騙成長了 1,411 個百分點。2001 年，美聯儲 11 次降低了聯邦基金利率，從 6.5% 降低到了 1.75%。2002-2003 年，常規住房貸款的抵押貸款拒絕率是 1997 年的一半，為 14%。

2002 年，在加州、弗羅裡達州和大部分的東北部州地區，年房屋價格上漲 10% 或者更多。7 月 11 日，布希總統設定了到 2010 年將處於少數的住房擁有者數量增加 550 萬的目標，而這一目標將透過數十億美元的減稅、補貼和房利美 4,400 億美元與信仰組織共同設立 NeighborWorks America 的承諾實現。

2003 年，房利美和房地美購買了 810 億美元的次債。6 月，當時的美聯儲主席格林斯潘將聯儲利率下調至 1%，達到了 45 年來的最低值。9 月，布希管理層建議將對房利美和房地美的監管轉到財政部下新設立的一個機構上，但是這一改變被國會否決。

2004 年，美國住房擁有率達到了 69.2% 的頂峰。住房和地區發展部門 (HUD) 加大了未來 4 年房利美和房地美可支付住房的目標，從 50% 增加到 56%；同時認為房利美和房地美落後於私人市場；從 2004 到 2006 年，他們購買了 4340 億美元的次級貸款抵押證券。

2004-2005 年，亞利桑那州、加利福尼亞州、佛羅里達、夏威夷和內華達州房價的每年成長超過 25%。

2005 年開始，房地產泡沫開始破滅。2 月，儲蓄監督辦公室 (Office of Thrift Supervision) 實施新的規則，允許資產超過 10 億美元的儲蓄和貸款可以不投資於當地公眾而滿足公眾重投資法案的要求，也就減少了次級貸款的可獲得性。9 月，聯邦存款保險公司 (FDIC)、美聯儲和貨幣管理辦公室 (Office of the Controller of the Currency) 允許為小銀行放鬆公眾重投資法案的要求，這進一步的減少了次級貸款。2005 年的秋天，房地產泡沫急速破裂，從 2005 年的第四季度到 2006 年的第一季度，全國房價中值跌了 3.3 個百分點。

2006 年，持續的市場走低。房價變平，住房銷售量降低，導致存貨增加。8 月中旬的美國住房建設指數相比一年前降低了超過 40%。

5、第五個階段：2007 年

2 月開始，次債抵押貸款危機使得次債行業崩潰，超過 25 家的次債貸款者宣佈破產、明顯虧損或者待售。

4 月 2 日，新世紀金融 (New Century Financial)，美國最大的次債貸款商破產。

8 月，世界範圍的銀行和對沖基金的投資組合中次級抵押貸款證券的曝光導致了世界性的信貸緊縮，不管是 BNP Paribas 還是中國銀行。許多貸款者停止房屋淨值貸款和收入貸款。美聯儲為銀行注入了 1000 億美元的貨幣供給保證它們能夠以低利率借款。8 月 6 日，美國住房抵押貸款 (American Home Mortgage) 依照第 11 章破產。8 月 7 日，希拉蕊克林頓提出了 10 億美元的救助計畫，幫助那些面臨取消房屋贖回權風險的房屋所有者。8 月 16 日，國家金融公司 (Countrywide Financial Corporation) 透過從一組銀行拿出 110 億美元的緊急貸款來避免破產。8 月 17 日，美聯儲再次從 6.25% 下調折現率 50 個基點至 5.75%。8 月 31 日，布希公佈了一項對不能夠支付增加的負債成本的美國房屋擁有者的限制性救助計畫；Ameriquest，曾經美國最大的次債貸款者，結束了它的業務。

9 月 1 日-3 日，聯邦經濟專題討論會在 Jackson Hole 召開。許多批評家認為美聯儲應該用調控和利率水準阻止資產價格泡沫，同時指責前美聯儲主席格林斯潘的低利率政策助長了美國的房地產泡沫和後來的泡沫破滅。9 月 17 日，格林斯潘指出房地產中存在泡沫，並且警告房屋價值超過人們預期的兩位元數字的下跌。9 月 18 日，美聯儲下調利率 0.5 個百分點至 4.75%，試圖限制房地產和信用危機給經濟帶來的破壞。9 月 28 日，電視金融個人 Jim Cramer 在 Today Show 中

警告美國人買房就是輸錢，造成了房地產界不小的轟動。9 月 30 日，受上升的抵押貸款和信貸危機的影響，互聯網銀行的先驅 NetBank 破產，這是自 90 年代早期儲蓄與貸款危機尾聲以來最大的儲蓄和貸款失敗；同時根據 Standard & Poor's/Case-Shiller 指數，20 個大都市地區的房價從 2006 年以來下降了 4.9 個百分點。

10 月 10 日，美國政府和私人企業設立了 Hope Now Alliance，試圖幫助一些次級債的借款者。10 月 15 日-17 日，受政府支持的美國銀行財團宣佈了 1000 億美元的“superfund”或者“super-SIV”用以購買那些在次債危機中市場價值暴跌的住房抵押貸款證券。美聯儲主席伯南克和財政部部長包爾森都表示了對房地產泡沫破滅所帶來的危機的擔心。10 月 31 日，美聯儲下調聯邦基金利率 25 個基點至 4.5%，同時折現窗率也下調 25 個基點至 5%；根據 Standard & Poor's/Case-Shiller 指數，20 個大都市地區的房價從 2006 年 10 月以來下降了 6.1 個百分點。

11 月 1 日，美聯儲為銀行注入了 410 億美元的貨幣供給。這是自 2001 年 9 月 19 日注入 503.5 億美元以來美聯儲單筆最大的擴張動作。

12 月 6 日，布希宣佈了一項主動凍結有限數量的持有 5 年 ARM 住房抵押貸款者的抵押貸款的計畫。而這項計畫由 Hope Now Alliance 執行。12 月 11 日，美聯儲再次下調聯邦基金利率和折現窗率各 25 個基點，分別達到 4.25% 和 4.75%。12 月 12 日，美聯儲注入 400 億美元的貨幣供給，這是和加拿大、英聯邦、瑞士和歐盟的央行一起行動的。12 月 24 日，銀行財團正式的放棄了美國政府支持的“super-SIV”住房抵押貸款危機救助計畫。12 月 28 日，11 月美國商務部“驚人的弱勢報告”公佈並指出美國住房銷售量和房價的每年的下降正在加速而不是見底，這主要是因為人們“非常理性的行為”，而這一行為是基於對未來的價格降低的預期得以加深的心理學觀點。

6、第六個階段：2008 年上半年

總體來看，這一階段表現為：房屋銷售量繼續下降，對美國經濟衰退的恐懼，世界股票市場在矯正和動盪。

1 月，股票市場走低。1 月 24 日，國民房地產協會（NAR, National Association of Realtors）指出，2007 年已建房屋銷售量遭遇了 25 年以來最大下滑，“許多年以來的第一次價格走低，甚至可能回到大蕭條”。

3 月 10 日，道瓊指數達到了 2006 年 10 月以來的最低水準，比五個月以前的巔峰跌落了超過 20%。3 月 14 日-18 日，由暴漲的違約率和止贖率引起的住房抵押貸款價值的下降給華爾街銀行 Bear Stearn 帶來了負債的邊際贖回，而這些負債是該銀行用來為住房抵押貸款槓桿融資的，Bear Stearn 公司面臨了破產的危機。

3 月 1 日-6 月 18 日，美國聯邦調查局逮捕了涉嫌住房抵押貸款欺詐的 406 人，包括買方、賣方和住房抵押貸款行業中的其他方。

6 月 19 日，作為參議院銀行委員會康涅狄格州（Senate Banking Committee Connecticut's）主席的 Christopher Dodd 向參議院提交了一份資助包括 Countrywide Bank 在內的陷入困境的次債住房抵押貸款的貸款方的住房救助計畫。Dodd 承認收到了來自該銀行的資助和好處。參議院金融委員會（Senate Finance Committee）主席 Kent Conrad 以及房利美的負責人 Jim Johnson 也因為他們與 Countrywide 銀行的 CEO Angelo R. Mozilo 的聯繫收到了有優惠條件的抵押貸款。同日，前 Bear Stearn 基金經理因涉嫌在次債抵押貸款崩潰中的欺詐行為而被美國聯邦調查局逮捕，這些經理在撤回他們自己的錢的同時卻公開的對投資者歪曲基金的財政健康狀態。

（三）、接管之後的市場和政府對兩房的反應⁸

1、困難資產救濟計畫（TARP, Troubled Asset Relief Program）

9 月 19 日，財政部長鮑爾森提出了一項旨在緩解因次債住房抵押貸款危機導致的困難的計畫，這個被稱為困難資產救助計畫的提案後來被納入應急經濟穩定法案（Emergency Economic Stabilization Act），該計畫允許美國政府從金融機構購買非流動性資產（非正式的稱為有毒資產），這些證券的價值非常難以確定。

透過與財政部長、美聯儲主席以及美國證券交易委員會的協商，國會領導人和美國總統正在策劃一系列的計畫，旨在提出一個全面的能夠解決因非流動住房抵押貸款造成的問題的辦法。在那個週末的時候，財政部長和總統布希宣佈了一個提案，提案中聯邦政府將購買高達 7,000 億美元的非流動住房抵押貸款證券以增加二級抵押貸款市場的流動性，同時減小因金融仲介持有債券而帶來的潛在的損失。這項計畫的草案被股票市場的投資者所接受，但是此救助計畫的執行依賴於國會。

2、救助計畫未獲通過

9 月 29 日（週一），擴展到 110 頁的救助計畫在參議院進行投票，205 票贊成，228 票反對，未獲通過。同時美國股票市場遭遇了暴跌，道瓊指數在幾分鐘之內下滑 300 點，收市時下跌 777.68 點；納斯達克指數下滑 199.61 點，失守 2,000 點；S&P 當天損失 8.77%。在那天結束的時候，道瓊斯指數遭遇了歷史上最大的跌幅，S&P500 銀行指數下跌 14%。同時多家被認為可靠的銀行遭遇了股票價值的下跌，這些銀行包括 Bank of New York Mellon，State Street and Northern Trust；三家 Ohio 銀行，National City，Fifth Third 和 KeyBank 也遭遇了戲劇性的下跌。

3、2008 應急經濟穩定法案的通過

10 月 1 日，經過修訂將銀行存款保障增加至 25 萬美元和包括 1,000 億美元在內的商業和替代能源稅收優惠的 7,000 億美元救助計畫美國參議院版本，以兩

⁸ 參考：http://en.wikipedia.org/wiki/Global_financial_crisis_of_September%E2%80%93October_2008

黨投票 74-25 得以通過。儘管眾議院中的反應正負兼有，但是在週五對 2008 應急經濟穩定法案的投票上，如同在參議院的結果一樣，以兩黨投票 263-171 得以通過。

4、歐巴馬就職後的新 7,870 億美元刺激方案

2009 年 2 月 10 日，眾議院 8,200 億美元的議案和參議院 8,380 億美元的議案得以通過。週三，眾議院和參議院的領導人協商出 7,890 億美元的經濟刺激法案，其中包括 5,070 億美元的消費計畫和 2,820 億美元的減稅計畫⁹。2009 年 2 月 13 日，7,890 億美元的 2009 美國復甦與重投資法案（American Recovery and Reinvestment Act of 2009）在參議院作為最終法案通過，而這項計畫的核心是創造就業幾乎已修補公共設施、增加學校和醫院現代化程度，同時推動清潔的替代性能源¹⁰。2009 年 2 月 17 日，週二，歐巴馬正式簽署了龐大的經濟刺激方案。

2009 年 2 月 18 日，歐巴馬當局 2750 億美元的旨在阻止美國房屋止贖風波的計畫公佈。該計畫允許多達 400 萬面臨止贖的借款者透過美國和貸款者的聯合支付調整來降低支付。另外 500 萬不具有傳統再融資資格的借款者可以透過房利美和房地美再融資¹¹。

5、止贖減負計畫

2009 年 3 月 5 日，美國眾議院以 234 對 191 投票通過了一項法案，在這一法案之下，破產法庭的法官為了避免止贖可以將消滅破產住房擁有者的抵押貸款負債作為最後的手段。之前的法律雖然允許破產法庭減少掙紮的借款者的許多形式的負債，包括船、汽車、度假住房或者家庭農場，但是從來沒有允許基本的住房。在此之前的 3 月 4 日，歐巴馬發佈了 750 億美元的止贖減負計畫，這作為 2 月份公佈的 2750 億美元的房屋刺激計畫的一個部分而存在。

6、剝離不良資產的公共私人投資計畫（Public-Private Investment Program）¹²

2009 年 3 月 23 日，美國財政部公佈了不良資產剝離計畫的細節，此項計畫將把美國財政部、美國聯邦存款保險公司和美聯儲與私人投資者聯繫在一起。財政部將從困難資產救助計畫（TARP）中抽出 750 到 1000 億美元，連同私人投資者的資金一起為不良資產創造 5000 億美元的購買力，當然這可能在將來擴展到 10000 億美元。

三、危機發生的原因

⁹ 參考：New York Times, <http://www.nytimes.com/2009/02/12/us/politics/12stimulus.html?hp>

¹⁰ 參考：CNN News, http://money.cnn.com/2009/02/13/news/economy/house_final_stimulus/index.htm?postversion=2009021509, News Daily, <http://www.newsdaily.com/stories/tre51a611-us-usa-stimulus/>

¹¹ 參考：News Daily, <http://www.newsdaily.com/stories/tre51i2ot-us-usa-housing-bair/>, Yahoo, <http://sg.news.yahoo.com/rtrs/20090218/twl-oukwd-uk-obama-bd5ae06.html>

¹² 參考：<http://treas.gov/press/releases/tg65.htm>.

（一）、住房抵押貸款和其他形式貸款的承銷標準變化¹³

1) 個人利益的驅動。不斷惡化的承銷標準背後可能的原因在於，基本的貸款發放者可以從前臺費用（up-front fees）中獲得利益，把貸款放在他們的帳戶表單上足夠長的時間以便打包並將做成的債券賣給投資者（Rajan, 2008）。

2) 美國國內宏觀經濟環境。一方面，對於槓桿（融資）的需求傾向於順週期，所以在風險消退的繁榮時期，諸如影子銀行部門（shadow banking sector）的仲介¹⁴那樣的高槓桿的投資者會主動的去尋找項目融資（Adrian and Shin, 2008）。另一方面，實際利率在近些年非常的低，這就是前美聯儲主席格林斯潘所說的“雙迷”現象（“conundrum” phenomenon¹⁵）。這也可能使得投資者為追求更高的收益而承受更大的風險（Rajan, 2008）。Schmid（2005）考察了政府資助企業的股權收益對利率風險的敏感性，並得出結論：房利美和房地美的股權市場價值對於短期利率的增加和期限跨度（長期與短期之間的差別）是易感的。

3) 金融創新、信念和監管。金融工程的進步可以在沒有相應的風險增加的情況下提供更高的收益。所以，複雜的債券及其衍生品是吸引人的。這些工具使得投資者他們自身對其風險的評估和定價變得困難。在許多情況下，他們只是用評級機構的3A級別來安慰自己。一旦這些工具的評級走低，動盪就開始了。Gorton（2008）也指出，關於風險損失的具體位置和大小的資訊的損失導致了2007年的混亂，而風險的損失來自於許多與住房抵押貸款相關的相互關聯的證券、特殊目的的工具和衍生品的違約。Kling（2008b）也指出，金融工程人員創造了諸如奇異的抵押貸款證券和信用違約互換的工具，進而加重了行業執行者和監督者的心理迴圈。同時，在2003-2007年間，美聯儲沒有很好的使用它對銀行、抵押貸款承銷商以及其他貸款者的監督調控權力，而這些人並不考慮貸款的標準（雇用歷史、收入、訂金、信用評級、資產、財產貸款與價值比率和償債的能力），反而強調貸款者去證券化和重新包裝次級債的能力。

4) 國內和全球宏觀經濟環境。當房屋價格飆升時，抵押貸款的證券化也跟著繁榮；並且，儘管承銷標準放鬆，交易還是相當順利的。但是，一旦價格在2006年早期的時候走平且開始走低，麻煩就來了。

（二）、政府資助企業的架構

關於政府資助企業，儘管在抵押貸款市場的角色、與政府的關係以及是否確實有必要設立上有很多的爭論，房利美和房地美卻是為這個世界上最成功的抵押貸款市場的發展做出了相當的貢獻，它們使得美國公民受益於世界上最高的住房擁有率。但是，開始於2007年的美國房地產市場的崩塌和次債危機使得人們開

¹³ 參考：FRBSF Economic Letter, Number 2008-13-14, April 18, 2008, the Financial Markets, Housing, and the Economy.

¹⁴ 這包括那些做與銀行類似業務的對沖基金。他們購買諸如房屋貸款的金融資產。

¹⁵ 也就是短期利率上升，長期債券利率下降。

始反思這一政府資助企業的架構。

Kling (2008a) 指出政府資助企業的利潤來自於下面兩個方面：抵押貸款保險業務，保證金的費用通常都高於補償抵押貸款不償還的風險的成本；投資組合借貸業務，持有證券會產生金融收益。而政府資助企業的優勢就在於：較低的資本要求，這使得銀行很難與政府資助企業競爭。較低的風險升水，因為它們不允許失敗。許多銀行的財務報表上都充滿了房利美和房地美的住房抵押貸款，有的時候甚至超過他們的淨價值。同時，美國住房抵押貸款市場上大約四分之三的抵押貸款（大約 55,000 億美元）由房利美和房地美掌控，可以想像，如果他們僅僅因為他們帳面上 4,630 億美元的短期債不能運作的話，這將會對房價，家庭以及貸款者帶來什麼樣的後果。¹⁶

1) 整體的促進住房擁有率的政策超過了正常需求標準。儘管政府資助企業一開始並不打算購買高風險的抵押貸款，但是在國會的壓力之下，它們購買了數千億美元的次級貸款債券，當然壓力也來自於一級抵押貸款市場的機構以及企業內部的股東對追求利益的要求。

Kling (2008b) 還指出過度的證券化來自於監管的不正常，尤其是資本要求。這種低首期付款的抵押貸款也鼓勵了投機，同時使得住房抵押貸款市場不穩定。當借款者的權益基本上完全是由上升的房價構成時，在上升的市場中基本上任何一個人都可以買房；但是，相反的，當房價停止攀升時，沒有人有能力買房。

2) 即使承認增加住房擁有率這一目標，補貼抵押貸款融資的公共政策是很弱的。繁重的抵押貸款負債並沒有正的外部性，反而增加了主要的系統風險。

3) 用政府資助企業來補貼抵押貸款融資仍然是很弱的。正如 Summers, Krugman 和其他學者指出的那樣，政府資助企業的架構帶來的是私人的獲利和社會的損失。

當社會方面的失敗出現時，這些公司總是歸咎於他們必須要考慮股東的收益。當商業方面的失敗出現時，它們總將其歸因於社會責任的結果。政府預算的規則對他們不適用，因為它們總強調自己是“私人公司”。但是，在通常的觀念（現在已證實）之下，市場的規則也幾乎不存在，因為它們的負債是政府支持的。毫無疑問，正是私人化的收益和社會化的損失使得他們在投機中走向了金融災難。(Summers)

White (2006) 建議房利美和房地美應該進行真正的私有化。

4) 信心問題。房利美和房地美都擁有比較高的槓桿率，有的評論認為它們所擁有的貸款比引發危機的次級債要好，因為它們都要求確實的首期付款和收入檔證明。問題則可能出在它們的財務報表上。由於相信政府會暗含的支持它們的債券，兩房可以用較低的股票資本來處理債務。但是，如果對房利美或者房地美

¹⁶ 參考：<http://www.usnews.com/articles/opinion/mzuckerman/2008/07/25/fannie-mae-and-freddie-mac-too-fat-to-fail.html>

中的任一家喪失信心，也就是說政府不再支持它們，就會造成它們的信用危機

5) 讓政府資助企業在抵押貸款融資市場中承擔主要的角色是一個錯誤。他們變得越大，金融市場就會越危險。整個金融系統的健康看起來依賴於政府資助企業的健康。而房利美和房地美的風險已經被很多學者的研究指出。Lucas 和 McDonald (2006) 用基於期權的方式評估了在政府私人狀態和他們太大而不能失敗的觀念下的風險。

6) 道德風險問題¹⁷。

由於兩房是由國會設立的，債券投資者相信國會會獎勵兩房所發行的債。這一隱藏的政府保證意味著兩房即使評級低於 AAA 也可以借到錢，也就是說儘管他們的財務狀況被證實屬於較低的信用級別並因此有較高的利息費用。這種相對較低的債務成本會以低利率的形式傳遞給借款者。但是有三分之一的貸款優勢，也就是差不多一年 100 億美元，留存為公司股東的好處。

房利美與房地美開發了另一投資業務。在收購貸款並發行 MBS 的同時，還購買其他私人金融機構發行的 MBS，從中賺取自身資金成本與所購買 MBS 之間的利息差（因為它們政府資助企業的特質使得人們認為它們會隱藏的被國會支援，也就可以發行信用等級比其本身性質決定的等級高的機構債來募集資金）。

另外，兩房連同華爾街和房屋建造商一起透過雇傭兩黨的政治精英和遊說家來適當的避開政策監管。兩房本該提高他們的權益數，但是他們沒有這樣做，因為他們希望有更高的每股收益。兩房的高級官員每年從他們的股權中獲得上百萬美元的收入。由於兩房太大而不能倒塌的邏輯，使得它們失敗的時候由所有的納稅人來負責。如果將來不能保證他們只是作為公共品而存在的話，國會對於他們的援助另一方面可能會助長道德風險問題。

（三）、文化因素

平等權利的要求（平等獲得貸款的機會）導致了大量的次級債。這一要求被寫入法律，包括 1974 年的平等貸款機會法案，1977 年的公眾重投資法案，1980 年的存款機構解除管制和貨幣管理法案，1992 年的聯邦住房金融安全穩定法案，1995 年的新公眾重投資法案，2000 年的商品期貨現代化法案，等等。

四、對金融監管的啓示和政策建議

1) Kling (2008b) 指出，監管者應該考慮凍結政府資助企業的抵押貸款購買活動，與此同時放鬆銀行持有低風險抵押貸款的資本需求。這可以使得住房抵押貸款行業不要集中在現在的寡頭房利美和房地美上。政府的政策應該去營造一個抵押貸款風險被很多機構分擔的住房金融體系。Reynolds (2008) 指出，房利美

¹⁷ 參考：<http://www.usnews.com/articles/opinion/mzuckerman/2008/07/25/fannie-mae-and-freddie-mac-too-fat-to-fail.html>

和房地美需要縮小和去槓桿，放鬆特殊的優先權和貸款保證，並且解體為自負盈虧的小部分，而不需要納稅人的支援。

2) Kling (2008b) 給出了一系列的建議。

低首期付款的抵押貸款在房地產市場中容易誘發投機，這對於私人住房擁有者是危險的，也從整體上使得市場不穩定。所以擴大住房擁有率應該以不增加投機購買的方式實現。

證券化對抵押貸款並不是必需的。在管理層面上來看，傳統的透過存款機構進行的住房抵押貸款很可能比證券化的貸款好。抵押貸款市場沒有房利美和房地美也可以運行。

對於房利美和房地美的管理和監督是存在問題的。對房利美和房地美的監督看起來是不完全的，這多半歸因於兩家公司的重手腳的遊說和國會插手監管過程的結合。顯然，較好的公司領導和監督可以改進兩家公司的表現。事實上，政府對房利美和房地美隱藏的可能的資助應該公開化。然而，最簡單的避免將來房利美和房地美出問題的方式就是回到存款機構進行住房抵押貸款的情況。

信用違約互換並不是應該鼓勵的交易。

金融創新通常都沒有很好的和法律的監管融合。如果金融執行者不因違反監管精神而被懲罰，那麼監管者必須要謹慎的對待金融創新。因為要將增加有效性和為管制下的套利服務的創新分開是很難的。

政策制定這看起來過度的依賴於與過去危機的空洞的相似性來制定對當前危機的反應措施。依賴於救助的政策有可能事與願違。這些動作可能加速了本該放緩的去槓桿化過程，同時也可能放緩了本該加速的關閉失敗機構的步伐。

3) 取消資本所得稅。Alesina 和 Zingales (2009) 指出，這場衰退的特殊性並不在緯度上，而在根源上。這來源於嚴重影響了股票市場估值的金融危機，同時它也是由美國家庭和政府低儲蓄率導致的顯著的經常帳戶不平衡所引起的。所以，這要求增加人們去承擔風險的激勵，將儲蓄從政府債券轉移到風險資產上。暫時性的取消資本所得稅（從 2009 年開始並持續兩年）是一個比較不錯的方法。

參考文獻

Adrian, Tobias, and Hyun Song Shin (2008), Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles, *Current Issues in Economics and Finance* 14(1) (January/February), FRB New York. http://www.ny.frb.org/research/current_issues/ci14-1.html.

Alesina, Alberto and Luigi Zingales (2009), Let's Stimulate Private Risk Taking: Tax cuts are the way to nudge capital toward productive uses, *The Wall Street Journal*, Jan 21st.

Kling, Arnold (2008a), Freddie Mac and Fannie Mae: An Exit Strategy for the Taxpayer, *Cato Briefing Papers*, Sep 8, No. 106.

Kling, Arnold (2008b), The Collapse of Fannie Mae and Freddie Mac, *Cato Institute*, Dec 9.

Gorton, Garry (2008), the Panic of 2007, NBER working paper.

Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, and Hyun Song Shin (2008), Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown, Mimeo, February 29, http://www.brandeis.edu/global/rosenberg_institute/usmpf_2008.pdf.

Krugman, Paul, (2008), Fannie, Freddie and You, *the New York Times*, Jan 14th.

Lucas, D and R. L. McDonald (2006), An options-based approach to evaluating the risk of Fannie Mae and Freddie Mac, *Journal of Monetary Economics* 53, pp. 155-176.

Rajan, Raghuram G (2008), A View of the Liquidity Crisis, Speech given in Chicago (February), <http://faculty.chicagogsb.edu/raghuram.rajan/research/A%20view%20of%20the%20liquidity%20crisis.pdf>.

Reynolds, Alan (2008), Fannie Mae and Freddie Mac Should Be Cut Down and Cut Loose, *U.S. News & World Report*, Jul 21.

Schmid F.A. (2006), Stock Return and Interest Rate Risk at Fannie Mae and Freddie Mac, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, 87(1), pp. 35-48.

White, L. J. (2006), Fannie Mae, Freddie Mac, and Housing: Good Intentions Gone Awry, *NYU Stern Working Paper Series*, S-FI-06-01.

案例六：華盛頓互惠銀行案例

美國聯邦存款保險公司(FDIC)於 2008 年 9 月 25 日晚宣佈了美國歷史上最大的銀行倒閉案：總部位於華盛頓州的華盛頓互惠銀行(Washington Mutual, 華互惠銀)資不抵債立即停業，並由摩根大通以 19 億美元的超低價收購這家有 119 年歷史、曾經擁有 3,000 億美元資產和 1,880 億美元存款的銀行的部分業務和分支機構。鑒於華盛頓互惠銀行“流動性不足，無法滿足公司債務的支付要求，因而該行不能安全、穩定地進行業務”，美國儲蓄機構監理局(Office of Thrift Supervision, OTS)當地時間 25 日晚勒令華互惠銀停業。這是自 1984 年伊利諾州大陸國民銀行倒閉以來，美國歷史上最大的銀行倒閉案。政府宣稱這筆收購對華互惠銀現有的儲蓄客戶以及其他客戶都不會造成任何影響，華互惠銀各網點次日將照常營業。

一、案例背景

華盛頓互惠銀行建立於 1889 年，倒閉前擁有美國最大的儲貸合作社(savings and loan association)，是全美最大的居民住房抵押服務供應商之一，在綜合性銀行排名居全美第六，也在紐約股票交易所上市。華互惠銀為消費者和中小業戶提供多樣化的產品和服務，經營範圍包括保險、住房抵押、金融服務等。

華互惠銀曾經只是地方性的借貸銀行，在 1990 年代起經過多次併購，積極擴張，在美國各地都建立了分支機構。短短十餘年，其資產由原來的 27 億美元成長到 3,070 億美元¹，吸收存款超過 1,800 億，成為美國最大的儲蓄銀行。該行的發展戰略頗為獨特，十幾年前，當其他大銀行紛紛進軍更具誘惑力的企業業務時，華互惠銀仍然堅持其既定的計畫，穩步發展針對個人的零售銀行業務。

在 2003 年，首席執行官基林格(Kerry Killinger)曾說，“我們希望做到的，是沃爾瑪在它的行業中做到的，是星巴克在他的行業中做到的…我想，當我們做到這些，五年以後別人就不會再管我們叫作一家‘銀行’了”。

這個目標是讓華互惠銀成為銀行業的沃爾瑪，主要迎合其他銀行家認為風險太大的中低階層消費者。為達到這個目標，華互惠銀有一系列的措施：做為在芝加哥、紐約及洛杉磯等大城市立足的戰略，該行提供複雜的抵押貸款和信用卡，讓原本不易得到貸款的借貸者獲得金融幫助。此外，華互惠銀也常給其零售機構施壓，無視借款人的收入和資產儘量多的進行抵押貸款。華互惠銀還有一些合法性令人懷疑的激勵系統，包括允許房地產經紀人為引進借款者獲得超過一萬美元

¹ 截至 2008 年 6 月 30 日，華互惠銀總資產 3,070 億美元，在 15 個州設立 2,239 個支行、4,932 台 ATM 機、43,198 名雇員。

的手續費--甚至因此使代理人比借款者本人更加感激華互惠銀。此外還經常鼓勵費率更高又允許從借款者推遲還款中大量獲益的浮動利率貸款(尤其是 Option ARMs)--華互惠銀是美國繼 Wachovia Corp.之後的第二大期權利率可調性房貸提供者。

二、危機發生的過程

(一)、次貸危機

2007 年 12 月，華互惠銀重組了其房屋貸款部門，並關閉其 336 個房屋貸款辦事處中的 160 個，減少了 2,600 房屋貸款方面的工作人員（減少 22%）。

2008 年 3 月，摩根大通公司(JP Morgan)董事長兼首席執行官傑米·戴蒙(Jamie Dimon)在談判收購貝爾斯登(Bear Stearns)的同一週，秘密派遣他的團隊成員到西雅圖會見華互惠銀主管，敦促他們考慮進行快速交易。然而，華互惠銀董事長兼 CEO 基林格拒絕了摩根大通對華互惠銀價值約為每股 8 美元（大部分以換股形式）的收購要約。

在 2008 年 4 月，作為對源於 2007 至 08 年次貸危機持續至今的一系列損失的反應，華互惠銀控股公司宣佈公司的 3,000 人將可能失去工作；公司同時表示打算關閉其剩餘的獨立房屋貸款辦事處中的 186 個，其中包括在華盛頓州的 23 個及一個處於華盛頓州貝爾維尤(Bellevue)的貸款處理中心；並停止了其著名的以“批發貸款”著稱，從外部抵押貸款經紀人購買貸款的業務活動。華互惠銀還宣佈由德克薩斯-太平洋集團(TPG Capital)為主的外部投資者進行了 70 億美元的新資本注入：其中 TPG 同意注入 20 億美元，包括華互惠銀部分持有人在內的其他投資者同意購買另外 50 億美元的增發股票。這個事件激怒了許多投資者--TPG 的投資會沖淡許多現有股東持有的份額，並且華互惠銀的執行官們不再將抵押貸款損失計入營收。

2008 年 6 月，基林格辭去公司主席職務，仍領 CEO 一職。2008 年 9 月 8 日，在投資者的壓力下，華盛頓互惠控股公司的董事會解雇了基林格的 CEO 職務。艾倫費什曼(Alan H. Fishman)，抵押貸款經紀公司 Meridian 資本集團的主席及永豐銀行(Sovereign Bank)的前首席執行官，被任命為新的首席執行官。

(二)、破產過程

由於次級貸的損失，華互惠銀的市值在 2007 年 9 月至 2008 年 9 月的十二個月中總跌去了 95%，在 08 年前三個季度中損失了 63 億美元。即使被列入美國證券交易委員會為穩定市場而列出的禁止賣空清單，華盛頓互惠銀行的股票也未能

止住跌勢。2008 年 9 月中旬，華互惠銀的股價跌至約 2 美元的低價。在一年前，即 2007 年 9 月，該行股價還超過每股 30 美元，並曾以 45 美元每股的高價成交。另外，2008 年第一季度華互惠銀還有利權利率可調式房貸 540 億美元；其 2,300 億美元跟房產相關的貸款中，169 億為次級抵押貸款，這個數字在第二季度末位列全美第六。

雖然華互惠銀公開堅持它可以保持獨立，但在本月早些時候它已經悄悄聘請高盛確定潛在投標人。然而，在幾個最後期限過去後仍沒有任何人提交報價。與此同時，華互惠銀遭受了擠兌：在 10 天的跨度內客戶便擠兌了超過 167 億美元的存款。此外，標準普爾也進一步將華互惠銀的信用評級由“BBB-”降至垃圾股水準。

這導致美聯儲和財政部進一步施壓幫華互惠銀尋找買主——為避免引起 FDIC 保險基金的更多流失（該基金 2008 已在出售 IndyMac 銀行倒閉中支付了巨額資金），並不會由聯邦存款保險公司(FDIC)直接出面救助。最終，聯邦存款保險公司促成了協定，並舉行了對華互惠銀的秘密拍賣。在 2008 年 9 月 25 日，監管機構通知摩根大通成為最後的贏家。當天（週四）2 晚上，美國儲蓄機構監理局(OTS)控制了華互惠銀並將其交送 FDIC 接管。在一份聲明中，OTS 稱擠兌意味著華互惠銀已“處於不健康的狀況”。作為接收者的 FDIC 又將華互惠銀的大部分資產，包括其分支網路、所有儲蓄和擔保債務，以 19 億美元出售給摩根大通³。並且，摩根大通不需承擔華互惠銀銀行持股人的的股權要約和高級、次級貸款。

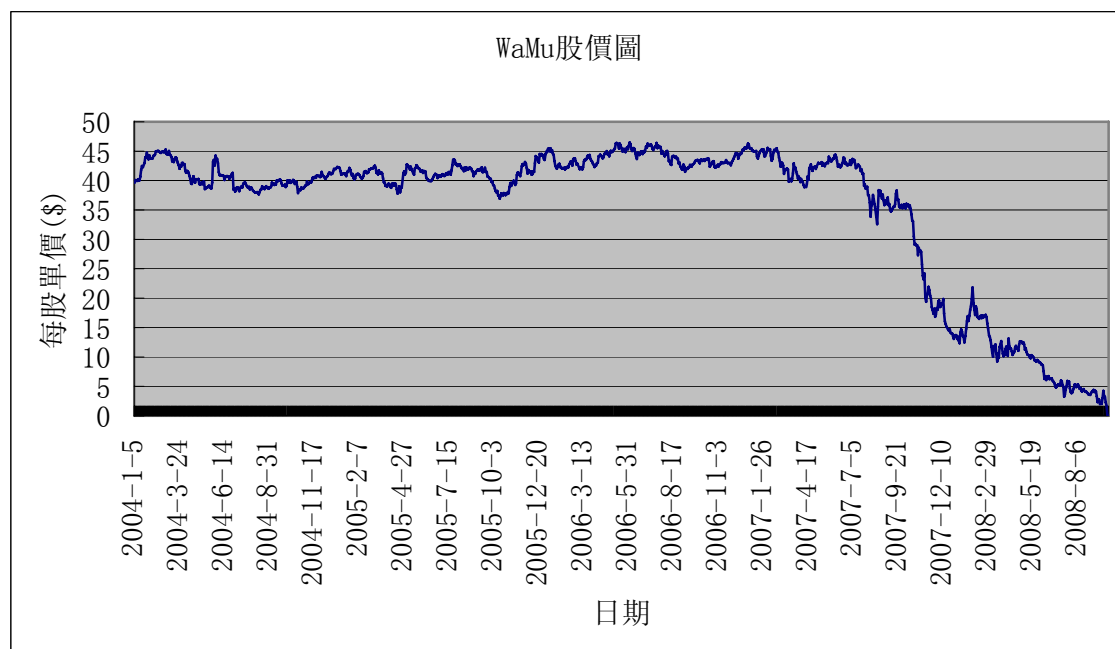


圖 1: 華互惠銀股價變化圖

² 通常情況下，對銀行的接管會發生在週五，讓 FDIC 有一個週末的時間幫助失敗的銀行尋找買家。但因為該銀行日益惡化的情況，並考慮到該行將要被接管的資訊已經洩露，監管機構不得不提前一天採取行動。

³ 注意到，這個交易並不需動用任何 FDIC 的保險基金。

2008 年 9 月 26 日，華盛頓互惠集團和其附屬公司 WMI 投資公司宣佈申請破產保護。它也在紐約納斯達克中摘牌，被列入粉紅單市場(Pink Sheets)中進行交易。原銀行所有資產和大部分債務都轉移給了摩根大通集團。然而優先債權、次級債和高級債權人等在內的債務並不由摩根方面背負，讓債權持有者們多少保留著一點復甦的來源。在 9 月 26 日，所有華互惠銀的顧客都接到了一封信，說明新的組合銀行共擁有 5,400 個分行和 14,200 個 ATM 機，分佈在全美 23 個州。從此之後，華互惠銀帳戶的擁有者仍然可以如往常一樣進行銀行業務，只是原來在華互惠銀的存款如今變成了在摩根大通的存款；兩行原來的 ATM 機相互通用，無任何手續費。而透過對華互惠銀的收購，摩根大通的業務也第一次在美國的西海岸出現了。

(三)、宣佈申請破產保護之後

目前，原股東們也在透過一些網站對他們所見的對華互惠銀進行非法控制的事件做鬥爭。他們聲稱 OTS 的行事辦法過於隨意和多變，並且是因為政治原因或為迎合摩根大通的利益而對華互惠銀進行的控制。股東們聲稱，在收購的日子，華互惠銀已經有了足夠的流動資金去擔負其全部義務，並且仍履行著其與 OTS 在兩周前達成的業務計畫。

2009 年 3 月底，華盛頓互惠集團日前向法院提起訴訟，要求 FDIC 賠償其銀行業務相關損失 130 億美元。在向哥倫比亞地區法院遞交的訴訟當中，華互惠銀存款機構的前母公司指責 FDIC 在 1 月 23 日對自己的訴求做出了“含義模糊的駁回”。該公司同時還控告 FDIC 在 2008 年 9 月 25 日同意以“不合理的低價”安排了摩根大通對自己旗下銀行業務的收購，當時的情況是監管部門已經接管了華盛頓互惠的銀行業務，並指定聯邦儲備保險公司位接管人。摩根大通沒有兼併在第二天申請第 11 章破產保護的華盛頓互惠母公司。

華互惠銀在訴訟中尋求拿回高達 65 億美元的資金，該公司表示這是自 2007 年 12 月到被接管期間自己投入到銀行業務部門的資金。華盛頓互惠同時還想取回另外 40 億美元資金，據稱該筆資金是被錯誤的轉到了銀行業務部。該公司同時表示，自己應該得到高達 30 億美元的返稅以及大約 1.771 億美元未償付貸款。

華盛頓互惠銀行宣佈破產保護之後對各方面的影響可陳述如下：

1、華互惠銀的原有雇員

2008 年 12 月，摩根大通開始了對華互惠銀原有雇員的大規模裁員行動。在此次全國性的裁員中，華互惠銀原有的約 42,000 名雇員中，約有 9,200 人失去工作。其中 4,000 人在接下來的兩個月內離開工作崗位；剩下的部分被安排至華互

惠銀向摩根大通的轉換小組之中，工作至 2009 年的某些時段，並在這段時間得到雙倍工資，而具體離崗時間將視相應工作的進展狀況而定。

有比預期更多的雇員隨著工作的展開被裁員。截至 2009 年 3 月，大規模的裁員工作基本告一段落，共有約 12,000 名華互惠銀的員工失去工作，餘下約 30,000 名雇員被留下，納入到新的運作體系。

所有被裁員的雇員都依照其在華互惠銀的工作年限等因素，獲得一筆解雇賠償金；他們也都有資格獲得無業人員的相應服務。但在如此的經濟環境下，他們中很多人無法很快找到合適的工作。

2、華互惠銀的原有客戶——主要為零售業務客戶

華互惠銀的業務多以零售業務為主，其客戶也更多的是個人或小型的存、貸款客戶，包括信用卡持有者等。總體說來，這些零售業務客戶在華互惠銀至摩根大通的轉換工程中並未受到太大影響。

當然，華互惠銀的一些客戶在銀行破產前後在信心上遭受了一定程度的打擊和影響。譬如上文已經提到，在華互惠銀破產的 10 天前，便有 167 億美元(約 10%)的存款被擠兌，這也直接造成了華互惠銀的破產。在華互惠銀破產並被摩根大通接手之後，也有少量儲戶繼續退出，甚至有些極端客戶以組織網站等方式對華互惠銀的破產表示不滿。但據摩根大通官方和相關各方的評估，儲戶退出和進入的數量都與正常情況或其他銀行的情況沒有太多不同。

絕大多數零售業務客戶如往常一樣，更關注辦理業務是否便捷、包括 ATM 機的數量與密度，以及是否需要繳納有額外費用等因素。在這些方面，華互惠銀到摩根大通的變化非但沒有讓客戶受到損失，更增加了便利性--併購後原有華互惠銀和摩根大通的所有網點和 ATM 機都對兩行原有的所有儲戶通用，並不收取任何額外費用。摩根大通也在華互惠銀原有的網站位址上對網頁進行了更新，保留了原有的所有功能包括其便捷的網上銀行服務，並且新增了針對銀行所屬權的變化後可能存在的各種問題的回答。這樣，絕大多數客戶並未感到負面的影響。

3、華互惠銀的新東家——摩根大通

收購華互惠銀對摩根大通造成了一系列顯著的直接影響，其中絕大多數被認為是正面的。最主要的是收購華互惠銀使得摩根大通的商業銀行部分極大擴充了市場份額，包括儲戶數量、信用卡客戶數量、分支機構和 ATM 網點的數量等，使其幾乎一夜之間成為全美最大的零售業務商業銀行之一，為其進一步的發展打

下了極好的基礎。正如外界評論認為，“JP Morgan（與 Goldman Sachs 一起）成為這場看似‘全輸’的金融危機中最大的贏家之一”。

2008 年 9 月 25 日，FDIC 宣佈接管華互惠銀，隨後摩根大通以約 19 億美金的價格得到了華互惠銀的儲蓄、資產以及一些特定的負債。這個價格是十分低廉的，事後看來也許是因為摩根大通在當時是唯一做好準備的，在華互惠銀破產後即迅速反應的買方。經由這次收購，摩根大通得到了華互惠銀的 2,200 個網點、5,000 台 ATM 機、1,260 萬美元的經常帳戶以及大量的儲蓄、抵押和信用卡帳戶。最重要的是，摩根大通並未獲得華互惠銀持股公司的資產或債務，也並不需要承擔其 140 億美元的高級無擔保債務或次級貸款。

對於摩根大通，這筆交易是非常划算的——它在當時很快便帶來了收益，預期在 2009 年將為其帶來約 20 億美元(合每股 50 美分)的額外收益，在今後還會帶來更多。並且這樣的預期也不是源於過度的樂觀，因為這筆交易僅在節約成本方面（在刨去對加入的網點進行裝修和設備更新資金投入後）就至少為摩根大通帶來 15 億美元的結餘。此外，獲得華互惠銀的同時，摩根大通還獲得了價值大約 2,400 億美元的抵押品及相關資產，包括 1,600 億美元的存款和 380 億美元的普通股。摩根大通立刻放棄了其中絕大多數(約 310 億美元)不好或受損的資產，適當的保留了其他一些資產，並為解雇賠償和停業項目所需資金保留了足夠結餘。處理完這些問題，摩根大通將擺脫所有可能的麻煩，並仍獲得了約 40 億美元的良好資產結餘。即使經濟形勢比想像的再差一些，摩根大通內部仍然認為這筆交易可以在未來為其帶來巨大的收益。與此同時，華互惠銀大量的存款業務也幫助摩根大通獲得了穩定的流動性資金，大大增強了摩根大通的金融穩定性。

在摩根大通 2008 年財務年報中，還有大量具體的資料支援上述討論。以零售業務為例：摩根大通在 2008 年第四季度(併購華互惠銀的第一個季度)便獲得共計 45 億美元的零售業務淨利潤。與 2007 年相比，2008 年的信用卡發行數量增加 20%(6%來自華互惠銀的併購)，在華互惠銀的併購中獲得 1,260 萬美元的經常帳戶(總計 2,450 億美元)，新增了 5,300 台 ATM 機(其中 5,000 台來自對華互惠銀的併購)，第三方抵押貸款服務業務增加了 91%(其中絕大部分來自華互惠銀)。當然，在投資支出方面也比 2007 年有所增長，其中很大部分也因為對華互惠銀的併購。

最重要的是，這筆交易大大拓展了摩根大通的零售網路，實現了摩根大通近年來一直的願望--涉足西海岸及佛羅里達州等富有吸引力的地區。摩根大通內部和外界各方都認為，在這個意義上，對華互惠銀的併購就好像是為摩根大通量身定做的一樣。具體來說，併購為摩根大通在很多發展迅速的新興市場帶來了已具規模並運作良好的零售網點，加強了摩根大通在其已有較大市場份額的各州的競爭力，並使其在未來得以繼續拓展其商業銀行、信用卡和個人資產管理等業務的規模。這些額外的業務並不是華互惠銀的強項，但卻很容易在華互惠銀的營業網路基礎上建立起來。

基於這些考慮，摩根大通保留了華互惠銀絕大多數的網點和 ATM 機（尤其在西海岸），僅在東岸業務出現重疊的一些區域撤銷了部分網點。現在摩根大通在 23 個州設有 5,000 餘個營業網點，增加了 7,200 名銀行員工，ATM 機的數量也上升至 14,500 個，一舉獲得了全美第二大的 ATM 機網路。這大大增強了摩根大通在全國範圍的市場地位，也是摩根大通在併購前難以想像的成就。

4、華互惠銀破產引發的直接“觀念性”影響

華互惠銀破產的案例應該引發政府和銀行界對類似的風險性金融業務提高警惕⁴。從政府的方面，應當吸取華互惠銀失敗的經驗，可以要求銀行留有更大比例的現金以應對可能的大型波動，避免重蹈華互惠銀流動性不足而破產的覆轍。而大銀行們也應該開始改變它們的獲利方式，讓獲利更多地基於更加良好、穩定的投資，避免風險過大的投資。與之相關的，是調整對高管人員的激勵方式——過去一段時間主要的薪酬體系包含極高的獎金，這激勵經理們尋求高風險高收益的專案。舉例來說，在 2008 年 11 月底，瑞士聯合銀行集團(UBS)已宣佈調整了其薪酬模式，自 2009 年起包括總裁 Peter Kurer 在內的高管人員都將獲得固定的工資，外加對銀行不良表現將進行懲罰，以期避免經理們不負責任地進行高風險運作⁵。類似的舉措顯示出，在金融危機和包括華互惠銀在內的一些大銀行破產的背景下，業內對於穩定性有了更高的追求。但與此同時，華爾街的大量金融業者被指仍未改變其行為模式，仍有很多的業內人士重複著對於高風險高回報專案的賭博。這使整個金融監管體系的重構顯得更為重要和緊迫。一些由華互惠銀案例得到的啟發，將在接下來的部分進行討論。

三、危機發生的原因分析

（一）、華互惠銀被併購前夕商業運作情況及資產關鍵組成情況

截至 2008 年 6 月 30 日⁶，華盛頓互惠銀行擁有總資產 3,070 億美元，在 15 個國家設立了 2,239 個零售分支機構、4,932 台自動櫃員機，員工總計 43,198 名。

它持有的負債包括：118.3 億美元一般存款，829 億美元向美國聯邦住房貸款銀行(Federal Home Loan Bank)的欠款，以及 78 億美元的次級債券(Subordinated Debt)。在它的資產中擁有的債權包括：1,189 億美元(超過 30%⁷)為“單個家庭貸款”(Single-Family Loans)⁸，包括 529 億美元(約 17.2%)為“浮動利率貸款”(Option

⁴ 參見廣播節目討論“The Fall of Washington Mutual One Year Later”，2009 年 8 月 26 日，<http://www.kuow.org>

⁵ “UBS to Change the Way It Pays Senior Managers”，<http://abcnews.go.com/Business/wireStory?id=6268874>。

⁶ 資料來源：OTS 與 2008 年 9 月 25 日公佈的“事實清單”。

⁷ 本段出現的比例均為占總資產的比例。

⁸ Single-Family Loans 是一種政策支持性貸款，供中低收入家庭購買一棟房屋。此種貸款一般要求貸款者家

ARMs)和 160 億美元(約 5.2%)的次級抵押貸款(Subprime Mortgage Loans)。另有 534 億美元(約 17.4%)的“房屋淨值信用額度貸款”(Home Equity Lines of Credit, HELOCs)以及 106 億美元的信用卡應收款項。該行向其本身及其他銀行提供的貸款服務涉及貸款總金額 6,897 億美元，其中 4,427 億美元是服務與其他銀行。它持有的不良資產為 116 億美元，其中包括 32.3 億美元的浮動利率貸款和 30 億美元的次級抵押貸款。

(二)、次貸危機爆發後華互惠銀受到的一些主要影響

2007 年 8 月，抵押擔保債券(mortgage-backed securities)的二級市場消失，華互惠銀開始偏離良好的運營狀態：由於無法轉售這些抵押貸款，再加上房屋市場的低迷，華互惠銀難以售出新的抵押貸款，也引發了現金流的緊張。

到 2007 年四季度，華互惠銀不得不勾銷了 16 的違約擔保，並且為未來的損失留出一部分額外的現金。這些使得華互惠銀僅在該季度便淨損失約 20 億美元。最終，華互惠銀年報中顯示 2007 年淨損失 670 億美元(而 2006 年該資料是淨盈利 36 億美元)⁹。

2004 年至 2006 年，美國全國範圍房價以 20%的年成長率上漲。2007 年下半年開始，房價開始暴跌。到 2007 年底，全國平均房價下降了 9.8%，創下了大蕭條以來的最大跌幅。而作為華互惠銀重點業務區的加利福尼亞州，房屋市場的表現尤為低迷。這樣的房屋市場低迷給華互惠銀帶來了前所未有的系統性風險：平時華互惠銀只有約 20%的抵押債券貸款與價值比率(loan-to-value ratio)超過 80%，但在房屋市場低迷影響下，至 2007 年年底，華互惠銀的許多貸款的貸款與價值比率都超過了 100%。

在 2008 年 9 月 15 日，黎曼兄弟(Lehman Brothers)宣佈破產，同日華互惠銀控股公司收到了來自信用評級機構的降級通知。這引起了大量存款人的恐慌：由該日至 2008 年 9 月 24 日，銀行遭到了 167 億美元的現金擠兌，這約占華互惠銀總存款量的 10%。這樣帶來的“流動性不足”使得儲蓄機構監理局(OTS)最終做出了關閉華互惠銀的決定。

接下來，美國聯邦存款保險公司(FDIC)把華互惠銀銀行大部分的資產和負債(包括擔保債務)以 1.9 億美元的價格出售給摩根大通集團。

(三)、華互惠銀破產的主要原因

庭總收入不超過一定數額。

⁹ 參見華盛頓互惠銀行 2007 年財務年報。

相比而言，華互惠銀是個業務相對純粹的銀行——主要面對個人用戶進行零售存貸款（尤其是抵押貸款）業務。（見 2.1 最初部分）原 CEO 基林格對該行的願景描述已經從戰略理念上體現了這點。而從資料上也可以清楚的看到其個人抵押貸款業務之龐大：截至其瀕臨破產的 2008 年 9 月，其貸款中有 2300 億美元（占總資產 70%以上）跟房產相關，雖次級貸占比例不是很大（160 餘億美元），但含有一半以上（1189 億）面向中低收入家庭的房屋貸款。

同時，之前的描述也已經提到，期權利率可調式抵押貸款（Option ARMs）這種高風險高收益的業務也是華互惠銀重點推行的業務之一，在總資產中占比近 20%。這也在系統性風險爆發時，使問題得以加劇。

這些貸款在經濟條件良好時不會出現問題，來自不同低收入家戶的風險可以相互對沖；但在經濟環境出現問題，尤其是，就凸顯了這些貸款的系統性風險。

這一切特徵在外部經濟狀況良好時並不會帶來過多問題：由於華互惠銀遍佈東西海岸，大量借款給分佈廣泛的投資者，於是可以在不同低收入家戶的風險間有進行對沖，有較好的風險抵禦能力。此時，其業務中高回報的一面會主要體現出來——從它十幾年來穩定的高速發展中即可看到這點。但是，在金融危機這樣外部經濟環境較差的情形，尤其是房地產行業出現問題時，就給華互惠銀帶來的嚴重的系統性風險——這個系統性風險是被其特性過於集中的抵押貸款產品決定的。“成也蕭何，敗也蕭何”，在這樣的外部環境下，在近十幾年給華互惠銀帶來騰飛的要素，也最終導致了它的衰退。

（四）、與華互惠銀衰落有關的兩個指標——一個投資者的視角（高盛投資銀行）

下圖可以看到其主要業務之一——期權利率可調式抵押貸款遭受的損失：

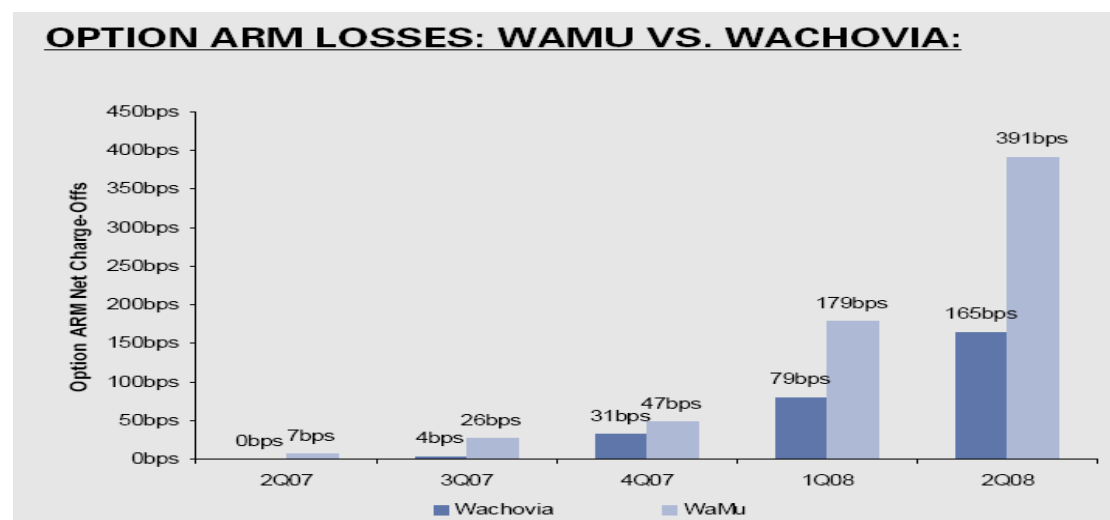


圖 2: Option ARM Losses(資料來源：Company reports, Goldman Sachs Research, 080728.)

在金融危機(2007 年下半年)開始以來，華互惠銀該項主要業務的損失增長是驚人的：Option ARM 淨核銷帶來的損失由當初相對良好的水準陡增至 391bps。

從另一個指數(CDS spreads，常被業界用於描述銀行的運作狀況)中我們也可以看到華互惠銀受到的影響：

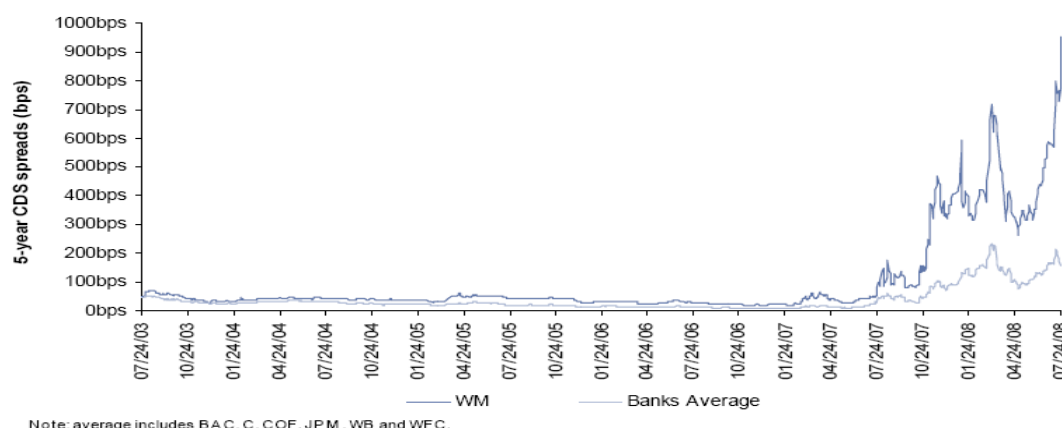


圖 3: 5-year CDS Spreads(資料來源：Company reports, Goldman Sachs Research, 080728.)

同樣，2007 年 7 月到 10 月(危機爆發時間左右)開始，華互惠銀體現出巨大的破產特徵，其變化的顯著性也是令人驚訝的。

四、案例對政府監管的啓示

上面的分析中，華互惠銀衰落是有原因的：其過多業務重心處於個人抵押貸款（尤其是面向中低收入階層、很多與房屋相關），加上防範風險能力不足，帶來了它的衰退。這裡便由這兩個特徵簡單引出案例的政策啓發。

1、上述第一個方面首先受美國這個經濟體的系統性問題影響。在過去較長的一段時間裡，美國經濟過多的由消費拉動，積累下帶來了以本次金融危機為代表的嚴重問題。鼓勵消費，特別是為大幅降低貸款門檻鼓勵的超前消費，在很多公司、銀行乃至美國經濟的表面繁榮背後埋下了越來越大的深坑。經由這一次金融危機，這一點已經被廣泛的意識到。其最主要的政策啓發也便是：作為美國這樣的經濟體，應當增多儲蓄和投資，而減少由消費、尤其是超前消費作為經濟的引擎。

2、接下來我們把目光拉回房地產消費：注意到本次華互惠銀的危機，罪魁之一便是其比例很高的(超過資產的 30%)面向中低收入家戶的貸款。從社會的意義上，這種貸款有著某種福利性，使得一些中低收入家戶擁有其住房。但這也便同時帶來一個問題：這些家戶本身存在某種住房困難因而獲得這種特別的抵押貸款，而貸款的抵押品恰恰是他們這套住房。如果還款出現問題，首先帶來的就是抵押品是否可真正被收回的問題，畢竟它是與參與者基本生活直接相關的東西。從理論上說，就是常被提及的“懲罰是否可行”的問題。

3、隨著經濟形勢特別是房地產市場形勢的總體惡化，這些抵押品的價格突降，使得銀行沒有辦法獲得預期的變現收入。美國類似的情況也出現了很多——家戶索性將房屋丟回給銀行，但銀行處置這些房屋的效果卻受房地產行業環境很大的限制。對華互惠銀本身來說，這是其企業策略選擇的問題，成就其繁榮也造成其衰退，也許並無好壞之分。對於這種過於集中在某一行業的策略選擇，政府也不一定需要過多的干預，畢竟這也是市場競爭的一個層面。但因為銀行作為一個較特殊的投資方，其資金很多是大眾的儲蓄資產，是否應該採取類似相對高風險的策略是值得討論的。也許這個 FIDC 使華互惠銀破產的案例本身也可以是一種積極的行動：允許部分銀行進行這種集中性存在系統風險的行為，但前提是政府有對其更多的監督、甚至在其流動性出現問題時進行破產的權利，也需要政府需要有接受其遺留問題的能力。

4、最初提到第二個層面的含義也是清晰的：在經濟危機和衰退下，大家開始反省“富有創造力”的承銷系統、金融商品，以及對其過於鬆散的監管，帶來的問題。一方面，應當加強門檻的設置，避免允許超過自身還款能力過多的貸款和消費；並且對於抵押品的評估及可能出現的系統性抵押標的價值流失的類似現象中吸取教訓。另一方面，對於承銷商，以及金融業（尤其是銀行）與承銷商的關係應當予以必要的規範，避免承銷制度成為鼓勵過度借貸、增大風險的原因。

參考文獻

abcNews, “UBS to Change the Way It Pays Senior Managers” ,
<http://abcnews.go.com/Business/wireStory?id=6268874>

Bansal., Paritosh, "FDIC crashes WaMu’ s birthday bash", DealZone,
<http://blogs.reuters.com/reuters-dealzone/2008/09/26/fdic-crashes-WaMus-birthday-bash/>

Goldman Sachs Research, “Company reports No. 080728”

JPMorgan Chase&Co., “Annual Report 2008” ,
[http://investor.shareholder.com/jpmorgan chase/annual.cfm](http://investor.shareholder.com/jpmorgan%20chase/annual.cfm)

Office of Thrift Supervision, "OTS Fact Sheet on Washington Mutual Bank",
<http://files.ots.treas.gov/730021.pdf>

Reich., Robert, “Goldman and JPMorgan -- The Two Winners When The Rest of America is Losing” .
http://tpmcafe.talkingpointsmemo.com/talk/blogs/robert_reich/2009/07/goldman-and-jpmorgan----the-tw.php

Scher., Steve, ” The Fall of Washington Mutual One Year Later” , <http://www.kuow.org>

Washington Mutual, www.wamu.com.

Virgin., Bill, "JPMorgan Chase to change look of WaMu branches". Seattle Post-Intelligencer. http://www.seattlepi.com/business/390728_occasio05.html

案例七：北岩銀行案例

一、案例背景

北岩（Northern Rock）有限公司是一家英國銀行，其前身爲北岩房屋抵押貸款協會（Northern Rock Building Society），在 1997 年於倫敦證券交易所上市時更名爲北岩銀行。

北岩房屋抵押貸款協會成立於 1965 年，是由北領房屋抵押貸款協會（Northern Counties Permanent Building Society，成立於 1850 年）和岩石房屋抵押貸款協會（Rock Building Society，成立於 1865 年）合併而成，房屋抵押貸款協會實際上是由保單持有人所擁有的保險融資公司，爲某一地區的住房貸款進行融資和擔保。在北岩成立之後的 30 餘年時間裡，它依靠不斷的吞併進行迅速的擴張，先後兼併了 53 家同類的房屋抵押貸款協會。

與許多其他的英國房屋抵押貸款協會一樣，北岩房屋抵押貸款協會爲了更方便地進行擴張而在 20 世紀 90 年代進行了去相互化（demutualise）的過程，即將公司由保單持有人所有改爲股東所有，並進行了股票上市。在這一次房屋貸款協會的股份制改造的熱潮中，一個爭論的焦點是這些協會所擁有的資產不僅是當前的成員所創造，而且也是歷史上其他保單持有人所創造的財富，因而在證券化的過程中如何補償原來其所服務的地區利益成爲了一個必須解決的問題。北岩銀行在這一問題上的解決辦法是在證券化的時候將股票分配給每一個在公司擁有存款帳戶和抵押貸款的成員，並且成立了北岩基金（Northern Rock Foundation）繼續對當地社區提供服務和支援。

在上市之初，北岩銀行只被市場當作是一家小型銀行，但是北岩銀行不僅保持了自身的獨立運作，還反而愈發迅速的發展壯大。2000 年時，北岩銀行的股票被納入了金融時報 FTSE 100 指數。在危機發生前，北岩銀行是英國最大的五個房屋抵押貸款機構之一，但除了房屋抵押業務之外，該行還同時經營存貸款和保險業務。

在與此次全球金融危機相關的美國次貸問題上，北岩銀行並沒有很大的相關性。事實上，儘管北岩銀行在 2006 年開始就涉足了次貸業務，但是其業務本身僅限於與雷曼兄弟公司所進行的次貸交易。北岩銀行確實以自己的名義出售這些次貸資產，但是這些資產本身都是由雷曼兄弟公司而不是北岩銀行本身進行擔保。

二、危機發生的過程

（一）、危機的開始

2007 年 9 月 12 日，北岩銀行因無力籌集足夠的資金償付到期借款而向英格蘭銀行（英國央行）尋求流動性支持，這一事件是北岩危機的開端。和很多其他銀行危機一樣，北岩銀行實際的資產遠大於其負債，其所面臨的危機僅僅是流動性不足以應付債務的支付需求。這一問題從 2007 年的夏季就開始顯現了，由於美國次貸危機的影響，機構投資者收緊了對抵押貸款銀行的融資，而這一行為直接影響了北岩銀行的流動性，並迫使後者不得不向英國央行求援。在這一危機最開始的一段時間內，英格蘭銀行給予北岩銀行 30 億英鎊的流動性額度（北岩銀行在被國有化前實際使用了 18 億英鎊）。

北岩銀行的危機，儘管是由次貸危機引致，但其根本原因卻是在於其管理的混亂。北岩銀行的管理層此前沒有尋求任何對其融資風險進行控制或對沖的策略，這導致了北岩銀行成為了唯一一家在金融危機出現融資困難的最初期即產生流動性問題的英國銀行。

隨著北岩銀行的股價在 2008 年年初暴跌了三分之一，英國政府開始採取措施安撫焦躁不安的投資者。英國議會特別財政委員會（The Treasury select committee）主席 John McFall 發表講話，表示北岩銀行的客戶並不需要擔心其當前的運營狀況。

其後，英國首相布朗也發表了對於北岩銀行樂觀的聲明，在這之後，市場似乎恢復了對北岩的信心，而銀行門外擠兌的長隊也逐漸消失了。在一次 BBC 的訪談中，英格蘭銀行行長 Mervyn King 披露說央行計畫向北岩銀行提供 200 億到 300 億英鎊的緊急性貸款。

作為政府干預的直接結果，原北岩銀行主席 Matt Ridley 被議會指責為並未認識到銀行所採取的運營策略的金融風險並因此損害了英國銀行業的聲譽，並隨後不得不宣佈辭職。

像其他所有的銀行危機一樣，北岩銀行危機的最重要的指標是其對央行負債的變化。這一指標的持續增加預示著銀行危機原為停止。而北岩銀行很不幸經歷了長期的央行負債增加。

英格蘭銀行對於北岩銀行的危機處理態度很明確：英格蘭銀行會為北岩銀行提供任何可能的貸款以支援其度過難關，但是其貸款都具有懲罰性質的利率，並以此來給予北岩銀行以教訓。這一策略的結果是儘管很不情願，北岩銀行卻不得不增加對央行的借款，並不得不出售一些優良資產以支付央行的貸款。到 2008 年初，北岩銀行借入了約 260 億英鎊的央行貸款，並為此不得不出售了優良的房屋股權抵押貸款業務以償還央行貸款。

到了 2 月，國家統計辦公室宣佈其將北岩銀行看作與 BBC 和皇家郵政一樣性質的公共公司，從而將其對於央行的負債計入國家債務。這一行為雖然在技術上離國有化還相差甚遠，但是其實際上已經宣佈“北岩銀行除了名字以外實際已經全部國有化了”。

將北岩銀行債務記為國家債務對英國的財政狀況產生了巨大影響，其國家債務總額由原來的占 GDP 的 37.7% 一下子飆升到 45%，從而超過了歐盟 40% 的債務規定，而這一增加額則相當於全英國每戶家庭向北岩銀行支付 3,000 英鎊用於其償還債務。為了使國家財政保持平衡，英國政府發行了大約 140 億英鎊的國家債券。

北岩銀行的金融危機直接導致了其股票價格的劇烈波動。在次貸危機之前，北岩銀行一度是金融時報 FTSE 100 Index 的成分股，這是其市場影響力和股票品質的一個表現。但是隨著危機的出現，2007 年 11 月，北岩股份被降級為金融時報 FTSE 250 Index 的成分股，而在其後北岩股份則被撤牌。

公司業績方面，2008 年 3 月 31 日公司公佈了 2007 年業績，其遭受了 1.67 億英鎊的損失，而公司的首席執行官 Adam Applegarth 卻仍然獲得了 76 萬英鎊的收入，這一事實被譏諷為“倒閉的獎賞”。

在 2008 年 8 月 5 日，該公司公佈了新的業績報告，2008 年上半年公司遭受了約 5.85 億英鎊的損失，而其對央行的負債則開始減少，其償還了約 94 億英鎊央行貸款，從而使得其對央行負債下降為 175 億英鎊，這一信號顯示公司業務開始回升。

（二）、北岩銀行的國有化

1、併購失敗與國有化

在北岩銀行國有化之前，曾有多家公司試圖併購北岩，到了 11 月，英國政府已經準備好了應對併購失敗的銀行國有化緊急法案。2008 年 1 月 12 日，英國財政部任命前 Lloyd 公司的倫敦首席執行官 Ron Sandler 掌管國有化之後的北岩銀行。即使該銀行不得不國有化，英國政府也將繼續以商業原則為基礎經營該銀行，而北岩的儲蓄貸款和其他業務也將照常運作，但是北岩基金（Northern Rock Foundation）的未來將充滿不確定。

11 月 15 日，北岩銀行聘請高盛處理併購業務，高盛將可供併購的金融資產打包，並召集潛在的收購者向北岩董事會提出報價。任意收購者都可以參加競拍，而出價截止日期定在 2008 年 2 月 4 日。一開始時 Virgin 和 Olivant 以及北岩銀行的內部管理層（主要是 Paul Thompson 和 Andy Kuipers）三方都是競拍的熱門人選，但是 Olivant 中途由於政府的條件過於苛刻而於 2 月 4 日選擇了退出，因而

就只剩下了 Virgin 和北岩銀行的內部管理層兩方報價。這些報價即使被董事會批准，還需要在 3 月 17 日被提交到歐盟委員會進行審查以確定其是否合乎歐盟的相關規定。

2008 年 2 月 17 日，英國財相 Alistair Darling 宣佈併購競拍失敗，北岩銀行將進行國有化。而競拍失敗的原因是所有的出價都並未提供足夠償付納稅人付出的價值。此後北岩銀行開始其公共公司的時代。

國有化後，北岩銀行由英國金融投資有限公司（UK Financial Investments Limited）代表英國政府持有北岩銀行的全部股份。北岩銀行本身則由以 Ron Sandler 為首的一個獨立董事會進行運作，其對於客戶提供的服務不變。而原有股票持有者將獲得英國政府的賠償，賠付價格由一個政府指派的委員會確定。2 月 18 日北岩銀行的股票在倫敦證交所停牌，2 月 22 日北岩銀行正式被國有化。

在國有化之後，北岩銀行董事會進行了更大規模的變更，其中 Ron Sandler 出任了執行主席，但在 10 月他被巴克萊銀行的副主席 Gary Hoffman 所取代。原有銀行的董事和管理層儘管幾乎都被替換，但新董事會都放棄了追究他們在危機期間的管理責任。其後很長一段時間內北岩銀行的管理層保持了穩定，而最近一次的變更是 2009 年 2 月公司的首席財務官 Ann Godbehere 離職。

2、國有化的原因：離岸抵押貸款帳戶

北岩銀行大約有 470 億英鎊的抵押貸款置於在英格蘭峽島（Channel Islands）註冊的一家名為 Granite 的信託公司名下，這筆貸款約占整個銀行 40% 的資產份額。與很多其他銀行證券化的做法一樣，Granite 信託公司是以一家慈善基金的名義成立的。按照檔，該基金應該將所有收益捐獻給一個名為 Down's Syndrome North East 的慈善機構，但是這個擁有大約 450 億英鎊的龐大基金從未給該機構捐獻過一分錢，因為它一直在不停運作中。

這一龐大基金的主要運作方式就是不停地尋找抵押貸款並用投資者的資金進行借貸，從而得到收益。這一基金的合同中有一個條款，規定基金中的到期抵押貸款如果沒有被新的抵押貸款所取代，則投資者可以有權索要他們的資金。作為北岩銀行的核心資產，一旦投資者因為對該銀行的前景悲觀，選擇執行上述條款，則英國政府將面臨 450 億英鎊的可能性債務，而在當時，北岩銀行實際上只得到了 250 億英鎊的資金支持，而剩下的政府救助金額都是以資產擔保等的形式給予的。可以說，正是這 450 億可能出現的潛在資金債務促使英國政府選擇了全面國有化而非僅僅是管理北岩銀行的方案。這樣在國家擔保下，基金投資者並沒有出現大規模贖回的現象，從而避免了籌措資金救助北岩銀行的壓力。

在瑞士信貸的建議下，2008 年下半年北岩銀行決定逐步關閉 Granite 公司，即北岩銀行不再向該基金提供抵押貸款的投資機會，在每一期抵押貸款到期之後

持有該期貸款的投資者獲得收益，不再進行新的投資。Granite 的基金中有很多期抵押貸款。在 2009 年預期會有大約 50 億英鎊的貸款到期，而在 2010 年則會有 100 億左右的規模。

3、國有化後的經營措施

在背負大規模央行債務的現實下，北岩銀行在國有化之後的經營策略專注於減少負債，即債務縮減策略。

2008 年 3 月 18 日，北岩銀行宣佈了其新的經營策略。爲了還清債務，銀行計畫採取包括在 3 到 4 年內縮減三分之一的員工（約 2000 人）之內的多項措施。其裁員計畫在 5 月 1 日開始正式實施，在於工會的談判之後，該行確定大部分裁員在 2008 年的下半年進行。2008 年 7 月北岩銀行宣佈了第一批裁員名單，約 800 員工被強行辭退，而另外 500 名員工則被提供了自願的離職計畫

在諸多措施的作用下，北岩銀行的債務縮減戰略獲得良好的效果。在 2008 年 9 月時，該行超額完成了央行債務的償付，只剩下約 115 億英鎊的央行債務，較 2007 年底的 269 億英鎊大幅減少。

這一策略也提高了市場對於北岩銀行的信心。10 月 21 日，標準普爾評級將北岩銀行的評價由“穩定”升至“看好”，並給予北岩銀行的長期和短期公司債務分別“A”和“A-1”的信用評級。同時儘管遭受了一些媒體和政治家的質疑和攻擊，該銀行甚至在 2009 年 1 月發放了危機以來的第一次獎金。

出於節約成本和收縮戰線的考慮，北岩銀行於 2008 年 3 月 18 日關閉了其丹麥分行。

在 6 月 5 日，北岩銀行與之前的收購者 Lloyds TSB 達成了協議，有它負責爲北岩銀行部分抵押貸款專案在 3 年的時間內提供後續融資，這一協議將以 Lloyds TSB 向北岩銀行抵押貸款到期的客戶提供新的抵押貸款合同的形式進行。

而在國有化之前，北岩銀行有兩處辦公大樓處於興建之中，其中一處是第一頁圖示的“The Tower”，而在國有化之後北岩銀行放棄了這兩棟大樓的建設，開始積極尋求潛在的買家。

（三）、北岩國有化的效果和問題

1、國有化的效果

在國有化後的國家信用下，投資者和客戶對於北岩銀行的信心開始恢復。其中最明顯的一個例子就是在 2008 年 10 月由於存款帳戶和資金的激增，北岩銀行

不得不宣佈對存款的限制性措施。在次貸危機不斷加重的大背景下，人們對已經發生過危機並且被國有化的北岩銀行反而相對信任，大量的其他銀行的存款和業務開始轉向北岩銀行，這一趨勢使得北岩銀行甚至停止了很多獲利性不大的儲蓄金融產品。

另一個信心回復的表現來自於之前的股票持有者。在國有化之初，鑒於銀行的糟糕狀況，來自於股票持有者對於股票賠付價格的異議並不激烈。但隨著北岩銀行隨後業績的逐步回升，對於先前英國政府股票賠付價格的爭論和不滿逐漸增多，並最終演變成爲大規模的示威和法律訴訟。這一股票持有者的行爲本身暗示了其對北岩銀行價值的估計提升。

2、國有化之後的兩難

在國有化之後的 2008 年上半年，北岩銀行出現了約 5.85 億英鎊的損失，因而出現資本金充足率的問題，根據巴塞爾協定的規定，英國財政部向北岩銀行融資了 34 億英鎊。但是這是一件不可避免的投入，不管是英國政府還是其他私有金融機構併購了北岩銀行，首先都要注入相當數額的資金以充實其資本。

問題的關鍵在於英國政府應該如何經營北岩銀行以使其償還政府和央行借款，並最後再度成爲一家私有銀行。要解決這一問題，我們需要關注北岩銀行經營虧損的三個方面：經營成本、裁員費用與壞帳損失。其中裁員費用是企業進行經營調整的必要手段，從而是不可縮減的。而經營成本則顯得更加困難，北岩銀行現在的高運營成本主要來自於其對於央行債務的高額利息支付和極少的新業務開展，想要扭轉這一現象，唯一的可能是開展更多的高利潤新業務以充抵利息支付，但是這一行爲在當前銀行的收縮戰線，償還債務優先的戰略下顯得不合時宜。

最後剩下的壞帳損失部分包括約 2.38 億英鎊的抵押貸款和消費信貸壞帳，而這些壞帳主要是由於當前房市低迷所造成，而且隨著市場的惡化而迅速增長，實際上，信貸壞帳是當前北岩銀行虧損的最大來源。

這一問題暴露了英國政府接管北岩銀行之後的一個兩難處境：是迅速變現北岩銀行的資產以償付國家的資金投入，但卻讓北岩銀行的境況更糟，還是繼續投入資金支持北岩銀行以熬過這次危機，但是可能因此將更多的納稅人的金錢至於北岩銀行的經營風險之下？

3、國有化的其他問題

在國有化之中英國政府透過其所指定的一個委員會確定了一個購買其他股

票持有者股份的價格，這一處理方式為日後的糾紛埋下了伏筆。

在原股份持有者之中，兩家持有北岩銀行大約 20% 股份的對沖基金 SRM Global 和 RAB Capital 早在國有化之前就準備啟動法律訴訟，狀告公司管理層和政府對於這次銀行危機負有責任。到了 5 月份，也就是國有化完成後，Legal & General 公司加入了兩家基金的同盟，他們要求股份的賠付價格應該由一個獨立公正的第三方評估機構給出，而不是由政府的委員會所確定，此時政府的估值和賠付價格尚未提出。他們甚至主張公司的價值應該高於退市前最後一天股票交易的價格。此外，還有很多其他投資者也採取了類似的法律手段試圖得到他們所認為的更合理的賠付價格。

而在政府國有化的過程中，其估值過程實際是一個競爭的過程，在 6 月份，有大約 10 家公司遞交了對北岩銀行的估值申請，到了 8 月，政府選定了 Houlihan Lokey, BDO Stoy Hayward 和 L.E.K 三家公司對北岩銀行進行估值。9 月 9 日，BDO Stoy Hayward 的評估方案被最後選中，評估費用大約為 450 萬英鎊。

2009 年 1 月，原股份投資者的訴訟正式開庭，並且引發了投資者的大規模示威。最高法院最終駁回了兩家基金的訴求。法院認為這兩家基金在投資該銀行股份時有證據顯示其已經意識到北岩銀行的經營存在很高的風險。而他們的損失只是商業風險的一次表現而已。

在北岩銀行國有化之後，對於其可能為國家利益服務的懷疑就沒有間斷過。在 2008 年 10 月，部分媒體報導北岩銀行有開始轉回大規模風險業務的跡象，而這些報導馬上被北岩銀行所否認。

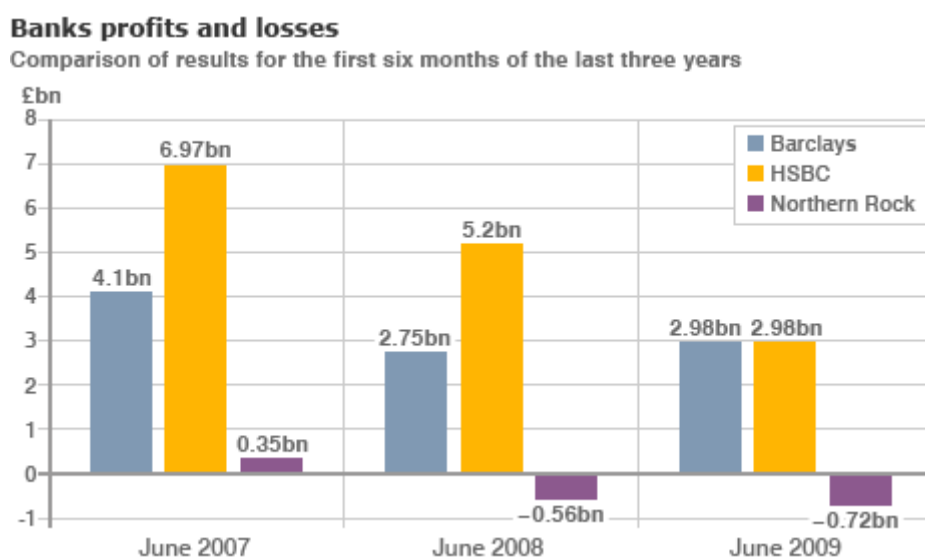
2009 年 1 月，媒體開始懷疑英國政府出於穩定房市的需要利用北岩銀行發放大規模房屋貸款。1 月 19 日，有報導宣稱北岩銀行開始像原抵押貸款已到期的客戶繼續發放貸款以支援其房屋的購買，而這一策略直接引致政府的投資將推遲償還，並且面臨新的經營風險。對此英國財相 Alistair Darling 並未給予否認，反而認為“北岩銀行並不應該繼續收縮其業務規模”。而 1 月 31 日每日電訊報聲稱英國政府正考慮進一步向北岩銀行融資 100 億英鎊，以幫助其擴展新業務。這一決定很可能會遭到歐盟的反對，因為其違反了歐盟的國家注資準則。

（四）、北岩銀行危機的最近發展

1、經營狀況：國有化效果的褪色？

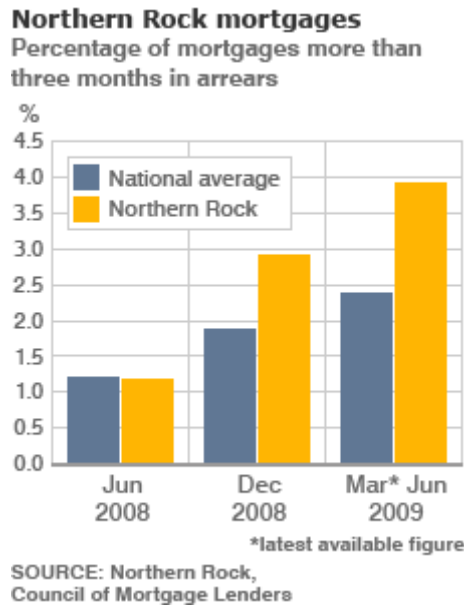
在媒體的質疑之中，2 月 23 日，北岩銀行正式宣佈改變其以往的收縮策略，準備新增 140 億英鎊房屋抵押貸款。其中在 2009 年度增加 50 億，2010 年增加 90 億英鎊。北岩銀行不再像危機時那樣鼓勵房屋抵押貸款者儘早歸還貸款，而是開始推銷其持續抵押貸款計畫，到了 3 月，北岩銀行的抵押貸款發行量成長了 70%。

然而，北岩銀行本身的經營業績似乎遠遠未有起色。根據北岩銀行的 2009 年 8 月份的財務報告，其在 2009 年上半年虧損 7.242 億英鎊，而在 2008 年同期僅虧損了 5.854 億英鎊。



北岩銀行的抵押貸款業務在今年上半年發生了 22,341 起貸款違約，3.92%的違約率也遠遠高於 2.39%的全國平均水準。並且分析師進一步指出，其抵押貸款的壞帳率惡化的速度還在加快，並且遠遠高於其他同行。北岩銀行自己也承認其貸款估值在上半年下跌了 6.022 億英鎊。

伴隨著金融危機的持續，英國的房價仍然在持續走低。在當前房價下跌、失業率不斷攀升的情況下，那些所貸貸款大於自身資產價值的債務人將更有可能無法支付所背負的債務。而北岩銀行的現實卻是這些“高危人群”在銀行貸款中的份額卻從去年年末的 33%上升至現今的 39%。不過導致這一結果的因素可能是多種多樣的，部分是由於北岩銀行去年鼓勵借款人去其他銀行借貸所產生的逆向選擇問題，也可能來源於今年開始的大規模新增貸款計畫。



與國有化初期的存款增加不同，伴隨著公眾對於金融危機初期的巨大恐慌消失。北岩銀行身上的國有化保障的光環也逐漸消去，人們開始陸續從北岩銀行取出存款，存回原先的銀行之中。

2、出售北岩銀行？

在英國政府國有化北岩銀行之初，就宣稱國有化只是暫時措施，政府會在適當的時間將其私有化，並且收回納稅人的投資。

2009 年 4 月 26 日，泰晤士報報導說英國政府有意在 2009 年年底出售北岩銀行，而潛在的買家包括 Virgin Money, National Australia Bank, Santander, Blackstone and TowerBrook，同時還包括一家全國連鎖超市企業 Tesco，不過後者馬上公開宣佈無意購買北岩。6 月份有媒體報導說爲了出售北岩，英國政府計畫將北岩銀行進行分拆，其中“BankCo”將在包括 140 億英鎊的優良貸款，成爲出售的“好銀行”，而另一部分“AssetCo”將持有包括抵押貸款和政府借款在內的的資產，成爲“壞銀行”。

儘管這一分拆計畫可能已經與 5 月份送交歐盟審批，並有望在秋季獲得批准。但是英國財政部對於此事反應相當低調，反復強調財政部並不急於出售北岩銀行，而將分拆更多的理解爲公司債務最優化重組。很多分析也指出，儘管分拆出售的新聞在各大報刊和網站上炒的沸沸揚揚，但是財政部與上述提到的潛在收購方至今仍未進行過一次正式的會談。

2008 年 2 月 17 日，英國財相 Alistair Darling 在宣佈北岩銀行將進行國有化時，爲了平息公眾對的批評和質疑，曾保證國家投入會在北岩銀行重新私有化的時候得到完整的補償。而如今在北岩銀行業績不佳，前景黯淡的情況下，即使剝離成

功，僅僅靠出售“好銀行”的所得不僅不能如其當初所許諾的得到部分利潤，連收回政府的全部投入都幾乎是不可能完成的任務。這是北岩私有化政治上的一個巨大障礙。

而另一個問題來自於財政部內部。實際上從北岩國有化至今，英國財政部內部從未就處理北岩銀行道德策略取得過一致：一派認為公有化北岩是一個讓人難堪的不得已的政策，因而應該儘早將其脫手；而另一派則認為北岩銀行是財政部的一項重要工作，因該對其妥善管理並使其在未來良性發展。這兩派的爭議使得財政部對北岩銀行的政策缺乏連貫性，而目前的出售意向也可能只是兩派爭論的一個小插曲罷了。

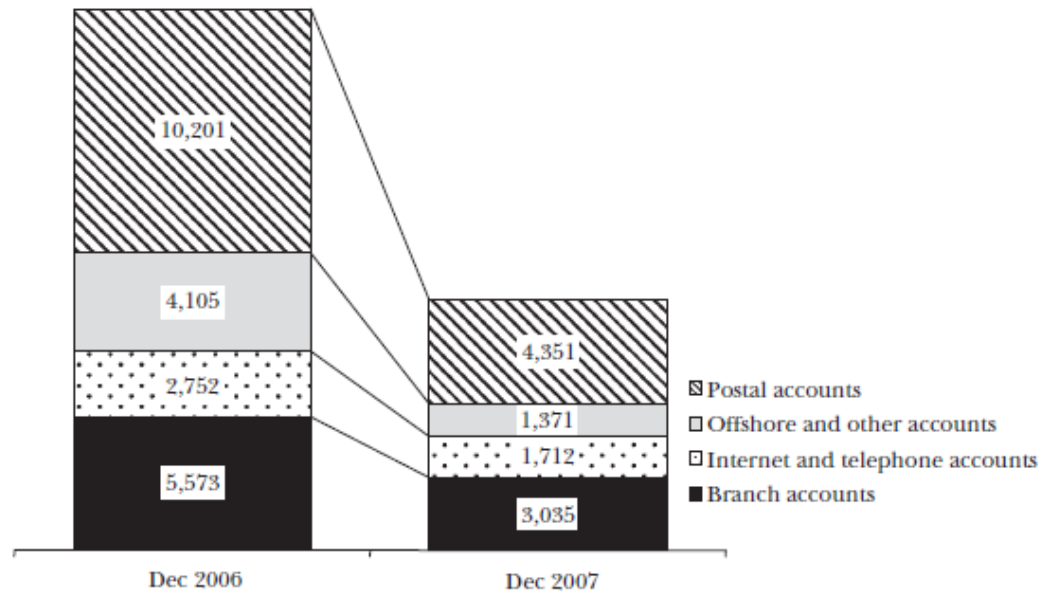
三、危機發生的原因分析

作為此次次貸危機中第一個出現危機的著名英國銀行，北岩銀行的案例具有其獨特的一些性質，這些與以往和本次其他銀行危機所不同的特性對於我們理解金融危機和金融市場都有著非常重要的意義。本節希望從銀行擠兌和次貸危機兩方面對北岩危機進行簡要的分析。

（一）、非典型的銀行擠兌

在經典的銀行擠兌案例中，人們拍著長隊在銀行的營業網點取出自己的存款，從而導致銀行資金不足，最終導致銀行無法繼續經營，從而破產。在這一次北岩危機中，我們同樣可以看到大批上街擠兌的民眾，那麼，是否這也是一次典型的銀行擠兌案例呢？那些鏡頭中的街頭民眾，是否是北岩危機的原因？

Composition of Retail Deposits of Northern Rock Before and After Run
(million pounds)



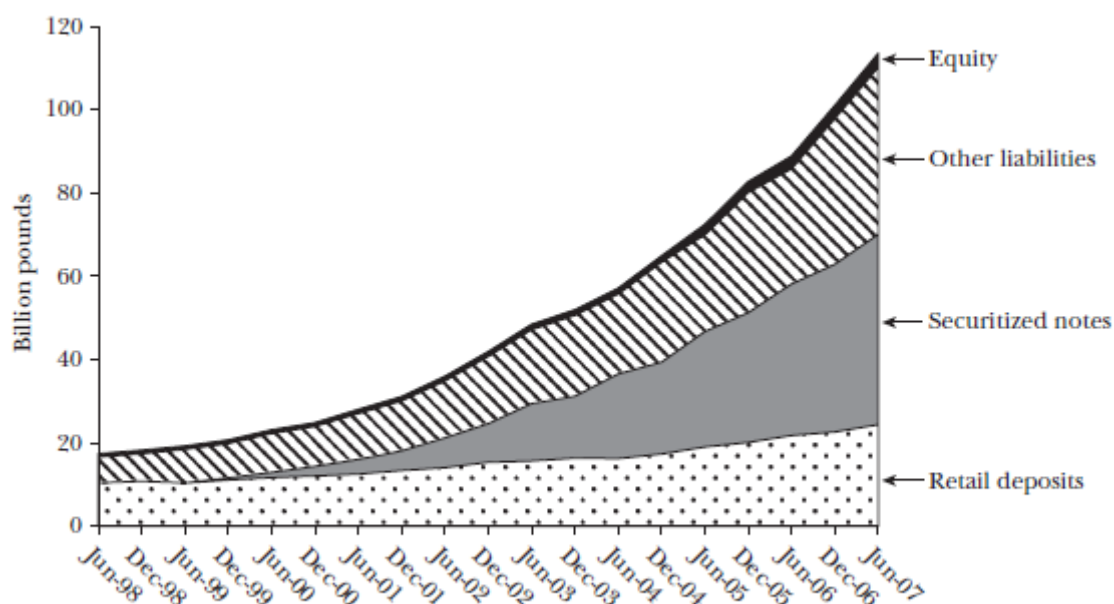
Source: Northern Rock, annual report for 2007.

上圖表示了北岩銀行在危機前（2007 年 6 月）和危機開始後（2007 年 12 月）的存款構成對比。從圖中可以很清晰的看到，北岩銀行的存款經歷了大規模的下降，從 244 億英鎊跌至 105 億英鎊。但是其中傳統意義上擠兌的物件：銀行分支存款卻只是從 55 億英鎊跌至了約 30 億英鎊，為各個組成成分中跌幅最小的。而跌幅最大的幾項構成都是進來為了吸引儲戶而建立的新式存款方式，這些方式在本次擠兌中扮演了比傳統存款更重要的角色，但其風險性質在危機前並未引起人們足夠的重視。

（二）、非典型的次貸危機

在本次次貸危機的分析中，短期融資的困難被看作是廣大金融機構陷入困境的主要原因，當金融市場低迷，各方開始收緊銀根時，原先依靠短期融資進行滾動融資的金融機構流動資金就會遇到困難，從而出現危機。這一分析也屢屢被用到北岩銀行之上。如下圖所示，北岩銀行的高增長就伴隨著資產證券化的過程，而這也被當作北岩銀行毀於短期融資困難的證據之一。

Composition of Northern Rock's Liabilities, June 1998–June 2007

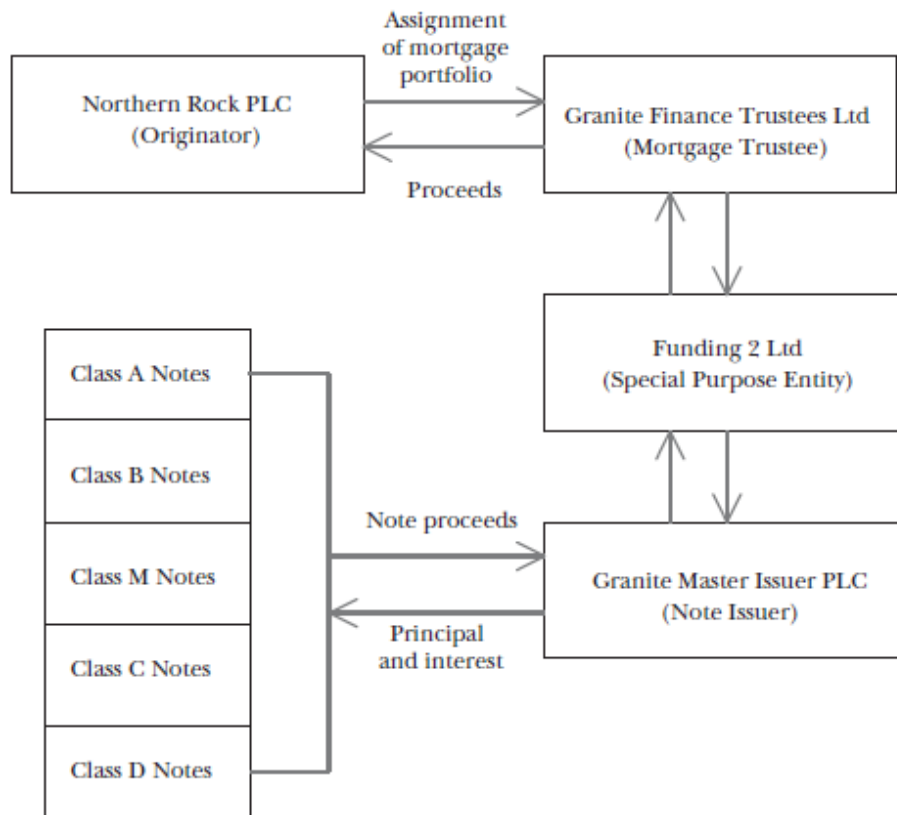


Source: Northern Rock, annual and interim reports, 1998–2007.

而事實是否如此呢？要瞭解這個問題，首先需要進一步分析北岩銀行的證券化過程。與其他銀行不同，北岩銀行並不是本身進行證券化，而是透過上文所提到的 Granite 信託公司進行。其過程如下頁圖所示。其中 Class A 代表最高評級債券，利率約為倫敦同業基準利率（LIBOR）加 4 個基點，而 Class D 代表最低評級債券，其利率約為倫敦同業基準利率（LIBOR）加 50 個基點。

北岩銀行資產證券化的過程有兩點與其他歐洲和美國金融機構不同。首先，在大多數金融機構，發行證券的機構（圖中的 special purpose entity）與母公司分離運作，其資產負債表並不計入母公司的報表之內，從而使得母公司對於其的監管存在難度。而北岩銀行則將這些發行公司併入母公司，即其資產負債表也會併入母公司的表格，從而有利於北岩銀行對於證券化能進行更好的監管。

Structural Diagram of the Securitization Transaction for Northern Rock's Granite Master Issuer Series 2005-2



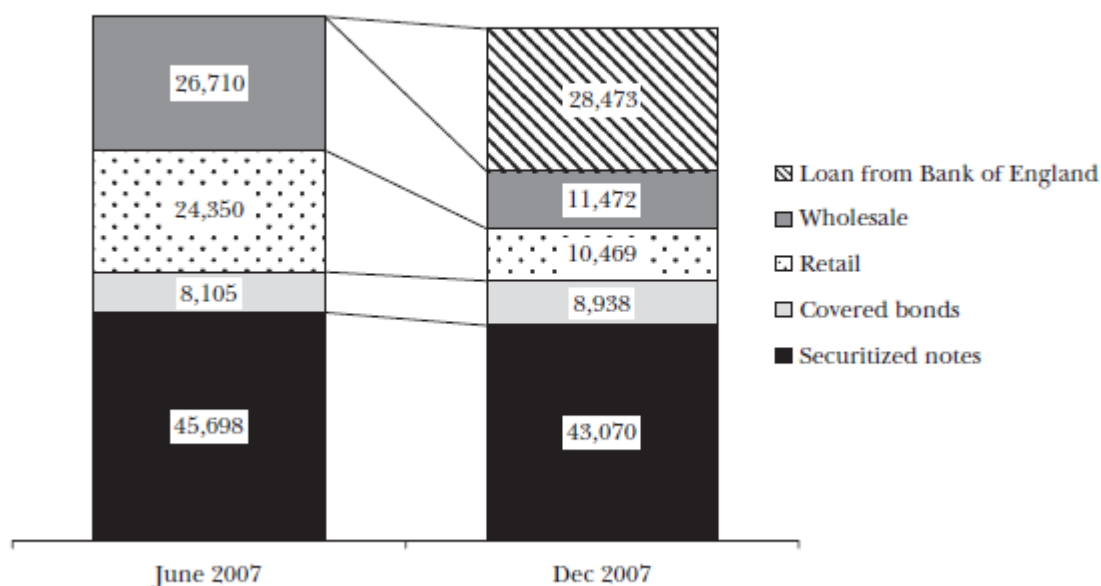
Source: Supplement to Prospectus, May 23, 2005. At <http://companyinfo.northernrock.co.uk/downloads/securitisation/prospectus%20&%20us%20supplement%2005-2.pdf>.

而更為重要的是，與歐洲和美國同行不同。北岩銀行並不依靠滾動短期融資來為自己的經營融資。實際上，北岩銀行所發行的的大多數為中期或長期債券，其基本都會存續至少半年或一年。例如在 2005 年底，北岩銀行背負著約 311 億英鎊的債務，但是其在 2006 年一共只到期了約 71 億英鎊債務，也就是說只有約 23% 的債務在一年之內償付。這樣的債務結構實際上使得北岩銀行與其他同行相比，所承受的短期融資風險要小得多。

進一步分析北岩銀行的負債變化有助於我們更好的瞭解北岩危機。與上一節的圖片類似，下頁圖是北岩銀行在危機前（2007 年 6 月）和危機開始後（2007 年 12 月）的債務構成對比。

從圖中可以看出，北岩銀行發行的證券在危機前後並沒有太大的變化，作為一家主營抵押貸款業務的銀行其可轉債還反而出現了增加。其債務，也即融資來源的主要縮減來自於批發和零售債務融資管道，而這些管道的損失主要來自於到期債務歸還後無法繼續借債。實際上，正是這些市場上的債務投資者使得北岩陷入了危機。而這些債務與北岩的證券化本身並沒有直接聯繫。

Composition of Northern Rock's Liabilities Before and After the Run
(millions of pounds)



Source: Northern Rock annual report for 2007.

(三)、為什麼北岩銀行會成為第一個受衝擊的銀行？

如果說上面的分析表明了北岩銀行融資結構的某些抗風險成分的話，為何它會成為次貸危機的第一個犧牲者？

要解答這個問題，首先需要進一步分析那些債務市場上的投資者，為何他們不願意再為北岩銀行進行債務融資？

下面的表格表現了當時債務市場上的流動性缺乏狀況：

Haircuts for Repos during March 2008

Security	Typical haircuts	March 2008 haircuts
Treasuries	< 0.5%	0.25% ~ 3%
Corporate bonds	5%	10%
AAA asset-backed securities	3%	15%
AAA residential mortgage-backed securities	2%	20%
AAA jumbo prime mortgages	5%	30%

Source: Bloomberg.

保證金槓桿的大幅上升表現了市場對於未來的不確定性和憂慮，這些也間接表現了市場下降的投資意願。當市場風險增加時，各個投資機構紛紛開始收縮戰略，減少投資以規避風險。然後，這種減少投資的策略實際是另一種形式的銀行擠兌，當機構投資者紛紛減少債務投資時，其也間接增大了被投資者的經營風

險。這一點在北岩銀行身上尤為突出，當美國房貸市場出現風險，各個機構債務投資者紛紛出於風險控制考慮減少債務投資。這些策略直接導致了北岩銀行的運營困難。當時英國房市還處在上升期（儘管當前進入了低谷），北岩銀行的運營也一直正常，在當時的資訊看來，誰都認為這是一家運營良好的銀行，僅僅是因為風險控制的需要而削減了貸款。而這些處於各自獨立的風險控制考慮，卻最後導致了更大的風險：北岩危機。並不是媒體鏡頭前擠兌的人們，而是擠兌發生幾個月前的債務投資者們將北岩帶入了危機。

當公司在債務市場無法進行融資時，其只能依靠增發股票或者變賣流動性好的資產疑惑的資金。而作為一家經營抵押貸款的銀行，其主要資產：抵押貸款則是次貸危機中流動性最差的資產之一。但其他銀行可以依靠變賣資產或者吸引機構投資者渡過難關時，北岩銀行卻缺乏任何可靠的救急籌款方式，這也是為何其會成為第一個倒下的銀行的主要原因。

四、案例對政府監管的啓示

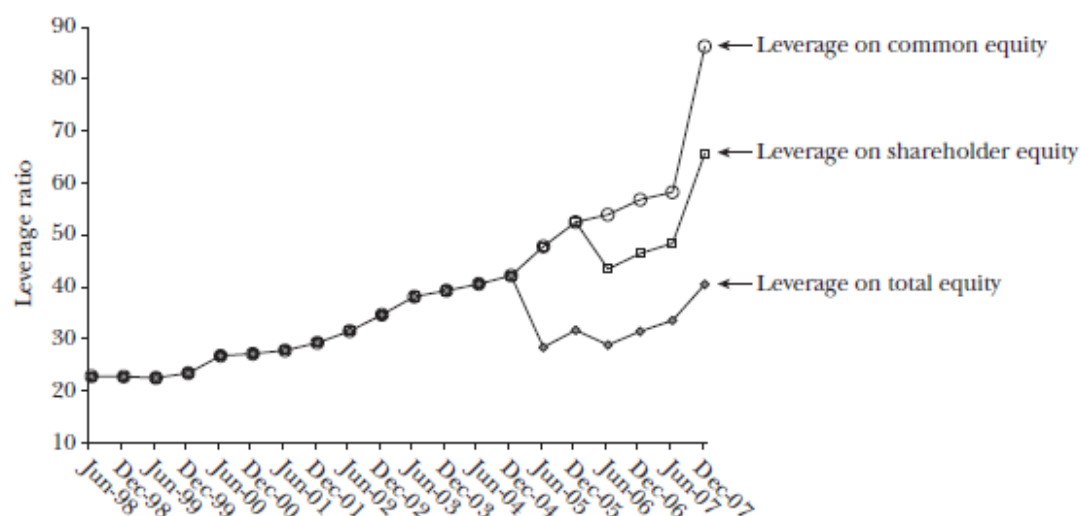
2008 年 3 月金融服務局（Financial Services Authority, FSA）發佈了關於北岩銀行危機的報告，認為北岩銀行的業務管理和計畫遠遠未達到要求標準。而在其於 2006 年的一份報告就顯示，北岩銀行的管理並沒有對市場的風險作出必要的反應和準備。北岩銀行是倒在自己的管理之下。對於這一判斷，英國銀行協會（The British Bankers' Association）表示贊同。

顯而易見，上述對於北岩危機的分析對於金融監管提供了很多有益的借鑒。除了前面提到的對於不同存款方式擠兌敏感性的認識外，如何管理各個金融機構的風險管理行為的外部性，以及如何識別和監管風險的關聯性，透過上述各節的分析都體現了其作為金融監管課題的價值。而本節則會著重分析北岩危機對於金融監管的核心內容：槓桿率的規範。

目前關於金融危機的分析普遍集中於模糊的所謂金融機構的高槓桿率問題上，而如何定義槓桿率，哪一種槓桿率才是金融監管中更應該重視的等問題卻缺乏深入的討論。實際上隨著金融市場的發展和新興的金融工具的進入，金融監管中對於金融槓桿率的規範和認識迫切需要更新。

爲了更好地理解這一點，我們引入了北岩銀行 10 年來的槓桿率變化圖：

Northern Rock's Leverage, June 1998–December 2007



Source: Northern Rock, annual and interim reports, 1998–2007.

Note: The leverage ratio is the ratio of total assets to equity.

從上圖不難看出，在 2004 年之前，北岩銀行還只是一家普通的公共有限公司，因而其所有的資本均為普通股，但在 2005 年開始，北岩銀行發行了多種次級債或附屬債券，並將其計入了資本項，從而出現了三種不同的槓桿率。而這三種不同槓桿率對銀行監管提出了很大的挑戰。

股本發行就是其中的一個典型問題。由於控制權的重要性，因而企業在融資時更傾向於發行不具有控制權的股權，並將其計入總股本之內。然而在前面的分析中不難看出，公司在進行融資時常常抵押其所持有的股份，即有控制權的股本。而在監管時往往只注意總股本的增加，卻沒有看到公司的融資能力其實並沒有提高。

與之高度相關的則是巴塞爾協議。巴塞爾協定簽署時，其指導思想是爲了預防銀行危機需要銀行儲備一定資產以保證儲戶的利益。出於保護儲戶維持支付能力的精神，巴塞爾協議的資本充足率中將資本計算建立在資本的風險之上，即銀行在經營中的資本的價值變化可能。但是正如本次危機所示，銀行危機的問題不在儲戶的擠兌，而在於機構借款人的融資管道失靈，此時不是需要銀行資本的風險小，而是需要銀行的資本能夠迅速變現以幫助銀行度過難關。因而銀行資產的流動性，而不只是風險問題，可能是我們未來金融監管應該注意和考慮的方向。

參考文獻

Bank of England. 2008. Financial Stability Report. April 2008, Issue 23. Available at: <http://www.bankofengland.co.uk/publications/>.

Dimsdale, Nicholas. 2008. “The International Banking Crisis and British Experience” Unpublished paper, Oxford University.

Hyun Song Shin, 2009. “Reflections on Northern Rock: The Bank Run that Heralded the Global Financial Crisis.” Journal of Economic Perspectives, Vol. 23, Number 1, P101-119.

The Economist. 2007. “Northern Rock: Lessons of the Fall.” October 18. http://www.economist.com/displaystory.cfm?story_id=9988865.

Mayes, David, and Geoffrey Wood. 2008. “Lessons from the Northern Rock Episode.” Unpublished paper, University of Auckland and Cass Business School.

Milne, Alistair, and Geoffrey Wood. 2008. “Shattered on the Rock? British Financial Stability from 1866 to 2007.” Unpublished paper, Cass Business School.

Northern Rock plc. Various years. Annual report. Available at: <http://companyinfo.northernrock.co.uk/investorRelations/corporateReports.asp>.

案例八：英國金融危機概述

一、危機前的英國經濟問題（2007 年）

房價疲軟：英國的房價在次貸危機之前已經出現疲軟跡象，其增幅較往年同期大幅下跌，甚至可以被稱作是“崩潰”。而這種疲軟讓市場擔憂未來的房價下跌。

全球性的信貸緊縮：受到美國次貸危機的影響，英國市場的信貸出現緊縮，其中最重要的標誌就是北岩銀行危機。

經常流通帳戶赤字：在危機發生之前英國的經常帳戶赤字達到了其 GDP 的 3%，這一數字雖然遠低於美國的 6%，但從長期來看，這一赤字會迫使英國縮減其消費。

政府債務：儘管危機前英國經濟處於近 20 年來的最高峰，其政府的財政狀況卻並不樂觀，英國政府的負債已經接近了其自我設定的最高限（GDP 的 3%）。

高債務：不僅是銀行，整個英國此時也正處於歷史上儲蓄率的最低點，並且負擔了高額的消費貸款債務，而這一狀況使得整個經濟對於即將到來的危機顯得更加脆弱。

RPI 指數過高：儘管大部分人都認為危機前的英國經濟不存在通貨膨脹，但是這只是基於 CPI 指數的判斷，而如果考慮一個更老但包含了更多商品價格的 RPI 指數，則情況就沒有那麼樂觀了，英國危機前的 RPI 指數實際上高達 4.1%。

二、危機中的英國經濟

英國經濟危機的根源與世界上其他地方同時發生的危機大致一樣。在金融危機下金融機構變得更為謹慎，從而導致貸款大規模減少，而這導致了實體經濟的流動性缺乏和企業的大量破產。企業的經營不佳影響家庭的消費，從而使得企業不能及時銷售產品，進一步加劇了流動性問題。

（一）、英國危機中的重大事件

1、北岩銀行國有化

2008 年 2 月 17 日，北岩銀行成為了自 1970 年以來第一家被國有化的英國銀行。財政部迅速宣佈了北岩銀行將被“暫時性國有化”。但是財政部此時並沒有預計到在此之後還有許許多多的如北岩一樣在短期內迅速發展壯大的英國銀行也面臨了北岩一樣的問題。

2、房價暴跌

如果說由於英國人對於華爾街並不熟悉，貝爾斯登的倒閉對其影響不大的話，那麼英國房屋市場持續的暴跌則讓每一個英國人深切體會到了危機的滋味。在 2007 年 10 月時英國房價達到了其最高點，市場也一度保持了樂觀情緒，然而 2008 年傳統的春季購房高峰的消失徹底打擊了市場，伴隨著房價下跌，英國的幾大建築公司和抵押貸款銀行的股票大幅下跌，創造了 1983 年以來的最大跌幅。

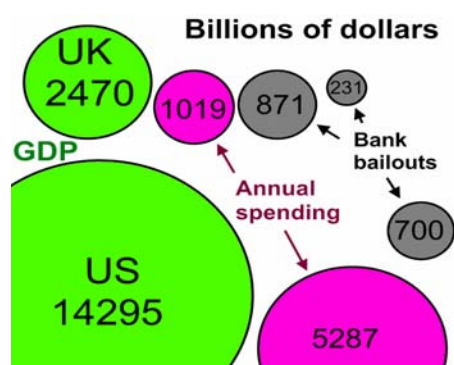
3、油價的波動

2008 年上半年金融市場唯一不下跌就是石油，到 7 月 11 日，原油價格升到了創紀錄的 147 美元一桶，相當於 6 個月前油價的兩倍。中東的緊張局勢、暫時性的供給短缺和市場的投機行為是這次暴漲的主要原因。儘管高盛等公司一度估計油價會高過 200 美元一桶，但事實證明 147 美元已經是泡沫的頂端。英國（當然也有其他國家）實體經濟的大蕭條嚴重影響了石油需求，並導致油價過山車般的下跌，到了 11 月，油價跌到 50 美元一桶。

4、通貨膨脹和緊縮

油價的價格變化是整個英國經濟物價水準變化的一個縮影，在 2008 年上半年，儘管經濟不景氣，房價下跌，天然氣和電價卻陡然上升，並最終導致了政府的介入。同時服裝、玩具等的價格也持續上漲，到了 9 月，英國經歷了 5.2% 的通貨膨脹率，這是 1992 年以前的最高點，且遠遠超過了英格蘭銀行最初的預計。英格蘭銀行為了減少通貨膨脹，在調低利率的問題上一直猶豫不決，但是 2008 年後 3 個月戲劇性的通貨緊縮顯露了央行在通貨膨脹原因和趨勢的判斷上完全錯誤。

5、金融救助計劃



10 月 8 日，英國首相布朗公佈了其引人注目的 5000 億英鎊銀行救助計劃，以避免類似冰島的國家破產，納稅人的資金將被注入包括 HBOS, Lloyds TSB, Royal Bank of Scotland 在內的多家英國主要銀行，同時政府還將提供數十億英鎊的信用擔保。這一大規模的救市計劃部分恢復了市場對於金融系統的信心，使金融機構的股票避免了繼續在股市上進行垃圾股一般的表現。

但是其後 Bradford & Bingley 公司股價的崩盤、HBOS, Lloyds TSB, Royal Bank of Scotland 等大銀行的醜聞不斷和意外虧損發現導致了市場對於銀行系統的再度擔憂，而對於這一金融救助計劃是否真能起效的懷疑也日漸增多。

6、英鎊的疲軟

隨著英國經濟的蕭條，曾經強勢的英國英鎊開始走軟。在 2008 年初，約 74 便士便可以兌換 1 歐元，而到了 12 月這一數值已上升為 90 便士，而更直觀的例子是英國人大幅減少了去紐約聖誕購物的計劃。往年很多英國人或去紐約購物，因為英鎊的強勢使得其去紐約購物的價格較倫敦低出許多，以至於可以節省出往返機票錢。而在英鎊疲軟的現在這一價格差幾乎消失了。

（二）、2009 年的英國金融市場

相對於實體經濟當前出現的止跌勢頭，英國金融市場的表現仍然不佳。由於未來經濟的不確定性，債券市場風險進一步增大，這反過來進一步加劇了金融資產的下跌和金融市場的流動性緊缺。

金融市場特別是債券市場的不景氣直接導致了對銀行前景的懷疑，因而儘管在英格蘭銀行和英國政府的大力支持下英國銀行普遍補充了資本金，市場對於銀行的經營前景仍然持悲觀態度。

股價的下跌和投資者的不信任進一步惡化了銀行的處境，迫使其採取更為保守的經營策略，儘管政府和央行持續增資或給市場提供流動性，英國銀行仍然持續收緊信貸，銀行業特別是英國本土銀行的信貸收縮非常劇烈。

在這樣的嚴峻金融環境下，銀行一方面補充資本金，另一方面收縮業務和貸款，這使得英國銀行的財務狀況普遍有所改善，但是由於不良貸款的增多和股價的下跌，英國 5 大銀行的槓桿率仍然居高不下，同時也面對未來到期的龐大到期債務問題。

由此可見，儘管英國政府實行了大量的調控，但是金融業特別是債務市場的情況仍然持續惡化，而英國銀行業在接受了大規模的政府和央行救助之後情況並沒有明顯的改觀，其前景仍然悲觀。而英國政府和央行一旦無力繼續進行調控，英國金融業的未來可能會更加黯淡。

三、英國政府政策

（一）、財政政策

相對於歐洲其他國家特別是法國和義大利，英國政府由於其財政狀況相對較好，赤字水準不高，因而在財政政策方面一直非常積極，並且採取了諸如北岩銀行國有化和金融救市計劃等實質性的措施來穩定經濟。與其他國家不同，英國財政部的政策與英格蘭銀行和英國金融服務管理局的政策高度協調，很多政策甚至

實際是後兩個監管機構所做，由財政部實施。

財政政策一覽表：

	政策	提出時間	內容
1	北岩銀行	2008-01-21	宣佈為競拍北岩銀行的私人企業提供財政援助，如果競拍失敗，則政府將讓北岩銀行暫時國有化。
2	金融穩定和儲戶保護計劃	2008-01-30	宣佈政府將採取措施提高英國和世界金融市場的穩定性；減少銀行危機發生的可能性；在銀行危機發生時減少其影響；對因危機收到損失的銀行顧客提供有效的補償等等。為了達到這些目的，這一計劃宣稱英國政府將加強英格蘭銀行的地位和權力，同時改善各監管機構之間的政策協調。
3	北岩銀行	2008-02-17	政府宣佈將北岩銀行國有化，並認為此舉將更有利於保護金融系統的利益和納稅人的資金。
4	成立金融抵押業務工作組	2008-04-09	這一工作組將尋求改善抵押貸款市場的可能手段，並致力於維持該市場的穩定和健康發展，工作組的第一項任務是評估當前的抵押貸款市場狀況。
5	房屋所有者援助計劃	2008-05-09	財政將投入 1000 萬英鎊的資金用於對那些可能無力負擔抵押貸款的房屋所有者進行援助，其措施包括為這些所有者提供金融諮詢和支援，這一計劃還與英國民政局共同花費 900 萬英鎊推出面對面債務策略諮詢服務。
6	信貸改革	2008-06-30	向英國家庭提供更為方便的信貸支援，避免其背負高利貸或非法貸款。
7	理財無憂計劃	2008-07-07	為英國公民提供免費的金融資訊和諮詢服務，提高公眾對金融市場的瞭

			解和信心。
8	Bradford & Bingley 擔保計劃	2008-09-29	在英格蘭銀行和英國金融服務管理局的幫助下，英國政府將對 Bradford & Bingley 公司的所有存款、衍生品和借貸提供擔保。
9	銀行業救市計劃	2008-10-08	財政部將對下列金融機構提供援助： Abbey Barclays HBOS HSBC Bank plc Lloyds TSB Nationwide Building Society Royal Bank of Scotland Standard Chartered 援助內容包括提供短期流動性貸款；提供資本金；確保銀行有足夠的資金為企業提供貸款。
10	凍結 Landsbanki, Icesave 和 Heritable 銀行	2008-10-08	為了保護儲戶的利益，英國政府宣佈凍結冰島銀行 Icesave，冰島銀行 Landsbanki 英國分行及其下屬機構 Heritable 銀行。
11	Kaupthing Singer & Friedlander	2008-10-08	為為了保護儲戶的利益，英國政府宣佈凍結冰島銀行 Icesave，冰島銀行 Landsbanki 英國分行及其下屬機構 Heritable 銀行。
12	關於金融救市計劃的進一步聲明	2008-10-13	政府向 HBOS 和 Lloyds TSB 銀行的合併提供約 370 億英鎊的資本金。 為償還政府資本投入，英國政府將佔有合併後銀行約 9% 的一級股份。
13	房屋所有者保障計劃	2008-10-22	強調了房屋所有者的利益保護，將房屋收回作為處理違約貸款的最終手段，同時加強了對為較脆弱的購房者提供購房和租房服務的機構的監管。

14	歐洲投資銀行對中小企業的援助計劃	2008-10-30	歐洲投資銀行（EIB）向英國中小企業提供了 40 億英鎊貸款。
15	政府控股公司成立	2008-11-03	英國金融投資公司(UKFI)成立，其將全權代表英國政府持有其國有化的銀行股份。
16	對於金融救市計劃的聲明	2008-11-25	政府公佈了在下列問題上對於金融業的援助： 借款管道；銀行資本充足計劃；信貸擔保計劃。
17	倫敦蘇格蘭銀行	2008-12-01	為所有符合金融服務賠償條例（Financial Services Compensation Scheme (FSCS)）的儲戶提供全額儲蓄擔保，這一擔保包括超過了金融服務賠償條例規定 5 萬英鎊上限的部分。
18	對房屋被收回者的新援助計劃	2008-12-03	如果房屋所有者因為暫時性的收入顯著下降而無法支付抵押貸款，那麼這一計劃將允許他們部分延遲還款，最高不得超過兩年，政府將對延遲還款的利息提供擔保。
19	信貸擔保計劃變更	2008-12-16	在信貸擔保計劃現有的實施經驗上，政府宣佈對擔保計劃進行修改，以使其更有效果。
20	對於在 RBS 投入資金的公告	2009-01-19	英國政府調整了其在 RBS 的投資，以使其有充足的資金為企業和房屋所有者提供貸款。
21	對於鼓勵銀行借貸的公告	2009-01-19	政府發布了一系列支持銀行借貸的計劃： 信貸擔保；資產抵押貸款擔保；北岩銀行抵押貸款擔保；英格蘭銀行在流動性和資產抵押上提供便利；資產保護計劃；資本項目管理。

22	資產保護計劃	2009-01-19	政府將為當前市場下最易受到影響的資產提供保護，以保護金融機構免受不可預知的信貸損失，以恢復其放貸的信心。同時英國政府也與其他國家商議建立類似的國際金融保護計劃。
23	售後租賃（sale and rent back）市場消費者保護計劃	2009-02-06	在這一市場允許房屋所有者以一定的折現率出售其資產，並用這一折現率抵付其繼續居住的租金。
24	北岩銀行增加住房抵押貸款	2009-02-23	北岩銀行將在其危機和國有化後首次增加住房抵押貸款，其淨增加額約為 90 億英鎊。
25	新銀行法案開始實施	2009-02-23	新銀行法案授權政府和監管部門在金融機構陷入危機時更大的權力進行接管和干預。
26	資產保護計劃	2009-02-26	這一計劃透過清理銀行財務帳戶、剝離不良資產等方式減小存款和信貸的不確定性。
27	增資計劃	2009-02-27 -2009-03-10	先後向英格蘭皇家銀行（Royal Bank of Scotland）、Lloyds 和 Bradford & Bingley plc 提供進一步流動性支援。
28	Business Rate 還款寬限	2009-03-31	企業和商業獲准分三年延期支付其 Business Rate，預計可以暫時騰出 6 億英鎊現金。
29	個人減稅計劃	2009-04-06	一系列針對個人和家庭的大規模減稅和養老金增加計劃。
30	銀行結算體系	2009-05-11	提出建立新的銀行結算體系已更好的應對金融機構倒閉或破產所帶來的問題。
31	增強兒童貧困輔助體系	2009-06-16	增加特別預算以應對增加的兒童貧困狀況。

32	金融市場改革	2009-07-08	1 將對風險較大的銀行提出更高的準備金要求； 2 幫助消費者更好的認識各項金融服務的風險特性； 3 成立一個由金融服務監管局、財政部和英格蘭銀行共同組成的委員會以評估金融市場的系統風險和監管。
----	--------	------------	--

（二）、貨幣政策

相比較繁多的財政政策而言，英國的貨幣政策主要有英格蘭銀行的貨幣政策委員會決定，其核心是決定基準利率。

在隨後所附的貨幣政策委員會投票結果記錄中，我們可以清楚地看到貨幣政策委員會中的各個委員隨著危機不斷加深其提議的降息幅度的劇烈變化。而在危機最嚴重的 2008 年 11 月和 12 月時其降息幅度甚至達到了 1.5% 和 1%。與 2007 年的猶豫不決不同，在一年多的時間裡，英格蘭銀行不斷大幅降息，將基準利率由 5.5% 壓低到了 1%。這一系列的舉動可以解讀為央行希望像金融系統注入流動性，卻不斷地發現注入不足。

但到了 2009 年 4 月之後，貨幣政策由不斷降息提供流動性變為保持不變，但這並不意味著委員會的成員對當前經濟狀況的樂觀估計，實際上，這僅僅是由於利率已經降到了無法再降的 0.5%，而英格蘭銀行不得不加大力度實行爭議性極大的流動性增進計劃（Quantitative Easing (QE) programme）。

QE 計劃由貨幣委員會的 Andrew Sentence 提出，其實質是有央行以購買英國政府國債的形式提供流動性。更直接的說法就是央行印刷貨幣為英國政府買單。這一做法的最大後果就是帶來了英鎊的持續貶值。2009 年 8 月 7 日當英格蘭銀行宣佈繼續實行 QE 計劃後，英鎊對美元的匯率迅速從 1.6988 跌到了 1.6825：

儘管在 2009 年 8 月的一次講話中，英格蘭銀行行長認為 QE 計劃幫助英國經濟實現復甦，並且是避免英國陷入通貨緊縮的最佳方案。但是很多人認為這只是不得已的表態而已，前貨幣政策委員會成員 Sushil Wadhwani 就直言不諱的認為當前英國面對著上世紀 90 年代日本相同的處境。現在，英格蘭銀行的經濟學家發現他們遭遇了 20 年前被他們所嘲笑的日本同事一樣的處境，無底洞般的流動性陷阱和日漸枯竭的可使用手段。當前的短暫經濟回暖可能和當年的日本一樣僅僅是一次迴光返照，為了刺激經濟，英國政府已經背負了龐大的財政赤字（這一部分在歐洲經濟部分會進一步討論），從而使其的所得稅減稅及直接財政補貼和支出等刺激手段不再可行，而銀行的利率操作空間也已經消耗殆盡，所有這些因

素使得英國經濟存在進入日本“失去的十年”的可能性。實際上，英國議會已經開始討論停止減稅的議案。

案例九：金融危機中的歐洲

一、歐洲經濟危機的特點

（一）、銀行系統在歐洲經濟中的重要性

儘管美國次貸危機是此次歐洲經濟危機的導火線，但是其也僅僅只是扮演了導火線的角色，原因更多還是出在歐洲自身。對於美國而言，次貸危機更多的體現在金融系統和房屋市場的不景氣上，而對於歐洲而言，次貸危機意味著全面的經濟危機和產業蕭條。一個達沃斯論壇上時髦的玩笑表達了這次歐洲在危機中遭受的沉重打擊：“這次次貸危機美國人闖了貨，自己擔當了四分之一的損失，而四分之一由亞洲和世界其他國家被美國人騙得稀哩糊塗地擔上了。剩下的一半呢？還沒等美國人想好怎麼騙，歐洲人就自告奮勇擔上啦！”與美國長期的自由競爭傳統不同，歐洲一直容忍了銀行和企業長時間的密切聯繫，甚至這種合謀在歐洲的資本主義興起時期還得到了全方面的鼓勵。

從 19 世紀開始，歐洲的銀行和企業就在融資和投資問題上開始合作和共謀，而這種行為在很長一段時間一直得到了政府公開的鼓勵。這種鼓勵很大程度上是由於大部分歐洲國家的工業化和現代化過程是由政府主導的，而這種國家現代化中作為最緊缺的資本的供給者，銀行往往會得到政府的特別恩惠。這導致了在工業化時期很多大公司或者重要產業的董事會中銀行的管理層和所有者會成為一支重要的勢力，並以此換取銀行資金的支持。隨著這種關係的不斷發展，銀行和產業特別是資本密集產業之間形成了長期的合作和利益共用關係。

這其中最著名的例子就是西門子公司和德意志銀行之間長達 100 餘年的合作關係，兩家機構幾乎從他們成立之初就開始了合作，並且持續了若干代人，衍生出了盤根錯節的利益關係。這種高度共生的銀企關係有其積極的一面，特別是在面對小規模的經濟波動時，企業的現金流會得到銀行的大力支持而不至於產生危機。但是在大規模的危機爆發時，這一系統缺乏變通性的弱點一下暴露無遺。歐洲企業一般只習慣與有限的幾家銀行以及其若干金融產品打交道，因而當其合作銀行在金融危機中陷入困境而無法提供資金支援時，企業往往無法像美國企業那樣迅速轉向其他銀行或者其他金融產品（如直接市場融資），因而很容易陷入困境。

（二）、歐洲經濟面臨的三種危機

與美國的次貸危機不同，歐洲的銀行危機可以被劃分為三類問題：信貸緊縮；歐洲次級貸款和巴爾幹、波羅的海地區過度信貸。

第一類危機與現在正在全球各地發生的信貸緊縮和銀行系統失靈沒有什麼兩

樣。銀行系統因為市場蕭條和對未來不確定風險的擔憂而惜貸，從而使得企業不能得到融資，常常會面臨流動性困難，因而導致這個產業陷入危機。而在資金緊縮的時候，許多原來就存在的無效率或不恰當的“小”問題就會被無限放大，並最終成為影響國計民生的最大問題。

不幸的是，許多歐洲國家在美國次貸危機爆發前正是存在這樣的“小”問題。而這些問題與歐洲的整合和歐元區的建立有密切聯繫，因而具有其本身的特殊性。9.11 事件之後，大量原先存在美國的資金轉移到了歐洲（同時歐洲各國央行也出於穩定市場的考慮輸入了大量的流動性），而同時歐洲的歐元化進程不斷加快，因而這種大規模的資本流入迅速透過歐元傳導到了各國，從而導致了各國普遍的低利率現象。

而透過歐元，這一可能只適合諸如德國等經濟強勁國家的低利率擴散到了整個歐洲，而這一低利率環境使得許多歐洲國家特別是那些新加入歐盟的相對較為貧窮的小國們爆發了巨大的消費信貸增長，而且在以往被廣泛認為信用記錄不好而很難得到貸款的國家增長尤其迅速。這一過度消費的結果就是各國不僅出現了房地產熱潮，整個經濟也出現了繁榮，但是這些繁榮顯然都是虛假的泡沫，不管有沒有 2008 年的次貸危機，它們遲早都會破滅。

EUROPEAN COUNTRIES WITH BUDGET DEFICITS*

Hungary	5.5
United Kingdom	2.9
Greece	2.8
France	2.7
Portugal	2.6
Romania	2.5
Slovakia	2.2
Poland	2.0
Italy	1.9
Czech Republic	1.6
Lithuania	1.2

*as percentage of GDP

Copyright Stratfor 2008 www.stratfor.com

上面提到的次貸危機之前各國強勁的消費貸款增長直接導致了此次歐洲危機的第二類問題：歐洲次貸危機。這一問題在兩個最近幾年發展迅速的歐洲國家西班牙和愛爾蘭表現尤為突出。一方面受高經濟成長的激勵，另一方面是歐元區後輸入的大規模流動性，從而使得兩國就經歷了爆炸式的消費信貸增長。西班牙和愛爾蘭的消費者平生第一次享受到了以往在德國等發達國家才能享受到的低利率借款服務，從而產生了大量的房屋抵押貸款，而這些貸款更進一步刺激了房市。僅西班牙在 2006 年就修建了比英國、法國、德國三個歐洲主要國家總和還

要多的房屋。在市場一片繁榮下，銀行只要發放貸款就有利潤，因而更減弱了其對風險的控制。在愛爾蘭，抵押貸款購房不支付定金是司空見慣的做法，而在西班牙銀行家們則常常懶於去對貸款者進行最基本的信用狀況審查。

西班牙和愛爾蘭同時也成為了此次歐洲金融危機中損失最慘重的西歐國家。在西班牙，失業率在 2009 年 2 月達到 13.9%，而到了 6 月更是飆升至創紀錄的 17.9%，整個歐元區內平均每 10 個失業者就有 3 人來自西班牙。而其國內最大的跨國房地產公司 Martinsa-Fadesa 也宣佈破產。愛爾蘭也處境艱難，它是歐元區內第一個官方宣佈經濟進入衰退的國家。根據其統計機構 ESRI 預計，2010 年愛爾蘭將面臨 14% 的經濟衰退，而 2009 年 1 季度的 GDP 已經較去年同期下降了 8.5%，GNP 則下降了 12%，失業率從 8.75% 升至 11.4%。愛爾蘭還擁有全世界最高的負債比例（相當於 GDP 的 811%），每年的淨赤字為 GDP 的 15%，同時要還背負不良財務狀況借款所遭受的懲罰性利率。愛爾蘭已經瀕臨國家破產的邊緣，政府因而不得不減少教育、衛生、救濟等公共支出，這一切又導致了 15 年來最大規模的遊行示威和騷亂。

如果說歐洲次級貸主要源於過於便宜的資金。那麼巴爾乾和波羅的海國家的過分信貸問題則有更多的深層次原因。與上述國家一樣，巴爾乾和波羅的海國家在加入歐盟（並未加入歐元區）後經歷了大規模的信貸擴張，而且他們吸收了歐洲絕大部分的信貸擴張資金，這導致了波羅的海國家出現了 15% 的 GDP 成長，超越了東亞而成為次貸危機前全球成長最快的地區。不過這一切都建立在藉來的資本之上，並且還同時導致了兩位數的通貨膨脹，而這反過來又進一步惡化了其貿易環境，使其貿易逆差的負債（這些負債多使用歐元或美元結算）進一步拉大。巴爾乾國家未出現如此令人“映射深刻”（或者說讓人感到恐懼）的成長率並非其作出了什麼有效的干預，而僅僅是由於他們較波羅的海國家晚加入歐盟（或者如克羅地亞和塞爾維亞並未加入）。

TRADE DEFICITS AND DEPENDENCE ON TRADE*		
	TRADE DEFICIT	EXPORTS
Latvia	22.9	45%
Bulgaria	21.4	71%
Bosnia	16.8	36%
Greece	14.1	19%
Romania	13.9	26%
Lithuania	13.2	55%
Serbia	12.8	28%
Spain	10.8	26%
Croatia	8.6	47%
Slovakia	5.3	86%
Hungary	5.0	80%
Poland	3.8	41%

*as percentage of GDP

Copyright Stratfor 2008 www.stratfor.com

**FOREIGN OWNERSHIP OF FINANCIAL INSTITUTIONS
PERCENTAGE OF TOTAL BANKING SECTOR**

Slovakia	97.4
Czech Republic	96.2
Croatia	90.4
Bosnia	83.3
Bulgaria	80.0
Poland	79.6
Montenegro	78.1
Romania	70.0
Latvia	67.5
Serbia	60.0
Hungary	58.9
Macedonia	54.0

© 2008 Strategic Forecasting, Inc. www.stratfor.com

向這些國家提供貸款的正是他們的歐洲大哥們，來自於法國、義大利、希臘和斯坎的納維亞半島的銀行充當了為巴爾乾和波羅的海的“新小朋友們”買糖吃的“Honey Uncle”。與在本國所受到的嚴格監管不同，這些銀行在不成熟的新歐盟成員國很少受到限制，甚至可以進一步控制該國的貨幣政策，因而他們在這些地區採取了擴張性的發展戰略，斯坎的納維亞半島的銀行家們進入了波羅的海國家，希臘和奧地利的銀行則關注巴爾幹，義大利和法國銀行家們則追隨拿破崙的足跡去了俄羅斯。2002 年到 2007 年，該地區 60% 的貸款用於房地產、以及抵押貸款業務，其中羅馬尼亞的房屋抵押貸款總額每年翻一番，而在整個巴爾乾和波羅的海地區住房貸款的年成長率為 60- 80%。在他們的“幫助”下，新歐盟成員國們在過去五年中經歷了無論對哪一個國家以何種方式度量都可稱得上是空前絕後的信貸擴張（唯一的例外可能是石油價格飆升時的卡塔爾和阿聯酋）。這些信貸資金幾乎 100% 是來自於國外，所以當信貸環境發生變化時，國外銀行因為其核心業務和利益都不在這些國家，因而通常選擇抽走資金而不是想辦法與該國央行和政府共度難關，到 2009 年 8 月，瑞典銀行關閉了其在波羅的海地區的 19 家分行。這一情況在這些新興國家的本土銀行也被外國投資者大規模控股的情況下顯得更加嚴重，投資者們只關心收回資本而不是這些銀行和貸款的死活。唯一的例外可能來自於奧地利，但是這不是因為其他，而僅僅是由於奧地利銀行在巴爾乾地區放貸了 2,300 億歐元，約合其 70% 的 GDP，以至於當貸款違約率達到 10% 以上時奧地利就將面臨整個金融系統的破產。在大規模資本外逃的情況下，這些前蘇聯國家發現在黃粱一夢之後他們重新回到了蘇維埃時代：至少和那個年代一樣資本稀缺。此時，IMF 和歐盟伸出了援手，但是附帶著和當年亞洲金融危機一樣苛刻的條件。

以拉脫維亞為例，在 2008 年拉脫維亞成為了全世界經濟成長率變化最大的國家：從正兩位數變為-10.5%。2009 年 1 月，其首都裡加經歷了自東歐劇變以來的第一次騷亂。而到了 2 月，國家局勢進一步惡化，拉脫維亞政府不得不將其國內第二大銀行 Parex Bank 國有化，同時向 IMF 和歐盟尋求 75 億歐元的緊急援助。

標準普爾迅速將拉脫維亞的信用評級調低為 BB+，“不推薦投資”，即所謂的垃圾債券。這一切導致了拉脫維亞現任政府 2 月 20 日的倒臺。然而形勢進一步惡化，到 2009 年 4 月，拉脫維亞失業率為 16.8%，而在 2008 年 12 月這一數字僅為 7.8%，其失業率為危機前的三倍，同時也是整個歐盟國家內增長最快的。2008 年許多經濟學家就曾悲觀地預計拉脫維亞 2009 年的經濟成長率為-12%，但是這一數字現在看來顯得過分樂觀，因為其在 2009 年的頭三個月就下降了 18%，高舉全歐盟第一。

二、歐洲危機應對政策的特點

歐洲在危機應對上存在嚴重的措施不足和無效，而這一表現的根源在於歐洲各國在危機中所面臨的問題和地位各不相同，因而在危機應對上存在完全不同的訴求。

歐洲各國處理金融危機的能力存在極大不同，但最核心的問題在於歐盟是由 27 個首都，而不是布魯塞爾一個城市來決定如何應對。在 1992 年馬城條約（Maastricht Treaty）簽署時，歐盟的領導人們在創建統一的歐元問題上達成了一致，但是在各國民族情緒和自治權利的驅使下，他們並未交出各自的金融部門監管和控制權，這也使得歐洲銀行並未在歐洲的範圍內得到統一監管，從而使諸如美國那樣的 7000 億美元救市方永遠不可能出現。

2008 年 10 月 12 日的歐盟領導人緊急會議就是一個再恰當不過的例子。歐元區的成員們一致認為在大原則下，必須由國家出資、管理和實施一些救助方案，而非由布魯塞爾或歐洲央行去實施。這意味著原本整個歐元區的救助方案可能要被 15 個成員國分成 15 個子方案，並且只是由其在自己的國內實施。歐洲創造了統一的貨幣，卻沒有統一的財政部和央行，這好比美國 51 個州都使用美元，卻不存在美國財政部和美聯儲一樣荒唐，從某種意義上來說，歐洲的金融體系因此存在先天缺陷，這次金融危機救助不力只是一個表現而已。

而當危機進一步深化時，歐盟各個成員國的分歧日漸明顯。其中法國和義大利一開始建議採取一個類似於美國方案的針對整個歐洲的救助方案，他們的動機在於其自身是歐洲最需要資金救助的，同時也是歐洲財政赤字最嚴重、政府債務最沉重的國家之一。而相比較而言，英國和德國因為其政府財務狀況較為寬裕，在法國和義大利的方案中很可能成為冤大頭，所以馬上表示反對。由此可見各國在何時救助、如何救助、救助金額上存在巨大分歧。

最後，歐盟僅僅達成了一個歐盟範圍內對於各成員國救助措施的指導性建議，而且實質性措施僅限於全歐洲範圍內的降息和政府對銀行存款擔保額的上升。這一擔保額上升的措施實際沒有任何效果，因為絕大多數國家為了穩定儲戶信心，早就對儲蓄進行全額擔保了。

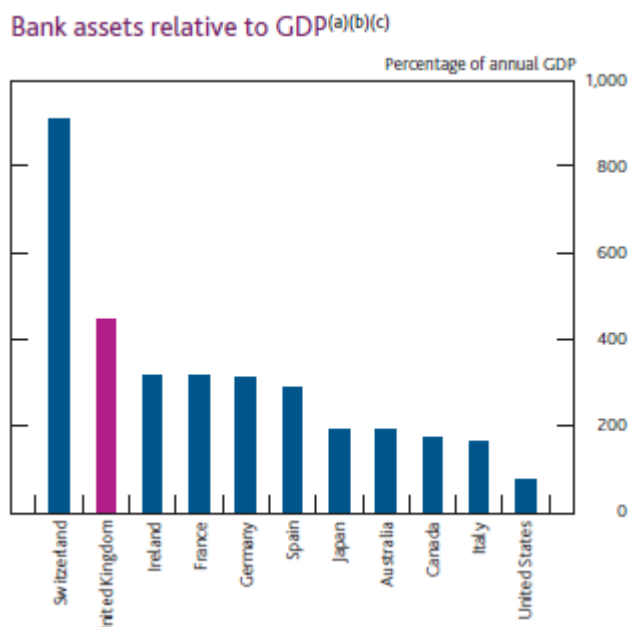
即使在降息問題上，歐盟也竭力避免以歐盟的名義統一降息。歐洲央行在歐

盟條約內唯一可以干預利率的方式就是設定通貨膨脹率的上限，而這一上限在當時已經毫無意義，儘管央行規定了 2% 的上界，但是當時歐元區的整體通貨膨脹率已經是 3.6% 了。而很多國家正準備增加存款保險，這些舉動實際抵銷了降息的效果，而且其本身實際會違反歐盟法律和規定，但是大部分國家此時對此置之不理。

如果歐盟央行無法阻止這些違反規定的行為，歐盟又如何阻止他們爲了自救採取其他行動呢？在存款保險之後，下一個幾乎可以肯定將被違反的將是關於過度財政赤字的禁令。在沒有統一財政部和央行的尷尬下，歐元區採取了規定通貨膨脹率和財政赤字的方式來部分取代財政部和央行的職能，這些規定在情形並不緊迫的情況下一般能起作用，而當危機來臨時其將不再具有約束力。

從剛才的論述不難看出，歐盟在成立歐元區時實際選取了超前於歐盟管理能力的金融整合方案。在當時採取這一措施的邏輯在於金融整合會強化共同市場，幫助經濟一體化，從而最終能夠幫助歐洲的政治一體化。而金融一體化的結果就是創造了很多遠大於單一歐盟成員國的金融機構，歐洲的銀行在貨幣市場中爲跨國的併購提供資金，而當他們出現問題時，其母國往往發現很難憑一己之力對其的整個歐元區業務進行救助。

同時，歐洲各國也缺乏美國那樣的稅基以使其具備充足的資金進行救助。美國最大的銀行美國銀行的負債相當於美國半年的稅收額，這確實是一個很高的比例，但是換作德意志銀行時，這一比例要增加 150%，而對於巴克萊銀行則是 200%。



三、危機後的歐洲：歐洲國家面臨的前景

當前，歐洲經濟面臨的最大問題是歐洲國家們並不能長時間實施完整的經濟刺激和救助計劃。

在經濟危機初，各國根據其本國的財政能力和危機狀況，實行了各自的經濟刺激計劃，這些計劃多多少少對於穩定金融市場、保障經濟正常運行和拉動經濟增長起了正面作用。但是，這些計劃需要政府持續的大規模支出，進而造成政府赤字，因而並不具有可持續性。

除了上文中提到的愛爾蘭以外，另一個典型例子是英國。在危機之初，英國處於政府財政狀況相對健康，對經濟干預和扶助能力較強的國家之列。而英國作為金融中心之一，在本次金融危機中又受衝擊較為嚴重。因此，英國在危機爆發後採取了積極的財政政策和貨幣政策，出現了國有化北岩銀行、調低增值稅率、建立龐大的政府公共支出計劃等若干強有力的刺激措施。這些政策為英國經濟回穩提供了有力的保障。但是英國本身也付出了巨大的代價，由於其大規模的支出，英國政府的財務狀況從危機初在歐盟國家中的中等偏上跌落到了較差的行列。在 2009 年 6 月擔負了高達其 GDP100% 的國家債務後，IMF 警告可能會隨時對英國實行懲罰性利率。而金融市場也反應激烈，英鎊一直處於貶值之中，而債務市場一度對於英國政府的信用評級也表達了不信任的態度。同時，英格蘭銀行已將利率調到了 0.5% 的低點，只能透過印刷鈔票來提供流動性。在這些壓力下，英國政府的經濟刺激計劃面臨無以為繼的尷尬局面，英國議會也已經在 2009 年 7 月開始討論重新調高增值稅稅率的提案。

法國和義大利由於其在危機之初就面臨巨大的財政赤字和困難，因而其刺激計劃顯得規模非常“袖珍”，但儘管如次，義大利的債務也已經達到了其 GDP 的 120%，如果薩柯奇的“Grand Emprunt”計劃真正實施，法國也將馬上面臨相當於 GDP 90% 的赤字水準。而其他諸如西班牙、荷蘭、盧森堡和德國等國家都存在同樣的赤字過高的問題。

這些都使得人們普遍擔憂歐洲經濟會陷入日本“失去的 10 年”的狀況，央行和政府的官員發現他們同 20 年前嘲笑的日本同行一樣對於流動性缺乏束手無策，伴隨著財政赤字和不斷降息，他們可支配的手段越來越少，以至於流動性緊缺顯得不可戰勝。當前歐洲的經濟復甦被普遍認為是日本當年在大规模刺激政策後短暫迴光返照的 21 世紀再版，人們擔心在擺脫經濟危機的噩夢之前央行和政府手中的彈藥就會用完。

在應對金融危機時，一個很受爭議的問題是該不該由政府購買銀行股權從而控股。由於銀行國有化可能會帶來諸多問題，在各國的救助中，政府一直對於銀行國有化持謹慎態度，並且盡量鼓勵其他私人銀行購買或者只是購買銀行資產的方式進行救助，這一類的方式普遍存在時效性不足，成本偏高和無法注入足夠資

金的問題。而歐洲的政治結構為解決之一問題提供了一個潛在的可能性。由於有歐盟共同體，因而各國政府可以透過建立一家在盧森堡的歐洲投資銀行來對這些需要國有化的銀行進行注資。因為這一家機構將由各國政府共同所有，因而其可以避免很多由於銀行被一國國有化之後為該國政府服務的問題。實際上從 2008 年 12 月到 2009 年 3 月，這一議題一直都在被進行討論。歐盟已經成立了 300 億歐元的 EIB 基金以幫助在危機中陷入困境的中小企業，儘管不能完全避開政治，歐盟範圍的救助機構可以在擁有國家信用的基礎上很大程度上消滅某一國政府的影響而相對更具有獨立性。另一個值得注意的則是義大利財政關於歐洲債券的提議。

另一歐洲應對危機的可能收益來自於這一次危機對於歐洲一體化的推進作用。由於這一次歐洲在應對危機時的無效，財政統一化的呼聲又高漲了起來。歐洲的一體化進程一直是由各種危機和威脅所推動的。如果說 1992 年到 1995 年歐洲貨幣體系的崩潰催生了歐元，那麼誰知道這一次的危機不會導致一個統一的歐洲財政部呢？