

美国次贷危机成因研究述评

胡海峰 罗惠良

(北京师范大学经济与工商管理学院, 北京 100875)

摘要: 本文将国外学术界关于美国次贷危机成因的研究按研究视角的不同整理综述为五大观点: 货币政策失误说、金融自由化过度说、会计标准不当说、道德风险上升说和经济结构失衡说。其中, 金融自由化过度主要体现在两方面: 证券化过度、信贷标准与信贷质量下降; 经济结构失衡主要有三种类型: 经常账户失衡、财富与收入分配失衡、资本主义经济增长过程中产生的金融部门与实体经济部门间的失衡。本文认为, 不同研究视角之间是内在联系或统一的, 并不相悖。

关键词: 美国次贷危机; 货币政策; 金融自由化; 失衡; 按市价调整

作者简介: 胡海峰, 经济学博士, 北京师范大学经济与工商管理学院副教授, 博士生导师, 研究方向: 比较金融制度、公司金融理论与政策。罗惠良, 北京师范大学经济与工商管理学院博士生。

中图分类号: F831.59

文献标识码: A

The Review of Researches on the Causes of U.S. Subprime Crisis

Abstract: This paper holds that there are five studying perspectives of the researches on the causes of U.S. subprime crisis, which are loose monetary policies, excessive financial liberalization, mark-to-market accounting rule, increased moral risk and structural imbalances. Moreover, there are three kinds of financial liberalization, which are excessive debt, declined credit standards and declined credit quality. There are three kinds of structural imbalances, which are trade imbalances, wealth and income inequality, sectoral imbalance between finance and real economy. We think these studying perspectives are internal relational or unified.

Key words: U.S. subprime crisis; monetary policies; financial liberalization; structural imbalance; mark-to-market

2007年7月, 美国次贷危机全面爆发。这场由华尔街及其在全世界的众多门徒共同“缔造”的灾难, 对全球银行业、金融市场及金融稳定, 构成巨大威胁, 在世界范围内迅速掀起轩然大波。次贷危机波及面之广、持续时间之长、破坏力之大前所未有的, 几乎超出所有人的想象。危机发生后不久, 很快就成为学界聚焦的热点, 西方学者纷纷撰文寻找危机产生的根源, 从多角度深入剖析了危机的成因。

关于次贷危机成因的研究

本文从相关文献的研究视角出发, 将西方学界关于次贷危机成因的研究整理综述为五大观点: 货币政策失误说、金融自由化过度说、会计标准不当说、道德风险上升说和经济结构失衡说。

一、货币政策失误说

2000年, 美国高科技产业泡沫破裂, 美国经济陷入衰退, 为了拉动美国经济尽快复苏, 美联储开始放松银根, 从2001年1月3日到2003年6月25日连续降息13次, 联邦基金利率从6.5%降为1%, 下降550个基点。不断降低资金的价格, 持续刺激消费和投资, 扩张社

会信用，造成住房市场迅速繁荣起来，房价连续上涨并泡沫化（Papadimitriou et al., 2006）。^[1]有观点认为，美联储宽松的货币政策，为住房市场过度繁荣提供的低利率环境，是导致次贷危机的重要原因之一。美国经济学家理查德·邓肯（Duncan, 2007）指出，美联储宽松货币政策和大量外部资金的流入鼓励并驱动着美国居民的持续过度消费，由于家庭消费是美国经济增长的主要引擎，对美国 GDP 的贡献达 70%，消费的升温为经济的稳定增长构成强劲支撑，在经济增长的拉动下，住房价格不断上涨。房产泡沫产生的财富效应又促使居民消费热度更加膨胀，购房热情随之高涨。这样，放松银根和房产泡沫驱动着消费支出，而后者又反过来助长了房产泡沫化。在消费与房价反复作用的循环通道中，美国的住房抵押市场一扫已往的沉闷气氛，空前繁荣，非理性的过度繁荣最终导致了危机的发生。^[2]与邓肯的观点一致，但研究视角不同，纽约储备银行的艾登与普林斯顿大学教授信（Adrian and Shin, 2008）等人认为，美联储宽松的货币政策导致流动性过剩，而流动性过剩致使资产价格上升和外部融资成本下降，激发了金融机构运用更高财务杠杆的行为倾向，过高的财务杠杆使金融机构风险敞口巨大，因此，当美联储调高利率时，资产价格随即破裂，导致了危机的发生。^[3]除邓肯、艾登和信等人，斯坦福大学教授约翰·泰勒（John B. Taylor）也指责美联储 2002~2004 年实行的宽松货币政策造成了美国住房市场的过度繁荣，最终导致了次贷危机的发生。泰勒认为，美联储在 2001 年时就该果断地将联邦基金利率从 1.75% 上调至 5.25%，而不应继续调低至 1% 之后再缓慢加息。^[30]事实上，为了配合布什政府减税的扩张性财政政策，减轻通货膨胀压力，美联储从 2004 年 6 月 30 日到 2006 年 6 月 29 日连续加息 17 次，联邦基金利率从 1% 上升为 5.25%，加息 425 个基点，不断提升资金的价格，80% 的次级抵押贷款月供在不到半年时间猛增 30~50%；2005 年，美国房地产市场增长出现拐点，持续缩小了抵押住房与住房抵押贷款的价差，不断形成住房抵押贷款呆账和坏账，持续恶化住房抵押贷款及其衍生产品的基本面。对此，美国著名左翼经济学家考斯达斯·拉帕维查斯（Costas Lapavistas）进行了严厉批评，“新自由主义在所有方面都推动自由放任，却通过中央银行制度高度调控货币政策，但这样的调控看来已难以奏效”。¹

二、金融自由化过度说

该观点认为，金融自由化过度是美国次贷危机的主要成因之一。所谓金融自由化过度主要体现在两个方面：证券化过度、信贷标准与信贷质量下降。

1. 证券化过度

统计资料显示，1994~2007 年，美国住房抵押贷款证券化水平大幅提高。美国抵押市场全部抵押贷款的证券化率由 1994 年的 55.8% 提高至 2007 年的 74.2%，而所有次级抵押贷款的证券化率则由 1994 年的 31.6% 大幅提高到了 2007 年的 92.8%。²据美联储统计，美国住房抵押贷款证券（MBS）规模从 2000 年的 3.0 万亿美元增长到 2006 年的 5.83 万亿美元。过去一段时期，经济学家普遍认同诸如证券化等金融创新活动，具有提高风险分担、降低银行资本成本等诸多优点。

然而，在高度证券化的美国次级抵押贷款市场上，次级抵押贷款的呆账和坏账，恶化了庞大的住房抵押贷款证券（MBS）的资产池，增加了住房抵押贷款证券（MBS）收益的不确定性。抵押品赎回权的丧失率（delinquencies）在 2005~2007 短短两年时间内激增 50%。顷刻间，对证券化及金融创新的批判之声充耳欲聋（Stiglitz, 2007）^[4]。

事实上，证券化与监管有效性的关系问题是一个颇富争议的重要命题。早在 1984 年，美国经济学家戴蒙德（Diamond, 1984）^[5]就指出，如果信贷市场上有多个放款人向同一借款人放贷，搭便车问题（free-rider）、协调失灵问题（coordination failure）等时有发生，对借款人的监控是低效的。相反，如果放款人只有一个，监管相对有效得多。但霍尔姆斯特姆和梯若尔（Holmstrom and Tirole, 1997）^[6]并不同意戴蒙德的观点，他们认为如果缺乏有效的激励条件，放款人一般很少主动去监管借款人。彼得森和拉詹（Petersen and Rajan, 2002）^[7]进一

步研究指出，由于证券化会拉大借款人与放款人之间的距离，加大监管难度，因此，证券化会弱化放款人对借款人的监管激励。

借鉴现有的理论思想，克伊丝等人（Keys et al., 2008）利用美国次债市场数据进行的实证分析发现，次贷危机的发生机理主要源于证券化的过快、过度发展，随着一些非流动性贷款转化为流动性债券，金融机构对借款者的评估和监测动力明显降低。因此，证券化程度与监控力度显著负相关，过度证券化对于美国次贷危机的发生难逃罪责。^[8]

2. 信贷标准和信贷质量下降

次贷危机发生前，美国的房价经历了快速上涨的持续繁荣。高房价对抵押贷款市场的繁荣构成强有力支撑，住房抵押迅速扩张，抵押贷款的证券化等金融创新层出不穷。研究表明（Lown and Morgan, 2003）^[9]，信贷市场的金融创新活动对信贷标准有重要影响。随着住房抵押市场的扩张和金融创新的空前发展，贷款担保要求、信贷标准、信贷质量均出现明显下降（Asea and Blomberg, 1998）^[10]，由于 90% 的次贷可以打包出售，在外在的竞争压力下，贷款机构不再关心借款人信用，不断放松贷款标准，竞相延长贷款期限，再三降低首付比例，尽量减轻借款人眼前还本付息压力，大幅简化申报文件，吸引贷款客户，扩大住房抵押贷款市场份额，越来越多的次级借款人很容易就获得了信贷（Jimenez et al., 2006）。^[11]

实际上，美国次贷危机的发生，很大程度上就是因降低的信贷标准和信贷质量造成的。而信贷标准和信贷质量的双双下降与住房价格的持续上涨不无关系。一方面，2001~2006 年房价不断上涨，金融机构发放了大量次级贷款，据国际证监会组织（IOSCO）的《次贷危机报告》，美国住房抵押贷款余额从 2000 年的 4.8 万亿美元增长到 2006 年的 9.8 万亿美元，年增 13%，形成了庞大的住房抵押贷款。其中，次级贷款 2003 年 4000 亿美元，2004 年突破 1 万亿美元，2005 年增加到 14000 亿美元；次级抵押贷款比例从 1993 年开始起步发展到 2005 年的 20%。而监管机构几乎难以及时发现这些贷款的真实状况及其高风险，因此，这段时期美国抵押贷款的质量整体上不断下降，低质贷款的过度膨胀最终酿成了如今的危机（Demyanyk and Hemert, 2008）。^[12]另一方面，由于房产价格不断上升，大量新的信贷机构进入抵押贷款市场，追逐高收益，加剧了机构之间的竞争，导致信贷标准下降和贷款者承担的风险提高，而抵押市场上存在的信息不对称和欺诈行为进一步加剧了风险的上升，过高的风险也造成金融市场的动荡（Dell'Ariccia et al., 2008）^{[13][30]}

事实上，在现代公司治理中，董事会在考察金融机构管理者经营行为的绩效时，通常简单地以其创造的利润来衡量。因此，多数金融家和银行家倾向于追求高收益的投资机会。针对这一现象，经济增加值（Economic Value Added, EVA）学派提出了自己的看法。该学派认为，在以利润创造为主要框架的激励、考核机制中，股东价值最大化成为企业的主要目标，雇员和公众等利益相关者都被视为与企业无关的群体。而股东价值的高低可以以 EVA 的高低来判断，于是，EVA 被视为评判机构、部门或个人行为绩效的一个标杆，它以资本加权成本为折现因子，对未来活动的现金流进行折现得出的净现值来计算。通常而言，净现值越高，某项活动的收益就越高。在现代金融活动中，传统的借贷业务因资本运用规模庞大，获得的 EVA 相对较低，市场份额已出现萎缩；而证券化和衍生品等交易活动充分借助于高杠杆，运用较小规模的资本，即可产生相对更高的 EVA，其市场份额不断提升。因此，几乎所有的机构和个人都像恶狼一样拼命地追逐高收益的证券化和衍生品交易机会，而将风险因素置于次要位置。^[14]

三、会计标准不当说

次贷危机发生后，众多学家、政界和业界资深人士，特别是一些损失惨重的金融机构对按市价调整的会计标准发起猛烈抨击，纷纷指责金融机构实行的按市价调整会计是引发此次危机的罪魁祸首。

根据美国公认的一般会计准则（U.S. Generally Accepted Accounting Principles, U.S.

GAAP) 和国际金融报告标准 (International Financial Reporting Standards, IFRS) 关于结构产品账面价值处理的规定, 公允价值核算要求只能按当前市值计价, 不能按购入成本计价结构产品投资。这就要求, 估值缺少流动性的次贷产品, 在市场剧烈震荡的条件下, 必须适时考虑市场条件, 合理估算现金流, 采用恰当折现方法, 配备足量合格的估值人员, 及时更新数据库, 规范估值业务流程, 坚持独立核算原则。然而, 美国金融行业还难以全面满足这些条件, 尤其缺乏合格的人力资源, 成熟的估值模型和规范的业务流程。这些不仅不是一朝一夕之功, 而且激化了次贷危机, 市值与购入成本价差构成了投资银行亏损, 过快体现损失加剧了投资者的风险厌恶, 造成恐慌性杀跌, 形成了次贷危机的一轮又一轮恶性循环。

次贷危机发生初期, 美国高盛 JBWere 公司首席财务官维尼尔 (David Vinner) 就指出, 次贷危机中许多金融工具的货币价值之所以会远远低于其基础资产的价值, 是由按市价调整会计所产生的传染效应造成的, 这种不合时宜的会计计量方法的应用理应遭到谴责。^[15]

2008 年 3 月 5 日, 詹金斯 (Jenkins) 在《华尔街日报》上发表文章, 指责按市价调整会计导致了美国次贷危机的发生。他认为, 按市价调整随市场波动而变动, 价值变动随意性很大, 在不断低迷的市场中, 账面价值大幅缩水, 进而引发大规模恐慌, 使得后果不断恶化。可以说, 始于 20 世纪 90 年代的按市价调整, 尽管在会计方法和监管手段上是一种创新, 但如果考虑到美国政府当时实施按市价调整会计计量方法的初衷——欲通过强化会计准则来降低市场风险, 那么, 如今的危机已经证实了华盛顿政府的失败。^[16]

此外, 茅瑞斯 (Morris) 在其近期出版的著作中指出, 抵押贷款的证券化通过搜寻对信贷风险并不敏锐的借款人, 催生了诸如 CDO 等衍生金融产品市场, 促进了金融创新的快速发展。他认为, 虽然美国次贷危机的发生与衍生证券化产品的发展不无关系, 但如果金融机构没有实施按市价调整会计, 美国次贷危机就不会产生如此快速的传染效应。^[17]与茅瑞斯 (Morris) 的观点一致, 弗雷戈姆 (Flegm) 也认为^[18], 虽然美国次贷危机的发生与美联储前任主席格林斯潘实行的宽松货币政策以及监管放松导致的金融业失控有关, 但美国财务会计准则委员会 (FASB) 要求实施的按市价调整会计是引发此次次贷危机更重要的因素。在旧会计制度下, 许多资产以成本计价, 美国新的会计制度 (2006 年 11 月 15 日起实施) 将金融机构持有的资产分为三大类: 第一类资产按市值计价, 第二类资产按估值入账 (但要公布估值模型), 第三类涉及素质较差及难以评估价值的资产由公司自行假设资产价值, 但须作大额拨备。当市场急剧变化后, 第二类和第三类资产都需要作大量拨备并冲减股东权益, 由此导致了信贷和流动性的进一步紧缩。例如, 美国第五大投资银行贝尔斯登 (Bear Stearns) 的困境并不是因为资不抵债, 而是因为缺乏流动性。他甚至建议美国金融机构重新回到历史成本会计。

在金融界, 以富兰克林邓普顿 (Franklin Templeton) 基金管理人马克·莫比尔斯 (Mark Mobius) 为代表的市场资深人士认为^[15], 美国强制实施的按市价调整会计, 是本次尚在全球范围内不断蔓延的信贷危机的真正缔造者。他指出, 美国次贷危机从本质上来看是由会计问题造成的, 因为按市价调整要求银行等金融机构必须按市场价格更新其资产、负债的价值纪录, 金融机构出于资本充足率和流动性等指标的考虑, 通常需要持有大量短期金融工具。当市况逆转时, 银行收紧个别对冲基金和投资银行的银根, 迫使他们平仓减债。平仓带来价格下跌, 资产缩水, 抵押值下降, 银行进一步抽紧银根, 导致进一步的平仓甚至清盘, 推动整体价格的下跌, 使得所有拥有这类资产的基金、投资银行, 必须按市价重估资产价值。由于抵押值下降, 金融机构的市场贷款环境转差, 导致新的更大的沽盘。斩仓盘带来恶性循环。

可见, 个别基金的问题, 通过按市价调整会计方法变成了整个行业的问题, 需要全体金融机构进行拨备。在金融系统出现问题时, 没有人愿意购买次按的相关产品, 市场上没有相应的交易价格, 大多数产品只能以模型计价, 导致市场迅速失去了流动性, 金融机构之间也不再互相信任, 甚至连银行的商业票据都发不出去。当金融机构的债务不断到期但又没有能

力在市场上继续获得融资时，自然就导致了流动性危机。被迫的出售行为就促成了危机传染机制的生成。以此为基础，莫比尔斯（Mark Mobius）认为，强制要求所有信贷项目按市场价格调整的做法是荒谬的，是金融机构老板的恶梦，是投资银行、对冲基金的催命索。

事实上，早在 2000 年前后，美联储前任主席格林斯潘（Alan Greenspan）和美国银行业协会（American Bank Association）就已分别表示，由于在实行按市价调整会计时，公允价值的评估是一个无法回避的重要难题，因此，按市价调整会计的可信度需要深入论证。

作为对诸多指责的回应，美国政府政要、众议院金融服务委员会（HRFSC）主席弗兰克（Frank）近期已经要求政府对按市价调整会计进行重新思考和论证。

当然，在按市价调整会计遭到诸多指责的同时，也有研究者认为，将美国次贷危机完全归咎于按市价调整会计计量方法并不合适，他们指出，受困于美国不断恶化的信贷危机中的金融机构将市价调整会计作为替罪羊，其目的是试图转移重点，真正的罪魁祸首是金融机构内部错误的经营决策、规避会计准则的行为和市场缺乏监管、规范等其他因素。

米勒（Miller）和班森（Bahnsen）在 2008 年 5 月出版的美国注册会计师协会会刊《会计学杂志》上^[19]，就会计准则在美国次贷危机和信贷市场泡沫的最终崩溃中，所起的作用提出了他们的观点。他们指出，此前有学者提出的“按市价调整致使美国次贷危机更糟糕”这一论断，是缺乏理论支撑的，次贷危机的发生另有它因。他们认为，借款人获得的信贷超出了其还款极限、抵押贷款发起人的收费激励、收取打包和销售费用的投资银行没有合理的揭示金融产品的风险，以及追求高收益的机构投资者没有完全理解投资风险和金融工具的真实价值等因素才是引发危机的根源。此外，他们还认为，由于按市价调整会计能够真实地反映金融工具的市场价值，因此，这种会计准则只会限制泡沫，而不是创造泡沫。

斯蒂克诺斯（Stichnoth）认为^[20]，按市价调整不应被视为是信贷危机的主要威胁。他分析指出，近来出现危机的金融机构，或者是持有大量可疑资产（dubious quality），或者是融资杠杆运用过度。而且，多数金融机构的负债以短期为主。因此，在次贷危机期间，他们不得不选择卖掉短期期权以减少冲击。而事实上，相对于会计处理方法而言，大量的可疑资产和短期（流动性）负债对于任何企业造成的危害都更加严重。

著名评级公司标准普尔指出，从满足资本充足率要求的视角来看，对于信贷衍生品实行按市价调整所产生的损益对实体经济并没有显著影响，因此，认为按市价调整引发了美国次贷危机的观点缺乏充分的理论依据。

事实上，在美国次贷危机发生之前，对于按市价调整在经济危机期间所发挥的作用问题，学术界已经进行了深入研究，并已达成部分共识。比如，美国特许金融分析师协会认为，相对于历史成本会计而言，按市价调整的会计准则是计量衍生产品等金融工具最具透明性的方法，按市价调整的会计处理和披露为投资者提供了关于当前市场情况和远期分析等信息，其本身并没有引起任何损失，而是客观地反映了企业的处境，可以提高市场的透明度，为投资者提供完全透明的信息，对全球市场经受当前的混乱并防止未来的泡沫和相关经济紊乱，甚至增强危机期间经济的复苏能力（resilience）均至关重要。

四、道德风险上升说

在现代经济中，金融系统在发挥平滑经济或风险分担功能的同时，对生产部门的控制力也已经显著增强。因此，金融系统的不稳定会通过生产部门的传导传染到整个经济系统，甚至全球经济，对全球经济稳定构成威胁。在经历几次并购重组的全球浪潮后，如今的许多金融机构都已成为“巨无霸”，甚至有些金融机构的总资产或交易规模比某些新兴市场国家的 GDP 还大。比如，美国第二大银行美国银行 2006 年的总收益为 730 亿美元，如果把其加入世界各国的 GDP 排行榜中，居然高居第 56 位。如此规模庞大的金融机构，即便是在美、日、欧等发达国家，他们的破产对金融系统和经济稳定产生的冲击也是不容小觑的。鉴于此，世界各国的中央银行都会对“巨无霸”金融机构的破产引发的金融危机进行救助。由于人们预

期中央银行的救助行为必然发生，金融机构的道德风险问题往往就在所难免。正如《金融时报》的沃尔夫冈·门采尔（Wolfgang Munchau, 2007）所言，“道德风险是非对称性预期造成的，因为市场或机构金融危机一旦发生，中央银行必然会采取救助措施帮助金融机构渡过难关”。^[21]

从世界各国对金融危机的救助历史来看，中央银行采取的措施主要有直接接管、注入流动性、降息等，无论是何种措施，最终受益的都是金融机构或市场，而买单的却是全体纳税人，救助往往陷入“收益私人占有，风险公众分担”的怪圈。

亚洲公众知识分子（API）奖学金计划高级研究员 Michael Mah-Hui Lim（2008）认为，^[14]道德风险问题激励了银行的风险承担，弱化了风险约束机制，2001~2005 年美国的银行抵押贷款供给迅速上升，供给的扩张将原来无法获得抵押贷款的边缘消费者拉入抵押信贷市场。与此同时，快速上升的抵押信贷供给导致借款者风险的迅速积累和房产价格溢价上升，进一步提高了消费者的风险偏好，抵押贷款需求激增。道德风险上升所引起的抵押贷款市场非理性繁荣，为后来违约率的激增埋下隐患，是引发金融市场危机的重要诱因。

五、经济结构失衡说

提出经济结构失衡说的学者认为，次级抵押的违约率上升并不是导致金融危机发生的根本原因，充其量只是个触发器（trigger）而已。泡沫的发生是经济结构的失衡造成的。他们所称的经济结构失衡有三种类型：一是经常账户失衡（current account imbalance），二是财富与收入分配失衡（wealth and income imbalance），三是现代资本主义增长的失衡（modern capitalist growth imbalance），即金融部门和实体经济部门间的失衡（sectoral imbalance between finance and real economy）。

1. 美国经常账户的长期失衡与次贷危机

对于 1997 年发生的亚洲金融危机，学术界普遍认同危机与新兴市场国家经常账户的巨额赤字有直接关联。而如今，多数亚洲国家都有大量的财政盈余和外汇储备。亚洲十国持有的外汇储备达 34000 亿美元，占全球外汇储备的 59%。这些出口盈余和超额储蓄源源不断地为美国居民和政府消费提供融资。如 2006 年美国 5 万亿美元的政府财政赤字中，44%（2.2 万亿）的债权人是外国投资者，由外国中央银行持有的储备就占到 64%。除政府财政赤字外，美国家庭的私人债务达 128 万亿，公司债 9 万亿，金融债 24 万亿，^[14]这些债务中，外国债权人持有的美国国债为 46%，公司债 27%，其他政府机构债 14%。2007 年，美国经常账户赤字额达 7900 亿，赤字额的 93% 由中国、日本、德国和沙特等融资支持。而美国财政部最新公布的国际资本流动报告（TIC）显示，截至 2008 年 9 月末，中国持有的美国国债达到 5850 亿美元，取代日本（5732 亿美元）成为美国国债最大海外持有者。也就是说，在当今世界金融格局中，其他国家（包括中国等发展中国家）正在为美国家庭、企业和政府的消费提供融资，这些融资代表着一种形式的穷国对美国的借贷。尤其引人注目的是，2004 年以来，美国国内绝大部分的外国资本是通过购买资产支持证券（ABS）的渠道流入的，外来资本最终支撑了证券化和次级债的爆炸式增长，而政府机构债的比重却在下降。^[2]在全球经常账户严重失衡的格局中，亚洲新兴市场 and 石油输出国不断增加的盈余和储备是美国经常账户逆差可持续的重要条件。美国著名经济学家莱茵哈特和若戈夫（Reinhart and Rogoff, 2008）利用比较分析法，对战后工业化国家出现的 18 次危机进行比较研究。他们发现，次贷危机与以往危机有众多不同之处，美国政府债务低于以往危机的平均水平，通货膨胀水平也低于以往危机前的通货膨胀水平，但是，美国的经常账户赤字水平要比以往危机严重的多。因此，他们认为，美国经常账户的巨额赤字导致了危机的发生。^[22]同样，Michael Mah-Hui Lim（2008）等也将美国次贷危机归罪于全球经济失衡背景下的美国经常账户长期的巨额赤字。^[14]

2. 财富和收入分配失衡与次贷危机

财富和收入分配失衡的观点可以视为是对经常账户失衡研究的进一步深化,该观点认为全球经常账户失衡与发达国家和发展中国家财富和收入分配的失衡有直接关系。吴和佩罗夫(Wu and Perloff, 2004)的研究证实,虽然收入和财富分配不均在世界各国都存在,但发达国家和发展中国家的表现不同。1985~2001年,以中国为代表的发展中国家,因城乡二元结构的加剧,城乡之间以及各自内部的失衡双双加剧,中国的基尼系数已从0.310提高至0.415。而美国失衡的加剧主要体现在城乡内部,城乡之间并不存在。国际货币基金组织和亚洲发展银行指出,过去几年来,世界许多国家的收入和财富分配不均仍然在恶化。^[23]

收入和财富分配失衡的加剧,在资本与劳动对收入的分享比例上可见一斑。在我国,劳动是GDP的主要贡献因素,但劳动在收入上的分享却没有获得应有的份额,绝大比例的收入由资本品占有。2007年美国《经济学家》杂志刊登的世界银行估计结果显示,伴随着GDP的快速增长,我国的劳动收入比重从1998年的53%下降至2005年的41%,与之对应,私人消费对GDP的贡献从1992年的47%下降至2006年的37%(Economist, 2007)。^[24]

美国经济分析局(BEA)认为,美国劳动对经济增长的分享比重从1970年的60%,降至2006年的56%,基本保持稳定,但资本的分享份额则从27%提高至43%。该机构认为,资本分享份额的提高,与红利税、资本利得税等减免有关。劳动分享的下降和资本分享的提高更多地是政策环境造成的,与边际生产率提高的关系不大^[14]。美国经济学家约翰斯顿(Johnston, 2007)认为,^[25]美国在保持经济持续增长的同时,收入和财富分配的失衡也在加剧。

美国知名的《Alpha 杂志》追踪了华尔街对冲基金管理人的收入,2006年,美国顶尖25家对冲基金管理人的平均收入为5.7亿美元,位居榜单前三位的管理人收入超过10亿美元,25位管理者的收入加总相当于世界第95位的约旦国GDP总额。在华尔街,全部投资银行职员平均年收入约为436084美元,相当于其他私人部门工人平均年收入(40368)的10倍以上。^[14]

事实上,绝大多数的财富创造并未使绝大多数人受益,而持有巨额财富的小部分人,其消费支出是相当有限的。然而,超额资本的存在并非为了消费,而是追逐超额收益,超额财富需要再投资。个人、机构和国家超额收入便在世界范围内搜寻匹配的投资机会。此时,对冲基金等金融机构和金融创新产品则满足了这一需求,证券化、衍生品市场空前繁荣起来。但在金融系统的某一环节出现问题时,这些超额资本就会转移战场,另寻它路,导致此前有巨额资金流入的美国金融市场上的创新型金融产品持续暴跌,流动性危机显现。

3. 金融部门与实体经济部门间的失衡与次贷危机

在财富和收入分配等多种失衡以及资源错配的市场格局中,相对于其他部门而言,金融部门通常能为投资者带来更高的收益,对资源的吸引力更大,大量金融资源和人力资源不断涌入金融部门。结果,实体经济部门和金融部门之间必然会产生更严重的失衡。金融部门对实体经济部门的削弱十分明显。

在现实经济中,如果以生产性投资衡量实体经济部门的兴衰,那么,金融部门中两个重要指标直观地反映了金融交易的不断膨胀对全球生产性投资产生的削弱。

一是全球金融资产与年度总产出之比。1980年,全球金融资产与年度总产出之比为109%,到2005年,该指标已达316%。在规模上,2007年全球GDP总量为48万亿美元,而全球金融总资产高达140万亿美元(WB, 2007; Wolf, 2007)。^{[26][27]}期间1997年亚洲金融危机后,世界经济增长下滑,但全球金融资产总额却上升了30%。^[31]

二是外汇市场交易量。国际清算银行(BIS, 2007)指出,如今全球年度贸易额仅为12万亿美元,而传统外汇市场(现货、远期、掉期)的日交易量就已达前所未有的3.2万亿美元,场外衍生品市场日交易量也高达2.1万亿美元。^[28]外汇交易与贸易额之比从20世纪80年代的10:1上升至90年代末的60:1,2002年开始已达100:1,^[31]之后几年基本维持在

该水平。³

事实上，由于金融创新层出不穷，流动性形式集中涌现，众多衍生品均具有很高的杠杆，流动性创造功能极强，流动性范畴已明显扩展。传统的 M1、M2 和 M3 已经不再是流动性最核心的内容。美国《独立策略》(Independent Stragy) 分析指出，在 2007 年全球约 607 万亿美元的流动性中（相当于全球 GDP 的 12.5 倍），M1、M2 仅占 1%，M3 占 9%，证券化负债约占 10%，其他 80% 全部是衍生品。^[14]

金融创新已经致使全球流动性市场结构发生了史无前例的变局，各国中央银行对全球流动性市场的控制力明显削弱，实体经济部门的运行更大程度上要受制于金融市场，金融市场的动荡对实体经济的影响日益深远。

结 论

由于研究视角的差异，经济结构、会计标准、金融自由化、道德风险和货币政策分别被不同研究者视为是导致危机发生的罪魁祸首，学术界关于美国次贷危机发生原因问题尚未形成一致的认识。但事实上，不同的研究结论之间并非完全对立，而是内在联系或统一的。

首先，过度金融自由化、道德风险上升均与无效监管相联系。在过度的金融自由化过程中，市场上信贷质量与信贷标准在下降，贷款者承担的风险在提高，这与监管当局的不利监管是分不开的，在一个高效运转的监管制度下，放贷标准的明显放松通常不会发生。同样，道德风险的上升也是无效监管的一个体现。金融机构投机性风险承担行为，导致供给大量扩张，进而将原来无法获得抵押贷款的边缘消费者拉入抵押信贷市场，同时快速上升的抵押信贷供给致使借款者风险迅速上升和房产价格溢价上升，进一步提高了消费者的风险偏好。如果在信贷扩张初期监管高度有效，道德风险的明显上升也不会出现。

其次，经济结构失衡、宽松的货币政策为过度的金融自由化以及道德风险上升创造了条件。伴随着过度的金融自由化以及道德风险的上升，市场上的信贷规模在迅速扩大，随后金融机构经过分层、打包等环节，完成金融创新，并将证券化产品出售给投资者。在经济结构失衡的格局中，一方面经常账户盈余国为美国政府、机构和个人消费者的负债源源不断地提供融资，另一方面财富和收入分配的失衡以及金融部门与实体经济部门间的失衡等，为市场提供着巨额流动性，大批金融创新产品没有遇到多大困难轻松找到了投资者，并很快被抢购一空。与经济结构失衡不同，宽松的货币政策主要为流动性过剩及消费的强劲构成了一定的支撑。

最后，按市价调整的会计准则与过度金融自由化、道德风险的上升也存在内在联系。主张“次贷危机缘起于会计标准不当”的学者认为，按市价调整要求金融机构必须按市场价格更新其资产、负债的价值纪录，在市场持续繁荣时期，金融工具的市场价格像气球一样被迅速“吹大”，出现泡沫，金融机构的负债率显著上升，助长了其风险承担行为。事实上，这与过度的金融自由化、道德风险的上升如出一辙。

虽然种种观点，莫衷一是，但至少表明次贷危机是多种因素引致的综合并发症，是多重因素共同作用的结果。正如美国著名的左派经济学家罗宾·布莱克本 (Robin Blackburn) 所言：“次贷危机是一个金融化危机，它是由杠杆、放松监管和金融创新共同缔造的杰作”。^[29]

事实上，在现如今的美国经济中，核心的大企业对于银行信贷的依赖度已明显下降，投资资本更多地来自企业自身的利润积累。结果金融机构在过去 20~30 年不得不开拓新的市场，创造新的利润点——乐此不疲地扩张消费信贷和住房信贷，并通过金融创新不断将信贷证券化，金融业相对独立于生产性企业迅速增长，制造泡沫的内在动力不断强化。美国许多经济学家将这一现象称为“金融化”(financialization)⁴。然而，正如约翰·梅纳德·凯恩斯

(J. M. Keynes) 在 20 世纪 30 年代、卡尔·马克思 (K. Marx) 更早就曾指出的——只有生产出来的每一件东西都能卖出去，资本主义经济才能正常运转，而这只有在人们支出生产商品的所有收入用于购买这些商品的情况下才有可能。^{[32][33]}住房抵押贷款证券化的金融创新也是如此，如果没有大批高风险的投资者基础和宽裕的流动性市场环境，产品的销路就是个问题，金融创新活动恐怕难以为继。正是宽松的货币政策、高度的金融自由化、道德风险的上升和经济结构失衡的综合作用，才保证了住房信贷及其证券化每一个环节都畅通无阻，金融创新层出不穷，泡沫不断被吹大，最终在房价回归理性和按市价调整的双重冲击下，次贷危机发生了。

注释

1 这是拉帕维查斯接受访谈时的公开言论。详细地分析可参见 2008 年第 7 期的《国外理论动态》。

2 James Barth et al.. 2008. The Housing Bust: a Statistical Portrait[Z]. [Http:// www. usnews. com/ blogs/ flowchart/ 2008/ 04/ 04/ the-housing-bust-a-statistical-portrait.html](http://www.usnews.com/blogs/flowchart/2008/04/04/the-housing-bust-a-statistical-portrait.html).

3 世界银行《World Development Indicators》公布的数据显示了这一趋势。

4 如美国学者格莱塔·克里普纳(Greta Krippner)、著名的左派经济学家罗宾·布莱克本(Robin Blackburn)等。克里普纳曾证明了上世纪 70 年代以来美国经济继服务业、信息经济、后工业主义兴起后出现一个新特征——金融化。布莱克本则从金融化视角分析了次贷危机问题。直观而言，所谓金融化就是指“美国经济、企业（包括金融与非金融企业）的利润越来越多并已经主要来自金融渠道而非商品制造和贸易”。事实上，金融化类似于金融部门与实体经济部门间的失衡。

参考文献：

[1]Papadimitriou et al.. 2006. Are Housing Prices, Household Debt, and Growth Sustainable?[A]. NY: The Levy Economics Institute of Bard College, Strategic Analysis Archive, No. sa_jan_06, Jan. [Http://www.levy.org/pubs/sa_jan_06.pdf](http://www.levy.org/pubs/sa_jan_06.pdf).

[2]Duncan, Richard. 2007. Blame the Dollar Standard[Z]. [Http://freeofstate.org/new/?p=326](http://freeofstate.org/new/?p=326).

[3]Tobias Adrian and Hyun Song Shin. 2008. Liquidity, Monetary Policy, and Financial Cycles[Z]. [Http://www. newyorkfed. org/ research/ current_ issues](http://www.newyorkfed.org/research/current_issues).

[4]Stiglitz, Joseph. 2007. Houses of Cards[Z]. October 9. [Http://economistsview.typepad.com/economistsview/2007/10/joseph-stiglitz.html](http://economistsview.typepad.com/economistsview/2007/10/joseph-stiglitz.html)

[5]Diamond, Douglas. 1984. Financial Intermediation and Delegated Monitoring[J]. The Review of Economic Studies, 51(3): 393-414.

[6]Holmstrom, Bengt and Tirole, Jean. 1997. Financial Intermediation, Loanable funds, and the Real Sector[J]. The Quarterly Journal of Economics, 112(3): 663-691.

[7]Petersen, Mitchell A. and Raghuram G. Rajan. 2002. Does Distance Still Matter? The

Information Revolution in Small Business Lending[J]. *Journal of Finance*, v57(6, Dec): 2533-2570.

[8] Keys et al.. 2008. Did Securitization Lead to Lax Screening? Evidence from Subprime Loans[A]. SSRN Working Paper. [Http://ssrn.com/abstract=1093137](http://ssrn.com/abstract=1093137).

[9] Lown, Cara, and Don Morgan. 2006. The Credit Cycle and the Business Cycle: New Findings Using the Loan Officer Opinion Survey[J]. *Journal of Money, Credit, and Banking*, 38(6): 1575-1597.

[10] Asea, Patrick, and Brock Blomberg. 1998. Lending Cycles[J]. *Journal of Econometrics*, 83(1): 89-128(40).

[11] Jimenez et al.. 2006. Determinants of Collateral[J]. *Journal of Financial Economics*, 81(2): 255-281.

[12] Yuliya Demyanyk, Otto Van Hemert. 2008. Understanding the Subprime Mortgage Crisis[A]. SSRN Working Paper Series. [Http://ssrn.com/abstract=1020396](http://ssrn.com/abstract=1020396).

[13] Dell’Ariccia et al.. 2008. Credit Booms and Lending Standards: Evidence from the Subprime Mortgage Market[A]. IMF Working Paper 08/106.

[14] Michael Mah-Hui Lim. 2008. Old Wine in a New Bottle: Subprime Mortgage Crisis—Causes and Consequences[A]. The Levy Economics Institute of Bard College, Working Paper No. 532.

[15] Terry Hall. 2008. Crisis Essentially Accounting Problem[Z]. [Http://www.stuff.co.nz/4500248a1865.html](http://www.stuff.co.nz/4500248a1865.html).

[16] Holman W. Jenkins. 2008. Mark to Meltdown[N]. *Wall Street Journal*, 2008-5-5.

[17] Charles R. Morris. 2008. The Trillion Dollar Meltdown: Easy Money, High Rollers, and the Great Credit Crash[M]. New York: Public Affairs, March 3.

[18] Eugene H. Flegm. 2008. The Need for Reliability in Accounting: Why Historical Cost is More Reliable than Fair Value[J]. *The Journal of Accountancy*, 5: 37-39.

[19] Paul B. W. Miller and Paul R. Bahnson. 2008. The Spirit of Accounting: Don't Blame Mark-to-market for the Subprime Bubble[A]. *The Journal of Accountancy*, 2008-6-2.

[Http://www.webcpa.com/article.cfm?articleid=27811&searchTerm=bw&page=1](http://www.webcpa.com/article.cfm?articleid=27811&searchTerm=bw&page=1).

[20] Matt Stichnoth. 2008. Backlash Against Mark-to-Market Accounting[Z]. by Matt

Stichnoth Posted on: March 7.

[Http://seekingalpha.com/article/67587-backlash-against-mark-to-market-accounting](http://seekingalpha.com/article/67587-backlash-against-mark-to-market-accounting).

[21] Munchau,Wolfgang. 2007. Prepare for the Credit Crisis to Spread[N]. Financial Times, 2007-9-4.

[22] Carmen M. Reinhart, Kenneth S. Rogoff. 2008. Is The 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis So Different? An International Historical Comparison[A]. NBER Working Paper No. 13761.

[23] Wu, Ximing, and Jeffrey Perloff. 2004. China's Income Distribution over Time: Reasons for Rising Inequality[A]. CA(Department of Agriculture and Resource, University of California), Working Paper No. 977.

[24] Economist. 2007. A Workers' Manifesto for China[Z]. Economist, Economics Focus, Oct 11th. [Http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9944703](http://www.economist.com/finance/displaystory.cfm?story_id=9944703).

[25] Johnston. 2007. Average Pay in Investment Banking is Ten Times that Elsewhere[N]. International Herald Tribune, 2007-9-3.

[26] World Bank. 2007. World Development Indicators[M]. Washington D.C.: World Bank, July 1.

[27] Wolf , Martin. 2007. Unfettered Finance is Fast Reshaping the Global Economy[N]. Financial Times, 2007-6-18.

[28] Bank International Settlement. 2007. Triennial Central Bank Survey of Foreign Exchange and Derivatives Market Activity[Z].[Http://www.bis.org/publ/rpfx07t.htm](http://www.bis.org/publ/rpfx07t.htm).

[29] Robin Blackburn. 2008. The Subprime Crisis[J]. New Left Review, 50(March-April): 63-106.

[30] 雷达、孙中栋.次债背景下不确定的世界经济——基于全球经济失衡角度的理解[Z]. 2008. [Http://www.longone.com.cn/upload/images/dhyj20080617013.pdf](http://www.longone.com.cn/upload/images/dhyj20080617013.pdf).

[31] 何玉长等.超越与批判——西方激进经济学述评[M].当代中国出版社, 2002.

[32] (英) 克里斯·哈曼(嵇飞译). 次贷危机与世界资本主义危机[J].国外理论动态, 2008, (7).

[33] 嵇飞(译).次贷危机与当代资本主义危机的新特征[J].国外理论动态, 2008, (7).