

采用整体观的方法研究泡沫：2007 美国次贷危机

《大空头》这本小说对次贷危机形成的内部机制进行了深入详尽的阐述，其基于真实事件所构成的内容，为研究次贷危机这个超级泡沫提供了很好的原材料。

在开始前，我先预设一下整体观的分析框架，即泡沫形成所常见的三个基本因素。

1. 索罗斯提出的“反身性”现象，即指人们对市场的错误判断有时会偏离一般经济规律，并反过来影响市场本身，从而使市场在不稳定的方向上自我强化，直到最终无法继续支撑而反向自我毁灭的过程。

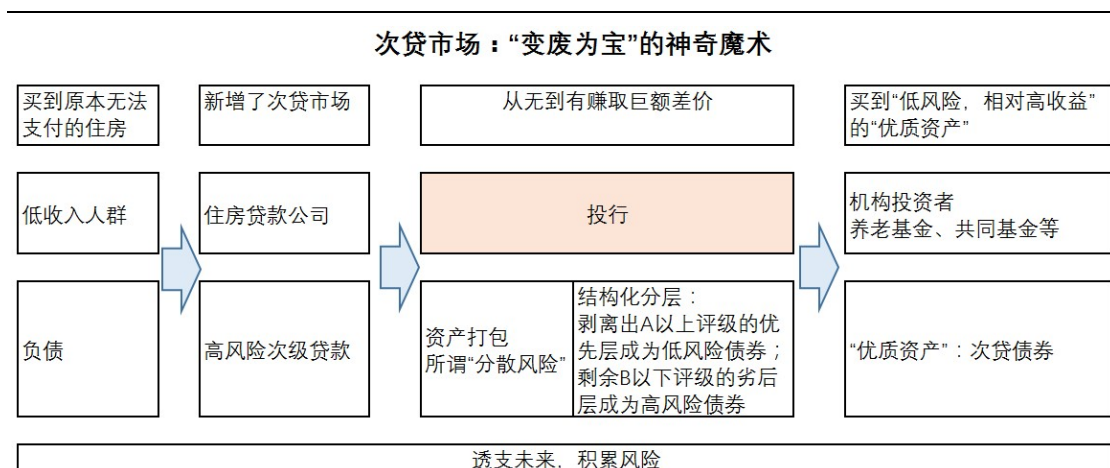
2. 市场欺诈及监管缺失。只要在有利益，并且监管不力的角落就会产生欺诈。这是反身性现象得以自我加强的一个重要因素，索罗斯在它的理论中好像是忽略了这一点，我自己把它补充进来：市场通过欺诈的方式绕开监管追逐暴力的本能，是产生一切泡沫的原动力。

3. 系统复杂性的急剧提升。系统的复杂程度决定了泡沫最终的体量，已及它自我毁灭后造成的破坏力。这是索罗斯在他的理论体系里意识到但没有明确指出的一点。

接下来根据《大空头》书中的记录，我依据上述三个要素来解构一下美国次贷危机的发生。

一、1980s-2004 年，传统的住房次级贷款市场

早在上世纪 80 年代，所罗门兄弟公司就通过人为创造住房次级贷款债券，开辟了美国的次级贷款市场。它的产品结构是这样的：



投行买进房贷公司放出的次级贷款，把上千份的次级贷款打包成一个资产池，然后将其结构化成不同评级的债券，以便创造出 AAA 评级的“低风险”优先层卖出给稳健型的机构投资者赚取巨额差价。

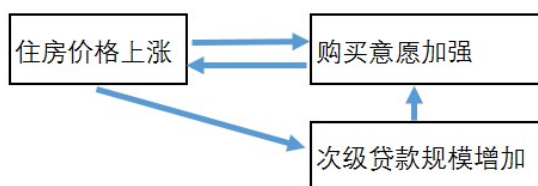
在这个过程中，风险因为被“分散”而降低了贷款的利率成本，穷人买到了本来买不起的房子，房贷商放出了更多贷款，投行从无到有“变废为宝”赚到了巨大差价，评级机构扩展了业务，投资机构买到了高出普通债券收益率的“低风险”产品。虽然提前透支房产市场的未来以及加剧了风险，不过大家都得到了好处所以没人关心。

不过，毕竟传统的次贷市场容量有限非常小，所以很多年以来都没有造成太大的问题。

二、1990s-2004 年，错误认知和反身性现象的出现

错误认知的根源是从 90 年代英美的放宽金融监管、扩张信贷开始的。后来在美联储主席格林斯潘的主持下美国一路超发货币，造成美国十多年房地产价格只涨不跌的幻像。在这个漫长的过程中，“反身性”现象很缓慢地开始出现。

脱离供需平衡的反身性现象



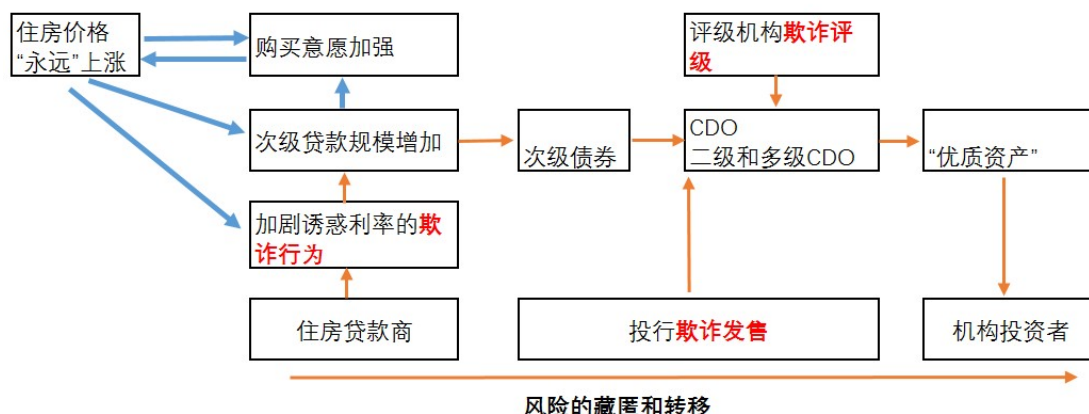
住房价格的只涨不跌加剧了人们的购房意愿，购房意愿反过来又强化了房价的上涨。在这个过程中，次贷市场规模也得到了大幅的扩张。

三、2004-2005 年，欺诈、复杂性的提升、和反身性的加强

从 2004 年开始，次贷市场的参与者为了追逐更多利益，出现了两方面的欺诈行为，并使得市场复杂性大幅提高。

首先是次级贷款市场诱惑利率的普遍流行。为了让更多收入不稳定的人能买到房子，贷款公司设定浮动利率，前两年为 7%，两年后上浮到 12%以上。但实际销售中经纪人隐瞒利率上浮的事实，欺骗购房者。等到两年到期后，贷款商会建议人们使用已经上涨的市价重新再贷款，然后再次获得浮动利率，进而凭空又新增一笔业务。这些大规模的欺诈行为，都建立在“房价永远上涨”的错误认知基础上，远远增加了次贷次级贷款市场的规模和系统风险。

反身性现象的加强



其次是次贷债券市场的欺诈。在次级贷款组成的次贷债券里面，最下层的垃圾债券因为风险过大而难以销售，于是投行就创造出 CDO（担保债务凭证

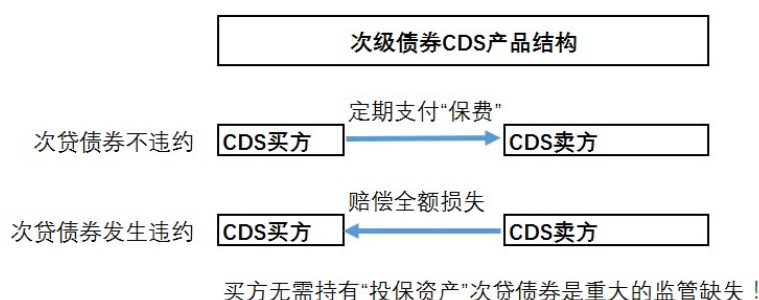
Collateralized Debt Obligation), 也就是把打包分层后卖不出去的垃圾债券汇集后再打包, 然后再分层。二次结构化之后的优先层又变成了“优质债券”, 就是所谓的 CDO。评级机构为赚取业务费, 欺诈性 (或者至少未勤勉) 地给予本质仍是垃圾债券的 CDO 以 AAA 评级。然后, 二次结构化之后依然剩余的小部分劣后级债券, 又被投行三次打包, 再循环混合前两次结构化里的资产, 又生产出第三层 CDO, 形成蛇头吃蛇尾的循环结构, 让违约风险变得完全无法测量。当然, 这一切都是投资机构购买时所不知道的, 投行实质上是欺诈发行。

房价的上涨在这两种欺诈的催化下加速上升, 市场机制越来越复杂, 风险的藏匿空间也越来越隐蔽, 反身性则进一步被加强。

四、2005-2006 年, 重要的监管缺失

接下来事态的进一步演化就更具讽刺意味了, 本来是用来抵制泡沫的做空工具, 却反而把泡沫从汽油弹放大到原子弹的量级! 大转折的起点, 是做空工具 CDS 的出现。

2005 年已经有人开始发现次贷市场的泡沫, 并专门为做空次贷债券而创造出新的次贷债券 CDS (Credit Default Swap 信用违约互换) 合约。【《大空头》的主角之一就是全美购买次贷债券 CDS 的第一人。】基本上 CDS 就是一份次贷债券的保险, 购买方每年支付保费, 如果债券发生违约则拿走全额赔偿。



问题的关键就在这里了, 证监会管辖的范围内出现了实质应由保监会监管的金融产品。因为这个重要监管的缺失, 使得 CDS 的初始购买方不需要持有投保品本身, 从而使 CDS 成为纯粹的赌博工具, 进而给后来市场对 CDS 的无限量复制提

供了可能性，也导致美国次贷危最终机演变成全球金融危机。

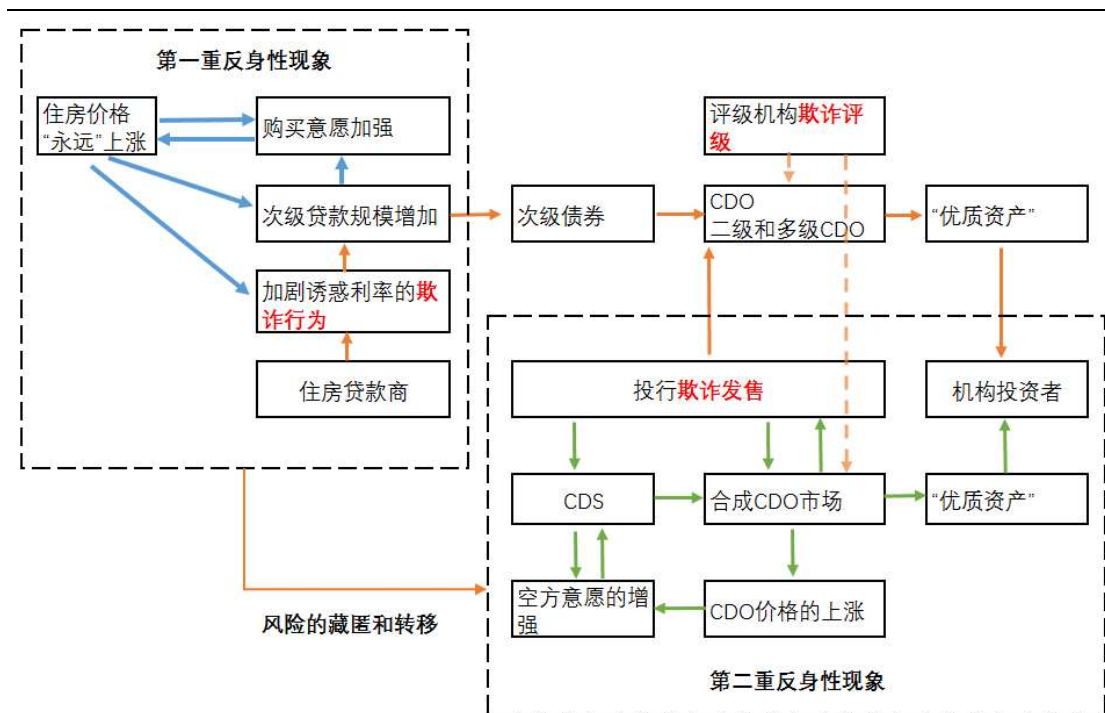
五、2006年，第二重反身性的出现、进一步市场欺诈、复杂程度的急速上升

CDS 的出现，造成了完全独立于次级贷款和房地产市场之外的另一个新的超级“人造”泡沫：合成 CDO 泡沫。

首先产生的，是做空意愿和次贷市场泡沫加速上升之间的第二重“反身性”现象。对的，我没有写错！“**做空**”次贷债券的力量反而引发出了一个新的更大的泡沫。

到 2006 年，市场上已经形成了专门售卖 CDO 的灰色产业链。由于其中隐含多重欺诈带来高额利润，所以市场本能地充斥着对 CDO 的强烈需求；但 CDO 是基于次级贷款的衍生品的衍生品，其基础资产总量毕竟有限。那么，上哪里去获取更多的 CDO 以便赚更多钱呢？投行里的“聪明人”想到了一个绝妙的点子：用 CDO 的“保单”CDS 来复制出 CDO 的镜像，“合成 CDO (Synthetic Collateralized Debt Obligation)”。

合成 CDO 的实质就是 CDS 的产品卖方权益。因为 CDS 的卖方可以定期收到与“投保物”一模一样的现金流，因此也就等于持有了一份“镜像”基础资产的 CDO。投行对做空次贷债券的空方卖出 CDS 后，转手又把卖方权益资产化，再重新打包、分层，于是就变成了合成 CDO，再继续出售给投资方。



在这个机制下做空的卖方越多，转化出来的合成 CDO 就越多。理论上只要产业内的欺诈行为不被曝光，由于前述重要保险业监管的缺失，合成 CDO 的市场就可以通过复制出售 CDS 的方式无限扩大。

做空的 CDS 越多，合成 CDO 就越多，次贷风险可藏匿的空间就越大，CDO 的市场价格就越坚挺。这个第二重“反身性”现象不仅完全吸纳了原有泡沫的全部风险，还因为其产业结构和产品结构的无比复杂而迅速自我膨胀；当市场规模到达顶峰的时候，它又凭空创造出了至少 20 倍于全美国次级贷款的合成 CDO 体量！在这个过程中，所有的灰色利益都从全体美国人（甚至全世界人）未来的经济损失流向了当时产业链上进行欺诈行为的各个中间人。

六、2007 上半年，第一重反身性的消失转移、持续的欺诈、第二重反身性脱离现实继续加强

由于 2005 年市场开始流行为期两年的诱惑利率，所以到 2007 年次贷利率被大面积调高时，美国一些问题严重的地区开始出现集体违约。这时候房地产的价格停止了上涨，人们的购房意愿也消失了，但整个泡沫由于两个原因仍然在继续增强。

首先是第一重反身性所积累的风险全部转移到第二重反身性的循环结构内，使得住房市场没有发生毁灭式的崩盘。

其次是投行继续监守自盗的欺诈行为。由于 CDO 是场外市场，其价格由做市商，也就是投行自己来制定。为了在第二个超级泡沫崩塌前给降低自身风险赢得时间，投行对已经发生的债务违约视而不见，在行业间形成作弊联盟，人为支撑住 CDO 和 CDS 的市场价格以免崩盘。第二重反身性就在全行业欺诈行为的基础上脱离现实进一步加强下去。

七、2007 年下半年，泡沫的自我毁灭

到 2007 年下半年，投行间相互也造成了恐慌。因为合成 CDO 是建立在三层以上结构化的衍生品，其各层结构之间还存在相互套嵌，所以次贷的违约风险实质上是呈指数级再指数级地被放大了。在这个无法估算的风险程度的基础上，系统风险还要乘以 20 倍于实际次贷市场的体量，然后再乘以投行的资产负债表多年积累下来高达 30 倍以上的杠杆率。最终的风险体量无人知晓，没有任何计算机能够算出来。

于是，第二个反身性现象在恐慌情绪下最终反向自我毁灭，也就终结了次贷市场的泡沫，触发次贷危机在年底全面爆发。

到 2008 年，次贷危机又通过投行的资产负债表传递到整个金融系统，触发了自 1990 年金融监管放松以来积累的金融体系泡沫。雷曼兄弟倒闭后的三天内，风险继续扩散至银行间隔夜拆借的货币市场，全球经济瞬间断血，泡沫最终演化成全球金融危机和全球经济衰退。

危机后的救市方案一直持续到现在，系统累积的风险又从金融机构的资产负债表转移到欧美各国政府和央行的资产负债表。风险扩大了藏匿空间，却并没有被消除。