《镜厅》：美国大萧条与大衰退的对比

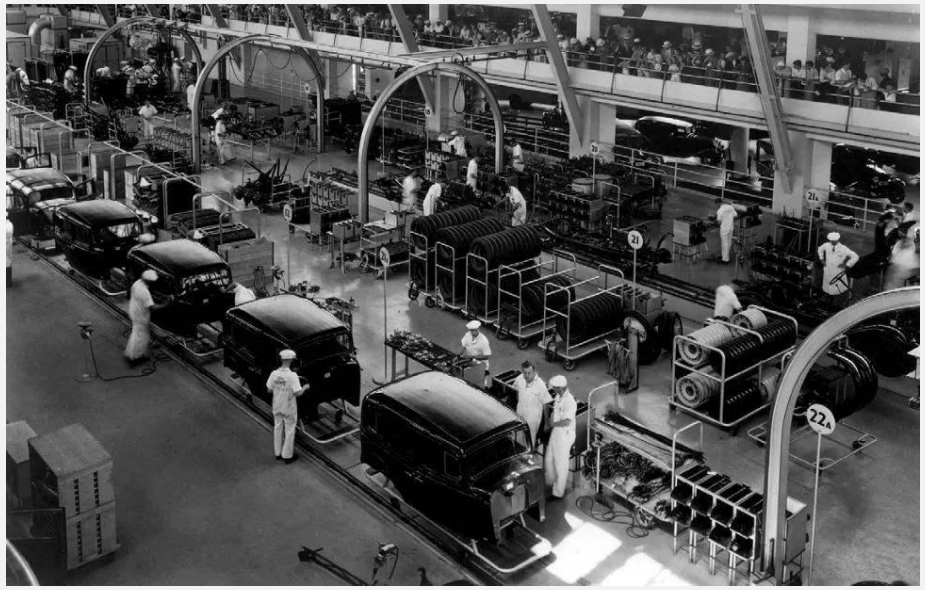
17300680155 范一姝 17300680178 尹涵雨
17300680218 陈睿恬 17300680182 胡嘉倩

PART ONE

危机之前

经济基础 ➜ 投资者信心

电力的通用技术革命



计算机革命：信息技术商业化

5%

1922 ~ 1929年
美国实际GDP
年均增速

更快的生产力增长速度不仅仅意味着更高的收入，也意味着更高的金融资产价格，至少投资者们是这样相信的。

RCA

低利率政策

蒙塔古·诺曼和亚马尔·沙赫特

1924年美联储实行低利率政策，意图是为了帮助英格兰银行得到回归金本位所需的外汇储备；

1927年，美联储再次降低政策利率，以减轻英国央行的压力。

2000年网络泡沫破灭、9·11事件之后，美联储将联邦基金利率从超过6%下调至不到2%；
在2004年5月之前，美联储联邦基金利率月度平均水平一直维持在不足1%的水平上；
2004-2005年，利率水平明显低于美联储应该正常锚定的基准利率水平。

目的：防范通货紧缩

数据来源：BIS

“金融创新”

B&Ls（建筑与贷款协会）
V.S.
北岩银行

“保证书小伙”
V.S.
“抵押贷款经纪人”

“担保抵押参与凭证”
V.S.
“优先级抵押贷款证券”

投机行为
泛滥

资产证券化复杂程度在上升。

金融监管

金融自由化→信贷扩张→风险积累

1864

- 《国民银行法》颁布，美国进入了金融监管体制的萌芽期。
- 建立货币监理署，对国民银行发放执照并进行监管。

1913

- 通过《联邦储备法》，成立了美国联邦储备系统（The Federal Reserve System），标志着美国金融监管体制的基本形成。

20世纪30年代前

- 美国金融机构采用混业经营下的分业监管，商业银行可以同时兼营信贷、证券和保险相关业务；对证券行业监管缺失

1933

- 罗斯福政府批准了《银行法》，即“格拉斯-斯蒂尔法案”，严格划分了银行业务的不同性质，真正地实现了分业经营与监管制度框架。
- 分别成立了联邦储蓄与贷款保险公司、联邦存款保险公司，加强了对美国金融体系的监管。
- 制定Q条例，规定银行不得对活期存款（实质上就是支票账户）支付利息，并对储蓄存款和定期存款的利率设定最高上限。

1934

- 1934 年美国政府颁布《证券交易法》，创立证券交易委员会监管股票和债券市场。
- 《商品交易法》将监管范围拓展至期货市场。

金融监管

- 20 世纪30 年代银行崩溃的记忆慢慢消退
- 来自货币市场基金等的压力使得银行要求解除束缚它们和同业竞争的管制

1980

- 《存款机构放松管制和货币控制法》：废除了Q条例，取消对定期存款和储蓄存款的最高利率限制；允许储蓄与贷款协会开展一系列商业银行的业务，比如发放消费贷款

1986

- **联邦政府重新解释《格拉斯-斯蒂格尔法案》，允许商业银行从事投行业务（发行承销市场债券、商业票据、以抵押贷款为基础的证券），但不得超过其总收入的5%**

1994

- **废除跨州设立分行的禁令，超大型银行横空出世**

1999

- 《格拉斯-斯蒂格尔法案》被《格雷姆-里奇-比利雷法案》（即《金融服务现代化法》）代替，废除了对商业银行、投行和保险公司合并的限制。

2000

- **废除了联邦政府和州政府对金融衍生品的监管——删除了关于CDS 的发行者需要持有风险储备金的条款**

美国的金融机构规模越来越大，所涉业务越来越复杂，杠杆率越来越高。出现资产证券化大潮（代表产品：SPVs、CDS）。

PART TWO

危机发生

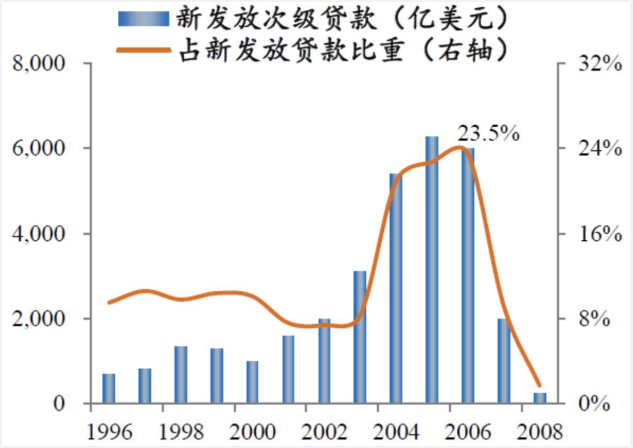
金融危机的中心

1929-1933年的危机：以商业银行为中心

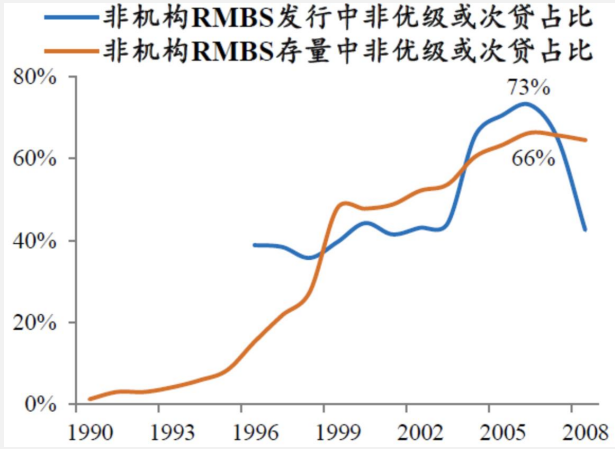
2008年的危机：
核心是由对冲基金、货币市场共同基金、商业票据发行者组成的“影子银行”体系。(非银行金融机构涉足抵押贷款、资产证券化和其他活动)

危机的起源：房地产泡沫

迈阿密市区一景；当时建造的别墅



资料来源：Inside Mortgage Finance, 恒大研究院



资料来源：SIFMA，恒大研究院

01

破灭前夕：
迈阿密的疯狂投机；劳动力短缺；货运停滞，加剧建筑材料短缺。

导火索：
a. 股市调整（1926 年，标准普尔综合指数下跌了 11%）；
b. 投资者的担忧：气候；飓风袭击；
c. 其他州的抵制：“蓝天法”

房地产泡沫最终破灭：
交易量下跌，价格随之下跌；当地政府收入锐减，城市发展项目被遗弃；银行破产，储户遭受巨额损失；银行家和购房者都收到了冲击。

02

背景：2004-2006年美联储连续加息17次，将联邦基金利率目标提高425个基点至5.25%，直接导致以浮动利率为主的次贷家庭月供大增、偿付困难，加上住房市场逐渐冷却不支持净值贷款，次贷家庭大面积违约甚至止赎、或是抛售住房以偿还贷款，造成房价大幅下跌，房地产牛市终结。

次贷危机：房地产危机导致抵押贷款相关证券大幅贬值，触发全球金融和经济危机。居民违约率上升，导致资本市场上抵押贷款相关证券及场外衍生品的净值显著缩水，大批参与投资的金融机构，特别是系统重要性金融机构面临严重亏损，甚至有破产风险。

投资者信心

危机发生前

1913年，创立美国联邦储备系统，美联储可以通过《联邦储备法》所谓“弹性通货”，阻止利率的过度波动。

→ 20世纪20年代被称为“新时代”，人们相信商业周期的不稳定性已被驯服。

20世纪80年代开始，“大稳健时期”，经济周期的波动性大为降低。

→ 投资者相信政府已经“驯服了经济周期”。

危机发生时

➢合众国银行：

1930年12月8日，兼并计划宣告失败，这　　一消息导致了挤兑

➢截至3月4日，37个州出现了银行关门或州政府限制储户取款的情况。恐慌的家庭不敢消费，绝望的企业无法融资，工业生产相比于1925-1929年的均值下跌了1/2

➢储备基金

因持有大量雷曼兄弟票据，雷曼兄弟破产后的24小时内，近一半股东要求赎回股份。

➢9月的第三个星期，危机到达最危险的时刻，个人投资者从货币市场基金溃逃，机构投资者对其投行母公司的抛售，摧垮了整个“影子银行”体系。由于担忧交易对手存在风险，银行拒绝贷款。

政治因素——拒绝救助导致危机扩散

1932.6

中央共和信托

- 大萧条，社会对电力的需求下降，英萨尔的公司破产
- 中央共和信托对其贷款总额为1200万美元，占其股权资本的比例超过了50%
- 英萨尔公司拥有的资产远少于其债务
- 对中央共和信托的挤兑
- 复兴金融公司花费了9000万美元施以援手

受到质疑

- 复兴金融公司的使命是救助资产大于负责的企业，其发放的贷款最终应能够收回
- 人们认为，这是对有政治后台的资本家的救援；救助一家资不抵债的银行过于鲁莽。
- 政府官员被指责搞裙带主义，想要找机会洗清污点

1933.2

守望者集团

- 密歇根州爆发了银行业危机，主角是守望者集团的各家银行
- 如果想获得复兴金融公司的援助，需要满足注资400万美元和不撤资的要求，福特相信政府不会坐视不管
- 复兴金融公司决定让守望者集团倒闭
- 恐慌性银行挤兑；福特汽车公司裁去一半员工；1933年2月，美国的工业产量已经跌至1929年水平的53%；失业率攀升至25%

政治因素——拒绝救助导致危机扩散

2008.3

贝尔斯登

- 杠杆率很高，大量投资于Alt-A贷款，信用评级几乎和次贷一样差
- 穆迪下调了贝尔斯登旗下基金持仓的住房抵押贷款证券的评级，贝尔斯登的抵押贷款证券价值暴跌，受到挤兑。
- 背对背交易的方式救助贝尔斯登：美联储贷款129亿美元给摩根大通，摩根大通再把钱贷给贝尔斯登，使其向非商业银行贷款的做法合法化

受到质疑

- 美联储给摩根大通的贷款没有追索权：尽管贝尔斯登拿出了号称价值140亿美元的资产作为抵押；如果这些资产其实一文不值，那么将由美联储而不是摩根大通承担损失
- 国会大加指责，认为这样的做法给美联储以及间接地给纳税人带来了风险；同时担心还有更多的债务隐藏其中

2008.9

雷曼兄弟

- 更多不良贷款（比贝尔斯登多6600亿美元的债务）；管理更加混乱，不计成本地扩张银行的业务；房地产市场不妙仍继续积极投身房地产
- 未找到像摩根大通一样的战略投资者，同时需要政府接收雷曼兄弟700亿的不良资产
- 政府拒绝救助——2008年最大的政策失误
- 雷曼兄弟破产，道琼斯指数下跌504点，跌幅近5%；标准普尔金融股收盘下跌超过10%；商业票据市场和银行间同业隔夜市场瘫痪；“影子银行”体系崩溃

PART THREE

危机应对

流动性-利率和货币供应（大萧条）

1927～1928年

- 美联储公开市场委员决定出售证券，以回收资金来抽走市场上的流动性。
- 各地的联邦储备银行一家接着一家地提高了再贴现率。
- 但是，美联储并没有进一步加息。

1929年

- 开始实施直接压力测试：直接限制银行发放贷款给股票经纪商和经销商。
- 效果不佳：因为非银金融机构不受美联储管辖。
- 1929年夏放弃直接压力政策，重新转向提高利率。到1929年上半年，来自非银金融渠道的贷款份额增加到了72%，资金继续流入股市。
- 对我们现在使用宏观审慎工具的启示：赋予政策制定者广泛监管权力

1930年

- 1930年，开始降息和放松信贷。
- 1930年中，纽约联邦储备银行的再贴现率相较1928年8月已经下降了一半。
- 美联储认为他们已经做完了该做的事，实则不然：价格也一路下降，实际利率还很高；长期利率居高不下；投机过热不再是当时应该首要担心的问题。

流动性-利率和货币供应（大衰退）

- 大衰退时美联储的迅速反应：

✓ 2007年8月，美联储宣布将再贴现率下调50个基点，同时将拆解期限延长为30天，而不再采用传统的隔夜拆借；

✓ 2007年9月，美联储再一次将再贴现率下调50个基点；

✓ 2007年12月，美联储宣布将基准利率和再贴现率分别下降25个基点；

✓ 2008年1月，美联储在10天之内将联邦基金利率接连下调了总共125个基点。

- 但随后，美联储就开始袖手旁观：认为房地产市场的调整可能拖累整体经济“证据不足”；担心通货膨胀。
- 等到美联储反应过来时为时已晚，即使2008年12月实行了零利率，都无济于事。必须动用非常规的政策，比如QE，来支撑经济增长。

流动性-利率和货币供应（大衰退）

- 回顾美联储三次重大QE：

2008年11月QE1

2008年11月QE1，从房利美、房地美和联邦住房贷款银行购买6000亿美元的贷款和证券，并通过TALF购买1800亿美元的消费贷款；

2010年11月QE2

购买6000亿美元8个月以上的国债

2011年9月QE3

美联储宣布其持有的短期国债将要到期，所以会用这些资金购买10年期的长期国债；并且承诺只要失业率超过6.5%，通货膨胀率低于2.5%，美联储就一直保持宽松的货币政策

- 通胀水平的确有所上升，但是离央行设定的2%的目标仍然存在距离。
- 三次QE的对比：QE3第一次做出无限制承诺，而QE1、QE2都是一个可以预期到短期结束的操作。

流动性-利率和货币供应（大衰退）

- 但是，尽管通胀率和失业率的目标都没有达成，货币政策却在2013年由松转紧：
  - 时任美联储主席伯南克提出央行将开始减少资产购买，并预计到2014年中期完全停止资产购买。
    - 过快地收紧货币政策是因为美联储担心购买抵押贷款证券会引发新一轮的房地产泡沫。

本·伯南克（2006～2014年任美联储主席）

- 在之后的两个月内，10年期国债收益率从2.3%跳到了2.9%，30年抵押贷款利率也从4%被推高到4.5%，拖延了房地产市场的复苏。

流动性-救济银行

大萧条

- 1933年《紧急银行法》
  - 规定财政部有权要求复兴金融公司为金融机构注资，换取优先股。（此前的规定只允许借钱给缺乏流动性的金融机构，而不能注资）。
  - 法案还放宽了借钱给流动性不足的银行的抵押品要求，实际上就是任何的抵押品都可以用来向央行借钱。
- “挽救资本主义只用了8天。”

大衰退

- 大衰退时期的美联储和美国财政部吸取了经验教训，同样采取多种方式向市场释放流动性。
- 2008年9月，TARP：起初是一个购买不良资产的计划，后来演变成为直接注资。
- 案例：救济花旗银行
  - 当时花旗集团仍然有超过3万亿美元的资产，但是市值却只有200多亿美元。
  - 政府的救助方案：
    - 先以优先股的方式注资200亿美元；
    - 把3000亿美元的有毒资产分离出去，财政部依序使用TARP、联邦存款保险公司和美联储来承担其后亏损的90%。

房地产抵押债务减免

- 两次危机中销售价格从波峰到波谷下降了1/3，大萧条时期最严重时期非农新房开工量下降到20年代的10%，而2010年非农新房开工量也下降到2005的25%。
- 大萧条时期：
  - HOLC（房主贷款公司）
  - 将抵押贷款转移给HOLC，而不影响银行的资产负债表，也不给公共财政增加负担。
- 大衰退时期：
  - HAMP（住房可偿付调整计划）和HARP（住房可偿付再融资计划）
  - 只帮助了1/30的房屋所有者，而在20世纪30年代帮助了约1/10的房屋所有者
    - 20世纪30年代首付比例接近50%，而2009年买房首付大大降低
    - 贷款抵押和债务重组变得更加复杂
    - 政府介入受阻

财政支出

1

罗斯福和奥巴马都明白再当时私人支出下降后应该增加政府支出，但他们过度执着于财政平衡，采用紧缩性的财政政策

2

1936年预算赤字达到43亿美元，罗斯福政府决定对高收入家庭提高税率，并对企业的未分配利润征税。

3

2011年，奥巴马对连续三年预算赤字高于1.2亿美元感到担忧，决定对收入超过40万美元家庭提高税率，停止对薪资税的减免，并减少国防预算和非国防的自主性政府支出。

4

大萧条和大衰退两个阶段后经济不如人意的部分原因都在于美国政府在经济还未回到正常状态时急于让财政政策和货币政策回到常态

国际合作

- 大萧条时期
  - 美国出台《斯姆特-霍利关税法》
  - 罗斯福拒绝回归金本位
- 大衰退时期
  - 2008年加强国际合作，在应对储备基金危机时美联储的措施
    - a. 将国际清算银行从处理战争赔款的机构改造为各国金融官员日常交流的平台
    - b. 美联储与欧洲央行、瑞士央行达成货币互换协议，以缓解欧洲急需美元的困境
    - c. 通过贴现窗口向欧洲商业银行提供美元流动性
  - 2009年4月召开伦敦G20峰会，各国同意在财政政策方面加强协调，并反对以邻为壑的保护主义政策

政治压力

- 导致可能引发恶性通货膨胀、财政不平衡、以及危机向外国转嫁的政策很难被采用或者过早地被停止；
- 也使得提高利率、降低福利、严格监管等可能导致总统选举失利的必要政策不得实施

奥巴马政府因为选举压力不能过快扩大赤字，虽然美国经历的是漫长的高失业时代，投资于陈长期基础设施建设项目，经济可能获益更多，但也只能强调经济短期快速回复，而忽视了经济的长期复苏

PART FOUR

“经验”之谈

“经验”之谈

- 《镜厅》：大萧条和大衰退两场危机像照镜子一样：
  - 在经验的帮助下，大衰退时期的决策者成功避免了另一场大萧条；
  - 但是，成功地避免了体系崩溃也让大衰退时期推动宏观经济和金融监管改革的力量不如大萧条时期坚定——成功反为失败之母。

- 我国应该如何运用“经验”？
  - 1）流动性：
  - 2020年中央经济工作会议：政策操作上要更加精准有效，不急转弯，把握好政策时度效。
    - 不急转弯：对应美国危机前提高利率来压制房地产泡沫。
    - 精准：对应美国直接压力失败。
  - 考虑到我国：
    - 双通缩，经济复苏并没有完全完成：不急转弯
    - 房地产市场可能存在一定泡沫 & 杠杆、地方债务的问题：精准
  - 2）金融监管
    - 对阿里系金融的监管

THANKS