

美国次贷危机考察报告

中国社会科学院经济学部赴美考察团*

摘 要

本考察报告从以下八个方面，系统地分析了美国次级贷款危机：一是美国次贷危机形成的背景；二是美国次贷危机的表现和原因；三是美国次贷危机对金融市场造成的直接损失和影响；四是美国次贷危机对实体经济的影响；五是美国次贷危机中的政策干预、效果及发展趋势；六是美国次贷危机对国际金融体系和中国金融稳定的影响；七是美国经济发展趋势展望；八是美国次贷危机对中国的启示。

按照中国社会科学院经济学部的工作安排，我们考察团于 2008 年 6 月 1 日至 13 日赴美国考察了次级贷款危机问题。我们主要访问了 13 个单位：国际货币基金组织（IMF）、美国总统经济顾问委员会、美国联邦储备银行、纽约联邦储备银行、旧金山联邦储备银行、美国联邦存款保险公司（FDIC）、富国银行、瑞士银行、美洲银行、美林集团、ELLIOT 资产管理公司、国际经济研究所、北美华人投资家协会（CIAI）等。2007 年夏，美国次贷危机全面爆发，不仅严重影响到美国经济运行，而且引发全球金融市场持续动荡。到现在，次贷危机本身及其对美国的影响究竟是否已经见底了呢？通过考察，我们了解到，在美国，不同机构和人员对此看法并不一致。大体有三种看法：第一种看法，认为次贷危机及其影响呈 V 字型，现在已见底，最严重的时期已经过去，今年下半年美国经济有望反弹回升。第二种看法，认为次贷危机及其影响呈 U 字型，刚见底，而这个“底”延续的时间可能会较长，比如有可能延续两三年。第三种看法，认为次贷危机及其影响还没有见底，一波又一波，正在往其他方面传导，甚至有继续恶化的可能。通过考察，我们了解到，美国次贷危机的爆发，无论其发生机制还是传导机制，对于美国经济界和金融界的人士来说，也都是从未遇到过的、陌生的“新事物”，需要深入地去研究。到本考察报告即将完稿时（2008 年 7 月

* 考察团团长：刘树成；副团长：王松奇；成员：张卓元、杨圣明、曹红辉、张丽华。考察报告执笔：曹红辉。

中旬），又有最新情况传来：美国次贷危机阴云再起，房贷机构频频发出危急信号。美国最大的两家住房抵押贷款融资机构——“房利美”（Fannie Mae，联邦国民抵押贷款协会）和“房地美”（Freddie Mac，联邦住房抵押贷款公司）负债累累，股价大跌；地处加利福尼亚州的房贷机构——印地麦克银行（IndyMacBank）宣布倒闭，成为美国历史上第二大倒闭银行（仅次于 1984 年倒闭的美国大陆伊利诺伊国民银行的规模）。现将我们的考察情况报告如下：

一、美国次贷危机形成的背景

1. 美国次级贷款市场的特征

在美国房屋抵押贷款过程中，根据借款人不同等级的信用水平，制定不同的贷款条件。按照借款人的信用状况等条件，美国房屋贷款分为三级：（1）优级（prime loan）、（2）近似优级（ALT-A）、（3）次级（sub-prime loan）。

次级贷款与优级贷款的主要区别在于：在审贷程序上，优级贷款遵循比较统一和严格的贷款标准，这些标准由美国联邦政府支持的企业掌握，贷款利率在不同贷款者之间围绕平均利率波动，差别不大。而次级贷款发放机构则根据各自制定的“保险矩阵”（underwriting matrix）来决定借款人的贷款利率，此矩阵包含风险评级(risk grade)、信用得分(credit scores)、贷款价值比(loan-to-value, LTV)、申请文件的完整性(full document)、收入(stated income)等主要指标，借款人在这些方面的差别会使得借款利率相差甚远。另外，在产品结构上，抵押贷款划分为浮动利率贷款(adjustable rate mortgage, ARM)和固定利率贷款(fixed rate mortgage)，其中，次级贷款以浮动利率贷款为主。2006 年，被用于证券化的次级贷款中，浮动利率贷款占 40%，与浮动利率贷款相关的产品达到 74%。而在浮动利率贷款中，“2/28”型的混合浮动利率贷款（即最初两年采用固定利率、两年后在六个月期 Libor 的基础上加上一定溢价定期调整利率)占到 83%。

一般地说，次级贷款借款人的平均信用得分比优级贷款的借款人低 100 分以上，浮动利率的次级贷款的信用得分又低于固定利率的次级贷款（见表 1）。次级贷款尤其是浮动利率的次级贷款，往往提供给信用得分较低的购房者。次级贷款的“贷款价值比”远高于优级贷款，而平均贷款规模则远远低于优级贷款（见

表 1)。此外，在申请文件的完整性上，具有完整文件的次级贷款约占全部次级贷款的 54%，这一比率低于优级贷款，其中，浮动利率的次级贷款的这一比率又低于固定利率的次级贷款。次级贷款的“债务收入比”(debt-to-income)最高达 55%，远高于优级贷款 32% 的平均水平。次级贷款的上述特征意味着次级贷款尤其是浮动利率的次级贷款的信用风险远高于优级贷款，并且由于“贷款价值比”和“债务收入比”都较高，借款人对利率和房屋价格就变得相当敏感。

美国前九大次级贷款发放机构占据超过一半的市场份额（见表 2）。与优级贷款发放机构不同，次级贷款发放机构大部分缺乏销售网点，大多以经纪人、客户代理为销售渠道，而且这些机构大多不能吸收公众存款，而是依赖于贷款的二级市场和信贷资产证券化来获得流动性。相关的代理机构缺乏类似于金融机构贷款审查和风险管理制，他们在利益驱动下，盲目发展客户市场，忽视借款人风险，成为孕育危机的主要因素之一。同时，大型商业银行直接卷入次级贷款的不多，因此遭受的直接影响也不大。但是，一些商业银行投资于与次级贷款相关的各种证券化产品，则遭受了巨大的损失。

表 1 2005 年美国房屋抵押贷款情况

| 贷款类别 | 单一贷款的规模 (美元) | 平均贷款规模 (美元) | FICO 信用评分 | 贷款价值比 (LTV) |
|------------------|-----------------|----------------|-----------|----------------|
| 优级贷款 (浮动利率) | 123575 | 453000 | 732 | 73. 9 |
| 近似优级贷款 (浮动利率) | 189195 | 321000 | 711 | 80. 0 |
| 次级贷款 (浮动利率) | 290601 | 200000 | 624 | 85. 9 |
| 优级贷款 (固定利率) | 47114 | 499000 | 742 | 70. 6 |
| 近似优级贷款 (固定利率) | 94944 | 215000 | 717 | 76. 2 |
| 次级贷款 (固定利率) | 66446 | 128000 | 636 | 81. 2 |

资料来源：美国抵押银行协会。

表 2 2006 年美国九大次级贷款机构的市场份额及发放渠道

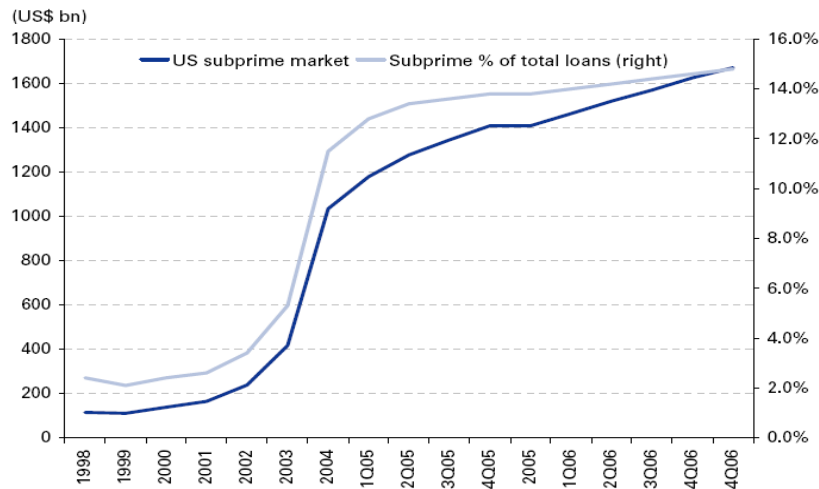
| 贷款机构 | 市场份额 | 零售网点 | 经纪人 | 客户代理 |
|---------------------------------|-------|------|------|------|
| Wells Fargo Home Mortgage | 10.3% | 25% | 9% | 66% |
| HSBC | 7.3% | 33% | 40% | 27% |
| New Century Financial Corp. | 7.1% | 8% | 92% | 0% |
| Countrywide Financial Corp. | 5.5% | 38% | 33% | 29% |
| WMC Mortgage Corp. | 4.5% | 0% | 87% | 13% |
| Fremont Investment & Loan Corp. | 4.4% | 0% | 100% | 0% |
| Option One Mortgage Corp. | 4.1% | 7% | 92% | 1% |
| Washington Mutual | 3.7% | 0% | 39% | 61% |
| Americaquest Mortgage Corp. | 3.5% | 26% | 74% | 0% |

资料来源：全国抵押贷款资讯，Banc of America Securities。

2. 美国次级贷款的发展

到 2007 年一季度末，美国单一家庭的住房存量价值约为 22.8 万亿美元，其中，房屋抵押贷款余额约为 10.4 万亿美元，房屋权益(home equity)余额约为 12.4 万亿美元。近年来，次级贷款在房屋抵押贷款中的比重显著上升。

图 1 美国次级贷款余额及其占房屋抵押贷款比重



资料来源：美国抵押贷款银行家协会。深色线对应左轴，代表美国次级贷款余额，单位是十亿美元；浅色线对应右轴，代表美国次级贷款占房屋抵押贷款的比重

2001年前，次级贷款在美国增长缓慢。此后，布什政府为替代网络经济增长动力不足的问题，刺激经济发展，将房地产业作为主要的支柱产业，其中，把主要满足占人口多数比重的低收入阶层（特别是西班牙裔和非洲裔阶层）的住房需求作为主要发展目标，即构成次级贷款的主要客户群（参见表3）。

表 3 美国主要族裔的家庭财富状况

| 种族 | 收入 | 家庭净财富 |
|------|-----|-------|
| 白种人 | 100 | 100 |
| 黑种人 | 56 | 16 |
| 拉美裔人 | 55 | 9 |

资料来源：美国抵押贷款银行家协会

上述政策直接导致房屋抵押贷款规模迅速扩大。2003年至2005年，增长格外迅速。2003年达到4000亿美元，到2004年突破1万亿美元，2005年增加到14000亿美元。2006年起，增长放缓。次级贷款在房屋抵押贷款中的比重从1999年2%左右增加到2004年近12%，至2006年四季度，该比例达到近15%。

这一政策之所以得以实施，还由于上世纪80年代初，美国形成了有利于次级贷款发展的法律和市场环境，如允许贷款人向借款人收取较高的利率和费用，允许贷款利率浮动；取消非抵押消费信贷的利息抵减税收的规定，增强了贷款机构发放抵押贷款的动机，等等。

具体看，首先，从2001年起，美联储实行低利率政策。较低的利率水平吸引那些无法获得优级贷款的低收入群体或信用等级不高的购房者大量通过次级贷款购买住房，部分中等收入群体和信用等级较高的购房者也利用次级贷款融资。其次，美国房屋价格强劲上升。房价上涨预期增强了购房者借款买房的动机。再次，相对优级贷款而言，次级贷款的申请标准和程序较为宽松和简便，自动申请程序的应用以及信用得分技术的推广提高了贷款人的审贷能力。最后，次级贷款证券化的飞速发展，使贷款人可以通过出售信贷资产组合，迅速获取低成本的资金，反过来推动了次级贷款的飞速发展。可见，次级贷款规模的扩大、房地产市场的非理性繁荣以及对相关的各种信用衍生品的投资热情高涨是同时出现的，

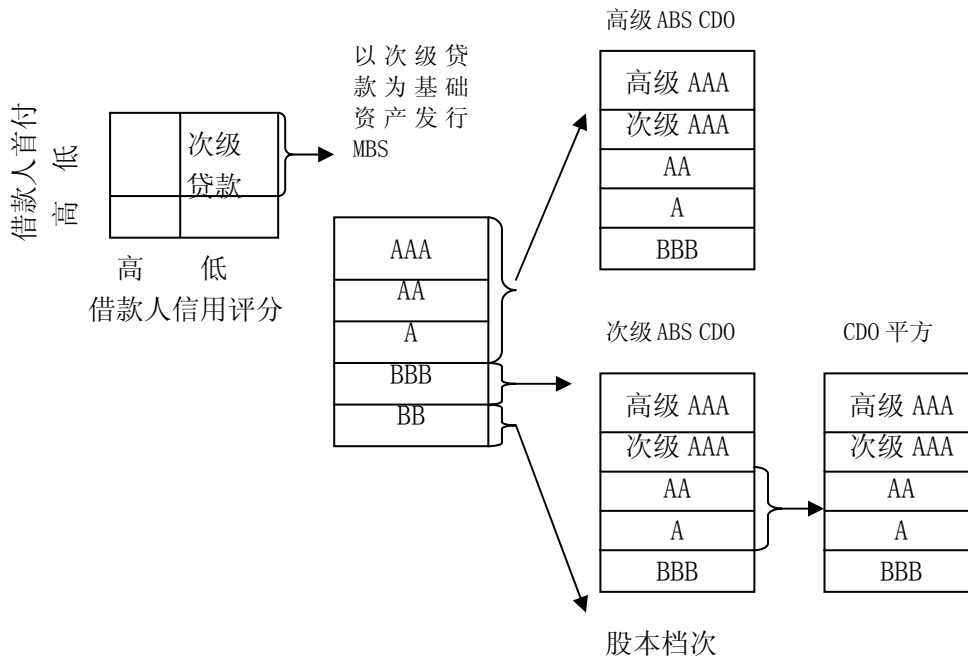
且彼此之间是内在联系的。这些因素既造成了美国最近十多年的房市繁荣，也孕育了目前的次级贷款危机。

3. 与次级贷款相关的信用衍生品的发展

由于次级贷款发放机构通常无法通过吸收存款来获得资金，为获得流动性，降低融资成本或避税等因素，这些机构把具有特定期限、利率等特征的次级贷款组成“资产池”，以此作为现金流支持，通过真实出售、破产隔离、信用增级等技术，发行“住宅抵押贷款支持证券”（mortgage-backed securities, MBS）。

早期的 MBS 限于过手证券（pass through security），这种证券按照投资者购买的份额，原封不动地将基础资产产生的现金流直接“转手”给投资者，以支付债券的本金和利息。过手结构所对应的是股权类凭证，即权益的持有人直接拥有抵押资产的所有权，因此不存在证券级别和支付速度的差异。这种结构不对基础资产做任何现金流处理，每个投资者都接受相同的风险和本息支付，无法满足不同风险收益偏好的投资需要。因此，分档技术(credit tranching)被引进证券化产品设计中，从而产生了“抵押担保债券”（collateral mortgage obligation, CMO）。而分档就是根据投资者对期限、风险和收益的不同偏好，对基础资产的现金流加以剥离和重组，将债券设计成不同档级，以体现本息支付、风险承受能力上的区别，既可满足发起人转移风险的需要，又能满足投资者的不同偏好。以 MBS 为基础资产进一步发行“资产支持证券”（asset-backed securities, ABS），其中，又衍生出大量个性化的“担保债务凭证”（collateral debt obligation, CDO）。这一过程还可继续衍生，并产生“CDO 平方”、“CDO 立方”等产品（参见图 2）。

图2 次级贷款及相关信用衍生品的产生流程



次级贷款是上述信用衍生产品最初的基础资产，因此，次级贷款的运行状况直接或间接决定着这些产品的市场运行。一旦次级贷款发生危机，上述产品的市场将很难幸免于难。而由于资产支持证券的反复衍生和杠杆交易，实体经济的波动(如房地产市场的波动)将使这些信用衍生品市场及相关的金融市场产生更为剧烈的波动，而这就是目前次级贷款危机的症结所在。

美国的MBS规模逐年增加，其中，属于政府支持类的机构，如“房利美”（Fannie Mae，联邦国民抵押贷款协会）、“房地美”（Freddie Mac，联邦住房抵押贷款公司）、“吉利美”（Ginnie Mae，政府国民抵押贷款协会）等，所发行的MBS的比重逐年下降，而非政府机构的比重则逐年上升（见表4）。到2007年一季度末，MBS余额约59840亿美元，其中政府机构的比重从2001年87%下降到67%，非政府机构从13%上升到33%。MBS余额占住房抵押贷款余额（约10.4万亿美元）之比达到57%。

如将非政府机构发行的MBS按基础资产类别细分，以次级贷款为基础资产发起的MBS占全部MBS余额的比重，从2001年的3%上升至2006年13%。而以浮动利率的次级贷款为基础资产的MBS，在全部MBS中的比重从2002年的11%，迅速上升至2007年一季度末的29%，约17406亿美元。

表 4 住宅抵押贷款支持证券(MBS)余额及其发行人结构

| 年份 | 余额(单位: 十亿美元) | | | | | | 占全部 MBS 的比重 | | | | |
|---------|--------------|-------|-------|-----|-------|-----|-------------|-------|----|-------|-----|
| | 全部 MBS | 政府机构 | 非政府机构 | | | | 政府机构 | 非政府机构 | | | |
| | | | 全部 | 优级 | Alt-A | 次级 | | 全部 | 优级 | Alt-A | 次级 |
| 2000 | 3,003 | 2,625 | 377 | 252 | 44 | 81 | 87% | 13% | 8% | 1% | 3% |
| 2001 | 3,409 | 2,975 | 434 | 275 | 50 | 109 | 87% | 13% | 8% | 1% | 3% |
| 2002 | 3,802 | 3,313 | 489 | 256 | 67 | 167 | 87% | 13% | 7% | 2% | 4% |
| 2003 | 4,005 | 3,394 | 611 | 254 | 102 | 254 | 85% | 15% | 6% | 3% | 6% |
| 2004 | 4,481 | 3,467 | 1,014 | 353 | 230 | 431 | 77% | 23% | 8% | 5% | 10% |
| 2005 | 5,201 | 3,608 | 1,593 | 441 | 510 | 641 | 69% | 31% | 8% | 10% | 12% |
| 2006 | 5,829 | 3,905 | 1,924 | 462 | 730 | 732 | 67% | 33% | 8% | 13% | 13% |
| 2007-Q1 | 5,984 | 4,021 | 1,963 | 468 | 765 | 730 | 67% | 33% | 8% | 13% | 12% |

资料来源: 美国联邦储备银行

在以浮动利率的次级贷款为基础资产的MBS中, 发行主体的结构也发生了重要变化。政府机构所占比重从2002年50%下降到2007年一季度末28%, 非政府机构所占比重则从2002年50%增加到2007年一季度末72%。

可见, 以次级贷款为基础资产的MBS比重的提高使得整个MBS市场以及CDO等信用衍生品市场, 受次级贷款质量的影响加大。而次级贷款整体质量与其产品结构有关, 浮动利率的次级贷款所占比重越大, 次级贷款整体质量对利率和房价等因素就越敏感。因此, MBS的市场规模以及作为基础资产的抵押贷款的结构影响到次级贷款危机的市场冲击力度。

MBS 近几年来之所以迅速发展, 从供给方看, 住宅抵押贷款规模的迅速扩大必然伴随资产证券化规模的扩大; 从需求方看, MBS 相对于相同评级的公司债券而言, 具有较高的收益率, 同时, 持续上涨的房价以及较低的利率水平使风险溢价较低, 使得这些产品成为机构投资者不惜以高杠杆借贷进行投资的对象。而当次级贷款出现信用风险时, 相关债券就因违约率上升而出现现金流问题, 演变为市场风险。

二、美国次贷危机的表现和原因

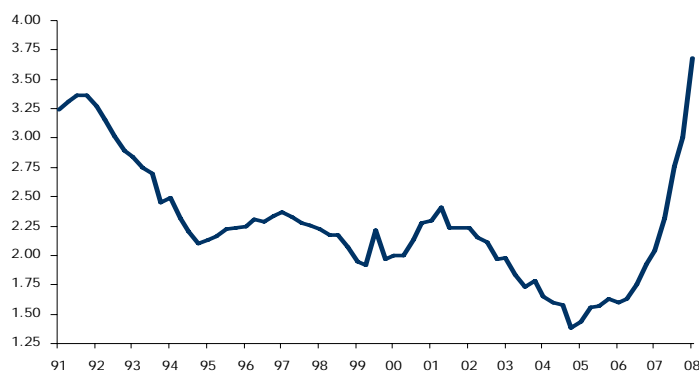
1. 美国次贷危机的表现

次级贷款借款人违约行为的直接后果, 是造成贷款发放机构在相应业务上的

损失，危机的最初征兆就出现在这些机构上。2007年2月13日，汇丰控股为在美国发放的次级贷款增加18亿美元的坏账拨备。4月14日，新世纪金融公司宣布破产。随后，危机扩大到以次级贷款为基础资产的信用衍生品市场。持有这些产品的机构投资者纷纷遭受损失，有的不得不宣布破产。7月19日，贝尔斯登旗下两只对冲基金濒临瓦解。8月，全球最大的保险机构AIG，澳大利亚麦戈理银行旗下两只基金、台湾人寿、房地产信托投资公司 American Home Mortgage、巴黎银行、荷兰投资银行 Nibc Holding NV、高盛旗下两只对冲基金、加拿大皇家商业银行等，陆续宣布由于投资次级债券而蒙受巨大损失，有的机构不得不宣布破产。与此同时，股票市场、债券市场、票据市场、外汇市场、商品期货市场等产生连锁反应，造成全球性的金融市场剧烈震荡。

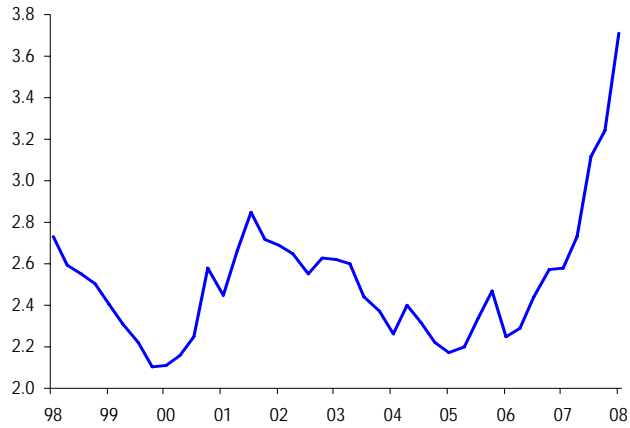
次级贷款及其衍生品市场的危机直接源于次级贷款到期未付率的提高。全部住宅抵押贷款的到期未付率从2005年四季度起开始上升，持续上升至2008年二季度（见图3）。优级贷款的到期未付率从2005年起出现上升迹象，2006年大幅飙升至2008年一季度的36%（见图4）。而次级贷款的到期未付率从2005年四季度低于11%的水平，自2006年二季度起上升至2008年一季度的19%（见图5）。其中，固定利率的次级贷款与浮动利率次的级贷款相差甚远，前者目前约为11%，仍低于2002年16%的水平，后者则达到17%，已高于2002年15.6%的最高纪录。当然，到期未付率的提高并不总是意味着违约率提高，借款人可以以支付一定费用为代价延迟本息支付，但经验表明，到期未付率的提高往往预示未来一段时期内违约率将上升。

图3 美国住宅贷款到期未付率创新高



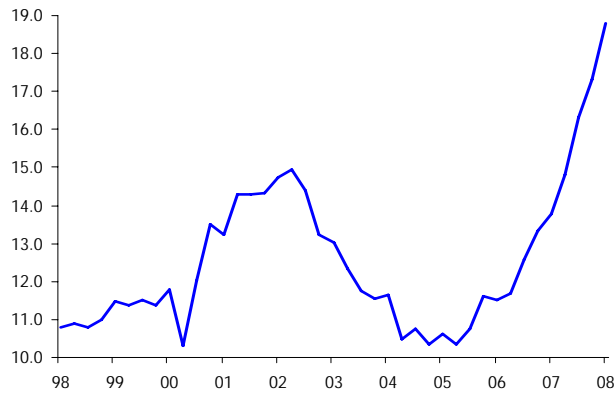
资料来源：美国抵押贷款银行家协会

图 4 美国优级贷款到期未付率



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

图 5 美国次级贷款到期未付率

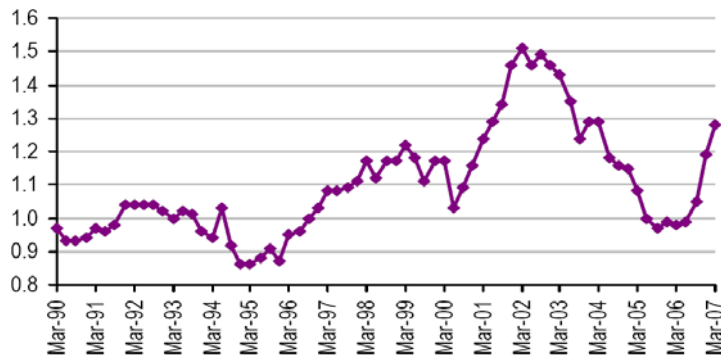


资料来源：美国抵押贷款银行家协会

同样,丧失抵押品赎回权比例(foreclosure rate)从2005年下半年低于1%的水平开始上升,至2007年一季度达到1.3%,虽低于2002年1.5%的水平,但上升速度相当快(见图6)。

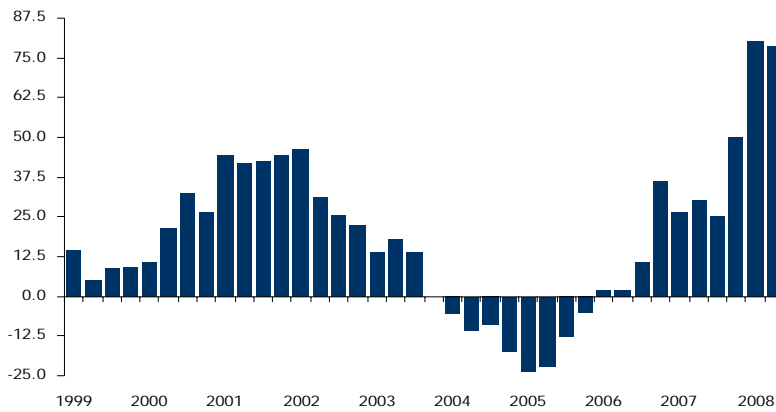
而反映银行业对商业地产紧缩的指数也从2006年起持续上升,到2008年创下80左右的新高。说明商业银行由于担心未来房产市场进一步恶化,已迅速对商业地产紧缩信贷支持(见图7)。

图 6 抵押贷款的丧失抵押品赎回权比例 (%)



资料来源：美国抵押贷款银行家协会，季度数据

图 7 美国银行紧缩商业地产信贷指数



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

2. 美国次级贷款引发相关债券市场和衍生品危机的原因

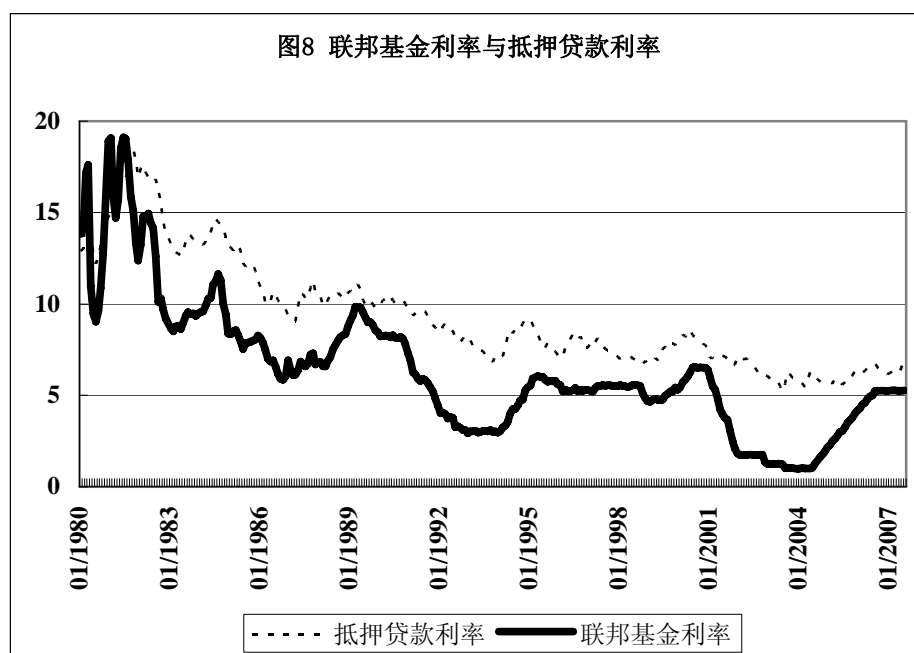
美国次级贷款之所以引发贷款本身和相关债券及衍生品市场在全球范围内金融市场的危机，其原因大致包括五个方面。

其一，美联储利率政策及贷款利率的变化。

美联储从2001年初实行宽松的货币政策，联邦基金利率从2001年1月5.98%降低到2004年中期1%（见图8）。同时，30年期固定利率房屋抵押贷款（不含次级贷款）的合约利率也从2000年5月的8.52%下降到2004年3月的5.45%。次级贷款没有可供参考的平均利率，但市场利率水平较低无疑推动次级贷款规模迅速增加。同时，浮动利率借款人可以以较低成本进行再融资，美国家庭抵押贷

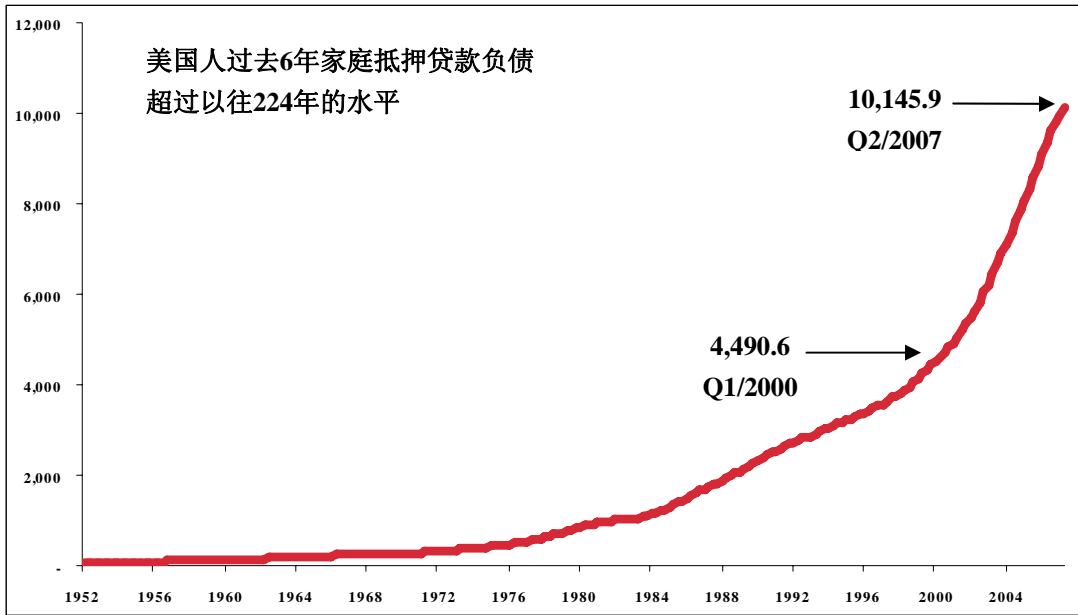
款的负债由 200 年的 4490.6 亿美元上升至 2007 年第二季度的 10145.9 亿美元，超过了以往 224 年的水平（图 9）。而房价的持续上涨则维持了房市及其贷款市场的繁荣，也是 2003 年至 2004 年到期未付率明显降低的原因之一。

出于对通货膨胀的担忧，美联储从 2004 年 6 月起逐步提高联邦基金利率，至 2006 年 8 月提高至 5.25%，随后一年内维持不变。与此对应，房屋贷款利率也有所上升，至 2007 年 7 月达到 6.7%。利率的上升无疑对借款人的还款能力形成压力，尤其是对 2003 年至 2004 年低利率水平下发放的大量浮动利率的次级贷款借款人影响更大，因为这些贷款会在 2005 年或 2006 年重新设定利率(interest rate reset)。



资料来源：美国联邦储备委员会

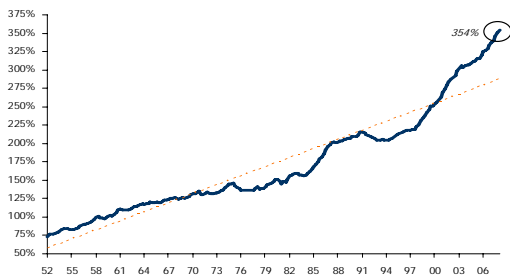
图 9 美国家庭抵押贷款负债水平



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

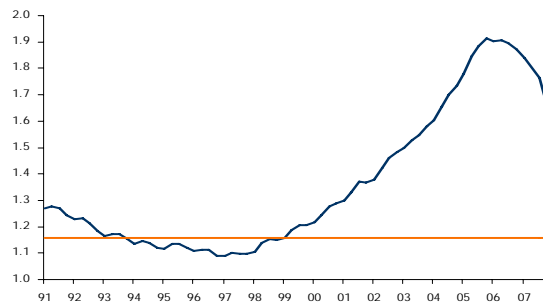
长期的低利率政策与房价暴涨诱致的直接后果就是家庭过度负债。家庭房产占名义 GDP 之比 2005 年达到顶峰，私人部门债务占 GDP 之比在 2008 年也达到创记录的 354%（图 10、11），家庭债务与资产之比从 2001 年起急剧上升（图 12），过去 7 年家庭债务与收入之比超过之前 39 年的水平（图 13）。这也为次级贷款危机进一步影响美国经济增长奠定了基础。

图 10 私人部门债务占 GDP 之比



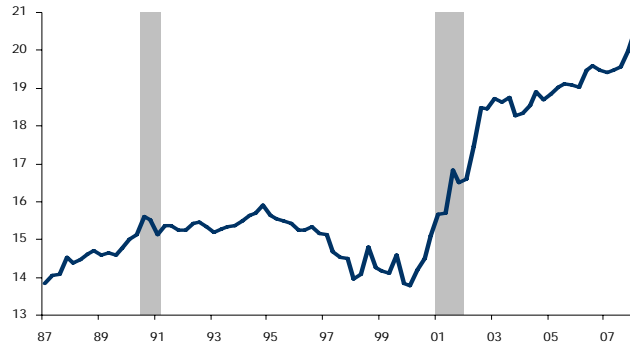
资料来源：美国抵押贷款银行家协会

图 11 美国家庭房产与名义 GDP 之比



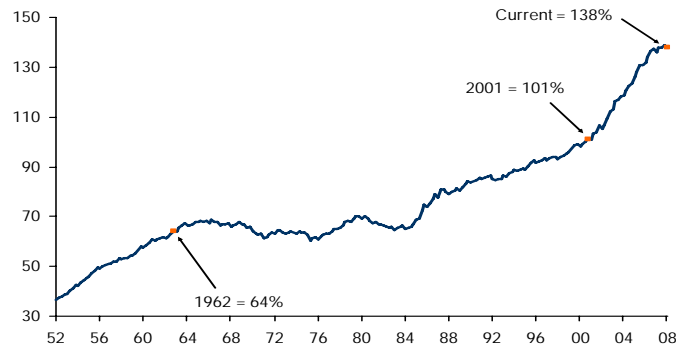
资料来源：美国抵押贷款银行家协会

图 12 美国的家庭债务与资产之比



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

图 13 美国过去 7 年家庭债务与收入之比



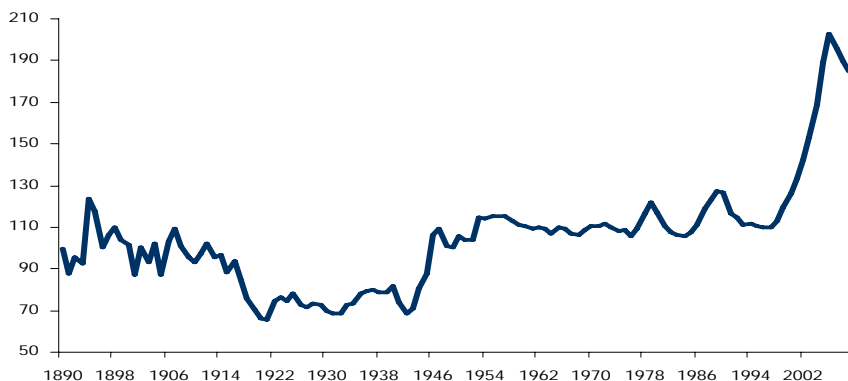
资料来源：美国抵押贷款银行家协会

其二，美国房屋价格普遍出现大幅下降。

利率变动影响到借款人的融资成本和还款能力，而房屋价格变动则影响到借款人的还款意愿，两者共同决定了次级贷款的违约率。反映美国房屋价格的主要指数，如S&P/Case-Shiller(CS), the National Association of Realtors (NAR), the Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO), Shiller Real Housing Index 等，自2005年以来都出现了大幅下滑。其中，CS指数由于包含通过次级贷款购买的房屋价格以及样本成分上的特点而更具有代表性。Shiller指数则反映出真实的房价变动情况（见图14）。美国房屋价格从1995年开始逐年提高，上涨速度也逐步加快，自2003年下半年至2005年中期，上涨速度急剧提高，同比增长最高曾超过15%。从2005年四季度起，房价的上涨速度开始明显下降，到2007年3

月房价停止上涨，随后明显下跌。房价增速放缓甚至下跌是2005年第四季度到期未付率开始上升的重要原因。但从历史角度来看，美国房价仍然处于最高水平。

图 14 Shiller 真实房价指数

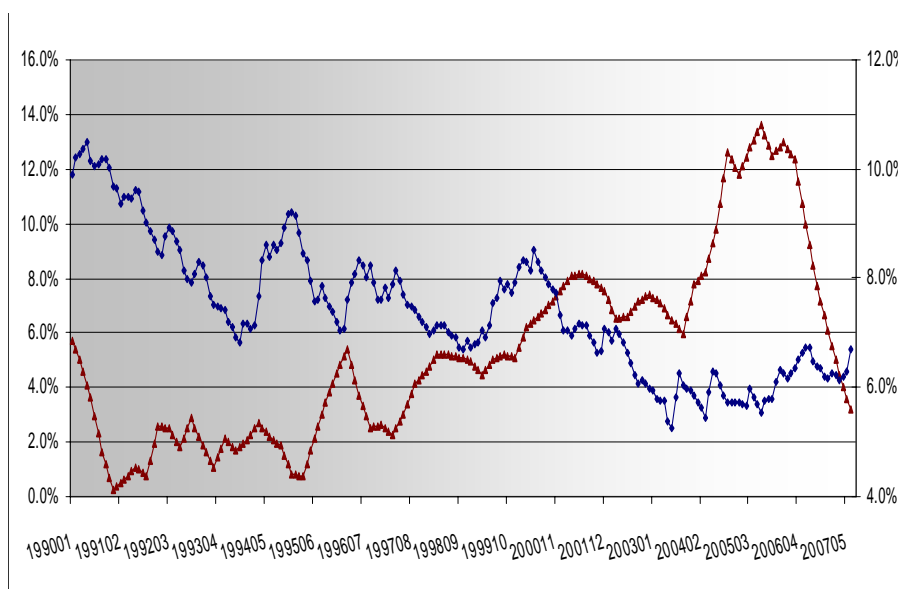


注：指数基准：100 = 1890

资料来源：g:\economics\Robert\Equities\NAPM_rev.xls

从图 15 可见，房屋抵押贷款利率与房价上涨幅度存在明显的相关性，利率下调，房价上涨，利率停止下调，房价则下滑。因此，利率与房价波动成为理解次级贷款危机的关键因素。

图 15 房屋抵押贷款利率与房价上涨幅度



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

其三、次级贷款标准的放松以及法律和监管的缺失。

次级贷款审贷程序和标准较为宽松甚至低下，是造成次级贷款危机的制度性因素之一。次级贷款借款人的信用得分和审贷文件的完整性通常较低，而“贷款价值比”和“债务收入比”又较高。这使得借款人的还款能力和意愿对利率和房价非常敏感。贷款人之间的激烈竞争以及以经纪人和客户代理为主的销售模式也加剧了审贷管理的松懈。

对具有相同剩余期限的次级贷款而言，无论是具有第一还是第二留置权的次级贷款，2005年和2006年的到期未付率都高于前几年，综合反映出近两年次级贷款质量下降。另外，由于对次级贷款借款人缺乏统一的界定，无论联邦还是各州至今没有明确针对次级贷款的法律，只在“掠夺式贷款”(predatory lending)的名义下监管，成为次级贷款市场的另一制度缺陷。

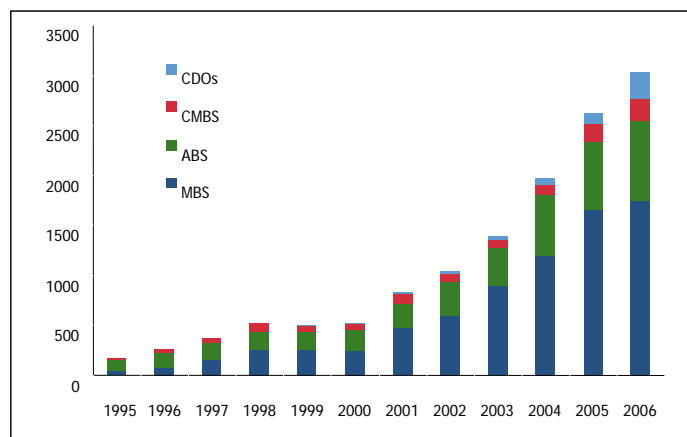
其四、不断将抵押贷款证券化，而“担保债务凭证”(CDO)等衍生产品在结构设计和流动性方面存在缺陷。

美国证券化产品有不同种类(见图16)。虽然CDO等衍生品能在一定程度上分散次级贷款的风险，但它自身也存在结构性缺陷。首先，如CDO以及CDO平方、立方等产品在同一份基础资产上衍生出众多衍生证券，当基础资产面临信用风险时，将产生链条式反应。事实上，标准普尔等信用评级机构对次级贷款及其债券的评级出现了严重缺陷，使得其评级结果大大偏离了贷款人的实际信用状况。当房价、利率等决定房屋贷款的因素发生变动时，信用风险就不可避免地产生了。而上述缺陷则直接导致各类产品交易市场的连锁反应。其次，CDO等是一种高度个性化的产品，通过场外交易市场(OTC)在各机构间进行交易，流动性很差。再次，投资者依赖量身定做的复杂衍生金融工具如信用违约互换(credit default swap, CDS)来管理和对冲违约风险，这些金融工具的流动性也差，缺乏连续交易的透明市场为此定价，只好在一定假设下依靠理论模型和人为的参数设定来确定其合理价值。当假设不成立或者市场环境使参数设定有误时，根据模型结果进行交易将使投资者出现模型错误(model error)，从而可能造成重大损失。

必须指出的是，所有交易模型都严重依赖信用评级机构对次级房屋抵押贷款证券的信用评级结果。一旦评级结果出现误差，将造成整个以此为基础的衍生品

市场的系统风险。而这正是次级贷款风险诱发全球各个金融市场危机的重要原因之一。

图 16 美国证券化产品发展状况



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

其五、对冲基金、银行等机构在 CDO 等交易中运用高杠杆比率进行融资，放大了金融市场的风险。

由此使得其交易头寸对于房价及利率都处于极其敏感的临界点上。一旦二者发生波动，就必将产生一系列连锁反应，从而造成市场的整体波动，演变为全球性的危机。近年来，巨大的商业利益不断推动对冲基金等机构在高档级的杠杆比率(haircut)下，投资于风险较高的次档产品(junior tranches，包括 equity mezz)。对冲基金等的收益和损失都随杠杆比率的提高而放大，并对市场价格异常敏感。而这些机构活动的全球化使得次级贷款的衍生品投资成为全球性的行为，日本、台湾及欧洲的机构成为主要的受害者。住宅抵押贷款债券及其衍生品的这种特点使得次级贷款危机蔓延到全球各地。

三、美国次贷危机对金融市场造成的直接损失和影响

1. 美国次级贷款对贷款发放机构造成的损失

次级贷款的损失既有直接的，也有间接的。如果仅就次级贷款的损失而言，

应该说不是特别大，其规模大体上逐步明朗了，大约在 1 万亿—1.4 万亿美元之间（高盛集团，2007；国际货币基金组织，2008）。

次级贷款的直接损失取决于“损失严重率” (loss severity ratio)。违约率的上升首先会给贷款发放机构造成损失。美国的房屋贷款损失严重率虽有所上升，但并未达到 1998 年的高点（见表 5）。次级贷款的损失严重率取决于几方面因素：就业状况是否稳定、房价走势、借款人是否能够获得信用购买新住宅和再融资是否可得、利率走势、作为抵押品的房屋的处理结果。其中，房价的急剧下降成为诱发危机的直接因素。历史上，次级贷款的损失严重率在 20% 至 40% 之间，近几年有所下降。但 HSBC 在美国发放的次级贷款，2001 年房地产市场萧条时的损失严重率低于 20%，而 2007 年二季度，损失严重率则高达 50%。

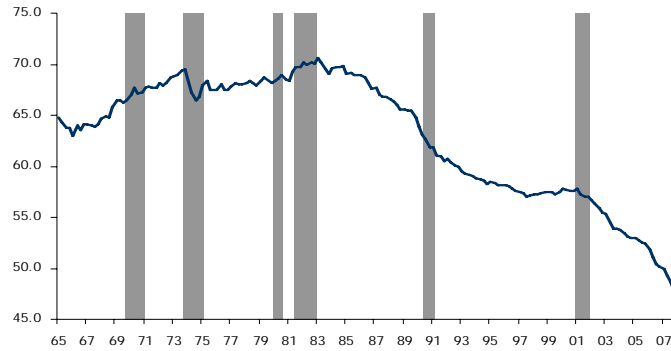
表 5 次级贷款历年损失率

| 年份 | 损失率% | 违约率% | 损失严重率% |
|------|------|-------|--------|
| 1998 | 5.14 | 13.88 | 37 |
| 1999 | 5.26 | 14.91 | 35.3 |
| 2000 | 4.93 | 16.41 | 30 |
| 2001 | 4.19 | 13.98 | 30 |
| 2002 | 2.31 | 9.6 | 24.1 |
| 2003 | 1.37 | 6.11 | 22.4 |
| 2004 | 1.03 | 4.59 | 22.4 |
| 2005 | 0.75 | 3.51 | 21.4 |
| 2006 | 0.42 | 1.71 | 24.6 |

资料来源：美国抵押贷款银行家协会

采用过度杠杆比率及房价下跌的结果之一，就是房主拥有的房屋权益在 2006 年低于 50%，可以说是银行而不是房东在拥有房屋。美国房主拥有的住宅净值的变化见图 17。当房主因为利率和房价变动而延期支付或停止支付本息时，信用风险便迅速释放出来，银行不得不直接承受这些风险。

图 17 美国房主拥有的住宅净值



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

2. 美国次级贷款债券对机构投资者造成的损失

由于“住宅抵押贷款支持证券”(MBS)及由此衍生的“担保债务凭证”(CDO)等结构性产品均属场外交易(OTC)，缺乏透明度，难以对其总体规模、损失额等加以精确统计和判断。目前，各种数据大多是来源于交易对手等方面的估计。MBS、CDO的现金流直接或间接来源于次级贷款，因此，这些次级贷款债券给机构投资者造成的损失与前述的次级贷款损失率存在密切关系。实际上，这也是次级贷款危机迅速蔓延、扩大至其它领域的主要原因之一。

其次，投资于MBS或CDO的损失还取决于投资者所持有的档级高低、资产池中次级贷款与优级贷款的比例和结构、资产池中次级贷款所在的区域(如加利福尼亚、佛罗里达及俄亥俄州的贷款损失率以及丧失抵押品赎回权的比例就更高)，以及投资于CDO的融资杠杆。

次级房贷危机只是引发市场心理变化的导火索，标普、穆迪等评级公司过去几年债券评级业务中存在失误、部分公司发行商业票据出现困难、以及商业银行可能遭受坏账损失等因素都在不同程度上导致了市场出现对流动性的预防性需求。

其中，信用评级公司的失误对市场造成的负面影响尤为明显。其原因有三，一是抵押贷款证券化产品的投资者并不掌握借款人的信用信息，且抵押贷款被多次分拆、打包、分层，借款人信用信息完全掩盖在各种结构性安排之中，投资者完全依赖信用评级机构对该产品的评级结果。而信用评级机构其实对借款人信息也不如贷款机构了解得全面和及时，其评级结果不可能及时、准确地反映借款人

信用变动情况。前述利率变动和房价下跌造成借款人违约率上升也无法及时反映在评级结果中。二是评级机构也不拥有抵押贷款的历史信息，在评级方法及其准确性方面，不同的评级机构、同一机构的不同部门之间均存在巨大差异。三是华尔街的交易越来越依赖电脑和模型评估来从事复杂的证券交易。评级公司给出的评级结果是一个重要变量，如果评级方法及结果出问题，就可能导致证券交易的定价模型产生严重缺陷，直接导致交易风险爆发，并打击市场对评级机构和评级结果的信心，动摇市场的信用基础。这一因素已经成为目前次级贷款危机演化为信用危机的主要原因。

3. 对其他信用衍生品市场和其他金融市场的影响

迄今为止，次级贷款危机与其说是流动性危机，不如说是信用危机，因为次级贷款的到期未付率上升引起市场主体对交易对手方信用风险的普遍担忧，而市场并非缺乏资金。危机已经扩散至优级贷款、信用卡、商业地产、企业贷款等领域。

对于交易对手信用的担忧除引起与此相关的 MBS 和 CDO 市场的波动外，还波及其他信用衍生品市场，并波及其它金融市场。以资产支持的商业票据 (asset-backed commercial paper, ABCP) 为例，在 2008 年 8 月的最后三周，以美元标价的 ABCP 余额从最高的 1.18 万亿陡降至 9980 亿。这是由于 ABCP 风险溢价急剧上升，发行人寻求更低成本的融资渠道所致。以 30 日 ABCP 为例，它相对于一个月期国库券的溢价在 8 月 20 日曾达到 356 个基点的历史高位，8 月底下降至 223 个基点，但仍远高于往年平均水平。图 18 显示的是美林高收益率的公司债券指数，从 2007 年 5 月至 2008 年 5 月持续上升，说明市场的信用尚未回复正常水平，信用差的公司需以越来越高的成本才能发行债券。

图 18 美林高收益率的公司债券指数



资料来源：美林证券研究部

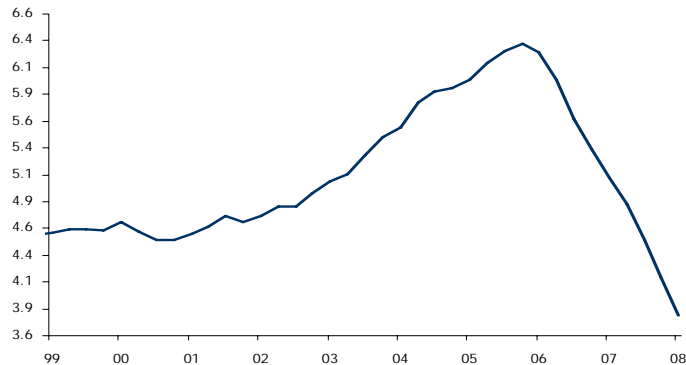
次级贷款危机引起次级贷款发放机构以及 MBS 和 CDO 投资者的损失，这些信息反映在这些机构的股价上，且引发股票市场投资者的恐慌情绪，对股市造成冲击，而且这些机构可能是遍布全球，使得恐慌蔓延到全球市场，加上各国股市之间的联动关系越来越密切，这种冲击波及到其他国家的股市。同样，公司债券市场、商品期货市场、外汇市场及各类相关衍生品市场等也与之产生联动。因此，次级贷款本身的风险使得危机演变为全球性的系统性风险。

四、美国次贷危机对实体经济的影响

次级贷款危机源于实体经济的波动，又通过住房投资和居民消费两方面对实体经济产生重要影响。

首先，次级贷款危机可能从供给和需求方面加大房屋价格的下跌压力。一方面，丧失赎回权比例的提高意味着贷款发放机构将处置更多作为抵押品的房屋，或有更多的借款人被要求强行出售房屋，这将增加房屋供给。另一方面，为控制信用风险，贷款人可能通过提高贷款利率或者提高贷款标准从而压缩信贷规模，这将对住房需求起到抑制作用。供给增加和需求减少共同形成房价进一步下跌的压力，而这些都可能对住房投资产生负面影响。图 19 显示美国住宅建造量占 GDP 之比经历了从 1999 年到 2006 年的持续上升，然后急剧下降至 2008 年的状况，住宅在经济增长中的作用急剧萎缩，相关产业受到较大冲击。

图 19 美国住宅建造量占 GDP 之比 (%)



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

其次，次级贷款可能通过两方面对消费产生负面影响。一方面，次级贷款的借款人并非全是低收入群体，其中部分借款人属于中等收入群体，这部分人债务状况对消费的影响相对于低收入群体更加显著。另一方面，抵押品权益撤回 (mortgage equity withdrawals, MEW) 金额占消费的比重从 2005 年开始下降，从而对美国的消费水平产生显著影响。抵押品权益撤回，是指借款人为取得作为抵押品的房屋的所有权，用价值更高的抵押贷款为现有抵押贷款进行再融资，而这部分再融资金额中有相当部分被借款人用于消费，在一定程度上推动了美国的消费。

美国信用卡的到期未付率从 2001 年起降至 2006 年的谷底，然后急剧上升至 2008 年 5% 左右的水平（图 20）。这反映出信用卡消费者在一定程度上受到房价波动、建筑业和金融业失业上升、利率调整等因素的影响，收缩了信用卡的消费贷款，且付款能力受到一定制约。信用卡市场是否会演化为第二个次级贷款危机呢？这将是未来观察美国经济基本面的重要指标。

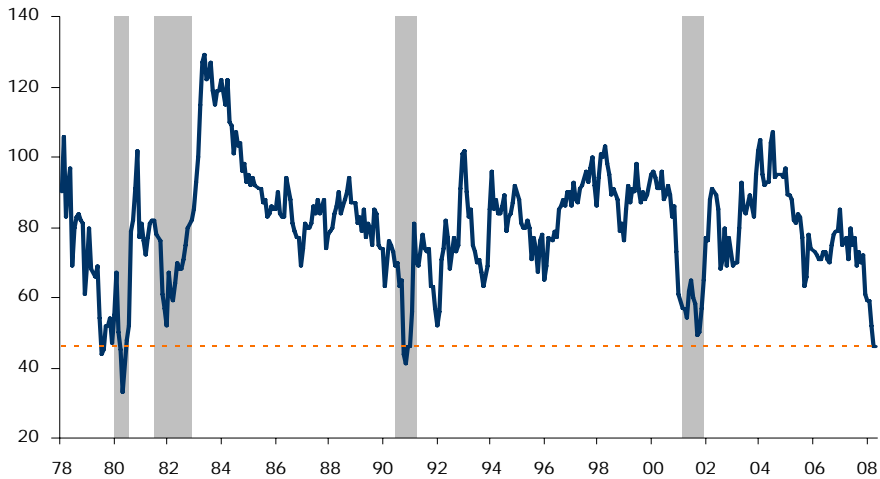
图 20 美国信用卡到期未付率



资料来源: VISA 国际组织

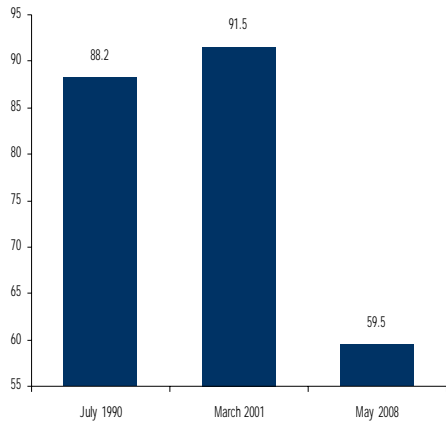
根据密执安大学就 12 个月就业预期所做的消费倾向调查, 2005 年前后开始大幅下滑, 到 2008 年滑至 47.5 左右的水平, 为 30 年来第三次, 而且仍然呈继续下滑态势 (图 21)。2008 年 5 月的芝加哥大学消费倾向仅为 59.5 (图 22), 而 Conference Board 消费者信心为 57.2 (图 23), 均为 1990 年 7 月以来最低水平。

图 21 密执安大学消费倾向调查 (12 个月就业预期)



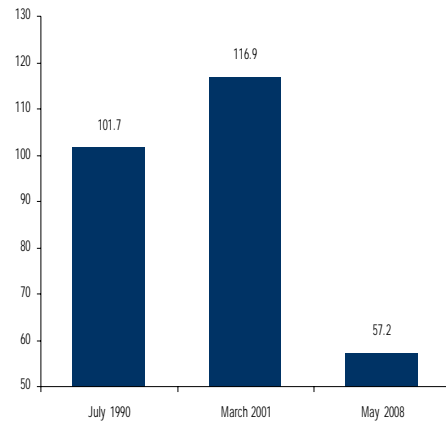
资料来源: University of Michigan

图 22 芝加哥大学消费倾向



资料来源: University of Chicago

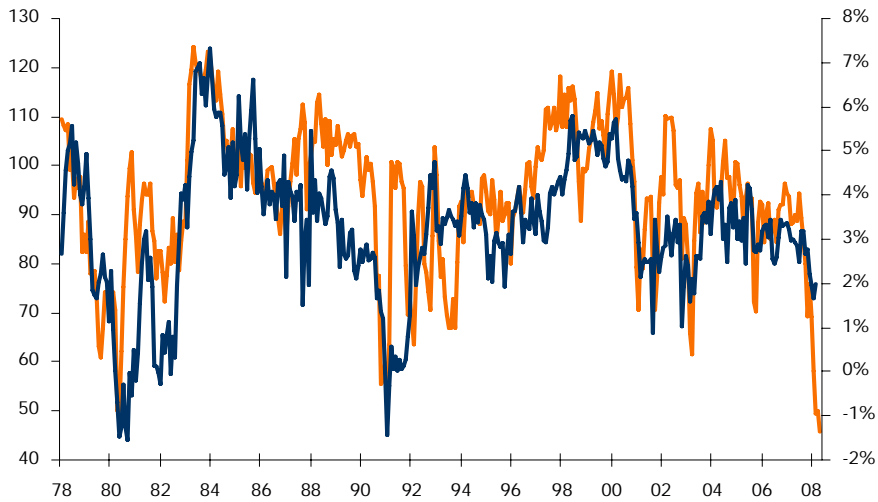
图 23 Conference Board 消费者信心



资料来源: University of Chicago

而真实的消费者预期指数则达到 35 年来最低水平（见图 24），反映美国的消费的确面临严峻的挑战。可见，无论采取何种方法度量，都可以得出消费者信心发生了逆转的结论。

图 24 真实的消费者预期指数（年度变化）

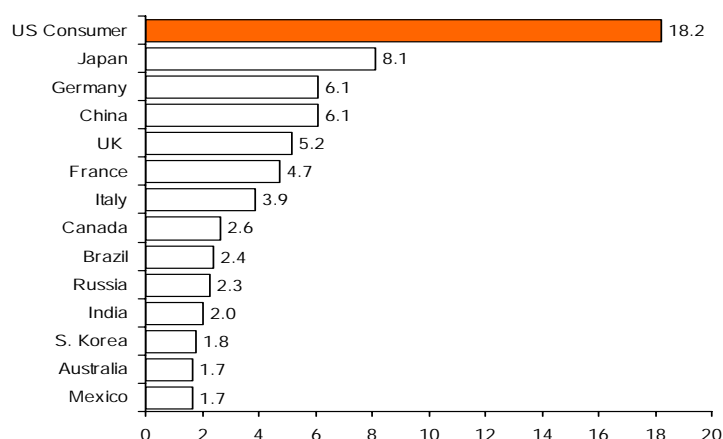


注：黄线代表真实的消费者预期指数（年度变化），深蓝线代表真实的 PCE (年度变化)

资料来源: Bureau of Economic Analysis

更令人不安的是，由于美国为全球第一大经济体，近年来，美国消费占全球 GDP 的比重持续上升。2007 年，其消费占全球 GDP 的 18.2%（图 25）。它的下滑无疑将直接影响全球的消费需求，进而影响全球经济增长动力。世界各国已经开始感受到这一变化带来的压力和冲击。世界银行和 IMF 多次调低了 2008 年各国经济增长的预期。

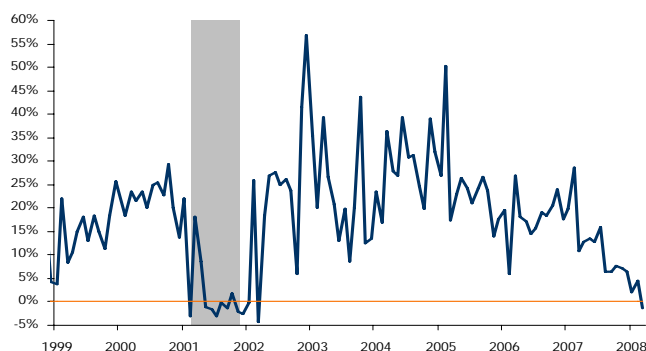
图 25 2007 年美国占全球 GDP 的水平



资料来源: Bureau of Economic Analysis, IMF

美国消费的下降也打击了从其它国家的进口，对美出口高度依赖的经济体面临着剧烈的调整。中国对美出口增幅也从 2005 年的 50% 急剧降至 2008 年第 1 季度的负值（图 26）。

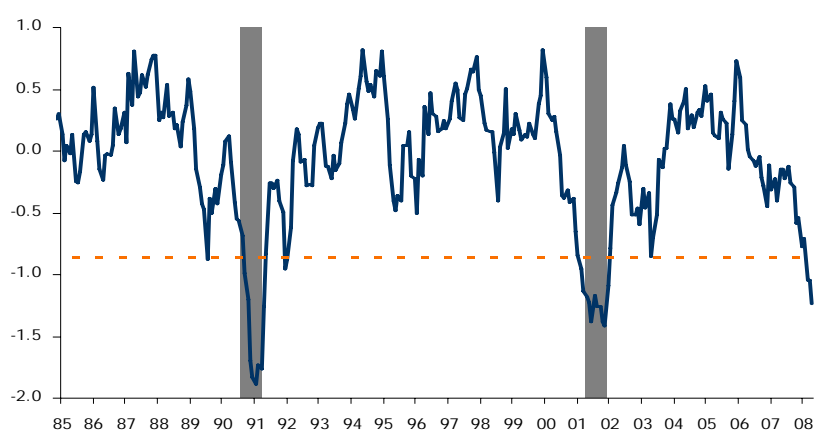
图 26 美国从中国大陆进口下降（年度变化率）



资料来源: Census Bureau

次级贷款危机已经扩散至其它领域，形成了信用危机，逐步由金融领域蔓延到经济领域。三个月移动平均的芝加哥联邦活动指数从 2005 年起下滑至 2008 年的负值，而且这种下降并未出现结束的迹象（图 27）。这说明经济活动明显减速。

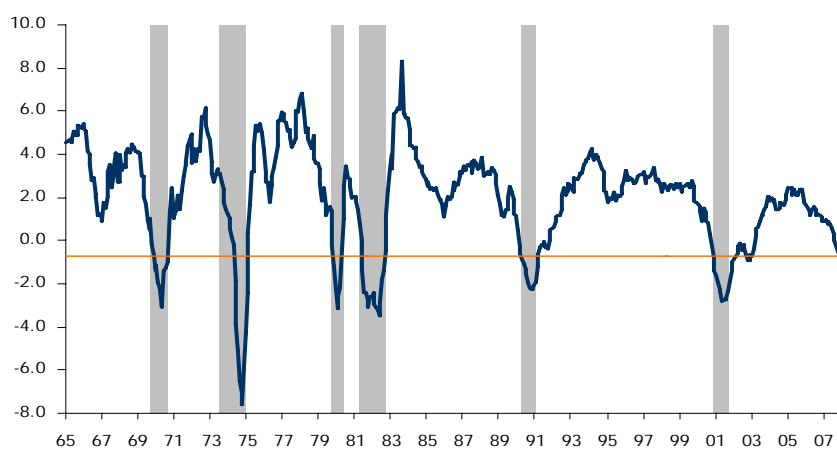
图 27 芝加哥联邦活动指数 (3 月移动平均,+ = 趋势以上的增长)



资料来源: University of Chicago

到 2007 年，6 个月和年度的非农业私人部门的就业水平已下降为负值（图 28），再创新低的可能性非常之大。

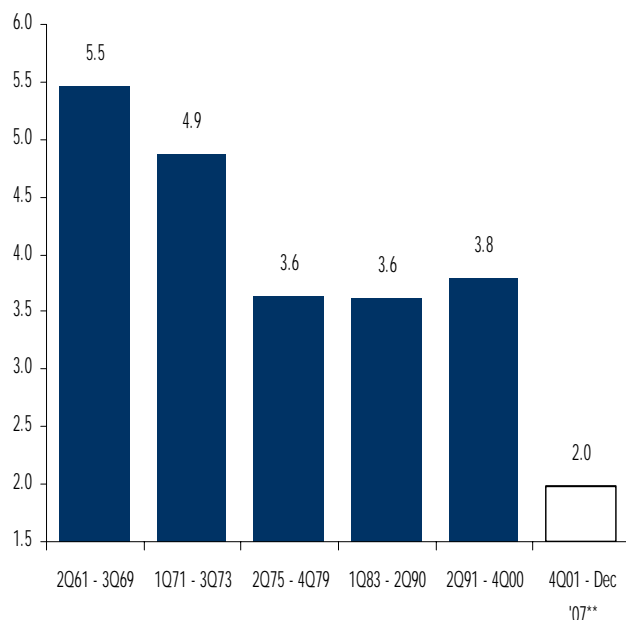
图 28 非农业私人部门总就业水平 (6 月/年度变化率)



资料来源: 美林证券研究部

2007 年四季度末,实际工资的年度增长率降到 1961 年二季度以来的最低点,约为 2% (图 29)。

图 29 美国的实际工资年度增长率



资料来源: 美林证券研究部

应该指出的是,失业率与到期未付率之间存在紧密的联系(图 30),大体上保持同步波动,且在 2007 年出现急速上扬态势。

图 30 失业率与到期未付率之间的紧密联系



注: 蓝色线为失业率, 橙色线为商业银行到期未付率

资料来源: 美林证券研究部

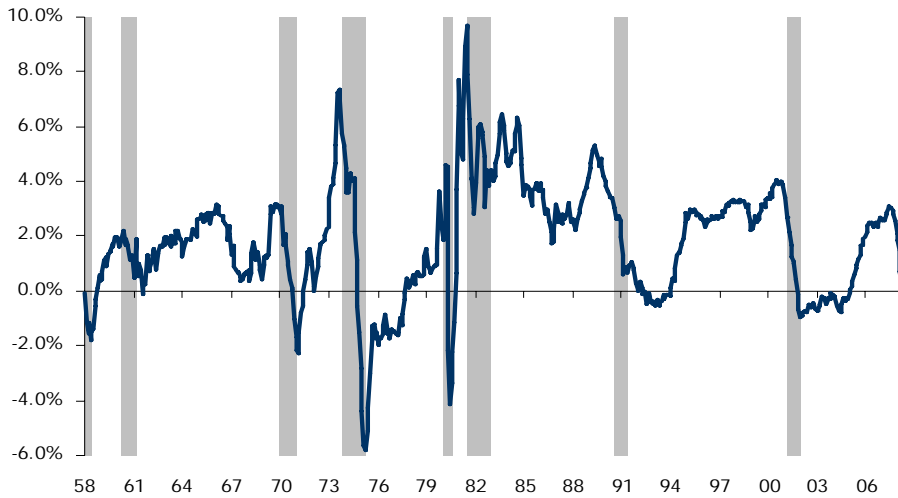
总体上，美国建筑业、房地产业、金融业、消费品行业等受信用危机的影响较为突出，而装备制造业、石油开采及其服务业、信息技术业等则基本没有受到太大影响，反而由于全球油价暴涨和石油供应紧张的影响，出现了增长旺盛的局面。这也反映出美国经济结构调整后多元化的格局。

五、美国次贷危机中的政策干预、效果及发展趋势

1. 发达国家对次贷危机的干预措施及其政策效果

面对次级贷款引发的风险，美联储在2007年2月风险开始暴露之初，认为只是个别机构的非系统风险。6月底，它与其它四个部门就次级贷款共同发表声明(Statement on Subprime Mortgage Lending)。因标准普尔7月上旬调低全球次级抵押债券评级，引发全球金融市场震荡。贝尔斯登所属对冲基金爆发风险，全球股市暴跌。到8月9日，欧洲金融市场出现了对流动性的强劲需求，明显超出了当时流动性的供应量，推动了隔夜借款利率大幅上扬，股市也出现恐慌性下跌。欧洲央行被迫大规模向市场注入流动性，以缓解市场流动性的短缺。欧洲货币市场出现的流动性短缺影响到美国联邦基金市场，联邦基金实际利率水平受到明显的上涨压力，且市场心理出现明显变化，出现了大量对流动性的预防性(precautionary)需求。因此，美联储从2007年8月10日起通过公开市场操作向市场注入资金（历史上美联储的实际基准利率见图31）。随后，日本也在2007年8月10日开始注入资金。

图 31 美联储的实际基准利率



注：有效的联储基金利率减去年度核心CPI (%)

资料来源：联邦储备委员会

但美联储此时仍然宣称，其目标不过是将联邦基金实际利率水平控制在 5.25% 左右，以维持金融市场的稳定和健康运行为目标，而并非将干预数量作为某种计划或者指标，也不是因为股市下跌或次级房贷问题的恶化；股市的上涨或下跌与联储的法定目标（价格稳定和充分就业等）并无直接关系，它不会也不应该进行“救市”，同样也不会因某些微观经济部门出现问题而采取救助行动；并提出次级房贷危机仍是市场事件（market event），而非具有深远和广泛影响的宏观事件（macro event）。它在 8 月 17 日还发表声明，临时改变初级信用贴现窗口的规则，直到市场流动性有实质性改善。这些改变的目的是使存款机构在融资成本和来源上得到更可信的保证。在提供贴现窗口贷款时，美联储将继续接受多种抵押品，包括房屋抵押证券和相关资产。现有的抵押率仍保持不变。”

然而，它在同一天另外一份声明则表明了公开市场委员会对宏观金融形势的看法，认为金融市场的形势已经恶化，更紧张的信用状况和更高的不确定性有可能遏制经济的继续增长。在这种情况下，尽管最近的统计数据说明经济仍然维持温和增长态势，联邦公开市场委员会仍判断经济增长的下降风险已稍有增加。委员会正在监测这一形势，并预备为减轻金融市场失控引发的经济增长减缓而采取措施。它试图通过宣称经济增长可能存在问题，逐步转变以往的倾向，尽管没

有明确说明它对经济增长目标的关注已超过对通货膨胀的关注，但已清晰地暗示出关注前者的中心地位；并为降低联邦基金利率奠定了基础。

同时，它还临时改变初级信用贴现窗口的规则，直到市场流动性有实质性改善，以应对可能爆发的流动性危机。美联储这些努力在短期内有效缓解了市场流动性不足的困境，但要想让那些由于市场波动而蒙受损失的风险厌恶的投资者恢复对以次级贷款为基础资产的 MBS 及 CDO 等产品的信心，则仍需时日。总之，各国央行的上述措施旨在维持金融市场稳定，当此次危机对住房投资和居民消费等实体经济产生进一步负面影响时，可能不得不采取更为有效的措施。

自2007年9月18日起，美联储7次降息，降息幅度达325个基点，其中有两次的单次降息幅度为75个基点。自上世纪80年代前半叶，采用联邦基金利率作为货币政策操作目标以来，还是第一次出现这样的情况。除大幅降息外，美联储还多次向市场注入流动性，并扮演“最后贷款人”的角色。自上世纪30年代以来美联储首次向贝尔斯登提供流动性，突破了仅向存款类金融机构提供流动性支持的传统做法。

美联储和美国财政部官员在市场恐慌时立即站出来对美国经济的基本状况做出乐观评价，指出整体房屋贷款市场依然健康，抵押贷款质量依然上佳，美国经济仍然十分强劲。这些表态对金融市场信心的恢复起到了重要作用，避免了危机的进一步扩大和市场的过度反应。

除央行外，美国其它部门也陆续采取各类措施，缓解次级贷款的压力。2007年8月27日，Ginnie Mae 宣布取消由退伍军人事务部提供担保的房屋贷款规模的限制，允许规模在41.7万美元以上的房屋贷款进入资产池，并以此为基础资产发行由 Ginnie Mae 提供担保的 MBS。这项措施可以增加由 Ginnie Mae 担保的 MBS 供给量，但是，由于其贷款规模往往很小，因此，它对 MBS 市场的影响可能相当微弱。

2007年8月31日，美国总统布什宣布了一系列措施，以缓解次级贷款危机，其中最受关注的是联邦住房协会保障计划(Federal Home Association Plan)。该计划允许那些在利率重置期前没有出现延迟支付而在利率重置之后面临延迟支付的借款人从该计划取得贷款进行再融资。此项计划为浮动利率借款人在面临利率重置时获得再融资提供了可能。但是，由于次级贷款的复杂特征（比如大部分次

级贷款被证券化以后，决策者不再是原始贷款人而是贷款服务机构），以及次级贷款抵押品双重留置权的存在（不同留置权的拥有者利益不可能协调一致），它在缓解次级贷款危机上的成效仍有待观察。因为此项计划要求申请再融资的借款人具有完整的收入证明文件以及债务收入比不得超过 41%，因此，它只适用于资质较好的次级贷款借款人，这在一定程度上削弱了其政策效果。

美国国会也讨论向银行及其他抵押贷款机构实施限制性措施，防止更多人因无力还贷而丧失抵押品赎回权，包括对浮动利率抵押贷款借款人的还款能力在整个贷款期限内进行全程评估，而不是只在放贷初期进行评估。住房和城市发展部建议，联邦国民抵押贷款协会(Fannie Mae)和联邦住房抵押贷款公司(Freddie Mac)等大型抵押贷款机构应考虑给予那些经济困难的借款人更多时间来偿还贷款，对部分次级抵押贷款商采取惩罚性措施，以减少住房收回案件，安定民心，防止消费快速降温。两大住房抵押贷款公司也在市场低迷的时候折价购入大量抵押贷款，并将其证券化后以较高折扣推向欧洲和新兴市场。联邦国民抵押贷款协会还推出了援救贷款计划，向那些无力偿还目前贷款的美国人提供贷款帮助，保住他们的房子。

在危机的冲击下，美联储已明显地将其对通胀的关注转变为对金融稳定的关注，试图通过稳定金融来稳定宏观经济增长。金融体系基本恢复稳定。大幅降息也给流动性过剩的金融市场带来新的压力，导致美元贬值和油价上升，并造成通胀压力。

从美联储的政策干预，可以得到如下启示：一是政策实施时机要及时、果断。一旦金融动荡有可能威胁宏观经济目标时，货币政策一定要及早反应；否则，最终需要采取更大措施才能奏效，甚至有可能产生灾难性的后果。二是政策实施力度较大，为避免金融动荡向实体经济传导，必须加大政策力度，减缓宏观经济风险。未来，次级贷款危机如何发展，既取决于房价走势与次级贷款的规模、结构变化，也取决于如何对次级贷款进行制度调整以及监管部门的干预行为。

2. 美国房价走势及危机的发展趋势

根据高盛等多方面的分析，除受次级贷款危机通过供给增加和需求减少带来的下跌压力外，美国房价的总体水平仍被高估了 13%至 14%，最悲观的估计甚至高达 50%。这意味着美国房价仍存在进一步下跌的空间（图 32）。房价是否

持续下跌、下跌空间等成为未来观察这场危机发展态势的主要指标。因为房价如果继续下跌，将进一步推动次级贷款以外的优级贷款及 ALT-A 贷款、商业地产违约率上升，以及信用卡、汽车贷款等消费贷款违约率的上升，恶化消费信贷市场，使得消费水平萎缩，加重危机的程度和影响。

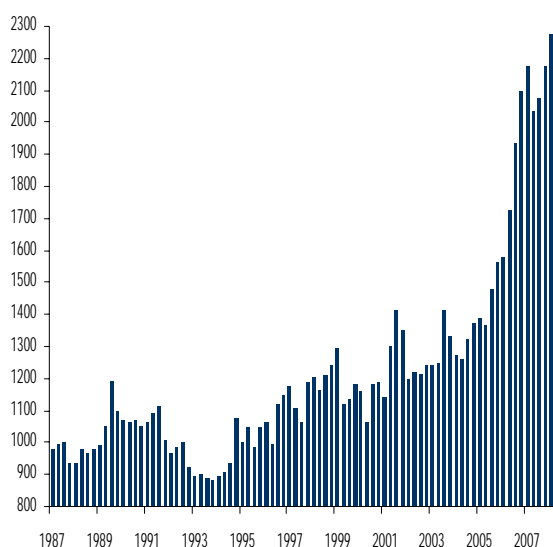
图 32 美国房价三个月移动平均线 (000 个单位)



资料来源：美林证券研究部

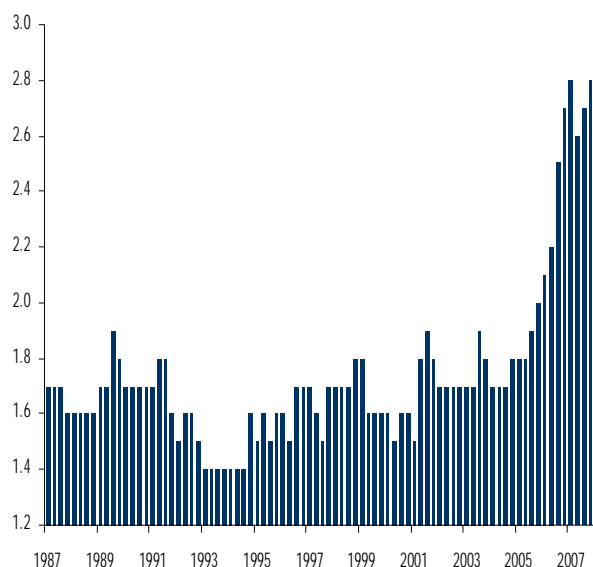
对于房价走势的判断，可从销售中房屋年度总空置率和已售房屋空置率中发现端倪。这两项指标目前均达到 1987 年以来的最高点（图 33、34），说明房屋供给仍然远大于市场需求。

图 33 销售中房屋年度总空置率 单位：千



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

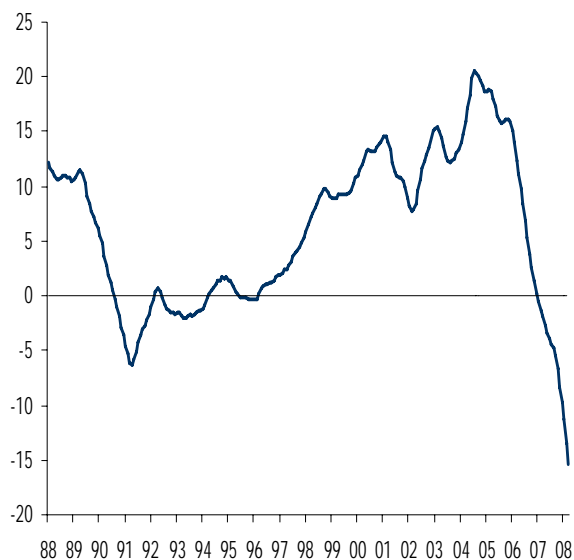
图 34 已售房屋空置率



资料来源：美国抵押贷款银行家协会

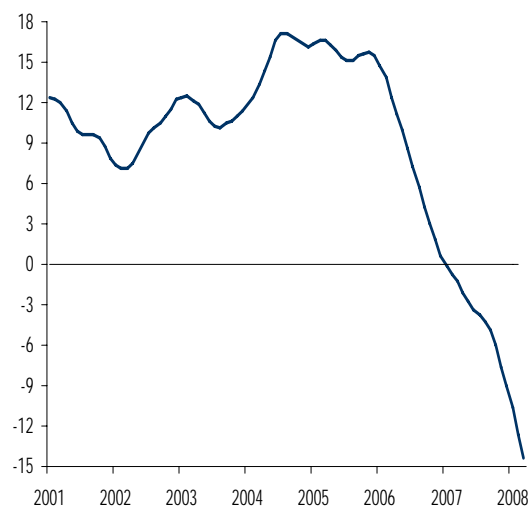
10 大城市 Shiller 综合房价指数、20 大城市 Shiller 综合房价指数（图 35、36）显示大城市房价普遍大幅下跌，而且跌势远未结束。

图 35 10 大城市 Shiller 综合房价指数



资料来源：美林证券研究部

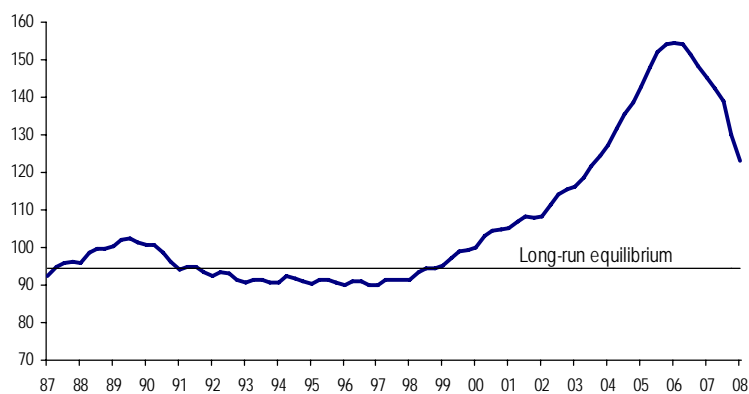
图 36 20 大城市 Shiller 综合房价指数



资料来源：美林证券研究部

图 37 则显示出美国房市偏离长期均衡价格 30%左右的水平，存在较大调整空间。如果这次调整到长期均衡价格的话，那么无论从时间还是空间而言，危机都还远未结束，房市可能会出现长期萎缩。

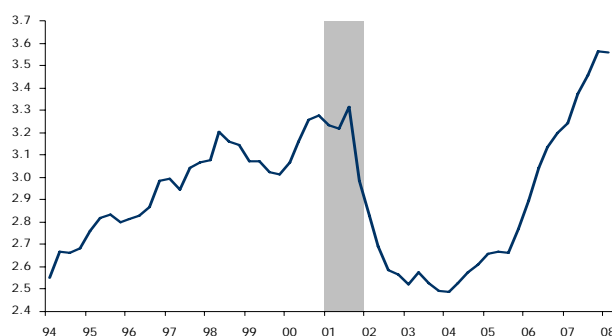
图 37 美国房市仍偏离长期均衡价格



资料来源：美林证券研究部

值得高度关注的是商业地产也可能存在与抵押贷款同样的风险，它占 GDP 的比重从 2004 年以来也加速上扬，达到最高点（图 38）。而一旦市场发生逆转，它可能成为第二只扔下的靴子。

图 38 美国商业地产占 GDP 之比



资料来源：美林证券研究部

此外，次级贷款在证券化基础资产中比重的提高，以及浮动利率贷款在次级贷款中比重的提高，使利率重新设定对判断次级贷款危机走势有重要意义。重新设定利率的浮动利率房贷规模除 2007 年中后期出现高峰外，2008 年 3 季度仍可能存在新的高峰，意味着次级贷款的违约率和损失率仍有继续上升的可能，而联邦政府冻结利率重置并不能改变借款人无力还贷或不愿还贷的状况。

六、美国次贷危机对国际金融体系和中国金融稳定的影响

1. 美国次贷危机对国际金融体系的影响

为维护资产负债的平衡，银行收缩信贷，以应付房产金融产品市值下降。信贷紧缩不仅加大购房者的还款压力，造成更多的房地产抵押贷款违约，导致房产市值及相关金融产品市值进一步缩水。因此，未来几年，房价持续下跌，次级贷款市场、以此为基础的各类抵押债券及结构产品市场等都将萎缩，信用违约掉期业务（credit default swap,CDS）的损失也可能释放，引发新的市场震荡。

这场危机之所以持续扩大，规模也难以预测，一方面是因为各种结构性交易主要通过场外方式交易，缺乏透明度；另一方面，则因为它涉及各类金融创新，使得全球金融市场体系因过度的财务杠杆而陷入流动性困境。但这次危机仅为现有金融市场体系危机的导火线。20世纪90年代以来，美联储采取持续、大幅的低利率政策，为全球的流动性创造提供了宽松条件，成为全球流动性过剩的主要根源。正是由于美元主导的国际货币供应泛滥，使得国际资本持续流入美国，东亚和石油美元持有者成为主要的资本输出者和美元资产的持有者。

目前，为避免金融机构因流动性危机造成金融市场的震荡，美联储不断采取的措施恰恰又是造成这一危机的根源，即持续注入流动性，并大幅降低利率。显然，这种措施不可能化解因信用风险造成的危机，但它可以将危机的冲击转移至其它的美元持有者身上，因为这些政策造成的美元弱势将使得美联储及美国金融机构的债务缩水。而这无疑将增加全球金融市场和国际货币的不稳定性，加剧金融市场的震荡，削弱美元的国际信用，造成世界经济格局新的不平衡。

同时，对冲基金、银行等参与各种次级贷款相关的金融产品交易，使得跨境资本流动成为金融全球化的主要表现形式。由于这种交易主要采用场外交易方式，资本的跨境流动就必定使得监管者与市场参与者之间天然地存在信息不对称、监管滞后、缺乏协调机制等缺陷，从而为放大风险的冲击提供了制度基础。这次危机中，明显暴露出美联储与市场机构间的信息不对称，它获得的信息总是落后于市场，其行为也总是为市场所精确预期，政策的有效性也大打折扣。

此外，美联储对于加强国际间监管尤其是与新兴市场国家的协调缺乏足够的主动性和积极态度，从而使得全球性的进一步经济调整与经常性的金融震荡不可避免，成为国际金融体系不稳定的主要因素之一。

2. 美国次贷危机对中国金融稳定的影响

由于金融全球化加剧，中国金融市场与国际金融市场的联动性日趋明显，受次级贷款危机的冲击日益明显，主要反映在以下几方面：

其一，中国经济已经融入世界经济体系，受国际经济波动的影响十分突出。尤其是世界第一大经济体的美国出现次级贷款危机，采取了一系列的政策干预措施，其货币政策直接对中国的宏观调控的走势、政策选择和政策力度等产生影响。这些影响金融市场的预期，并诱致了国内金融市场的波动。

其二，国际资本通过对冲基金和私人股权投资基金等形式跨境流动。与 1998 年亚洲金融危机时情形大不相同的是，中国已完全开放经常项目，资本跨境流动的监管已十分困难。境外资本采取各种手段，通过各种形式的经常项目流入境内，这从近几年急剧上升的短期外债可见一斑，短期外债已经超过 60%，大大超过国际警戒线。国际收支平衡表中“误差与遗漏”项下的资本也急剧增加。由于对外资开放了 QFII，允许其投资 A 股市场。越来越多的境外投资银行在华开展投资活动，而借投资银行的 QFII 通道流入的对冲基金也不在少数。

其三，A 股与 H 股之间的比价关系直接影响 A 股的定价水平。每当香港 H 股受欧美市场波动的影响时，A 股市场就不可避免地产生联动反应。这种事实上的定价机制的联动已经成为联系 A 股市场与境外市场的主要方式。

最后，全球金融市场的剧烈波动在很大程度上对中国投资者的心理也产生影响，影响其市场预期。而且全球市场的投资者也对中国因素的关注越来越明显，对中国经济增长的持续性可能对全球经济增长以及企业盈利的前景日益重视。因此，中国经济及金融市场的波动也相应对全球市场的投资产生一定的影响。应该说，这种影响是客观存在的、相互传递的、多途径的，也是目前中国管制资本的条件下形成联动的主要形式。比如外资机构以研究报告、研讨会、访谈等形式发布各种意见，影响市场预期。这种“信息提供”已成为外资机构影响中国金融市场预期和估值方法的主要手段。其弊端与 A 股发行定价制度上的缺陷结合，直接影响了投资者的定价预期。

七、美国经济发展趋势展望

1929 年，当时，尽管有无线电的普及，美国经济在遭遇大萧条的打击后，复苏过程也持续了 10 年之久，在 1932 年才到谷底。即使 20 世纪 50 年代中期，二战后的经济高速增长时期，也未达到 1929 年的峰值水平（见图 39）。

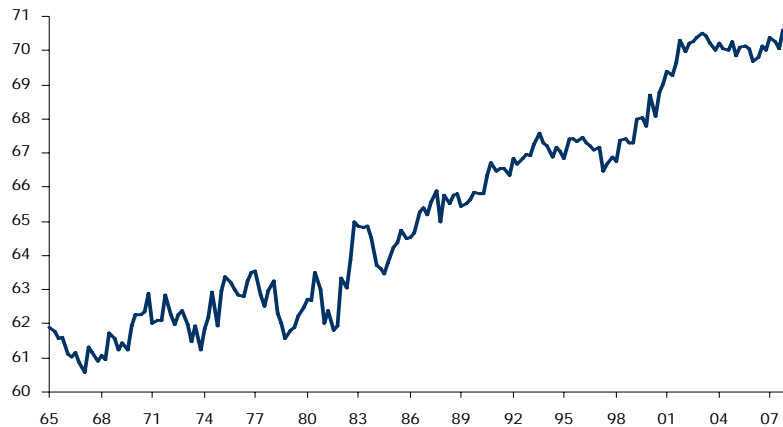
图 39 美国经济复苏之路



资料来源：美林证券研究部

展望未来十年，影响美国经济增长的两大因素，储蓄率和消费都将受人口年龄结构老化的影响而发生变化。2007年，消费支出占美国GDP超过70%的水平，成为其经济增长的主要动力（图40）。

图 40 美国消费支出占 GDP 之比

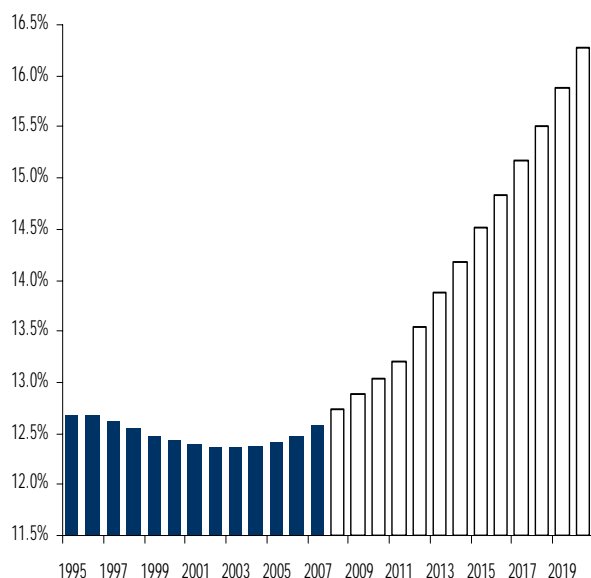


资料来源：美林证券研究部

65岁以上的存款人占总人口的比例将加速上升到2019年的16.5%（图41）。而作为主要消费者的25-40岁之间的人群在总人口中的比例，则持续下降至20%左右（图42）。一方面，过低的储蓄率会有所改善，另一方面，消费需求的增速则

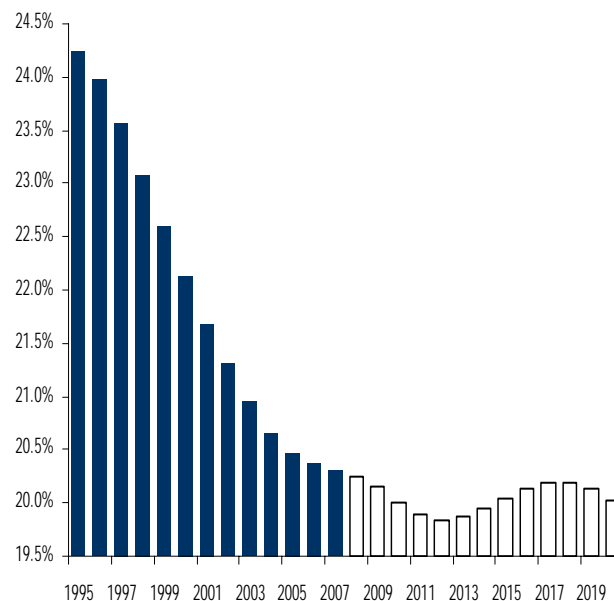
会下降,因为 65 岁以上的人口显然比 40 以下的人群具有更低的消费倾向。

图 41 存款人 (65 岁以上)



资料来源:美林证券研究部

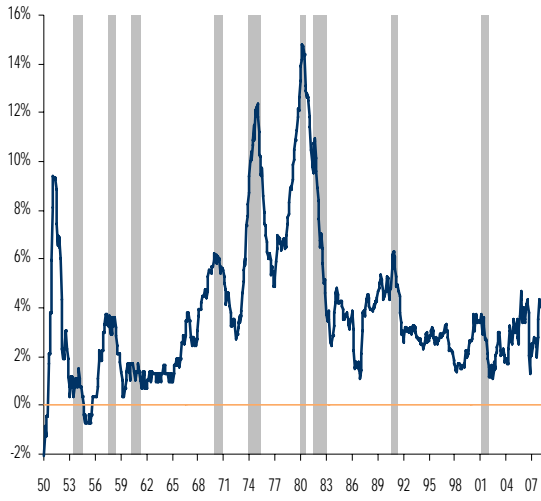
图 42 主要消费者 (25-40 岁)



资料来源:美林证券研究部

面临全球性大宗商品尤其是石油和粮食价格大幅上涨,世界经济在 2008 年普遍增速下滑,美国经济是否出现 20 世纪 70 年代那样的滞胀呢?一方面,美国 CPI 指数自 20 世纪 80 年代以来,大部分时间都保持在 5% 以下的水平(图 43),远低于 20 世纪 70 年代持续至 80 年代初超过 6% 甚至高达 16% 的水平。而核心 CPI 指数自 20 世纪 90 年代以来则保持在 4% 以下,远低于 20 世纪 70 年代末 80 年代初 6% 以上甚至高达 14% 左右的水平(图 44)。另一方面,美国非农业生产率自 2006 年走出低谷,在 2008 年超过 3%,与 20 世纪 70 年代、80 年代低于 1% 的情形完全不同(图 45)。由此可见,美国经济目前并不具备滞胀的条件,只是出现了个别基础商品大幅上涨,经济增速减缓的态势。

图 43 美国年度 CPI 指数



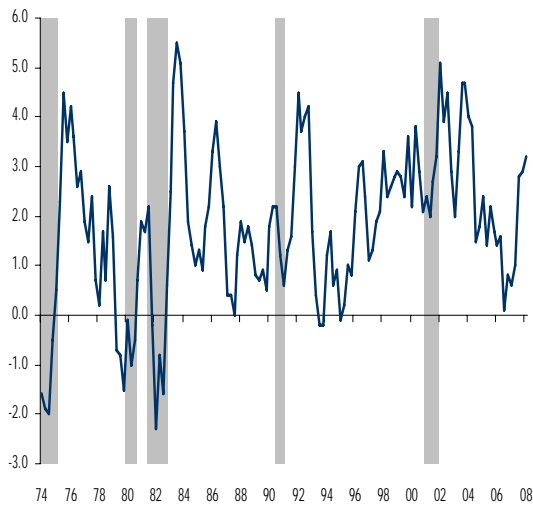
资料来源： Bureau of Economic Analysis

图 44 美国年度核心 CPI 指数



资料来源： Bureau of Economic Analysis

图 45 美国非农业生产率



资料来源： Bureau of Economic Analysis

八、美国次贷危机对中国的启示

美国次贷危机对于我国金融市场和房地产市场发展至少提供以下启示：

第一，房地产市场的发展模式需要反思，并澄清政府在这一市场中的地位

与作用。考虑借款人的不同信用,分离低收入阶层到房屋租赁市场和廉租市场。由于低收入阶层的信用风险一般较高,且对利率和房价较为敏感,严重依赖商业银行获得房屋抵押贷款,无疑将增加系统性风险。一方面,为保障低收入阶层的居住权,急需发展和健全房屋租赁市场和廉租市场予以配合。而这一目标须与其它制度如个人及家庭财产的申报及登记制度与相应的税收监管制度配合,才可真正得以落实。另一方面,为防范银行系统的风险,则需严格控制商业银行对房屋贷款的发放标准及比例,限制预售期房的抵押贷款及开发贷款。

第二,房地产金融体系需要重新设计,将遏制房价泡沫与控制银行风险相结合。当房地产开发、经营、消费活动都依赖于商业银行贷款时,房地产市场与商业银行将一荣俱荣,一损俱损。为降低房地产市场波动对商业银行的负面影响,在转变房地产融资模式和加强创新的同时,需注重加强商业银行内部控制,严防贷款质量下降和房地产市场的风险转移。为此,应鼓励房地产开发企业在资本市场通过股票、债券进行直接融资;改革各地的住房公积金组织及管理体制,尽快组建政府支持的住宅抵押贷款银行及住宅抵押贷款证券化机构已经迫在眉睫。

第三、在设计金融市场体系尤其是发展金融衍生品时,须充分认识到衍生品的两面性。金融衍生品既有分散风险的功能,也有放大风险的作用。如“住宅抵押贷款支持证券”(MBS)、“担保债务凭证”(CDO)等信用衍生品,为贷款人提供流动性以及降低融资成本,并通过重新分配风险满足投资者的不同偏好。信贷资产证券化还有效地缓解风险过度集中于银行体系的状况。因此,金融创新仍需继续推动。同时,还应对衍生品市场的发展加强监管,严控风险,如在制定各种政策时,严格控制杠杆交易的上限,避免利用杠杆效应过度,避免单一市场风险向其它市场传染。

第四,加强监管的全球性协调。对冲基金、混业经营条件下的银行等机构,在金融市场的全球化活动以及危机向全球蔓延的特点,再次将监管的全球性协调提到重要位置。美国在此问题上的态度已经明显地影响着全球金融体系的稳定性。发展中国家的资本项目管制短期内也许避免直接冲击,但并不能完全避免其负面影响。因此,不能对此存有侥幸心理,而应采取更为积极的措施,加强金融监管的全球协调。

第五，不能高度依赖房地产业来拉动经济增长。过去那种高度依赖房地产业来拉动经济增长，尤其是将土地出让金作为地方政府主要收入来源之一，则可能扭曲地方政府在经济发展中的作用，扭曲经济增长的拉动因素，过早加大要素成本，降低经济的整体竞争力，甚至诱发社会矛盾。

主要参考文献

- 1、花旗集团 2007 年、2008 年研究报告
- 2、高盛集团 2007 年、2008 年研究报告
- 3、美洲银行 2007 年、2008 年研究报告
- 4、瑞士银行 2007 年、2008 年研究报告
- 5、美国 Black Rock 资产管理公司 2007 年、2008 年研究报告
- 6、富国银行 2007 年、2008 年研究报告
- 7、美林证券 2007 年、2008 年研究报告
- 8、纽约联邦储备银行 2007、2008 年研究报告
- 9、美国联邦存款保险公司 2007 年、2008 年研究报告
- 10、国际货币基金组织 2007 年、2008 年研究报告
- 11、美国联邦储备委员会 2007 年、2008 年货币政策报告
- 12、美国抵押贷款银行家协会 2007 年、2008 年研究报告
- 13、美国固定收益证券协会 2007 年、2008 年研究报告
- 14、美国金融风险管理协会 2007 年、2008 年研究报告
- 15、Joseph Stiglitz, 2006, Making Globalization Working, WW Norton & Co Ltd

载中国社会科学院经济学部《中国经济研究报告》2008 年

8 月 5 日第 69、70 期