



English

下载中心

首页

网站地图

关于 IWEP

研究课题

研究人员

研究成果

数据库

出版物

媒体报道

研讨会/讲座

时评

[HTTP://WWW.IWEP.ORG.CN](http://www.iwep.org.cn)

《中国外汇》2007年第10期

## 房地产泡沫如何埋下次级债危机的种子

国际金融研究室 张明

本轮美国次级债危机已经演变为自1998年长期资本管理公司破产以来全球资本市场面临的最严重危机。危机的演进遵循三个严丝合缝、环环相扣的风险链条，即房地产市场繁荣导致抵押贷款标准放松和抵押贷款产品创新、证券化导致信用风险由房地产金融机构向资本市场传递，以及基准利率提高和房地产市场疲软成为危机爆发的导火索。

## 房地产市场繁荣导致贷款条件放松和贷款品种创新

自网络股泡沫带来的股市繁荣在2000年前后破灭之后，美国经济陷入衰退。为了刺激总需求增长，美联储在很短时间将联邦基金利率从6.5%调低至1%，创造历史新低的利率水平直接促进了美国房地产市场从2001年到2005年的繁荣。

在市场繁荣时期，房地产金融机构在盈利动机的驱使下，产生了强烈的扩大住房抵押贷款供给的冲动。在基本满足了优质客户的贷款需求后，房地产金融机构逐渐把眼光投向原本不够资格申请住房抵押贷款的潜在购房者群体，即次级抵押贷款市场和Alt-A市场。

美国房地产金融机构有三项指标来区分客户质量，第一项指标是客户的信用记录和信用评分，第二项指标是借款者的债务与收入比率(Debt to Income Ratio, DTI)，第三项指标是借款者申请的抵押贷款价值与房地产价值比率(Loan to Value Ratio, LTV)。一般而言，信用评分低于620分、DTI超过55%，以及LTV超过85%的借款者被划分为次级抵押贷款申请者，此外，借款者在申请次级抵押贷款时，也不必向房地产金融机构出具收入证明文件。相比之下，优质贷款(Prime Loan)申请者的信用评分在660分之上，而且必须提供全套收入证明文件，Alt-A贷款申请者的信用评分在620-660分之间，或者满足优质贷款申请者的所有条件，但是不愿意或不能够提供全套收入证明文件者。

由于次级抵押贷款相对于优质抵押贷款未来还本付息的违约率更高，因此房地产金融机构提供次级抵押贷款的利率也相应较高。对于房地产金融机构而言，在一个上升的房地产市场环境中，发放次级抵押贷款的诱惑要强于优质贷款。而对于投资者而言，在房地产市场繁荣时期，申请次级抵押贷款的诱惑力也相当之大。

针对次级债申请者大多收入水平较低的特点，房地产金融机构开发出多种抵押贷款品种。所有这些次级债产品都具有一个共同特点，即最初几年还款利率很低，这被称为诱惑性利率(Teaset)，而一旦几年后利率重新设定或本金重新计算，那么借款者的还款压力将会骤然上升。一般而言，重新设定后的还款利率是低收入阶层根本应付不了的，而借入ARM贷款的大多数借款者也根本没有想过要从头到尾地偿还ARM。他们的理想算盘是，一旦原来的ARM利率进入重新设定期，他们就会通过借入新的ARM合同来提前偿还旧合同(Refinancing)，或者直接出售房地产来提前还款。

近年来美国次级债市场繁荣的基础是不牢固的。其一，很多借款者签订了自己未来根本不可能偿还的可调整利率贷款，他们防止违约的唯一途径是重新获得贷款或者出售房地产，但是这建立在房地产市场持续繁荣的前提之上；其二，房地产市场不可能永远繁荣，房地产市场周期往往和基础利率变动负相关。

由于美国经济从2003年开始全面复苏，通货膨胀压力重新显现。为此，美联储从2004年6月到2006年6月的两年时间内连续17次上调联邦基金利率，目前保持在5.25%的水平上。基准利率的上升逐渐刺破了美国房地产市场泡沫。雪上加霜的是，基准利率的提高使得住房抵押贷款的利率相应上升，使得潜在购房者望而却步，进一步压缩了住宅房地产市场的需求。同时，伴随着在2004年至2005年新增次级抵押贷款的合同进入利率重新设定期，借款者面临的还款压力骤然增加，他们在房价下跌的环境下很难获得新的抵押贷款，即使出售房地产也不能偿还本息，于是只有违约一条路可走。2006年大约有4000亿美元的ARM进入重新设定期，而2007年大约有1万亿美元的ARM面临重新设定。

次级抵押贷款违约率上升造成的第一波冲击是提供次级债的房地产金融机构。由于房地产金融机构不可能将所有抵押贷款证券化，因此它们必须承受停留在自己资产负债表之上的未实施证券化的债权的违约成本。大量的次级债供应商纷纷倒闭或申请破产保护，这以2007年4月美国第二大次级债供应商新世纪金融公司(New Century Financial)申请破产保护为代表。

次级抵押贷款违约率上升造成的第二波冲击是购买信用评级较低MBS和CDO的对冲基金和投资银行。按照证券化产品的现金分配规则或损失承担规则，一旦抵押贷款发生违约，那么中间级和股权级债券必须率先承担损失。抵押贷款违约率上升导致中间级或股权级MBS和CDO的持有者不能按时获得本息偿付，造成这些产品的市场价值缩水，从而恶化了对冲基金和投资银行的资产负债表。一旦对冲基金的投资组合遭受严重损失，对冲基金就会面临投资人的赎回压力、商业银行的提前回收贷款压力，以及中介结构的追加保证金要求，从而被迫抛售优质资产，甚至破产解散。目前已经有大量的对冲基金宣布停止赎回或濒临解散。这以贝尔斯登和巴黎银行旗下的对冲基金为代表。

次级抵押贷款违约率上升造成的第三波冲击是购买信用评级较高的MBS和CDO的商业银行、保险公司、共同基金和养老基金等。按理说，次级债违约率上升尚未影响到优先级MBS或CDO的偿付，不会造成任何损失。但是，由于较低级别的MBS和CDO发生违约，评级机构在调低该级别产品的信用评级时，也会对优先级产品面临的风险进行重新评估，这些产品的信用评级可能被调低，市场价值也相应缩水。尤其对于商业银行而言，由于一方面自身持有的优先级产品面临损失，另一方面对冲基金用于申请贷款而作为抵押品的中间级和股权级MBS和CDO发生更大程度的缩水，造成银行的不良贷款比重上升。

一旦机构投资者遭受损失，它们的理性对策就是出售一部分非流动性资产，提高自己资产组合中的流动性水平，以应对未来的风险和赎回压力。一旦资本市场上所有机构投资者都抛售非流动性资产，那么就会造成两个结果，一是全球固定收益产品市场和股票市场大幅下跌，二是市场上流动性趋紧，甚至形成信用紧缩(Credit Crunch)的局面。第一个结果目前已经在全球资本市场上表露无遗，第二个结果正是全球主要发达国家在8月份之内向市场上注入超过5000亿美元流动性的直接原因。

推荐好友

### 相关文章

- 陈北 人民币汇率破“7”后中国房地产业走势 《国际融资》2008年第5期 (2008-5-14)
- 张明 论次贷危机对中国主权财富基金带来的机遇与挑战 2008年4月22日 (2008-5-6)
- 冯维江、何帆 日本股市与房地产泡沫起源及崩溃的政治经济解释 《世界经济》2008年第1 (2008-3-4)
- 张明 主权财富基金成了救火队 《世界知识》2008年第03期 (2008-2-19)
- 何帆 次级债危机：主权基金的一次机会（下） 《第一财经日报》2007年12月25日 (2007-12-25)

[院首页](#)

[网站声明](#)

[会员登录](#)

[联系我们](#)

[下载中心](#)

[院图书馆](#)

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024\*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号