



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

## 热点研究

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

《求是》2007年第20期

## 美国次级债危机是如何酿成的

世界经济与政治研究所所长助理 何帆

国际金融研究室 张明

近期，美国次级债危机引起全球关注。实际上，2006年下半年美国的次级债市场已经出现不祥的征兆，至今年4月逐渐引起人们的关注，到8月升级为席卷全球资本市场的“完美风暴”。美国次级债供应商纷纷破产，全球对冲基金大面积宣布解散或停止赎回，跨国投资银行和商业银行普遍发出盈利预警，主要股票市场指数应声而跌。截至8月31日，发达国家中央银行已向市场上注入超过5500亿美元的流动性资金，注资的广度和规模前所未有的。美国次级债危机的程度究竟有多大，一时尚难论定，但其影响将是深远的。分析美国次级债危机的来龙去脉，有助于更加深入地理解危机和总结经验教训。

## 深层原因一：宽松的贷款标准和创新的贷款品种

触发此次金融危机的导火索是美国房地产的次级抵押贷款市场。在住房抵押贷款市场上，所谓的优质贷款市场主要是面向信用等级高的优良客户；而次级贷款市场(Subprime Market)主要面对那些收入较低、负债较重的人，其中大多是中低收入阶层或新移民。“ALT-A”(Alternative A)贷款市场则是介于二者之间的庞大灰色地带，主要面向一些信用记录不错但却缺少固定收入、存款、资产等合法证明文件的人。2001-2005年间，美国房地产市场进入繁荣期。房地产金融机构在盈利动机的驱使下，在基本满足了优质客户的贷款需求后，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。

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，这是因为：第一，次级抵押贷款的收益率更高；第二，虽然次级抵押贷款的违约率更高，但只要作为抵押品的房地产价值上升，一旦出现违约，房地产金融机构就可以没收抵押品，通过拍卖而收回贷款本息；第三，房地产金融机构可以通过证券化，将与次级抵押贷款相关的风险完全转移给资本市场。据统计，在美国2006年新发放的抵押贷款中，优质贷款只占36%，而次级债却占到21%，ALT-A贷款占25%。2001年美国次级债总规模占抵押贷款市场总规模的比率仅为5.6%，至2006年已上升到20%。

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。2006年新增次级抵押贷款中，90%左右是可调整利率抵押贷款；其中大约2/3属于2+28混合利率产品，即偿还期限30年，头两年以明显低于市场利率的固定利率计息，第三年利率开始浮动，并采用基准利率加风险溢价的形式。这意味着几年后借款者的还款压力会骤然上升，很可能超过低收入还款者的承受能力。

## 深层原因二：风行的证券化和偏高的信用评级

证券化是20世纪金融市场最重要的创新之一。房地产金融机构为了迅速回笼资金，以便提供更多笔抵押贷款，可以在投资银行的帮助下实施证券化，将一部分住房抵押贷款债权从自己的资产负债表上剥离出来，以这部分债权为基础发行住房抵押贷款支持证券(MBS)。借款者未来偿还抵押贷款所支付的本息，就成为房地产金融机构向MBS购买者支付本息的基础。而一旦房地产金融机构将MBS出售给机构投资者，那么与这部分债权相关的收益和风险就完全转移给机构投资者了。

根据抵押贷款的资产质量的差异，房地产金融机构会发行几种完全不同的债券，通常包括优先级、中间级和股权级。相应的现金流分配规则为：首先全部偿付优先级债券，如有富余再偿付中间级债券，最后偿付股权级债券。由于收益分配和损失分担的顺序不同，这些债券获得的外部信用评级就不同。优先级债券往往能够获得AAA评级，债券收益率较低，购买方多是风险偏好较低的商业银行、保险公司、共同基金、养老基金等。中间级债券收益率较高，购买方多是风险偏好较高的对冲基金和投资银行。股权级债券往往没有信用评级，债券收益率最高，通常由发起人持有，有时也出售给对冲基金和投资银行。

投资银行以中间级MBS为基础发行的债券，被称为担保债务权证(CDO)。经过层层包装，优先级CDO大多能够获得AAA评级，重新赢得稳健型机构投资者的青睐；股权级CDO的风险虽然大于中间级MBS，但因能够获得更高的回报率，常常得到投机性机构投资者的追捧。

值得注意的是，信用评级机构的收入是基于所评级证券的金额，而不是信用评级能否真实地反映相关信用风险。在市场繁荣时期，信用评级机构为了承揽更多的业务，有时候通过提高信用评级的方式来讨好客户，这意味着信用评级机构主观上降低了信用评级的标准。此外，由于证券化产品过于复杂，很多机构投资者对证券化产品的定价缺乏深入了解，完全依赖产品的信用评级进行投资决策。最终的结果是，证券化产品偏高的信用评级导致机构投资者的非理性追捧，最终导致信用风险的累积。

触发因素：基准利率上升和房价下跌

21世纪初始，时任美联储主席格林斯潘一直采取降低利率的方式刺激经济增长，大量的流动性资产涌入金融市场，导致资产价格泡沫化。但是，随着2003年美国经济的全面复苏，通货膨胀压力重新显现。美联储为此从2004年6月起两年内连续17次上调联邦基金利率，逐渐刺破美国房地产市场泡沫。2005年夏末，房地产价格上升势头忽然中止；2006年，美国房地产进入市场修正期，至8月房地产开工指数同比下降40%；2007年，住宅房地产销售量和销售价格继续下降，二手房交易的下跌程度为1989年以来之最，二季度整体房价甚至创下20年来的最大跌幅。与此同时，2004-2005年发放的次级抵押贷款合同，至2007年进入利率重新设定期，借款者面临的还款压力骤然增加，房价却仍在不断下跌。这些借款者很难获得新的抵押贷款，即使出售房地产也偿还不了本息，剩下只有违约一条路可走。

次级抵押贷款违约率上升造成的第一波冲击，针对的是提供次级债的房地产金融机构。房地产金融机构不可能将所有抵押贷款证券化，它们必须承受违约成本，因为债权停留在自己资产负债表上而未实施证券化。以2007年4月美国第二大次级债供应商新世纪金融公司申请破产保护为代表，大量的次级债供应商纷纷倒闭或申请破产保护。第二波冲击，针对的是购买信用评级较低MBS、CDO的对冲基金和投资银行。抵押贷款违约率上升导致中间级或股权级MBS、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，恶化了对冲基金和投资银行的资产负债表。对冲基金面对投资人赎回、商业银行提前回收贷款的压力，以及中介机构追加保证金的要求，被迫抛售优质资产，甚至破产解散。目前，大量的对冲基金已宣布停止赎回或濒临解散，其中以贝尔斯登和巴黎银行旗下的对冲基金为代表。第三波冲击，针对的是购买信用评级较高的MBS、CDO的商业银行、保险公司、共同基金和养老基金等。当较低级别的MBS、CDO发生违约，评级机构也会对优先级产品进行重新评估，调低其信用级别。尤其对商业银行而言，不仅所持优先级产品市场价值缩水，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、CDO也发生更大程度的缩水，造成银行不良贷款比重上升。

问题在于次级债市场出现危机后，有可能进一步波及公司债市场。很多银行手中积压着大量无法出手的债券。公司债市场低迷无疑会影响到企业的融资成本。过去几年美国企业的破产率非常低，2006年破产企业只占0.6%；但从历史上

看，较为合理的水平应该在2.5%—3%。很多企业之所以经营不佳却仍能够表面风光，实际上是仰赖流动性资产过剩；一旦流动性资产枯竭，将会有更多的企业无力支撑，被迫出局。

如果机构投资者遭受损失，其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。如果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8月间向市场注入超过5500亿美元流动性资金的直接原因。

尽管过去十年金融市场历经多次风险却都化险为夷，但这次危机的性质不仅仅是流动性短缺，而是家庭和企业的过度负债所致。很多家庭和企业已面临资不抵债，仅提供临时性的流动性资金支持，一时难以挽救。况且，全球范围内通货膨胀抬头，无疑制约着各国央行通过降低利率或提供大量流动性资金托市。

推荐好友

#### 相关文章

- ▣ 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)
- ▣ 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)
- ▣ 何帆 次级债危机：主权基金的一次机会（上） 《第一财经日报》2007年12月24日 (2007-12-25)
- ▣ 张明 房地产泡沫如何埋下次级债危机的种子 《中国外汇》2007年第10期 (2007-10-24)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

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:010-85126180 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