



关闭 门文章

[2008年1月]浅谈美国“次按危机”始末

【字】 关闭

作者: [刘晓曼] 来源: [本站] 浏览:

2007年金融市场中的大事件莫过于卷起惊涛骇浪的美国次级按揭贷款危机。次按危机,源加息政策导致的房地产市场萧条;追究其扩大的原因,资产证券化难辞其咎。

一、次按危机产生的原因

1990年代末,美国经济繁荣渐进尾声。为了刺激经济复苏,美联储从2001年到2004年连续17最低曾到1%,低利率刺激了房地产市场的发展,房价上扬,抵押贷款市场也随之膨胀。次按就是在优质贷款市场趋于饱和时扩张起来的。次按危机,与次级按揭贷款和资产证券化这两切相关。

(一)次级按揭贷款市场

美国居民住房按揭贷款分为最优贷款、次级贷款和超A(Alt-A)贷款三类。相对于优质贷款级贷款是设计给低收入者的房屋抵押贷款。它有两个特点:一是门槛低,即借款人的信用评高;二是浮动利率,大部分次级贷款在头两年只需要偿还固定利率的利息,两年之后利率跟率浮动。由于次级贷款的借款人信用级别较低,所以次级贷款比优质贷款利率高大约2%~3%危机前,只见升不见跌的房价使贷款机构相信即使借款人不能及时偿还贷款,也能通过处置来弥补贷款。放贷机构对贷款审批极宽松,借款人不管自己实际还款能力如何,只要申报借收入多少,甚至不用提供收入证明就可以贷到款。次级贷款市场似乎变成了掘金桶。为了争益,不仅是专业的国家贷款金融机构,专营次级贷款的金融机构也纷纷成立。而且很多非银构和非银行公司出于迅速进入美国次级贷款市场的考虑,通过大举收购中小银行或按揭公份额。例如2003年汇丰控股收购House hold International(后改名为汇丰融资)、2006年银行收购MortgageIT。[1]

2001年至2005年,美国次级按揭贷款额逐年大幅增加,2005年达到6250亿美元之多,比2001倍。[2]尤其2005年至2006年,是次级按揭贷款的兴旺时期,2006年次级债市场占整个按揭0%的份额,比2001年的规模翻了一番。

(二)资产证券化

资产证券化,就是以未来能产生稳定的现金流的某项在当前没有流动性的资产为基础,将该成某种形式的债券,通过向资本市场出售债券而收回流动性资金。

次级抵押贷款的风险大,放贷机构当然希望减少持有量。对次级贷款发放机构而言,通过出产生来变现增加流动性,使回流资金更多的用来发放新贷款,提高了资产的盈利,实现了风险投资银行把从次级贷款发放机构购买的资产,组合成资产池,然后按次级贷款利息收入的高率大小,把贷款分为不同级别资产打包出售。投行对次级按揭贷款的第一轮证券化设计为住持证券(Mortgage-Backed Secerities, MBS),分为优先级、中间级和股权级三类,风险逐加。对于风险级别较高、缺乏市场的中间级以上的MBS,投行对其的第二轮证券化设计为抵担(Collateral Debt Obligation, CDO)。为使这些高风险债券有所“保障”,投行们创造个用违约掉期(Credit Default Swap, CDS)解决了这个问题。如果有人愿意承担CDO的违约约投资者在承担风险的整个过程中没有任何资金负担,只需要承担CDO的潜在风险便可以得到支付的违约保险金。

通过风险评级机构的精致包装,次级按揭贷款证券成功取得了投资者的信赖。有时基于同一证券化资产可以得到比抵押品更高的风险评级,甚至还可能高于后者。精心包装、身份高贵券吸引了大批基金投资者和对冲基金来购买。

资产证券化,把次级按揭贷款的借款人、贷款发放机构、投资银行、风险评级机构和全球的者串连成为利益相关联的多米诺骨牌,一发动全身。

二、次按危机的开演与落幕

(一)次按危机序幕

自2004年6月美联储开始小幅频繁加息,到2006年6月,美联储共加息17次,基准利率由1%5%。[3]利率上升,导致次级抵押贷款市场的违约率不断攀升,大量借款人丧失房屋抵押权产市场为首的利益链条开始断裂。根据美国抵押贷款银行家协会发布的2007年第一季度房告,次级房贷违约率为13.77%,达到四年的最高水平,新增丧失抵押权率比率达到了2.43%

(二)次按危机正式开演

从次贷借款人违约开始的次级债风波,首先遭殃的是房地产市场,然后由点到面波及银行、全球投资者,最后在金融衍生品的杠杆效应下,扩张到全球。次按危机以2007年4月新世纪金融公司破产正式拉开序幕。此后,次按危机愈演愈烈,全世界金融市场被搅得一片愁云惨淡。

在美国,次按危机首先表现为房地产市场的萧条。紧接着殃及到的是次级贷款发放机构。今年4月2日,第二大次级抵押贷款公司——新世纪金融申请破产保护。8月初,房地产信托投资公司——美国住房抵押贷款公司申请破产保护。8月15日,最大的抵押贷款公司——全国金融公司股价暴跌13%,公司面临破产的危险。8月16日,美国大牌私人股本KKR集团旗下的公司声称在次按危机中的潜在损失可能达到2.5亿美元。此后便是如对冲基金、投资银行以及进行再贷款融资的金融机构。8月5日,华尔街五大投行之一的贝尔思登从事次级房贷的两只对冲基金出现巨额亏损,此项业务的负责人沃伦·斯佩克特辞职。

次按危机对欧洲的影响更多的表现在金融市场。2007年8月9日,法国最大的银行巴黎银行宣布,暂停旗下3只资产型证券投资基金的申购和赎回。接着危机辗转英国,巴莱克公司最先宣布卷入风波。9月14号英国诺森罗克银行(Northern Rock)也宣布卷入次级债危机,遭受了挤兑风波,堪称次按危机在欧洲高潮。截至9月18号,诺森罗克银行遭受挤兑至少约20万英镑,大约在40亿美元左右,约占该行个人存款总额的8%。[5]六天以后,英国央行以“最后贷款人”的身份单独注资给诺森罗克银行化解危机。

亚洲虽然有不少金融机构卷入到次按危机遭受了损失,但是并未出现类似的银行危机。因为亚洲经济对出口的依赖程度相对较高,为了抑制或减缓本币升值以保护出口,亚洲各国央行纷纷出手干预外汇市场。《华尔街日报》披露,韩国央行在31日分三次用本币买入约7亿美元;菲律宾央行在公开市场上买入了约1.5亿美元;香港金管局卖出了约78亿港元以保持港元对美元汇价在一定区间内波动。此外,

国外汇储备  
何加强会计  
国衍生金融  
国有商业银行  
云南农村信  
章  
章  
品市场竞争  
业银行走混  
国存款保险  
国创业板市  
华夏并购案

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW  
Uniting the Global Investment Community

insights... investment biography discover

120+ renowned advisors reveal what to buy and what to sell

Meet face-to-face with top investment experts

Acquire a global market perspective

Discover profitable investment insights...

The WORLD MONEY SHOW  
Uniting the Global Investment Community

insights... investment biography discover

印度、新加坡、马来西亚和泰国央行都采取了类似措施以减缓本币升值速度。[6]

### (三) 次按危机落幕

次级债危机，并未由市场本身的自发性调整来平复，而是在各国的央行主动入市干预下得到舒缓。救援第一步是向市场注入流动性。由于次级按揭贷款违约率上升，投资者赎回，银行紧缩信贷，整个市场流动性趋紧，信心下降。为了稳定市场情绪，从8月9日开始，欧、美、日三大经济体联手向市场注入流动性。截止到8月31日，美联储注资1452.5亿美元，欧洲央行注资6441.55亿美元，日本央行注资467.37亿美元，澳大利亚央行注资151.39亿美元，加拿大央行注资43.68亿美元。[7]救援第二步是美联储降息行动。8月17日，美联储降低了窗口贴现率50个基点至5.75%，但是这一模糊行为只在短时间内提升了市场信心。在美联储真正行动之前，市场对降息的呼声是一浪高过一浪。终于市场的呼声在9月18日得到回应，美联储宣布降低联邦基准利率50个基点，由5.25%降到4.75%，同时再将贴现率下调50个基点，由5.75%降到5.25%。效应马上体现：股市上扬，市场信心增强。由于次按引发的潜在风险随后逐渐发挥威力，时隔42天，美联储在10月31日又再一次将基准利率降低25个基点至4.5%，同时再次将贴现率降低了25个基点至5%。[8]

### 三、关于次按危机的三个争议

次级债危机，在各国央行主动注入流动性和美联储降息的干预之下回暖。回顾在危机的整个过程中，市场对央行是否该注入流动性、美联储是否应该降息、次按危机危害程度到底多大这三方面存在争议。

#### (一) 对各国央行是否应该注入流动性的争议

一方面观点认为，全球各大央行注入流动性只是暂时缓解了目前的状况。但是从长期来看，在全球流动性过剩的大背景下可能为市场投机带来道德风险，无疑对市场流动性过剩的问题雪上加霜。次按危机不过是市场自发性调整的结果，理应由市场自行调整来解决，不应该用一个泡沫来掩盖另一个泡沫。

反方认为，考虑到次按危机导致整个市场的流动性紧缩以及未来可能潜在的风险。央行应该在必要时注资以维持市场流动性，保证市场顺利运转。不管是从短期还是从长期来考虑，这都是不二的选择。

#### (二) 对美联储是否应该降息的争议

2001年到2004年的低利率政策的确使得美国经济反弹，在2003年下半年到2005年还出现月度CPI涨幅略高的情况，甚至在2005年9月达到了4.7%。但是17次加息引发了次按危机，使国内的经济受挫，流动性紧缩。最重要的是，市场强烈预期美联储降息。对现代金融市场而言，有时市场预期对市场的影响甚至会超过市场运转的实际情况。

面对如此的经济环境，美联储处于进退两难的境地中。降息，首先能重振市场信心，其次能缓解借款人的负担，降低次级贷款的违约率，减少损失。若是加息以抑制通胀，又得不到市场的认可。那么，保持利率水平不变呢？支持者认为，目前看来美联储最好是保持利率不变。加息，次按危机毫无疑问将进一步恶化；减息，通货膨胀的可能性将变大，且会加重流动性过剩的问题。无论采取哪个方案都会以损害经济的利益为代价，都不可取。况且，近期发布的各种数据表明，美联储有足够的理由继续对通胀保持担忧。

最终，美联储先后在9月18日、10月31日将联邦基准利率分别降低了50个和25个基点，顺应市场风向标所指。尽管美联储的降息行为被认为是迫于华尔街金融界的压力，且尚不能定论是不是最好的办法。但在目前看来，流动性紧缩并未继续恶化，市场信心也开始恢复，该方案为市场注入了一剂强心针。

#### (三) 对次按危机恶化程度大小的争议

一方观点认为，次按危机不会持续太久，将以局部危机告终。使之言之凿凿的理由如下：其一，全球经济的基本面依然良好。国际货币基金组织再次将今、明两年全球经济增长预测从2007年4月的4.92%上调至5.2%。[9]日本、欧元区以及很多新兴市场经济的强劲增长为支撑美国经济继续增长提供了有利条件。其二，近期披露的经济数据显示美国经济基本面依然看好。10月31日美联储在降息时发布的声明中用“稳健”(solid)代替了9月18日降息声明中所用的“适中”(moderate)来概括美国经济的总体形式，显示美联储对美国经济形势的判断较9月份大为改观。美国商务部同日发布的GDP数据也印证了此观点：第三季度美国GDP增速达3.9%，高于第二季度的3.8%，大大超出了市场预期。[10]第三，美国住房按揭贷款市场规模约为10万亿美元，次级按揭贷款市场规模为12,210亿美元，仅占美国总按揭贷款的10%，加之房地产市场与消费市场的隔离，所以影响有限。

另一方观点认为，次按危机才露出冰山一角，全球性的金融风暴正在形成中，只是美联储的救市政策尚掩盖了这一危机前兆。香港《大公报》于8月11日撰文指出次按危机影响不单广泛，还有玉石俱焚的效果：优质低风险资产亦难免受到冲击，一场酝酿多时的全球性金融风暴正在形成。[11]国际清算银行在9月24日发布的最新版本《全球金融稳定报告》中称，次级危机的爆发使全球金融稳定经历了严峻的考验，全球经济下行风险正在显著增加，次按危机将减缓全球经济增长。[12]

以上两种争论最激烈的时段，大约在今天的3月至9月，正是次级债危机全线浮现掀起大波浪的时候。目前理性地来看，我们并不能肯定地排除经济危机不爆发的可能，毕竟现在尚未看到次按危机的尾巴。

### 四、结束语

由美联储上调利率引起的次按风波，在利益链条的关联作用下，牵涉到房地产市场、贷款银行、投资银行、风险评级机构对冲基金和全球投资者，其链条之长、涉及面之广令人咋舌，充分彰显了现代金融危机的“蝴蝶效应”和“金融加速器”两个突出特点：不知哪只蝴蝶扇动翅膀，但无疑会产生席卷世界的风浪；不管掀起这场波浪的力量有多大，但无疑在金融衍生品的杠杆作用下，这波浪将会是惊涛骇浪。

### 参考文献：

- [1] 李亚 金融大鳄汇丰控股深陷美次级房贷泥潭 [N] 第一财经日报 2007-02-13
- [2] 胡舒立 次贷风暴之鉴 [J] 财经 2007 (9)
- [3] 刘炜莉 美国次级债推倒多米诺第一张骨牌 [J] 中国外汇 2007 (9)
- [4] CCTV经济信息联播 全美最大商业抵押贷款公司股价暴跌面临破产 <http://www.jrj.com>, 2007-08-16
- [5] 朱周良 次级债欧洲发威 英大型按揭银行濒临倒闭 [N] 上海证券报 2007-09-18
- [6] 谢鹏 亚洲货币对美元升值引发各国央行入市干预 [N] 中华工商时报 2007-11-01
- [7] 数据来源：<http://www.jrj.com> 金融界网站数据中心
- [8] 蒋云翔 美联储二度降息 考验中国汇率与利率政策 [N] 21世纪经济报道 2007-11-03
- [9] 巴曙松 美国次级债危机3大悬念 <http://www.jrj.com> 2007-09-07
- [10] 金皎皎 解读美联储降息声明 [N] 中国证券报 2007-11-02
- [11] 全球金融风暴正在形成 港报称此时出现绝非偶然 <http://www.chinanews.com.cn> 2007-08-11
- [12] 刘洪 国际货币基金组织称次级危机将减缓全球经济增长 <http://www.jrj.com> 2007-09-24


(作者单位：云南财经大学)


【评论】【推荐】

评一评

正在读取...

【注】 发表评论必需遵守以下条例：

 笔名:

 评论:

[评论将在5分钟内被审核，请耐心等待]

- 尊重网上道德，遵守中华人民共和国的各项有关法律法规
- 承担一切因您的行为而直接或间接导致的民事或刑事责任
- 本站管理人员有权保留或删除其管辖留言中的任意内容
- 本站有权在网站内转载或引用您的评论
- 参与本评论即表明您已经阅读并接受上述条款

Copyright ©2007-2008 时代金融   2.0



EliteArticle System Version 3.00 Beta2

当前风格: 经典风格

云南省昆明市正义路69号金融大厦