

美国研究

标题:

作者:

关键词:

搜索

关于美国次贷危机严重性的实证判断

作者:	李云林	封面:	
关键字:	美国经济 次贷危机 金融市场 证券		
年 号:	2009		
期 号:	第1期		
PDF文件:			
出版社:			
英文标题:	Empirical Judgment of the Seriousness of American Subprime Crisis		
中文标题:	关于美国次贷危机严重性的实证判断		

《美国研究》2009年第1期

关于美国次贷危机严重性的实证判断

李云林

（内容提要）本文从六重视角对2007-2009年的美国次贷危机严重性作了实证判断。主要结论是：本轮次贷违约的恶化程度及速度在美国房贷史上空前；危机的爆发和加重与2004-2006年高风险、低质量次贷(the subprime loans with high risk and low quality)的过度发放关系密切；目前非机构抵押债券(Non agency MBS)已停发，抵押债券发行市场(market of MBS issuance)全部依赖政府和政府资助企业的支撑；决定投行命运的关键因素不是高倍杠杆率(high leverage rate)，而是引发资产质量下降的违约问题；五大投行的倒闭、兼并和转型，标志着次贷危机最严重的阶段已经过去。作者预计2009年因次贷发放风险导致的违约压力将逐渐减轻，但因经济衰退带来的违约压力会继续加重；次贷违约率将进一步上升，但上升幅度呈收缩趋势；金融市场的动荡局面将归于平静；未来美国经济可能不会陷入深度衰退，但经济的低迷可能会持续较长时间。

关键词：美国经济 次贷危机 金融市场 证券

美国次贷危机自2007年8月爆发以来时起时伏，但总的来看2008年的危机表现比2007年要严重得多。2009年是否会更严重？需要通过实证来加以判断。导致危机加重的主要原因是美国房贷过度证券化，其中次贷的过度证券化问题最严重，成为引发全球性金融危机的诱因。当然，危机加重还包括近优质房贷(Alt A)【注释】关于Alt A的分析，请参阅李云林：《美国近优质房贷：规模、特性和风险》，载《中国债券》，2008年第5期。【注尾】和优质房贷过度证券化的影响，本文主要从次贷的违约、发放、证券化、余额、利率和企业等六重视角进行实证分析，在此基础上对2009年危机的严重程度作综合判断，供有关方面参考。

一、次贷危机蔓延中的金融市场动荡

次贷危机始于何时？国内目前仍有不同看法。有的研究将2007年4月美国新世纪金融公司的倒闭作为危机爆发的标志。当然，大型次贷相关企业的倒闭是危机的重要表现，但单纯从企业角度进行危机始末的标定并不全面。鉴于次贷危机的金融本质，从金融市场的动荡表现来标定危机始末更为合理。

图1反映了全球金融市场状况的伦敦银行间美元短期拆放利率(LIBOR, London Interbank Offered Rate)在2007-2008年的表现。如图1所示，无论是隔夜美元短期拆放利率，还是1个月期美元短期拆放利率，在2007年7月以前的表现都基本平稳，而在8月份开始突然上升，表明美

元短期信贷市场因次贷状况恶化开始紧张，流动性出现不足。不难看出，尽管8月以前也出现过各类与次贷相关的企业和基金垮台，但并未波及到金融市场的稳定；而8月以后的情况则完全不同，次贷问题开始引发金融市场动荡。所以，从金融市场表现看，次贷危机的爆发似应标定在8月。

图12007-2008年伦敦银行间短期拆放利率(LIBOR)的变动(%)

数据来源：英国银行家协会，美联储。

从实证看，次贷危机表现为由金融冲击力较大的系列次贷突发事件（如北岩银行危机、瑞银等大型投行账面的大幅减值、贝尔斯登垮台、雷曼兄弟破产等）引起的金融动荡。美元短期拆放利率的振荡幅度表明，较之2008年7月以前北岩银行、贝尔斯登等突发事件引发的若干次动荡，9-10月雷曼兄弟垮台引发的短期拆放利率上升幅度要大得多，表明金融动荡要严重得多，这也是西方称之为“金融风暴”或“金融海啸”的缘由。到10-11月，隔夜美元短期拆放利率已降至联邦基金目标利率以下，这既表明大规模注资措施对短期信贷市场流动性的缓解效果，也表明有关国家对金融风暴有否反应过度之嫌。

图1只是从金融市场角度直观描述次贷危机爆发和加重的过程，而从专业角度看还存在两种更规范的观测或度量方法。美联储主要采用3个月短期拆放利率与隔夜指数互换(OIS)【注释】隔夜指数互换(Overnight Indexed Swap)是利率互换的一种，即将一个周期的互换浮动利率与该付款周期每日隔夜指数（即公开利率）的几何平均数挂钩，从而得到一个相对固定的利率。【注尾】的利差(LIBOR-OIS)来观测金融市场的流动性风险和动荡情况，而有些金融机构则采用3个月LIBOR与同期美国国债收益率的利差(TED)【注释】TED在字面上由T-Bill和ED两部分构成，表示美国短期政府债券(T-Bill)和欧洲美元期货合约(the Eurodollar futures contract, ED)的利差。【注尾】来度量。通常利差越大，表明金融市场风险越高，动荡也越严重。由于近年来美国短期国债收益率过低，故以TED度量的风险和动荡结果较之伦敦银行间短期拆放利率与隔夜指数互换的利差(LIBOR-OIS)更严重一些。

图22006-2008年3个月LIBOR与隔夜指数互换(OIS)的利差(百分点)

资料来源：圣路易斯联储银行。

图2显示了次贷危机蔓延过程中若干次危机对伦敦银行间短期拆放利率与隔夜指数互换的利差的影响。如图2所示，2007年8月前，伦敦银行间短期拆放利率与隔夜指数互换的利差约为0.1个百分点；次贷危机爆发后，利差开始大幅爬升，9月北岩银行危机使之扩大到0.85个百分点；12月瑞银、雷曼兄弟等大型投行账面大幅减值导致利差扩至1.08个百分点；2008年3月贝尔斯登垮台造成利差又扩大到0.83个百分点，而雷曼兄弟破产对金融市场的冲击最大，10月份的伦敦银行间短期拆放利率与隔夜指数互换的利差冲高到3.65个百分点。

二、从次贷违约看危机严重性

次贷的集中大量违约是次贷危机爆发的直接导因，也是危机蔓延和加重的源头，因此，判断危机的严重程度首先需要对次贷违约状况进行实证分析。以下我们从次贷、调息次贷（即浮动利率次贷）和2/28调息次贷【注释】2/28混合调息次贷是指还贷期由前2年定息期和后28年调息期构成的次贷。【注尾】（以下简称2/28）的违约状况来判断次贷危机的严重性。

（一）次贷违约状况对危机的影响

图32006年3季至2008年3季美国次贷的违约状况(%)

数据来源：美国抵押银行家协会。

如图3所示，2006年3季度以来，次贷的严重拖欠率（拖欠90天以上）和丧失抵押权赎回率

(以下简称失费率)都呈逐季上升势头。2006年3季度的次贷违约率【注释】实际中的违约标准一般以进入失费率程序前发出违约通知书为准,而本文中次贷违约概念为包括进入失费率程序和拖欠90天以上的次贷。【注尾】为10.7%,其中严重拖欠率和失费率分别为6.8%和3.9%,到2008年3季度违约率已升至32.2%,严重拖欠率和失费率分别为19.6%和12.6%,三项指标分别比危机爆发前的2007年2季度提高了17.4、10.3和7.1个百分点。次贷违约率如此之高,在美国房贷史上是空前的。

图4表示到2008年3月各年度发放次贷的累计拖欠率。发放年度曲线自下而上依次为2003、2004、2002、2001、2005、2006、2007。如图4所示,从24个月贷龄看,除2007年外的上述6个年度所发次贷的累计拖欠率依次为6.8%、8.5%、10%、12.5%、14.2%、26.2%。不同年度发放次贷的累计拖欠率高低,可以反映出该年度次贷的发放质量。不难看出,2004-2006年各年发放的次贷质量在逐年下降,其中2006年的累计拖欠率分别是2005年和2004年的1.8倍和3.1倍。当然,拖欠率的上升与房价下降存在一定的相关关系,但2006年过高的累计拖欠率仍足以表明该年发放次贷的质量在2004-2006年中应是最底的。从拖欠率的实证也可证实2004-2006年次贷发放风险逐年增大的一般性判断,【注释】详见《美国次级债危机可能还会加重》,《中国投资》,2008年第3期。【注尾】即随着2004-2006年次贷的逐年发放,符合放贷条件的借款人在逐年减少,发放风险自然会逐年增大。由此推知,2007年发放的次贷风险可能比2006年的还大,总的来看,2005-2007年发放的次贷可能是影响危机今后演进的重要风险因素。

图42001-2007年各年次贷发放后不同贷龄的累计拖欠率(%)

资料来源:圣路易斯联储银行。

(二) 调息次贷违约状况对危机的影响

“贷款绩效”和纽约联储的联合抽样调查结果表明,调息次贷的违约状况比次贷违约更严重,而且在逐月恶化。如图5所示,2007年8月至2008年11月,证券化调息次贷的违约率【注释】本文中调息次贷违约概念为包括进入失费率程序和房主更名的60天以上拖欠,与前述的次贷违约不同。【注尾】从20%升至46.2%,增加了1.3倍;其中拖欠率从12%升至20.1%,提高了8.1个百分点;失费率从7%升至16.1%,提高了9.1个百分点;而房主更名率则从1%升至10%,提高了9个百分点。如此高的证券化调息次贷违约率和违约恶化速度在美国房贷史上更是空前的。违约的三个部分相比,证券化调息次贷拖欠率的提高幅度相对较低,而失费率和房主更名率快速升高。这一违约的结构性变动趋势表明,在次贷危机的蔓延过程中,越来越多的调息次贷借款人在失去或即将失去自有住房,同时也造成银行因收回抵押房产所占用的资金规模不断扩大,导致其流动性不足的压力逐步增大。

图52007年8月至2008年11月美国证券化调息次贷的违约状况(%)

数据来源:贷款绩效,纽约联储银行。

上述两家联合抽样调查的结果还表明,大量违约导致次贷特别是调息次贷的存活率【注释】存活率是指处于正常还本付息的房贷与包括违约和提前还贷的全部房贷之比。【注尾】日趋下降。如图6所示,2007年8月至2008年11月,固定利率次贷(以下简称定息次贷)的存活率从83%降至73%,只下降了10个百分点;但调息次贷存活率的下降幅度相当大,从67%降至42.9%,大幅下降下降了24.1个百分点。到2008年5月,处于正常还本付息状态的调息次贷就已不足一半。由此可见,调息次贷不仅存活率比定息次贷要低,而且存活率下降的速度也比定息次贷要快。存活率的动态对次贷余额具有直接影响。一般来说,在发放规模一定的条件下,次贷的存活率越低,降速越快,可能导致相应的次贷余额收缩幅度越大。预计至少到2009年上半年,调息次贷的存活率仍呈缓降趋势。

图62007年8月至2008年11月美国次贷存活比率的变化(%)

数据来源:贷款绩效,纽约联储银行。

2/28具有提前还贷和违约比率很高、存活率很低的特点。提前还贷或违约表现与房价涨落相关，通常在房价上涨时多表现为提前还贷，而在房价下跌时表现为违约。据联储专家估算，截至2008年3月，2001-2004年发放的2/28存活率分别只有1.2%、1.6%、3.4%和7.6%，而2005-2006年发放2/28存活率分别为22.2%和48.1%。可见目前仍处于正常还本付息的2/28是以2005-2006年发放的为主。

三、从次贷发放看危机严重性

次贷违约率高低只是判断危机严重程度的因素之一。在违约率一定的前提下，次贷发放规模越大，则实际违约规模越大，对危机严重性的影响也越深。此外，所发放次贷的质量越差，风险越高，违约状况也越严重。因此，次贷发放的规模和特性也是影响危机严重程度的重要因素。

如图7所示，2001年美国次贷的发放规模仅为1900亿美元，占抵押贷款发放总额的8.6%；但2004-2006年的发放规模大幅增加，尤其是2005-2006年两年的发放规模都超过6000亿美元。所以这两年次贷发放的风险特别值得关注。2007年受次贷危机的影响，次贷发放规模降至1920亿美元，基本回落到2001年的发放水平。因此，2007年以来发放的次贷对危机严重程度的影响较之2005-2006年相对小得多。次贷危机之所以在2007年爆发而在2008年加重，与2004-2006年次贷过度发放所形成的累积风险有着密切联系。

图7 2000-2008年美国次贷发放额及占抵押贷款发放额的比重（亿美元）

数据来源：抵押金融内情，抵押银行家协会。

根据美国抵押银行家协会估算，2008年上半年的次贷发放额只有196亿美元，仅占同期房贷发放的2.1%。又据“抵押金融内情”估算，2008年2季度非优质房贷（包括近优质房贷和次贷）的发放额占全部房贷发放的比重才3.8%，其中次贷仅占0.5%；而3季度非优质房贷发放的比重仅为1.7%，次贷基本处于停发状态。因此，2008年发放的次贷对危机轻重的影响微乎其微。

表1列出了2001-2007年次贷发放的构成和特性。表中混合式是指定息和调息混合的调息次贷，主要包括2/28和3/27两种形式。在2005-2006年发放的调息次贷中，2/28占75%以上，3/27约占15%。表中气球式支付是指分期付款只覆盖部分房贷的还本付息，贷款期末一次付清其余部分的贷款形式，其中部分房贷也采用混合式的利率期限安排。

表1 2001-2007年美国次贷发放的构成和特性（%）

年份

构成特性

调息次贷

混合式气球式支付

再融资

Refinancing贷款与房产比率

Loan To Value债务与收入比率

Debt To Income

2001

66.8

59.9

6.5

70.3

79.4
38.0
2002
71.0
68.2
2.5
70.7
80.1
38.5
2003
66.4
65.3
0.8
69.9
82.0
38.9
2004
76.2
75.8
0.2
64.2
83.6
39.4
2005
81.4
76.8
4.2
58.7
84.9
40.2
2006
80.1
54.5
25.2
57.6
85.9
41.1
2007
72.5
43.8
28.5
70.4
82.8
41.4

数据来源：贷款绩效，圣路易斯联储银行。

如表1所示，从构成看，在2001-2007年发放的调息次贷占66%以上，其中2005-2006年发放的调息次贷比重最高，达80%以上；而再融资【注释】美国房贷发放额分为两部分，一部分是新购房贷款（Purchasing）；另一部分为再融资（Refinancing），即提前还贷后再借入新房贷。【注尾】部分占57%以上，其中2005-2006年的比重最低，在60%以下。说明这两年超常发放的1.2万多亿美元次贷中调息次贷和新购房次贷居多。气球式支付具有减轻购房借款人还贷的前期压力而加重后期负担的作用。2006年气球式支付比重从4.2%越升至25.2%，在一定程度上能反映出该年度次贷借款人有可能还贷能力不足。从特性看，2001-2006年发放的次贷，贷款与房产比率、债务与收入比率都是逐年上升的，说明次贷发放的风险在逐年加大。由此推知，2004-2006年的发放风险逐年加大，是导致2008年的累计还贷风险比2007年更大的重要原因之一。

四、从次贷证券化看危机严重性

2004-2006年次贷过度发放与次贷过度证券化紧密相关。次贷证券化，简言之，就是大型金融机构和投资银行将收购的次贷集中打捆包装，再以抵押支持证券（简称抵押债券，MBS）等形式发行到债市的过程。据专家估算，这三年发放的次贷约有75%被证券化，可见次贷过度发放

相当程度上以其过度证券化为支撑。

美国抵押债券分为机构和非机构两类。机构抵押债券是房利美、房地美两家政府资助企业发行的抵押债券，非机构抵押债券则由民间发行，包括大额（Jumbo）、次贷和近优质房贷（Alt A）抵押债券三部分。【注释】美国抵押房贷分为普通（Conventional）和非普通（Non Conventional）两类。有政府机构担保的称为非普通房贷或政府支持房贷，无政府机构担保的房贷称为普通房贷。普通房贷又分为达标（Conforming）和非达标（Non Conforming）两类。联邦国民抵押协会（FNMA，简称房利美，Fannie Mae）和联邦住房贷款抵押公司（FHLMC，简称房地美，Freddie Mac）是两家联邦政府支持企业（GSEs），负责收购民间抵押房贷并将其证券化。凡达到两家企业收购标准的房贷称达标房贷，而未达标准的房贷称为非达标房贷。超过两家企业的法定收购限额的普通房贷称为大额房贷（Jumbo Loans），而限下普通房贷则称为非大额房贷（Non Jumbo Loans）。大额房贷归入优质房贷（Prime Loans），除大额房贷以外的非达标房贷分为Alt A（美官方称为近优质房贷）和次级房贷（Subprime Loans，简称次贷）。关于美国房贷分类问题，请参阅李云林：《美国抵押房贷及证券化的六大分类》，载《学习时报》第438期第2版，2008年6月2日。【注尾】

图8 2007年6月至2008年11月美国抵押债券的月度发行额（10亿美元）

数据来源：美国证券业及金融市场协会。

如图8所示，2007年7月，非机构抵押债券的月度发行额为579亿美元，占全部抵押债券月度发行额的31.3%。由于房利美、房地美收购房贷的法定上限从2007年的41.3万美元大幅提至2008年的73万美元，导致非机构抵押债券的月度发行规模从2007年12月的160亿美元迅速收缩至2008年1月的36亿美元，占全部抵押债券发行额的比重也从12.3%降至3.5%。到2008年8月，非机构抵押债券的月度发行规模已收缩至12亿美元，仅占全部抵押债券发行额的1.2%。9月出现金融风暴后，包括次贷抵押债券在内的非机构抵押债券已全部停发。因此，目前美国抵押债券发行市场已全部依赖政府和政府资助企业的支撑。而房利美、房地美也转而开始收购次贷，2009年房贷收购的法定上限又被调回到2007年的水平。

次贷危机不仅造成非机构抵押债券发行市场实质上的关闭，还影响到整个抵押债券市场以及证券保险业。次贷危机爆发前，美国抵押债券的月度发行规模高达1849亿美元，但金融风暴后已缩至650亿美元。次贷的大量违约和次贷企业的大量破产兼并，导致6.5万亿美元的抵押债券失去了定价基础。据布伦勃格的估算，2007年初至2008年7月中旬，美国保险业因担保违约互换（CDS, Credit Default Swap）而减值776亿美元，其中美国国际集团公司（AIG, American International Group, Inc）一家减值390亿美元，占减值总额的50.3%。

五、从次贷余额看危机严重性

次贷余额也是决定违约对次贷危机严重性影响的基本指标。较之次贷发放额，余额对危机严重性的影响更直接。总的来看，次贷危机爆发以来，由于还贷和违约规模高于发放规模，所以次贷余额呈收缩趋势。同时，次贷质量日见下降。

图9 2000-2007年美国次贷余额及占抵押房贷余额的比重（10亿美元）

数据来源：抵押金融内情，《今日美国》、美联储。

如图9所示，2000-2007年，美国次贷余额逐年扩大，从3700亿美元增至1.2万亿美元，占抵押房贷的比重从7.2%升至11%，其中因2005年发放过度，导致当年的次贷余额比重升至12.1%的历史高点。

据美联储专家估算，2007年底的房贷为5470万笔，其中次贷670万笔，占12.2%；定息次贷和调息次贷各320万笔，各占次贷总数的47.8%，其他形式的次贷占4.5%。在1.2万亿美元的次贷余额中，定息和调息次贷各占33.3%和58.3%，其他占8.3%；质量与优质房贷相当的次贷约占20%。

根据“贷款绩效”的不完全数据推算，到2008年11月底，次贷余额已不足1万亿美元，其中调息次贷所占比重也降至56%左右。又据“贷款绩效”估算，11月底的次贷余额中，2007年发放的占15%，2006年发放的占36.7%，2005年的占25.4%，2004年及以前的占22.9%。可见2005-2006年发放的次贷仍占到62.2%，是影响2009年次贷状况好坏的主体。

据美国证券业及金融市场协会统计，标准普尔（Standard & Poor's）和惠誉（Fitch Ratings）两家信用评级机构在次贷抵押债券评级中，2007年上半年升级的有311支，降级的是935支；2007年下半年升级的11支，降级的大幅提高到7462支；到2008年上半年升级的只有9支，而降级的则达1.44万支。由此看出，次贷危机蔓延过程中，信用评级机构对次贷质量评价越来越差。这其中，当然也有评级机构在危机爆发前的次贷抵押债券发行过程中放松标准的原因。危机的爆发和加重在相当程度上与此有关。

六、从次贷利率重置看危机严重性

鉴于混合式调息次贷在次贷中所占比重高，要正确判断危机的轻重，还需要对次贷的初次利率重置【注释】初次利率重置是指混合型调息房贷从定息期转入调息期时的利率变动，重置时一般会造成功率水平一定幅度的上升。【注尾】进行实证分析。初次利率重置对危机的影响一般取决于重置时的利率上升幅度和进入重置的调息次贷规模两方面。

（一）重置利率升幅对危机的影响

美国混合调息次贷在初次利率重置后，利率定息转为调息。调息利率由调息指数和固定差额（Margin）两部分构成，而调息指数大多选择美元LIBOR。据前述联合抽样调查，混合调息次贷中99%的调息指数是参照6个月的美元LIBOR，只有1%是参照12个月的美元LIBOR。近年来混合调息次贷的定息期利率水平在8%左右，固定差额大致为6个百分点。如果初次利率重置恰逢较高的LIBOR，就可能加重次贷借款人的还贷负担，导致拖欠率或失费率的大幅升高，以及违约状况的恶化。

如图10所示，2007年7月，6个月期的美元短期拆放利率在5.4%左右。以8%的定息水平计算，初次利率重置后的调息水平为11.4%，高出定息水平3.4个百分点。联储9月开始降息的目的之一就是压低美元短期拆放利率，以减轻因初次利率重置增加的还本付息负担。2008年3月前，美元短期拆放利率基本随联邦基金利率下降；但在3月联邦基金利率降至2.25%之后，短期拆放利率却不降反升，6-10月一直处于3%-4.4%左右。9月金融风暴前，初次利率重置只造成次贷利率上升1个多百分点，因而对金融风暴的影响较之2007年要低得多。金融风暴出现后，6个月期短期拆放利率一度升至4.4%，造成重置后利率上升2.4个百分点；而到11月间短期拆放利率已降至2.6%左右，重置利率只上升不到1个百分点。所以，因初次利率重置对危机造成的负面影响已大大下降。

图10 2007-2008年美元6个月、1年期伦敦银行间拆放利率变化(%)

数据来源：英国银行家协会，美联储。

（二）利率重置规模对危机的影响

如图11所示，2007年进入利率重置的调息次贷规模约为4000多亿美元，而2008年的规模约为5000多亿美元。从进入利率重置的规模看，2008年因利率重置引起的违约恶化应比2007年更严重些，但联储的大幅降息，又使2008年的严重性有所减轻。2009年的初次利率重置规模大幅降至约600多亿美元，所以利率重置恶化危机的压力将大为缓解。根据“贷款绩效”2008年10月份的估算，未来进入利率重置的调息次贷分布是，1年以内初次利率重置的占24.6%，1-2年内的占5.2%，2年以上的只占3.2%。

图11 2007-2011年进入初次利率重置的抵押债券构成及分布（10亿美元）

资料来源：美国银行，布伦勃格，FactSet。

七、从次贷相关企业看危机严重性

次贷危机蔓延过程中，大型次贷相关企业的垮台对金融市场动荡的直接冲击是巨大的，对当前和未来危机的严重程度也具有重大影响。

根据美国重工公司 (Implode Explode Heavy Industries, Inc. , IEHI) 的最新跟踪，2006年下半年以来，破产、兼并、改组或停业的抵押贷款企业已达331个，包括2008年11月下旬刚关闭的汇丰房贷。汇丰排在2006年次贷发放企业之首，发放规模达528亿美元，占当年次贷发放的8.8%。目前存活的抵押贷款企业中尚有16个处于“病态”经营，其中包括花旗抵押批发 (Citi Mortgage Wholesale Lending)。

表2列出了处于2006年次贷抵押债券发行前10位的企业，其中包括了雷曼兄弟、华盛顿互惠、美林、通用汽车 (GMAC) 和通用电气，对危机严重程度具有重要影响。10个企业2006年的次贷抵押债券发行规模达2800多亿美元，占比63.3%；2005年的发行规模近3000亿美元，占比57.6%。2007年次贷危机爆发前后，新世纪金融、美利凯斯特抵押和全国金融等企业就已陆续垮台，9月金融风暴后，雷曼兄弟、华盛顿互惠、美林等大型企业也相继倒塌。目前10家次贷抵押债券发行企业已全部关闭、兼并或破产。由此推断，2009年基本不会再出现类似因雷曼兄弟、华盛顿互惠等大型次贷抵押债券企业垮台而冲击金融市场的现象。

表22006年美国前10位次贷抵押债券发行企业的发行额及比重

排序发行企业

20062005

发行额
(亿美元)比重
(%)发行额
(亿美元)比重
(%)

1

全国金融 Countrywide Financial

385

8.6

381

7.5

2

新世纪金融New Century Financial

339

7.6

324

6.4

3

择一抵押公司Option One (H&R Block)

313

7

272

5.4

4

弗里蒙特投资Fremont Investment

298

6.6

194

3.8

5

华盛顿互惠 Washington Mutual

288

6.4

185
3.6
6
第一富兰克林First Franklin (美林)
283
6.3
194
3.8
7
居住资本集团 Residential Capital (GMAC)
259
5.8
287
5.6
8
雷曼兄弟 Lehman Brothers
244
5.4
353
6.9
9
WMC抵押(通用电气)
216
4.8
196
3.9
10
美利凯斯特抵押Ameriquest Mortgage
214
4.8
542
10.7
前10位发行企业
2839
63.3
2928
57.6
全部发行企业
4486
100
5080
100

注：括号中企业为发行企业的母公司。

数据来源：抵押金融内情。

在2007-2008年的次贷危机蔓延和恶化过程中，美国五大投资银行的表现一直令人关注。国内有些研究将危机原因归咎于投资银行运作的高杠杆率。当然，高倍杠杆对次贷风险的扩张作用毋庸置疑，但其对危机严重性的影响力度大小还需作进一步的实证分析。

图122003-2007年美国五大投资银行的杠杆率（=负债/股权）（倍）

数据来源：美国各投资银行财务报表，维基百科。

如图12所示，美国五大投资银行在2003-2007年的杠杆率差异相当大，美林2003年的杠杆率最低，只有15.6倍；贝尔斯登在2007年的最高，达32.6倍。2007年与2003年相比，各家杠杆率都出现上升，美林从15.6倍升至30.9倍，高盛从17.7倍升至25.2倍，摩根·斯坦利从23.2倍升至32.4倍，雷曼兄弟从22.7倍升至29.7倍，贝尔斯登从27.4倍升至32.5倍。投资银行杠杆率的上升可能出于银行家的贪婪，但也不应忽视2007年有关投行大跌的股价对其年度高倍杠杆的重要影响。股价大跌与投行抵押债券及衍生品引发的资产质量问题可能关系更大，而资产质量问题又与不断上升的次贷违约率和日益恶化的违约状况直接相关。

从2003-2007年的杠杆率平均数看，摩根·斯坦利和贝尔斯登的平均杠杆率均为28.3倍，雷曼兄弟的是24.8倍，高盛的是21.9倍，美林的是20.8倍。不难看出，投行的高倍杠杆并不一定是导致其垮台的必然原因。摩根·斯坦利和贝尔斯登的平均杠杆率虽然相同，但两者的最终命运并不一样；美林的平均杠杆率虽比高盛还低，但并未摆脱被兼并的下场。所以，决定投行命运的关键因素并不是杠杆率，而是自身的资产质量及引发资产质量下降的次贷、次贷抵押债券及相关金融衍生品的违约问题。美国投资银行业务在次贷证券化中扮演着核心角色。五大投行的倒闭、兼并和转型，标志着次贷危机最严重的阶段已经过去。

八、关于2009年次贷危机严重性的综合判断

根据上述实证分析，可得到有关2009年次贷危机严重性的以下三方面基本判断：

（一）关于次贷对危机严重性影响的基本判断

从未来违约状况看，预计2009年因2005-2007年次贷发放风险导致的违约压力将逐渐减轻，但因经济衰退带来的违约压力则有可能继续加重，因而总的来看，次贷违约率可能会进一步提高，但提高的幅度可能呈收缩趋势。

从次贷规模的变动趋势看，2009年次贷的发放和次贷抵押债券的发行将可能因房利美和房地美的次贷收购而较2008年有所好转；次贷余额继续呈收缩态势，其中定息次贷的份额进一步上升，而调息次贷的份额呈下降态势。

从利率重置看，根据混合调息次贷的初次利率重置分布推断，2009年进入利率初次重置的规模将大幅收缩，由于联邦基金目标利率已调降至0.25%，如果按定息水平8%计算，可能使重置利率的上升幅度进一步收缩至0.5个百分点以下，利率初次重置对次贷危机带来的负面影响将大大缓解。

从次贷相关企业看，鉴于大型次贷相关企业在2008年大部分已垮台，次贷危机蔓延中最坏的时期已过。预计2009年不会出现因大型次贷相关企业破产而大规模冲击金融市场的现象。所以，预计金融市场的动荡局面将归于平静。尽管如此，2009年仍可能出现中小型次贷相关企业的破产兼并；而已收购次贷相关企业的大型商业银行或保险公司的资产质量也不会马上好转，减值和报损预计至少要持续到上半年。

（二）关于美国房贷和房市复苏的基本判断

在2009年美国房贷市场中，近优质房贷和次贷份额可能继续下降，而优质房贷和政府担保房贷（即联邦住房局和退伍军人局担保的房贷）的份额可能继续提高；房贷发放规模可能出现较大幅度的扩张，其中定息房贷和再融资房贷的份额可能大幅上升，而调息房贷和新购房贷款的份额可能下降。由于房贷收购的法定上限大幅回调，预计2009年非机构债券的发行规模可能转而扩大，发行规模有可能超过2008年。美联储此次75个基点以上的强力降息可能会在2009年上半年刺激出美国房贷较强的再融资高潮。美国房市的复苏在相当程度上依赖于此轮高潮的带动。如果带动效果不明显，那么美国房市有可能陷入较长的低迷期。

（三）关于美国经济走势的基本判断

预计2009年次贷危机对美国经济的负面影响逐渐减轻。然而，由于持续性的增长动力不足，【注释】有关美国经济长期趋势和增长动力的分析判断，请参见李云林：《关于美国经济与政策走向的分析和预测》，国家发改委政研室《研究与建议》，2006年8月，第16期。【注尾】经济很难因次贷危机的结束而马上走出衰退。2009年的失业率有可能继续上升，并突破8%的水平。考虑到美国政府可能会陆续推出一些刺激经济的措施，未来经济可能不会陷入深度衰退，但经济的低迷可能会覆盖2009年以至更长一段时间。

李云林： 国家发改委政策研究室经济体制处调研员