

## 分报告 9:

# 美国两次住宅金融危机比较

**内容摘要:** 本文对美国上世纪 80 年代的储贷危机和 2007 年的次贷危机这两次住宅金融危机从发生的诱因、政府的干预、对金融市场影响的传导机制三个方面进行比较, 在分析美国储贷危机对美国影响的基础上, 研究了次贷危机对美国的影响。文章最后给出了本研究的主要结论。

长期以来, 美国房地产业就作为促进美国经济增长的重要力量得到政府与金融业的支持, 并对促进美国经济增长做出巨大贡献。为促进美国房地产业的发展, 美国相应地发展了住宅金融创新, 但先后两次重要的住宅金融创新均以失败告终, 并对美国的金融与经济产生了巨大的负面影响。

## 一、美国储贷协会危机与次贷危机的基本情况

在 1933 年罗斯福实施“新政”后，美国政府通过偏袒性的扶持和庇护政策促进储蓄贷款协会的发展，形成了独具特色的美国房地产金融体系，促进了个人对住房的巨大有效需求，发展了房地产业，使其成为拉动美国经济增长的长期、稳定和巨大的经济力量。储蓄贷款协会是类似于银行的赢利性金融机构，通过吸收公众存款来借入资金，然后以贷款的方式把资金借出去。储贷会 70% 以上的资产用于居民住房贷款。鉴于储贷会的政策重要性，1930 年以后美国政府制定了一系列的政策法规保护储贷会能稳定地为社会提供低成本的住房贷款。其中心目的是保证储贷会的偿付能力。如：储贷金融机构经营许可制，保证了储贷业的稳定性。美国国会从 1932 年起陆续出台了“联邦住房贷款银行法（1932）”、授权成立“联邦住房贷款银行”，充当储贷业的最后贷款人；“住房所有人贷款法（1933）”授权联邦住房贷款银行委员会审查批准成立储贷机构。“国家住房法（1934）授权成立联邦储贷保险公司”为储贷机构提供存款保险。这些措施从法律上和监管上保证了储贷协会机构的稳定运行。<sup>1</sup>

美国住房次级贷款按揭的历史有三十多年，规模开始扩大的时间大约在 1990 年代中期，1995 年，全美大约为五十多万人提供了总共六百多亿美元的次级按揭贷款，到了 2006 年，次级按揭规模剧增至 1.5 万亿美元，占全部未付抵押债券的 15%，其中 6000 亿美元为 2006 年贷出的<sup>2</sup>。次级贷款针对次级客户发放，次级客户指的就是信用记录较差、收入也较低的客户群，2007 年大约有 600 万人。

与次级按揭业务同步发展的是次级债产品，即把贷款打包做成标准化的债券（MBS），不同的 MBS 被分割成不同的组合即债务抵押凭证（CDO，Collateralized Debt Obligation），并且不同还款概率的 CDO 有不同处置方式。这其实是按揭公司获取资金的方式——美国的按揭公司或银行不都是靠存款来发放贷款的，它们需要发行债券来融资。1970 年次级债只占次级住房按揭贷款的 1%，1980 年为 10%，2006 年后到 56%<sup>3</sup>。在 2007 年的与住房抵押有关的证券市场中，次级抵押债券（subprime）占 14%。美国与住房抵押贷款有关的证券是世界最大的固定收益品种之一，在 2007 年 1 月达到 5.8 万亿美元，在 2006 年中期，美国以外投资者持有约 8500 亿，占外国人持有美国证券的相当大比重。<sup>4</sup>

<sup>1</sup>俞达，“从美国70—90年代的金融动荡中得到的经验及教训”，《国际金融研究》1999年第3期

<sup>2</sup> Lessons from Subprime Turbulence ,By John Kiff and Paul Mills,IMF Monetary and Capital Markets Department, August 23, 2007.from IMF（国际货币基金组织）

<sup>3</sup> Remarks by Chairman Ben S. Bernanke, At the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2007 Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, 来自美联储网站

<sup>4</sup>资料来源：CHAPTER I ASSESSING GLOBAL FINANCIAL RISKS; from ,www.IMF.org

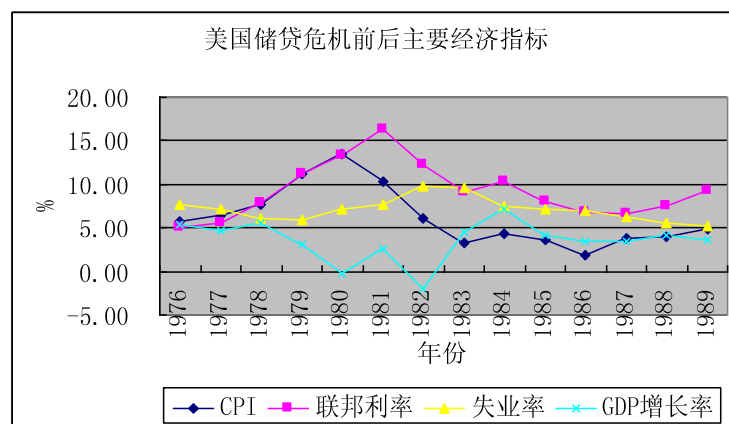
## 二、两次住宅金融危机的诱因比较

美国经济在上世纪 70 年代进入“滞胀”时期，在 70 年代末 80 年代初，美国经济处于“滞胀”高峰期（如图 1），这一时期的高利率使得储贷协会利率存贷差倒挂，这是储贷协会危机发生的内在原因，而美国国会对此采取的“头痛医脚”的应对政策是危机发生的外在原因。

1981 年，储蓄贷款协会的存款净流入为负数，收入在扣除利息和税金后也为负。为解决储贷协会的经营困难，从 1980 年始美国国会放松了对其业务的限制，储贷协会可以做一些传统商业银行的业务，这使得储贷协会大量进行投机经营（如图 1，此时为美国经济上升期）。但到了 1985-1986 年（如图 1，美国经济此时处于下行通道中），由于油价下跌引起西南部经济普遍衰退，储贷协会的投资无法收回，积压了大量资产以致破产，进而直接导致为其提供保险的联邦储贷保险公司的保险基金于 1987 年耗尽。由此导致美国在 80 年代

（1987 年大爆发），发生了自 30 年代大萧条以来最严重的以储蓄贷款协会为中心的银行业危机。<sup>1</sup>

图 1 美国储贷协会危机前后主要经济指标<sup>2</sup>



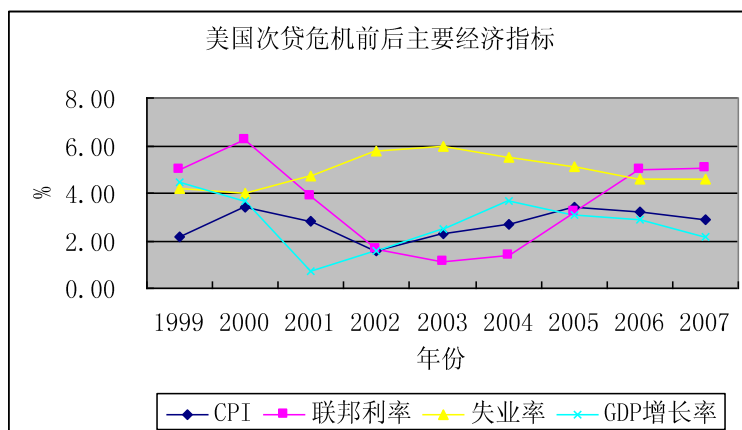
2007 年的美国次贷危机, 本质上是 2000 年由美国网络泡沫引致的经济危机被掩盖后的再次爆发。在 2000 年美国网络股泡沫破灭后, 美国经济增长率由 4% 以上降低到 1% 以下, 为防止经济衰退, 美联储连续十余次大幅降息(如图 2), 从 2001 年 1 月开始的短短两年半时间, 美国联邦基金利率从 6.5% 下调到了 1%。超低利率刺激了美国消费市场, 房地产价格不断上升, 借贷机构大量向低信用客户发放贷款。但是当流动性过剩带来通货膨胀压力之后, 美国在 2004 年 6 月以后变更了利率政策, 将方向转到缩小流动性上。在截至 2006 年 6 月的两年时

<sup>1</sup> 萨奇, 宗良, 黄金老, “美国解决储贷协会危机中各类中介机构行为之研究” 《国际金融研究》1998 年第 11 期

<sup>2</sup> 本文的数据如非特别说明, 均来自美国经济评价局官方网: [www.bea.gov](http://www.bea.gov)

间里，美联储连续 17 次提息，将联邦基金利率从 1% 提升到 5.25% (如图 2)。利率大幅攀升加重了购房者的还贷负担。而且，自 2006 年二季度以来，美国住房市场开始大幅降温。随着住房价格下跌，购房者难以将房屋出售或者通过抵押获得融资。受此影响，很多次级抵押贷款市场的借款人无法按期偿还借款，2007 年 4 月新世纪金融(New Century Financial Corp) 申请破产保护，次级抵押贷款市场危机开始显现。

图 2 美国次贷危机前后主要经济指标



### 三、两次住宅金融危机政府干预比较

美国储贷协会的问题自 1984 年开始出现后，基本上是由授权联邦住房贷款银行和联邦储贷保险公司来进行处理的，但联邦储贷保险公司急需补充资金来弥补资金缺口，而国会却不愿冒加大赤字的风险，在申请被拖延了一年多之后的 1987 年，美国国会才勉强通过《金融业公平竞争法》，部分地解决其资金问题。1988 年有问题的储贷机构数增加到 243 家，有问题的资产金额达 743 亿美元，三分之一的储贷会会员亏损。1989 年 2 月 6 日，老布什总统宣布了他的拯救计划，尽管情况非常紧迫，国会却用了近六个月时间才通过了《金融机构改革、复兴及实施法案 FIREA》，法案授权增加 500 亿美元借款用以清理有问题的机构。

在储贷协会近十年的危机中，储贷主管机关首先认识到问题的严重，并采取了一系列措施整顿储贷行业，但国会的态度犹豫不决，一拖再拖，迟迟不愿承认问题的严重性并不愿承担其对存款人的责任，以至延误了时机，最终造成 1600 亿美元的损失。<sup>1</sup>

<sup>1</sup>俞达，“从美国70—90年代的金融动荡中得到的经验及教训”，《国际金融研究》1999年第3期

美国次贷危机出现后，美国政府较快采取了积极的干预措施：

一是在危机刚开始时，不断向市场提供流动性，如从 2007 年 8 月 10 日至 8 月 20 日，向金融系统注资 940 亿美元。2007 年 9 月 18 日美联储即开始降低联邦基金利率（由原来的 5.25% 降为 4.75%），至 2008 年 10 月 8 日，该利率已降至 1.5%。

二是直接干预股市，美联储 2007 年 8 月 17 日宣布，将贴现率降低 0.5 个百分点，即从 6.25% 降到 5.75%，直接干预股市，致使当时美欧股市大涨。2008 年 9 月雷曼公司破产后，纽约交易所一度禁止投资者做空金融股。

三是对部分金融机构实施国有化，如 2008 年 9 月 7 日美国政府将抵押贷款巨头房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)收归国有，“两房”拥有或担保着近半数总额高达 12 万亿美元的美国房屋抵押贷款债务。

四是收购金融机构不良资产，在 2008 年 10 月 15 日雷曼兄弟公司倒闭后，美国政府迅速提出 7000 亿美元收购银行不良资产计划，并很快得到国会的批准。

表 1 次贷危机以来美国联邦储备委员会降息

时间	增加基点	减少基点	利率水平(%)
2008.10.8		50	1.5
2008.4.30		25	2
2008.3.18		75	2.25
2008.1.30		50	3
2008.1.22		75	3.5
2007.12.11		25	4.25
2007.10.31		25	4.5
2007.9.18		50	4.75
2006.6.29	25		5.25

注：资料来源，美国联邦储备委员会官网 <http://www.federalreserve.gov/fomc/fundsrate.htm>

#### 四、两次住宅金融危机对金融市场影响的传导机制比较

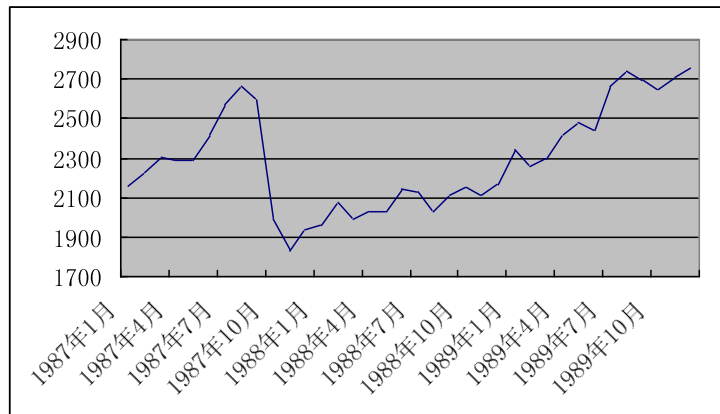
储贷协会危机由于只有一次杠杆(房贷银行的杠杆),因此对金融业的影响主要是在美国银行业中。1980 至 1994 年间,美国共有 1295 家储贷协会倒闭,倒闭率 35.75%,倒闭储蓄贷款协会资产总额 6212 亿美元,占全部储蓄贷款协会资产总额的 41.36%,美国政府为处理储贷协会危机付出了 1600 亿美元的代价。<sup>1</sup>

另外,储贷协会危机在 1987 年的大爆发也是美国 1987 年股灾的一个重要

<sup>1</sup>陈志英,美国处理储贷协会危机的经验教训及借鉴,《南方金融》2001.4

原因，这次股灾也造成了全球的股灾。不过储贷协会危机对证券市场影响的传导机制是间接的。

图3 1987-1989年美国道·琼斯指数月收盘价走势图



注：数据来源：www.yahoo.com.cn网

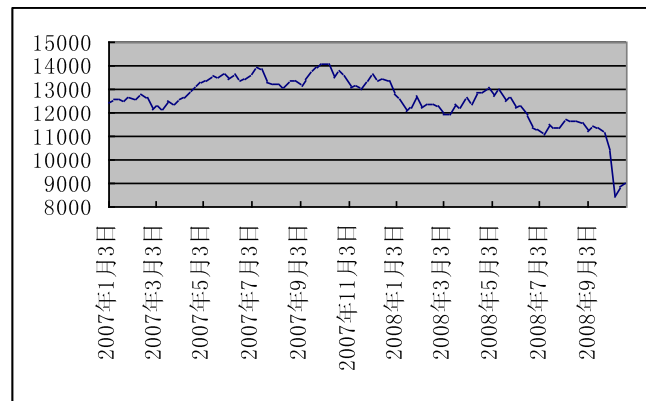
相比储贷协会危机，次贷危机发生的金融背景有很大的差异：金融市场全球化与自由化程度更高，金融衍生工具多样性、复杂性、金融杠杆多重化。这使得次贷危机对金融市场的影响更大，传导机制更为复杂。美国次贷危机对金融市场影响的影响主要有：<sup>1</sup>

#### 1、美国次贷危机对各金融市场的影响

虽然房地产市场的降温主要影响次级抵押贷款以及为其提供支持的证券，但其与各种证券的关联性给更广泛的资产市场带来动荡。一是非次级贷款部门的信用风险出现；二是广泛的结构金融产品市场恶化；三是其他的消费者信贷市场恶化，信用卡支付违约率上升；四是对美国股市的影响，由最初的流动性不足导致金融机构要求投资者追加保证金，并会引发新一轮投资者抛售相关股票，并对美元资产组合进行调整，到最近的全球股票市场恐慌性暴跌。五是对美国货币市场的影响，美国在2006年有8480亿美元的财政赤字，约占GDP的6.4%，需要大规模的跨境净资本流入，这些资本流入主要来自于对美国固定收益债券的需求。在该类债券需求中，公司债券（包括MBS和CDOs）需求最大。在当前国际收支巨大不平衡的情况下，如美联储为应对次贷危机，增加金融市场流动性而降息，导致相对利率的不平衡或其他情况发生时，资本净流入或者汇率会产生很大变化。

<sup>1</sup> 该分析部分地参考了“[IMF Global Financial Stability Report, April 2007 Chapter 1. Assessing Global Financial Risks](http://www.IMF.org)”from ,www.IMF.org

道·琼斯工业指数 2007 年 1 月-2008 年 10 月 22 走势



注：数据来源：www.yahoo.com.cn网

## 2、美国次贷危机对市场参与者的影响

各种市场参与者也因次贷危机面临着不同的风险与损失。

一是抵押放贷商、服务商和保险公司的风险：由于低进入门槛，小的、没有经验的、为追求利润的次级抵押贷款放贷商已经破产或正面临破产。服务商（负责收集月抵押支付、维护准确的支付记录与财务平衡、纳税和为借款者行为支付保险金）和保险公司也面临重大损失。

二是银行风险：虽然 70% 的次级抵押贷款由专门的抵押公司放贷，但一方面有些银行参与了 CDOs 的投资、发行与证券化，在次贷危机中受到损失；另一方面，有些投资银行收购了一些小的次级抵押贷款公司，这已经导致预想不到的损失。从目前已经发生的情况来看，市场流动性危机已经转化为银行的偿付性危机，并且已经蔓延到欧洲等地的金融市场与分行。

三是海外投资者和对冲基金风险：海外投资者和对冲基金由于不允许直接投资 ABS，因此，他们转向投资风险更高的 CDOs 结构金融产品，这使他们受到相当大的损失。

目前主要银行自己也设立了对冲基金或收购对冲基金股权，大多数银行也采取了与对冲基金相同的策略。与此同时，共同基金也越来越采用对冲基金的投资技巧。对冲基金的高杠杆特性使其在次贷危机中更容易受到损失。危机出现后，对冲基金的风险被迅速放大。

四是次贷危机对杠杆债券和收购（LBO）的影响：<sup>1</sup>

近年来金融市场的最亮点就是大规模上升的私募基金杠杆收购（LBO），本次 LBO 收购浪潮的规模和杠杆放大倍数远远超过 80 年代。近年的 LBO 是通

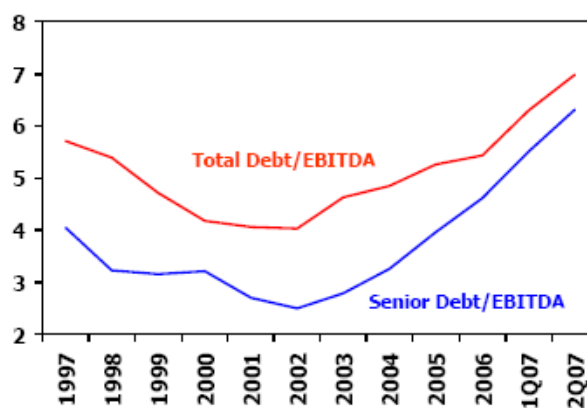
<sup>1</sup>FINANCIAL MARKET UPDATE, July 2007, Monetary and Capital markets Department, Global Markets Monitoring and Analysis Division, IMF



过发行杠杆债券完成的。2006 年全球并购金额达 3.6 万亿美元，LBO 平均规模从 80 年代的 4 亿美元增加到 13 亿美元，美国 LBO 的杠杆化比率：债务/EBITDA（EBITDA 为息前、税前、折旧与摊销前的收入）由 2000 年的 3.5 倍增到 2006 年的 5.1 倍（见图 5）。这次 LBO 浪潮的融资是通过杠杆债券（比基准利率 LIBOR 高 150 个基点的债务）实现的。抵押债券（collateralized loan obligation(CLO)）市场的膨胀极大地扩大了这些债券的投资者基础，机构放贷者大大超过了银行。

次贷危机对这些杠杆债券构成很大的风险。高债务杠杆和特大规模的收购加重了被收购企业的债务负担，一旦次贷危机导致经济波动，会导致杠杆债务偿还违约的出现，并对债券市场产生更广泛的影响，在并购中过桥融资的银行团和为发行杠杆债券提供担保的银行在市场流动性出现问题时会面临巨大的损失。次贷危机会导致 LBO 规模和数量的减少，股市上升也失去一个重大题材，在一定程度上也给股市带来负面影响。

图 5 私募基金 LBO 案例的债务比率  
（EBITDA 现金流 ≥ 5000 万美金的美国案例）



注：EBITDA 为息前、税前、折旧与摊销前的收入

目前，各国政府和央行正在积极地干预市场。但是，他们也面临两难选择：帮助在灾难发生前参与赌博的投资者和投机者，会鼓励金融市场道德风险的进一步增大。

## 五、两次住宅金融危机对美国的影响比较

美国住宅金融危机通过两种机制对美国经济产生影响，一是住宅金融危机直接影响美国房地产业的投资进而影响美国的经济增长；二是通过对金融市场的影响间接地影响美国经济。

从近几年美国经济各部门对美国经济增长的贡献率来看，目前主导美国经



济的是美国的个人消费支出，该指标对美国经济增长率的贡献从上世纪 80、90 年代的 70%左右上升到近 7 年的 88%，私人部门投资从 90 年代的近 30%下降到近 7 年的 8%，政府部门的消费与投资贡献则从 90 年代的 7.81%上升到近年的 16.53%（见表 2）。

表 2 美国各部门对经济增长率的贡献

	80 年代		90 年代		2000-2007 年	
	贡献点数	贡献率(%)	贡献点数	贡献率(%)	贡献点数	贡献率(%)
算术平均GDP增长率	3.07		3.11		2.49	
个人消费支出	2.13	69.41	2.18	70.23	2.19	88.04
私人部门投资	0.43	13.84	0.92	29.65	0.2	8.09
产品和服务净出口	-0.12	-3.94	-0.25	-7.91	-0.32	-12.66
政府消费与投资	0.64	20.78	0.24	7.81	0.41	16.53

注:1、资料来源 <http://www.bea.gov/national/nipaweb/Index.asp>, Table 1.1.2. Contributions to Percent Change in Real Gross Domestic Product

2、个人消费支出、国内私人部门投资、产品和服务净出口、政府消费与投资的贡献点数之和等于 GDP 增长率（按 2000 年不变价）

#### 1、美国住宅业对美国投资与经济增长的影响分析

1929-2007 年美国私人部门住宅业投资增速与美国私人部门投资增速的相关系数高达 0.80，两次住宅金融危机期间（1980-2007），私人部门住宅业投资增速、私人部门投资增速与美国 GDP 增长率的相关系数分别为 0.63、0.88。私人部门住宅投资占私人部门投资比例从 1929 年的不到 5%，上升到 2005 年的 41.08%，然后降到 2006 年的 39.58%和 2007 年的 34.82%。

1980-2007年美国私人部门住宅业投资增速与美国经济增长率的回归关系为：

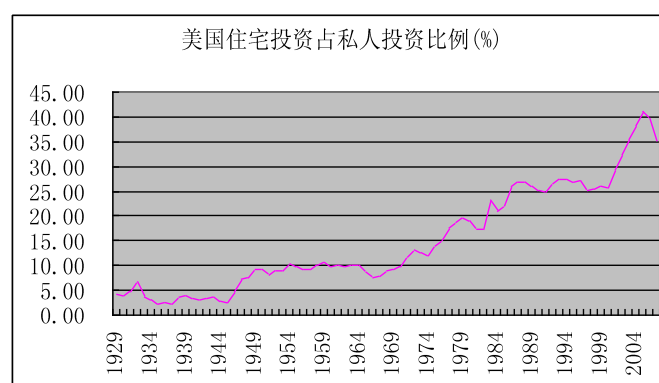
$$\text{GDP增长率}=2.349661+0.092202*\text{住宅业投资增速}$$

$$\text{标准差: } 0.296986 \quad 0.021928$$

$$t \text{ 统计值: } 7.911679 \quad 4.204807$$

$$R^2=0.404767 \text{ (调整的 } R^2=0.381874), \text{ S.E.}=1.399407, \text{ D-W}=1.394992$$

图 6 1929-2007 年美国私人部门住宅投资占私人部门投资比例图



从 1980 年至 2007 年美国住宅投资与固定资产投资及经济增长的数据来看，固定资产投资增速与住房投资增速有一定的关联性，其相关系数为 0.50(以 1980 年至 2007 数据计算)，固定资产投资增速与 GDP 增长率的相关系数为 0.69，住房投资增速与 GDP 增长率的相关系数为 0.22。

国外计量经济学家研究表明<sup>1</sup>，美国在 1960 年至 1990 年期间，除了 1970 年的衰退外，经济衰退与房地产业的萧条具有时间一致性，住房投资的下降占了实际 GDP 下降的 40%。在 1970 的例外中，房地产业的大幅下降先于正式的衰退。这一结论也支持了笔者上述对美国 1980 年至 2007 年美国房地产业与经济增长之间关系的分析。

## 2、美国消费信贷对私人部门消费的影响分析

自 60 年代以来，美国消费信贷对美国私人部门消费影响一直比较大(如图 7)，1944-2007 年美国消费信贷增长率与消费增长率相关系数为 0.72，两者回归关系如下：

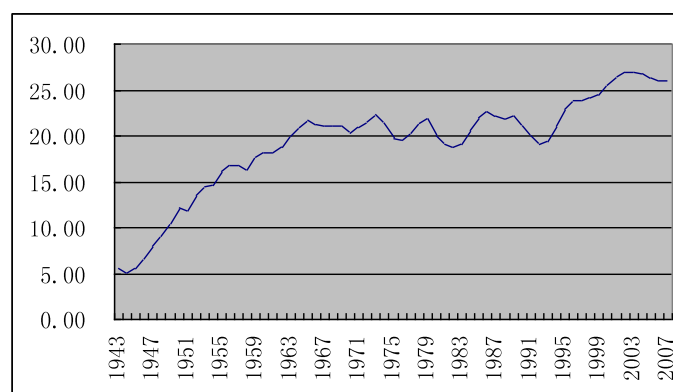
$$\text{消费增长率} = 2.519762 + 0.189569 * \text{消费信贷增长率}$$

$$\text{标准差: } 0.224285 \quad 0.022971$$

$$\text{t 统计值: } 11.23465 \quad 8.252565$$

$$R^2 = 0.523461 \text{ (调整的 } R^2 = 0.515775), \text{ S.E.} = 1.396908, \text{ D-W} = 1.512491$$

图 7 美国消费信贷占美国消费比重 (1943-2007)



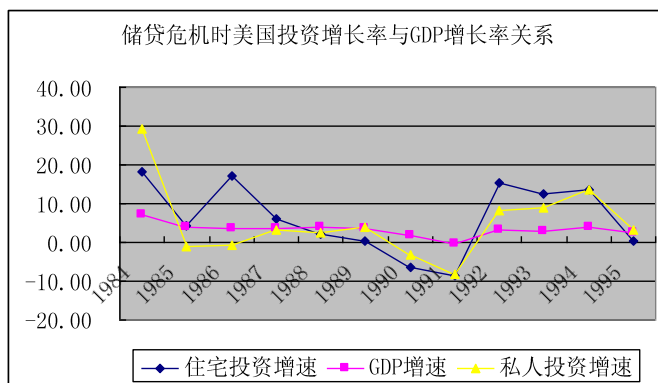
注:消费信贷数据来自于美联储官网，按当时价计算。

## 3、储贷危机对美国的影响

<sup>1</sup> Remarks by Chairman Ben S. Bernanke, At the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2007 Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, 来自美联储网站

储蓄贷款协会危机使美国私人部门住宅投资增速、私人部门投资增速、GDP 增长率从 1984 年的 18.14%、29.46%、7.2% 降至 1991 年的-8.14%、-8.42%、0.2%。私人部门住宅投资增速、私人部门投资增速和 GDP 增长率在 1991 年到达最低点（如图 8）。

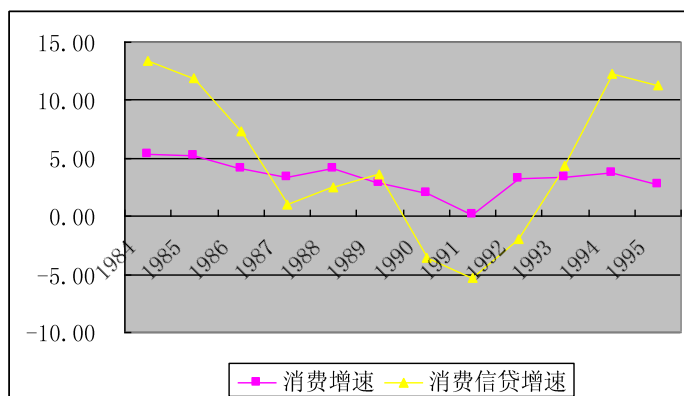
图 8 储贷危机下美国住宅投资增速与 GDP 增速关系



储贷危机时期,美国的私人消费信贷增长率从 1984 年的 13.45% 下降到 1991 年的-5.26%, 同期美国消费增长率从 5.31% 下降到 0.17%（如图 9）。

由此可见,美国储蓄贷款协会危机通过私人部门投资衰退和消费信贷下降,使得美国私人部门投资和消费大幅下降,并使美国经济增长大幅放缓。

图 9 美国储贷危机前后消费信贷与消费关系



储贷危机于 1984 年开始出现后,美国出口增长波动比较大,但不存在明显的方向,而进口增长率却存在 7 年的下降趋势,到 1991 年后进口增长率才加快,这也表明在当时美国消费增长对 GDP 增长的贡献率在 70%左右下,储贷危机使得美国进口增长率存在下降的趋势。同期美国对三个主要贸易伙伴的进口增速也大幅下降。（见表 3）

表3 储贷危机下美国进出口增长率及对三个主要贸易伙伴进口增长率  
(以2000年不变价计算)

	1983	1984	1985	1986	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994
出口	-7.41	4.46	-5.28	1.65	7.95	22.96	7.24	2.11	2.56	3.04	0.96	7.24
进口	5.20	18.50	-1.87	7.09	7.18	4.84	1.92	-1.01	-5.47	6.05	6.71	10.55
欧盟	4.73	21.02	4.51	16.43	5.84	1.47	3.35	0.79	-10.24	6.46	5.07	7.28
加拿大	10.32	17.33	0.21	-2.50	1.77	10.44	1.43	-1.76	-4.15	5.24	8.87	13.02
日本	11.46	33.14	5.20	20.87	0.93	2.00	-0.61	-8.34	-2.05	2.47	6.95	8.26

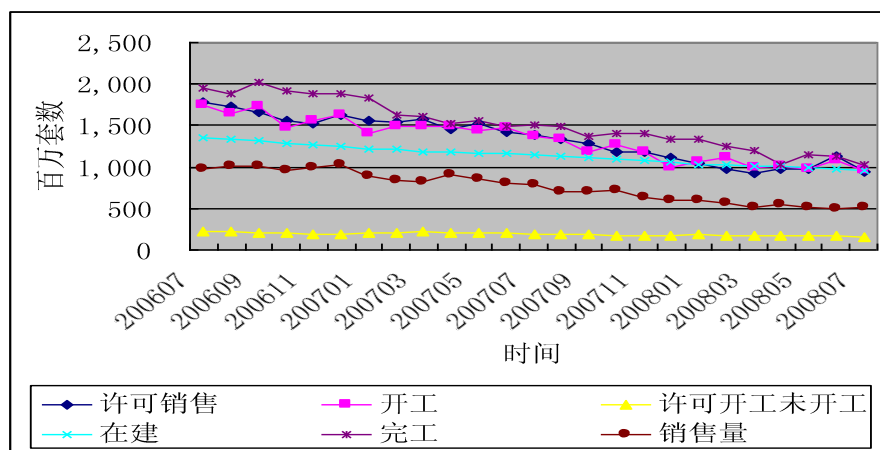
#### 4、次贷危机对美国的影响

##### (1) 对美国住宅投资的影响

美国次贷危机发生后，住房抵押资产价格进一步下降，在抵押公司破产的情况下，抵押资产被收回并被拍卖，房价进一步下跌，很多机构正陷入螺旋式下降的困境。房贷违约现象已扩散到优良信用客户，引发信用危机。美国新房建设的速度持续下降，房价持续下跌，美国次贷危机已经引起住宅投资快速下降。

从近一年美国住房建设的情况来看（见图10），美国住房建筑许可在2008年7月与上年同比下降29.6%，开工同比下降18.21%，在建的下降16.52%，完工的下降31.68%，销售量同比下降35.5%。

图10 美国2006年7月至2008年7月住房建设与销售情况（百万套）



资料来源：美国人口统计局网[www.census.gov](http://www.census.gov)

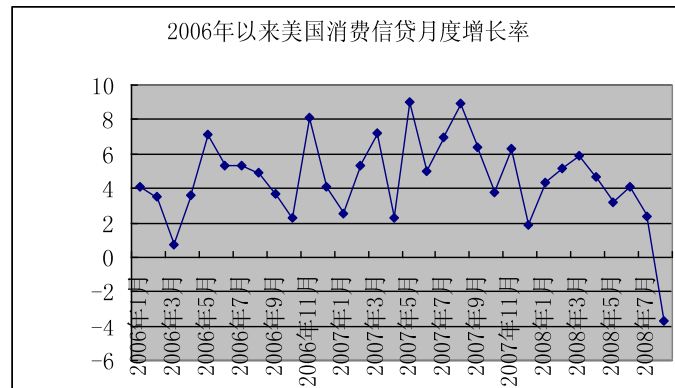
从历史数据来看，美国住宅业投资增长率与GDP增长率相关系数达0.63，次贷危机通过影响美国房地产投资这一途径影响私人部门投资、进而影响美国经济。但从近几年的情况来看，美国私人部门投资对美国经济增长的贡献已经从上世纪90年代的30%左右下降到21世纪的8%左右。所以，与储贷危机不同的是，虽然美国次贷危机会严重影响美国房地产投资和私人部门投资，但这一影响途径对美国经济增长的直接影响力将比较小。

## (2) 对美国消费的影响

次贷危机对美国消费的影响将主要集中在美国消费的下降方面。次贷危机通过金融市场陷入流动性危机以二种途径影响消费：直接影响消费信贷（美联储）；通过财富效应降低消费。

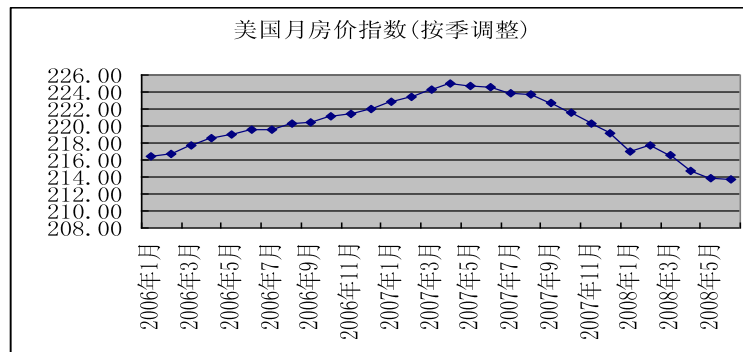
从消费信贷方面的情况看，从2007年8月至2008年8月消费信贷增长率从8.9%下降到-3.7，已经变成负增长（见图11）。

图11 次贷危机下美国消费信贷增长率大幅下降



注：消费信贷数据来源于美联储官网。

图12 次贷危机发生前后美国房价指数变化（2006.1-2008.6）



注：资料来源：[http://www.ofheo.gov/media/hpi/MonthlyIndex\\_to\\_1991.xls](http://www.ofheo.gov/media/hpi/MonthlyIndex_to_1991.xls)，以1991.1.1房价指数为100。

次贷危机导致美国及全球股市、房价大跌（见图4、图12），股市及房市的财富效应将较大地影响私人消费支出。Ricardo M. Sousa<sup>1</sup>用1953年1季度至2001年4季度的数据分析消费与财富的长期关系：股票市场1美元的额外财富引致3.7美分的个人消费，直接持有股票时1美元的增加财富引致5.8美分的个人消费，间接持有股票时1美元的财富增加引致1.7美分的个人消费。

<sup>1</sup> Property of stocks and wealth effects on consumption, Ricardo M.Sousa 2003.5, *NIFE Working Paper No. 2/2003*

Alexander Ludwig and Torsen Slok<sup>1</sup>用 16 个 OECD 国家的数据研究股价与房价对消费的不同影响,研究表明,1、股票市场财富对私人消费有重要的长期影响。2、收入、股价和房价对对消费有显著的短期调整,即,消费调整与其长期调整有延迟性,恢复长期均衡半个调整过程大约是 5 个季度,3、股价变化对消费的影响在以市场为基础的金融系统中比以银行为基础的金融系统更大一些,4、按 80 年代和 90 年代分析样本数据表明,以市场为基础的金融系统国家和以银行为基础的金融系统国家对股价和房价的消费反应越来越强了。5、房价对消费的影响不明确,但财富效应变得越来越重要了,1985-2000 年期间的样本表明,房价对消费的影响是显著正相关的,在以市场为基础的金融系统中,房价对消费影响的弹性是股价对消费影响的弹性的两倍。

### (3) 次贷危机对美国进出口的影响

以 1970-2007 年<sup>2</sup>数据分析,美国私人投资增长率与出口增长率的相关系数为 0.21。这表明,次贷危机下,美国私人投资增速下降对美国出口增速的影响较小。但美国私人消费增长率与进口增长率的相关系数为 0.76,美国进口增长率与私人消费增长率的回归关系为:进口增速=-4.184250+3.172147\*私人消费增速

标准差: 1.674709    0.455953

t 统计值: -2.498494    6.957176

$R^2=0.573471$ (调整的  $R^2=0.561623$ ), S.E.= 4.412789,D-W=2.488246

以上的回归分析表明,次贷危机将通过美国私人消费增速的下降极大地影响美国的进口,这会对与美国相对应的贸易顺差国经济产生较大的影响。美国私人消费增速下降 1 个百分点,将使进口增速下降约 3 个百分点。

从 2007 年美国对主要国家的进口与贸易逆差情况来看,美国的进口主要来自欧盟、拉美、中国、加拿大和日本,贸易逆差国主要为中国、欧盟、拉美、日本和加拿大。这表明美国次贷危机也会对中国、欧盟、拉美和日本等国家造成比较大的负面经济影响。

表 4 2007 年美国对主要地区与国家的进口与净出口情况

单位: 百万美元 (按当时价) %

	进口额	比例	净出口额	比例 (%)
合计	1967853		-819373	
欧盟	356180	18.10	-113936	15.91
加拿大	320323	16.28	-70611	8.62
拉丁美洲及其	348378	17.7	-105316	12.85

<sup>1</sup> The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries, Prepared by Alexander Ludwig and Torsen Slok, Authorized for distribution by Ramim Bayoumi, January 2002, IMF Working Paper

<sup>2</sup> 由于 70 年代布林顿森林体系解体,对美国进出口影响很大,因此,这里以 1970-2007 年数据分析。

他西半球国家				
中国大陆	321685	16.35	-256611	31.32
中国香港特区	7090	0.36	12997	-1.59
日本	146037	7.42	-85139	10.39
韩国	47547	2.42	-13901	1.7
中东	77405	3.93	-33759	4.12
非洲	92005	4.68	-69039	8.43

## 六、主要结论

1、美国储贷危机和次贷危机两次住宅金融危机的直接诱因都是美国高利率政策，但储贷危机的金融杠杆少且简单，次贷危机的金融杠杆多且复杂。

2、在两次住宅金融危机中，美国政府的的态度完全不一样。储贷危机中，美国政府与国会态度比较消极，次贷危机中美国政府和国会积极干预。

3、两次住宅金融危机对金融市场的影响机制不一样，储贷危机主要对美国银行业产生比较大的影响，也是1987年美国股灾的间接原因。但次贷危机的背景是：金融市场全球化与自由化程度更高，金融衍生工具多样性、复杂性、金融杠杆多重化,这使得次贷危机影响到美国和其他国家及地区的信贷市场、证券市场、货币市场及各类市场的参与者，次贷危机对金融市场的影响更大，传导机制更为复杂。

4、目前主导美国经济的是美国的私人部门消费，该指标对美国经济增长率的贡献从上世纪80、90年代的70%左右上升到近7年的88%，私人部门投资对美国经济增长的贡献则从90年代的近30%下降到近年来的8%。美国私人部门住宅业投资增速与美国私人部门投资增速的相关系数高达0.80，且住宅住投资占私人部门投资的比重在不断增大。自上世纪60年代以来，美国消费信贷占美国私人部门消费的比重在20-27%之间，美国消费信贷增长率与消费增长率相关系数为0.72。

5、储贷危机使美国私人部门住宅投资增速，私人部门投资增速、GDP增长率从1984年的18.14%、29.46%、7.2%降至1991年的-8.14%、-8.42%、0.2%。私人部门住宅投资增速、私人部门投资增速和GDP增长率在1991年同时达到最低点（按2000年不变价）。

5、次贷危机已经使美国的住宅投资和消费信贷大幅下降，根据储贷协会危机的经验，这将使未来几年美国经济下滑。次贷危机将通过美国私人部门消费的下降极大地影响美国的进口，对与美国相对应的贸易顺差国经济产生较大的影响。美国私人消费增速下降1个百分点，将使进口增速下降约3个百分点，并将主要影响中国、欧盟、拉美和日本等国家的实体经济。



6、根据储贷危机的经验,以及次贷危机发生的经济背景与储贷危机的比较,可以初步预测,次贷危机将使美国经济进入一个时间较长的、幅度比较大的衰退。

#### 参考文献:

- 1.俞达,“从美国70—90年代的金融动荡中得到的经验及教训”,《国际金融研究》1999年第3期
- 2.Lessons from Subprime Turbulence ,By John Kiff and Paul Mills,IMF Monetary and Capital Markets Department, August 23, 2007.from IMF (国际货币基金组织)
- 3.Remarks by Chairman Ben S. Bernanke, At the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2007 Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, 来自美联储网站
- 4.萨奇,宗良,黄金老,“美国解决储贷协会危机中各类中介机构行为之研究”《国际金融研究》1998年第11期
- 5.陈志英,美国处理储贷协会危机的经验教训及借鉴,《南方金融》2001.4
- 6.FINANCIAL MARKET UPDATE, July 2007,Monetary and Capital markets Department,Global Markets Monitoring and Analysis Division,IMF
- 7.Remarks by Chairman Ben S. Bernanke, At the Federal Reserve Bank of Kansas City's Economic Symposium, Jackson Hole, Wyoming, August 31, 2007 Housing, Housing Finance, and Monetary Policy, 来自美联储网站
- 8.Property of stocks and wealth effects on consumption, Ricardo M.Sousa 2003.5, *NIFE Working Paper No. 2/2003*
- 9.The Impact of Changes in Stock Prices and House Prices on Consumption in OECD Countries,Prepared by Alexander Ludwig and Torsen Slok, Authorized for distribution by Ramim Bayoumi,January 2002,IMF Working Paper