

透视美国次级债危机及其对中国的影响

国际金融研究室 张明

从 2006 年下半年发端的美国次级债危机，进入 2007 年 8 月后骤然形成席卷全球金融市场的风暴。对冲基金、投资银行、商业银行等金融机构有的濒临解散，有的发出利润预警，有的宣布提高风险拨备。仅在 8 月 9 日和 8 月 10 日两天，美联储、欧洲央行、日本央行等发达国家中央银行就在市场上注入了超过 3000 亿美元的流动性。目前尚无迹象表明美国次级债危机有任何削弱的趋势。随着美国房地产价格的进一步下降和抵押贷款违约率的进一步上升，这场危机很可能演变为自 1998 年美国长期资本管理公司（LTCM）破产以来发达国家金融市场遭遇的最严重危机。

一、危机的源头：宽松的房贷政策和创新的房贷产品

为了适时、深入地剖析美国次级债危机，有必要首先探询本次危机的根源。事实上，恰好是美国房地产市场在 2001 年至 2005 年的繁荣期间埋下了危机的种子。市场繁荣时期宽松的贷款条件和创新的贷款类型使得市场在该时期内逐渐积累了不堪承受的风险。

美国经济在 1995 年至 2001 年间出现了互联网泡沫，该泡沫的崩溃直接导致全球经济在 2001 年至 2003 年间陷入中等程度的衰退。为了刺激经济增长，美联储在很短时间内将联邦基金利率从 6% 调低至 1%。历史性低水平的利率直接促成了美国房地产市场从 2001 年到 2005 年的繁荣。

在市场繁荣时期，房价普遍持续上涨，居民购买房地产的意愿上升，而房地产金融机构提供贷款的条件也因此变得更加宽松。房地产金融机构发放抵押贷款的传统对象是信用等级较高（信用评分在 660 分以上）、收入稳定可靠（能够提供相关收入证明）、债务负担优良的客户，这种类型的贷款被称为优质贷款（Prime Mortgage）。但是当优质客户资源被开发完毕时，受到盈利动力驱使的金融家们就把眼光投向了原本不能申请抵押贷款的群体。据统计，美国国内大约 25% 的人口属于该群体。

房地产金融机构开发了两类贷款来服务于该群体，即 ALT-A 贷款和次级贷款。ALT

—A 贷款 (Alternative—A) 的贷款对象, 是指信用评分在 620 分到 660 分之间的客户, 或者信用评分虽然高于 660 分, 但是不能或不愿意提供收入证明的客户。次级贷款 (Sub-Prime Mortgage) 的贷款对象, 是指信用评分低于 620 分的客户, 他们甚至不用提供任何收入证明。显然, ALT—A 贷款和次级贷款的违约风险要高于优质贷款, 因此房地产金融机构必然会提高前两类贷款的利率作为风险补偿。例如, ALT—A 贷款的利率一般比优质贷款产品高出 1~2 个百分点, 次级贷款的利率一般比优质贷款产品高出 2~3 个百分点。

申请次级贷款的购房者一般而言属于低收入阶层, 他们往往不能承受较高的首付, 在贷款初期也难以承受较高的本息支付。针对这一点, 房地产金融机构开发了形形色色的新兴抵押贷款产品, 其中最为常见的包括无本金贷款 (Interest Only Loan)、2/28 可调整利率贷款 (Adjustable Rate Mortgage, ARM)、选择性可调整利率贷款 (Option ARM) 等。

如果购房者借入了 30 年的无本金贷款, 那么在头 5 年或 10 年内, 他只用每月偿还贷款利息, 而在剩余的 25 年或 20 年里, 他将分期偿还贷款的本金和利息。如果购房者借入了 30 年的 2/28 可调整利率贷款, 在头两年内, 他只用偿还较低的利息 (例如 6%), 从第三年开始, 利率将重新设定 (Reset), 采用一种指数加上一个风险溢价 (Margin) 的形式, 例如 12 个月的 LIBOR 加 5%。一般而言, 即使这段时期内市场利率没有发生变动, 从第三年开始该抵押贷款的利率也会显著提高。如果购房者借入了 30 年的选择性可调整利率贷款, 那么在前些年内, 购房者的每月还款额甚至可以低于正常利息的月供, 但是差额部分将自动计入贷款本金, 这种方式称为负摊销 (Negative Amortization)。例如, 一个购房者借了还款期 30 年的 40 万美元房贷, 每月应还款 3000 美元, 其中应还利息 1400 美元。购房者可以选择在最初一些年内每月只还 1000 美元, 因此而未偿还的利息将计入贷款本金。在这种情况下, 购房者最终应该偿还的本金金额可能远远超出 40 万美元。

所有这些创新的抵押贷款产品都有一个特点, 那就是在还款的头几年内, 还款额很低而且金额固定。但是在这段时间之后, 还款压力将陡然上升。购房者之所以选择以上贷款品种, 原因一是因为预期房地产价格将会持续上升, 即使到时候不能偿付本息, 也可以通过出售房地产或者再融资 (Re-Finance) 来偿还债务; 二是很多次级债借款者甚至根本没弄清贷款产品本身。例如次级债危机发生后, 美国参议院银行委员会主席 Chris Dodd 就指责房地产金融机构是用掠夺性的手段 (Predatory Practice) 来欺骗购房者。事实也部分如此, 例如非裔美国人和拉美裔美国人一直是美国次级债贷款人最大的目标客户群体。

如果房地产价格不断上升, 那么发放次级债对于房地产金融机构而言是绝佳选择, 第

一可以赚取更高的贷款利率，第二如果发生违约，金融机构也可以通过拍卖抵押房地产而回笼贷款本息。因此在 21 世纪初的繁荣时期，美国次级债市场获得飞速发展。2000 年美国新增抵押贷款中只有 2.6% 是次级债，到 2006 年该比率提高到 13.5%；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%，到 2006 年该比率上升到 20%。[1]

然而一旦市场利率上升和房地产价格下跌同时出现，次级债市场就面临灭顶之灾。市场利率上升使得重新设定后的贷款利率成为购房者难以承受之重；房地产价格下跌使得金融机构即使拍卖抵押房地产也难以获得本金的全额偿付。借款者和贷款者都将受到市场的惩罚。而这正是 2005 年之后美国房地产市场发生的真实情况。

二、风险的转移：抵押贷款的证券化

在市场繁荣时期，房地产金融机构手中持有大量的房地产抵押贷款。这种资产具有收益率较高、安全性较强等特点，但是缺乏流动性。为了提高资金周转率，房地产金融机构有强烈的动机将手中的房地产抵押贷款以合理的价格转让出去，从而获得资金进行下一轮贷款。抵押贷款支持证券（Mortgage Backed Securities, MBS）于是应运而生。

所谓抵押贷款支持证券，是指房地产金融机构将大量的抵押贷款债权组成一个资产池，以该资产池所产生的现金流为基础发行定期还本付息的债券。购房者定期缴纳的月供成为偿付 MBS 本息的基础。通过一系列信用增级（Credit Enhancement）措施，MBS 往往能够得到信用评级机构的较高评级，从而容易获得机构投资者的青睐。

一旦房地产金融机构将 MBS 出售给机构投资者，那么与该 MBS 相关的抵押贷款资产池的所有收益和风险都转手（Pass Through）给投资者，房地产金融机构不再承担任何相关风险。持有抵押贷款债权的主要风险包括违约风险（购房者不能按时支付月供）、利率风险（市场利率上升造成抵押贷款债权的价值下降）和提前偿还风险（购房者提前偿还所有本金）。

自美国政府国民抵押贷款协会（Government National Mortgage Association, GNMA，俗称 Ginnie Mae，吉利美）于 1970 年首次发行 MBS 以来，该市场获得了飞速发展。根据 UBS 的资料，当前美国住宅房地产市场的规模约为 17 万亿美元，其中住宅抵押贷款市场规模约为 10 万亿美元，而抵押贷款证券化市场的规模达到约 6 万亿美元。在这 6 万亿美元的抵押贷款支持证券中，大约 67% 获得了吉利美、美国联邦国民抵押贷款协会（Federal

National Mortgage Association, FNMA, 俗称 Fannie Mae, 房利美)、美国联邦住房贷款抵押公司 (Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC, 俗称 Freddie Mac) 等三大政府性抵押贷款机构的担保, 因此属于优质债券, 大约 14% 属于次级债券, 11% 属于 Alt-A 债券, 8% 属于巨型抵押贷款[2]债券。[3]

优质贷款由于有政府性机构提供担保, 获得很高的信用评级不足为奇。关键在于以次级贷款为基础的 MBS 是否能够获得较高的信用评级。针对这一点, 房地产金融机构在投资银行的帮助下, 开发出一种新型的 MBS——担保债务凭证 (Collateralized Debt Obligation, CDO)。CDO 产品的核心是一个分级 (Tranches) 的概念, 即在同一个抵押贷款资产池上开发出信用风险不同的各级产品: 优先级 (Senior Tranches)、中间级 (Mezzanine Tranches) 和股权级 (Equity Tranches)。以上产品都基于同一个抵押贷款资产池, 但是该资产池产生的现金流遵循以下的分配规则: 首先满足优先级证券的本息偿付, 其次满足中间级证券的本息偿还, 最后满足股权级证券的本息偿付。因此, 一旦抵押贷款违约率上升导致现金流缩减, 那么各级产品偿还顺序由先到后为优先级、中间级和股权级。换句话说, 优先级产品的偿付有中间级和股权级产品作为保障, 因此往往能够获得 AAA 评级。中间级产品的信用评级在 AA 到 BB 之间。股权级产品一般没有信用评级。一般而言, 在一个抵押贷款资产池基础上发行的 CDO 中, 优先级约占 80%, 中间级和股权级各占 10% 左右。[4]

自 1980 年代晚期间世以来, CDO 成为资产支持证券市场上发展最快的品种之一。根据 Securities Industry and Financial Markets Association 提供的数据, 2004 年到 2006 年全球 CDO 市场的发行规模依次为 1570 亿美元、2490 亿美元和 4890 亿美元。优先级 CDO 的购买方包括商业银行、保险公司、共同基金、养老基金等风险偏好程度较低的机构投资者。而投资银行和对冲基金等追求高风险高收益的机构投资者, 则重仓持有中间级和股权级 CDO。

综上所述, 通过以抵押贷款资产池为基础在资本市场上发行普通 MBS 和 CDO, 房地产金融机构将相关收益和风险全部转移给机构投资者。随着房地产金融产品在全球资本市场上逐渐成为和股票、国债、公司债、货币市场产品等并驾齐驱的投资品种, MBS 和 CDO 在机构投资者资产组合中占据了相当比重。次级债产品在抵押贷款证券化产品中占有约 14% 的比重, 通过发行 CDO, 次级债贷款者的违约风险就由房地产金融机构转移到资本市场上的机构投资者。这正是为什么此次美国次级债危机在全球资本市场上掀起风暴的原因。

三、危机的爆发、扩散和升级

本次美国次级债危机的触发因素是美联储从 2004 年 6 月起进入加息周期。由于互联网泡沫的破灭，美国经济陷入衰退。从 2001 年 1 月到 2003 年 6 月，美联储连续 13 次下调联邦基金利率，该利率从 6.5% 降至 1% 的历史最低水平。这一轮降息周期直接促成了美国房地产市场从 2001 年到 2005 年的繁荣。随着美国经济的反弹和通货膨胀压力的重新抬头，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。

基准利率的提高导致浮动利率抵押贷款的利率上升，从而导致购房者还款压力骤然增加，潜在购房者望而却步。联邦基金利率的上升刺破了美国房地产市场泡沫，本轮繁荣中止于 2005 年 8 月，美国很多地区房地产价格的上升势头在 2005 年夏末忽然中止。2006 年美国房地产市场进入了市场修正期。2006 年 8 月房地产开工指数（U.S. Home Construction Index）同比下降 40%。与之同时，大约 4000 亿美元可调整利率贷款的利率开始重新设定。[5] 2007 年美国住宅房地产的销售量和销售价格均继续下降。二手房交易的下跌程度是 1989 年以来最为严重的。还款利率陡增导致次级债市场的违约率大幅上升，并且违约现象逐渐蔓延到 Alt-A 市场和优质贷款市场。

由于房地产金融机构不可能把自己持有的抵押贷款 100% 证券化，因此本次次级债违约率上升首先打击了次级债提供商。2007 年 4 月，美国第二大次级房贷公司新世纪金融公司（New Century Financial）申请破产保护。2007 年 8 月，美国房地产投资信托公司（American Home Mortgage）申请破产保护。

次级债违约率的上升直接导致以次级债为支持发行的 CDO 的信用风险增加，信用评级机构随即调低了这类 CDO 的信用评级，CDO 的市场价值大幅缩水。资产缩水首当其冲的受害者就是购买股权级 CDO 的对冲基金。由于它们购买的 CDO 产品信用等级最低，一旦次级债违约率上升，该产品价值就会显著下降。由于对冲基金普遍具有高杠杆经营的特征，它们会用持有的 CDO 作为抵押向商业银行申请贷款。由于 CDO 价值缩水，商业银行就会要求对冲基金增加保证金或者提前偿还贷款。此外，一旦对冲基金的账面上出现了严重亏损，对冲基金出资人要求赎回的压力也会相应增大。

为了应对增加保证金、提前偿还贷款以及应付出资人的赎回，对冲基金就只能通过出

售持有的其他优质资产来增加流动资金。这一方面会继续降低对冲基金的收益率，从而加速出资人要求赎回和贷款者要求提前偿还，另一方面也会在市场上加大其他资产的抛售压力，引起对冲基金账面上资产价值的进一步缩水。很多对冲基金因此而宣布破产解散、停止赎回或严重亏损。2007 年 7 月，美国投资银行贝尔斯登旗下的两家对冲基金濒临瓦解，该投行总裁在 8 月份被迫辞职。2007 年 8 月，澳大利亚麦格理银行宣布旗下两只高收益基金面临 25% 的损失。法国巴黎银行宣布暂时停止旗下三只对冲基金的赎回。

次级债违约率上升随即影响到持有优先级和中间级 CDO 的商业银行和其他金融机构。CDO 价值缩水一方面造成商业银行自身购买的 CDO 资产价值下降，另一方面造成对冲基金作为贷款抵押品的 CDO 价值下降。资产账面损失使得商业银行不得不收缩贷款以提高流动性。商业银行提前收回贷款或提高贷款标准的行为导致市场上流动性的进一步减少。

现代金融危机在很大程度上是一种信心危机。次级债市场违约率的上升，导致投资者对以 Alt-A 贷款甚至优质贷款为基础发行的 MBS 的价值也产生了怀疑，这种情绪很快蔓延到整个固定收益证券市场乃至整个资本市场。全球机构投资者纷纷对自己投资组合的风险进行重新评估，这导致债券市场的息差（Credit Spread）迅速扩大，全球大部分股票指数下跌，金属原油期货和现货黄金价格也大幅跳水。大多数机构投资者都相应调低了高风险资产的比重，增大了对流动性的需求。全球货币市场的流动性过剩很快转变为信贷紧缩（Credit Crunch）。

为了维系市场信心，欧洲中央银行、美联储、日本央行等发达国家中央银行仅在 2007 年 8 月 10 日和 11 日的 48 小时内就联手注入 3262 亿美元的流动性。欧洲中央银行甚至在 8 月 10 日承诺，在当天内将会无限制地满足来自市场的任何流动性需求。这是欧美中央银行自 2001 年“9·11 危机”以来最大规模的注资行为，从另一个角度证明了本次危机的严重性。遗憾的是，迄今为止全球央行的救援行为并未取得实质性效果，本轮美国次级债危机到目前来看还没有任何终止的迹象。

四、危机的前景：扑朔迷离

针对本轮美国次级债危机的前景，目前国际经济学界和投资银行界存在两种截然对立的观点。一种观点认为本轮危机没有得到基本面因素的支撑，因此很难形成资本市场全面危机；另一种观点认为本轮危机的规模将继续升级，最后将会导致美国经济陷入中期衰退。

来自投资银行的经济学家大多持有第一种观点。他们认为，目前美国和欧洲的经济增长都很强劲，增长率超过了历史趋势线。国内公司的盈利能力有所增强，资产负债表非常健康，整体资产负债水平甚至有所下降。在这种情况下，公司没有到债券市场进行融资的强烈需要。因此，只要次级债危机不会削弱良好的基本面，本次危机就很难演变为资本市场全面危机，对发达国家和全球经济的负面影响也很有限。[6] 甚至有观点认为，全球 MBS 市场不久即会出现反弹，目前投资于 MBS 和 CDO 甚至有抄底的机会。

第二种观点以美国经济学家 Roubini、摩根斯丹利亚太区前首席经济学家谢国忠和摩根斯丹利首席经济学家斯蒂芬·罗奇为代表。Roubini 认为，目前的次级债危机要比 1998 年长期资本管理公司危机更为严重。因为后者从本质上而言仅是一场流动性危机 (Liquidity Crisis)，通过中央银行注入流动性的办法就可以得到解决。但是目前的次级债危机从本质上而言是一场债务危机 (Insolvency Crisis)。危机的源头是头脑发热的购房者从非审慎的金融机构处举借了自己不可能偿还的贷款，因此仅仅由最后贷款人注入流动性的办法并不能解决危机。注资只能推迟危机的到来，并且使最终的危机变得更加深重和丑陋。因为在债务危机中，政府提供流动性的承诺将会使得投资者形成一旦投资失败将能得到援助的预期，从而导致道德风险。[7] 谢国忠认为，本轮次级债危机将会首先蔓延到公司债市场，造成债券市场息差的重新扩大，这种息差扩大的效应相当于美联储将联邦基金利率提高 200 个基点。同时，通胀压力的存在限制了美联储大幅降低联邦基金利率的空间。因此，美国经济很可能在 2008 年因为资金价格上涨而陷入衰退。[8] 罗奇指出，次级债危机引发的信贷泡沫破灭，可能带来与 2000 年时同样严重的后果。本次房地产泡沫和信贷泡沫产生的原因，恰恰是美联储在上次股票市场泡沫破灭后采用了过于宽松的货币政策。而发达国家央行近来的紧急注资行为，可能令流动性泛滥的形势加剧，从而催生下一个资产泡沫。[9]

我们认为，美国次级债危机的前景目前看来扑朔迷离，存在相当大的不确定性。原因在于机构投资者并未披露各自持有次级债产品的规模，从而难以估算次级债违约率上升对机构投资者造成的损失。此外，危机的信心驱动本质使得危机走向带有相当大的不确定性。这段时期内的任何政策信号或者其他突发性事件都可能影响危机的走向。不过以上因素不影响我们对危机走向做出一个初步判断：危机在 2007 年下半年和 2008 年可能会持续下去，有更多的对冲基金或其他高杠杆性金融机构可能破产。危机的走向在一定程度上取决于美国政府采用什么样的危机应对措施。

美国次级债危机的源头在于违约率上升，而违约率上升的根源在于还款利率的上升和

房地产价格的下降。如前所述,由于很多次级债借款者申请了可调整利率抵押贷款(ARM)。一旦贷款利率进行重新设定,在基准利率上升周期内贷款利率一定会显著上涨。目前的违约率上升正是因为 2006 年大约 4000 亿美元的次级债贷款进行了利率的重新设定。由于 2007 年大约有 1 万亿美元的 ARM 将进行重新设定, [10] 因此可以判断在未来一年时间内次级贷款和 Alt-A 贷款的违约率可能进一步上升,构筑在这些贷款基础上的 MBS 和 CDO 的价值将会继续缩水,大量购买以上金融产品的对冲基金或其他高杠杆性金融机构破产的案例很可能继续发生。美国金融市场的动荡可能造成大量短期资本流出美国,进而对美国平衡国际收支形成压力,造成美元贬值。美元贬值可能造成东亚国家和石油输出国在国际资本市场上减持美国国债,这一方面会造成美国国内长期利率上升,对中长期经济增长产生不利影响,另一方面会弱化美元在国际货币体系中的影响力。此外,美元贬值和外国投资者集体减持美元资产的行为将会加剧全球金融市场动荡,甚至酿成全球性金融危机。

但是,本次美国次级债危机也有可能以更加温和的方式收场。第一,任何缺乏基本面因素支持的危机都注定不会持久。美国房地产市场的下滑目前来看仍是一个局部问题,美国宏观经济基本面是比较健康的,GDP 增长率高于趋势值,通货膨胀率处于可控范围内,全要素生产率近年来有较大提高。美国经济的隐忧在于持续的经常账户赤字和财政赤字最终可能导致美元贬值和长期利率上升,但是国际收支调整和财政政策调整与房地产市场行情相关性较弱;第二,美联储手中还有一定的降息空间。次级债危机从本质上而言是债务危机,由于次级债贷款利息是与基准利率挂钩的,因此调低联邦基金利率可以有效地降低违约率,从源头上缓解危机;第三,即使美联储在通胀压力下不能大幅下调联邦基金利率,美国政府还有其他方法来应付次级债危机。例如批准吉利美和房利美等政府性抵押贷款机构购买次级债或者为次级债提供担保、对即将重新设定贷款利率的抵押贷款进行展期等。

然而,无论是发达国家中央银行的集体紧急注资或美联储下调基准利率,还是美国政府要求政府性抵押贷款机构为次级债提供担保,这些应对措施虽然在短期内能够遏制危机,但是将会导致机构投资者形成如下预期,即一旦资本市场出问题之后,政府将立即提供援助。[11] 这种预期将在中长期内滋生道德风险。

五、对中国的影响和借鉴

至少从目前来看,美国次级债危机对中国金融机构、资本市场和中国经济的影响并不

显著。由于中国目前仍然存在较严格的资本账户管制，中国机构投资者的海外投资仍然奉行比较谨慎的投资原则，次级债危机对中国的传染效应是有限的。

美国财政部的一项研究指出，截至 2006 年 6 月底，中国机构投资者购入抵押贷款证券急升 516 亿美元，从 559 亿美元剧增至 1075 亿美元，并高占同期亚洲投资抵押贷款证券 2260 亿元的 47.6%。[12] 业内人士估计，其中相当部分为高风险的次按业务。中国银行 2007 年半年报显示，该行投资于美国次级抵押贷款证券 89.65 亿美元，占证券投资总额的 3.51%，其中 AAA 评级占 75.38%，AA 评级占 21.70%，A 评级占 2.92%。该行投资于与美国次级抵押贷款相关的 CDO 6.82 亿美元，其中 AAA 评级占 81.8%，AA 评级占 18.2%。中国工商银行 2007 年半年报显示，该行投资于美国次级抵押贷款证券 12.29 亿美元，其信用评级也均在 AA 以上。[13]

首先，次级债违约率上升目前尚未影响到高信用评级的抵押贷款证券的偿付；其次，即使这些证券的市场价值显著缩水，由于次级债投资规模相对于中国国有商业银行的海外总投资规模或者总资产而言比率太低，这对其整体运营并不构成显著影响。虽然中国股市在 2007 年 8 月中旬出现调整，但是这更多的是股指大幅上升后的自我修正，以及部分机构投资者的获利回吐，与其他资本市场纷纷大跌的关联性不大。美国次级债危机引发的全球资本市场振荡可能导致黑石集团和巴克莱银行的股票价格下跌，进而造成国家外汇投资公司和国家开发银行股权投资产生账面损失，但是短期价格波动不会对长期投资的最终收益产生根本性影响。

但是这并不意味着我们可以对美国次级债危机的发展掉以轻心。由于全球金融市场通过跨境资本流动联系在一起，一旦美国次级债危机升级进而引发美国金融市场危机或者美国经济衰退，这将对中国资本市场和中国经济造成显著负面影响。即使美联储通过大幅降息避免了危机的升级，美国货币政策的变动也会对人民币汇率及利率政策产生显著影响。

如果美国次级债危机进一步扩散，造成固定收益证券市场和股票市场的全面危机，那么可能造成国际短期资本撤离美国市场（尤其是来自日元套利交易的资金撤回日本国内），美元大幅贬值，美国国内长期利率上扬，美国经济陷入中期衰退的后果。危机升级对中国经济造成的负面影响包括：

第一，从短期而言，如果美国次级债危机引起全球对冲基金调整自身资产组合，增加流动性资金的比例，那么可能造成国际短期资本从中国股市和房地产市场撤离。由于外国短期资本通过各种渠道进入中国资本市场的规模实际上远远超出政府统计口径内的规模，

如果外国短期资本发生大规模抽逃，可能导致中国股市和房地产市场的下跌。如果严重的话，可能刺破中国股市和房地产市场存在的泡沫，资本市场全面下跌引致的财富效应可能抑制国内总消费，从而影响经济增长。

第二，从中长期而言，由于中国经济和人民币汇率相对于美国经济和美元汇率存在一定的独立性，一旦美元大幅贬值、美国经济陷入中期衰退，那么相对坚挺的人民币和相对健康的中国经济，将会吸引大量的短期资本重新进入中国境内。中国资本市场在经历了短期内外国资本撤出导致的调整后，很可能重新被流入的短期外国资本推高，甚至引发更大程度的投机泡沫，为中国经济的持续稳定发展埋下隐患。

第三，大量的日元套利资金撤出美国回流日本，可能造成全球主要货币汇率发生大幅调整（美元贬值和日元升值）。这一方面会影响到人民币实际有效汇率的稳定，另一方面会引发以美元资产为主的中国外汇储备资产的实际购买力下降。

第四，美国经济陷入衰退，将导致美国市场对中国出口商品的需求下降。经济衰退引发的美国国内经济矛盾的增加，以及进入总统选举年度的影响，将会加剧中美贸易摩擦问题，美国政府逼迫人民币升值的压力可能显著加大。

如果美联储通过连续调低联邦基金利率来避免次级债危机的扩散和升级，这也会对人民币汇率和利率政策的实施空间造成掣肘。美联储下调联邦基金利率将会进一步缩小美元和人民币之间的利差，一方面引致更多的热钱流入中国，另一方面将会进一步限制中国货币当局运用加息手段来调控国内通货膨胀的能力。中美利差的缩小将会凸显人民币汇率的升值压力。换句话说，美联储为应对次级债危机的降息举措将会进一步限制中国政府自主运用货币政策的空间。

除直接影响外，本次美国次级债危机至少给我们提供了以下借鉴和启示：

首先，中国商业银行应充分重视住房抵押贷款背后隐藏的风险。在房地产市场整体上升的时期，住房抵押贷款对商业银行而言是优质资产，贷款收益率相对较高、违约率较低、一旦出现违约还可以通过拍卖抵押房地产获得补偿。目前房地产抵押贷款在中国商业银行的资产中占有相当大比重，也是贷款收入的主要来源之一。根据新巴塞尔资本协议，商业银行为房地产抵押贷款计提的风险拨备是较低的。然而一旦房地产市场价格普遍下降和抵押贷款利率上升的局面同时出现，购房者还款违约率将会大幅上升，拍卖后的房地产价值可能低于抵押贷款的本息总额甚至本金，这将导致商业银行的坏账比率显著上升，对商业银行的盈利性和资本充足率造成冲击。

其次，应该通过开展住房抵押贷款的证券化来促使机构投资者和商业银行共担信用风险。由于美国国内的抵押贷款证券化市场已经非常发达，本次次级债危机并没有导致发放次级债的房地产金融机构的全面破产，因为次级债供应商已经通过证券化把部分贷款的信用风险转移给机构投资者。然而在中国国内商业银行还没有进行贷款证券化的条件，一旦出现大规模违约，商业银行将承受所有信用风险。考虑到商业银行在中国融资体系中举足轻重的地位，一旦房地产抵押贷款出现大规模违约，可能引发中国金融体系的系统性危机。因此，应尽快开展中国商业银行住房抵押贷款证券化的全面试点和推广工作，让资本市场上的机构投资者与商业银行共同承担抵押贷款的信用风险。

再次，中国商业银行在提供住房抵押贷款时应该实施严格的贷款条件和贷款审核制度。本次美国次级债危机的源头就是美国房地产金融机构在市场繁荣时期放松了贷款条件和推出了前松后紧的贷款产品。因此中国商业银行应该充分重视美国次级债危机的教训，第一应该严格保证首付政策的执行，适度提高贷款首付的比率，杜绝出现零首付的现象；第二应该采取严格的贷前信用审核，避免出现虚假按揭的现象。

最后，政府应前瞻性地判断房地产市场的走势，提前采取措施来避免房价下跌的不利影响。房地产行业是影响到国计民生的行业，同时又是对其他行业拉动性极强的行业。一旦房地产行业陷入衰退，一方面可能引发信用危机、银行清偿力危机甚至社会动荡，另一方面可能通过连锁反应导致经济增长率下降甚至陷入衰退。因此，政府应该对房地产行业指标保持密切关注，前瞻性判断房地产市场走势，提前采取货币政策等宏观调控手段甚至行政调控手段来避免或缓解房价大幅下跌的不利影响。▲

注释：

[1] 以上数据引自

<http://money.cnn.com/2007/02/28/magazines/fortune/subprime.fortune/index.htm>。

[2] 所谓巨型抵押贷款（Jumbo Mortgage），是指贷款金额超过传统行业平均水平的抵押贷款，因为金额较大，政府性抵押贷款机构不会为其所有金额提供担保。2006 年单笔金额超过 41.7 万美元的抵押贷款被称为巨型贷款，超过 65 万美元的抵押贷款被称为超巨型抵押贷款（Super Jumbo Mortgage）。

[3] 以上数据引自 UBS. “Making Sense of Global Markets”, Asset Allocation Comment, UBS Investment Research, 3 August 2007。

[4] 以上数据引自宋鸿兵（2007）：“外汇投资公司，当心美国资产毒垃圾”，新华社区论坛，<http://forum.xinhuanet.com/detail.jsp?id=45525285>。

[5] 以上数据引自 <http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime>。

[6] Stephane Deo. “What to Make of the ECB Liquidity Injection”, European Economic Focus, UBS Investment Research, 9 August 2007.

[7] Nouriel Roubini. “Worse than LTCM: Not Just a Liquidity Crisis; Rather a Credit Crisis and Crunch”, Roubini’s blog, 9 August 2007.

[8] 谢国忠（2007）：“下一次金融危机”，《财经》，8月6日，总第191期。

[9] 罗奇（2007）：“次级债危机远比你想象的严重”，http://forex.money.hexun.com/4210_2451159A.shtml。

[10] 以上数据引自 <http://en.wikipedia.org/wiki/Subprime>。

[11] 这种预期被资本市场形象地称之为格林斯潘期权（Greenspan’s Put），即在格林斯潘担任美联储主席时，一旦资本市场出现危机，美联储通常会下调联邦基金利率以救市。

[12] 以上数据引自 <http://finance.sina.com.cn/j/20070807/08293858091.shtml>。

[13] 以上数据引自 <http://finance.sina.com.cn/g/20070824/07453912845.shtml>。