

Sri

# 次贷危机对全球金融究竟有何影响



**瞿强:** 中国人民大学财政金融学院金融系教授、博士生导师;中国财政金融政策研究中心副主任;中国人民大学金融与证券研究所副所长。曾在日本国立一桥大学、德国汉堡大学做高级访问研究。主要研究方向是宏观经济政策、货币金融、公司财务。已出版学术专著与译著多部。

◎ 瞿强

2007年2月27日,上证指数大幅下挫,随后出现了全球性的股市下跌。有人以为中国的资本市场已经足以冲击世界市场了,但其实这只不过是一场更大的金融危机的序曲。这场危机从春天开始浮现,夏秋之后日益严重,到2008年初还在发展之中。

那么,这场危机究竟是如何发展、演变的?它的基本游戏程序如何?它对美国乃至全球金融体系、实际经济活动究竟会有什么样的影响?

## 次贷危机的结构与机理

理解次级债危机的产生和发展,分析其对金融体系和实际经济的潜在影响,首先需要详细剖析次级债的结构,看看银行信贷在这一结构下是如何在金融产品创新推动下急剧扩张,然后又是如何急剧收缩的。

在大萧条以前,美国住宅金融市场主要以“自给自足”为主。大萧条时期,作为“新政”的一个部分,美国联邦政府大力介入了住宅金融体系的构建,其基本制度框架一直延续到现在。

从1970年代开始,“政府住房抵押贷款协会”(Ginnie Mae)(1968年)和联邦住房抵押贷款公司(Freddie Mac)(1970年)等率先发行基于住宅贷款的证券化产品(MBS),从而推动住宅贷款市场的流动性从“出售贷款”开始进入到“证券化”阶段。同时,美国住宅金融机构也面临了“脱媒”的严峻市场环境变化。

1980年代以后,住宅贷款的主体储贷协会(S&L)不断爆发危机,住宅金融市场上传统的“贷款并持有”(originate-to-hold)的经营模式不得不让位于新的“贷款并证券化”(originate-to-distribute)商业模式。由此开始,住宅贷款的资金来源不是依靠吸收存款,而是依靠卖出贷款合同。在1990年代,这个二级市场的主体还是有政府背景的金融机构。2000年以后,华尔街进入并主导了这个市场。

目前这一市场的基本结构可以划

在大量信贷扩张和需求刺激之后,美国住房供应市场很快饱和了,住宅价格指数在2006年中期见顶回调。大量新型贷款产品也度过了最初几年优惠期,再加上美国利率上升,次级贷款借款人的还款负担骤然上升,房价下跌又导致借款人无法按原先方式重新融资,结果是次级贷款违约率迅速上升。随着金融机构执行抵押,将住房重新推向市场,则更进一步加剧了房价下跌。波及到金融市场的方方面面,最终有可能影响实际经济运行。

分为三个基本环节。

第一个环节是住房贷款的“一级市场”,借款者申请贷款,得到资金和住房,贷款者发放贷款,得到作为抵押的住房合约和预期的还款现金流。贷款者主要是一些专门从事住房贷款的金融机构如New Century公司等,并占有一半以上的市场份额。此外,商业银行、储蓄银行、信用合作组织、保险公司和与房屋贷款相关的政府机构,还有一些住宅专业公司本身是商业银行附属机构。

尽管一级市场中贷款有的受到GSEs的信用保护,但对低收入阶层来说,这类贷款门槛太高和审查过严,加上这些机构自2002年开始受会计丑闻困扰而市场份额下降,一些私人品牌的贷款公司乘虚而入,给低收入者种种优惠条件,于是次级贷款市场开始迅速扩张。到2006年,美国住宅抵押贷款规模已超过国债市场和公司债券市场,贷款余额高达13万亿美元。从一级市场看,在MBS约占贷款余额的6成市场份额,而GSE发行证券又占MBS的三成比重,而“私人品牌的MBS”要占到其余的6成比重。

由于目前的贷款者在发放贷款后,并不长期大量持有这些贷款并作为自己的资产,而是在收取一定手续费后尽量将贷款转出去,于是就形成了住房贷款的二级市场。

第二个环节是住房贷款的二级市场,主角是一些大型金融机构如花旗集团、美林证券和汇丰等。它们从一级贷款商那里购买了住宅抵押贷款债权,但也不愿意长期持有这些资产,于是就对其进行证券化处理。它们将住房抵押贷款(MBS)与其他资产的现金流混在一起,做成资产抵押证券(ABS)后,再出售给最终投资者。

在资产证券化过程中,信用增级是非常重要的。信用增级一般有两种做法:一种是外部增信,即通过第三方如政府机构进行保险;一种是内部增信,就是将证券化资产划分不同等级,以基础资产所产生的现金流按由高而低等级顺次偿还,一旦住宅贷款出现违约风险,损失首先由低等级证券承担,中高等级证券不受影响,投资者风险将得到减缓。由于次级贷款一般没有这种保险,所以主要依靠内部增信。

第三个环节是再证券化。为了进一步分散风险,金融机构通常会把这些ABS再次证券化。具体做法:一是将部分低等级的ABS转售给自己所属的“特设机构”(SPV),由SPV将这些ABS与其他资产(如汽车贷款、信用卡贷款等)混在一起形成新的资产池,做

成“债务担保证券”(CDO),再出售给最终投资者;一是成立相对独立的“结构性投资机构”(SIV),SIV一方面购买CDO作为资产,并采用内部增信法,对这些CDO再次证券化。也就是说,对这些CDO重新分级。然后,SIV再以这些CDO作为资产保证,向投资者发行短期“资产支持票据”(ABCP)来融资。这样一来,原本高风险的次级贷款,就被“洗”成了低风险和高收益的资产,或者说,华尔街将萝卜卖出了人参的价钱!

不理解解,在资产证券化过程中,评级机构的作用重大。尽管对这种新型的、历史很短、市场交易不活跃的衍生信用产品,评级在技术上本身也存在困难。

那么,谁是最终投资者呢?购买证券化产品的投资者种类很多,大多是实力较大的金融机构,其中有稳健型的商业银行、保险公司、养老金等,也有追求“高收益-高风险”的对冲基金,投资者的地域范围则是以美国为主,遍及全球。

从本次次级贷款危机的结构框架概括起来看,低收入家庭从住宅贷款公司轻易获得大量贷款,住宅贷款公司将贷款转售给金融机构,金融机构再将这些贷款打包变成各种证券,最终卖给了投资者。

更重要的是,在这一框架下,面向低收入人群的次级贷款何以会爆发式增长,而后又陷入严重危机呢?

## 次贷是如何发展成危机的

在次级贷款结构中,不太容易看出各个环节之间的因果关系。从表面上看,是先用借款,然后再有贷款——贷款证券化——证券产品销售这一运行机制。但实际上,在次级债的一级市场和二级市场之间存在着相互激励机制。二级市场上金融机构之间借助复杂的金融创新和激烈、无序的市场竞争,导致了一级市场上短期内贷款大量增加。当然,全球流动性过剩导致过剩资金流向美国,刺激了住宅价格短期显著上升,使得整个机制得以启动的直接动因。

进入新千年以后,发达国家经济普遍不景气,从2000年初就开始了—次较长的低利率金融缓和时期。尽管长期的低利率暂时稳定了经济,但也带来了全球性的“流动性”过剩。需要注意的是,这一时期世界各国通胀水平是稳定的,也就是说,这些过剩资金暂时并没有直接用于商品购买,而是有相当大的部分投资于各种资产,于

是就出现了全球性房地产等资产价格过热现象。

低利率+流动性过剩,对住宅贷款需求与供应两方面都有影响。而且,形成了住宅价格将持续上升的预期或“神话”。

从第一个环节看,住房价格持续上升,形成了低收入家庭“晚买不如早买”预期,贷款需求增加进一步刺激了住房价格上升。更重要的是,对贷款机构来说,高等级客户贷款已趋于饱和,为迎合低收入家庭的贷款需求,贷款机构不断创造出新型的住房贷款产品。这些产品的一个共同特征是大幅度降低贷款审查要求,并在最初几年给予借款者很多还款优惠。当然,如果过了优惠期,借款者负担也会急剧增加。但是,由于贷款者和借款者都预期住宅价格还会持续上涨,可以将涨价后的住宅再次抵押和重新融资。在具体运作中,很多贷款机构还借助100多家贷款中介机构来推销这些“新产品”,而中介机构只要能达成交易,就可获得手续费收入,不需要对未来风险承担任何责任,这种不对称的激励机制进一步刺激了一级市场扩张。

另一方面,贷款机构发放贷款后同样不全部持有这些贷款合约,在收取手续费后,又将大部分贷款合约迅速转售给大金融机构尤其是投资银行,再由后者进行证券化处理。大型金融机构借助证券化可以将风险细分并转嫁出去。也就是说,借款者在一级市场上能很便利地筹集到充足资金。从因果关系上看,市场中存在大量资金推动了借款者可以通过降低标准大量发放贷款。

对拥有巨额资金的最终投资者来说,长期低利率使得国债和公司债等传统投资对象的收益率在低位徘徊,信用评级较高但收益也相对较高的证券化产品,由此成为这些投资者尤其是对冲基金竞相追逐的投资对象。

从次级债扩张的各个环节及各环节的市场参与行为分析可见,市场中存在大量充裕的资金,以及金融机构之间的激烈竞争,赋予了整个体系具有信用扩张的内生动力。在金融创新、市场乐观预期和监管出现真空等因素影响下,这一动力又转化成实际的信用扩张,表现为次级债市场规模

的超常增长。

但是,万变不离其宗。无论金融创新的链条有多漫长和多么复杂,问题的根本在于,所有金融资产的最后价值是依赖于其最原始资产的实际价值。也就是说,一旦住房价格开始下降,上述过程就会发生逆转,且很可能会加速逆转。由此,持有次级债及相关证券化产品的金融机构必然会出现巨额资产损失。

实际情况也是如此。在大量信贷扩张和需求刺激之后,美国住房供应市场很快饱和了,住宅价格指数在2006年中期见顶回调。同时,大量新型贷款产品也度过了最初几年优惠期,再加上美国利率上升,次级贷款借款人的还款负担骤然上升,房价下跌又导致借款人无法按原先方式重新融资,结果是次级贷款违约率迅速上升,在2007年4月至6月,次级贷款违约率达到了14%左右。随着金融机构执行抵押,将住房重新推向市场,则更进一步加剧了房价下跌。

这意味着次级债市场的基础产品价值严重缩水,金融机构出现了巨额损失。这些损失发生在以下几个环节:首先,银行自己手中持有的次级贷证券化资产信用评级不断下调,形成了评估损失。

第二,银行在出售证券化资产时通常附有协议,在一定期间出现违约风险,最终投资者有权向发行者要求赔偿。

第三,银行与自己出资设立的SIVs虽然在法律上有所谓的“破产隔离”(Bankruptcy Remote)安排,两者的资产负债虽然并没有直接联系,但是为了提高SIVs的信用评级,便于其发行ABCP,银行通常对SIVs有融资承诺,这是一种或有负债;而且SIVs的资产规模已经高达4000亿美元,财务杠杆很高,且资产负债期限不匹配,一旦资产贬值,自有资本很快就会被冲销,形成银行的实际损失。

第四,银行为了冲销损失,平衡资产负债表关系,不得不低价出售自己的证券化资产。

于是,整个体系就进入了向下的恶性循环,表现为信用收缩,流动性紧张,波及到金融市场的方方面面,最终有可能影响实际经济运行。

## 什么是次级债与“次贷危机”

所谓“次级债”一般是指美国住宅抵押贷款中面向低信用等级借款者发放的贷款。“次贷危机”则指自2007年初开始,由于“次级债”大量逾期违约,以其为基础资产的证券化产品信用评级急剧下降,市场交易价值和评估价值严重缩水,欧美大型金融机构出现巨额损失,并且由美国波及到全球金融市场,引发全面性的流动性紧张和信贷紧缩,并逐渐开始对实体经济造成负面冲击的一系列事件的总称,这一危机目前还在发展过程之中。

“次级债”的英文是Subprime Mortgage或Subprime Loan,“次级债”实际上是最低等级贷款,在它之上还有中等等级贷款。美国住宅金融机构在发放贷款时,根据申请者过去的信用历史、借款额度、目前的收入状况等指标,建立了一套“信用评级”标准,从上至下分为“优先级贷款”、“Alter-A贷款”、“次级贷款”。“次级贷款”的借款者收入较低(一般年收入不足3.5万美元)、信用记录较差、首付款低于20%、月还款占收入比超过50%。

在1990年代,次级贷款在整个住宅贷款比重中约占2%左右。到2006年末,次级贷款奇迹般地增长到1.3万亿美元,占到美国住房抵押贷款市场中约13%比重。

# 次贷危机评估:美国的损失与其他市场的损失

◎ 瞿强

次级债本身的损失究竟有多大?在次贷危机发展过程中,损失的估计是在不断变化的。例如,金融机构自己的预估在事后总是成倍增加。美联储主席在2007年7月的损失估计为1000亿美元,到10月份增加到1500亿美元。一方面由于主观上的估计倾向于保守,另一方面,从次级债损失发生的机制上看,损失本身也是动态变化的。

到目前为止,大部分研究者愿意引用IMF在《金融稳定报告》(2007年10月)所作的估计。该报告说次级贷款为1.3万亿美元,Alt-A贷款为1万亿美元,分别占美国住宅贷款总额的15%和11%;设次级贷款的违约概率为25%,Alt-A的违约概率为7%;在假设次级贷款违约以后最终发生损失的概率为45%,Alt-A的违约概率为35%,则整个次级贷款的预估损失是1450亿美元(13000×25%+45%);Alt-A的预估损失是250亿美元(1000×7%+35%);合计为1700亿美元。这个数字大概相当于美国2006年GDP的1.3%。此外,

随着贷款损失的发生和住宅价格的下跌,MBS的估值损失大约为650亿美元;ABS CDO估值损失为1200-1300亿美元,合计约为2000亿美元,占GDP1.5%左右。

那么,美国金融体系和实际经济是否能承受这些损失?

美国上一次住宅金融危机发生在1980年代,这就是储贷协会(S&L)危机,其绝对规模虽不及次贷危机,但损失所占GDP比重却大致相同。从2007年第3季度美国五大银行财务报表看,不良资产比率大约在2%左右,与1990年代初期,2001年景气衰退相比,都不算严重,整个银行体系还是稳健的。此外,根据日本瑞穗金融集团的估计,到2006年底,全球上市银行和证券公司的纯收益大约为6500亿美元,自有资本大约有4万亿美元。从这些因素看,美国应该能够吸收这次危机损失。

但是,另一方面,也要注意,以上对次级债损失的估计还是比较保守的,多数是静态的估计。这次次级贷款危机的特殊之处在于证券化与信

用扩张联系在一起,具体表现在以下几个方面。

第一,多重证券化的证券发行,可能推动信用膨胀。例如,证券化资产的最终投资者中很多投资基金(对冲基金,私募基金等)本身就是高杠杆性的,本身就存在多倍信用扩张机制。一旦发生逆转,又形成多倍信用收缩机制,并加剧了金融体系和实际经济的波动。

第二,证券化是一把“双刃剑”,一方面分散了住宅贷款的长期风险,另一方面,由于证券化和再次证券化,风险的最终来源容易被市场所忽略,也不容易追踪,证券化本身也可能放大风险。而且,一旦风险爆发,政策决策不容易找到着力点。

第三,随着金融全球化的发展,美国住宅金融市场的风险借助证券化被销售到全球各地。正是由于以上特点,我们看到,美国金融体系通过证券化方式在短期内分散了风险,刺激了银行信贷在住宅市场的扩张,并导致住宅供应超出实际支付能力的过度扩张,终于在2006年中期开始出现调整,住宅价格

下跌首先直接打击了美国的建筑业,目前这一产业在美国GDP中约占14%,而且对其他产业也有较强的乘数效应。

通常,住宅市场的调整比较缓慢,有一个较长的滞后期,2006年中期开始的住宅市场调整估计至少还要持续2年至3年。这意味着我们对次级贷款损失的分析不能仅仅局限于短期的流量分析,还要联系更为基础的住宅市场存贷调整来分析。例如,美国希勒教授认为,美国住宅资产价值约为23万亿美元,芝加哥商品交易所的住宅价格指数期货到2008年8月会进一步下跌7%至13%,住宅价值的实际损失可能会高达3万亿美元。从这个角度看,金融机构次级贷款的损失还有继续扩大的可能,相应地会出现普遍的信贷紧缩。金融机构不得不收缩对企业的贷款,提高个人消费信用审查标准,缩小杠杆收购贷款,导致并购活动减少。此外,银行信用紧缩还导致债券市场信用紧缩,企业债券尤其是中小企业企业债券的发行会遇到很大困难。

从全球角度看,这次次贷危机对欧洲的影响特别大,这是因为欧洲大陆的金融体系本身是混业为主的,其投资银行业务近年来发展迅速。在欧洲货币一体化后,经济竞争和并购需要巨额资金,带动了信贷以及信用衍生产品市场的活跃。此外,货币一体化以后,欧元区内外汇交易减少,需要更积极地向外投资分散风险。日本的情况不算严重,因为日本金融机构的投资银行业务不算发达,日本的银行在2007年3月引入巴塞尔协议管制要求,为了充实资本,恰好在美国次贷危机全面爆发之前,很多金融机构都出售了自己的证券化产品。

至于中国,官方对有关信息尚未披露,据报道中国的金融机构大约持有120多亿美元的次级债券相关金融资产,至于资产的具体类型、购入时机、实际损失等还有待观察。

不管怎样,鉴于美国经济约占全球经济规模三分之一,中国出口有近一半面向美国。所以,美国次贷危机发展,以及它对美国经济走势影响,都需要密切关注。

## 次贷危机演变三大深化阶段

第一个阶段:问题的浮现。

在2007年2月末,全球股票市场出现了同步下跌的现象。由于在时间上,恰好是由中国上海的上证指数下跌开始的,以至于有人将其归因于“中国冲击”(China Shock),但是敏锐的市场很快发现,问题的根源在于美国的次级债市场。美国前三大银行为应付可能出现的次级债损失,大幅增加坏账准备,引起了市场不安。公开统计数据表明,次级债贷款违约率正在上升,住宅贷款机构股票大幅下降。3月份,美国国会就次级债问题举行听证会,确认次级债贷款余额高达1.3万亿美元,次级贷款采用特殊的贷款产品,目前已经进入高额还款时期,预计大约有100万户美国家庭可能无法归还贷款。4月2日,美国第二大次级贷款公司“新世纪金融公司”申请破产保护。

但是,当时市场普遍认为其影响是局部的,不会波及优惠贷款,更不会影响其他部门,如当时美联储主席伯南克对此看法也是如此。此后不久,由于各国经济景气上升,股市暂时恢复了平静,且继续上升。

第二个阶段:危机爆发。

2007年夏季,市场再次开始担心基于次级债的证券化商品。6月中旬,大型投资银行贝尔斯登旗下两家对冲基金因大量投资基于次级债的CDO,出现重大损失而陷于破产。7月中旬,三大评级公司对一千多个住宅贷款MBS调降评级,投资者普遍感受到信贷风险急剧上升,美国最大住房贷款公司Countrywide Financial传出贷款损失和业绩恶化消息。

在欧洲,次贷危机也开始爆发。7月底,德国产业银行(IKB)公布了与次级债相关的重大损失。8月9日,法国BNP巴黎银行宣布,由于资产估值困难,暂时冻结旗下三家基金资产。受此影响,欧元区短期金融市场流动性紧缺,短期市场利率急剧上升。

9月中旬,英国北岩银行(Northern Rock)出现了英国近140年来首次“挤兑现象”。该银行直接持有与美国次级债相关的金融产品尚不到总资产1%,但由于其资产负债结构存在期限不匹配问题,资金来源主要依赖短期市场,当美国次贷危机波及到欧洲短期资金市场时,造成流动性紧缺,北岩银行融资出现困难,引发了挤兑现象。

为防止市场陷入流动性危机,欧美中央银行积极进行了干预。欧洲中央银行去年8月9日向市场注入了948亿欧元,美联储8月10日向市场注入240亿美元。8月17日,联储降低贴现率0.5%(从6.25%下降到5.75%),并进一步放松了贴现贷款条件,通过吸收MBS以及相关的证券,使得三大银行(花旗、美林和摩根大通)能为自己的子公司提供250亿美元信用。9月18日,美联储FOMC决定将联邦基金利率从5.25%下调到4.75%,贴现率从5.75%下调到5.25%,各国中央银行也联手大量提供流动性。市场出现乐观情绪,误以为次级债危机已经结束,股指再度上升。

第三个阶段:危机深化和发展。

到2007年10月下旬,欧美大金融机构陆续公布第三季度财务状况,巨额财务损失远远超出以前预告,也超出市场预期,市场开始恐慌。中央银行再次联手干预。

进入2008年以后,美国大金融机构公布新的季报,损失又一次超过预期。其中,美林、花旗、UBS等出现巨额亏损;以野村证券、瑞德集团等为代表的日本金融机构总计发生了60多亿美元损失。次级债引发信用紧缩对实体经济的影响开始显现,美国年经济增长率在2007年第四季度已经降到0.6%。此外,2008年初的失业率、零售商品指数等主要经济指标开始恶化;IMF在2008年2月初将全年的经济增长预测下调了0.5个百分点。(瞿强)