# **一、2008年美国次贷危机中的资产证券化?**

2008年美国次贷危机中资产证券化 在探讨今天的话题之前，请先下面请看一则拉贷的广告： “你想过中产阶级的生活吗？买房吧！” “积蓄不够吗？贷款吧！” “没有收入吗？找XX贷款公司吧。” “首付也付不起？头两年我们提供3%的优惠利率！” “每个月还是付不起？没关系，头24个月你只需要支持利息，贷款的本金可以两年后再付！想想看，两年后你肯定已经找到工作或者被提升为经理，到时候还怕付不起！” “担心两年后还是还不起？哎呀，你也真是小心了，看看现在的房子比两年前涨了多少，到时候你转手卖给别人啊，不仅白住两年，还可能赚一笔呢！再说了，又不用你出钱，我相信你一定行得，难道我敢贷，你还不敢借？” 上面的话语反映的是美国房地产代理商拉贷的情形，由房地产代理商找房屋购买者拉贷，向放贷机构申请住房抵押贷款，这种贷款多为次级贷款，放贷机构再将住房抵押贷款作为一种资产“卖给”投资银行等金融中介机构。金融中介机构将各种住房抵押贷款打包成债券，经由标准普尔等评级公司评级，然后再出售给保险公司、养老金、对冲基金等投资者。 从中可以看出，与中国不同，美国的购房者和放贷机构没有直接的关联，房地产代理商在起着桥梁作用。房地产代理商是整个美国房地产抵押行业的重要推动者之一。他们认识多家贷款机构，了解上百种贷款品种，信用不好的借款人甚至能通过代理商得到更多的贷款。但是这种次级房屋抵押贷款的偿付保障是建立在房屋价格不断上涨及低利率的假设之上，而不是建立在客户本身还款能力基础上的。由于大部分次级贷款基于浮动利率即贷款利率随短期利率变动而变动，一旦房价回落、利率上升，次级借款人将会面临无力还贷风险，从而引起次贷危机的爆发。 次贷危机，它是一场发生在美国，由次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引起的风暴，到2008年则升级成引发了席卷全球金融市场的风暴。 最初来源于在美国的住房抵押贷款市场，美国住房抵押贷款市场可以分为三个层次：优质贷款市场、次优级按揭贷款市场和次级按揭贷款市场。其中次级按揭贷款（简称为次贷）是指银行或贷款机构提供给那些信用等级或收入较低、无法达到普通信贷标准的客户的一种贷款。次贷于20世纪90年代中期在美国兴起，2000年以来获得大力发展。原本次贷的存在是帮助穷人实现“居者有其屋”的梦想，但是事实的发展却不能遂人所愿。世纪末期，美国经济十分景气，掩盖了次贷的风险，21世纪以后，随着网络泡沫的破灭和“9·11”恐怖袭击事件的发生，美国经济面临衰退的危机，为了刺激经济增长，美联储前主席格林斯潘采取了连续13次降息实行低利率政策。这一政策极大地刺激了美国房地产业的发展，大量资金向房地产市场集中，美国人的购房热情空前高涨，即使还不起月供，也可以通过将房产二次抵押来偿还。以房产作抵押进行贷款既合算又安全，这种贷款通常不需要首付，只是贷款利率相应地比一般抵押贷款高很多（相比普通抵押贷款6%～8%的利率，次级房贷的利率有可能高达10%～12%，而且大部分次级抵押贷款采取可调整的浮动利率）。房地产代理商和中介机构为了充分享有房价上涨所带来的高收益，加大了向信用等级较低的借款人推出次级抵押贷款的比重，次级抵押贷款市场迅速发展，1994年~2005年，次贷年平均总额增加25%，2006年次级抵押贷款资产总规模达到6400亿美元。 2005年是美国房地产市场的重要转折点。为防止经济过热，抑制通货膨胀，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，基准利率的上升增加了投资房地产资金的成本，逐渐刺破了美国房地产过度资产证券化带来的市场泡沫。引起美国很多地区房地产价格的上升势头在2005年10月份左右忽然中止。 所谓资产证券化是将原本不流通的金融资产转换成为可流通资本市场证券的过程。总体而言，金融中介一手放贷，一手将贷款打包证券化后出售给投资者，赚取的是中间费用，而不是贷款利率。 资产证券化带来的的影响是双面的。一方面，分散风险和扩大资本规模是资产证券化对抵押贷款市场发展的最大贡献。通过资产证券化，抵押贷款的风险不再集中在放贷机构，而是分散到了愿意通过承担风险获得更高收益的各种投资者手中。另外一方面，资产证券化降低了贷款人对借款人进行甄别的积极性，可能导致贷款标准的恶化。在美国的住房贷款中有相当大的比例是通过代理机构发放的，代理公司只要发放出更多的贷款，收入就越多，这些以收取手续费为目的的代理公司可能并不是为了贷款人的最大利益而行动。在华尔街对次级抵押债券的需求不断增加的情况下，代理机构甚至在客户的财务状况出现问题时，也给次级抵押贷款申请人发放贷款。同时在将贷款打包成为债券在二级市场上发行的过程中，提供第三方信用风险评价的评级机构发挥尤为重要的作用，但以收取手续费为目的的激励机制，为承揽更多的业务可能诱导评级机构过快地对复杂的结构性证券进行评级，导致对评价扭曲甚至是掺杂欺骗性。资产证券化使不同层次的信贷市场更紧密地相互依存，但当不确定性出现时，风险更容易被扩大扩散。我们必须理性地认识到，引起2008年美国次贷危机并不是资产证券化这个工具本身，而是当时美国经济存在更多深层次的原因。所以此次次贷危机对于国内今后资产证券化仍然具有指导意义。 以中国现状来看，从国家层面来讲，中国的银行体系和金融制度并不如美国健全，金融体系发展也没有美国发达，所以我国应保持金融市场稳健发展，不能操之过急。应当从各个角度进行反思，着力处理好金融监管、金融创新和理性投资之间的关系，以便日后充分发挥其作用。例如在贷款审核方面，仍然恪守传统的客户和银行面对面的交易方式，这就避免了房地产代理商这个次贷危机中的最大风险。在住房首付款方面，国内住房首付款比例不得低于三成，远高于美国0首付的比例。在监管方面，我国的资产证券化业务是由中国人民银行和银监会共同监管，监管机构严格的资格准入、单笔业务审查和控制发行总量下，业务发展比较规范、有序。从发行机构来看来讲，要严格把握资产池中标的资产的质量种类，慎重选择，合理搭配。建议在权衡良莠资产的同时扩大资产池的选择范围，将风险更大程度地分散。从投资者来看，企业和个人都应该有正确的投资理念，不盲目追求新事物，也不抵制新事物。根据自身需求充分分析之后作出投资决策。

**二、清算**