

美国次贷危机：背景、原因与发展 *

余永定

内容提要：本文首先从美国金融市场的结构、次贷与证券化的关系两个方面介绍了次贷危机发生的背景，并解释了 RMBS、CDO 与 CDS 等在危机中扮演着重要角色的衍生金融产品；在此基础上，本文详细剖析了次贷危机的爆发与传递过程，认为次贷危机迄今为止经历了流动性短缺、信贷紧缩与实体经济萎缩三个阶段；最后，本文总结了次贷危机给全球金融市场、投资者以及中国政府提供的经验教训。本文截稿时，两房危机刚刚浮出水面。发稿时，随着美国保险集团（AIG）濒临破产和美国政府 7000 亿美元救市计划的提出，美国金融危机进入了一个新阶段。美国经济已陷入 1929 年以来最严重的危机。

关键词：次贷危机 衍生产品 信贷紧缩 启示

作者简介：余永定，中国社会科学院学部委员、世界经济与政治研究所所长、研究员

20 世纪 90 年代以来，在信息技术革命的推动下，美国经济经历了二战后前所未有的高速增长，美国资本市场更是空前繁荣。2001 年 IT 泡沫破灭，美国经济出现衰退。为了刺激经济，美联储采取了极具扩张性的货币政策。经过 13 次降息，到 2003 年 6 月 25 日，美联储将联邦基金利率下调至 1%，创 45 年来最低水平。美联储的低利率政策，导致美国住房价格的急剧上升。2002 年，笔者曾指出：“从总体上看，还难以判断美国房地产市场泡沫是否严重。但是在某些地区，房地产泡沫是严重的。造成美国房地产价格上升的原因是多方面的，如股票市场崩溃、投资者转向房地产市场、住房抵

* 为《当代亚太》撰写，2008 年 8 月 17 日。

押贷款的税收优惠等，但其中一个重要原因则是美国联邦储备银行的宽松货币政策，特别是低利率政策。在这种政策的刺激下，银行发放了大量各种形式的住房抵押贷款。贷款条件过于宽松使得许多人购买了超出自己偿付能力的住房，住房抵押债务急剧增加，美国的住房抵押债务对收入之比创下了历史最高纪录，人们越来越对住房抵押贷款发放失去控制而感到担心。”正如经验一再证明的，当我们身处泡沫之时，往往难以判断是否存在泡沫，而只能在泡沫破灭之后才能得出结论。自 2003 年以来，每年都有经济学家警告说美国的房地产泡沫将会破灭，虽然这一灾难迟迟没有发生，然而，该发生的迟早要发生。2007 年 8 月，美国次贷危机突然爆发，不但房地产泡沫终于破灭，美国还陷入了自 20 世纪 30 年代大萧条以来最为严重的金融危机。

美国的次贷危机不是一次简单的周期性危机或类似 1998 年的长期资本管理公司危机这种局部、短暂的金融危机。美国当前的这场危机是盎格鲁 - 萨克逊式资本主义生产方式的危机，是华盛顿共识的危机。在东亚金融危机期间，西方政治家和经济学家把东亚危机的发生归结于“裙带资本主义”、银行系统在金融体系中的比重过高、资本市场在金融资源配置中的作用过弱、监管不力等等。与此同时，他们在世界各地大力推销盎格鲁 - 萨克逊金融模式。同德国模式和日本模式相比，更遑论东亚模式，盎格鲁 - 萨克逊模式被视为最完美的、具有普世价值的金融体系模式。而发展中国家也诚惶诚恐地按盎格鲁 - 萨克逊模式来改造本国的金融体系。然而，当学生还未来得及交出令老师满意的答卷之前，老师自己却突然出了问题。

对于美国房地产泡沫破灭导致严重的金融危机，我们不是没有思想准备。笔者曾撰文指出：“在美国，在泡沫经济破灭之后，其金融体系似乎并未受到严重打击，这确实可能是因为美国的金融体系、特别是其银行体系十分健全的缘故（但直到最近，美国的金融机构仍频频爆出丑闻）。但这也可能是美国银行机构在 90 年代通过种种技术手段分散风险的结果，如通过把债权打包出售给其他金融机构，特别是保险公司。即使泡沫破灭确实产生了大量坏账，由于这些坏账已被转移到保险机构，因而他们实际上已被隐藏起来（保险机构不必遵守银行机构所必须遵守的一系列透明性原则）和被分散

王洛林、余永定主编：《世界经济黄皮书 2002 - 2003 年：世界经济形势分析与预测》，社会科学文献出版社 2003 年版。

化了。这种情况下，美国房地产泡沫对其整个金融体系最终将产生什么后果，还有待进一步观察。日本的经验和教训说明，泡沫经济破灭后的经济调整过程是漫长而曲折的。美国是一个高负债国家，金融危机一旦发生（尽管目前并无明显迹象），其后果是难以设想的，对此我们应该保持清醒的估计。”显然，当时我们对美国金融市场的认识是粗浅的，对细节缺乏了解，因此，对后来次贷危机的发生和发展做出准确判断是不可能的。在次贷危机发生刚满一年之际，搞清次贷危机的有关细节，重构次贷危机发展的历程，对于我们把握次贷危机的未来发展，判断这一危机对中国的可能冲击，特别是对重新思考中国今后金融体系改革的方向应该具有十分重要的意义。

美国的金融市场

按借贷期限的长短，金融市场可以分为货币市场（一年以下）和资本市场（一年以上）两大类。而资本市场又可以进一步分为债务市场和股票市场，或分为债券市场、股票市场和住房抵押贷款市场。其中货币市场包括银行间隔夜拆借市场、债券回购市场、商业票据市场等。而资本市场，以美国为例，则包括公司股票市场、居民抵押住房贷款市场、公司债券市场、美国政府债券市场、公共机构证券市场、银行商业贷款市场、消费者贷款市场。其中公司股票市场规模最大，其次是居民抵押住房贷款市场。到 2006 年底，全球资本市场的总值为 88 万亿美元，其中股票市场总值为 50 万亿美元，而债务市场总值为 38 万亿美元。

自由化、证券化是美国金融市场的最重要特征。在美国，对金融业（主要是银行业）的管制是大萧条以后逐步形成的。管制措施主要包括：（1）对银行支付存款利息率的限制（Q 条例）；（2）对银行进行证券业务的限制（格拉斯 - 斯蒂格尔法）；（3）存款保险制度；（4）对金融市场和金融机构（证券与交易委员会、存款保险公司、贷款保险公司、住宅贷款局等等）的管理和监督；（5）限制新银行开业；（6）联邦储备银行的集中和加强；等等。20 世纪 70 年代以后，美国出现了一股对大萧条重新认识的思潮。这种

余永定：《2004 年世界经济将保持良好增长势头》，载《国际经济评论》2004 年第 1 期，第 1~10 页。

思潮认为 30 年代银行发放冒险性贷款和进行风险性投资并非政府管制不严（如允许银行对存款支付利息等）所致。因而，对银行和其他金融机构进行严格的管制是错误地总结了 30 年代银行危机的教训的结果。除了意识形态方面的原因外，经济条件的变化也对金融自由化的发展起了强有力的推动作用。1965 年之前，在普遍低利率的情况下，Q 条例并未形成实际约束，因而并未影响银行的存款吸收能力。1965 年之后，由于利息率的普遍提高，政府管制变得具有约束力，从而限制了银行的获利机会，于是存款人把资金转向利息率不受限制的票据和证券。非银行金融机构（货币市场基金等）的出现更是吸引走了大量存款。于是，银行只得设法通过发行商业票据、回购协议和吸收欧洲美元等方式进行反击。金融自由化在某种程度上是金融创新的结果。管制必然导致逃避管制，各种金融创新就应运而生。大额存单、回购协议、商业借据、欧洲美元和货币市场基金等等都是为了逃避 Q 条例的限制而创造出来的。面对如雨后春笋般的金融创新，管制变得十分无效，而逃避管制的做法则导致银行效率的下降。不仅如此，在无法实行有效管制的情况下，强行实行管制不但不能确保、反而会降低银行体系的安全性。由于以上种种原因，从 80 年代开始，西方各国先后对金融实行自由化。首先是利率自由化（如逐步取消 Q 条例），而后是业务自由化，特别是打破银行业和证券业的从业界限。

在金融自由化的基础上，自 20 世纪 80 年代以来，发达国家金融市场的一个重要特征是证券化急剧发展。证券化是通过金融工程把流动性差的某个或某一组其他形式的资产转化为证券的过程或倾向。例如，如果某银行发放了许多住房抵押贷款，该银行（或某个第三者）可能会把所有这些住房抵押贷款捆绑在一起组成一个住房抵押贷款池，发行以这个住房抵押贷款池为基础的住房抵押贷款支持债券（Residential Mortgage-Backed Security, RMBS），这样，就创造了一只债券（证券）。证券化是一个非常复杂的金融工程。应该说，美国次贷危机的爆发是证券化走到了极端的必然结果。

次贷与证券化

美国的住房抵押贷款市场总值达 12 万亿美元，是美国资本市场中仅次于公司股票市场的最重要市场。美国房地产金融机构通过以下三项指标来区

分客户质量：一是客户的信用记录和信用评分，二是借款者的债务与收入比率，三是借款者申请的抵押贷款价值与房地产价值比率。美国的住房抵押贷款市场提供的贷款则相应地按质量分为三大类：优质贷款（Prime）、中级贷款（Alter-A）和次级贷款（Subprime）。三类贷款在美国住房抵押贷款市场中的份额大致分别为 75 %、11 %和 14 %。

次贷借款人是违约风险非常高的客户群，他们被称为 ninjna，意为既无收入（no income）、又无工作（no job）、更无财产（no asset）的人。既然如此，银行为什么还要贷款给他们呢？这是因为：首先，住房贷款金融机构发放的次贷似乎不存在安全性问题。由于美联储的低利率政策，作为抵押品的住宅价格一直在上涨。即便出现违约现象，银行可以拍卖抵押品（住宅）。由于房价一直在上涨，银行并不担心因借款人违约而遭受损失。其次，证券化使得银行可以把风险转移给第三方，因而住房金融机构并不会因借款人违约而遭受损失。那么，为什么证券化可以把风险转移给第三方呢？

在证券化过程中，涉及十多个参与机构。其中包括发起人（住房抵押贷款金融机构）、住房抵押贷款经纪人、借款人、消费者信用核查机构、贷款转移人、特殊目的机构（Special Purpose Vehicle，SPV）、评级机构、包销人、分销人、保险公司、特别服务提供者、电子登记系统和投资者等。在证券化过程中，特殊目的机构发挥了重要作用。它一般具有以下几个重要性质：

1. 购买次贷，或根据某种协议获得次贷的所有权或处置权。次贷所有权的转移使发起人实现真实出售，发起人与资产风险实现隔离，债权人（投资者）不得向发起人（住房贷款金融机构）行使追索权。
2. 在法律和财务上独立于发起人（如住房贷款金融机构），尽管它可能是由发起人所设立。
3. 是一个壳公司，可以没有任何雇员，在泽西（Jersey）或开曼群岛（the Cayman Islands）注册。
4. 是债券（如住房抵押贷款支持债券）发行机构，住房抵押贷款支持债券（RMBS）则由发起人转移给它的次贷所支持。通过检查特殊目的机构的资产—负债表，可以比较清楚地了解次贷的证券化过程。

张明：《美国次级债危机的演进逻辑和风险涵义》，载《银行家》2007年第9期，第98～101页。

根据 Inside Mortgage Finance 提供的资料，在美国 2006 年新发放的住房抵押贷款中，优质贷款仅占 36 %，而中级贷款和次级贷款分别占到 25 %和 21 %。2001 年美国次级贷款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 21 %。参见张明：《美国次级债危机的演进逻辑和风险涵义》，第 98～101 页。

表 1 特殊目的机构 (SPV) 的资产—负债表

资产		负债	
资产池	次贷 1	按揭贷款抵押债券 (MBS)	高评级 AAA-AA
	次贷 2		
	次贷 3		中等级 BBB-BB
	次贷 N		股权级

如前所述, SPV 购买或根据某种协议获得次贷的所有权或处置权, 然后将这些次贷 (可能是成百上千项次贷) 捆绑在一起 (正如将许许多多鸡蛋放在一个篮子里), 以这些次贷为基础 (这些次贷是 SPV 的资产), 相应发放债券 (SPV 的负债)。这就是说, 原本是住房抵押贷款金融机构和借款人之间一对一签订的、各不相同的一些住房抵押贷款合同, 被住房抵押贷款金融机构转卖给了 SPV, 而后者将其打包之后, 又以债券的形式卖给了投资者, 这些债券就是所谓的住房抵押贷款支持债券 (RMBS), 这就是次贷被证券化的过程。投资者, 即 RMBS 的购买者因持有这种债券而获得固定收益 (像持有一般公司债券一样), 同时也要承担债券违约风险。而住房抵押贷款金融机构由于已将其对借款者的债权转给 (或卖给) 了特殊目的机构, 因此将不再承担借款人的违约风险, 当然, 它也不再享有获得借款者所支付的利息和回收本金的权利。对于一般基金来说, 对应于同一资产组合, 一只基金所发行的基金债券是完全相同的, 即所有基金债券投资者所承担的风险和享受的收益完全相同。与一般基金不同的是, 尽管所对应的是同一资产池 (由大量次贷构成), 特殊目的机构发行的 RMBS 却有不同等级。RMBS 的等级是根据约定的现金分配规则确定的。投资者可以选择购买同一 RMBS 的不同等级, 从而获得不同回报和承担不同风险。假设某一 RMBS 的价值是 8000 万

美元，作为这一 RMBS 基础的 8000 万美元住房抵押贷款可能会出现部分或全部违约。可以假设存在四种违约情况：第一种是有 2000 万美元住房抵押贷款违约，第二种是有 4000 万美元违约，第三种是有 6000 万美元违约，第四种是 8000 万美元全部违约。对应于这四种情况，RMBS 可以被分为四个等级：股权级、C 级、B 级和 A 级，投资者可以选择持有任何一个等级的同一 RMBS。当出现第一个 2000 万美元住房抵押贷款违约时，股权级债券持有者承担全部这 2000 万美元损失；当出现第二个 2000 万美元违约时，C 级债券持有者承担这 2000 万美元的损失；当出现第三个 2000 万美元违约时，B 级债券持有者承担这部分损失；当最后的 2000 万美元违约时，A 级债券持有者承担相应损失。股权级债券持有者承担的风险最高（最先承担违约风险），因而股权级债券回报率最高。相反，A 级债券持有者承担的风险最低，因而 A 级债券回报率最低。在实践中，住房抵押贷款证券化后产生的 RMBS 分为优先级、中间级和股权级，三者所占比例分别约为 80 %、10 % 和 10 %。RMBS 各部分（段，tranches）的等级由评级机构确定。不同投资者有着不同的风险偏好。有些投资者愿意首先承担损失以换取高回报，而另一些投资者则宁愿取得较低收益，而不愿冒较大风险。RMBS 的分级满足了不同风险偏好的投资者的需要，因而使其受到投资者的追捧。事实上，养老金和保险公司是 RMBS 高段级的购买者，而对冲基金则往往愿意持有回报较高但风险也较高的 RMBS 低段级。这样，通过证券化，住房抵押贷款金融机构就把发放次贷的风险转移给了 RMBS 的购买者。转移风险的过程可用图 1 表示。

有意思的是，次贷的证券化过程并未止于 RMBS。由于中间段级 RMBS 信用评级相对较低（风险较高），而发行 RMBS 的金融机构希望提高这些资产的收益，于是以中间段级 RMBS 为基础，进行新一轮证券化（Resecuritization）。以中间级 RMBS 为基础发行的债券被称为担保债务权证（Collateral Debt Obligation, CDO）。CDO 与 RMBS 的主要区别是：CDO 资产池的资产已经不再是次贷，而是中间段级 RMBS 和其他债券，如其他资产支持债券和各种公司债。根据同 RMBS 类似的现金收入流的分配规则，CDO 也被划分为不同段或等级：优先段（Senior Tranche）、中间段（Mezzanine Tranche）、股权段（Equity Tranche 或 Junior Tranche）。现金收入流首先全部偿付优先段 CDO 投资者，如果有富余，则将偿付给中间段 CDO 投资者，最后的偿付对象是股权段 CDO 投资者。同 RMBS 的情况相同，如有损失，

首先要由股权段所有者来承担。由于股权段 CDO 投资的风险最大，因而其收益率最高；而优先段 CDO 投资的风险最小，因而其收益率也最低。不仅如此，中间段的 CDO 又会被进一步证券化并作为另一个 CDO 的基础资产。这种过程可以继续下去，于是出现了可形容为 CDO 平方、CDO 立方、……之类的证券。需要指出的是，在对次贷危机的讨论中，另一种经常被提及的重要债券是资产支持债券（Asset-Backed Security, ABS）。ABS 与 RMBS 的主要不同是：ABS 的资产池不仅包括次贷，而且包括其他各种形式的资产，如信用卡信贷、汽车信贷等等。换句话说，RMBS 是 ABS 中的一种类型。

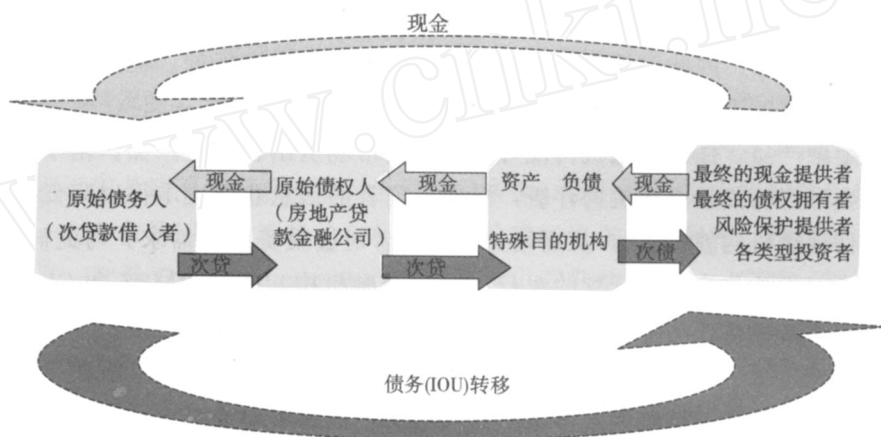


图1 证券化与风险转移（简化的风险传递链条）

不难看出，住房抵押贷款 RMBS CDO CDO 平方 CDO 立方……从理论上说，这一过程是可以无限进行下去的。这不仅是一个次贷被证券化的过程，也是一个衍生金融产品被创造出来的过程。如果说次贷是一个基础产品，RMBS 则可被称为最初级的衍生金融产品，而 CDO 则是衍生金融产品的衍生产品。自然，CDO 平方就是衍生金融产品的衍生品的衍生产品，依此类推。这样，由加利福尼亚州的某一个 *ninja*（无收入、无工作、无资产的人）同当地某一住房金融公司签订抵押住房贷款合同所产生的风险，通过 RMBS、CDO、CDO 平方、……的创造与销售就被传递到了世界的各个角落。理论上，通过金融创新创造各种债券和债券的债券，风险转移的链条几乎可以无限地延长，以至于投资者会误认为风险已经消失。但

是，尽管通过证券化可以转移风险，却不会减少、更不能消灭风险。事实上，由于证券化，贷款者和借款者不再有一对一的面对面接触。经纪人大力推销按揭贷款，但并不提供贷款，贷款者和经纪人并没有保证贷款不发生问题的强烈动机。对贷款者和经纪人的支付方式（算总账）也使二者产生尽量增加贷款的强烈动机。在这种情况下，风险不但不会减少，反而会增加。但不管怎么说，至少从表面上看，风险已经从发起人转移到最终投资人。虽然最终投资人愿意承担较高风险，但他们往往低估自己所承担的风险。

除转移风险外，次贷证券化的另一个重要作用是：在资金给定的条件下，住房金融机构可以最大限度地增加贷款，从而增加盈利。由于每份住房抵押贷款合同各不相同，住房金融机构难以将各不相同的住房抵押贷款合同出售给第三方，因此，住房抵押贷款本来是没有二级市场的。但是，现在通过打包（把各不相同、但数量巨大的住房抵押贷款集合在一起），做成标准化的金融产品，住房金融机构便可以在二级市场上出售这些产品。由于标准化的金融产品依靠评级机构评级，潜在投资者的信息获取成本得以降低（只要相信评级机构就行了），从而增加了投资者对金融资产的需求。与此同时，发起人（发放住房抵押贷款的银行或其他金融机构）通过 RMBS 和 CDO 的发行，不必等待住房抵押贷款到期就收回资金，可以扩大贷款规模，增加盈利。此外，把次贷转移到 SPV，实现了金融机构资产从资产负债表到表外的转移，从而可以规避对于资本金的有关限制，这在早期曾是金融机构推进证券化的重要原因。

除住房抵押贷款支持债券和担保债务权证外，信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）是在次贷危机中扮演重要角色的另一重要衍生金融工具。CDS 的作用是将某种风险资产的违约风险从合同买方（信用风险资产的投资者）转移到合同卖方（信用风险保险提供者）。合同买方定期向合同卖方支付“保费”（Premium），但当发生参照实体（出售公司债券的第三方）违约、破产等“信用事件”时，保险卖方（可以是投资银行或其他金融机构）就必须向保险买方赔偿损失。当参照实体的违约风险增加时，“保费”

决定保费的最主要因素是所保债券的信用等级。根据每年所需支付的保费，可以算出 CDS 的利率（及与给定基准利率的利差）。这一利率应该保证 CDS 在合同生效时的现值为零。

当出现违约等“信用事件”时，保险卖方按票面价格接手保险买方所持债券，或以现金补足保险买方所持债券票面价格和已回收现金之间的差额。

就会相应提高。而“保费（率）”与某种基准利率之间利差的增加，则反映了相应债券风险的提高。如果说次贷的证券化是将次贷风险由发起人（住房金融机构）转移到投资者（其他金融机构），那么 RMBS 和 CDO 的投资者购买 CDS 则是将风险转移到 CDS 的投资者，而 CDS 的投资者则又是形形色色的金融机构。CDS 本身是一种保险工具，但却可以成为一种投机工具。例如，假定投机者（CDS 卖方）和投资者（债券购买者——CDS 买方）签订了一项 CDS 合同，并收取 10 万美元保费，那么，如果作为信用参照体的公司（第三方）并未倒闭，投机者在未曾进行任何投资（但要承担风险）的情况下就将获利 10 万美元。CDS 的定价（PV）是根据经折现后的、不同时期赔付额（减保费）与其发生概率乘积的现值确定的。CDS 的价格随信用参照体（债券发行公司）的信用等级（违约概率）的变化而变化。

通常情况下，如果某公司出现违约危险，投资者就会将所持该公司债券折价出售给风险偏好较强的另一个投资者。如果所担心的违约并未发生，风险偏好投资者就不但能够按票面价值收回本金，而且可以因为当初的折价而获利。在存在信用违约互换的情况下，风险偏好较强的投资者（投机者）可以向某一交易方（counterparty）购买该公司债券的保险——CDS。如果该公司违约，尽管根本没有购买该公司的债券，这个投机者依然可以通过收取赔付的方式获利。尽管 CDS 是场外交易衍生金融工具，但和债券一样，已经生效的 CDS 合同也是可以买卖的。CDS 的价格随信用等级的改善而下降；反之亦然。如果对公司资信的变化趋势的判断正确，投资于 CDS 所能得到的利润将超过投资于作为 CDS 保险对象的债券本身所能带来的利润。在美国次贷危机期间，投资者（为了避险）和投机者（为了盈利）大量购买 CDS（CDS 作为一种场外衍生交易工具，其供应量可以是无限的），CDS 价值总额达到 62 万亿美元，大大超过了作为其投保参照实体（如 CDO）的价值总额。CDS 的出现，增加了债券市场的流动性，促进了债券市场的扩张。但是，如果 CDS 交易的对方无法赔付，市场就会发生危机。

信用违约互换的发展是同 CDO 的创造密切相连的。事实上，CDO 可分

例如，A 公司目前的 CDS 按照 265 个基点的价格交易。换句话说，为该公司债务提供 1000 万欧元保险的年度成本就是 26.5 万欧元。如果同一笔 CDS 在一年之前以 7 个基点的价格交易，这就意味着市场目前认为 A 公司的抵押贷款债务的违约风险上升了。

The Economist, March 8-14, 2008, p. 82.

为现金型 CDO (Cash CDO)、合成型 CDO (Synthetic CDO) 和混合型 CDO (Hybrid CDO)。如果金融机构把 RMBS 完全卖给 SPV, 后者再通过打包和分级做成 CDO, 则这种 CDO 便是现金型 CDO。另一种情况是, 发起人并不将 RMBS 卖给 SPV, 而是与 SPV 签订一份保险合同: 在正常情况下, 发起人定期向 SPV (保险提供者) 支付保费; 如果出现违约, 则 SPV 赔偿发起人的损失。在这种安排下, SPV 出售的 CDO 被称为合成型 CDO。在这里, 作为 CDO 基础的信贷资产的所有权并不发生转移。发起人并未将其资产卖给 SPV, 而仅仅通过 CDS 将其所拥有的资产的信用风险转移给 SPV, 并由 SPV 最终转移给证券投资者。

次贷危机的爆发与恶化

2007 年 8 月 16 日, 美国康特里怀特金融公司 (Countrywide Financial Corporation) 宣布动用银行的信用额度 115 亿美元。由于康特里怀特金融公司是美国最大的住房抵押贷款公司, 美国购房者 17 % 的按揭贷款都是由该公司提供的, 因此其资金周转发生困难 (更有分析家认为该公司已面临破产) 引起市场的极大恐慌。一时间, 几乎所有债券都卖不出去了, 谁都借不到钱了, 最为安全的美国财政部短期债券成为投资者的唯一选择。在 2007 年 8 月之前, 国际金融领域的流行词汇是“流动性过剩”, 为什么几乎在一夜间出现了流动性不足呢? 问题的源头还是房地产市场。

2003 年美国经济开始复苏, 为防止通货膨胀反弹, 从 2004 年 6 月到 2006 年 6 月, 美联储连续 17 次上调联邦基金利率。长期以来, 大量美国居民利用房屋价值的上升来获得更多贷款, 以维持自己入不敷出的生活方式。由于市场利率较低, 房屋价格不断上涨, 住房抵押贷款者可以用已经升值的住房作抵押, 以比原有贷款更为优惠的条件, 借入一笔新的贷款。在偿还旧贷款之后, 多出来的部分便可以提取现金, 作为自己的消费开支。但是, 美联储的不断升息导致住房贷款市场利息率的上升和房价的下跌, 致使再融资者无力偿还新贷款, 于是出现“断供”。违约率的上升导致以次贷为基础的 RMBS 和 CDO 的价格下跌。更糟糕的是, 相当大部分住房抵押贷款采取的是浮动利息率。根据次贷的有关规定, 在经过前两年低利息率期之后, 次贷利息率必须根据市场利息率加以调整, 次贷合同进入利息率重新设定期。利

息率的提高使得大多数次贷借贷者难以承受，次贷推迟偿还和违约率都大幅度上升，甚至 Alter-A 按揭贷款也未能幸免。首先，违约率上升使提供次贷而又未实现次贷证券化的住房金融机构倒闭或申请破产保护。2007 年 4 月，美国第二大次贷供应商新世纪金融公司（New Century Financial Corporation）申请破产保护。其次，由于 RMBS 和 CDO 价格急剧下降，或出现有价无市的现象，使购买了大量较低级别 RMBS 和 CDO 的对冲基金的投资人赎回压力骤然增加，贝尔斯登公司（Bear Stearns Cos.）旗下的两家对冲基金被迫关闭。再次，较低级别的 RMBS 和 CDO 的风险上升，导致评级机构对较高等级的 RMBS 和 CDO 进行重新评估，这些产品的信用级别被调低，其市场价格也相应下跌。这就使购买信用评级较高的 RMBS 和 CDO 的商业银行、保险公司、共同基金和养老基金等也随之受到冲击。

RMBS 和 CDO 的最终投资者是保险公司、养老金、投资银行、对冲基金等。与上述金融机构不同，还有一种被称之为结构投资机构（Structured Investment Vehicle, SIV）的金融机构。SIV 是由大投资银行、大商业银行等金融机构建立的、同 SPV 有些类似的金融机构。其目的是持有 RMBS 和 CDO。SIV 虽然是次贷相关债券的持有者，但却不是这些债券的最终投资者，换言之，SIV 不是用自己的钱，而是借他人的钱购买 RMBS 和 CDO。SIV 在购买 RMBS 和 CDO 的同时，必须发行资产支持商业票据（Asset-Backed Commercial Paper, ABCP），在货币市场融资。通过持有 RMBS 和 CDO，SIV 取得固定的收入流，直到这些 RMBS 和 CDO 到期。投资收益与融资成本之差即为 SIV 的收益，或者说是其建立者的收益。RMBS 和 CDO 债券的期限往往长达 4~5 年，而从货币市场所筹集到的资金只能是短期资金，ABCP 的期限只有几个月。这样，就存在一个借短债进行长期投资的问题。当货币市场流通性很强的时候，通过不断借新债还旧债（rolling-over），SIV 持有 RMBS 和 CDO，直到这些债券到期是不成问题的。2007 年 8 月初突然间出现流动性短缺，在很大程度上是由于 SIV 突然发现，没有投资者愿意购买他们所发行的 ABCP。换言之，他们已经无法从货币市场借到资金。SIV 出现融资困难后，转而求助于自己的资助者（sponsors）——大商业银行——提供资金，后者需要在银行间拆借市场筹资，但有富余头寸的商业银行却不愿拆出头寸。他们囤积头寸，以备不时之需。这样，银行间拆借市场也出现流动性短缺，银行间拆借市场利息率随之上升。商业银行原本打算通

过建立 SPV 和 SIV 等机构隔离风险，通过证券化创造形形色色的衍生金融工具转移风险，但是风险依然存在于金融体系之内。由于各种非银行金融机构同银行存在千丝万缕的联系，银行最终仍然无法摆脱次贷所带来的风险。

马克思在《资本论》中指出：“危机一旦爆发，问题就只是支付手段。但是因为这种支付手段的收紧，对于每个人来说，都要依赖另一个人，谁也不知道另外一个人能不能如期付款；所以，将会发生对市场上现有的支付手段即银行券的全面追逐。每一个人都想尽量多地把自已能够获得的货币贮藏起来，因此，银行券将会在人们最需要它的那一天从流通中消失。”2007年8月出现的正是这样一种形势：没人愿意购买除美国国库券之外的任何债券；人人都希望把手中的债券卖掉，以换回现金；只有借款者，没有投资者；RMBS 和 CDO 要么价格暴跌，要么有价无市。流动性突然出现短缺，导致三月期货币市场利息率与美国国债的息差急剧上升。流动性出现短缺是美国次贷危机的第一个阶段。流动性短缺在2007年8月、12月和2008年3月出现三次高峰。2008年3月，美国第五大投资银行贝尔斯登因流动性短缺而不得被JP 摩根低价收购。面对货币市场利息率的急剧上升，欧洲中央银行、日本中央银行和美联储统一行动，在货币市场上注入大量流动性。中央银行的几次迅速干预，虽然使每每出现的流动性危机都得到了暂时缓解，货币市场利息率得以回落，但是很难保证流动性短缺不会因某种原因再次出现。尽管流动性的注入使 SIV 得以继续持有手中的 RMBS 和 CDO，使各种金融机构不必低价卖出这些债券，从而避免了这些债券价格的进一步下跌。然而，次贷危机却又很快从流动性危机发展为信贷紧缩危机。

高杠杆率是当今资本市场金融交易的重要特点。所谓杠杆率是指金融机构的资产对其自有资本金的倍数。商业银行、投资银行等金融机构均采用了杠杆经营模式，即金融机构资产规模远高于自有资本规模。例如，如果杠杆率是10，则对应于1美元的资本金，银行将能提供10美元的贷款。对应给定的资本金，杠杆率越高，金融机构所能运作的资产越多，金融机构的盈利就越高。风险偏好高的金融机构倾向于保持较高的杠杆率。对应给定的风险偏好，金融市场风险越低，金融机构的杠杆率就越高。金融机构的各项资产具有不同程度的风险，金融机构的自有资本应该能够在必要程度上承担该机

马克思：《资本论》第二卷，人民出版社1975年版，第598～599页。

构总风险。金融机构的杠杆率与其承担的整体风险成反比。在经济状况良好、资产价格上涨时期，杠杆作用使金融机构的资产（负债）规模急剧放大，导致资产泡沫的产生。如果资产价格下降，金融市场总体风险上升，金融机构风险偏好下降，则金融机构将不得不将杠杆率降低。降低杠杆率有两条途径：金融机构出售风险资产，或吸引新的股权投资来扩充自有资本规模。在 2007 年以来的次贷危机中，资产（RMBS、CDO 等）价格下跌，根据按现价计算的原则（mark to market），金融机构（RMBS、CDO 等的持有者）的资本金必须随资产价格的减少等额扣减（在先扣减利润的会计原则下，利润可以作为资本金的缓冲）。在分子大于分母的情况下，分子、分母等量减少，意味着杠杆率（倍数）的上升。在资产价格下降和市场风险提高的情况下，如果不能相应地增加资本金，为了维持或降低杠杆率，金融机构必须主动大幅度减少资产（及负债）。例如，在 2007 ~ 2008 年的美国次贷危机中，据估计，按揭信贷损失大约为 4000 亿美元，其中 2000 亿美元的损失要由美国银行承担。据估算，在补充资本金和把杠杆率降低 5 % 之后，美国银行（其资产总额为 20.5 万亿美元）为企业和居民所能提供的信贷额将减少 9100 亿美元。金融机构压缩资产负债表，意味着企业将难以得到信贷（银行不想增加贷款，企业自然得不到贷款）。信贷紧缩则可能进一步导致经济衰退，据同一估算，减少 9100 亿美元的信贷将导致美国 GDP 下降 1.3 个百分点。在压缩资产负债表的同时，金融机构还可以通过吸引投资者注资来降低杠杆率，众多资金充裕的主权财富基金是这些金融机构的争取对象。中央银行向货币市场注入流动性，可以使 SIV 得以避免由于缺乏资金而不得不抛售手中的 RMBS 和 CDO。但是，中央银行无法遏制次贷违约导致的 RMBS 和 CDO 价格的持续下降。在这种情况下，除非政府和外国投资者大量注资，金融机构的信贷紧缩是不可避免的。

金融机构特别是银行的信贷紧缩，已经并将继续对实体经济造成重要影响。实体经济的收缩是继流动性短缺、信贷紧缩之后，次贷危机发展的第三阶段。实体经济的萎缩必然导致住宅价格的进一步下降和与次贷相关的资产价格的进一步下降。次贷危机对实体经济影响的路径见图 2。

经过美联储的一系列“救市”行动（注入流动性、降息和实施扩张性财政政策）之后，2008 年第二季度，美国金融市场出现恢复稳定的趋势。不少人认为，尽管由于次贷危机及其后遗症，美国经济将陷入衰退或明显减速，

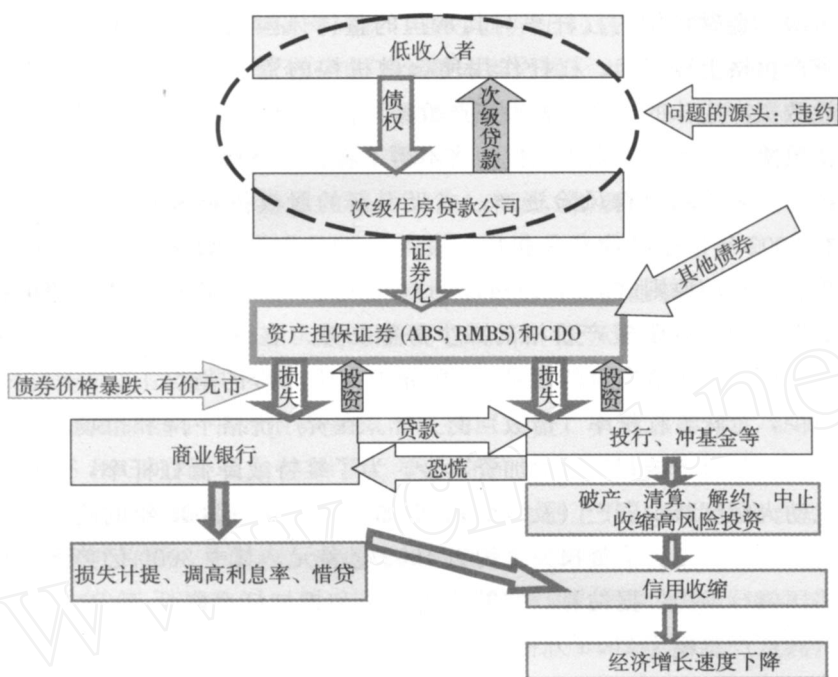


图2 次贷危机的发展及其对实体经济的影响

但美国次贷危机的高峰已经过去。然而在今年7月却又不断有坏消息传出。先是美国储蓄管理局（The Office of Thrift Supervision，OTS）宣布住房抵押贷款商 IndyMac Bank 破产。IndyMac 是美国历史上储蓄管理局监管下破产的最大存贷款银行及第二大被关闭的金融机构，仅次于1984年的伊利诺斯大陆银行（Continental Illinois National Bank）。值得注意的是，IndyMac 的业务不是发放次贷，而是提供所谓的“Alter-A”抵押贷款。这说明，美国房地产市场危机已经不只是次贷危机，而是范围比人们原来所预料的广泛得多的危机。几天之后，更令人担忧的事情发生了：美国最大的两家住宅抵押贷款金融机构房利美和房地美由于巨额亏损而濒临破产，投资者开始在股票市场上抛售这两家公司的股票，两家公司在短短一周的时间内便损失了一半左右的市值。美国的住房抵押贷款市场规模约为12万亿美元，而房利美和房地美持有（及作担保）的抵押贷款债权大约5.3万亿美元，占整个市场规模的44%。值得注意的是，房利美和房地美并不发放次贷。作为特殊的政府支持企业（Government Sponsored Enterprises，GSE），房利美与房地美

本来的业务是收购其他住房抵押贷款金融机构发放的住房抵押贷款，使这些机构能够腾出资金进一步发放新贷款。但在房地产热中，它们除从事传统业务外，还购买其他私人金融机构发行的 RMBS，从中赚取自身资金成本与所购买 RMBS 之间的息差。从 1997 ~ 2007 年，房利美购买的其他机构发行的 RMBS 从 185 亿美元上升到 1278 亿美元，房地美购买的其他机构发行的 RMBS 从 250 亿美元上升到 2670 亿美元。据估计，房利美与房地美大约购买了整个私人机构所发行 RMBS 的一半以上。尽管房利美和房地美只投资于高等级的 RMBS，但是次贷危机爆发以来，由于信贷风险从次级抵押贷款市场逐渐扩展到整个抵押贷款市场，这些 RMBS 的信用评级开始被调降，市场价值相应下滑。尽管从绝对数额来看，“两房”（房利美和房地美）的损失并不十分巨大，但由于依赖政府的隐含担保，“两房”的资本金率极低。换句话说，“两房”的财务杠杆率过高。截至 2007 年底，这两家公司的核心资本合计 832 亿美元，而这些资本支持着 5.2 万亿美元的债务与担保，杠杆率高达 62.5。这就使“两房”在资产价格下跌的冲击面前极为脆弱。

房利美和房地美危机爆发之后，美国政府立即采取了以下措施进行救助。第一，由美国财政部向两家公司提供期限为 18 个月的临时贷款，贷款金额没有上限。第二，美国财政部保留在 18 个月内购买两家公司股权的临时权利。第三，由国会授权美联储加强对两家公司的监管。美联储则表示将向两家公司开放贴现窗口（此前，该窗口只对商业银行和投资银行开放），贴现贷款可以两家公司发行的债券作抵押。美联储提供的贴现贷款同样没有上限。美国政府的救助措施出台后，房利美和房地美的股价迅速回升，其发行的债券价格也大幅上升。但值得注意的是，由于房利美和房地美资产规

“End of Illusions”, *The Economist*, July 17, 2008. 转引自张明、郑联盛：《次贷危机走向纵深——房利美、房地美危机透视》，载《当代金融家》2008 年第 8 期，第 32 ~ 38 页。

张明、郑联盛：《次贷危机走向纵深——房利美、房地美危机透视》。

2007 年，房利美亏损了 35.6 亿美元，房地美亏损了 30.9 亿美元。2008 年第一季度，房利美又出现了 21.9 亿美元的亏损，房地美出现了 1.5 亿美元的亏损。参见：张明、郑联盛：《次贷危机走向纵深——房利美、房地美危机透视》。

Testimony by Secretary Henry M. Paulson, Jr. on GSE Initiatives before the Senate Banking Committee, July 15, 2008. <http://www.ustreas.gov>

Testimony by Governor Ben S. Bernanke on Semiannual Monetary Policy Report to the Congress before the Committee on Banking, Housing, and Urban Affairs, U. S. Senate, July 15, 2008. 转引自张明、郑联盛：《次贷危机走向纵深——房利美、房地美危机透视》。

模巨大，如果美国政府不得不为两家公司注资，那么其注资量将极为巨大，届时美国政府将不得不大量增发政府债券，而政府债券的大量增发，必将导致美国国库券价格的急剧下跌，其对美国国债持有者的冲击将是巨大的。事实上，次贷危机的发展已经使美国所有类型的金融资产（包括美国国库券）的资信受到动摇。这种动摇的政治、经济含义是不言自明的。

“两房”危机的爆发说明，美国的次贷危机和由次贷危机引起的全面的金融危机还远远没有结束。一切还仅仅是“结束的开始”。更具体地说，随着越来越多的次贷将进入利率重设阶段，加之美国经济的不景气，住房抵押贷款的违约率还会进一步上升，各种与次贷有关的金融资产的价格还会进一步下跌。只要这些金融资产价格继续下降，流动性短缺和信贷收缩就难以避免。美国政府通过从外部注入流动性化解危机的空间将因通货膨胀受到挤压，将有更多的金融机构陷于破产，金融秩序的混乱将进一步加剧。盎格鲁-萨克逊式资本主义模式将受到前所未有的挑战。

小 结

美国金融危机的根本原因是美国居民的消费需求严重超过居民收入。美国经济学家鲁比尼早就指出：60%~70%的美国人实际工资下降，靠借钱维持过去的生活水平；20%的美国人靠借款维持超出其收入水平的生活水平。在房地产价格不断上升的情况下，负债的最常见形式是住房抵押贷款。在此基础上，通过再融资，美国居民进一步扩大了负债。储蓄率的下降和负债率的上升，意味着风险的提高。各种衍生金融工具的出现只能转移风险，并不能减少风险，更不能消除风险。美国货币当局无法令利息率无止境地下降，也无法令住房价格无止境地上升。当借款人最终无法偿还贷款（付息）之时，就是美国金融危机爆发之日。美国次贷危机给我们的第一个启示是：无论政府执行何种政策，无节制的负债必然会导致金融危机的爆发。

衍生金融工具的创造和使用虽然不能最终消除风险，但可以在全球范围内转移风险，掩盖风险，推迟金融危机的最终爆发。但是也正因为如此，一旦金融危机爆发，其严重程度也必将大大增加。资本市场既能提高资源配置效率，也能制造巨大泡沫。资本市场越是发达，可以制造的泡沫就越大。美国次贷危机为我们提供的第二个启示是：资本市场的发展必须是有节制的，

限制资本市场过度扩张的各种传统政策不应轻易废除。例如，限制混业经营的各项政策不应轻易废除，资本市场的自由化和证券化应该受到限制。盎格鲁-萨克逊模式并不是唯一的，不应成为我们效仿的终极模式。

美国金融市场上各种衍生金融工具的复杂性充分说明，政府机构对金融机构的监管能力有限，私人评级机构也不可能对各种衍生金融工具充分了解，因此，所谓加强监管往往流于形式。事实上，在自由化的条件下，监管永远是落后于市场的。美国次贷危机的第三个启示是：对于政府和社会金融监管机构的能力不能高估，而且关键在于，从一开始就应该限制衍生金融工具的使用。

风险的存在意味着不确定性的存在，不确定性的存在意味着投机获利的可能性。投资和投机的界限很难确定。从次贷到 RMBS，再到 CDO、CDO 平方、CDO 立方、.....从参照实体到 CDS，我们可以看到，对距离基础金融产品（如住房抵押贷款）越远的金融产品（衍生层次越高的金融产品）的投资，越具有投机性。衍生金融产品的发展一方面适应了避险的需要，另一方面也适应了投机的需要。投机加大了金融市场的不稳定性，认为投机可以提高金融市场效率的说法是值得怀疑的。与投机相伴而生的各种金融游戏，浪费了各种实物资源，大大降低了整个经济的资源配置效率。美国次贷危机的第四个启示是：必须限制投机。

贪婪是资本主义发展的原始动力。马克思指出：“一旦有适当的利润，资本就胆大起来。如果有 10 % 的利润，它就保证到处被使用；有 20 % 的利润，它就活跃起来；有 50 % 的利润，它就铤而走险；为了 100 % 的利润，它就敢践踏一切人间法律；有了 300 % 的利润，它就敢犯任何罪行，甚至冒绞首的危险。”在离谱的高额利润和高收入刺激下，机构和个人很容易丧失理智。对高额利润的追求必然导致对风险的低估和无视，硬要把次贷塞给 ninja，就是住房金融机构的贪婪所致。美国次贷危机的第五个启示是：必须设计某种机制，限制离谱的高额利润和高收入。

通过金融全球化，美国已经把次贷危机的风险转移到了世界的各个角落。中国作为美国金融资产的主要持有国之一，不可避免地会受到次贷危机的冲击。根据外电报道，中国外汇储备中有 70 % 左右是美元资产，其中大部

马克思：《资本论》第一卷，人民出版社 1975 年版，第 829 页。

分是美国国库券。中国持有的美国机构债（主要是对房地美和房利美的债权）高达 3700 亿美元。美国次贷危机对中国的冲击到底有多大现在还很难量化。但是，不管怎么说，中国作为美国的最大债权人之一，存在为美国金融危机买单的严重危险。目前，我们已经因美元资产价格暴跌、美元贬值、美国通货膨胀率上升和部分债券违约而遭受损失，今后，随着危机的恶化，这种损失可能会更大。不仅如此，如果美国国债和机构债再出问题，中国的损失将会极为严重。美国政府解决危机的所有措施的核心是保证货币市场有足够的流动性、资本市场有足够的资金。中国、日本和其他贸易顺差国（即对美资本输出国）继续持有和增加持有美元和其他美国金融资产，是美国解决次贷危机的必要条件。任何金融危机的解决都是需要债权人和债务人共同承担的。中国不是美国的“利益相关者”吗？在积累了 1.8 万亿美元外汇储备之后，中国已经成为美国次贷危机的“损失分担者”，独善其身已经是完全不可能的了。除了期盼美国次贷危机早日结束，中国目前已经难有作为。现在，美国人（除非是弱智政客，或装装样子）是不会要求人民币升值、不会希望中国停止向美国出口廉价商品的。当然，他们更不会反对中国进一步积累外汇储备（只要是购买美国金融资产）。令人遗憾的是，中国一些官员和经济学家似乎不了解我们自己的尴尬地位，还留恋出口导向的发展战略，还希望尽量保持中国的巨大贸易顺差。对出口部门来说，这些顺差代表利润和就业增长。但对整个国家来说，这些顺差代表中国可能或已经遭受的真实财富损失。我们可以批评央行购买美国资产不当，批评中国投资公司（CIC）投资失败。但是，在目前这种情况下，谁能做得更好一些呢？如果中国维持巨大双顺差的局面不改变，如果这些顺差不能转化为直接投资或其他币种的资产，我们就只能持有美元或将其用于购买美元资产。换句话说，我们就只能为美国次贷危机买单。因而，中国必须加速经济增长方式、增长战略的调整，坚决把经济增长的动力尽快转移到内需上来。