



揭秘

Show-down
Wall Street
Financial Tsunami

华尔街 金融海啸

风险和财富是怎样被转移与重新分配的

专业的角度，深入的剖析，资深专家深度解读

陈柳钦 编著

 中国纺织出版社

揭秘 华尔街 金融海啸

陈柳钦 编著



中国纺织出版社

内 容 提 要

由美国次级贷款危机引发的金融风暴,在击倒华尔街五大投资银行之后,迅速蔓延,已经演变为一场全球性金融危机。随着危机的日益深化,这场危机正在威胁着世界各国的实体经济。在全球经济一体化的今天,美国穷人超前住房,竟然会引起全球范围内的股市暴跌、货币贬值、企业破产、失业率上升,这其中财富和风险是怎样转移与重新分配的?且看本书专家为我们深入剖析,指点迷津。

图书在版编目(CIP)数据

揭秘华尔街金融海啸 / 陈柳钦编著. —北京: 中国纺织出版社, 2009. 1

ISBN 978-7-5064-5124-6

I. 揭… II. 陈… III. 金融危机—研究—世界
IV. F831.59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 175372 号

策划编辑: 姜 冰 特约编辑: 丁守富 责任印制: 陈 涛

中国纺织出版社出版发行

地址: 北京东直门南大街 6 号 邮政编码: 100027

邮购电话: 010 — 64168110 传真: 010 — 64168231

<http://www.c-textilep.com>

E-mail: faxing@c-textilep.com

北京云浩印刷有限责任公司印刷 各地新华书店经销

2009 年 1 月第 1 版第 1 次印刷

开本: 710 × 1000 1/16 印张: 17.25

字数: 257 千字 定价: 32.80 元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社市场营销部调换

前言

现代经济生活中，人们每天都离不开金融，并频繁地使用“金融”这个词。金融在国民经济运行中具有举足轻重的作用。可以说，没有金融就没有现代经济。世界银行在1999年指出，金融对每一个人和每一个企业都是重要的，良好的金融体系对整个经济的运转来说也是至关重要的。金融系统决定资金流向，并且确保资金到位后以一种最为有效的方式得到使用。世界银行在2001年出版的《金融与增长》报告中指出：经济增长和消除贫困取决于一国金融体系的有效运行。正如邓小平同志所说：“金融很重要，是现代经济的核心。金融搞好了，一着棋活，全盘皆活。”金融根植于实体经济部门，并为实体经济运作服务；但金融也有其独特的运行规律、运行机制，金融系统的运行状况和发展态势总是直接或间接地影响着实体经济部门的运行和发展。

从前，金融是实体经济的工具；现在，实体经济成为虚拟经济的道具。金融工具主要不是为创造使用价值的生产过程服务，而是为瓜分价值、创造虚拟价值服务。所谓金融创新不过是瓜分价值手段的创新，吹大虚拟价值泡沫的工艺创新。信息技术使这些“君子”的炼金术更加神奇，金融暴发户们的财富呈几何级数增长，令人眼花缭乱，目瞪口呆。

于2007年夏天爆发的美国次贷危机，用一种特殊形式向世人展示了金融领域风险积聚、风险传染和风险释放对实体经济的深远影响。对于以信用为支点的现代金融而言，风险和收益永远是同一枚硬币的两面，美国次贷危机的爆发、扩散和蔓延表明，经济主体对高收益的追求无异于在风险的刀刃上翩翩起舞，随时可能由于风险的集中爆发而感受切肤之痛。

美国次贷危机不仅是信贷泡沫问题，也是衍生品问题。20世纪90年代信用衍生品的出现，是金融领域的大事。它使信用风险可以流动起来，在市场上进行分散、转移。很多人鼓吹危机与金融机构从此无缘。但事实上，信用衍生品和资产证券化不仅不能从根本上消除风险，而且参与者范围的扩大使得监管

更为复杂，链条的延伸反而增加了其脆弱性。2002年以来，在华尔街金融资本主导制造的房地产投机中，金融衍生产品的极度膨胀，使金融泡沫越搞越大，金融创新达到离奇的地步。华尔街的那些毕业于名校、拿着天价高薪、拥有堪称完美的从业经历、掌握着数十亿乃至百亿美元资本的精英们，“凭借其贪婪和投机的特性”，以金融创新的名义，发明了CDO（担保债务证券）的平方、立方、N次方等新产品，制造出非透明且难以再定价的CDS（信用违约交换）、MBS（房屋贷款证券化）等金融衍生产品。如此充满想像力地制造新奇的金融创新工具，不断地制造出美国华尔街的巨大金融泡沫。对此，连小布什总统都嘲讽华尔街喝醉了，老是推出一些莫名其妙的金融投资工具。

2008年7月，美国两大联邦住房抵押贷款融资机构——“房利美”和“房地美”被曝遭遇困境，“两房”危机爆发，于是，美国次贷危机从最初的次贷领域开始向整个金融市场和美国经济基本面扩散。在进入2008年9月份后，由于房价的持续下跌，美国次贷违约率持续上升，与次级抵押债券相关的各种金融资产风险开始加速暴露出来，受波及金融企业的范围也越来越大。首当其冲的，当然是各种次级债券的主要发起人——华尔街投资银行。2008年9月14日，美国联邦储备委员会前主席艾伦·格林斯潘说，美国正陷于“百年一遇”的金融危机中，这场危机引发经济衰退的可能性正在增大。格林斯潘还预测，将有更多大型金融机构在这场危机中倒下。

2008年9月15日，是一个令华尔街人刻骨铭心的日子。随着华尔街158年老店——美国投资银行“雷曼兄弟”的倒闭，正式引爆了华尔街乃至欧亚、全球的金融海啸。在9月中旬的这两个星期之后，一场原本只涉及单一地区、单一金融产品的危机已经通过蝴蝶效应演变成为一场波及全球金融市场的全面的金融危机，其扩散加速的倾向令人匪夷所思。一场震惊世界的金融风暴席卷而来，全球正面临自20世纪30年代“大萧条”以来最严重的金融危机。由于经济全球化程度的不断加深和全球金融体系的长期失衡，这场源自美国的金融风暴，波及范围之广、冲击力度之强、连锁效应之快，都是前所未有的，它给世界各国经济发展和人民生活带来严重影响，引起了世界各国政府和人民的忧虑。可以预见，危机的演变以及各国的应对将对全球金融、经济乃至政治

格局产生深远影响。原巴西卢拉政府政策咨询委员长华格纳2008年10月6日说，这一危机将会改变全球的经济版图，就像柏林围墙的倒塌重新划分国际政治版图一样，这一次倒塌的是华尔街的围墙。

出于稳定金融体系和保持美元在国际货币体系中的霸权地位的目的，美国政府不遗余力采取增强流动性的做法来维持市场和金融机构的正常运转能力和恢复大众的信心。政府在金融危机之时出手救市，可以提振市场信心，防止金融恐慌的蔓延，减小金融危机造成的损失；反之，政府倘若放任自流，则很可能导致市场非理性持续下跌，市场恐慌预期自我实现，最后引发经济危机。由政府向金融机构注资，换取部分股权，以解决资本不足的救市方法，通常被称为“暂时的国有化”。这种从稳定金融市场入手、阻止危机向实体经济延烧的传统手段，虽然在历史上曾经奏效，但在本次史无前例的世界性金融危机中能否再显神威，还谁也说不清。第一，这次金融危机的形势仍然严峻，尚未走到隧道尽头。目前市场流动性仍未完全恢复，一旦未来引发更多的银行等金融机构倒闭，甚至是国家“破产”，现有的救援计划，只能是杯水车薪。第二，现在的救援措施只是短期的、初步的，尽管已产生了一些积极影响，但能在多大程度上阻止金融危机的瘟疫向实体经济传染，目前尚难断定。第三，很多国家仍然是根据本国利益出手救市，全球缺少更为紧密的合作和协调。最典型的是欧洲的“三步曲”：先是“隔岸观火”，断言危机与欧洲“相距甚远”；几天后就变为“紧急救火”，但还是各自为战；最后欧盟才呼吁各成员联手“全力灭火”。第四，救市如何逐步转向对国际金融体系的有效和全面的改革，尚不明朗。救市只是治标，只有将救市与国际金融体系的改革与调整这一治本之策结合起来，才能有助于信心的全面恢复，并对全球经济真正起到有效的拉动作用。第五，救市能否成功，仍主要取决于发达国家的政策力度，因为它们在全球经济中仍占着大比例的份额。虽然发达国家在此次危机中受损较重，但发达国家处于国际金融体系、贸易体系的上游，它们显然有着更多的手段来避险或转移风险，甚至转嫁危机。这种情况一旦出现，将会给全球经济造成极大伤害，使复苏变得更为遥远。

当前全球金融市场的动荡，不仅反映了民众信心的极度脆弱，也显示了民

众对未来预期的极度悲观。应对金融危机，遏止局势恶化，最需要的就是信心。面对美国金融危机引发的国际金融市场剧烈动荡，世界当下最需要的是信心。过去几十年，世界经济历经风风雨雨，最终都度过了危机，实现了新的发展，靠的就是坚强的信心。

我们无法改变历史，我们也无法预知未来。但我们坚信，美国次贷危机和华尔街金融风暴必将和人类曾经遇到过的所有经济、金融危机一样，在痛苦的煎熬中艰难度过，最终人们将从中得到新的启示，走向新的亦或是理性的繁荣。

陈柳钦

2008年11月

目 录

第一篇 酝酿

“上帝要你灭亡，必先让你疯狂！”

——西方谚语

1. 购房者的美国梦：我拿青春赌明天 /2
2. 次级贷款：穷人的天堂亦或地狱 /4
3. 资产证券化：华尔街变现的法宝亦或贪婪之心的虚胀 /9
4. 次级债：危险的“潘多拉魔盒” /17
5. 放贷冲动：非理性购房埋下祸根 /26
6. 掠夺性贷款：贷款公司是“毒枭”，贪婪而疯狂 /34
7. 贷款欺诈：“劣币驱逐良币” /39
8. 监管缺位：“一放就乱”的原理在美国同样有效 /42

第二篇 爆发

“沉默啊，沉默，不在沉默中爆发，就在沉默中灭亡！”

——鲁迅

1. 连续17次加息，“定时炸弹”引爆 /54
2. 还贷压力骤增，“房奴”美国梦破 /58
3. 汇丰控股18亿美元坏账拨备，金融大鳄深陷次贷泥潭 /61
4. 新世纪金融公司的一声“惊雷”，推倒“多米诺骨牌” /63
5. 贝尔斯登基金找错“支点”，“达摩利斯之剑”刺伤“从不冬眠的熊” /65
6. 百年老店花旗失足次贷，金融“超级航母”搁浅 /67
7. 瑞银昔日荣光不再，英雄遭遇“滑铁卢” /71

第三篇 震荡

这一波危机将会改变全球的经济版图，就像柏林墙的倒塌重新划分国际政治版图一样，这一次倒塌的是华尔街的围墙。

——原巴西卢拉政府政策咨议委员长华格纳

1. 贝尔斯登重蹈 LTCM 覆辙，流言击溃“华尔街孤狼” /76
2. 印地麦克银行难敌挤兑，无奈走麦城 /82
3. “两房”遭遇夏日寒流，美政府“拯救大兵瑞恩” /84
4. 美林集团拉响警报，华尔街风声鹤唳 /93
5. 雷曼兄弟饮鸩房贷，“血溅华尔街” /96
6. 全球保险龙头 AIG 告急，华尔街大鳄命悬一线 /101
7. 华盛顿互助银行陨落，金融海啸再起 /105
8. 美联银行深陷泥潭，华尔街危情依旧 /108
9. 高盛、摩根士丹利被迫转型，“多米诺骨牌效应”颠覆华尔街投行模式 /112
10. 华尔街：毁灭亦或新生 /121

第四篇 蔓延

美国正陷于“百年一遇”的金融危机中，这场危机引发经济衰退的可能性正在增大。

——美联储前主席格林斯潘

1. “华尔街喝高了，正宿醉”，美国房市持续低迷 /132
2. 压趴了，美国股市还能“牛”起来吗 /139
3. 华尔街金融危机不断深化，美元时代是否会终结 /151
4. 金融危机使投资环境恶化，国际油价大起大落，玩的就是“心跳” /166
5. 华尔街“金融飓风”空降欧洲，欧洲金融“哀鸿遍野” /175
6. 华尔街金融“蝴蝶振翅”，冰岛濒临“国家破产” /182

7. 入主华尔街，日本金融业能摆脱“次贷梦魇”吗 /191
8. 新兴市场国家“很受伤”，或难幸免金融危机 /201
9. 金融海啸汹涌，中国股市“颇不宁静” /215

第五篇 拯救

“上帝只拯救自救之人”。

——西方谚语

1. 美国政府救援三部曲：路漫漫其修远兮 /224
2. 协同作战，拯救华尔街“大牛” /237
3. 重拾凯恩斯主义，“国有化”浪潮颇有澎湃之势 /244
4. 新型国际合作机制：避免全面衰退的必由之路 /254

尾声：美国百年孤独的终结？ /259

主要参考文献 /265

致谢 /266

“Round up the usual suspects!” (“抓捕惯犯!”)是媒体在危机发生后的职业性反应。只需做过几次，我们就会发现，在金融市场上，导致危机的所谓“惯犯”总不外乎：在市场兴盛时，弥漫整个社会的乐观情绪让人们潜在的风险视而不见；业内人士的贪婪；不切实际的公共政策目标；以及监管者的疏漏或不作为等。肥皂泡越吹越大，最终，套用当下一句时髦“酷语”：“出来混早晚要还的”，是泡沫早晚要破灭的。

美国梦，带着金融创新的傲慢，带着全球经济引擎的信用，带着高额回报的预期，带着虚拟经济世界的诡异，把半梦半醒的人引向那里；梦醒时分，全世界的实体经济却已阴影笼罩。2007年中，美国次贷风暴乍起，一时间金融市场波诡云谲。有人说：当一切的诱因排除之后，次级债不过是美国内部的事，是一场狼与狈之间的事。这场带着些许现代荒诞色彩的“美国式危机”酝酿、爆发、震荡、蔓延和拯救的故事是这样发生的……

第一篇 酝酿

“上帝要你灭亡，必先让你疯狂！”

——西方谚语

1. 购房者的美国梦： 我拿青春赌明天

所谓的美国梦 (American Dream)，源于英国对美国的殖民时期，发展于19世纪，是一种相信只要在美国经过努力和不懈奋斗便能获得更好生活的理想，亦即人们必须通过自己的勤奋、勇气、创意和决心迈向繁荣，而非依赖于特定的社会地位和他人的援助。“美国梦”曾经是美国政府吸引其他国家公民来美国定居、创业的一个招牌。经过几百年的演变，“美国梦”的内涵不断丰富和扩大。但无论如何变化，“每个人只要努力奋斗都能成功”一直是“美国梦”的核心含义。在美国历史上，也曾经有一代又一代怀揣着“美国梦”的移民通过他们的努力创造了辉煌，从石油大王洛克菲勒到现在的加州州长施瓦辛格，都是圆了“美国梦”的典型代表。到了21世纪的信息时代，微软的比尔·盖茨、动作影星施瓦辛格变成了“美国梦”的新偶像。美国人看到，只要有智慧，加上勤奋，就可以成功。有多少个美国人，就有多少个美国梦。

2008年美国总统候选人巴拉克·奥巴马曾在其著的《无畏的希望：重申美国梦》一书中不断强调他的信念：美国民主制度为所有人提供了平等的机会，任何人都有可能在一代人或两代人的时间里，完成自己在社会阶层上的跃迁和晋升。由此，奥巴马把建立在机会平等基础上的“美国梦”重新阐释给了每一个人。

近年来，随着美国房地产市场的升温，买房越来越成为美国社会的风潮。据美国著名的左格比 (Zogby) 调查公司2007年民意调查显示，拥有一套像样的房子是被调查者最大愿望。绝大多数美国人认为，拥有属于自己的一幢房子是“美国梦”的重要指标。在晚宴聚会上，人们坐在一起闲聊的内容十有八

九离不开住房，房屋的尺寸成为衡量成功人士的标志。拥有宽敞的住房是对美国梦的追求，也是自我价值的最有形的体现。瑞典、英国和意大利的新建住房面积平均在1000平方英尺（约92.9m²）以下，而美国的数字是2434英尺（约226.1m²），当然这和美国辽阔的国土有关，但即使这样，也应该有个限度。正如一家专门负责建高档别墅的负责人所说：“我们买的不是挡风雨的居所，而是极度的自我”。在2000年，最受欢迎的住房是3200英尺（约297.3m²），到了2005年，受欢迎的面积达到4800英尺（约445.9m²），增长了50%。《华尔街日报》的专栏作家说得好，买大房子不是投资，而是一种生活方式的选择。

在美国，贷款是非常普遍的现象，从房子到汽车，从信用卡到电话账单，贷款无处不在。事实上，无论贫富，很少有美国人会一次付清几十万美元的房价，绝大多数人都要通过金融机构申请贷款。可是我们也知道，在美国失业和再就业是很常见的现象。这些收入并不稳定甚至根本没有收入的人，他们怎么买房呢？在美国，有相当数量的低收入者或者金融信用不高的人群，按照美国房屋贷款原来的严格审查程序，他们是不太可能获得购房贷款的。但美国银行家的胃口永远难以满足，当大部分普通人的房地产按揭贷款资源开发殆尽后，他们又将眼光盯上了那些根本“不合格”的贷款人。因为这也是一个巨大的市场，只要降低贷款门槛，购房的需求就会被释放出来。

让穷人也能圆上“美国梦”，这是在克林顿时代美国经历前所未有的经济繁荣后，美国政府和普通人的一致追求。布什总统在上任之初曾经宣布，要让美国人居者有其屋，提出了“（住房）所有权社会”（ownership society）。拥有自己的住房从来都是“美国梦”的一部分，甚至被视为公民道德。美国政治家们也会告诉你，每个家庭都应该拥有房产。这就是说，不买房就算不上是美国人。布什曾经说过，只要拥有任何财产，你就是祖国未来的利益相关者。

“没有房产就等于是无是处”，这种看法也反映在美国住房政策上。国税局会根据你的纳税所得减少按揭利息，但不会减少你的租金；联邦税收系统为有房者提供巨额补贴，而不提供给私人租房者。最重要的是，政府会支持房地美和房利美这些提供低息房贷的企业，而租房而居的人只能自己为租金负责。美国住房政策是基于让所有人成为住房拥有者这一前提的。但事实上，有些人根本买不起房。过去几年，美国的住房拥有率达到70%，越来越多的美国人圆了他们的“美国梦”，但这70%的美国人中，有相当一部分人其实并没有实现

美国梦的条件，他们能够买下房子或者能买下大房子只是因为有了美国政府的帮助。国会议员，尤其是部分民主党政客，不断以帮助低收入者买房的理由推出低利率贷款，并在法规上允许无收入、无背景调查的贷款。贷款银行更推出一些头5年只付利息的贷款，月供非常低。正好过去几年美联储又一直保持极低的利率，在这样的贷款市场鼓励之下，许多买不起房子的美国人于是买了房，买不起大房子的美国人买了大房子。这些住房政策背后的理念是：穷人也要有“体面的生活”。吸引各国移民的“美国梦”的核心之一就是有一幢属于自己的房子。

事实上，无论贫富，很少有美国人会一次付清几十万美元的房价，绝大多数人都要通过金融机构申请住房抵押贷款。住房抵押贷款有一系列的问题。最核心的问题：钱是可以贷给你的，但是怕你不还；为了防止你不还，美国银行有一系列甄别的方法，把人甄别出来。这样他们就把借出的住房抵押贷款基本分了两个大级别，一个级别是优级，另一个当然就是不优的了。为了向更多的人贷款，并从中获取更多的利润，美国金融家们发明了“次级住房抵押贷款”，旨在降低美国梦的门槛。

2. 次级贷款： 穷人的天堂亦或地狱

美国银行家的胃口永远难以满足，当大部分普通人的房地产按揭贷款资源开发殆尽后，他们又将眼光盯上了一些根本不合格的人。这就是美国600万贫困或信誉不好的人和新移民。

美国次级住房抵押贷款是美国金融机构向信用等级较低的购房者提供的一种抵押贷款。美国次级住房抵押贷款简称“次级贷款”，有人简化为“次级贷”，也有人干脆叫它“次贷”。在美国抵押贷款市场上，主要有3种信用等级不同

的贷款：优质贷款、Alt-A 贷款和次级贷款。判断优质贷款或次贷的标准是根据借款人的信用记录、偿付额占收入的比率（DTI）和抵押贷款占房产价值的比率（LTV）。一般来说，DTI 低于 55%、LTV 低于 85% 的借款人的房贷为优质贷款，而 DTI 超过 55%、LTV 超过 85% 的贷款人的房贷为次贷。优质贷款面向信用等级高（信用分数^①在 660 分以上）、收入稳定可靠、债务负担合理的优良客户，其主要选择传统的 30 年或 15 年固定利率按揭贷款。次级贷款主要面向信用分数低于 620 分、收入证明缺失、负债较重的客户。一些次级贷款产品甚至无须贷款人支付购房首付款、无须出示收入证明即可申请贷款。这种贷款没有固定利率，一些次级贷款产品刚推出时往往以低利率拉客户，随后几年内逐渐上调。Alt-A 贷款的全称是“Alternative A”贷款，是介于优质贷款和次级贷款二者之间的庞大灰色地带，既包括信用分数在 620~660 分之间的阶层，又包括信用分数高于 660 分的高信用度客户中的相当一部分人（一般不能提供收入证明）。

美国次级贷款业务并没有明确的启动时间，但是其产生的渊源甚久，其兴起绝非偶然。至 1977 年，多数美国家庭都实现了“居者有其屋”，此时的政策导向开始向少数种族与低收入家庭倾斜，1978 年出台了《平等信贷机会法（Equal Credit Opportunity Act）》，要求贷款机构不能因借款人种族、肤色、年龄、性别、宗教信仰、原国籍和身份差异有任何信贷歧视。1980 年的《存款机构解除管制与货币控制法案》（Depository Institutions Deregulation and Monetary Control Act, DIDMCA）解除了美联储 Q 条例规定的利率上限，允许贷款公司收取更高的利率和费用，令次级贷款合法化。1982 年的《可选择按揭贷款交易平价法案》（Alternative Mortgage Transactions Parity Act of 1982）允许利率浮动，允许浮动利率抵押贷款和大额尾付贷款^②。1986 年的《税务改革法案》（Tax Reform Act of 1982）禁止消费贷款利息免

① 信用分数（FICO credit score）是由美国 Fair Isaac & Company 创立的评价消费者信用程度的指标，其主要的使用者是美国的三大信用局：Experian, Equifax, Trans-Union。信用分数范围在 365~840 分之间。

② 大额尾付贷款（balloon loan）是一种比较特殊的贷款，它的贷款期限一般是短期，但每期付款金额却是按照长期贷款计算。一方面，每期还款会降低，但在贷款期限结束时，积累一笔很大的还款金额，称之为大额尾付金额（balloon payment）。

税，禁止下调消费者贷款利率，但是允许下调主要住房的抵押贷款利率，从而刺激了对抵押贷款的需求。依据美国1986年《税收改革法案》，只有纳税人以分期付款方式购买的第一套和第二套住房贷款的利率支出可免交个人所得税，其他分期付款的消费信贷利息均不在减免税范围之内，如信用卡、汽车贷款和其他耐用品贷款的利息等。考虑到利率的下调空间，即便抵押贷款成本高，那也好过其他消费贷款。次级抵押贷款对于低收入、信用记录差者的诱惑在于，只要能获得购房贷款，就可以通过重新融资和产权贷款等金融工具，获得更多消费信贷，从而获得更多的利息免税优惠。重新融资可减免利息税的优势是显而易见的。例如，一家人购房贷款余额是7万美元，重新融资后可获得11万美元贷款，将11万美元用于偿还原来的贷款后，可获得4万美元的产权信贷。如果他们2.5万美元用于改善房屋，1.5万美元用于购置新车，那么，11万美元的新贷款利息支出可全部免交个人所得税。这样，购房者可以减轻税务负担，还可以有更多信贷额度扩大其他消费支出。

联邦住房局（FHA）一直为第一次购房的中低收入家庭提供购房抵押贷款违约保险。在抵押二级市场上，政府发起设立的两大抵押证券公司美国联邦国民抵押贷款协会（Federal National Mortgage Association, FNMA，俗称Fannie Mae，房利美）和美国联邦住房贷款抵押公司（Federal Home Loan Mortgage Corporation, FHLMC，俗称Freddie Mac，房地美）依据1992年《联邦住宅企业金融安全和健全法》（Federal Housing Enterprises Financial Safety and Soundness Act）需要，为政府三大住房政策目标服务：一是为中低收入家庭住宅信贷服务。两大企业每年购买的抵押贷款中，购房者收入等于或低于当地中等收入水平的贷款应占一定的比率。二是为特定地区的住宅信贷服务，即少数居民聚集地区的贷款应占一定比例。三是为可支付住宅目标服务。两大公司按规定购买的住房贷款中，低收入住宅抵押贷款和低收入多户出租房屋贷款应占一定的比例。这些新的法规迫使两大公司提高了收购中低收入住房贷款的比率，包括次级抵押贷款，并以此为基础发行多级抵押贷款证券。

这一系列的法案都为次级贷款业务的发展提供了一个良好的法律环境。不仅这些变动有利于启动次贷行业，还有两个市场驱动事件推动了初期的发展。首先是1993年底，次贷行业步入再融资周期的尾声。随着利率走高，标准类贷款的数量收缩。为了填补这个缩减缺口，经纪商和贷款公司开始将更多的目

光投向次级抵押贷款。次级抵押贷款具有良好的市场前景。由于它给那些受到歧视或者不符合抵押贷款市场标准的借款者提供按揭服务，所以在少数族裔高度集中和经济不发达的地区很受欢迎。其次，华尔街的投资机构开始将这些抵押贷款证券化。所谓抵押贷款证券化，就是把金融机构发放的抵押贷款转化为抵押贷款证券（主要是债券）^①，然后通过在本市场上出售这些证券给市场投资者，以融通资金，并使贷款风险分散为由众多投资者承担。

美国传统的抵押贷款主要分固定利率和浮动利率两种。近年来，由于监管方面的放松和利益驱动，美国的次级抵押贷款市场的贷款公司采取了更加激进的战略，打着产品创新的旗号，他们相继推出了各种具有诱惑力但风险极高的次级抵押贷款产品。这些产品的特点是将固定利率和浮动利率相结合。其中具有代表性的产品有：无本金贷款（Interest Only Loan）（在贷款前几年，借款者只需要偿还利息，而不必偿还本金。）、3年可调整利率贷款（Adjusted-Rate Mortgage, ARM）、5年可调整利率贷款、7年可调整利率贷款、负摊销抵押贷款（Negative Amortization）^②、选择性可调整利率贷款（Option ARMs）^③等。贷款申请人在产品选择方面可以说随心所欲，产品品种齐全，可以满足各类人群的需求。

这些贷款的共同特点就是，在还款的前几年，每月按揭还款很低并且固定，而到了一定时间之后，一般情况是两年之后，借款人的还款压力陡增。一般借款人在申请贷款时根本没有意识到两年后利息的大幅度调整。美国的次级借款人使用最多是可调整利率抵押贷款（Adjusted-Rate Mortgage, ARM），指的是一种定期调整借贷利率的抵押贷款。这类贷款的利率每隔一段时间就会依据某个基准利率，如国库券利率或抵押贷款平均利率来调整，调整期间则固定，如每年、每2年、每3年调整一次。可调利率贷款通常将整个借贷时期分

① 从本质上讲，发行抵押贷款证券是发放抵押贷款机构的一种债权转让行为，即贷款发放人把对贷款借款人的所有权利转让给证券投资者。抵押贷款证券是一种抵押担保证券（Mortgage-backed Securities, 简称MBS），借款人每月的还款现金流，是该证券的收益来源。

② 在贷款前几年，借款者的还款金额可低于应付利息，但应付利息将被自动计入贷款本金，一旦累积的应付未付利息超过贷款总额的15%或25%，那么每月还本利息额将根据新的贷款本金重新计算。

③ 借款者每月可自由选择是偿还本息、只还利息或进行负摊销，这种选择权可以保留5年以上，或者直到新的贷款本金额度超过原始本金的110%。