

Yingdui Guoji Jinrong Weiji
Zhongguo Fangdichan Shichang de
Shengcun yu Fazhan

杨继瑞 © 主编

美国次贷危机来势凶猛

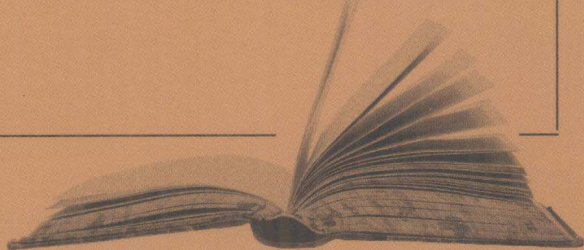
全球经济剧烈震荡

各国政府纷纷采取措施拯救本国市场

中国房地产行业如何应对

借鉴经验，吸取教训，思考中国房地产行业未来的发展方向和道路

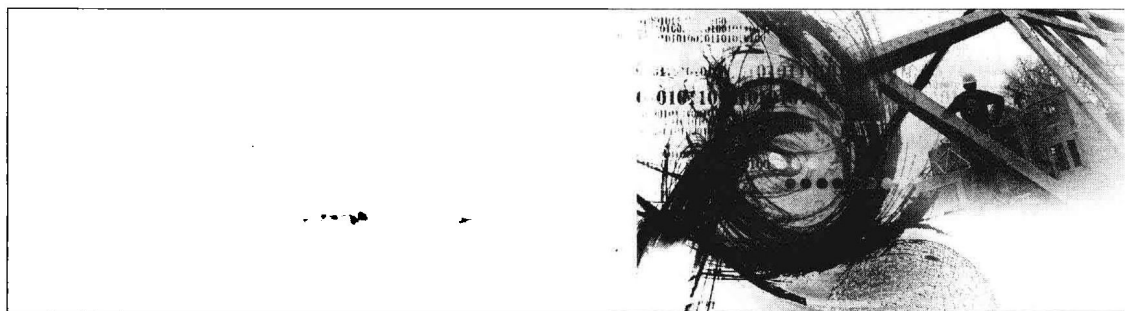
应对国际金融危机： 中国房地产市场的生存与发展





Yingdui Guoji Jinrong Weiji
Zhongguo Fangdichan Shichang de
Shengcun yu Fazhan

应对国际金融危机： 中国房地产市场的生存与发展



美国次贷危机来势凶猛

全球经济剧烈震荡

各国政府纷纷采取措施拯救本国市场

中国房地产行业如何应对

借鉴经验，吸取教训，思考中国房地产行业未来的发展方向和道路

杨继瑞 © 主编



西南财经大学出版社

图书在版编目(CIP)数据

应对国际金融危机:中国房地产市场的生存与发展/杨继瑞主编. —成都:西南财经大学出版社,2009. 12
ISBN 978 - 7 - 81138 - 599 - 1

I. 应… II. 杨… III. 房地产—市场—经济发展—研究—中国
IV. F299. 233. 5

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 222939 号

应对国际金融危机:中国房地产市场的生存与发展

杨继瑞 主编

责任编辑:杨琳

封面设计:杨红鹰

责任印制:封俊川

出版发行	西南财经大学出版社(四川省成都市光华村街 55 号)
网 址	http://www.bookej.com
电子邮件	bookej@foxmail.com
邮政编码	610074
电 话	028 - 87353785 87352368
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	170mm × 240mm
印 张	15.5
字 数	290 千字
版 次	2009 年 12 月第 1 版
印 次	2009 年 12 月第 1 次印刷
印 数	1—1000 册
书 号	ISBN 978 - 7 - 81138 - 599 - 1
定 价	38.00 元

1. 版权所有,翻印必究。
2. 如有印刷、装订等差错,可向本社营销部调换。

前 言

美国次级债危机来势凶猛，一年多的时间，不仅导致美国经济进入疲软周期，而且使全球经济剧烈震荡，各国政府纷纷采取措施拯救本国市场。中国与美国有着密切的外贸往来，美国金融危机势必影响中国经济增长。如何让中国平稳地避开这场世界经济浩劫，是目前政府面临的最紧迫的任务。中国房地产行业作为国民经济的支柱产业，其发展路径一直备受争议，而在这次由次级债引发的全球经济危机中，中国房地产行业是因此沉沦下去还是带动整个经济发展，更是国人关注的焦点。

本书由六章组成。第一章、第二章概括了当前中国房地产市场发展的背景。第一章介绍了此次金融危机爆发、蔓延的情况，讲述了美国房地产市场爆发次级债危机再发展到全球金融危机最后演变成世界经济危机的原因、过程、传导机制，以及各国政府目前所采取的救市方略。第二章从房地产泡沫和经济危机两个角度，分析了世界上典型的房地产泡沫破灭案例和历史上的经济危机爆发周期。第三章详细介绍了中国房地产市场的状况。首先，介绍了中国房地产市场发展的历程。其次，将中、美房地产市场进行对比，可以看出中国的特殊国情使得房地产金融的发展程度、资金来源的稳定性、对社会和经济的贡献等方面都与美国不同。中国的房地产市场虽然也受到了金融危机的影响，但是其基本面是坚挺的，不易受到冲击，因此在中国不会爆发另一场次级债危机。最后，从房地产行业各环节、中国主要城市房地产市场情况纵横两条线索，介绍了全球金融危机目前对中国房地产市场的影响。第四章重点分析房地产市场在中国的重要作用。中国房地产市场是中国经济的重要支柱，它可以带动上下游行业的生产、销售，拉动投资和消费，促进城市化进程加快，解决就业，稳定金融，解决居民住房保障问题。面对这一次金融危机，中国房地产市场更是刺激内需的“发动机”，是中国转变经济增长模式，实现经济更快、更好、可持续发展所不可缺少的动力。第五章提出在金融危机背景下中国房地产市场的发展策略。首先分析了此次金融危机究竟对中国房地产市场会产生多大的影响，以及中国房地产市场应该从美国次级债事件中得到哪些警示。然后，从房地产市场的土地制度、税收政策、金融市场、中介市场四个方面分析各自存在的问题并提出改革方案。第六章着重强调要发挥中国房地产的住房保障作用。主要分析了目前中国住房保障体系

中出现的问题，并提出了重构住房保障体系的思路，以减轻金融危机对房地产市场的震荡。

这场危机对于中国经济既是机遇又是挑战，对中国房地产市场来说，更是为我们提供了一个审视其发展中存在的问题、借鉴其他国家的经验教训、促进房地产市场健康发展的难得的机会。尤其是政府逐步将房地产的功能从商品性向保障性转变的努力，不仅推动了内需拉动型经济的持续增长，还起到了提高社会福利、保障社会稳定的作用。因此，我们面对此次金融危机，不能过分悲观，应该积极应对，从不利因素中认真思考房地产未来的发展方向和道路。

本书由主编杨继瑞拟订编写提纲，并在初稿形成后提出修改意见。参加编写的人员有郝慧媛（第一章、第四章）、董建明、杨继瑞（第二章）、李婷（第三章）、周毅（第五章、第六章）。

对于书中的缺点和不足之处，敬请读者批评指正。

编 者

2009 年 11 月

目录

第一章 美国次贷危机引发全球金融危机	1
第一节 美国次贷危机：产生、发展与蔓延	1
一、美国次贷危机产生的背景及原因	2
二、美国次贷危机的发展与蔓延	16
第二节 美国次贷危机→全球金融危机→全球经济危机	18
一、次贷危机已经深入发展成全球金融危机	18
二、全球金融危机是否还在向全球经济危机发展	23
第三节 美国政府：在恐慌中救市	37
一、美国救市的措施	37
二、美国救市达到理想效果了吗	38
第四节 各国政府：在噩梦中惊醒	40
一、史无前例的联合行动——各国集体降息救市	40
二、欧洲各国各显神通	40
三、亚洲各国（或地区）奋力反抗	45
四、中国积极应对经济下滑风险	49
第二章 危机中的房地产市场	52
第一节 美国房地产市场泡沫：次贷危机的导火索	52
一、历史上的美国房地产泡沫	52
二、本次房地产泡沫的诞生	55
第二节 典型房地产泡沫事件	65
一、日本房地产泡沫——历史上影响最大的一次房地产泡沫事件	65
二、泰国房地产泡沫——金融过度自由化的恶果	77
三、中国 20 世纪 90 年代初的房地产泡沫——疯狂投机的年代	79
第三节 典型的经济（金融）危机	81
一、第一次世界性经济危机	81
二、1929—1933 年世界经济危机	82

三、东南亚金融危机·····	88
----------------	----

第三章 中国房地产市场的昨天与今天·····101

第一节 中国房市：在青涩中成长·····101

- 一、1998—2002 年：乖巧的幼年期·····101
- 二、2003—2007 年：叛逆的青春期·····105
- 三、2008 年：冲动的惩罚·····111

第二节 当前中国的房地产市场·····113

- 一、中美房市 PK，孰将胜出·····113
- 二、冲击波下的房地产行业是否已进入寒冬·····119
- 三、危机中的京、沪、深三地房市状况·····123

第三节 救市的纷争：当严寒遇到暖春·····126

- 一、救市并不等于救房价·····126
- 二、中央政府“多拳出击”·····127
- 三、地方政府的“救市兵法”·····134
- 四、城市救市先锋·····138
- 五、谁来解决低收入家庭的住房问题·····142

第四节 房市现状：“暖春行动”真的有效吗·····146

- 一、房地产市场近期状况·····146
- 二、房地产市场真的“回暖”了吗·····149

第五节 中国房市之未来·····151

- 一、观点一：房市可能持续低迷·····151
- 二、观点二：房市下行空间有限·····151
- 三、关于房市，我们还能相信谁·····153

第四章 中国房地产市场：刺激内需的“发动机”·····155

第一节 房地产业——中国经济的中流砥柱·····155

第二节 房地产市场繁荣——全面小康的有力支撑·····157

第五章 金融海啸来了，中国房地产市场前途预测·····159

第一节 金融危机给中国房地产业带来了什么·····159

- 一、连锁反应——难逃的劫数·····159
- 二、前车之鉴——化解危机的良方·····167

第二节 中国房地产市场硬伤面面观·····	176
一、房地产土地制度——地价如此高，房价怎么降·····	176
二、房地产税收制度——沉重的税负，消费者埋单·····	181
三、房地产金融市场——鸡蛋都放在了一个篮子里·····	187
四、房地产中介市场——跟不上发展的脚步·····	192
第三节 中国房地产市场发展路在何方·····	196
一、房地产土地制度如何改革·····	196
二、房地产财税政策怎样转变·····	199
三、房地产金融市场怎么应对·····	208
四、房地产中介市场怎样发展·····	216
第六章 构建住房保障体系：为房地产市场的发展减震·····	221
第一节 我国目前的住房保障体系·····	221
第二节 现有住房保障体系存在的问题·····	222
一、经济适用房不“经济”·····	222
二、廉租房保障了多少居民·····	224
三、限价房处境尴尬·····	229
第三节 我国住房保障体系畅想·····	231
一、经济适用房——使命已经完成·····	231
二、完善廉租房——低收入者的保障·····	232
三、发展限价房——中等收入者的福音·····	234
四、“人人有房住”≠“人人有住房”——租赁住房也是不错的选择 ·····	236
五、保障机制也要能进能退·····	237
参考文献·····	239

第一章 美国次贷危机引发全球金融危机

第一节 美国次贷危机：产生、发展与蔓延

2007年1月17日,美国第二大次级按揭房贷专业机构新世纪金融公司(New Century Financial Co.)发布预亏报告称“对于在房屋贷款违约和拖欠中所遭受损失的严重程度,公司未能正确估计”,并宣布当月亏损740万美元。消息公布后,该公司股价一路下跌。1月17日至3月13日,新世纪金融公司股价从30.4美元/股下落到0.845美元/股,市值缩水接近97%。新世纪金融公司发布史无前例的预亏报告,使敏感的市场人士开始担忧:美国楼市泡沫是否面临破裂危险?无数商业银行、投资银行、对冲基金甚至养老基金等近年来偏爱有加的次级按揭贷款支持证券(MBS)、合成式债务按揭债券(CDO)是否要出事?

人们没有预料到的是,短短两个多月后(4月2日),这家公司便申请破产。更可怕的是次级按揭贷款违约率的上升使无数华尔街的骄子深陷其中,包括号称自成立以来一直盈利的著名投行美林证券、全球资产规模最大的金融机构花旗集团、赫赫有名的摩根斯坦利、巴黎银行、美国国际金融集团等,而著名的贝尔斯登公司、凯雷资本等竟因次贷支持证券投资而破产或被收购。

正如经验一再证明了的,当我们身处泡沫之中时,往往难以判断是否存在泡沫,而只有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,虽然这一预言以前一直没有应验,然而该发生的迟早要发生。2007年8月,危机突然爆发,不但房地产泡沫终于破灭,而且迅速向其他地区蔓延并演化成为全球信贷紧缩,对世界主要金融机构和全球金融市场产生了巨大的冲击。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,这是他职业生涯中所见的最严重的一次金融危机。这场危机将持续成为一股“腐蚀性”力量,直至美国房地产价格稳定下来。危机还将诱发全球一系列经济动荡,将有更多大型金融机构在这场危机中倒下。

这是一场严重的金融危机,而且有可能使全球主要经济体陷入萧条。



一位伟人讲过，普罗大众如我等其实“既是历史的剧作者，又是历史的剧中人”。我们正在经历新世纪以来第一场具有全球影响力的金融危机。这场危机，国际上简称为“次贷危机”。

一、美国次贷危机产生的背景及原因

（一）次贷危机产生的直接原因

引起美国次级抵押贷款市场风暴的直接原因是美国的利率上升和住房市场持续降温。次级抵押贷款是指一些贷款机构向信用程度较差和收入不高的借款人提供的贷款。利息上升，导致还款压力增大，很多本来信用不好的用户出现违约，对银行贷款的收回造成影响，从而引发危机。

之前的房价很高，但是由于房价突然走低，贷款者无力偿还时，银行把房屋出售，却发现得到的资金不能弥补当时的贷款加利息，甚至无法弥补贷款额本身，这样银行就会在这个贷款上出现亏损（其实银行知道你还不了，一方面房价降温，另一方面升息，这都是由他们一手掌控的）。一两个贷款者出现这样的问题还好，但由于分期付款的利息上升，加上这些人的信用本来就不高，于是出现了大量无法还贷的贷款者。银行收回房屋，却卖不到高价，导致大面积亏损，引发了次贷危机。

在美国房屋抵押贷款过程中，根据借款人不同等级的信用水平，制定不同的贷款条件。按照借款人的信用状况等条件，美国房屋贷款分为三级：优级（Prime Loan）、近似优级（ALT-A）、次级（Sub-prime Loan）。根据房贷金融内参提供的资料，在美国2006年新发放的住房抵押贷款中，优级贷款仅占36%，而近似优级贷款和次级贷款分别占到25%和21%，此外还有一些其他类型的贷款，如巨额贷款（Jumbo Loan）。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20%。^①

次贷借款人是违约风险非常高的客户群。他们被称为NINJA，意为既无收入，又无工作，更无财产的人（No income, no job, no assets）。因为信用等级达不到标准，他们就被定义为次级信用贷款者，简称次级贷款者。既然如此，银行为什么还要贷款给他们呢？一方面，美联储常年采取低利率政策，使得作为抵押品的住宅价格一直在上涨。从2000年到2004年，美联储连续25次降息，联邦基金利率从6.5%一路降到1%，并从2003年6月26日到2004年6月30日保持了一年多的时间。这一切如同为消费市场打了“激素”。银行认为尽管贷款给了次级信用贷款者，如果贷款者无法偿还贷款，则可以利用抵押的房屋来还贷，拍卖或者出售后收回银行贷款。由于房价一直在上涨，银行并不担心因

^① 张明：美国次级债危机的演进逻辑和风险涵义[J]。银行家，2007（9）：99。

借款人违约而遭受损失。另一方面,银行可以通过次贷债券的证券化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承担全部损失。

1. 一个小故事——戏说次贷危机

互联网上有一个戏谑地解释美国次贷危机原因的小故事——

大约从10年前开始,贷款公司铺天盖地的广告就出现在电视上、报纸上、街头,或在你的信箱里塞满诱人的传单。

“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?找阿牛贷款公司吧!”

“首付也付不起?我们提供零首付!”

“担心利息太高?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个月你只需要支付利息,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了,到时候还怕付不起?!”

“担心两年后还是还不起?哎呀,你也真是太小心了!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,我都相信你一定行的,难道我敢贷,你还不敢借?”

在这样的诱惑下,无数美国市民毫不犹豫地选择了贷款买房。(你替他们担心两年后的债务?向来自我感觉良好的美国市民会告诉你:演电影的都能当上州长,两年后说不定我还能竞选总统呢!)

阿牛贷款公司短短几个月就取得了惊人的业绩。可是钱都贷出去了,能不能收回来呢?公司的董事长——阿牛先生,那也是熟读美国经济史的人物,不可能不知道房地产市场也是有风险的,所以这笔收益看来不能独吞,要找个合伙人分担风险才行。于是阿牛找到美国经济界的带头大哥——投行。这些家伙可都是名字响当当的主儿(美林、高盛、摩根)。他们每天做什么呢?就是吃饱了闲着还是闲着,于是找来诺贝尔经济学家,找来哈佛教授,用上最新的经济数据模型,一番鼓捣之后,弄出几份分析报告,从而评价一下某某股票是否值得买进,某某国家的股市已经有泡沫了——说白了,一群在风险评估市场里面骗吃骗喝的主儿。你说他们看到这里面有风险没有?用脚都看得到,可是有利润啊!那还犹豫什么,接手搞吧!于是经济学家、大学教授以数据模型、老三样进行评估之后,重新包装一下,就弄出了新产品——CDO(注:Collateralized Debt Obligation,债务抵押债券)。说穿了就是债券,通过发行和销售这个CDO债券,让债券的持有人来分担房屋贷款的风险。

光这样卖,风险太高,还是没人买。假设原来的债券风险等级是6,属于中等偏高,于是投行把它分成高级和普通CDO两个部分,发生债务危机时,高级



CDO 享有优先获得赔付的权利。这样,两部分的风险等级分别变成了4和8,总风险不变,但是前者就属于中低风险债券了。凭投行三寸不烂“金”舌,当然卖了个满堂彩!可是剩下的风险等级8的高风险债券怎么办呢?

于是投行找到了对冲基金。对冲基金又是什么角色?那可是在全世界金融界买空卖多、呼风唤雨的角色,过的就是刀口舔血的日子,这点风险,小意思!于是凭借着老关系,在世界范围内找利率最低的银行借来钱,然后大举买入这部分普通 CDO 债券。2006 年以前,日本中央银行贷款利率仅为 1.5%,普通 CDO 利率可能达到 12%,所以光靠利息差,对冲基金就赚得盆满钵满了。

这样一来,奇妙的事情发生了。2001 年末,美国的房地产价格一路飙升,短短几年就翻了一倍多。就如同阿牛贷款公司开头的广告一样,根本不会出现还不起房贷的事情,就算没钱还,把房子一卖还可以赚一笔钱。结果从贷款买房的人,到阿牛贷款公司,到各大投行,到各个银行,到对冲基金,人人都赚钱。但是投行却不太高兴了!当初是觉得普通 CDO 风险太高,才扔给对冲基金的,没想到这帮家伙比自己赚得还多,净值一个劲地涨,早知道自己留着玩了。于是投行也开始买入对冲基金,打算分一杯羹了。这就好像“老黑”家里有馊了的饭菜,正巧看见隔壁邻居那只讨厌的小花狗,本来打算毒死它,做个人情请小花狗吃。没想到小花狗吃了不但没事,反而越长越壮了。“老黑”这下可蒙了:难道馊了的饭菜营养更好?于是自己也开始吃了!

这下又把对冲基金乐坏了。他们是什么人?手里有 1 元钱,就能想办法借 10 元钱来玩的土匪啊!现在拿着抢手的 CDO 还能老实?于是他们又把手里的 CDO 债券抵押给银行,换得 10 倍的贷款,然后继续追着投行买普通的 CDO——嘿!当初可是签了协议,这些 CDO 都归我们的。投行心里那个不爽啊!除了继续闷声买对冲基金之外,他们又想出了一个新产品,就叫 CDS (注:Credit Default Swap,信用违约交换)。好了,华尔街就是这些天才产品的温床:不是都觉得原来的 CDO 风险高吗?那我投保好了,每年从 CDO 里面拿出一部分钱作为保金,白送给保险公司,但是将来有了风险,大家一起承担。

保险公司想,不错啊!眼下 CDO 这么赚钱,1 分钱都不用出就分利润,这不是每年白送钱给我们吗?干了!

对冲基金想,不错啊,已经赚了几年了,以后风险越来越大,光是分一部分利润出去,就有保险公司承担一半风险。干了!

于是再次皆大欢喜,CDS 也卖火了!但是事情到这里还没有结束,因为“聪明”的华尔街人又想出了基于 CDS 的创新产品。我们假设 CDS 已经为我们带来了 50 亿元的收益,现在新发行一个“三毛”基金,这个基金是专门投资买入 CDS 的。显然,这个建立在之前一系列产品之上的基金的风险是很高的,但是可以把之前已经赚的 50 亿元投入作为保证金,如果这个基金发生亏损,就先用

这 50 亿元垫付。只有这 50 亿元亏完了,投资的本金才会开始亏损,而在这之前是可以提前赎回的,首发规模 500 亿元。天哪,还有比这个更爽的基金吗? 1 元面值买入的基金,亏到 0.90 元都不会亏自己的钱,赚了却每分钱都是自己的! 评级机构看到这个天才设想,简直是毫不犹豫:给予 AAA 评级!

结果这个“三毛”可卖疯了,各种养老基金、教育基金、理财产品,甚至其他国家的银行也纷纷买入。虽然首发规模是原定的 500 亿元,可是后续发行了多少亿元,已经无法估算了,但是保证金 50 亿元却没有变。如果现有规模 5 000 亿元,那保证金就只能保证在基金净值不低于 0.99 元时,你不会亏钱了。

当时间走到了 2006 年年底,风光了整整 5 年的美国房地产市场终于从顶峰重重地摔了下来,这条“食物链”也终于开始断裂。因为房价下跌,优惠贷款利率的时限到了之后,先是普通民众无法偿还贷款,然后阿牛贷款公司倒闭,对冲基金大幅亏损,继而连累保险公司和贷款的银行,花旗、摩根相继发布巨额亏损报告,同时投资对冲基金的各大投行也纷纷亏损,然后股市大跌,民众普遍亏钱,无法偿还房贷的民众继续增多……最终,美国次贷危机爆发。

2. 次贷的运作程序本身就暗藏着危机

(1) 次贷的基本运作

前边的故事通俗、生动地说明了次贷危机产生的经过,下面我们用较为规范的说法来解析次贷的运作程序以及最终危机的爆发。

作为发达资本主义国家,美国自第二次世界大战后坐享美元作为“硬通货”之利,用美元纸钞换取全球资源,居民消费规模巨大,属于典型的“消费经济”。消费信贷发展迅猛、品种多样,显著扩大了居民即期消费需求。其中,满足居民住宅消费需求的金融产品,就是住房抵押按揭贷款。

在美国,住房抵押贷款主要由三大类机构发放,即商业银行、储贷机构和抵押贷款银行,它们每年的贷款发放额占有所有抵押贷款的 90% 以上(其余 10% 左右的份额由财务公司、信贷联盟或其他机构分享)。抵押贷款业务的发展,受益于美国政府刺激房地产业发展、鼓励公民买房的住房政策,更受益于政府精心构建的抵押贷款交易市场。美国抵押贷款交易市场分为机构担保抵押贷款市场和无担保抵押贷款市场。

其中,机构担保贷款指联邦住宅管理局(FHA)、退伍军人管理局(VA)提供抵押保险的贷款。声名赫赫的 FHA、VA 早在大萧条后的 1934 年就根据《联邦住房法》成立,二者的主要作用就是向符合条件的中低收入者及退伍军人直接发放住房贷款或者提供全额还款履约担保,符合二者规定的放贷标准的抵押贷款被称为“标准贷款”。买入标准类抵押贷款的主要机构是政府发起设立的三家机构,分别为政府国民抵押协会、联邦国民抵押协会和美国联邦住宅贷款银

行。它们的主要作用,就是购入“标准贷款”,然后发行以“标准贷款”支持证券,并为这些债券履约提供信用担保。

而无担保抵押贷款市场的主体是商业银行、保险公司和商业性抵押贷款银行等。它们一方面发放住房抵押贷款,另一方面通过证券化或资产转让的形式出售信贷资产。

在美国,华尔街精英信奉的原则是“只要有现金流,就要证券化”。贷款机构发放贷款(不论是不是“标准贷款”)后,一般会进行信贷出售,就是“标准贷款”出售给三家标准类抵押贷款经营机构,或者发行信贷资产支持证券。信贷资产支持证券(MBS)可以凭借自身信誉发售(如三家标准类抵押贷款经营机构发售的MBS),也可以通过风险分级、外部评级等复杂的过程变为不同风险—收益结构的合成式债务按揭债券(CDO),售出后还可以公开上市交易,这个过程就是“抵押贷款证券化”。20世纪90年代以后,美国房地产业快速发展,抵押贷款支持证券市场得到快速成长。从1992年起,MBS市场余额仅次于国债余额,成为美国资本市场上最为重要的投资品。到20世纪90年代末,无论是发行量还是余额情况,MBS规模已超越美国国债,MBS市场已经跃升为美国最大的债券市场(如图1-1所示)。

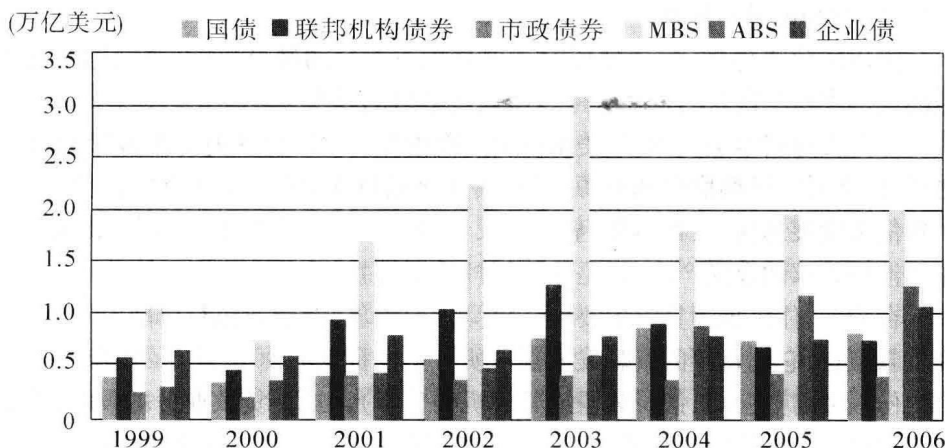


图 1-1 美国债券市场结构(1999—2006 年)

资料来源:美国统计局网站(www.census.gov)。

进入 21 世纪,美国抵押贷款支持证券规模加速增长,商业银行、抵押贷款银行等所谓的“私人机构”发行的 MBS 占比则不断提高。2003 年后,私人机构发行 MBS 规模迅速增长,到 2005 年发行量已与三家政府机构发行的 MBS 平分秋色,2006 年私人机构发行的 MBS 一举超越政府机构发行的 MBS。

在 MBS 发行人结构逐步改变的同时,投资人结构也在变化。MBS 最初的

投资人是政府国民抵押协会等三家政府机构,目标是为贷款发放机构提供充足的流动性。2002年后,MBS成为各种投资机构争相增持的投资工具,政府机构持有占比快速下降。其中,政府国民抵押协会持有份额从2000年的22%下降到2006年的7%,同期非政府机构持有份额则从13%上升到32%。这些非政府机构投资人中,包括企业、居民储户、外资机构、投资银行、商业银行、对冲基金等,还包括共同基金、寿险公司等素以投资稳健著称的机构。“私人机构”发行规模的扩大、投资人种类的多样化,使得“私人机构”发行MBS的质量,变成关系美国金融市场稳定、消费者信心 and 经济发展前途的重大问题,也就使得MBS质量急剧劣变后很容易演变为一场“金融危机”。

“私人机构”发行MBS的投资价值,归根结底取决于基础资产(即住房抵押贷款)的盈利能力。按照风险与收益相匹配的原则,MBS的私人发行机构按照基础资产(住宅抵押贷款)的预期违约率对不同风险水平的MBS进行风险定价。

次级贷款由于借款人还款能力较弱,贷款利率远高于优质贷款。同时,放贷银行往往选择复杂的基于风险定价(Risk Based Pricing)的利率确定方式,最主要的是所谓的“混合浮动利率”(ARM)。混合浮动利率贷款发放之初为固定利率,在固定利率期(一般是两至三年)结束后按当时的市场利率浮动,并参考借款人的资信变化情况,进行“利率重设”。

善于创新的美国贷款银行为了竞争次级抵押贷款业务,开发出了仅付利息抵押贷款(Interest Only)、负摊销抵押贷款(Negative Amortization)、选择性浮动利率抵押贷款(Option ARM)、气球型抵押贷款(Balloon Mortgage)等新的次级贷款种类。为了吸引顾客,银行往往在抵押初期提供非常优惠的固定利率,这一利率称为“诱惑利率”(Teaser Rate),目的是吸引借款人来申请贷款,两至三年后再进行利率重设。

这些花样翻新的次级贷款产品创新、宽松的放贷政策,急剧推动了抵押贷款市场的扩张,也快速改变了美国住房抵押贷款市场的结构。2001年前,次级房屋抵押贷款在美国增长缓慢,此后规模迅速扩大,2003—2005年间获得了突飞猛进的增长。2003年末,美国次级抵押贷款达到4000亿美元,2004年突破1万亿美元,2007年1季度末达到1.4万亿美元。从占比看,次级住房抵押贷款占住房抵押贷款的比重从1999年的2%快速增长到2004年的12%,到2006年四季度末时则接近15%,借款人超过400万人。

次级抵押贷款市场的快速增长,带动了以它为基础资产的次级抵押贷款支持证券市场的发展。一般而言,优质住房抵押贷款由联邦国民抵押协会等三家政府机构凭政府信用担保,发售的抵押贷款支持债券信用等级为AAA。而近似优级(Alt-A)和次级抵押贷款则多被特殊目的机构划分后重新打包,成了发行

的资产支持型抵押债务权益(Collateral Debt Obligation, CDO)的抵押品。这些特殊目的机构是由投资银行、商业银行及其他金融机构成立的专门用于 CDO 发售这一特殊目的法律主体(Special Purpose Vehicle, 简称 SPV), 它们既出售 CDO, 也自己投资 CDO。^①

(2) 金融创新过度, 次贷衍生工具层出不穷

次贷的证券化过程是从住房抵押贷款支持债券(RMBS)起步的。对于一般基金来说, 对应于同一资产组合, 一只基金(Fund)所发行的基金债券是完全相同的, 即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, 尽管所对应的是同一资产池(由大量次贷构成), SPV 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 8 000 万美元, 作为这一 RMBS 基础的 8 000 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 2 000 万美元住房抵押贷款违约; 第二种是有 4 000 万美元违约; 第三种是有 6 000 万美元违约; 第四种是 8 000 万美元全部违约。对应这四种情况, 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 2 000 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 2 000 万美元损失; 当出现第二个 2 000 万美元违约时, C 级债券持有者承担这 2 000 万美元的损失; 当出现第三个 2 000 万美元违约时, B 级债券持有者承担第三个 2 000 万美元的损失; 当最后的 2 000 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也最高。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, 三者占的比例分别约为 80%、10% 和 10%。而 RMBS 各部分(段, Tranches)的等级要由评级机构确定。不同投资者有不同风险偏好。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投资者的需要, 因而使 RMBS 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 1-2 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

^① 张兴胜. 次贷危机: 我们正经历的历史[J]. 银行家, 2008(4): 11-14.

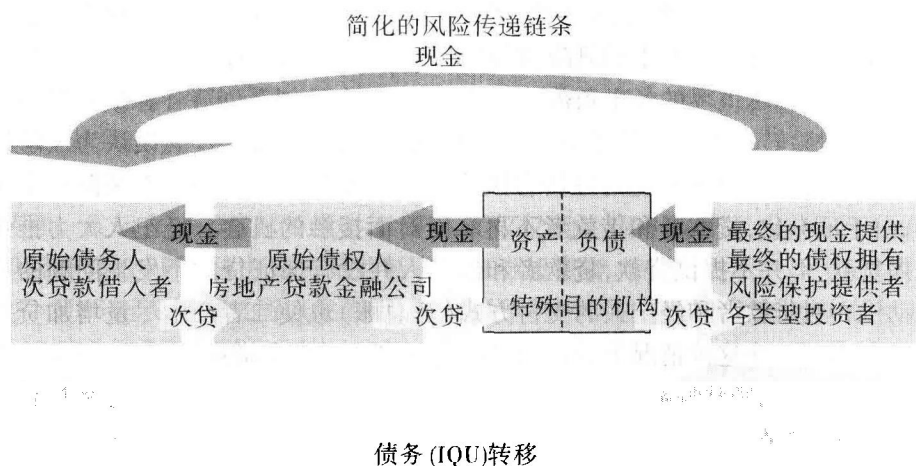


图 1-2 证券化与风险转移

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,如其他资产支持证券(ABS)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 MBS 的情况相同,如有损失,股权段所有者将首先承担损失。由于股权段 CDO 投资者承担的风险最大,因而投资收益率最高;而优先段 CDO 投资者承担的风险最小,因而投资收益率最低。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,另一种经常被提起的重要债券是资产支持债券(ABS)。ABS 与 MBS 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。换句话说,RMBS 是 ABS 中的一种类型。

不难看出,住房抵押贷款→RMBS→CDO→CDO 平方→CDO 立方……这一过程,原则上说是可以无限进行下去的。这不但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 则可称之为最初级的衍生金融产品,而 CDO 则是衍生的衍生金融产品,自然 CDO 平方是衍生的衍生的衍生金融产品,依此类推。这样,由加利福尼亚