

国家社科基金重大项目资助 · 西南财经大学资助

U.S.

**SUBPRIME
MORTGAGE**

CRISIS RESEARCH

美国次贷危机 研究

何泽荣 ⊙ 主著



西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

国家社科基金重大项目资助 · 西南财经大学资助

U.S. SUBPRIME MORTGAGE CRISIS RESEARCH

美国次贷危机 研究

何泽荣 ⊙ 主著



西南财经大学出版社
SOUTHWESTERN UNIVERSITY OF FINANCE & ECONOMICS PRESS

图书在版编目(CIP)数据

美国次贷危机研究/何泽荣主著. —成都:西南财经大学出版社,
2012.9

ISBN 978-7-5504-0851-7

I. ①美… II. ①何… III. ①房地产抵押贷款—金融危机—研究—
美国 IV. ①F837.124

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2012)第 225032 号

美国次贷危机研究

何泽荣 主著

责任编辑:王 利

封面设计:大 涛

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
照 排	四川胜翔数码印务设计有限公司
印 刷	郫县犀浦印刷厂
成品尺寸	185mm×260mm
印 张	10.25
字 数	235 千字
版 次	2012 年 10 月第 1 版
印 次	2012 年 10 月第 1 次印刷
书 号	ISBN 978-7-5504-0851-7
定 价	30.00 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

当我们在 2008 年开展国家社科基金重大课题《以人为本的中国金融全面协调与可持续发展研究》（批准号：07&ZD014）时，美国次贷危机爆发且愈演愈烈，甚至波及全球。为了研究发生于世界第一大经济体美国的金融危机，我们于 2009 年 6 月与《经济学家》杂志社联合召开了“美国次贷危机与金融理论和实践的反思研讨会”。研讨会收到论文 16 篇。这些论文中，与重大课题密切相关的，我们已经放在了《以人为本的中国金融全面协调与可持续发展研究》一书中。余下一部分论文，再加上我以及我的博士生对一些问题的思考，现在以《美国次贷危机研究》为题集结成书。因此，应该说，《美国次贷危机研究》是《以人为本的中国金融全面协调与可持续发展研究》的续集。

在《美国次贷危机研究》一书中，我们主要讨论了美国次贷危机的发生发展与国际传播、美国次贷危机成因分析、对美国次贷危机救助方案的评价、美国次贷危机与中国外汇储备管理、美国次贷危机引起的对金融实践的反思、美国次贷危机引发的几个理论问题的研究。

这里需要说明的是，第一，本课题 2007 年 11 月向国家社科办申请立项，2008 年 1 月国家社科办批准立项，正式开始研究工作，到 2011 年 4 月课题结项报告送审，历经 3 年多时间。因此，课题成果对一些问题的研究和所收集的数据都是针对当时我国或国际经济、金融问题进行的。从现在来看，有的研究和数据难免过时或陈旧，但课题成果对这些问题的看法或结论在今天仍然不失其意义。为了保持研究成果的本来面目，本书对这些研究和数据未做大的改动。第二，本书是课题组全体成员集体智慧的产物。但由于篇幅所限，本书不可能包括所有的研究成果，为此我们将所有成果名称用附录形式在本专著后面列出。第三，为了使论述更集中，我们对一些研究成果做了少量修改、合并或调整。

本重大课题的子课题组负责人是（以子课题为序）：张桥云、赵静梅、徐加根、陈永生、王擎、贺国生、刘攀、邹宏元、徐艳。

在课题研究过程中，赖叔懿、赵爱清、黄剑辉做了大量工作。

参与本书编写的有（按拼音字母顺序）：蔡栋梁、曹加、曹廷贵、陈奉先、陈华芳、

陈金光、陈永生、陈跃军、段晓红、傅瑜、桂银香、韩景、韩鑫韬、韩煦、何军、何泽荣、黄春霞、赖叔懿、李羽姝、梁山、刘攀、罗堃、罗然、吕海勇、吕文儒、马瑾、彭思源、钱龙、帅建林、苏亮瑜、王贵美、王擎、文国权、吴风云、吴静、吴蒙、吴平凡、吴文旭、吴晓辉、魏哲平、徐怀东、徐加根、徐培文、徐艳、徐扬、严青、杨斌、杨五洲、杨羽飞、袁继国、张淳清、张期翔、张桥云、张迎春、张潍、赵爱清、赵春峰、赵静梅、赵勇、郑平、周晖、周铨、周小宇、周远、邹宏元。

本书是在国家社科基金重大课题研究基础上出版的，因此，我们首先衷心感谢全国哲学社会科学规划办公室为课题进行的立项和提供的经费资助；我们也由衷感谢四川省哲学社会科学办公室的大力支持。

由于本课题是我校第一次获得的全国哲学社会科学重大项目之一，在研究过程中，西南财经大学给予了无微不至的关怀和巨大的经费支持；西南财经大学金融学院在研究力量的组织、成果的发表等各个方面给予我们以巨大的帮助；西南财经大学出版社的冯建社长和责任编辑王利为使本专著得以尽快出版，花费了大量精力。在本专著出版之际，我们由衷地感谢西南财经大学、西南财经大学金融学院和西南财经大学出版社。

课题首席专家：何泽荣

2012年8月于光华园

目 录

第一章 美国次贷危机的发生、发展与国际传播	/ 1
第一节 美国次贷危机简述	/ 1
一、美国次级贷款演变为次贷危机	/ 1
二、美国次贷危机的发生、发展、高潮	/ 1
三、美国次贷危机的深化	/ 2
第二节 美国次贷危机的风险转移、回流、扩散与放大机制	/ 4
一、文献综述	/ 4
二、美国住房金融：体制、运行机制与经济增长	/ 6
三、抵押贷款二级市场：风险转移与回流、扩散与放大机制	/ 10
四、美国次级贷款危机形成机制	/ 13
五、小结	/ 15
第三节 美国次贷危机的国际传播	/ 15
一、文献综述	/ 15
二、金融渠道	/ 16
三、贸易渠道	/ 19
四、货币渠道	/ 20
第四节 美国次贷危机与欧元区主权债务危机	/ 22
一、欧元区主权债务危机的内因——“二元化”的宏观调控机制	/ 22
二、欧元区主权债务危机是美国次贷危机在欧元区国家的延续	/ 24
第五节 结论与政策建议	/ 25
一、结论	/ 25
二、政策建议	/ 26
第二章 美国次贷危机成因分析	/ 27
第一节 美国次贷危机成因——资产证券化角度	/ 27
一、引言	/ 27
二、美国次贷危机成因分析：证券化视角	/ 28

第二节 美国次贷危机的深层次根源——美国经济对内失衡	/ 33
一、美国经济对内失衡是次贷危机的根本原因	/ 33
二、次贷危机与世界经济失衡	/ 34
第三节 以灰色系统方法进一步分析美国经济与美国次贷危机的关系	/ 37
一、研究方法	/ 37
二、数据选取与分析	/ 40
三、灰色优势分析	/ 44
四、小结	/ 46
第四节 结论与政策建议	/ 47
一、结论	/ 47
二、政策建议	/ 47

第三章 对次贷危机救助方案的评价 / 48

第一节 对美国次贷危机救助方案的评价	/ 48
一、美国次贷危机前的全球性流动性过剩	/ 48
二、美国次贷危机期间的流动性紧缩	/ 53
第二节 对次贷危机中我国扩大银行贷款的评价	/ 55
一、问题的提出	/ 55
二、文献综述	/ 56
三、模型原理与实证过程	/ 59
四、实证结论与危机中中国货币政策效率评价	/ 64
五、小结	/ 69
第三节 次贷危机引发的全球性通货膨胀	/ 69
一、全球通货膨胀传递的理论基础及现状分析	/ 69
二、次贷危机时期全球通货膨胀的成因	/ 72
三、次贷危机导致的全球性通货膨胀的后果及对策	/ 74
第四节 次贷危机期间的中国输入型通货膨胀	/ 76
一、引言	/ 76
二、要素市场扭曲导致了新一轮的通货膨胀	/ 76
三、模型分析	/ 77
四、实证分析	/ 81
五、小结	/ 83
第五节 结论与政策建议	/ 83
一、结论	/ 83

二、政策建议 / 83

第四章 美国次贷危机与中国外汇储备管理 / 85

第一节 美元滥发导致美国信用制度的破坏 / 85

一、滥发货币为何成为美国政府隐秘的伙伴 / 85

二、美国人的逻辑违背了市场经济的宗旨 / 87

三、且看美国如何恢复美元信用 / 89

第二节 我国应该调整国际储备结构 / 91

一、迄今为止金融危机并未从根本上动摇美元的国际货币地位 / 91

二、长期而言,美国经济式微将导致美元国际地位下降 / 94

三、我国应该尽快调整外汇储备结构 / 97

第三节 中国外汇储备使用方案研究 / 99

一、问题的提起 / 99

二、巨额的美元储备导致中国可以“自由”使用的外汇储备有限,
后果也令人担忧 / 100

三、中国外汇储备的对外投资频频遭遇保护主义的围堵 / 103

四、中国的外汇储备应该用于我国边际生产力最高、在国际市场上
有竞争力的商品和行业 / 105

五、小结 / 106

第四节 结论与政策建议 / 107

一、结论 / 107

二、政策建议 / 107

第五章 美国次贷危机引起的对金融实践的反思 / 108

第一节 中央银行货币政策的多目标导致货币政策的不确定性 / 108

一、货币政策目标设置不合理 / 108

二、对我国货币政策目标的思考 / 109

第二节 中央银行货币政策是否应盯住资产价格 / 111

一、文献综述及问题的提出 / 111

二、模型的建立 / 113

三、实证研究 / 115

四、小结 / 125

第三节 对金融监管改革的思考 / 126

一、金融监管理论研究综述 / 126

二、次贷危机下对美国金融监管制度弊端的反思 / 127

三、次贷危机对我国金融监管的启示 / 128

第四节 结论与政策建议 / 130

一、结论 / 130

二、政策建议 / 130

第六章 美国次贷危机引发的几个理论问题 / 131

第一节 当代资本主义进入了一个新阶段 / 131

一、引言 / 131

二、当代资本主义的新阶段和新特征 / 131

三、从资本主义制度的本质看金融危机 / 132

四、当前国际金融危机与当代资本主义的关系 / 135

五、小结 / 136

第二节 对市场经济理论和宏观经济理论的思考 / 137

一、市场经济应该是道德经济 / 137

二、市场经济应该是政府和市场互补的经济 / 138

三、一国经济稳健与可持续发展的关键是生产和消费的均衡 / 138

第三节 三代货币危机模型与美国次贷危机 / 140

一、第一代货币危机模型 / 141

二、第二代货币危机模型 / 142

三、第三代货币危机模型 / 143

四、三代货币危机模型对美国次贷危机适用性的探讨 / 145

第四节 结论与政策建议 / 146

一、结论 / 146

二、政策建议 / 147

第七章 总结 / 148

附录 课题成果索引 / 149

第一章 美国次贷危机的发生、发展与国际传播

美国次贷危机是2007年发生在世界最大经济体的危机，因此，有许多特点不同于过去发生的经济危机或金融危机。研究和总结美国次贷危机是当代经济学的重要任务之一。

本章第一节考虑到对美国次贷危机已经有了大量的研究，因此，只对美国次贷危机做了简要的叙述。第二节探讨美国次贷危机的风险转移、回流、扩散与放大机制。第三节讨论美国次贷危机的国际传播不同于历次金融危机的特殊性。我们在第四节中，将2009年底欧元区部分国家发生的主权债务危机也看成是美国次贷危机在欧元区的延续。第五节是结论与政策建议。

第一节 美国次贷危机简述

一、美国次级贷款演变为次贷危机

次级贷款（次贷）是美国为了解决不能满足商业贷款条件的人（低信用甚至无信用的人）的住房需要而发放的贷款。正因为这样，美国的次级贷款在解决美国人的住房问题的同时，也潜伏着巨大的危机，即潜伏着这些低信用或无信用的人，因为客观或主观原因而不能按时还本付息的危机。

而次级贷款的潜在风险演变为次贷危机则是在三股力量共同作用下发生的。这三股力量是：美国政府对次级贷款及其证券化的支持，次级贷款推出及证券化过程中金融机构的道德风险和美国中央银行（“美联储”）为抑制通货膨胀而提高利率的货币政策。也可以说，次贷危机的始作俑者是美国政府及其设立的次级贷款机构和次级贷款证券化机构；各种类型的金融机构和评级机构的道德风险使次级贷款中的潜在风险演变为次贷危机；美国中央银行加息的货币政策使次级贷款变为不良贷款、次级债券变为不良债券，最终导致次贷危机。

二、美国次贷危机的发生、发展、高潮

（1）序幕（发生）。2007年3月，美国第二大次级贷款机构新世纪金融公司透露它所经营的次级贷款问题严重。4月2日，新世纪金融公司申请破产保护，从而揭开了美

国次贷危机的序幕。

(2) 扩大(发展)。2007年6月到2008年9月,美国次贷危机进一步扩大。被誉为资本和商品市场“主力兵团”的美国第五大投资银行贝尔斯登公司(成立于1923年)于2008年3月17日宣告破产,并被摩根大通以极低的价格(每股2美元,总共2.7亿美元)收购。2008年9月7日,为避免更大范围金融危机的发生,美国政府接管了两大住房抵押公司:房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)。

(3) 高潮。2008年9月14日,美国第四大投资银行雷曼兄弟控股公司(成立于1850年)根据美国破产法,向美国联邦破产法庭递交破产保护申请。9月15日,为了避免雷曼兄弟公司破产的影响,美国银行与美国第三大投资银行美林集团(成立于1914年)达成协议,收购美林集团。这样,美国五大投资银行只剩下摩根斯坦利和高盛集团。而这两家投资银行为了避免次贷危机的冲击,不得不于9月22日向美联储提出了转为商业银行的申请。美联储已经同意了次贷危机中存活下来的最后两家主要投资银行成为金融控股公司的申请。到此为止,美国的投资银行也就不再存在了。这是美国的金融体制在2007年爆发的次贷危机的影响下,正在发生巨变的证明。

三、美国次贷危机的深化

次贷危机的深化表现在三个方面。一是次贷危机已经演变为一场经济危机,二是次贷危机引起了全球性信贷紧缩,三是次贷危机导致了市场信心危机。

(一) 次贷危机演变为经济危机

次贷危机爆发之初(2007年5月)美联储主席伯克南说:次级抵押贷款部门遇到的麻烦不太可能扩散至更广泛的经济领域或金融体系中去。然而,不到两个月,2007年8月,美国金融体系就陷入一片混乱。这时美国总统布什说,次贷危机不会影响到美国实体经济。

然而,美国次贷危机的发展远远超过了人们最初的乐观估计:它不仅使美国的金融体系一片混乱,也使国际金融体系陷入动荡之中;不仅波及美国的实体经济,也使世界主要发达国家和新兴市场经济国家的实体经济受到损害。美国经济学家约瑟夫·斯蒂格利茨说:“我们正经历着美国也是西方国家最为严重的经济衰退。”

美国权威研究机构美国全国经济研究局2008年12月1日发布的研究报告称:美国经济从2007年12月以来就陷入了衰退。不论是国民消费、就业市场、企业投资,还是产业及出口前景,都显示美国经济陷入衰退。

美国经济的放缓波及欧洲、日本经济,然后再使大多数新兴市场经济国家和发展中国家经济发展也受到牵连,因此,IMF(国际货币基金)预测2008年全球经济增速降至约4%。世界银行对2009年全球经济的预测十分悲观,认为到2009年上半年,全球经济增速将低于2%,而美国可能陷入衰退。IMF的首席经济学家奥利维尔·布兰查德说,金融危机尚未到底,现在只是危机的开始,金融危机正在演变成为一场更广泛的经济危机,预计危机还将持续一年时间,恢复正常的经济增长要等到2011年。

（二）次贷危机引起了全球性信贷紧缩

更为严重的是，次贷危机的发展使全球进入新一轮信贷紧缩之中。信贷紧缩必然对已经处于衰退中的实体经济产生更大的打击。

孙明春（2008）认为，次贷危机发生之后已经经历了三次信贷紧缩。第一轮信贷紧缩是在2007年8月份次贷危机爆发后，很多银行、金融机构遭受损失之后，认为应该加强信贷标准，以前能够借到贷款的企业借不到了，第一轮紧缩的影响不大。第二轮紧缩发生在很多金融机构，尤其是商业银行的资本金损失之后。按照《巴塞尔资本协议》中关于资本充足率的规定，金融机构的资本金损失8块钱，就需要收回100块钱的资产，这对于贷款资产过高的银行压力非常大，如果不及时注资，就要进一步收回资产和贷款。第三轮紧缩出现在贝尔斯登公司发生问题前后，很多金融机构，不光是投资银行，还有商业银行，还有很多企业，都在资金链上出现了问题。在这种情况下，这些机构不再往外借钱，而是都在担心自己的资金链条断裂，本来信用标准很好的高质量贷款，金融机构现在可能也不敢放出了，因为要把钱留给自己用。

不少经济学家担心，危机的恶化会导致新一轮的信贷紧缩，从而导致全球通货紧缩时代的到来。高盛集团首席经济学家简·哈祖斯指出，如果在4000亿美元的次贷损失中杠杆投资者承担2000亿美元，那么它们预计将被迫削减放贷额度2万亿美元，“这对宏观经济造成的影响将是非常巨大的”。

我们认为，次贷危机爆发之后，全球之所以会陷入信贷紧缩之中，是因为一方面，商业银行因购买的次贷产品大幅缩水，不得不大幅减记次级贷款资产，或多提坏账拨备，使可使用的信贷资金减少（到2008年第三季度，金融机构已经勾销了7000亿美元的资产支持证券，估计还将勾销7000亿~10000亿美元）；另一方面，次贷危机使信贷市场更加充斥着不确定性，商业银行在风险厌恶观念的支配下，普遍提高了对企业和消费者的贷款标准，收紧了信贷额度。这样，不仅商业银行对客户的放款减少，就是商业银行之间的资金拆借也被迫缩减。

信贷紧缩既对金融市场产生影响，更对实体经济产生影响。从金融角度，信贷紧缩导致货币市场基金的机构投资者面临陡然增大的资金赎回压力，流动性出现紧缺，货币市场总市值萎缩。从实体经济角度，信贷紧缩最终会使实体经济所需贷款减少，从而加速实体经济的衰退。商业银行贷款标准的提高使企业融资成本快速攀升，甚至导致新增投资来源枯竭；而对消费贷款标准的提高抑制了居民消费。最终，次贷危机从投资和消费两个角度使已经恶化的实体经济更加恶化。

（三）次贷危机使市场信心丧失

次贷危机发生之后，虽然各国政府或单独地或联合地对市场进行救助，然而，人们对市场信心的丧失将会产生更深远的影响。这是次贷危机深化最严重的表现形式。

人们信心的丧失表现在：

第一，美国的投资者怀疑政府的各种救助举动能给经济和房地产业带来多大的变化，认为这些救助行动对美国乃至国际金融市场的影响还有待观察。他们关心的是，投资者特别是债权人是否会进一步遭受损失。

第二，次贷危机的爆发使投资者对于在美国投资的安全性产生疑虑，除了次级债，其他类型的企业债、国债、股市的安全性都使人们心存疑虑。对美国市场的重新审视将因担心投资前景而却步。因此，在今后一个长时期内，美联储都将面临如何通过政策变动来重新恢复市场脆弱的信心的难题。

信心一旦失去将很难挽回。世界银行主计官兼战略与资源管理副行长法耶泽尔·乔杜里在2008年4月的亚太财经与发展会议上表示，解决了美国的次贷危机并不意味着可以结束美国经济的衰退，因为引发衰退的原因并非只有次贷危机一个；解决了次贷危机并不等于解决了所有的问题，而由次贷危机引发的信心丧失也需要一定的时间才能重建。他说，次贷危机实质上是金融危机，主要的影响是对市场信心的影响，而一旦信心丧失了就会影响其他的经济增长，使经济增长放缓，重建信心所需要的努力将非常巨大。

为什么美国、欧洲和各个国家的救市行动救不了人们的信心？徐绍峰（2008）认为，其原因在于：

首先，民众对由美国次贷危机引发的全球金融机构资金亏损黑洞和金融衍生品风险波及的范围心中没底，对各种各样的救助计划能从根本上解决由美国次贷危机引发的全球金融危机进而引发的经济危机缺乏信心。

其次，世界各国的联手救市措施，已被民众视为判断金融危机严重程度，以及世界经济衰退幅度的另类指标。民众认为，救市力度越大，越显示了世界金融危机的严重程度和世界经济的衰退幅度。正是这种反向推论，使民众无法从救市之举中获得信心提振，反而对未来充满了更多的忧虑和更大的悲观。

最后，美国的金融危机已经对美国和全球的实体经济产生了巨大影响。而实体经济的衰退又将作用于金融经济。这样，实体经济和金融经济之间的恶性循环已经形成。如何摆脱这一恶性循环，究竟是应该先解决金融经济的问题，还是应该先解决实体经济的问题，或者是金融经济与实体经济双管齐下，谁也心中无数。这也在不断打击民众的信心。

第二节 美国次贷危机的风险转移、回流、扩散与放大机制

一、文献综述

关于次级贷款危机（或次级债危机）的原因，Barney Frank（2007）认为缺乏有效监管的抵押贷款的发放和出售导致了次级贷款危机。曹远征（2007）通过对住房抵押贷款二级市场上的次级债和金融衍生工具的分析，认为次贷危机的根本原因在于次级债对金融衍生工具的传导。董金玲（2007）指出，经过风险隔离和信用增级后的MBS（抵押担保债券）能够获得较高风险评级，同时又因为房价不断上涨，收益率显著高于相同风险评级的国债或公司债，因此MBS（抵押担保债券）获得了全球投资者的广泛追捧。何

帆、张明（2007）认为深层原因之一是宽松的贷款标准和创新的贷款品种，之二是风行的证券化和偏高的信用评级；触发动因是基准利率上升和房价下跌。孙立坚、彭述涛（2007）从现代金融风险的形成机理分析次级贷款危机所呈现出的现代金融风险的本质，认为“次级住房按揭贷款”蕴藏着自我膨胀式的风险“逃避”机制，而这种自我膨胀的“风险逃避机制”的致命弱点就是无法抵挡系统性风险的冲击。汪利娜（2007）从政府导向、税制安排、金融环境、市场竞争等多个方面分析了次级抵押贷款危机产生的原因。张明（2007）认为美联储在很短时间内将联邦基金利率从6.5%调低至1%，创造历史新低的利率水平直接促进了美国房地产市场从2001年到2005年的繁荣。而抵押贷款证券化造成信用风险的传递，利率上升和房价下跌引爆了危机。

关于美国住房金融制度与政府的作用，解少锋（1996）认为美国住房金融制度包括一级贷款市场、二级抵押市场与资金调节体系、保证保险体系。其中，由联邦住房贷款抵押公司、联邦全国抵押协会和政府全国抵押协会等构成二级市场与资金调节体系。由12个区域性联邦住宅贷款银行构成联邦住房信贷体系。保证保险体系由联邦住宅管理局、联邦储蓄及贷款保险公司和联邦退伍军人管理局三个政府机构组成。保证保险既是一种担保业务，又是一种保险业务。这个体系的存在，不但使金融机构的借贷风险降到最低限度，而且保证了借款人顺利获取金额大、期限长的住房贷款。王强、薛晋艳（2005）认为联邦住房管理局（FHA）主要为中低收入家庭提供抵押贷款保险，但是其保险额度有限。退伍军人可以从退伍军人管理局（VA）获得免费的抵押贷款担保，也有一定的额度限制。私营保险公司可以提供较高额度的抵押贷款保险。刘震（2002）认为美国住房金融体系中政府或者准政府机构存在的目的，主要不是为了解决资金来源问题，实际上起到的是为住房抵押贷款市场创造流动性的二级市场的作用。

关于次贷危机的教训与借鉴，刘明康（2008）认为，美国次贷危机给了我们四个教训。一是商业银行降低了放贷审核门槛。二是把资产重复打包成一种谁都搞不清的产品，然后再给它证券化，然后把这个证券化的产品卖给投资者。而投资者可能根本不了解包里面有什么东西，根本不了解他们买这样的产品会面临什么样的风险。三是允许那么多人那么多金融机构将其杠杆比例保持在过高水平。这样一种高度的负债率，会带来一些短期利润的增加，但同时也会使金融机构非常脆弱。四是加强监管和监控。张明（2007）认为中国商业银行在提供住房抵押贷款时应该实施严格的贷款条件和审核程序，应该杜绝降低首付比率的行为，以及避免通过伪造收入证明文件实现虚假按揭的现象。应该加速资产证券化的试点和推广。证券化能够有效地将抵押贷款违约风险从银行转移给投资者，有助于降低商业银行乃至中国金融体系的系统性风险。政府应该适时监测资本市场和房地产市场的价格走势，前瞻性地判断市场行情的演变，并及时采取相应措施来避免危机爆发或者减轻危机的破坏性。

现有研究主要介绍了美国住房金融体系的特点，说明了形成次级贷款危机的直接诱因以及对美国和世界经济的影响，而没有从美国住房金融体系的特点、运行机制和风险流动机制角度深入研究次级贷款危机形成的机制和原因。

二、美国住房金融：体制、运行机制与经济增长

(一) 住房金融一级市场与运行机制

美国住房金融一级市场参与者除借款人外，还包括贷款机构、中介机构、政府或政府机构等，这些机构各司其职，形成富有特色的美国住房金融一级市场和二级市场（见图 1.1、图 1.2）。

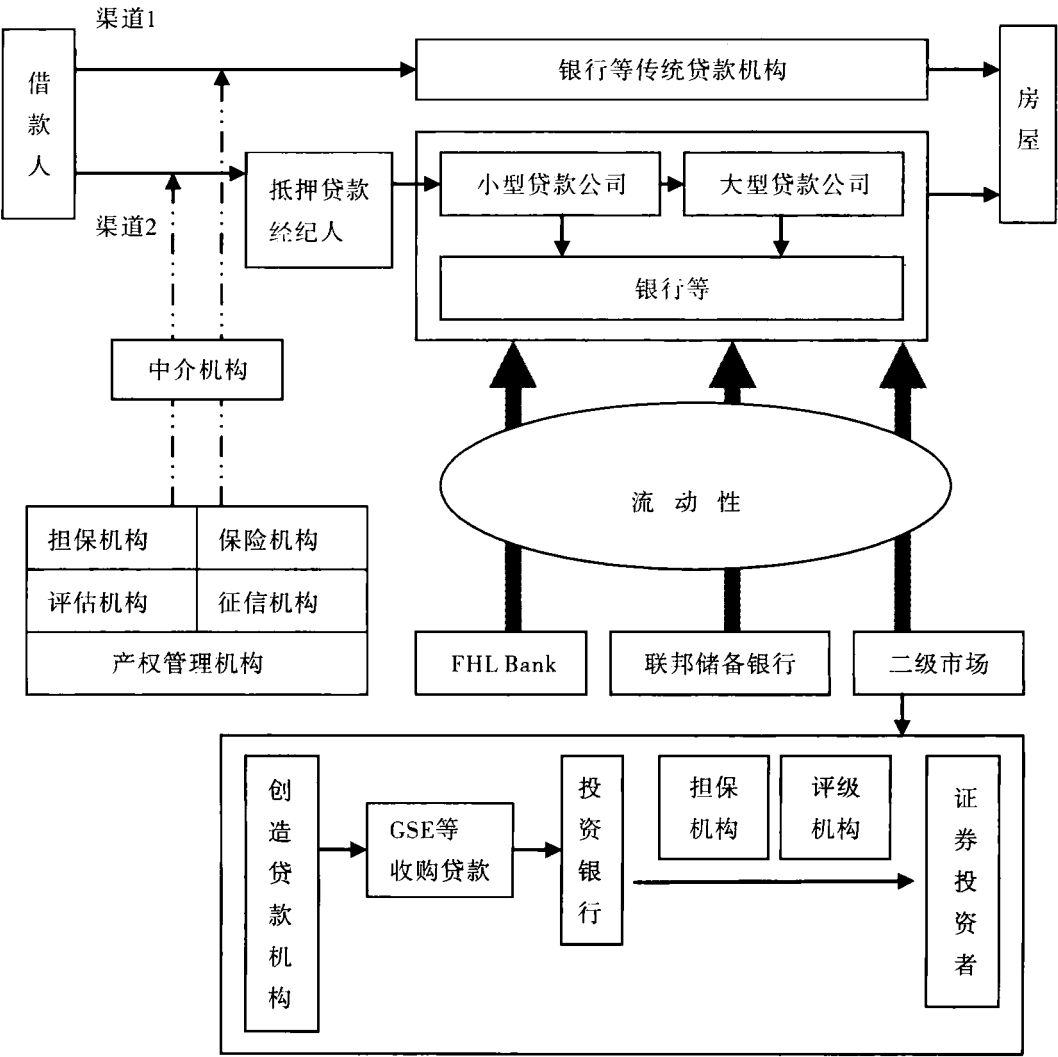


图 1.1 住房金融一级市场：参与主体、运行机制与政府的作用

(1) 多元化的放款机构。美国的抵押贷款机构主要包括商业银行、储蓄银行、储蓄贷款协会和抵押公司。它们通过信用管理局获得借款人的资信状况，向符合条件的借款人提供住房抵押贷款。其中，储蓄银行、储蓄贷款协会是传统的抵押贷款业务提供者，

在 20 世纪 80 年代金融危机之后, 商业银行成为最主要的住房贷款机构。

(2) 分工明确的中介机构。包括保险、担保、经纪人、评估机构、信用管理局以及产权管理机构。其中, 经纪人主要担当借款人和放款机构的中介, 为借款人提供专业化的服务, 减少借贷双方的交易成本; 信用管理局则为放款机构提供全面、准确、快捷的借款人信息, 减少信用风险的发生。

(3) 多样化的贷款产品。以花旗银行为例, 住房金融产品包括: 按利率是否可变动来划分有固定利率贷款 (FRM)、可调整利率贷款 (ARM) (如 5/1、7/1 等); 按借款人信用等级来划分有最优贷款 (Prime)、次级贷款 (Subprime)、超 A 贷款 (Alt - A) 三类; 按还款方式来划分有等本息、等本金、分级偿还; 按贷款后的债务整合来划分有再抵押贷款、反向抵押贷款、住房净值信贷额度和住房净值贷款等; 按照担保人来划分有一般抵押贷款和政府支持抵押贷款项目, 后者如联邦住房管理局 (FHA) 贷款和退伍军人管理局 (VA) 贷款。

(4) 科学合理的住房抵押贷款产品设计。一是贷款要素多, 包括首付比例、利率和年百分率、“点” (Points)、其他费用 (如贷出者或经纪人的管理费、贷款文件准备费、保险费、调查费、税务服务费、保证金费、信用报告费、评估费)、还款方式、提前还款的惩罚条款等, 银行可以通过这些要素的不同组合创新贷款品种; 二是利率和“点”的组合使得贷款适合不同年龄阶段的借款人的借款需要; 三是“点”和其他费用具有抵扣税收的优惠; 四是年百分率 (APR) 比利率更真实地反映借款成本; 五是灵活和较低的首付比例; 六是银行将资金成本与服务成本分开定价, 并用不同的方式来弥补成本; 七是住房消费信贷的余额可以纳入计算存款联合日均余额 (见花旗银行 Citigold 账户), 并决定是否征收账户管理费。

(5) 特定群体住房需求的特殊解决机制。不同于我国通过为中低收入者提供“经济适用房”、“廉租房”来解决其住房问题, 美国对中低收入者采用“市场价格 + 政府信用提升”的解决办法, 体现了价格公平, 避免了其中可能发生的寻租行为。其中, 1934 年成立的 FHA 和 1944 年成立的 VA (退伍军人管理局) 主要是为低收入群体和退伍军人等特定人群购房提供担保。如果没有这两个政府机构的担保, 很多人因为不能满足商业贷款条件而不能获得贷款来购买住房。同时, 除了购房款可以贷款外, 包括抵押保险和终结成本 (Closing Costs) 等费用也可以通过贷款来解决。通常 FHA 和 VA (退伍军人管理局) 担保的贷款相对于普通贷款具有成本低、限制少、首付比例低 (如 FHA 贷款的首付最低为 3%, 甚至没有首付)、期限较长、贷款数量有限等特点。当然, 借款人要获得 FHA 担保需要满足一些基本条件, 如良好的信用记录、能支付最低的首付、合格的购房支出/收入比率等。

(6) 一级市场流动性注入机制。与一般贷款不同, 银行等发放的抵押贷款期限可长达 30 年, 因此, 放款机构将面临严重的流动性问题。为帮助银行等改善资产流动性和获得贷款资金, 美联储、联邦住房贷款银行 (FHL Bank) 体系可向放款机构注入流动性, 同时建立贷款合同转让和贷款证券化机制。

(7) 政府引导和规范房地产业的发展。政府负责制定住房产业政策与规章制度、宏观调控、监督贷款机构和房地产企业等的经营活动以及产权管理等。

(二) 传统住房金融的制约与住房金融二级市场的发展

1. 传统住房金融一级市场的制约因素

(1) 传统的住房贷款规模（即一级市场）主要受五个约束：资金来源约束、资本充足率约束、流动性约束、法定准备金政策约束和经营区域约束。第一，存款（或其他负债）是传统住房抵押贷款的主要资金来源，受存款规模限制，放款机构难以扩大贷款规模。第二，由于住房抵押贷款期限长，风险权重高，占用银行资本多，资本的杠杆作用随着住房抵押贷款规模增加而下降。第三，“短借长贷”现象很容易造成银行的资产/负债不匹配而出现流动性问题。在存款金融机构受到利率管制以及市场利率波动巨大的情况下，甚至还会出现“利率倒挂”，致使其亏损甚至倒闭。美国 20 世纪 80 年代的节俭机构危机便是明证。第四，在存款规模既定的情况下，银行可贷（住房抵押贷款）资金的数量受制于法定准备金政策，提高法定准备率将减少银行的贷款规模。第五，尽管银行持股公司制在一定程度上使银行可以跨区域经营，但从本质上讲银行难以分散住房抵押贷款的地域风险。

(2) 风险集中在放款机构。尽管住房消费信贷有担保或抵押，但仍然存在信用风险、流动性风险、利率风险。如果没有二级市场，这些风险都集中在银行等放款机构，导致银行等无力或不愿意继续扩大住房贷款规模，最终影响到房地产业和经济的发展。

2. 美国住房金融二级市场与运行机制

众所周知，住房抵押贷款的超长期限使放款机构面临更加严重的流动性问题。同时，在最长达 30 年的贷款期限内出现任何引发借款人无法还款的事件都将导致贷款机构承担巨大的信用风险。为解决放款机构流动性和风险管理问题，支持贷款机构扩大规模，实现“居者有其屋”的愿望，美国成立了多个有政府背景的专门机构从事住房抵押贷款买卖和证券化业务，促进了贷款一级市场的进一步发展（见图 1.2）。

(1) 参与主体。抵押贷款二级市场的购买者最初主要是联邦国民抵押协会、政府国民抵押协会和联邦住宅抵押公司（以下简称“两个协会一个公司”）。这些机构以发债为资金来源，当市场资金紧张时，从放款机构购买进贷款；当市场资金充裕时则卖出贷款，进行逆向操作，从而起到调剂市场供求的作用。

在这些机构良好运作的示范下，以及证券化对银行的特殊作用和证券化债券投资的高收益性、高流动性和高安全性特点，除“两个协会一个公司”买进贷款合同外，原来的放款机构（如储蓄银行、储蓄协会、商业银行、抵押银行）也进入二级市场，成为抵押贷款的购买者和抵押贷款证券化的发起者和投资者。

(2) 主要交易方式。一是贷款合同转让；二是贷款证券化；三是信用违约掉期（CDS）。类似于银行同业拆借，如果是银行间贷款合同转让，则只是银行间贷款余额的转移，并没有增加全社会贷款规模，对社会而言，在没有新资金进入银行体系的条件下，贷款合同转让实际上是“零和游戏”；如果贷款合同转让给银行体系外的机构（如联邦住宅抵押公司），则全社会贷款规模将可能增加。抵押贷款证券化将贷款转变成可