

次贷风波 启示录

subprime
mortgage
crisis

次贷风波研究课题组

著


 中国金融出版社

次贷 风波 启示录

subprime
mortgage
crisis

次贷风波研究课题组

著

 中国金融出版社

责任编辑：戴 硕 亓 霞

责任校对：潘 洁

责任印制：毛春明

图书在版编目 (CIP) 数据

次贷风波启示录 (Cidai Fengbo Qishilu) / 次贷风波研究课题组
著. —北京: 中国金融出版社, 2008. 4

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4657 - 7

I. 次… II. 次… III. 房地产—贷款—信用危机—美国
IV. F837.124

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2008) 第 050475 号

出版 **中国金融出版社**

发行

社址 北京市广安门外小红庙南里 3 号

市场开发部 (010) 63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>

(010) 63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010) 66070833, 82672183

邮编 100055

经销 新华书店

印刷 保利达印务有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 29.25

字数 550 千

版次 2008 年 4 月第 1 版

印次 2008 年 4 月第 1 次印刷

印数 1—6000

定价 55.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 4657 - 7/F. 4217

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

次贷风波研究课题组

负责人：

詹向阳 樊志刚

成 员：

邹 新 钱金叶 曾德彬 李 丹

赵新杰 赵幼力 马素红 朱 妮

李 露 宋 玮 程 实 姜 烨

何崇阳 郑艳文 杨 飞

本书为次贷风波研究课题组的科研成果，不代表作者所属机构的观点和意见。



序

金融是现代经济的核心。于2007年夏天爆发的次贷风波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，次贷风波的发生、扩散和发展表明，经济主体对高收益的过度追求无异于在风险的刀尖上翩翩起舞，随时可能由于风险的集中爆发而感受切肤之痛。

美国次级房屋抵押贷款供给者在过去经济复苏强劲、资产价格攀升的市场激励下，以降低放贷门槛为手段挖掘消费者购房潜力，拓宽自身盈利空间，这种透支风险的发展模式最终受到了市场的惩罚。自2007年初开始，违约率的不断上升就拉响了次级房屋抵押贷款市场的危机警报，由于深层问题的积累和监管当局的忽视，这场次级房屋抵押贷款风波迅速由单一市场波及多重市场，由单一国家传至世界各国，由金融领域深入实体经济，逐渐升级为对国际金融稳定、世界经济增长造成较大负面影响的一次冲击。

次贷风波以连锁反应的形式迅速蔓延。首先，美国金融机构受损。经营次级房屋抵押贷款的美国金融机构接连遭遇生存危机，而持有次级抵押贷款证券化金融衍生产品的金融机构也受到牵连。2007年7月，穆迪投资者服务公司和标准普尔公司宣布降低对次级抵押贷款债券的信用评级，持有这些衍生产品的共同基金、对冲基金、大型银行与保险公

司损失惨重。紧接着，次贷风波波及欧洲金融机构。由于信心缺失导致的“信贷紧缩”（Credit Crunch）在全球货币市场迅速扩散，英国北岩银行于2007年9月14日、15日和17日发生了挤兑事件，这是1866年以来英国的银行首次出现挤兑，也是次贷风波影响欧洲市场的标志性事件。受次贷风波影响，2007年第四季度以来不断有实力雄厚的欧美金融机构报出巨额亏损。

次贷风波在蔓延过程中给全球股市带来了巨大震荡：在2007年7月下旬至8月中旬的三周时间里，纳斯达克指数下跌近10%，标准普尔500和道琼斯指数的跌幅分别超过9%和8%，法国CAC40指数下跌13%，英国富时100指数下跌11.7%，德国DAX指数下跌9%；2008年1月21日，由于美国政府的经济刺激计划并未能让市场满意，全球股市集体遭遇“黑色星期一”。

随着金融震荡的加剧，次贷风波对实体经济的影响也不断显现。2008年1月30日，美国公布了2007年第四季度各项经济数据，GDP增幅仅为0.6%，不仅远低于2007年第三季度的4.9%和第二季度的3.8%，还低于此前经济学家1.2%的预期中值。2007年以前美国季度GDP增幅最后一次低于1%还是发生在五年前。从年度数据看，2007年美国实际GDP为11.5673万亿美元，较2006年的11.3194万亿美元小幅增长2.2%，增幅低于2006年的2.9%、2005年的3.1%、2004年的3.6%和2003年的2.5%，创下五年来的最低年度GDP增幅。在GDP增长大幅放缓的同时，美国三大经济增长引擎的季度数据也非常黯淡：消费增长从2007年第三季度的2.8%回落至第四季度的2%，投资增长从第三季度的5%大幅跌至第四季度的-10.2%，出口增长也从第三季度的19.1%回落至第四季度的3.9%。

次贷风波超乎预期的冲击力引发了市场恐慌，美国经济“衰退论”大量涌现，美联储前主席格林斯潘先生认为美国经济陷入衰退的可能性高于50%，而投资大师巴菲特先生甚至认为美国经济已经陷入衰退。这种观点还需时间来证实，但在消费、投资和贸易三大增长发动机不同

程度、不同路径受累于次贷风波的背景下，美国经济周期正在出现转折，明显地由“复苏阶段”进入“放缓阶段”。但鉴于美国经济的结构特征、演化历史和最新变化，是否会进一步进入“衰退阶段”，关键看美国消费是否出现长期萎靡的趋势。

美国 GDP 占了全世界 GDP 的 30% 左右，美国对世界经济增长的影响巨大。尽管亚洲经济发展不可避免地会受到美国次贷风波的影响，但受益于内部需求的强劲、出口导向型发展模式的调整和区域内合作的增强，亚洲新兴市场经济体在 2008 年次贷风波后的持续经济增长仍令人期待。

而作为亚洲新兴市场经济体的代表之一，中国经济在次贷风波中依旧保持了稳定快速增长的态势，2007 年 11.4% 的 GDP 增长率令人振奋。但不可否认的是，中国不可能在这场风波中独善其身，次贷风波对中国经济的影响将主要通过金融市场、贸易和外汇储备这三个渠道进行传导。次贷风波已经对中国金融市场和金融机构带来一定的负面影响，中国金融机构持有少量的美国次级债，形成了一定的损失，而它对中国宏观经济及金融市场的后续影响也有可能显现：美国消费需求的下降将有可能影响全球及中国的出口甚至是投资增长；次贷风波引发的流动性变化可能会继续引发中国资本市场的波动；美元的持续下跌导致国际石油等大宗商品价格的持续上涨，原材料价格上涨对以进出口加工为主的中国外向型企业的盈利将带来较大的影响，同时原材料价格上升也将通过传导机制增加中国目前的通货膨胀压力；中国宏观调控面临的形势更为复杂，难度也明显加大。

但实事求是地看，由于中美两国经济结构明显不同，次贷风波对中国的影响扩大化缺乏经济基础。首先，中美储蓄率差距较大。美国居民储蓄率长期以来均处于极低水平。1980 年以来，美国的个人储蓄率呈现明显的阶段性下降：20 世纪 80 年代平均为 10%；90 年代逐渐下降为 5% 左右；2000 年以来，居民储蓄率继续下降，近三年已经降低到约 2.5%，2004 年甚至出现过负储蓄率的情况。低储蓄率及负债消费和投

资使得美国居民应对风险的能力较低，这也是次贷风波中居民无法偿还银行贷款的根本原因之一。而中国居民储蓄率高达40%以上，高储蓄率使得居民抵抗风险的能力较强。

其次，尽管中国经济对出口的依存度仍然较高，但内需的推动日益成为中国经济发展的主要动力，这将对次贷风波带来的负面影响形成有效“缓冲”。据国家统计局数据，2007年，中国消费对GDP的贡献7年来首次超过投资。在2007年11.4%的GDP增长中，有2.7个百分点是由出口贡献的，4.3个百分点是由投资贡献的，剩余4.4个百分点都是由消费贡献的。

最后，由于中国资本项目尚不能完全自由可兑换，因此次贷风波向中国的扩散和传染还缺乏顺畅的资本渠道。此外，中国经济近年来的良好走势和取得的诸多成果也大大增强了其抵抗风险的能力。

对于中资商业银行来说，由于其持有的美国次级债数量较小，占整体资产的比率较低，且均为信用等级相对较高的债券，同时中资银行为应对可能的损失提取的拨备较为充足，因此次级债损失对中资银行的整体盈利和全面发展影响较小。然而，重要的是，作为银行从业人员，我们更应该从这次次贷风波中看到经验和教训。

第一，要防范国际市场变化带来的外部风险。次贷风波很可能导致美国贸易壁垒的增强，结合出口退税政策的新变化，中国外贸企业，特别是以加工贸易为主的中小外贸企业将面临发展压力，由此类风险造成的不良贷款有可能反弹。

第二，要加强对资产价格高企的市场的关注。次贷风波表明，在资产价格高企的环境中，信贷风险不断积累，如果没有对市场趋冷的提前预测和策略调整，金融机构可能将遭受风险突然爆发的较大影响。中资银行应加强对中国资产价格变动的趋势预测，为可能出现的资产市场变化做好事前准备。

第三，要加强征信系统建设和有效客户区分。受益于市场化手段在不同产品和服务间设置的风险隔离带，次贷风波的风险传染受到了一定

抑制。因此，加强风险过滤机制建设十分必要，通过进一步完善客户细分技术，并在此基础上研发结构化住房信贷产品，中资银行将能够通过自我创新最小化风险的预期损失。

第四，要加强在流动性过剩背景中的业务发展稳健性。次贷风波中欧美银行忽视风险，扩张过快，给其可持续发展埋下了隐患。在经济增长模式转型深入开展，节能减排深入推进，房地产市场、股票市场价格不断升高的金融背景下，中资银行更应进一步保持和增强稳健发展理念，大力推广绿色信贷，在稳健扩张中保持长期的可持续发展。

第五，要强化“风险观”。经济增长周期繁荣阶段的风险偏好增强虽然会带来盈利性的提高，但却会在经济增长周期下行阶段导致风险的爆发。对于金融机构而言，风险和收益总是同向变化的，过度追求短期利益可能潜伏更巨大的风险。在中国经济增长长期处于高水平的背景下，中资银行要格外重视对风险和收益的科学权衡和合理匹配，在业务创新和企业经营中都时刻保持风险意识。

第六，要关注美国以外尤其是新兴市场经济体金融市场的发展。目前，美国以债券及其衍生品为主的金融市场在全球金融市场中处于主体地位。据有关统计显示，美国债券市场占有全球债券市场的份额超过了三分之二，市场发达，流动性强。各国金融机构投资过分依赖于美国金融市场，风险过于集中，从而在这次次贷风波中遭受了巨大损失。因此，有必要关注美国以外的金融市场，尤其是新兴市场经济体金融市场的发展，逐渐摆脱过分依赖美国债券市场、风险过度集中的局面。新兴市场国家经济经过多年的快速发展，已经具备相当水平的经济基础，既有庞大的资金供给，也有很大的资金需求，可逐步加大对这些市场的投资。

由于次贷风波还在演化之中，在本书完稿时，在印刷发行时，甚至昨天、今天和明天，又有最新的次贷危机的爆炸性新闻公布，人们的认识还在逐步深化中……

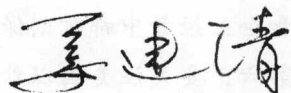
总之，次贷风波作为 21 世纪至今最引人瞩目的金融事件已经给世

界经济和国际金融带来了深远影响，这场危机使人们产生了许多疑惑：次贷风波究竟源于何处？走向何方？影响几何？世界经济又将何去何从？中国经济又能获得什么深刻的启示？

《次贷风波启示录》一书就是系统解答这些疑惑的一种尝试。本书在广泛借鉴、融合国内外现有相关研究成果的基础上，用清晰的逻辑、朴实的行文、翔实的数据、深入的剖析和谨慎的预测全面系统地研究了次贷风波的起源、爆发、蔓延、走向、影响和启示，并以此形成了独到的判断。

审读历史是为了避免历史的重演，相信本书能够为读者全面了解次贷风波中的风云变幻提供有益的信息和思考。

是为序。



2008年3月于北京

目 录

第一章 美国抵押贷款证券与资产支持证券市场	1
第一节 美国房地产市场概述	2
一、美国房地产市场的组成	2
二、美国房地产行业的演变与发展	8
三、房地产业在美国经济中的地位	16
第二节 美国抵押贷款市场概述	20
一、何谓抵押贷款	20
二、抵押贷款市场的参与者	20
三、可供选择的抵押贷款工具	22
四、市场基本架构	24
五、发展历史、现状与规模、结构	25
第三节 抵押贷款支持证券及其市场概述	28
一、何谓抵押贷款支持证券	28
二、美国抵押贷款支持证券市场的发展	31
第四节 资产支持证券市场	38
一、何谓资产支持证券	38
二、发展历史与现状	38
第五节 影响与效应	43
一、对国民经济的影响与效应	43
二、对金融体系发展的影响与效应	50
第二章 揭开次级抵押贷款及债券的面纱	57
第一节 次级抵押贷款及债券的定义和特点	58

一、次级抵押贷款及其证券化的背景	58
二、次级抵押贷款的定义及特点	58
三、次级抵押贷款债券及其市场特点	65
第二节 美国次级抵押贷款及债券的快速发展	68
一、美国系列宏观调控措施促使次贷市场快速发展	68
二、各方市场参与主体促使美国次债市场快速发展	72
第三节 次级抵押贷款及债券的结构和规模	74
一、次级抵押贷款市场规模及增长速度	75
二、次级债市场规模与 HEL - ABS 的市场规模与增长速度	77
三、以次级抵押贷款为支持的 CDO 的规模与结构	78
四、次级抵押贷款及债券市场的损失水平	81
第三章 次级抵押贷款债券的运作	85
第一节 次级抵押贷款债券运作的基本框架	86
一、基本运作框架	86
二、业务流程与主要参与者	87
第二节 次级抵押贷款债券市场运作结构	91
一、概况	91
二、初级证券化产品市场——次级 RMBS 市场	92
三、次级 RMBS 衍生证券市场	94
四、高级衍生产品 CDO 市场	96
第三节 次级抵押贷款债券运作中的风险	100
一、风险类别与特性	100
二、风险转移和扩散机制	105
第四章 偶然中的必然：风波探源	107
第一节 风波从何而来	108
一、美国房地产泡沫为次贷风波埋下种子	108
二、次级抵押贷款审核标准的放松推动次贷市场非理性扩张	113
三、法律约束、监管机制、信用评级体系等制度缺陷 对危机的产生负有不可推卸的责任	117
第二节 点燃风波的导火索	121
一、加息周期下的房地产市场泡沫破裂	121

二、房地产市场的风险暴露迅速传染至次贷市场	124
三、案例：一个美国“炒楼客”的成败录	126
第三节 风波初现	129
一、新世纪金融公司坠入危机	130
二、Countrywide：另一个奇迹的诞生与破灭	134
三、贝尔斯登深陷泥潭	138
第五章 次贷风波在震荡中扩散	143
第一节 风波的增强和蔓延	144
一、大量次级债供应商纷纷倒闭或申请破产保护	144
二、持有次级抵押贷款证券化金融衍生产品的对冲基金和 投资银行宣布停止赎回或濒临解散	147
三、商业银行、保险公司和养老基金等金融机构面临损失	150
四、市场心理的变化导致金融市场动荡加剧	154
五、机构投资者对流动性的预防性需求增加，市场流动性 趋紧，形成信用紧缩的局面	157
六、美国次贷风波开始侵入实体经济	159
第二节 蔓延的原因	162
一、次贷证券化导致信用风险由房地产金融机构向资本 市场传递并放大了风险	163
二、金融机构的混业经营和国际化路径使得次贷风波向 全球蔓延	164
三、美国监管当局对形势的错判导致次贷风波在初期 没有引起足够重视	165
四、市场恐慌情绪加速风波的蔓延	167
第三节 管理当局的应对措施	168
一、各国中央银行通过金融手段应对次贷风波	168
二、美国政府推出次级房贷解困计划和经济刺激方案	171
三、美国其他部门陆续采取措施，缓解次级房屋贷款的压力	172
第六章 次贷风波中的美国房地产	173
第一节 次贷助推美国房地产的繁荣	174
一、近20年美国房地产市场发展状况	174

二、房地产市场与次贷互相推动，共同发展·····	178
三、房地产市场中的房贷公司·····	186
第二节 次贷风波对房地产的影响·····	187
一、风波中的次级贷款借款人：破碎的美梦·····	187
二、风波中的房地产金融机构：倾覆的大厦·····	192
三、风波中的房地产开发商：下滑的过山车·····	195
四、风波中的房地产经纪人：波涛中的扁舟·····	198
第三节 房地产会陷入危机吗·····	201
一、各家说法·····	201
二、美国房地产市场未来走势分析·····	203
第七章 次贷风波中的美国银行业·····	211
第一节 美国银行业警报频传·····	212
一、次贷提供商破产，美国银行业遭遇集体噩梦·····	212
二、案例：美林集团拉响华尔街警报·····	214
三、花旗：百年老店失足次贷·····	216
四、美国银行业哀鸿遍野·····	221
五、次贷风波中的幸运者·····	223
第二节 风波如何波及银行业·····	224
一、背景：激进扩张自食苦果·····	224
二、导火索：深度介入金融衍生品市场·····	226
三、过度依赖外部评级和缺乏预警机制·····	227
第三节 银行的自救行动·····	230
一、银行业风云突变，各大银行力求自保·····	230
二、800亿美元后备基金计划无疾而终·····	231
三、美国银行业痛定思痛·····	232
第四节 次贷风波对美国银行业的影响·····	234
一、次贷风波与历次金融危机的比较·····	234
二、美国银行业能站稳脚跟吗·····	237
三、银行业的重组与新兴市场的新机遇·····	240
第八章 次贷风波中的美国股市·····	245
第一节 美国近年股市发展趋势·····	246

一、2003年以来美国股市走势分析	246
二、近年来支撑美国股市走强的主要因素分析	249
第二节 次贷风波引发股市震荡	250
一、次贷风波对美国股市形成三次较大的冲击波	251
二、金融股在次贷风波中首当其冲	255
第三节 评估与展望	259
一、次贷风波对美股的影响将延续到何时	259
二、次贷风波引发的股市动荡会否演化为“股灾”	260
三、次贷风波是否会引发全球性的金融危机	261
第九章 次贷风波在全球的蔓延	263
第一节 次贷风波对欧盟经济的影响	264
一、近年来欧元区经济发展态势分析	264
二、次贷风波对欧洲银行业和股票市场的影响	269
三、次贷风波对欧洲实体经济的影响	280
第二节 次贷风波对日本经济的影响	285
一、次贷风波对日本金融业的影响	285
二、次贷风波对日本实体经济的影响	288
第三节 次贷风波对新兴市场经济的影响	293
一、新兴市场仍将成为推动全球经济增长的支点	293
二、新兴市场亦将经受美国次贷风波的冲击	294
三、次贷风波对各新兴市场国家的影响分析	296
第四节 次贷风波对中国经济的影响	300
一、次贷风波对中国股市的影响	300
二、次贷风波对中国银行业的影响	302
三、次贷风波对中国进出口贸易的影响	304
四、次贷风波对中国对外投资的影响	305
第十章 次贷风波还会走多远	307
第一节 次贷风波的因素变化分析	308
一、因素一：房地产市场	308
二、因素二：次级债市场	312
三、因素三：评级中介机构	315

四、因素四：经济基本面·····	318
第二节 次贷风波的调控政策效应评估·····	320
一、次贷风波中的政策调控·····	320
二、政策调控缓解货币市场信贷紧缩的效应评估·····	321
三、政策调控缓解实体经济负面影响的效应评估·····	323
四、政策调控的负面效应·····	327
第三节 下一步走势的判断·····	332
一、次贷风波会进一步恶化吗·····	332
二、次贷风波会变成金融危机吗·····	333
三、我们的综合判断·····	338
第十一章 次贷风波的影响有多大·····	339
第一节 次贷风波会使美国经济出现转折吗·····	340
一、次贷风波对美国消费增长的影响·····	340
二、次贷风波对美国投资增长的影响·····	350
三、次贷风波对美国贸易发展的影响·····	359
四、次贷风波对美国经济的整体影响·····	368
第二节 次贷风波中的世界经济将走向何方·····	373
一、次贷风波拖累世界经济增长·····	373
二、次贷风波加大全球通货膨胀压力·····	385
三、次贷风波引发国际货币体系初步紊乱·····	389
第三节 次贷风波对中国下一步经济金融走势的影响判断·····	396
一、次贷风波对中国经济的总体影响预测·····	396
二、资金的跨境流动对中国境内流动性的冲击·····	398
三、对中国股票市场和房地产市场走势的影响判断·····	399
四、对中国外贸走势的影响判断·····	400
五、对中国金融机构运行的影响判断·····	402
六、对人民币汇率和外汇储备走势的影响判断·····	403
七、次贷风波对中国宏观政策走势的影响判断·····	404
第十二章 次贷风波启示录·····	405
第一节 金融创新与风险管理·····	406
一、金融创新挑战银行风险管理能力·····	406

二、金融创新为商业银行全面风险管理提供了有效途径·····	408
三、吸取次贷教训，稳步推进金融创新·····	408
四、构建纳入金融创新业务的全面风险管理体系·····	412
第二节 预警机制与危机管理·····	414
一、构筑科学准确的银行风险预警机制·····	414
二、确立全面及时的银行危机管理体系·····	422
三、形成完善的银行投资者关系管理机制·····	424
第三节 国际化经营的机遇与挑战·····	425
一、国际化经营中面临的机遇·····	426
二、国际化经营中面临的挑战·····	428
第四节 宏观调控与监管责任·····	430
一、对次贷风波的政策干预的总体评价·····	430
二、政府有义务通过宏观调控和改善监管来防范风险·····	431
三、政府应积极审慎推动金融创新，改善信息披露， 防范金融衍生工具风险·····	432
四、政府应通过宏观调控手段防范市场大起大落， 宏观调控政策应注重对危机的预防·····	433
五、政府应加强金融市场基础设施建设·····	434
六、应加强金融监管和宏观调控政策的全球协调， 建立促进全球金融稳定的协调机制·····	435
参考文献·····	437
后记·····	446