

A SIMULTANEOUS ANALYSIS OF  
SUBPRIME CRISIS  
THE RESEARCH REPORTS FROM GROUND ZERO

# 次贷危机 同步解析

来自|风|暴|前|沿|的|研|究|报|告

● 黎晓静 主编

惊心动魄的过程直叙  
扣人心弦的事件 因果的理论透析  
入木三分的对策及经验教训的详述  
不可多得的来自一线的次贷危机研究成果



中国金融出版社

F837.124  
L111

# 次贷危机同步解析

——来自风暴前沿的研究报告

黎晓静 主编

F837.124

L111



中国金融出版社

责任编辑：张哲强

责任校对：潘洁

责任印制：程颖

## 图书在版编目 (CIP) 数据

次贷危机同步解析——来自风暴前沿的研究报告 (Cidai Weiji Tongbu Jiexi: Laizi Fengbao Qianyan de Yanjiu Baogao) / 黎晓静主编. —北京: 中国金融出版社, 2009. 11

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5295 - 0

I. 次… II. 黎… III. 房地产—抵押贷款—信用危机—研究—世界  
IV. F831

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2009) 第 187626 号

出版 **中国金融出版社**  
发行

社址 北京市丰台区益泽路 2 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 100071

经销 新华书店

印刷 北京市松源印刷有限公司

尺寸 169 毫米×239 毫米

印张 26.25

字数 480 千

版次 2009 年 11 月第 1 版

印次 2009 年 11 月第 1 次印刷

定价 48.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5295 - 0/F.4855

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010) 63263947

## 序

自 2007 年 4 月以来，次贷危机以惊人的速度蔓延，其广度和深度一次又一次地超越经济学家及市场人士的预期，市场动荡从局部蔓延到整体，从美国迅速扩展到全球，最后形成一场涉及全球金融及实体经济领域的系统性大危机。

从实质上来看，次贷危机与历史上历次金融危机有着惊人的相似之处，其发展过程同样表现为：信贷风险演变为市场风险和流动性风险，最后导致金融危机和经济危机，但是，此次危机对于国际金融机构的影响程度可谓前所未见，尤其是对美国银行业产生了深远的影响，导致银行业运行机制的重大调整。与此同时，次贷危机对全球经济的冲击则更为迅猛而深刻，导致大范围、长周期的经济衰退。

时至今日，尽管金融市场的动荡幅度有所收敛，但是，多数金融机构仍然认为这次金融危机导致的经济衰退将比以往的更深更长。可以预期，全球金融危机造成的影响将会延续更长时间。

作为国内银行业进军美国金融市场的先行者，危机伊始，我们率先感受到金融市场动荡的风雨冲击，尤其是 2008 年 9 月全球性金融动荡总爆发后，金融市场的不确定性攀升到了史无前例的高度，几乎所有金融机构不约而同地采取了停止交易的一致行动，在观望中等待市场信心的恢复。

面对云谲波诡、险象环生的外部运行环境，我们把跟踪次贷危机的发展、关注金融市场动向、分析实体经济变化趋势及其可能的影响、及时调整自身的经营策略和业务发展的方向作为一项核心工作，专门组织力量对次贷危机进行了同步跟踪研究，就金融市场突发事件进行即时的分析，提出具有很强的时效性和针对性的研究报告和建议。过去两年来，我们共完成了数十篇专题研究报告，内容涉及次贷危机发生、发展及国际金融市场结构趋势等诸多方面，可以说，我们的研究见证了次贷危机迄今为止的全过程。应中国金融出版社的邀请，我们把部分研究报告汇集起来，整理出版，希望能够为国内的次贷危机研究提供一个新的视角和一些鲜活的现场分析资料。

本书共分七章。第一章全面总结次贷危机的基本特征，概括论述美国金融监管当局的危机管理措施及其政策效果，并在此基础上就危机的发展前景及可能的影响作出了基本的判断。

第二章对贝尔斯登、房利美和房地美及 AIG 等次贷危机中的代表性机构和标志性事件进行了现场剖析，作为市场动态分析的主要内容，分析和概括了从次贷危机到全球金融动荡的发展过程。

第三章根据美国相关经济指标的变化，对美国经济衰退的过程及影响进行了深入分析，探讨了美国经济衰退走向萧条或长期停滞的可能性，以及控制通货紧缩、泰勒规则在美联储公开市场操作中的作用等内容。

第四章分析了次贷危机所暴露出来的系统性风险的危害及金融监管在控制系统性风险方面存在的不足，论述了系统性风险定性和定量分析的方法，为金融业和监管者建立防范系统性风险的框架和方案提供对策建议，以利于读者重新认识系统性风险的特性、衡量和防范。

第五章针对美国次贷危机是房屋市场、金融市场和宏观经济三个领域危机同时出现并形成互相依赖和制约的环链的现实，从房屋抵押贷款市场的角度分析次级抵押贷款危机产生的影响，并探讨了银行业房贷等长期资产业务的顺周期模式问题，分析了经济及房屋市场周期波动性对银行业系统性风险以及银行在系统性风险中脆弱性的影响，提出逆向周期发展的建议。

第六章在对雷曼兄弟、花旗集团等进行案例剖析的基础上，分析了次贷危机爆发后美国银行业筹资潮的缘由及发展，进一步证明了银行业资本金水平在不利的市场环境下的重要作用。同时，本章还对次贷危机中不同业绩银行在业务组合和发展模式上的差异性典型案例进行了比较分析，论证业务组合和发展模式与银行可持续稳定增长之间的关系。最后，系统介绍了美国银行监管机构对大型银行控股公司进行前瞻性资本评估时所采用的方法，以及压力测试的结果。

第七章侧重论述次贷危机对国际金融体系及银行业未来发展的影响，内容涵盖对于银行业表内和表外业务发展模式、投资银行沉浮变化、银行业混业经营、全球银行业风险管理能力、风险衡量系统以及创新金融产品的风险衡量等诸多方面。本章还以比较大的篇幅重点讨论了次贷危机后的美元汇率问题，认为次贷危机导致“去美元化”进程加剧，随着全球经济和金融格局的不断变化，预计美元币值的长期走势会下降。建议积极管理和使用外汇储备资金，在短期内，注意调整国债的期限结构，通过保持流动性为外汇储备存量的长期结构调整作好战略准备。同时，对现有外汇储备投入的币种进行调整，实现币种的多元化摆布。在更长的时间段内，则应努力改变贸易不平衡的局面，建议有效和科学地使用好储备资金，要求美国放松高科技产品禁售，扩大对高科技产品和技术的进口，以获得更多关键技术；提升中国出口产品档次和技术含量，实现中国出口产品的升级换代和结构转型，改变长期依赖低附加值劳动密集型产品出口的格局。此外，我国应该致力于推进汇率

改革，提升人民币的国际地位，加大人民币资本输出力度和加快人民币区域化和国际化步伐。在对美贸易中积极推行美元和人民币“50% + 50%”的结算政策，以对冲美元贬值的风险。从资产安全性的角度考虑，对中国政府在美国的美元资产可尽量交由中资国有银行管理和托管，避免主权风险和必要的政治风险。

《次贷危机同步解析——来自风暴前沿的研究报告》一书是集体智慧的结晶。我和鄂志寰策划了本书的思路和主体框架，提出了具体的写作提纲。本书执笔人：第一章：黄小军、陆晓明、吴晓晖、鄂志寰、恽伟荣；第二章：吴晓晖、恽伟荣；第三章：黄小军、陆晓明、吴晓晖；第四章：陆晓明；第五章：黄小军、陆晓明；第六章：黄小军、陆晓明、吴晓晖、恽伟荣；第七章：黎晓静、黄小军、陆晓明、吴晓晖。

作为次贷危机及全球金融动荡的同步解析，本书主要由对于次贷危机中的突发事件进行即时分析的研究报告组成，提出的观点和分析难免受到当时信息有限及作者本人认识不够深入的局限，尤其是在当时市场条件下进行的一些预测，如果以今天所掌握的信息来看，可能有失偏颇，甚至不是很准确。经过讨论，我们决定把这些瑕疵保留下来，一方面可以保持研究报告原文的完整性，另一方面，则希望这些鲜活的现场分析资料能够帮助读者身临其境地感受危机现场的紧张气氛，更好地理解我们在次贷危机各个发展阶段研究的不同视角和独到的分析方法。当然，对于可能出现的错误和遗漏，还请各位读者提出宝贵意见。

本书以我们自次贷危机爆发以来所撰写的调查研究报告为基础，参阅了国内外大量的文献资料，并借鉴了国内外同行的研究成果，在此一并致谢。

黎晓静

二〇〇九年六月



# 目 录

|                                            |     |
|--------------------------------------------|-----|
| 第一章 次贷危机的特征及前景 .....                       | 1   |
| 对美国次贷危机深层思考 .....                          | 1   |
| 美国次贷危机影响的深度、广度和长度分析 .....                  | 15  |
| 从金融产品异化角度解析次贷危机 .....                      | 37  |
| 全球金融动荡的新特征与新发展 .....                       | 46  |
| 第二章 次贷危机动态分析 .....                         | 63  |
| “贝尔斯登对冲基金事件”回顾和分析 .....                    | 63  |
| 动用应急信贷额度 CIT 集团在生死线上挣扎 .....               | 71  |
| “房利美和房地美危机”简要回顾和分析 .....                   | 75  |
| 美国政府被迫第四次出手拯救 AIG .....                    | 79  |
| 美联储将基准利率下调至历史最低水平 .....                    | 85  |
| 美国运通预警 次贷危机波及信用卡行业 .....                   | 89  |
| 美联储紧急降息 防止股市崩盘和经济衰退 .....                  | 92  |
| 全球央行紧急降息 联手遏制金融危机 .....                    | 94  |
| 美国联邦监管当局就次贷问题发表声明 .....                    | 96  |
| 第三章 次贷危机引发经济衰退 .....                       | 100 |
| 就业形势加剧恶化 美国经济将进一步陷入衰退 .....                | 100 |
| 就业数据加重美国经济进入衰退的担忧 .....                    | 103 |
| 美国经济滑入衰退边缘 新兴市场脱钩理论面临挑战 .....              | 107 |
| 经济衰退预警系统在次贷危机中的应用 .....                    | 109 |
| 从次贷危机反思泰勒规则在美联储公开市场操作中的作用 .....            | 122 |
| 控制通货紧缩是遏止当前美国经济衰退向萧条或长期停滞转化的关键<br>因素 ..... | 135 |
| 美国新政府财政刺激方案评估 .....                        | 146 |
| 经济衰退周期数据中的绿芽萌生和二阶导数 .....                  | 155 |
| 第四章 次贷危机与系统性金融风险 .....                     | 169 |
| 系统性金融风险的特性、衡量和防范对策 .....                   | 169 |



|                                               |            |
|-----------------------------------------------|------------|
| 透过次贷危机研究金融危机预测指标体系 .....                      | 182        |
| <b>第五章 次贷危机与房贷市场 .....</b>                    | <b>198</b> |
| 次级抵押贷款危机对美国房屋抵押贷款市场的影响 .....                  | 198        |
| 银行住房贷款逆周期发展模式探讨 .....                         | 205        |
| 美国房屋市场衰退的延续和终结 .....                          | 217        |
| 次贷金融风暴以来的商业不动产市场走势分析 .....                    | 229        |
| 美国由政府支持的房贷证券化系统实证评估——经验教训以及对中国的借<br>鉴意义 ..... | 235        |
| 美国房贷证券化产品实证评估——功能、风险特征和发展前景 .....             | 255        |
| <b>第六章 次贷危机与美国银行业 .....</b>                   | <b>270</b> |
| 次贷危机中的美国商业银行筹资潮分析 .....                       | 270        |
| 雷曼兄弟第三季度继续亏损 不得不断臂自救 .....                    | 277        |
| 建筑贷款拖欠率急剧上升 美国中小型银行面临严峻考验 .....               | 281        |
| 花旗集团的次贷风险暴露分析 .....                           | 290        |
| 浅析摩根士丹利和高盛转制为银行控股公司 .....                     | 298        |
| 美国次级按揭贷款危机与 CDO .....                         | 305        |
| 美国次贷危机中业绩优异银行的业务组合和发展模式分析 .....               | 310        |
| 美国银行业压力测试的技术细节、要求和结果介绍 .....                  | 325        |
| <b>第七章 次贷危机与银行业的未来 .....</b>                  | <b>331</b> |
| 美元汇率的趋势探讨和对策建议 .....                          | 331        |
| 次贷危机中对银行业未来发展的反思 .....                        | 350        |
| 次贷危机对银行业风险衡量系统的挑战 .....                       | 365        |
| 银行业市场风险 VaR 模型运用的发展、挑战和实践 .....               | 378        |
| 关于银行业资本充足标准的反思 .....                          | 389        |
| 新巴塞尔协议应对次贷危机挑战的最新进展——银行交易账户监管资本<br>要求 .....   | 401        |



# 第一章 次贷危机的特征及前景

## 对美国次贷危机深层思考

### 一、次贷危机的特征分析

自2007年次贷危机在8月份因积聚动能一波接一波冲击美国经济以来，我们一直关注和监视着事态的发展。我们发现这次次级房屋按揭贷款所引发的危机迄今为止至少有以下几个特征：

特征之一：一级市场的次贷危机最终演变为二级市场的次级债危机。次贷危机本身对美国实体经济和银行业的影响缓慢而幅微；而次级债危机对经济和银行业的冲击则迅猛而深刻。

特征之二：二级市场的次级债危机以无序性的骨牌效应表现方式令金融市场面临无休止的揣摩不定之中。从实质上来看，此次次贷（债）危机与历史上以金融业为主导的危机略有惊人相似之处：即从信贷风险演变为市场和流动性风险乃至危机；此次危机所涉及的金融机构的种类可谓史无前例。

特征之三：次级债危机暴露出贷款这类非流通性产品在证券化过程或金融创新过程中的天然缺陷：模型定价代替市场定价；市场环境的变更使价格在盯模与盯市之间产生了落差。

下面对各特征进行逐一分析。

特征之一：一级市场的次贷危机演变为二级市场的次级债危机。次贷危机本身对美国实体经济和银行业的影响缓慢而有限；而次级债危机对经济和银行业的冲击则迅猛而剧烈。

美国自2007年凸显并不断加剧的次级按揭贷款危机首先表现在一级发放市场上出现借贷人的违约现象。具体表现为：个人信用评分在620分以下借款人由于美国房市突然下跌，月贷款支付负担急增，随之出现拖欠或违约的情况。如果按照历史惯例，违约本身的负面影响往往只会表现为单维度：即由次贷发放机构提呆—催收—核呆。直接的影响也十分单纯：对发贷机构的当期盈利/资本金予以冲减。从风险的角度论只能算是非系统性风险。实际上，自美国次贷危机2005年开始萌芽到爆发以来，人们不断地反复争论同一

问题：这场由居民次级按揭贷款所引发的危机是否仅限于这一狭小领域？是否会扩散到美国整个经济实体之中？

对于上述问题贴切的回答是：这一扩散过程的确酝酿了超出常人所预料的时间。从下面两个图的对比中不难发现，居民房屋市场由于利率的提升和信贷的收紧已经在 2006 年及 2007 年出现大幅下滑，然而美国实体经济 GDP 的增长在 2006 年和 2007 年几乎没有出现连续两个季度低于 2% 的增长速度。这一情形仅在 2007 年底出现逆转——目前绝大多数市场经济学家预计 2008 年第一季度美国经济 GDP 增长在 -1% ~ 1% 之间。如果这一情景出现，可以说居民房屋市场的疲软以及此次次贷危机的影响终于全面地扩散到美国实体经济之中。

同时我们不难看出这一扩散在时间上是突发式的——是在 2007 年连续两个季度 GDP 增长 3% 以上以后才出现。这一突然质变过程与次贷危机从一级市场演变为二级次级债危机则是紧密关联的。

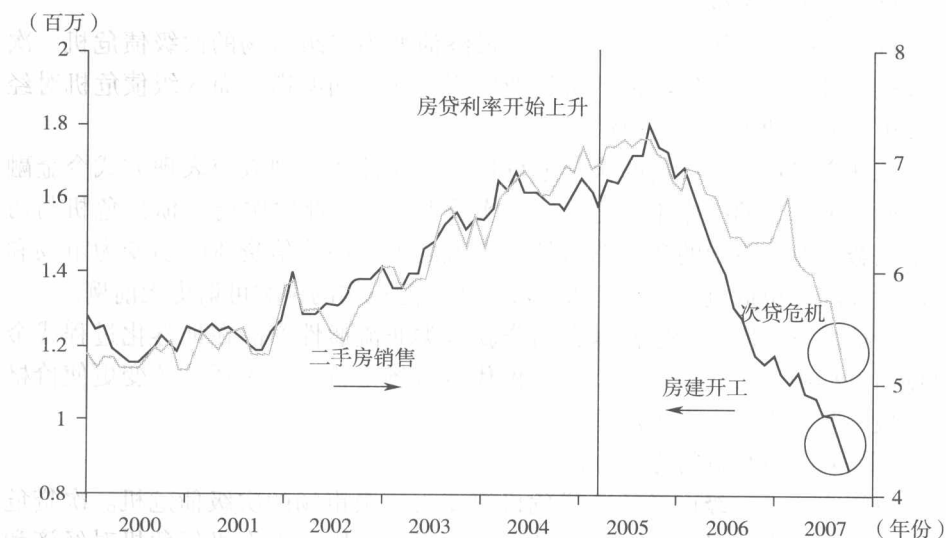
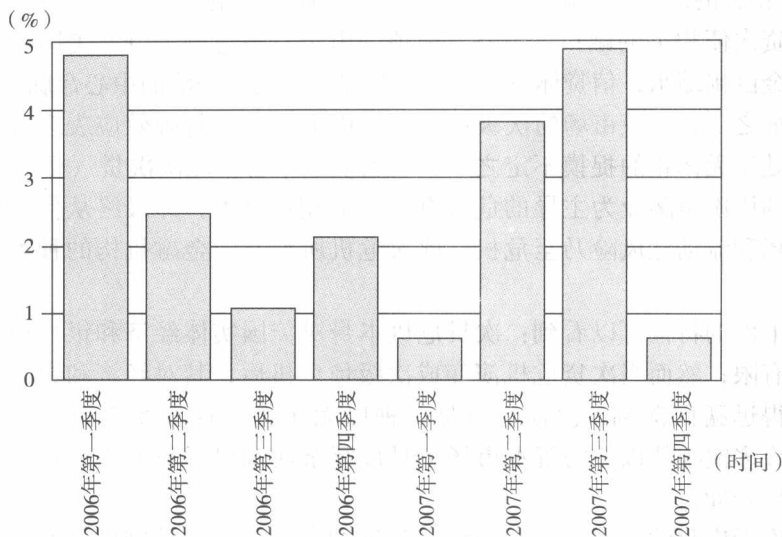


图 1-1 房贷一级市场和二级市场在次贷危机中的关系

如果单纯从次贷在整个居民按揭抵押贷款余额的比重来看，次贷比重仅占 14%，接近次贷的 ALT-A 贷款仅有 4%；然而这一比重本身却掩盖了次贷按揭贷款在近几年的急剧增长这一事实——从 2001 年的 9% 的比重到现在的 14%！这一比重更掩盖了不为常人所知的隐藏其后的次贷发动机制——抵押贷款的证券化的蔓延。

由于住房按揭支持债券 (RMBS) 的存在，任何贷款机构在对不良信用评



资料来源：穆迪，www.Economy.com。

图 1-2 美国 GDP 增长率

级的个人贷款后无须置于其资产负债表内，而只需转手卖给 RMBS 的投资者。RMBS 本身又由两部分组成。一部分是由半政府机构联邦国家房屋贷款协会（Fannie Mae）和联邦住房贷款抵押公司（Freddie Mac）发行，这一部分所涉及的证券化载体本身大都为非次贷；另一部分则由非政府机构发行，其所涉及的证券化载体多为次贷。这一部分也是近些年金融创新产品抵押债务权益（CDO）重点覆盖的部分。

CDO 的本质是通过金融创新从而将非政府机构发行的 RMBS 的风险分档卖给不同风险偏好的投资者。而投资者对 CDO 的信心完全取决于投资者对 CDO 背后的计量模型对次贷风险的衡量。由于 2001—2006 年房市一直向上，CDO 产品在定价时只需盯模（Mark to Model）而无须盯市（Mark to Market）。这种理想状态又进一步刺激了各类非政府机构发行的 RMBS 的长足发展和 CDO 市场的极度膨胀，形成了 CDO、CDO 的平方、CDO 立方、CDO<sub>n</sub> 次方等。值得指出的是由于美国的评级机构对这些再分层的 CDO 的高层给予 A~AAA 级别的信用级别，使得定价体系出现过分依赖于模型的混乱局面。而当一级市场次贷抵押品违约从而使其信用级别被降级时，依赖于模型的多层 CDO 定价体系突然出现崩溃，使得所有 CDO 的盯市价格大幅下跌，原本通过分层包装出来的高级别 CDO 产品也成为不值钱的垃圾。一级市场的次贷危机从而演变成二级市场的次级债危机。

而二级市场的次级债危机真正是从 2007 年最后一个季度贝尔斯登的两只



与 CDO 相关的对冲基金破产开始，并促使所有商业银行、投资银行纷纷公布其与次贷次债相关的敞口、拨备、减值。由于亏损急剧上升，美国金融行业的资本金巨幅缩水，信贷体系进一步收紧并直击美国经济的中心命脉。

特征之二：二级市场的次级债危机又以无序性的骨牌效应表现方式令金融市场处于无休止的捉摸不定之中。从实质上来看，此次次贷（债）危机与历史上的历次金融业为主导的危机有惊人的相似之处：即最终从信贷风险演变为市场和流动性风险乃至危机；此次危机所涉及的金融机构的种类可谓史无前例。

从上面的特征可以看到：次贷危机本身对美国实体经济和银行业的影响缓慢而有限；然而当次贷危机演变成次级债危机后，其对经济和银行业的冲击则显得迅猛而深刻，次债危机是一种以无序化的骨牌效应的方式来展现的——许多次级债以外的资本市场工具以复杂而难以意料的方式对整个金融体系产生着冲击。

此次无序化的骨牌效应与历史上传统的金融工具的单维度违约不同，这次危机通过资本市场价格的变动与银行资产负债表、表外工具盯市之间的紧密联系产生了多维度的关联效应。其结果不仅造成了银行流动性告急而且造成资本市场内在稳定性的流动性危机。例如投资特殊投资载体（SIV）负债方商业票据的投资者没有信心展期。

进而言之，次贷违约所造成的恶果已不仅仅由次贷的原始放贷者独吞，与这些次贷相关的现金流已散布于各类结构性金融产品之中：从 RMBS 到 CDO、CDO 的平方，乃至 CDO<sub>n</sub> 次方。这种扩散本身反映出次贷问题的波及面之广。由于 CDO 下面的抵押品违约率急升，导致相关 CDO 的价值大幅缩水，引发投资者对相关 CDO 的全面挤兑，加上 2007 年 7 月，几家信用评级机构开始对次贷抵押品进行降级，使得投资者开始重新对作为抵押品的资产支持证券（ABS）进行估值。这种重新估值风波使全球各国与美国次贷相关的金融机构敞口暴露出来。特别是隐藏在表外的 SIV 逐一暴露。而 SIV 的运作模式是通过其资产负债表的借短贷长来进行套利。由于资产方的次贷相关资产价值蒸发，使得其仰赖的短期货币资金市场投资者望而却步，融资展期受阻，流动性告急。除此之外，与次贷关系不大的其他信用产品市场如信用卡和信用违约掉期市场也面临前所未有的压力，进而影响到公司债市场甚至股票市场。

从实质上来看，此次次贷（债）危机与历史上的历次金融业为主导的危机有惊人的相似之处：即最终从信贷风险演变为市场和流动性风险乃至危机。最近，贝尔斯登投资银行几乎濒临倒闭而被摩根大通以超低价收购一事便是信贷风险转化为流动性危机的一个典型事例。在当今这种错综复杂的金融市场中，

此次次贷（债）危机所牵涉的金融机构/市场的种类也史无前例：从商业银行、个人按揭抵押机构，到投资银行、对冲基金、私募基金、债券信用担保机构；从贷款的一级发放市场到次级贷的二级证券化市场（如 CDO 市场）、政府及半政府债券市场，甚至美国地方市政债券市场、公司债券市场、CDS（信用违约掉期）市场，最后乃至商业票据市场、银行间拆借市场和短期货币市场。

特征之三：次级债危机暴露出贷款这类流通性不强的产品在证券化过程或金融创新过程中的天然缺陷：模型定价代替市场定价；市场环境的变更使价格在盯模与盯市之间产生了落差。

在定价模型的假设条件发生急剧变化的情形下，市场无所适从，形成有价无市的局面。不仅仅如此，作为抵押品的次贷资产的信用级别和其他最主要的信息均是由信用评级公司来包办的。信用评级成为次贷资产证券化过程



不可缺少的组成部分。例如 CDO 各档次的规模大小、追索权的优先次序；此外，它们甚至还在 CDO 的发行过程中提供定价模型。然而评级机构深深介入 CDO 定价过程本身从一开始就埋下了潜在的定时炸弹。首先，评级机构与市场参与者之间并未达成共识。即评级机构自认为它们对风险的评估仅仅局限于信用风险本身，而不包括流动性风险。而投资者则认为评级机构评估的风险涵盖了以上两种风险。最后，由于信用评级公司的精巧包装，有些资产质量较低的贷款也得到 AAA 或 AA 级别，对某些简单的投资者起到误导的作用。

### 二、次贷危机对金融业所造成的损失分析

此次次贷危机自 2007 年 8 月爆发以来，全球金融机构（包括商业银行、投资银行和保险公司等）已经在次级债券（Subprime ABS）上至少遭受了 1 500 亿美元的减值损失。次贷危机还会延续多久？全球金融机构还将受到多大损失？标准普尔公司在 2008 年 3 月 13 日的一份研究报告中作出了部分解答：全球金融业次级债券的减值总额将达到 2 850 亿美元左右的水平，这意味着全球金融机构在次级债券上的减值处理已经过半。

在报告中，标准普尔把次级债券定义为美国次级住房抵押贷款证券（Subprime RMBS）和投资于美国次级住房抵押贷款证券的 CDO。该定义不包括 Alt-A 贷款、没有证券化的次级住房抵押贷款、房屋净值贷款支持证券、商业房地产贷款支持证券（CMBS）以及欧洲房地产贷款支持证券。

标准普尔将研究范围局限于 2005—2007 年这三年发放的次级贷款所支持的证券，因为 2004 年以前发放的次级贷款的损失与金融机构的预期相符，并分别对美国次级住房抵押贷款证券和投资于美国次级住房抵押贷款证券的 CDO 的损失情况进行了估计。

#### （一）美国次级住房抵押贷款证券的损失估计

表 1-1 次级住房抵押贷款证券的损失估计

|                | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 总计  |
|----------------|--------|--------|--------|-----|
| 债券余额（10 亿美元）   | 321    | 326    | 276    | 923 |
| 预期损失率（%）       | 8.5    | 19     | 17     | —   |
| 预期损失金额（10 亿美元） | 27     | 62     | 47     | 136 |

资料来源：标准普尔研究报告。

根据标准普尔的统计（见表 1-1），2005 年至 2007 年发放的美国次级住房抵押贷款证券的余额分别为 3 210 亿美元、3 260 亿美元和 2 760 亿美元，总计 9 230 亿美元，其中大约有 80% 的初始信用评级为 AAA，剩余 20% 的初

始信用评级为 AA + 及以下级别。标准普尔接下来假设 2005 年至 2007 年发放的次级贷款预期损失率分别为 8.5%、19% 和 17%，然后将各年的预期损失率和债券余额相乘得出预期损失金额分别为 270 亿美元、620 亿美元和 470 亿美元，总计为 1 360 亿美元，其中，2006 年和 2007 年发行的债券预期损失为 1 090 亿美元。标准普尔认为，2005 年发行债券的违约损失将全部由评级为 A + ~ BB 的档（Tranch）来承担，2006 年和 2007 年发行债券的违约损失将全部由评级为 AA + ~ BB 的档来承担。这意味着评级为 AAA 的档应该是安全的，在债券到期前其本金不会受到损失。

## （二）投资于美国次级住房抵押贷款证券的 CDO 的损失估计

标准普尔将所考察的 CDO 分为三类：高评级（High - grade）、中间层（Mezzanine）和 CDO 平方（CDO Squared）。高评级 CDO 是指资产池以 AA 和 A 评级债券为主的 CDO，中间层 CDO 是指资产池以 BBB 和 A 评级债券为主的 CDO，CDO 平方是指投资于其他 CDO 的 CDO。标准普尔对在 2005 年到 2007 年发行的这三类 CDO 的减值率和 CDO 余额进行了以下估计（见表 1-2 和表 1-3）。

表 1-2 CDO 减值率估计 单位：%

|        | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 |
|--------|--------|--------|--------|
| 高评级    | 10     | 50     | 50     |
| 中间层    | 15     | 70     | 70     |
| CDO 平方 | 15     | 60     | 60     |

资料来源：标准普尔研究报告。

表 1-3 CDO 减值估计 单位：10 亿美元

|        | 2005 年 | 2006 年 | 2007 年 | 总计  |
|--------|--------|--------|--------|-----|
| 高评级    | 52     | 92     | 82     | 226 |
| 中间层    | 29     | 87     | 81     | 197 |
| CDO 平方 | 7      | 9      | 18     | 34  |
| 预期核销额  | 10     | 112    | 109    | 231 |

资料来源：标准普尔研究报告。

将各类 CDO 在各年度的减值率和余额相乘，得出 CDO 的减值总额为 2 310 亿美元。由于 CDO 的资产池中包含大量的美国次级住房抵押贷款证券，为了避免重复计算，标准普尔假设有 60% 的美国次级住房抵押贷款证券被 CDO 购买。因此，表 1-1 中的 1 360 亿美元的预期损失被调整为 540 亿美元（1 360 亿美元乘以 40%）。然后将这 540 亿美元与表 1-3 中的 2 310 亿美元





相加得出次级债券的总减值损失为 2 850 亿美元。

但是需要指出的是，标准普尔在该报告中只是估计了全球金融机构在次级债券上的损失，并未包含没有被证券化的次级抵押贷款，这部分贷款目前仍然放在各家银行的资产负债表上。另外，该估计也未包括没有获得标准普尔信用评级的次级债券。标准普尔估计上述两部分次贷资产大约有 1 000 亿到 2 000 亿美元左右的余额。如果将这两部分次贷资产考虑进去的话，全球金融机构的损失还将增加 200 亿至 400 亿美元左右。

以上讨论的是全球金融机构在次贷方面的直接损失情况。由于次贷危机导致美国经济可能已经滑入衰退，而美国房地产市场持续疲软，房价下跌速度加快，因此金融机构的其他信贷资产也面临减值的危险，特别是房屋净值贷款和商业房地产贷款。房屋价格的下跌造成房屋净值下降，使得许多高放贷比（LTV > 80%）的房屋净值贷款事实上成为无抵押贷款。劳工市场的疲软导致消费者支出减少，从而影响了商业房地产贷款客户的还款能力和商业房地产的价值，使得商业房地产抵押证券的价值下跌。另外，Alt - A 贷款的违约率也在上升，杠杆贷款市场陷入停顿状态。

从 2008 年开始，债券市场各个分支的信用风险利差均在上升，投资者正在对信用风险进行重新定价。如果这种信用利差上升的状况继续下去的话，全球金融机构将对更多资产的价值进行减值处理。因此，从这个意义上来说，次贷危机尚未结束，全球金融机构还将面临更多的考验。

### 三、次贷危机向其他领域的传导机制及影响分析

次贷危机以及金融市场动荡本身其实并不可怕，真正可怕的是这种危机向实体经济传导，并导致经济长期衰退的后果。犹如糖尿病本身并不可怕，可怕的是由它引起的一系列并发症，可能严重危害健康直至危及生命。进而言之，轻微短暂的经济衰退也不可怕，可怕的是经济长期疲弱不振。所以，从目前状况看，预期次贷危机严重程度和长度的关键是分析次贷危机以及由其引发的金融市场动荡是否会像广泛经济部门传导？如何传导？切断这种传导的机制是什么？目前运作状态和效果如何？

这次次级房贷危机对美国经济整体影响可以通过以下关系图描述。

主要负面影响方向：

第一，房屋市场下降对实体经济的直接影响是消费者和投资者与房屋相关支出减少，这一影响有限且相对确定；

第二，次级房贷危机对实体经济直接影响也有限且相对确定；

第三，次级房贷对金融市场影响较大且难以确定：主要直接影响是对房贷机构资产质量和投资机构收益的影响，这一影响也相对有限和确定；更为

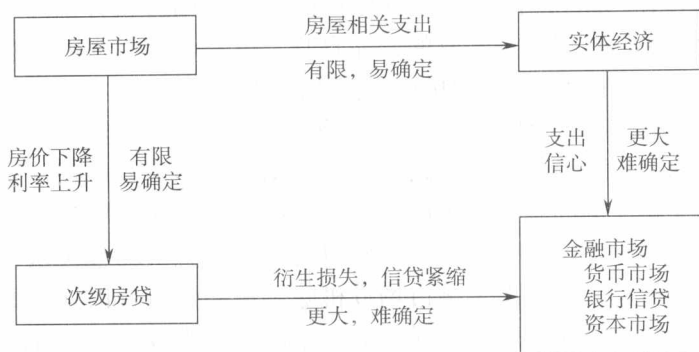


图 1-3 次贷危机传导过程

间接的影响是通过市场波动和不确定性上升打击金融机构信心，造成流动性短缺、清偿力丧失和信贷紧缩，这一影响不仅大而且难以确定；

第四，金融市场梗阻又通过阻碍消费和投资支出，以及损害消费者和投资者信心两条途径影响经济整体。

由于这次危机的特征没有足够的历史案例作参照，有许多问题是金融市场创新的产物，所以对这次危机的认识和预期难度更大。从 2007 年 3 月开始至今，市场和我们自身对危机深度、广度和长度的认识都经历了一个不断深化发展的过程。并且至今难以精确知其深度、广度和长度，这意味着对这些问题的回答还得继续与时俱进。

市场有一种观点认为 2008 年美国的经济衰退情况会比 2001 年更糟、持续时间可能更长。2001 年衰退是历史上相对温和的一次，持续时间短、幅度小。即使在经历了“9·11”事件这样的外部冲击，衰退也未超过 8 个月。和 2001 年衰退前期相比，这次衰退前期的环境更不利，经济基本面和金融市场状态更脆弱，相应地避免或减轻衰退的难度更大。根据如下：

第一，2001 年衰退起因相对简单，主要是科技股泡沫破灭引起投资支出大幅减少。这次衰退前期形成的原因更复杂、涉及面更广。

第二，2001 年衰退期间，占 GDP 三分之二的消费者支出未受实质性影响。而这次的增长障碍则主要是消费者信心不足和支出减少。由于房屋市场疲软周期更长，而且房屋贷款及其他信贷市场仍在并将继续恶化，预示消费者支出以及商业性投资在未来会受到更大影响。

第三，2001 年衰退期间银行业绩包括股票价值普遍高于其他行业，有能力支持经济恢复增长。而这次金融机构特别是大银行风险敞口和实际损失更大，银行普遍紧缩工商/消费信贷，经济恢复增长的造血功能受损。

第四，2001 年衰退的原因更多的是由于周期性、短期性因素，属于“急