

国家“211工程”三期重点学科建设项目成果

次贷危机视角下的 中国寿险业风险防范研究

CIDAIWEIJI SHIJIAO XIADE
ZHONGGUO SHOUXIANYE FENGXIAN FANGFAN YANJIU

李 薇 谷明淑 / 著



经济科学出版社
Economic Science Press

国家“211工程”三期重点学科建设项目成果

次贷危机视角下的中国寿险业 风险防范研究

李 薇 谷明淑/著

经济科学出版社

图书在版编目 (CIP) 数据

次贷危机视角下的中国寿险业风险防范研究 / 李薇,
谷明淑著. —北京: 经济科学出版社, 2010. 12

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0292 - 5

I. ①次… II. ①李…②谷… III. ①人寿保险 - 风险管理 - 研究 - 中国
IV. ①F842. 62

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 260823 号

责任编辑: 杜 鹏

责任校对: 徐领弟

版式设计: 代小卫

技术编辑: 王世伟

次贷危机视角下的中国寿险业风险防范研究

李 薇 谷明淑/著

经济科学出版社出版、发行 新华书店经销

社址: 北京市海淀区阜成路甲 28 号 邮编: 100142

总编部电话: 88191217 发行部电话: 88191540

网址: [www. esp. com. cn](http://www.esp.com.cn)

电子邮件: [esp@ esp. com. cn](mailto:esp@esp.com.cn)

北京中科印刷有限公司印刷

永胜装订厂装订

787 × 1092 16 开 17 印张 300000 字

2010 年 12 月第 1 版 2010 年 12 月第 1 次印刷

ISBN 978 - 7 - 5141 - 0292 - 5 定价: 36.00 元

(图书出现印装问题, 本社负责调换)

(版权所有 翻印必究)

前 言

21 世纪初源自美国银行业的次贷危机犹如一根导火索，迅速波及证券和保险业，后来演变为金融危机，引发了巨大的市场风险和流动性风险，极大限度地考验全球金融机构的风险控制能力。在此次金融海啸中，美国保险业通过承保次级抵押贷款保险、次级债券担保保险等业务以及购买大量的次级债券成为危机形成的始作俑者和推波助澜者，并且在危机中遭受重创。而中国保险市场也未能幸免，其中，平安保险则因购买富通而间接持有雷曼债券，投资浮亏逾百亿元。虽然中国保险企业损失远小于美国同行，但足以给准备“走出去”的中国保险企业上了一堂生动的风险教育课。金融危机终将翻过历史的一页，总结经验和教训并以此为前车之鉴却是当务之急。这次美国金融危机对中国保险业未来发展具有重大警示意义，也对中国政府和学术界深入开展保险业风险防范与控制问题研究具有重大的提示作用。

2009 年进入后金融危机时期，金融机构面对着财富增长变幻不定、发展与危机并存的新形势，最迫切的是做好系统全面的风险管理。由于寿险业在经营上具有金融行业特有的脆弱性和敏感性，其高风险的特征决定了寿险公司加强全面风险管理的重要性，中国寿险公司更要审慎地关注风险管理的新趋向，寻求科学有效的管理风险的对策，在风险和收益的长期平衡中实现可持续发展，本书正是在这一背景之下问世的。本书以美国次贷危机引发的全球金融海啸为研究视角，以中国寿险业风险为研究对象，通过深入剖析危机的根源及其与保险业

千丝万缕的联系，从资产风险、负债风险、资产负债匹配风险等多方位全景展示了寿险业与金融危机的关联，通过揭示后金融危机时期中国寿险业的经营环境，深入探讨金融危机后中国寿险业资产、负债、资产负债匹配、公司治理、监管等方面的风险防范对策。本书由八章内容组成，核心为金融危机后中国寿险业的风险防范及相关战略选择。

第一章通过揭示美国次贷及相关金融衍生工具的创新背景与演变，深入剖析美国金融危机的主观根源及次贷危机的全面爆发与全球蔓延的机理。

第二章详尽地回顾金融海啸对美国保险业的冲击以及对中国保险业的影响，全面分析金融海啸对中国保险业的警示以及中国寿险业面对金融海啸的机遇与挑战。

第三章介绍了美国及全球协调救市举措及其影响，在全面考察后金融危机时期中国寿险业经营环境的基础上，展望中国和世界经济复苏的前景，并分析后金融危机时期中国寿险业取得的成就以及金融危机后中国寿险业面临的问题和风险。

第四章从中国寿险公司面临的投资风险入手，通过剖析后金融危机时期中国寿险投资风险环境提出寿险公司资产风险的防范对策，介绍了国际上的风险测度方法和中国学者对风险测度的研究，并通过数据来验证。

第五章详尽地剖析包括产品设计与定价风险、产品利率风险、营销风险、核保核赔风险在内的中国寿险各种负债风险的成因与表现，并提出防范各种寿险公司负债风险的对策。

第六章阐述了寿险资产负债管理的起源、特征及其在寿险经营中的应用，介绍了几种国外寿险公司资产负债管理匹配检测方法，并通过剖析美国资产负债管理的经验教训，从模式、组织体系、管理技术角度探讨如何构建中国寿险业资产负债管理体系。

第七章通过对中国寿险公司治理结构与内部控制现状和问题的剖析，提出了管理风险防范对策及建立内部控制的预警指标体系。

第八章介绍了金融危机后中国寿险监管的战略抉择。保险监管是保险业风险管理不可或缺的重要组成部分，是保险业健康发展的重要保证。本章在对中国寿险企业偿付能力风险进行分析的基础上，揭示了金融海啸对中国保险监管体系的启示，并提出了金融危机后寿险监管的战略抉择。

中国寿险业的风险防范与管理创新是一个十分复杂的研究课题，本书中的一些观点和研究结论难免有失偏颇，敬请读者和同行专家不吝赐教。

作者

2010年11月于沈阳

目 录

第一章 次贷危机的演化路径与机理剖析	1
第一节 美国次贷及相关金融衍生工具的创新背景与演变	1
第二节 美国金融危机的主观根源	8
第三节 次贷危机的全面爆发与全球蔓延	15
第二章 金融海啸对保险业的冲击	25
第一节 金融海啸对美国保险业的冲击	25
第二节 金融海啸对中国保险业的影响	30
第三节 金融海啸对中国保险业的警示	35
第四节 金融海啸对中国寿险业的机遇与挑战	41
第三章 后金融危机时期中国寿险业的经营环境	50
第一节 美国救市举措与全球协调救市	50
第二节 中国和世界经济复苏前景与展望	57
第三节 后金融危机时期中国寿险业的成就与前景	64
第四节 后金融危机时期中国寿险业面临的问题和风险	70
第四章 寿险公司资产风险的防范	77
第一节 中国寿险公司面临的投资风险	77
第二节 寿险公司投资风险的度量	89
第三节 中国保险公司海外投资的风险控制	99

第四节	后金融危机时期中国寿险投资风险环境及其风险防范	105
第五章	寿险公司负债风险的规避	116
第一节	寿险产品设计与定价风险及其防范	116
第二节	寿险产品利率风险的防范	126
第三节	寿险营销风险的防范	140
第四节	核保核赔风险的防范	159
第六章	寿险公司资产负债匹配风险的控制	164
第一节	寿险资产负债匹配风险的含义及类型	164
第二节	资产负债匹配管理在寿险经营中的应用	170
第三节	寿险公司资产负债匹配技术的运用	177
第四节	中国寿险业资产负债匹配管理的评价	181
第七章	寿险公司管理风险的防范	192
第一节	完善寿险公司的治理结构	192
第二节	建立有效的内部控制制度	210
第三节	建立内部控制的预警指标体系	224
第八章	金融危机后中国寿险监管的战略抉择	227
第一节	中国的市场行为监管与偿付能力监管	227
第二节	中国寿险企业偿付能力风险分析	232
第三节	金融海啸对中国保险监管体系的启示	243
第四节	金融危机后中国寿险监管体系的决策选择	247
参考文献		252
后记		263

第一章

次贷危机的演化路径与机理剖析

2007年4月在美国爆发的次贷危机（the subprime crisis）是美国次级住房抵押贷款危机的简称，因次级抵押贷款机构破产，投资基金被迫关闭，股市剧烈震荡进而引起的金融风暴。2005~2006年美国房地产泡沫破裂，引发了次贷危机。2008年9月演变为金融危机，之后蔓延到了欧盟和日本等世界主要金融市场，演变为全球金融危机。次贷危机被视为是20世纪30年代以来最大的金融危机。危机经历了流动性短缺、信贷紧缩和实体经济萎缩三个阶段，给全球经济带来了严重灾难：它已由金融危机转为全面经济危机，再转为就业危机，随后在许多国家造成社会危机，甚至导致政治危机。

第一节

美国次贷及相关金融衍生工具的创新背景与演变

一、美国次级贷款市场的起源与发展

美国住房抵押贷款分为：优级（prime）、次优级（Alt-A）、次级（subprime）三个等级。优级贷款市场面向信用等级较高、收入稳定可靠、债务负担合理的优质客户；次优级贷款市场面向信用记录很好但却缺少或完全没有固定收入、存款、资产等合法证明文件的人群；次级贷款市场则是面向收入证明缺失、负债较重的客户，因信用要求程度不高，其贷款利率通常比一般抵押贷款高出

2% ~ 3%。

美国次级抵押贷款大致出现在 20 世纪 80 年代，与美国政府对住房金融管制不断放松和鼓励向低收入家庭放贷的政策密切相关。美国从 1980 年开始出台了一系列法规。1980 年美国国会通过《存款机构放松管制与货币控制法案》(Depository Institution Deregulation and Monetary Control Act)，取消了抵押贷款的利率上限，政府允许房贷机构以高利率、高费率向低收入者发放贷款，为住房次级贷款的产生奠定了法律基础；1982 年又通过《新型抵押贷款交易平价法案》(Alternative Mortgage Transaction Parity Act)，允许房贷机构发放浮动利率贷款、气球式支付贷款和摊销递增贷款，为推出适合次级贷款市场发展的贷款品种提供了条件；1986 年实施的《税务改革法案》取消了对消费信贷利息的所得税扣减，保留了抵押贷款的利息扣减，鼓励消费信贷向抵押信贷的转向，从而刺激了以住房为担保的信用市场的发展。上述一系列法案的实施，为次级贷款市场的发展提供了良好的法律环境。

美国次贷业务在 20 世纪 80 年代只是零星的发展，起初市场份额并不大。90 年代中后期，美国抵押贷款支持证券市场的迅速发展，为次级贷款市场的扩张提供了良机。房贷机构为了迅速回笼资金，以便提供更多贷款，可以在投资银行的帮助下实施证券化，将一部分住房抵押贷款债权从自己的资产负债表中剥离出来，以这部分债权为基础发行住房抵押贷款支持证券 (Mortgage Backed Securities, MBS)。而次优贷款和次级贷款则重新打包，成为公开发行的资产支持型的抵押债务债券 (Collateralized Debt Obligations, CDO) 的抵押品。次级贷款经证券化包装成金融投资工具后，掩盖了其内在的高风险特质，成为没有信贷风险、只有利率差异的结构性金融产品，这一金融创新方式使得不同风险偏好的投资者得以参与，因此，使更多的次级贷款得以证券化发行，反过来推动了次级贷款市场的快速膨胀。而证券交易的灵活性和标准化以及更加广泛的投资者则使次级贷款的信用风险由贷款机构转移至对冲基金、投资银行以及为追求更高回报愿承担风险的各类金融机构。

次级贷款的流程是：首先，由抵押贷款公司向借款购房者（根据各借款人的信用状况）提供贷款，其中，向信用等级较低、达不到普通信贷标准的客户贷款，称为次级贷款，通常贷款机构要承担很高的违约风险。其次，抵押贷款公司将贷出的资产出售给各大投资银行，投资银行将这些资产进行包装加工、抵押并

资产证券化。再次，为了让用次级贷款资产做成的次级抵押贷款支持证券能卖出个好的价钱，就需要资产评级公司的帮助对其进行评级提升信用，增强投资者购买此类债券的信心。最后，被评级的债券就成为抵押债务债券，被保险基金、对冲基金、养老基金等大型投资机构所持有。次贷借款人所偿付的利息和本金构成了投资者收入的来源，实现了整个流程的顺利运作。

美国次贷市场产生伊始效果显著。1994 ~ 2006 年，美国的房屋拥有率从 64% 上升到 69%，许多穷人拥有了自己的房屋，社会福利有了很大的提高。2000 年下半年，“网络泡沫”破裂使美国经济结束了高速增长期，经济开始放缓。为了防止经济衰退，美国采取了极度宽松的财政货币政策。从 2001 年年初开始美联储连续 13 次调低利率，到 2003 年 6 月联邦基金利率降低到 1%，达到过去 46 年（自 1958 年）以来的最低水平，并将该利率维持了一年。宽松的货币政策促使房贷利率不断下降，30 年固定按揭贷款利率从 2000 年年底的 8.1% 下降到 2003 年的 5.8%，一年可调息按揭贷款利率从 2001 年年底的 7.0% 下降到 2003 年的 3.80%。低利率使居民的贷款成本大大降低，刺激了美国房地产市场蓬勃发展，房产价格一路攀升。据美国联邦房屋企业监督局统计，1997 ~ 2006 年间美国房产价格上涨了 85%。^① 由于人们对美国房地产市场前景普遍过高的预期，房价呈现非理性上涨的态势。

在市场繁荣和房价持续上涨的带动下，居民购房意愿上升，住房金融贷款机构为获取高额利润，开始放宽贷款标准，推动了次级抵押贷款市场的膨胀。2001 年美国次级债总规模占抵押贷款市场总规模的比率仅为 5.6%，2006 年则上升为 20%。在 2006 年新发放的抵押贷款中，次级贷款占 21%。由于大部分次级抵押贷款的偿付保障是建立在房价不断上涨的过高预期上，而不是建立在客户本身的还款能力上，因此，其本身就蕴涵着巨大风险，为次贷危机的爆发埋下了祸根。

但从 2004 年 6 月起美联储的低利率政策开始逆转，到 2006 年 6 月，美联储连续 17 次加息，联邦基金利率从 1% 快速提高到 5.25%。连续加息提高了房屋借贷的成本，房地产市场降温，加重了借款人的还贷压力。2007 年美国房地产价格开始大幅下跌。借款者难以用房产作抵押借新还旧或出售房地产来规避可能的违约，次级抵押贷款违约率大幅上升，点燃了次贷危机的导火索，而以次级抵

^① 姚淑梅 《美国次贷危机演变为全面金融危机的原因及其对世界经济的影响》，载《经济要参》2008 年第 68 期。

押贷款为基础资产的次级抵押债券及债务抵押债券随后出现大幅缩水，次级抵押贷款风险迅速向持有这些债券的投资者扩散，引发一系列机构投资者受损事件，拉开了美国金融动荡的序幕。

二、金融衍生品的发展

（一）与次贷相关的主要金融衍生品

1999 年，美国取消了对金融机构混业经营的限制，进一步刺激了金融衍生品市场的发展，包括次贷证券在内的大量衍生品被推向市场。

1. 抵押贷款支持证券。所谓抵押贷款支持证券，是指房地产金融机构为了提高这些贷款的流动性，将大量的抵押贷款债权组成一个资产池，以该资产池所产生的现金流为基础发行定期还本付息的债券。购房者定期缴纳的月供成为偿付抵押贷款支持证券本息的基础。由此次级抵押贷款支撑的债券就形成了次级债。银行将经过组合包装的抵押贷款支持证券出售到世界各地。金融创新的深化推动银行进一步加大资产支持证券（Asset Backed Securities, ABS）的杠杆作用，在抵押贷款支持证券的基础上，经过进一步的证券化，又衍生出大量资产支持证券，其中，包括大量个性化的抵押债务债券、信用违约掉期（Credit Default Swap, CDS）等，再在市场上销售。

2. 抵押债务债券。传统的资产证券化都以流动性低但信用足够高的资产为基础，对那些自身信用难以达到投资级要求的资产很难使用此项技术。银行、养老金和保险公司等投资机构普遍选择购买达到投资级的债券。为此，如何把评级较低的资产（如垃圾债券和杠杆贷款等高风险资产）转化为评级高的资产成为一个难题。1987 年推出的崭新工具 CBO（Collateralized Bond Obligations），破解了这一难题。其基本原理是：假设某人有一亿元的垃圾债券，用这些债券作抵押发行 6 000 万元的新债，那么，新债的违约风险就大大降低了，可能获得 AAA 评级，从而可以向投资机构发行。而且还可以把以此为抵押发行的债券划分为不同的信用级别：假如一共发行 8 000 万元，由 3 000 万元首先承担损失，不够再由剩余的 5 000 万元来承担。这样，3 000 万元对应的债券就可能获得 AA 评级，而 5 000 万元对应的债券就可能获得 AAA 评级。

第一只债券在 Michael Milken（被称为垃圾债券之王）的推动下，由长期债券公司发行的 CBO（获得穆迪评级）募集 1.26 亿美元。Milken 发现，如果对垃圾债券的投资充分分散，那么，在不增加风险的情况下，可以取得高于投资级债券组合的收益率。

后来又有人推出了以高风险贷款为抵押资产的 CLO 和包含两类以上债务工具（如抵押品中同时包含垃圾债券和高风险贷款）的 CDO。^① 从 1988 年诞生到 1995 年，CDO 市场都是一个鲜为人知的私募债券市场。1988 ~ 1990 年稍有发展之后就陷入 1991 ~ 1992 年的衰退，直到 1995 年该市场有评级债券的待偿余额还不到 25 亿美元。1996 年 CDO 市场出现爆发式增长，这是 20 世纪 90 年代以来三大因素共同作用的结果：第一，1988 年通过的《巴塞尔资本协议》I 确立了对银行进行资本金监管的公认原则和方法。银行贷出去的款项越多，其资本金要求就越高。当银行的资本金不充裕时，通过贷款证券化的方式把贷款转移到第三方就可以减轻对银行的法定资本金要求。2004 年《巴塞尔资本协议》II 制定了更加严格的资本金要求，使得银行通过证券化来逃避资本金要求更难。但此举对 20 世纪 90 年代后半期 CLO 的发展无疑起到了推动作用。第二，20 世纪 90 年代，随着银行私有化、自由化、放松管制和收购兼并的不断发展，银行经营者提高股权收益率的压力不断增加，于是把利润率不高的贷款从财务报表的资产项目中转移到表外就成为提高股权收益率的一种技术手段。第三，贷款证券化是曲线扩大直接融资的可行方法，并且存在现实充分的需求，不同投资机构的信用风险偏好不同。前两个因素首先推动了 ABS 的发展，而第三个因素促使证券化机构主动发行了信用分档的系列化证券，是推出 CDO 的重要原因。

CDO 在英国出现较早。美国 1995 年首次出现以住房抵押贷款证券为基础的 CDO。1996 年发行量突破 100 亿美元之后，CDO 市场呈现出爆炸式增长。

3 信用违约掉期。信用违约掉期是源于银行转移信贷风险的需求而出现的一种新的金融衍生产品，类似于保险合同。债权人通过这种合同将债务风险出售，合同价格就是保费。如果买入信用违约掉期合同被投资者定价太低，当次贷违约率上升时，这种“保费”就上涨，随之增值

CDS 说起来像一种保险，但实际操作上更像期权。如同股票的期权，CDS 虽

① 王治国 徐高林等《后金融危机时代保险业的风险防范与战略选择》，法律出版社 2009 年版。

然是建立在相关的债券的基础上，但是，它的交易却是完全独立的。与股票、债券、期权不同之处在于，CDS 并不公开交易，而是需要通过商业银行和投资银行的辅助来成交。更重要的是，保险公司受政府的严格管理，但 CDS 却不受任何监控，只是交易双方私下缔结的合同。在 CDO 产品的基础上建立起来的 CDS 是完全投机资本的产物。

到 20 世纪 90 年代末，CDS 愈演愈烈，已经普遍用于公司债券和地方政府债券，其发展之迅速着实令人惊讶。根据国际掉期和衍生品协会（International Swaps & Derivatives Association, ISDA）的统计，仅 2007 年一年，CDS 名义总额就增长 81%，从 2006 年的 34 万亿美元暴涨到 62 万亿美元，是 13 万亿美元次级贷款规模的 48 倍，是美国 GDP 的 4 倍。

（二）金融衍生品的市场特征

金融衍生品的最基本特征就是杠杆性。杠杆性是指在金融衍生品交易中，投资者只须缴存一定比例（一般为 4% ~ 10%）的押金或保证金，便可得到对数倍甚至数十倍于押金或保证金的相关资产的管理权。这种强大的杠杆效应，既能以小博大，获取暴利，同时也会成倍放大风险，造成巨额亏损，从而使金融衍生工具衍生为一个投机性极强的工具，一旦运用不当，便有可能成为引发金融危机的因素。

1 金融衍生品具有虚拟性。虚拟性是指金融衍生品具有的独立于现实基础资产运用之外却能给持有者带来一定收入的特征，尤其是当金融衍生工具对应的基础工具是股票、债券之类的虚拟资本时，金融衍生工具便具有双重虚拟性。这种虚拟性产生的后果是，金融衍生工具市场的规模会大大超过基础工具市场规模，甚至远离基础市场，而一旦出现严重背离便可能会加剧金融风险和金融动荡。著名经济学家、诺贝尔经济学奖获得者阿莱把世界金融体系的发展趋势说成是“发疯”，世界经济正变成“赌场”，每日金融交易与实物产品有关系的不超过 2%，大量纯粹虚拟的金融资产无控制增长，已形成全球性金融崩溃的条件。

2. 金融衍生品具有高风险性。首先，从金融系统来看，金融衍生工具能解决个别风险的转移或分散问题，而不能从总体上消除或减少风险；其次，尽管金融衍生品的产生与发展有赖于健全的市场体系，但与其他市场工具一样，也因存在外部性、垄断性、信息不对称等因素而具有各种风险，如市场风险（价格风

险)、信用(违约)风险、法律风险、操作风险、流动性风险等;最后,信用风险相对集中性,世界范围内的金融衍生品具有技术性强、交易程序复杂、定价难度大等特点,其交易风险总是集中在为数不多的金融机构,一旦一家银行突然倒闭或无法履约,那么,整个衍生品市场将引起一连串违约事件而危及金融体系的稳定与安全(郭斌,2001)。

总之,金融衍生品是虚拟性最高、离实体经济最远、衍生性最强、风险性最大和可控性最小的金融工具,是“双刃剑”。它能分散风险、优化资源配置,更能劣化资源配置、积累系统性风险。这是金融衍生品的本质特征(白钦先,2009)。

(三) 金融衍生品为次贷危机埋下祸根

美国取消对金融机构混业经营的限制后,刺激了金融衍生品市场的发展,包括次贷证券在内的大量衍生品被推向市场。2000年以后,美国抵押贷款支持证券的规模迅速增长。据统计,2001~2006年,美国MBS年发行量由390亿美元飙升到4700亿美元,5年间增长了11倍。在MBS基础之上的CDO、CDS、ABS等,由于多次打包、反复出售,其发行的具体数额已很难统计。但根据瑞银集团(UBS)研究估计,美国住宅抵押贷款市场的规模约为10万亿美元,而抵押贷款证券化市场的规模超过6万亿美元,即大约60%的住房抵押贷款已经实施了证券化,其中,次级抵押贷款支持证券的规模大约是1.4万亿美元,几乎与2006年年底美国次级抵押贷款存量1.5万亿美元相当。^①

在金融创新的带动下,全球金融衍生品市场的发展速度达到了惊人的程度,金融资产呈现了典型的倒金字塔结构:大致来看,传统的货币(M1和M2)只占到1%,广义货币占9%,金融债券占10%,而金融衍生品则占据了金融市场80%的份额(巴曙松,2009)。

金融机构在CDO和CDS等金融衍生品交易中,往往运用高杠杆比率进行融资。于是基于1万多亿美元的次级贷款创造出了超过2万亿美元的次级债,并进一步衍生和创造出超万亿美元的CDO和数十万亿美元的CDS,金融创新的规模呈几何级数膨胀。

^① 徐露菲《次贷危机的成因分析》,载《中国经济时报》2010年2月4日

2006 年美国房价开始下跌的同时，美联储开始加息导致贷款人的还款压力迅速增大，以住房为抵押的次级贷款违约率上升，2007 年 4 月美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融公司破产，次贷危机爆发。随着次贷损失产生链条式连锁反应，CDO、CDS 等衍生证券随后开始快速跌价，次贷危机迅速蔓延。正是 CDO 和 CDS 等金融衍生品的巨额亏损导致“两房”、雷曼、美林和 AIG 的破产和被收购。CDO 和 CDS 经过不断地衍生和放大后，其规模已是次贷的数十倍，整个金融市场暴露在一个前所未有和无法估量的系统性风险之下。

通过发行 CDO，将次级债贷款者的违约风险从房地产金融机构转移到资本市场上的机构投资者，由于机构投资者遍布全球各地，随着全球金融市场一体化、金融产品多元化、交易方式电子化和金融创新持续化，银行、基金、投资机构甚至个人投资者的风险和收益紧紧连在一起。当次贷危机发生后，便呈现出“多米诺”骨牌效应般的连锁危机：银行危机、基金公司倒闭、投资机构破产等，而 CDO 产品组合中使用的杠杆操作更进一步恶化了危机的影响。美国次级债危机迅速在全球资本市场、金融体系中蔓延。

我们知道，金融衍生品可以促进交易活跃、加快资金周转速度，并且具有分散风险的功能，但如果不加监管控制地过度使用，凭借其巨大的杠杆效应使虚拟经济过度膨胀地发展，并且脱离实体经济，就会掀起如同今天的金融风暴。而且，一旦危机爆发，金融衍生品的这种杠杆效应以及风险的分散性必然会极大地扩张危机的广度和深度。

因此，次贷危机给我们的警示是：金融衍生品是一把“双刃剑”；发展金融衍生品必须要对风险有足够的认识，并且应以实体经济为准绳。

第二章

美国金融危机的主现根源

一、过度的金融创新

美国从 20 世纪 90 年代就开始了金融创新，至今金融创新工具已经有两三千

种。正是漫无边际的金融工具创新成为次贷危机的重要原因。

将同类性质（比如信用等级、流动性水准等）的抵押贷款集中起来打包成新的债券再卖给二级市场中的投资者，这一资产证券化过程已经在美国信贷市场上被普遍采用。自2000年以后，美国抵押贷款支持证券的规模迅速增长。美国次级住房抵押贷款机构为了解决市场扩张所需要的流动性更是变本加厉，次级债（金融衍生品）的发行比例占整个次级住房抵押贷款（标的资产）的六成以上。据统计，2001~2006年美国MBS年发行量由390亿美元飙升到4700亿美元，5年间增长了11倍。而在MBS基础之上的CDO、CDS、ABS等，由于多次打包、反复出售，其发行的具体数额已很难统计。但根据瑞银集团研究估计，美国住宅抵押贷款市场的规模约10万亿美元，而抵押贷款证券化市场的规模超过6万亿美元，即大约60%的住房抵押贷款已经实施了证券化，其中次级抵押贷款支持证券的规模大约是14万亿美元，相当于2006年年底美国次级抵押贷款存量15万亿美元。如此大的基数，再加上基于这些金融产品的众多衍生金融工具，使得次级贷款市场的变化对整个金融体系和经济体系的影响被放大了许多倍。因此，也使得次贷危机爆发以后，凡在美国市场上进行了投资的商业银行、投资银行、投资基金、共同基金无一幸免地受到影响。

此次次贷危机能给整个美国金融体系乃至全球经济造成巨大的影响，主要还在于基于MBS所发行的众多衍生金融品的扩大效应。即资产证券化过程放大和扩散了次贷风险。

美国芝加哥商业交易所名誉主席梅拉梅德（被称为“金融期货之父”）指出，美国次贷危机的根源在于信息不透明和政府监管缺位。他认为，次贷危机爆发的根本原因有两个：首先是次级房贷债券在发行过程中信息不够透明。当次级抵押贷款被打包成债券销售给投资者时，债券投资者无法确切了解次级贷款申请人的真实支付能力。这种债务风险不断积累，为危机的发生埋下隐患。其次是政府监管缺位。政府把对次级房贷债券这种金融衍生品的评估和监督责任完全抛给私人债券评级机构，给这些私人机构留下了太多操作空间，然而这些机构采用的评级标准并不十分可靠。

美国前财长约翰·斯诺在北京“2008年中国首席财务官论坛”上说：“在银行的借贷方面，美国的银行犯了很多的错误，创造了太多所谓的金融衍生工具。”他认为，正是这些金融衍生工具使“次贷危机”从美国的银行流入资本市场，流