

中外 金融风险管理 实例剖析

刘桂荣 ◎ 编著



华东理工大学出版社
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS



华东理工大学优秀教材出版基金资助图书



中外 金融风险管理 实例剖析

刘桂荣 编著



华东理工大学出版社
EAST CHINA UNIVERSITY OF SCIENCE AND TECHNOLOGY PRESS

图书在版编目(CIP)数据

中外金融风险管理实例剖析/刘桂荣编著. —上海:华东理工大学出版社, 2009. 10

ISBN 978-7-5628-2581-4

I. 中... II. 刘... III. 金融-风险管理-案例分析-世界 IV. F830

中国版本图书馆 CIP 数据核字(2009)第 116790 号

中外金融风险管理实例剖析

编 著 / 刘桂荣

责任编辑 / 李 骁

责任校对 / 张 波

封面设计 / 陆丽君

出版发行 / 华东理工大学出版社

地址:上海市梅陇路 130 号, 200237

电话:(021)64250306(营销部)

传真:(021)64252707

网址:press.ecust.edu.cn

印 刷 / 上海崇明裕安印刷厂

开 本 / 710 mm×1000 mm 1/16

印 张 / 13.25

字 数 / 256 千字

版 次 / 2009 年 10 月第 1 版

印 次 / 2009 年 10 月第 1 次

印 数 / 1—3000 册

书 号 / ISBN 978-7-5628-2581-4/F·212

定 价 / 29.00 元

(本书如有印装质量问题,请到出版社营销部调换。)

前 言

20 世纪 70 年代初期,布雷顿森林体系崩溃,固定汇率制度逐渐由浮动汇率制度或有管理的浮动汇率制度所代替,国际金融体系开始动荡。随着世界经济金融体系的变化,特别是经济金融全球化、金融市场国际化的发展,金融活动中的不确定性越来越多,由不确定性造成的损失和危害越来越大,各种形式的金融风险开始显现。

20 世纪 70 年代中后期至 80 年代初期,为了应对世界金融体系的不确定性,金融风险管理成为企业管理的一项重要内容。为了管理金融风险,各种金融创新层出不穷,其中,期货、期权、互换等金融衍生产品,以及衍生产品的衍生品从无到有,不断壮大。

20 世纪 90 年代中后期,由于国际资本的频繁流动和国际投机资本的恶意冲击,再加上金融监管的漏洞,爆发了东南亚金融风暴。因此,防范和管理金融风险成为企业可持续经营发展的必要条件。

21 世纪以来,经济金融的国际化浪潮一浪高过一浪,国际资本规模更大、流动更频繁,金融衍生产品的种类更加丰富,世界衍生产品的交易量日益扩大,金融衍生品的出现改变了人们管理金融风险的方式,人们可以通过衍生品交易锁定或控制风险。但是,金融衍生品的杠杆特性使得衍生品交易具有放大风险的效应。2008 年,由于华尔街的金融衍生品创新过度 and 交易过度、风险的杠杆效应叠加,最终酿成了华尔街百年一遇的金融风暴。国际资本的流动使得金融风险具有多米诺骨牌的传导效应,个人破产、企业倒闭、国家陷入经济困境,世界经济陷入危机。此时,人们才发现金融风险管理的重要性。

金融风险管理起源于 20 世纪 70 年代,随着风险管理理论和管理技术的不断丰富和完善,各种风险损失案例经常出现在新闻报道和教科书上,但是,集中的金融风险管理实例剖析几乎是一个空白。本书作者多年来从事金融风险管理的教学工作,一直希望能够有一本介绍各种金融风险损失事件的案例集,以提高学生们的学习兴趣和课堂教学质量,同时,供社会各界人士借鉴和参考。本书就是在这种背景下,结合作者多年来的教学经验编著而成的。

从风险损失的承担主体来看,金融风险分为金融机构金融风险、企业金融风险、国家金融风险和个人金融风险。因此,本书共由以下四个部分组成。

第一部分:金融机构金融风险管理实例剖析。本部分重点介绍和分析银行、证券公司、非银行金融机构的金融风险管理实例剖析,共有九个中外金融机构风

险管理的实例分析。

第二部分:企业金融风险管理实例剖析。本部分重点介绍非金融机构,即一般企业的金融风险管理实例,共有五个中外企业金融风险管理的实例分析。

第三部分:国家金融风险管理实例剖析。本部分重点介绍北欧小国冰岛在2008年全球金融海啸中的破产困境,分析国家金融风险的防范和管理。

第四部分:个人金融风险管理实例剖析。本部分以华尔街的惊天诈骗案和国内首例基金“老鼠仓”事件为例,分析个人金融风险管理的重要性。

本书的特点是:①真实性。本书共编写了17个实例,外国的5个,中国的12个,全部有真实的实例背景。②较强的代表性。本书收集的实例绝大部分具有“第一个”的特点,如2008年金融海啸中第一个遭受严重冲击的国家——冰岛;2007年我国基金业首例“老鼠仓”;新中国建国以来被关闭的第一家银行;新中国建国以来最大的银行金库现金被盜案,等等。③较高的实用性。书中的每个实例,作者都给予了必要的剖析,分析其中的金融风险种类、风险产生的原因和风险防范措施,并提出相关的学习思考问题。

本书中的实例由刘桂荣收集,并提出写作思路、编写提纲和写作要求,全书由刘桂荣负责编写、统筹和定稿。华东理工大学国民经济专业2006级硕士生王晶和2007级硕士生俞华宏为本书的编写收集了大量资料,参与编写了部分实例,王晶还帮忙完成了初稿的校对工作。

本书的顺利完成还得益于以下各位同仁的热情帮助,他们是朱敬荣、刘行、路杰、王杰龙、袁国华、倪坚、刘天。作者对他们的辛勤付出,表示诚挚的谢意。

本书可作为高等院校金融专业本科生、研究生的教材和学习参考用书,也可作为风险管理实务工作者和金融从业人员的学习用书。

本书的编写参考了国内外大量的有关书籍和参考文献,但无法逐一列出这些文献的作者姓名,谨向这些参考文献的作者表示深深的谢意。由于能力所限,不足之处在所难免,敬请各位读者批评指正,不吝赐教。

编者

2009年6月

— 目 录 —

第一部分：金融机构金融风险管理实例剖析	1
美国新世纪金融公司破产案	3
河北省邯郸市农业银行金库 5 100 万元现金被盗案	15
浦东发展银行陆家嘴支行违规二手房按揭贷款诈骗案	24
南方证券股份有限公司破产案	34
大鹏证券有限公司破产案	45
中国银行广东开平支行巨额资金盗窃案	58
中国海南发展银行关闭案	70
广东国际信托投资有限公司破产案	80
日本大和银行违规交易美国国债巨额损失案	90
第二部分：企业金融风险管理实例剖析	101
中国国际航空股份有限公司航油套期保值浮亏案	103
杭萧钢构内幕交易案	118
“顺驰”神话的终结——看房地产企业的金融风险	129
德隆集团金融证券案	139
韩国大宇集团破产案	149
第三部分：国家金融风险管理实例剖析	161
冰岛的金融危机	163
第四部分：个人金融风险管理实例剖析	175
麦道夫金融诈骗案	177
上投摩根基金“老鼠仓”案	193

第 一 部 分

金融机构金融风险 管理实例剖析

美国新世纪金融公司破产案

河北省邯郸市农业银行金库 5 100 万元现金被盗案

浦东发展银行陆家嘴支行违规二手房按揭贷款诈骗案

南方证券股份有限公司破产案

大鹏证券有限公司破产案

中国银行广东开平支行巨额资金盗窃案

中国海南发展银行关闭案

广东国际信托投资有限公司破产案

日本大和银行违规交易美国国债巨额损失案

美国新世纪金融公司破产案

摘要：美国新世纪金融公司是美国第二大次级房贷(次贷)抵押贷款金融机构，在 2007 年美国爆发的次贷危机中首当其冲受到冲击，因无法偿还即将到期的 84 亿美元的债务，不得不向法院申请破产保护。

新世纪金融公司的破产是美国次贷危机全面爆发的基本标志。次贷危机已经成为影响全球金融体系的罪魁祸首，由次贷危机而引发的华尔街金融危机传遍全球，导致了世界金融体系的动荡，进而引发全球性金融海啸。前美联储主席格林斯潘称：因美国次贷危机而引发的全球性金融风暴，为第二次世界大战以来对全球金融体系影响最严重的金融风暴，是“华尔街百年一遇的金融危机”。2008 年 9 月 7 日，美国财政部出资 2 000 亿美元接管了美国两大住房抵押贷款巨头房利美(Fannie Mae)和房地美(Freddie Mac)。本案例以美国新世纪金融公司的破产为例，分析非银行金融机构在经营过程中的风险管控及其启示。

关键词：

美国新世纪金融公司，次贷危机，金融创新风险，利率风险，市场风险

案例特点：

①新世纪金融公司是美国遭遇次贷危机冲击而破产倒闭的第一家房贷抵押贷款金融机构。②新世纪金融公司是美国次贷危机冲击倒闭的第一家非银行金融机构。③新世纪金融公司是全美第二大提供住房次级抵押贷款的金融机构，它的破产具有特别的教育意义和警示作用。

学习目标：

通过本案例，了解美国次级抵押贷款的基本概念；了解非银行金融机构开展次级抵押贷款业务的风险；了解 2007—2008 年影响全球金融市场的次贷危机的形成原因及其危害性；了解非银行金融机构面临的经营风险及其风险防范的措施；认识新世纪金融公司破产所具有的警示意义和教育作用。

学习与思考：

1. 何为次级抵押贷款？作为一种金融工具，次级抵押贷款有哪些特点？

2. 美国房屋次级抵押贷款产生的背景和原因是什么?
3. 中国是否具有开展房屋次级抵押贷款业务的可行性和必要性?
4. 如何防范房屋次级抵押贷款业务的风险? 次贷风险传导的途径是什么?
5. 美国新世纪金融公司的破产对中国非银行金融机构具有哪些警示意义和教育意义?

◎美国新世纪金融公司

美国新世纪金融公司(New Century Financial Corp.)成立于1995年,总部位于加利福尼亚州,办公室设在加利福尼亚州南部埃文市的一座拥有黑色玻璃幕墙的塔楼里,公司创始人是 Edward Gotschal、Brad Morrice 和 Robert K. Cole。1995年,三位创始人以获得的大约300万美元的风险投资基金为基础,共同创办了新世纪金融公司(中国房地产报,2008年1月21日),新世纪金融公司主营抵押贷款业务,属于非银行类金融机构。在三位创始人的共同努力下,1997年新世纪金融公司成功上市,在接下来的几年里,公司规模不断壮大。2006年在次级抵押贷款发行的初始规模中排名第二。

新世纪金融公司拥有一个大型的贷款服务平台,该平台由5.7万名独立的、负责开发贷款客户的抵押经纪人以及处理贷款申请和批准事务的人员组成。这个平台还包括用于分析贷款申请的计算机软件和相应设备,以及分布在美国20个州的262个零售网点和34个地区运营中心(金融时报,2007年4月4日)。

1998年美国爆发了长期资本管理公司倒闭案,新世纪金融公司因为谨慎并及时采取了应对措施,并没有受到当时出现的次级贷款风波的影响,安然渡过了那次风暴。

◆新世纪金融公司申请破产保护

作为美国第二大次级抵押贷款供应机构,2007年2月13日,新世纪金融公司发出2006年第四季度盈利预警报告。2007年4月2日,由于遭受信贷记录差的贷款人违约率上升的打击,新世纪金融公司向法院申请破产保护,这是美国房地产市场自2005年底降温以来最大的一起次级抵押贷款机构倒闭案。

新世纪金融公司在递交给威明顿联邦法院的破产文件中声明,公司计划将在未来的45天之内出售其绝大部分资产,并解雇大约3200名员工,占全部员工总数的54%。新世纪金融公司同时宣布,同意以大约5000万美元的价格将其发放的部分贷款以及其在某些证券化信托中的剩余权益出售给Greenwich资本公司,并将在法院批准的情况下,以大约1.39亿美元的价格向Carrington资产管理公司及其关联公司出售其服务资产和服务平台(金融时报,2007年4月4日)。新世纪金融公司的破产标志着美国次贷危机的全面爆发。

事实上,新世纪金融公司在2007年3月12日曾经发布公告称,由于银行和

其他投资者已经或准备不再向其提供贷款援助,加上近 84 亿美元巨额流动性债务即将到期,公司已经接近破产的边缘。消息一经发布,新世纪金融公司的股票应声下跌,此后的一段时间里,新世纪公司的股票连续暴跌,公司市值曾经跌破 1 亿美元。

受新世纪金融公司面临破产以及美国抵押贷款银行家协会发布次级贷款违约率上升的影响,2007 年 3 月 13—14 日,美国股市大幅下挫,并带动全球股市大幅下跌。其中,3 月 13 日道琼斯指数下跌 1.97%,标准普尔指数下跌 2.04%。3 月 14 日德国 DAX 指数下跌 2.66%,法国 CAC40 指数下跌 2.52%,英国金融时报指数下跌 2.45%,日本日经 225 指数下跌 2.92%,印度孟买 Sensex 指数下跌 2.52%,香港恒生指数下跌 2.57%。股市的剧烈波动从美国蔓延到了欧洲和亚洲,新世纪金融公司的破产引发了金融体系的多米诺骨牌效应,一场由次级抵押贷款风波而引发的全球金融动荡已经悄然形成。

以新世纪金融公司的破产为标志,2007 年 8 月美国次级抵押贷款危机全面爆发。2007 年 8 月 1 日,因次贷风暴,美国第五大投资银行——贝尔斯登宣布旗下两支基金倒闭,投资人总共损失逾 15 亿美元。美国第十大抵押贷款机构——美国住房抵押贷款投资公司 8 月 6 日正式向法院申请破产保护,成为继新世纪金融公司之后美国又一家申请破产的大型抵押贷款机构。8 月 9 日,因为投资了美国次贷债券而蒙受巨大损失的法国第一大银行——巴黎银行宣布冻结旗下三支基金。

美国次贷危机,又称次级房贷危机(subprime lending crisis),也译为次债危机。2007 年,汇丰控股首先发现次贷危机的苗头,为在美国的次级房贷业务增加了 18 亿美元的坏账拨备。2008 年 8 月 9 日,美国金融分析家指出,美国次贷危机引发了一场比 1929 年经济大萧条更为严重的危机,原因是它给金融市场的其他许多环节都造成了真正严重的影响。美国著名分析家、纽约大学斯特恩商学院经济学教授努里尔·鲁比尼指出,次贷危机有可能让美国付出近 3 万亿美元的代价,相当于美国 GDP 总量的 20%以上,这对美国经济乃至全世界经济而言都将是一次沉重的打击(新华网,2008 年 8 月 11 日)。

2006 年下半年,美国次贷危机开始爆发,并且逐渐升级,导致多家次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡。

次贷危机造成美国道琼斯指数和纳斯达克指数大幅下跌,引发了全球股市的剧烈震荡,造成美国多家住房抵押贷款机构陷入严重的财务危机而宣布破产或濒临破产。次贷危机还殃及多家全球知名的商业银行、投资银行和对冲基金,使它们陷入流动性困境。2007 年 9 月,英国的北岩银行遭遇挤兑风潮;德国的产业投资银行和萨克森州立银行也纷纷采取积极措施,以应对因投资美国次级抵押债券而出现的困境。

我国的工商银行、中国银行、交通银行、建设银行、招商银行和中信银行等六

的比例为 21%，购房者因失业、离婚、生病等原因导致收入下降，是美国拖欠房贷人数创历史新高的主要原因。

美国的次贷危机进一步扩大，2008 年 9 月 7 日，美国财政部长保尔森宣布，美国政府将成立联邦住房金融署，专门监管陷入困境的两大住房抵押贷款融资机构房利美和房地美，将“两房”收归政府管理，以霹雳手段遏制次级住房抵押贷款危机的继续扩大。但是，美国的房市仍然持续下跌。美国房地产数据服务机构 Zillow 在 2009 年 3 月初发布的报告显示，随着总体经济步入衰退，2008 年美国房市价值缩水 3.3 万亿美元，1/6 屋主的负债额已超出房屋价值。美国的房价已经连续下跌 8 个季度。在 Zillow 调查的全美 161 个大都市中，有 90% 的房价在 2008 年第四季度出现下降，包括罗切斯特、纽约、北卡罗莱纳这些之前房价一直比较坚挺的地区。有数据显示，2009 年 1 月，美国中价位现房平均出售价格为 17.03 万美元，比一年半前大跌 26%。此外，2008 年底，美国共有 540 万屋主拖欠房贷或房屋遭查封，占有屋主的 12%（国际金融报，2009 年 3 月）。

9 案例分析

新世纪金融公司作为美国第二大次级抵押贷款金融机构，其破产倒闭的直接原因是缺少风险意识。导致美国新世纪金融公司破产的金融风险主要有以下五种：

1. 信用风险

现代社会，金融机构面临的信用风险、市场风险和操作风险。新世纪金融公司作为次级抵押贷款的主要供应商，其面临的信用风险明显高于其他非次级抵押贷款供应机构。美国的大银行一般不经营抵押贷款业务，房屋按揭业务大多由次级抵押贷款公司承接。中国社会科学院世界经济与政治研究所张明(2007)的研究表明，美国的房屋抵押贷款机构依据以下三项指标来区分贷款者的优劣：①信用记录或信用评分；②债务与收入之比；③抵押贷款额与房产价值之比。依据这三项指标，抵押贷款者分成三个层次：第一，优质抵押贷款客户。贷款申请者信用记录良好，信用评分在 660 分以上，能提供全套收入证明文件。第二，次级抵押贷款客户。贷款申请者的信用评分低于 620 分，债务收入之比高于 55%，抵押贷款价值与房地产价值之比高于 85%。第三，Alt-A 贷款客户。贷款者的申请条件介于上述两者之间，换句话说，Alt-A 贷款申请者的信用评分在 620~660 分之间，或者是满足优质抵押贷款申请者的所有条件，但是不愿意或不能够提供全套收入证明文件者。

新世纪金融公司主要是面向第二类客户提供抵押贷款业务，而第二类客户的基本特征就是信用评分较低。当房地产市场持续繁荣增长的时候，即便是次级抵押贷款者的工资收入不稳定，他们还是可以通过将房产增值部分进行再贷款或出售房产以归还抵押贷款。但是，当房地产市场低迷或房产价格下跌时，房

2005 年底开始,美国的住房市场持续降温。据美国商务部 2007 年 2 月发表的房屋销售数据显示,新房销售远低于 2007 年 1 月,销售量下降的速度达到过去 13 年之最,新建房屋总数下降 17%,新建房屋价格平均下降 2.1%。据按揭银行家协会公布的资料,拖欠贷款 60 天的次级贷款或房屋遭遇被收回的数字,在 2005 年 5 月为 5.4%,到 2006 年底已升至 10%。2006 年获得次级抵押贷款的美国人中,有 30%可能无法及时还款。2007 年以来,美国次级抵押贷款市场的违约案件数量升至四年新高。可见,新世纪金融公司遭遇了严重的信用危机。

表 1 美国房地产贷款市场的基本分类

贷款市场分类	信用评级分数	贷款要求	利率水平
优质贷款市场 (Prime Market)	高于 660 分	必须严格出具 收入证明	较低
次优级贷款市场 (Alt-A)	介于 620~660 分之间	不愿出具收入证明	比优质贷款利率高 1%~2%
次级贷款市场 (Subprime Market)	低于 620 分	不用出具收入证明	比优惠利率高 2%~3%

资料来源:边卫红,《国际金融研究》2007年第11期第19页。

2. 金融创新风险

创新,是指各种形式的革新、重新创造和发展,经济学家熊彼特对创新的方式和意义进行了深刻的诠释。金融创新是把创新的理念和先进的技术方法应用于金融活动之中,并采用新的技术和方法,改变金融体系的基本要素的搭配和组合而提供新的金融业务的过程(钱小安,金融创新因果[M]. 中国金融出版社,1999)。金融创新具体可分为金融产品创新、金融制度创新、金融机构创新、金融市场创新以及金融监管创新等各种方式。其中,金融产品创新是20世纪中期以来金融创新的主流,而金融产品创新中的金融衍生品和资产证券化,则更是金融产品创新的主流。本案例中的新世纪金融公司利用抵押贷款市场创新,将抵押贷款证券化,遭遇了金融创新风险,放大了风险的效果。

美国是全世界金融产品创新的源头和先锋。次级抵押贷款是一种高风险、高收益型的金融产品,通常贷款的期限比较长,抵押贷款公司为了尽快收回投资,一般会将这种评级不高的抵押贷款,依据其未来的现金流为基础,进行包装设计,形成一种特殊的金融衍生品,其中最常见的是有本金贷款、可调整利率贷款、选择性可调整利率贷款、担保债务凭证(Collateralized Debt Obligation,

CDO)等。而抵押贷款公司开发的典型创新产品就是住房抵押贷款支持证券(Mortgage—Backed Securities, MBS),房地产抵押贷款公司对住房抵押债务进行拆分整合,经过政府机构或私人机构的担保和信用加强,转化为可在金融市场上流通的证券,出售给商业银行、投资银行和对冲基金等金融机构,实现次级抵押贷款的证券化,称之为次级债。

据美国抵押贷款银行家协会公布的数据显示,2006年发放抵押贷款总额为2.5万亿美元,其中76%(1.9万亿美元)转化为抵押贷款支持证券,而次级抵押贷款总规模约为6000亿美元,大约是2001年的5.3倍,次级抵押贷款占整个抵押贷款市场的份额从2000年的2.4%上升至2006年的13.6%。2007年4月,以新世纪金融公司的破产为导火索,美国的次级债风波迅速向世界各地蔓延,引发了全球金融市场的剧烈动荡。如果没有次级抵押贷款的证券化创新产品,新世纪金融公司可能不会成为此次美国次贷危机风暴的暴眼。

金融产品创新,尤其是金融衍生产品是一把双刃剑,金融衍生产品的使用者必须在趋利避害中寻求利益最大化。金融产品创新特别要注意把握节奏,在推进金融产品创新中提升风险的管控能力。衍生金融产品的创新发展使得市场风险管理更为复杂多样。

3. 市场风险

市场经济归根结底是一种风险型经济,市场活动参与者必须以市场为平台,在规避风险和追求最大收益之间寻求合理的平衡。美国是世界上市场经济最发达的国家之一,企业为了追求利益最大化和扩大市场规模,各家抵押贷款金融公司必须以市场为导向开展经营活动,如何防范和控制市场风险就成为检验各家公司稳健经营的标尺。

关于市场风险,一般可表述为企业在经营过程中,由于市场中各种要素价格的不利变化所导致的可能性损失。所有企业都面临着某些形式的市场风险。对于以次级抵押贷款为主营业务的新世纪金融公司而言,其面临的市场风险主要是金融产品的价格,如利率的不利变化所带来的损失可能性。张明(2007)的研究表明,20世纪90年代末期,美国网络股泡沫的破灭,使美国经济衰退。为了提振经济,刺激总需求的增长,增强人们的投资信心,美联储宣布进入了降息周期。从2001年1月份开始,其联邦基金利率在很短的时间内从6.5%一直下调至1%,创造了美国历史上联邦基金利率的最低水平。

美国的低利率政策直接促进了房地产市场从2001年到2005年的持续繁荣。从2002年起,美国房价以每年10%的速度上涨,2005年房价上涨17%,2003—2006年的四年间,美国房价平均涨幅超过50%(边卫红,2007)。王晓雷(2007)的研究表明,以美国联邦住房企业监督办公室(Office of Housing Enterprise Oversight)发布的全国和地方的住房价格指数(House Price Index, HPI)为标准,以1980年第一季度的平均住房价格为100,到2005年第二季度,美国

的住房价格指数已达到 303.13。2001~2005 年,美国住房价格的年均增长率为 5.1%。房地产市场的持续繁荣,给予房地产抵押贷款公司获取更大收益的激励,抵押贷款公司之间的激烈竞争,使得房地产抵押贷款公司纷纷降低贷款申请标准,大力发展次级抵押贷款业务,将抵押贷款业务转向信用评级不高的客户。雷曼兄弟公司提供的数据表明,美国次级抵押贷款价值占全部抵押贷款的比重约为 15%。房地产市场的繁荣掩盖了抵押贷款公司的市场风险,当房地产市场低迷或房产价格趋于下降的时候,抵押贷款公司面临的市场风险开始暴露。

事实上,美国的房屋价格经历了 2001~2005 年的快速上涨,并在 2004 年和 2005 年达到高峰。但是,2005 年第四季度和 2006 年初上涨速度开始迅速回落,到 2007 年第一季度,房屋环比价格涨幅已经接近于 0(徐凡,2007)。美国的金融危机爆发以后,房屋价格的下降幅度连创历史记录。标准普尔公司和美国联邦住房金融储 2009 年 2 月 24 日发布的两项重要房价指数显示,2008 年第四季度,美国房价跌幅创历史新高。标准普尔公司发布的凯斯-席勒美国全国房价指数在 2008 年第四季度同比下降超过 18%,为该指数编制以来的最大季度同比跌幅。美国联邦住房金融储发布的报告说,2008 年第四季度美国房价同比下跌超过 8%,为该机构 1991 年开始此项统计以来的最大季度同比跌幅。

房地产市场出现的低迷走势,使得房地产抵押贷款的信用质量开始下降,贷款者难以通过房产增值取得再融资资金,更难以通过市场将房产变现,贷款者只能是延期还贷或违约不还。新世纪金融公司终于因为房地产市场的价格变化,遭遇了市场风险。

4. 道德风险

金融活动中存在严重的信息不对称,交易双方拥有的信息量不完全一致,当事人一方比另一方掌握的信息量更多、更详细。信息经济学建立了委托-代理模型来分析信息不对称中的当事人行为,该模型认为,由于交易双方掌握的信息量不同,将掌握信息多的一方称为代理人,另一方称为委托人,信息不对称将会造成代理人的机会主义行为,即“逆向选择”和“道德风险”。“逆向选择”是事前的机会主义行为,“道德风险”是事后的机会主义行为。道德风险的发生是因为借款人有从事高风险活动的动机,借贷市场的道德风险有三种具体的表现形式:①改变资金用途。借款者获得贷款后,为了获得更大的资金使用效益,满足投机性需求,将资金用到非贷款申请项目上。②有还款能力的借款人可能隐瞒自己的收入,故意不还款,恶意拖欠银行贷款。资金是一种稀缺的经济资源、为了获取超额收益,借款者有故意拖欠银行贷款的动机。③借款人取得借款后,对资金的使用效益漠不关心,不负责任,不努力工作,致使借入的资金发生损失。

新世纪金融公司的主业是发放抵押贷款,为了扩大抵押贷款的业务规模,新世纪金融公司降低了放贷门槛,给予信用度不高的消费者易于获得住房贷款的激励,从而刺激了信用度不高的消费者转向申请次级抵押贷款。新世纪金融公

公司的贷款客户大多是信用评级不高、工作不稳定、无法提供明确的收入来源、本身有负债拖累的居民。当申请者无法获得必要的资金或无法将房产按照合适的价格变现的时候,他们只能选择延期偿还贷款或违约不还贷款,使新世纪金融公司遭遇道德风险。

5. 利率风险

利率是国民经济活动中的重要变量,是调控宏观经济的重要货币政策工具,利率决定了可贷资金的供给和需求,利率还引导投资、消费和储蓄。美国利率政策的变化使得新世纪金融公司面临利率风险。

美国的抵押贷款一般分为固定利率抵押贷款和可变利率抵押贷款。所谓可变利率抵押贷款,是指贷款利率可以定期根据基准利率进行调整。在 2006 年新增的次级抵押贷款中,大约 90%是可调整利率抵押贷款(Adjustable Rate Mortgages),而在这些可调整利率抵押贷款中,有三分之二是贷款期为 30 年的长期抵押贷款,其中前两年采用显著低于市场利率的固定利率,第三年开始重新设定利率,一般是基准利率加上风险溢价(张明,2007)。原本次级抵押贷款的利率就比优质抵押贷款利率高出 2~3 个百分点,随着金融产品创新的发展,美国发明了多种抵押贷款的新品种,如 Interest-Only(IOs),允许借款者在开始的一段时间内只偿还贷款利息,随后再正常偿还本金和利息。在创新抵押贷款产品中,还有一种方式是允许借款人在开始的一段时间内只偿还很少的金额,偿还额甚至低于当期应计利息额,未偿还部分会加入到贷款本金中,因而增加未来的还本付息额,这种偿还方式称为负摊还(Negative Amortization)。随着联邦基金利率的上升,当固定利率偿还期结束或者利率重新调整时,借款人每期的偿还额可能出现成倍上升,因而增加了还贷风险。美国在 2004 年下半年变更了利率政策,开始进入加息周期,在两年的时间里,连续加息,联邦基金利率从 1%上升到了 2007 年 1 月的 5.25%的水平(徐凡,2007),这对可变利率抵押贷款的影响非常大。同时,因为利率的不断上升,住房价格的上涨速度开始趋缓,甚至下降,这对于本来期望通过房价上涨和房地产市场的繁荣而将房产变现的次级贷款者而言,因无法承受增长的利息而开始破产,最终导致了新世纪金融公司的破产。

① 新世纪金融公司破产的启示

以新世纪金融公司破产为导火索而引发的美国次贷危机已经演变成了一场重要的金融市场危机,次贷危机的根源已经引起监管当局、专家学者和金融机构的密切关注。据报道,2008 年初,美国联邦调查局(FBI)开始对 14 家在次级抵押贷款中可能存在的会计欺诈、内幕交易等违规行为展开调查,着重调查抵押贷款公司是否存在利息矛盾、伪造账目、内幕交易以及抵押证券是如何提供给投资者的。此外,美国证券及交易委员会(SEC)还在进行大约 36 宗民事调查,以查清次级抵押贷款是如何形成的,以及相关证券的价值是如何估算的。不仅如此,