

Sub-prime Mortgage Crisis
Financial Crisis and
European Debt Crisis

次贷危机、金融危机与 欧债危机

王爽◎著

危机的爆发与演进综述

危机根源分析与救市政策解读

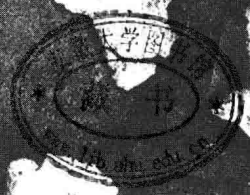
危机对中国经济发展的影响研究

 中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

Sub-prime Mortgage Crisis
Financial Crisis and
European Debt Crisis

次贷危机、金融危机与 欧债危机

王爽◎著



中国经济出版社
CHINA ECONOMIC PUBLISHING HOUSE

北京

图书在版编目 (CIP) 数据

次贷危机、金融危机与欧债危机/王爽著.

北京: 中国经济出版社, 2013. 4

ISBN 978 - 7 - 5136 - 2228 - 8

I. ①次… II. ①王… III. ①金融危机—研究—世界 IV. ①F831. 59

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2012) 第 313543 号

责任编辑 李煜萍

责任审读 霍宏涛

责任印制 张江虹

出版发行 中国经济出版社

印刷者 三河市佳星印装有限公司

经销者 各地新华书店

开本 710mm × 1000mm 1/16

印张 10

字数 125 千字

版次 2013 年 4 月第 1 版

印次 2013 年 4 月第 1 次

书号 ISBN 978 - 7 - 5136 - 2228 - 8/F · 9601

定价 32.00 元

中国经济出版社 网址 www.economyph.com 社址 北京市西城区百万庄北街 3 号 邮编 100037

本版图书如存在印装质量问题, 请与本社发行中心联系调换(联系电话: 010 - 68319116)

版权所有 盗版必究 (举报电话: 010 - 68359418 010 - 68319282)

国家版权局反盗版举报中心(举报电话: 12390)

服务热线: 010 - 68344225 88386794

前 言

从贝尔斯登旗下对冲基金破产清盘掀起的次贷风暴，到雷曼兄弟轰然倒塌引发的金融海啸，再到希腊自曝家丑后刮起的债务飓风，持续不断的危机浪潮在过去五年间不仅沉重打击了整个国际金融市场，更是彻底改变了世界经济多年来的发展轨迹。

对于身处国际金融和世界经济版图中心的我们，在经济环境风云变幻的今天，危机不再仅是新闻中的一个标题，它潜移默化地影响着我们的生活点点滴滴，甚至更为长远的未来。

作为国际金融和世界经济领域的爱好者，本人一直对次贷危机、金融危机、欧债危机非常关注，也正是在这样一种由兴趣推动的持续学习和研究过程中，慢慢形成了自己的一些见解，于是将之系统梳理后著成此书。

本书共分为三篇。上篇主要对次贷危机、金融危机和欧债危机的爆发与演进进行了全面回顾和系统描述；中篇重点研究了危机爆发的真正根源，同时对危机演进过程中主要经济体的救市政策进行了深入解读；下篇则透彻分析了危机对我国目前经济运行和长远经济发展的影响以及几点启示。

本书的顺利成稿及最终出版，离不开家人的理解与支持，与中国经济出版社李煜萍老师的鼎力帮助同样密不可分，在此深深感谢。

最后，希望本书能给广大经济爱好者以帮助，同时欢迎大家共同探讨、批评、指正。

目 录

上篇 危机的爆发与演进综述

- 第1章 次贷危机的爆发与传导 / 3
- 第2章 金融危机的爆发与蔓延 / 33
- 第3章 欧债危机的爆发与演进 / 49

中篇 危机爆发根源探析与救市政策解读

- 第4章 次贷危机与金融危机爆发的背景与主因探究 / 57
- 第5章 欧债危机爆发的根源研究 / 69
- 第6章 危机演进中的救市政策解读 / 77

下篇 危机对我国经济发展的影响研究

- 第7章 危机对我国经济发展的冲击 / 111
- 第8章 我国应对危机的策略
——兼论经济发展模式的转型 / 119
- 第9章 危机对我国经济发展的启示 / 139

参考文献 / 147

上 篇

危机的爆发与演进综述

次
贷
危
机

金
融
危
机

欧
债
危
机

Chapter One

第 1 章 次贷危机的爆发与传导

2008 年 3 月 14 日，已连续保持逾 80 年利润增长、被誉为“一只从不冬眠的熊”的美国投行巨头贝尔斯登（Bear Stearns Cos.）面对汹涌而来的挤提潮^①被迫宣布其流动性“显著恶化”，消息公布后贝尔斯登股价应声骤跌 47%，报收 30 美元，降至九年来最低水平，并拖累美国道琼斯指数狂泄近 200 点。当日，鉴于异常严峻的市场形势，美联储决定通过摩根大通（JP Morgan Chase & Co.）向贝尔斯登紧急提供应急性援助资金^②，以防止贝尔斯登危机向整个金融系统蔓延。3 月 17 日，贝

① 2008 年 3 月 10 日，美国股市上出现“贝尔斯登可能陷入了流动性危机，债主将强制变现公司资产”的传言，这些传言又迅速成为《华尔街日报》等美国媒体讨论的话题。贝尔斯登的客户与交易对手开始对贝尔斯登的履约能力产生怀疑，其股票被巨量抛售。3 月 10—13 日，贝尔斯登出现客户挤提潮，170 多亿美元的委托资产被客户赎回，贝尔斯登的超额流动性很快从 200 多亿美元降至 30 亿美元左右。

② 具体做法是，摩根大通向美联储借款后再向贝尔斯登提供为期 28 天的有担保贷款，贷款风险由美联储承担。按照美国金融市场规定，除非经济进入全面的大萧条，美联储的贴现窗口是不能对贝尔斯登这样的投资银行开放的，如果美联储计划救助贝尔斯登只能通过商业银行迂回。美联储此举足见形势的至为危急。

尔登低调宣布将被摩根大通收购。5月29日，摩根大通以约22亿美元（每股10美元）的总价收购贝尔斯登的方案正式获得股东批准。至此，次贷支持CDO市场上曾经的急先锋贝尔斯登最终还是没能挺过这场风暴的袭击而黯然离场。

2007年7月贝尔斯登旗下两只对冲基金的破产清盘使人们开始意识到次贷危机的真正来临，2008年5月，人们却丝毫没有看到危机因贝尔斯登被收购而停止的迹象……

1.1 次贷危机的前兆与爆发

2000年美国纳斯达克股市泡沫破裂后，美国经济面临着衰退的风险。为了刺激需求，美联储于2001年1月开始进入降息周期，到2003年6月已连续13次降息，将联邦基准利率由6.5%下调至1%，之后一直保持到2004年6月。与此相呼应，日本、欧洲央行也实行了类似的低利率政策措施^①。宽松的货币政策一方面使得美、日、欧三大经济体的经济发展速度得以维持在高位，另一方面也直接造成了全球流动性泛滥，流动性泛滥推动了房地产等资产价格的高企，资产证券化以及各种杠杆和衍生品工具在房地产市场上的频繁运用又吹大了房地产价格的泡沫……

专栏1-1 资产证券化

资产证券化是整个20世纪国际金融领域中最伟大的金融创新之

^① 日本从2001年开始，实施了长达5年的零利率政策；欧洲央行自2001年开始到2003年6月连续4次降息至2%，并维持近2年。

一，也是目前国际资本市场特别是美国资本市场上最重要的融资工具之一。

根据证券化资产范畴的宽窄不同，资产证券化一般可以分为狭义的金融资产证券化、广义的金融资产证券化和广义的资产证券化三个层次。本文所述的资产证券化是指狭义的金融资产证券化，即根据证券化目标的需要，将流动性相对不足但预期现金流稳定的贷款或其他债务工具进行重组后汇集成一个资产池（基础资产），并出售给专门从事资产证券化的特殊目的实体（SPV），在破产隔离和信用增级技术的支持下，特殊目的实体将其转化为可以在金融市场上流通的、信用级别较高的证券来进行资金融通的过程。

1. 资产证券化具有三个本质特征，即资产重组、破产隔离和信用增级。

资产重组是指资产的所有者或支配者为实现发行证券的目标，根据资产重组原理，运用一定的方法与手段，对其资产进行重新配置与组合的行为。资产的原始权益人对自己所拥有的能够产生未来现金流的资产进行组合，形成资产池。资产证券化融资所需要的资产是特定的，是从权益人的全部资产中“剥离”出来的部分特定资产，该资产的范围可能不仅限于一家企业的资产，可以将许多不同地域、不同企业的资产组合为一个证券化资产池。

破产隔离机制是资产证券化交易所特有的技术，它使基础资产原始所有人的其他资产风险、破产风险等与证券化交易中基础资产的风险隔离开，风险不会“传染”给资产支撑证券持有者，资产的卖方对已出售资产没有追索权，在卖方与证券发行人和投资人之间构筑一道坚实的“防火墙”。证券化交易的风险与资产原始所有者的风险无关，而只与证券化资产本身相关。破产隔离主要从两个方面提

高了资产运营的效率：一方面，通过风险隔离，把基础资产原始所有人不愿或不能承担的风险转移到愿意而且能够承担的人那里去；另一方面，资产支撑证券的投资者能够只承担他们所愿意承担的风险，而不必是资产原始所有人面临的所有风险。因此，通过采取破产隔离机制，资产证券化提高了资本运营的效率，从而给参与各方带来了收益。

信用增级是使发行的支撑证券能够避免与基础担保品相联系的损失或其他风险的过程。为了吸引更多的投资者并降低发行成本，利用“信用增级原理”^①来提高资产支撑证券的信用等级是资产证券化的一个重要特征。信用增级主要分为外部信用增级和内部信用增级。外部信用增级可以采取对全部或部分证券的付款承诺作出保证的形式。保证一般由第三方金融机构提供；内部信用增级则主要采取分档技术（tranching），将资产支持证券分为不同信用等级，低等级证券必须在高等级证券得到清偿后才能获得支付，但在承担高风险的同时也将获得高收益。具体而言，针对同一资产池，发起人通常会将其划分为优先档（Senior Tranche）、中间档（Mezzaine Tranche）以及股权档（Equity）等不同档次的债券。未来首先全部偿付优先档债券，若有富余再偿付中间档债券，最后偿付股权档债券。

2. 资产证券化作为一种结构融资方式，其参与者众多，主要包括发起人、特殊目的实体、投资银行、投资者、托管者、信用增级机构、信用评级机构等（在实际操作过程中，同一主体在不影响系统功能的前提下往往同时兼任几个主体的职能）。

^① 信用增级原理是从信用的角度来考察现金流，即研究如何通过各种信用增级方式来保证和提高整个证券资产的信用级别。

发起人也称资产出售者，是被证券化资产的原所有者和融资资金的最终使用者，其职能是选择拟证券化的资产，并进行重新组合，然后将其出售给特殊目的实体，作为资产证券化的担保品。

特殊目的实体是资产证券化中最重要的主体，它是专门为发行资产支撑证券而组建的，在法律上具有独立的地位；特殊目的实体只能从事单一业务，即购买证券化资产、整合应收权益，并以此为担保发行证券；但它不参与实际的业务操作，具体工作委托给相应的投资银行等中介机构进行。

投资银行即证券承销商。投资银行为证券的顺利发行进行有效促销，确保证券发行成功。无论采取公募还是私募发行方式，投资银行都要和发行者一起策划、组织证券化交易的整个过程，以使其符合相关法律、法规、会计和税收等方面要求，既能够在最大程度上保护发起人的利益，又能满足投资者的需求。

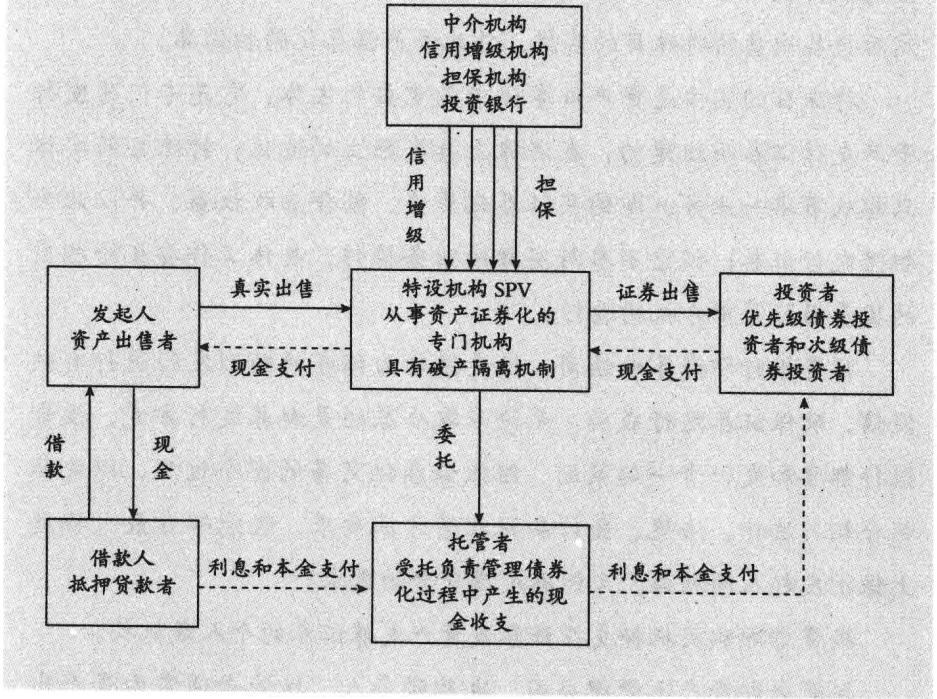
投资者即购买抵押支撑证券或资产支撑证券的个人或机构。

托管者即资产池管理公司，也称服务人。托管者通常由资产出售者或指定的机构来承担。托管者的作用是负责收取到期本金和利息流，将其转交给特殊目的实体，并负责追收那些过期的应收账款，确保资金及时、足额到位。

信用增级机构即资产证券化的信用担保主体。在进行外部信用增级时，如保险公司、金融担保公司、企业财务公司等第三方均可以作为增级机构。

信用评级机构的主要作用是对拟发行的证券信用等级进行评定，其目的是对证券信用风险提供权威性的意见，为投资者进行有效的投资决策提供合理、可靠的依据。根据国际惯例，构建结构性融资产品过程中都需要引入信用评级。

3. 资产证券化的交易图。



1.1.1 贝尔斯登的光环

贝尔斯登公司成立于1923年，是全球最著名的投资银行与证券交易公司之一。公司总部位于纽约，在全球拥有约14500名员工。旗下包括贝尔斯登股份公司、贝尔斯登国际、贝尔斯登银行、信托投资公司等。其主要业务涵盖固定收益业务、权益投资业务、投资银行业务、全球清算服务、资产管理以及个人银行服务。2003年，贝尔斯登固定收益业务中次级住房抵押贷款证券（subprime residential mortgage-backed

securities, subprime RMBS^①) 和债务抵押债券 (Collateralised Debt Obligation, CDO^②) 收益快速增长, 特别是后者市场份额的大幅度提升, 帮助贝尔斯登实现税前利润 11.56 亿美元, 超过高盛和摩根斯坦利而成为全球盈利最丰厚的投资银行。此后, 随着美国房地产价格的持续攀升, CDO 市场规模的不断扩大, 贝尔斯登 CDO 销售额和自营投资规模 (其中多数是股权档 CDO) 也迅速上升, 2006 年公司的税后利润高达 20.54 亿美元, 近乎成为华尔街最赚钱的投行。此时, 贝尔斯登旗下专门从事 subprime RMBS 和 CDO 业务的高端结构信贷策略基金 (High Grade Structured Credit Strategies Fund) 和高端结构信贷策略杠杆基金 (High Grade Structured Credit Strategies Enhanced Leverage Fund) 正所谓风光无限, 这两只基金 2006 年的资产收益率合计达到 22.97%, 成为拉动公司业绩增长的主要动力之一。

专栏 1-2 次级住房抵押贷款 (次贷)

美国的住房抵押贷款根据借款主体的信用评级不同可以分为优质住房抵押贷款、接近优质住房抵押贷款和次级住房抵押贷款。其中, 优质住房抵押贷款一般是面向信用等级高、信用评分 (FICO) 在 660 分以上的收入稳定、债务负担合理的购房者; 次级住房抵押贷款主要是向信用分数低于 620 分、还款能力差、负债重的购房人提供的贷款; 接近优质住房抵押贷款面向的购房人信用评级介于二者之间。

在美国的住房抵押贷款市场上, 不同等级的住房抵押贷款的利率区别是非常明显的, 以 30 年固定利率的贷款为例, 优质住房抵押

① 美国的次级住房抵押贷款证券 (subprime RMBS) 是住房抵押贷款证券 (RMBS) 的一种, 是指专门以次级住房抵押贷款为资产支持的证券化产品, 也就是我们所说的次级债。

② 此处及下文所述的 CDO 如不特别说明均指次贷支持的 CDO。

贷款利率通常在 6.5% 左右，接近优质住房抵押贷款利率在 7.5% 左右，次级住房抵押贷款利率则为 9% 或更高。尽管对于放贷机构而言，次级住房抵押贷款的收益明显高于优质住房抵押贷款，但由于其所面临的风险更大，所以在 20 世纪 90 年代中期前，次级住房抵押贷款数量很少。20 世纪 90 年代中后期特别是进入 21 世纪以来，随着房地产价格的持续大幅攀升以及资产证券化在房地产领域的灵活应用，次级住房抵押贷款数量急剧扩大。发放次级住房抵押贷款的房贷机构也由以传统的商业银行为主转向以专门从事发放次级抵押贷款的房贷公司（此类公司大多不是联邦住房贷款银行会员，不受美国联邦金融委员会监管^①）为主。

1.1.2 次贷投资者的逻辑

subprime RMBS 和 CDO 市场的火爆源于美国房地产市场的繁荣和人们对房价持续走高的预期。投资银行、对冲基金以及其他全球的机构投资者和个人青睐 subprime RMBS 和 CDO 的逻辑并不复杂：subprime RMBS 和 CDO 是以次级住房抵押贷款（或次级债）作为标的资产进行证券化的高收益产品，该产品的收益率能否保证主要取决于标的资产池中的次级抵押贷款能否按规定每月偿付，即每月有一定的还款现金流。尽管对次级抵押贷款者的还款能力不能寄予太高期望，但事实上，只要

^① 为促进房地产金融市场的平稳运行，美国政府专门设立了联邦住房金融委员会来负责对住房贷款发放机构的监管。由于从事抵押贷款发放的机构众多，难以实施直接监管，因此美国政府将全国分为 12 个片区，相应建立了 12 家联邦住房贷款银行（作为联邦贷款银行系统的成员机构），12 家联邦住房贷款银行吸收了超过 8000 家抵押贷款发放机构作为会员，使联邦住房金融委员会通过直接监管 12 家联邦住房贷款银行，间接实现了对住房抵押贷款发放机构的监管。

次级抵押贷款者购买的房屋价格能够不断走高，其所购买的房产就一定会有所增值，有一定的增值，就相当于有一定的还款现金流，也就是说 subprime RMBS 和 CDO 的标的资产不会有问题，那么销售或投资该产品的预期收益率就会有保障。简单地说，即便次级住房抵押贷款者不能偿付贷款，只要房价涨，就能获得 subprime RMBS 和 CDO 业务的预期收益。

专栏 1-3 CDO

CDO (Collateralised Debt Obligation) 可以翻译为债务抵押债券或担保债务权证，是一种典型的资产证券化产品。

CDO 的历史最早可以追溯到上世纪 80 年代中后期，但真正开始被投资者广泛接受则是在新世纪之后。2004 年至 2006 年是 CDO 发展的黄金时期，CDO 在 3 年时间里的销售量分别为 1570 亿美元、2730 亿美元和 5500 亿美元^①，而这其中相当比重的 CDO 是以次级住房抵押贷款证券为标的资产支持的，也就是所谓的次贷支持 CDO。因此，次贷支持 CDO 实际上是次级住房抵押贷款证券即次级债 (subprime RMBS) 的一种衍生产品，它较次级债更具创新性：主要以中间档次级债^②为基础，继续运用分档 (tranching) 技术，将资产池中的资产按照风险大小或信用质量高低划分为偿付顺序不同的优先档 (Senior Tranche)、中间档 (Mezzaine Tranche) 以及股权档 (Equity) 来满足不同偏好的投资者的需求。其中，优先档的信用评级多为 AAA 级，风险最低相应收益也不高，主要购买对象为保险公

^① 参见张明：《透视 CDO：类型、构造、评级与市场》，工作论文，2008 年 3 月。

^② 运用分档技术 (tranching)，次级债可以划分为不同期限、不同利率、不同信用级别的多档 (tranche) 且依次偿还的债券。信用级别由高到低一般为优先档、中间档、股权档等。

司、商业银行和养老基金等；^① 中间档的信用评级则一般在 AA 级以下 B 级以上，风险和收益都有所升高，购买对象主要有对冲基金和投资银行等；股权档是对以上各档的支撑，不需要评级，通常由发行者持有或少量出售给对冲基金和投资银行自营部门，风险最高，收益最大。

1.1.3 最后的疯狂

进入 2007 年，美国的房地产金融市场环境已经悄然发生了转变，而这种变化似乎是销售或投资 subprime RMBS 和 CDO 者始料未及的，因为在不久之前，甚至连不少专业人士还都在呐喊房地产的“黄金十年”刚刚拉开序幕。

美国这一轮的房地产景气周期始于 20 世纪 90 年代初期，在整个 90 年代，全美房价的年均增幅接近 3%，进入新世纪后，开始突然加速，从 2000—2006 年，房价基本保持了每年 10% 的上涨速度。尽管每个人都承认没有只涨不跌的房价，但诱人的房地产“大牛市”的确少有看空者，华尔街的金融机构自信他们完全可以控制风险，货币和监管当局也相信美国高度开放和发达的市场具有足够的抗风险能力。就这样，极少数发出警告指出问题严重性的声音^②很快被淹没了，然而，实实在在

^① 在现实中，中间档 CDO 还会被进一步证券化作为另一个 CDO 的基础资产，这种过程继续下去，就出现了所谓的 CDO 平方、CDO 立方等一系列衍生的衍生品。

^② 早在 2000 年，美国经济学家、前美国联邦储备委员会委员爱德华·葛兰里奇就已经向当时的美联储主席格林斯潘指出了快速增长的居民次级住房抵押贷款可能造成的风险，希望美国有关监管当局能够“加强这方面的监督和管理”；2002 年，他再次拉响警报，认为“一些次级住房贷款机构没有任何监管，他们的贷款行为最终会危及美国人实现拥有住房和积累财富的两个美国梦想”；到 2004 年 5 月，他更是明确指出“快速增长的次级房屋抵押贷款已经引发贷款违约的增加，房屋赎回的增多以及不规范的贷款行为的涌现”；在他 2007 年 9 月逝世前不久发表的文章里，葛兰里奇揭示了美国的金融监管存在着严重的空白和失控问题，“次级房贷市场就像是狂野的美国西部，超过一半以上的这类贷款由没有任何联邦监管的独立房贷机构所发放”。