

美国次贷危机的传导机制^{*}

雷良海 魏 遥

内容提要 美国次贷危机根源于房地产市场繁荣背景下激进的住房抵押贷款行为,本质是由房价下跌和利率提升导致的信用危机引发的信贷紧缩和金融市场流动性缺失。文章以美国次贷危机的传导基础为切入点,利用金融危机传导模型来分析美国次贷危机的传导机制。在其传导过程中,美国次贷危机形成了从信贷市场到资本市场、从资本市场到信贷市场、从金融市场到实体经济和从国内市场到国际市场的传导路径。在金融全球化的背景下,美国次贷危机通过金融市场和实体经济传导到全球市场,并对全球经济发展造成不确定性影响。

关键词 次贷危机 传导机制 金融创新 流动性缺失

作者单位 上海理工大学管理学院

中图分类号: F831.59 **文献标识码:** A **文章编号:** 1007-6964[2009]01-080919-0825

一、引言

美国次贷危机(Subprime Mortgage Crisis)是美国房地产市场泡沫破灭的结果。但是,起源于信贷市场的这场信用危机却愈演愈烈,迅速席卷了信贷市场、资本市场、股市和汇市,引发了全球金融动荡,成为美国金融史甚至全球金融史上最深重的金融危机之一。这场危机可能将美国经济乃至全球经济拖入衰退的深渊,它也因此引起了各国对金融创新、风险传染和流动性管理等方面问题的深刻反思。

美国次贷危机爆发后,美联储、欧洲央行及日本等各国央行的联合注资行为,以及美联储的连续降息,虽然逐步缓解了金融市场上的流动性短缺(Liquidity Squeeze),但迄今为止尚未彻底改善美国的信贷紧缩(Credit Crunch)局面。更令人担心的是,次贷危机正逐步扩散到实体经济,给美国乃至全球的实体经济带来深刻的影响。美联储主席伯南克认为,次贷危机对国际金融业造成的损失超过了此前“最悲观的预测”,并承认“美国经济增长近期很可能减缓”。IBM也预计:“次贷危机引发的全球金融动荡可能会持续且深远,并将减缓全球经济增长”;“美国的增长率仍将减缓,信贷危机很可能造成进一步后果”¹。

其实,据IBM估计,美国次级住房抵押贷款证券化存量约为1.4万亿美元,仅占现存抵押贷款证券总量的14%左右,相对于美国金融市场50万亿美元的总资本和全球金融市场165万亿美元的总资本,次级抵押贷款证券化资本确实微不足道²。但是,这微不足道的次级贷款为何能对整个美国金融市场乃至全球金融市场造成如此严重冲击?为何会如此快速地实现跨市场金融风险传导并形成危机?这是值得深入思考的问题。本文以美国次贷危机的传导基础为切入点,利用金融危机传导的相关理论和模型来分析美国次贷危机的传导机制,以期对我国降低美国次贷危机的影响和制定更具针对性的策略提供以资借鉴的理论基础。

二、美国次贷危机的传导基础

1. 美国贷款市场的三类住房贷款产品

^{*} 本文系1上海市教委重点学科建设项目:“经济系统运行理论与政策”,(项目编号:J50504);2安徽省教育厅人文社科资助项目:“我国产融集团发展中的协同机制与协同风险研究”,(项目编号:2008sk390)。

¹ 资料来源于美联储主席伯南克的讲话和IBM的报告,转引自:杜厚文,初春莉:“美国次级贷款危机:根源、走势、影响”[J],《中国人民大学学报》,2008(1)。

² 数据资料来源:IBM的全球金融稳定报告:《金融市场动荡:起因、后果和政策(2007.10)》中国金融出版社,国际货币基金组织,2007(1)。

根据个人客户信用评级和风险特征等标准,美国住房按揭贷款市场大致分为三个层次:优质贷款市场、ALT-A 贷款市场和次级贷款市场。优质贷款市场(Prime Mortgage Market)主要面向信用等级高(信用等级分数在 660 以上)、收入稳定可靠、债务负担合理的优质客户,其主要选择传统的 30 年或 15 年固定利率按揭贷款。次级贷款市场(Subprime Mortgage Market)主要面向信用等级分数低于 620 分、收入证明缺失、负担较重的客户,其一般采用首付低于 13% 甚至零首付的“2+18”或“2+28”模式,即前 2 年为固定利率、后 18(28)年为浮动利率。ALT-A 贷款市场(Alternative A)则是介于上述二者之间的庞大灰色地带,既包括信用等级分数在 620-660 分之间的阶层,又包括分数高于 660 分的高信用但又不愿意提供收入证明的客户,其一般也是采用类似于“2+18”或“2+28”的可调整利率抵押贷款(Adjustable Rate Mortgage, ARM)。

目前,美国的次级抵押贷款公司有多种供给机构,主要有以下五类:商业银行、储蓄机构、独立的房贷公司、银行分支机构和金融控股公司分支机构。整个次贷市场上,机构个数最多的是房贷公司,占整个市场机构的 60% 多,而发放次级房贷数额最大的是金融控股公司的分支机构,其次是商业银行,共占到整个市场房贷量的 70%。具体构成见图 1。

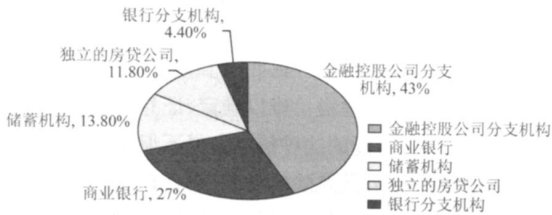


图 1 美国次级房贷供给市场结构图

资料来源:美联储信用调查局,2007。

一般而言,次级贷款市场和 ALT-A 贷款市场客户获得住房抵押贷款的难度较大,历史上占住房抵押贷款市场的份额相当小,且因其风险高而使得其贷款利率比优质客户高出 1~3 个百分点。但是,自 2001 年以来,受低利率的货币政策影响,美国房地产市场高度繁荣。在房价持续上涨的乐观预期下,为了追求盈利,美国房贷机构不断放宽放贷标准,因此,次级贷款市场得到了迅猛发展,目前存量约为 1.5 万亿美元,占美国整个房贷市场的 13%。

2 美国次级贷款的三级金融创新链条

受激进住房贷款行为的驱使,在美国次级贷款抵押运作链条上,形成了由次级抵押贷款(SM)一抵押贷款支持债券(MBS)一债务抵押担保债券(CDO)一基于 CDO

的各类衍生产品的渐趋复杂的三级金融创新链条。

首先,从次级抵押贷款(SM)到抵押贷款支持债券(MBS)。次级抵押贷款公司为了提高资金周转率,提高放贷能力和转移信贷风险,将次级抵押贷款按数量、期限、利率和风险特征的不同分离后打包成抵押贷款支持债券(Mortgage Backed Securities, MBS)出售给投资银行。通过此项运作,次级抵押贷款公司一方面可以获得源源不断的现金流,持续发放次级抵押贷款;另一方面可以在满足自身资本充足率的条件下,将流动性风险转移给投资银行。

其次,从抵押贷款支持债券(MBS)到债务抵押担保债券(CDO)。投资银行根据债券偿付的优先秩序,将 MBS 及其他债券组合带来的现金流再次进行分割后打包成风险不同级别的债券抵押担保债券(Collateralized Debt Obligation, CDO)出售给保险基金、养老基金或对冲基金等机构投资者。根据信用风险等级的不同,CDO 产品再次被分级:优先级、中间级和和股权级(Equity)。其中优先级 CDO 的风险最低,在信用资产构成中主要以 AAA、AA 为主,大约占 80%,主要被商业银行、大型投资基金和外国机构,包括退休基金、保险基金、教育基金和政府托管的各种基金竞相购买;中间级 CDO 和股权级 CDO 各占 10% 左右,在信用资产构成中主要以 A、BBB 或 HEL(Housing equity loan)为主,基本为投资银行和对冲基金等追求高风险、高利润的机构投资者持有,当然,其中大部分又会作为抵押品被投资银行或对冲基金用于向商业银行进行融资,进行杠杆操作。

再次,从债务抵押担保债券(CDO)到基于 CDO 的各类金融衍生产品。华尔街的投资银行还基于 CDO 进行了名目繁多、复杂且价值远远脱离了其原生基础资产的衍生金融产品。据统计,2003 年至 2006 年,信用衍生类金融市场规模膨胀了 15 倍,已达到 50 万亿美元的惊人规模。这其中,主要力量是对冲基金。但 2006 年以来受以前低拖欠率所形成的高收益所诱惑,一大批包括养老基金在内的保守性基金竟然也在其中占据了相当大的份额。关于美国次级债券持有者的具体结构见图 2。

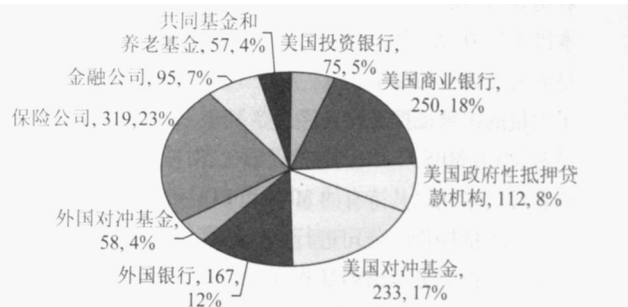


图 2 美国次级房贷购买市场结构图

资料来源:美联储信用调查局,2007。

纵上所述,美国次级抵押贷款的整个运作链条及三次金融创新就可以体现在图 3中。

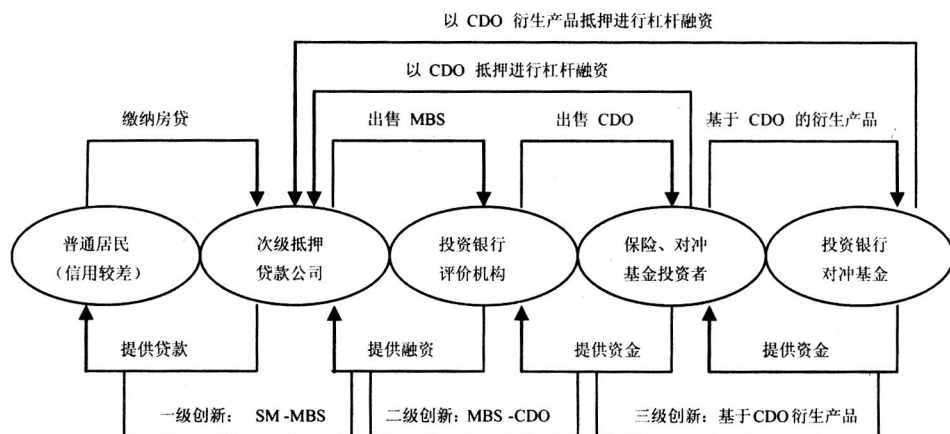


图 3 美国次级抵押贷款的三级金融创新链条

3 美国次级贷款的五层主体风险累积¹

从美国次级贷款运作链条中可以看出,整个链条中涉及五大市场主体:作为次级抵押贷款者的普通居民、以商业行为为主的次级抵押贷款公司、金融产品创新的投资银行、信用等级标准的评级机构和衍生金融产品的购买者。每一风险主体都在次贷危机的连锁效应中加剧了次贷危机的风险积累。

(1)对于作为次级抵押贷款者的普通居民而言,主要的问题就是不能偿付房贷的违约问题,其实质是个信用风险和信用危机问题。也就是说,作为次级抵押贷款者的普通居民的信用危机使次级贷款利益链条在源头上发生了裂断,形成了美国次贷危机的第一层风险累积。

(2)对于以商业行为为主的次级抵押贷款公司而言,主要问题有三:一是激进的贷款行为。受激进信贷策略的驱使,次级抵押贷款公司一方面放松了贷款的发放标准,另一方面提供了多种潜在风险巨大且结构复杂的次贷产品,在次贷产品设计的源头上留下了风险漏洞。二是自我膨胀式的风险逃避机制。次级抵押贷款公司利用资产证券化将次级房贷基础资产转化为 MBS,从而将贷款风险通过证券市场转移给投资者。随着贷款风险的转移,次级抵押贷款公司因贷款占用的资本得到释放,则回收的资金可以继续扩大放贷能力。三是流动性缺失的绑架效应。次级抵押贷款公司自身投资了大量的次级抵押贷款支持债券 MBS 及其衍生品 CDO,同时,购买 MBS 和 CDO 的投资银行、对冲基金等机构投资者反过来又以其持有的 MBS 和 CDO 作抵押向商业银行等次级抵押贷款公司进行杠杆融资,加之次级抵押贷款公司向投资者承诺的某些“赎回条款”,使得次贷危机爆发后,试图通过资产证券化来逃避风险的商业银行等次级抵押贷款公司又主动或被动地承接了金融市场的系

统性风险。因此,我们完全可以怀疑“次级按揭贷款机构当初发行次级债的动机,就是有意识地扩大风险分担的范围,通过这种“绑架效应”,迫使政府为自己造成的系统性风险买单”(孙立坚,彭述涛,2007)。

(3)对于金融产品创新的投资银行而言,主要的问题就是系统性风险问题。投资银行通过从贷款发放机构购买次级贷款,进行结构化分离和打包设计,将次级抵押贷款进行证券化,形成衍生产品 MBS、CDO 以及基于 CDO 的各类金融衍生产品,并向市场发售,使次级贷款的风险链条向多元化机构延伸。在资产组合和产品发售的风险链条延伸过程中,MBS、CDO 以及基于 CDO 的各类金融衍生产品割裂了产品本身和基础资产之间的联系,使得衍生产品风险溢价难以确定,证券真实持有人信息不透明。金融市场的这种信息失灵不但使投资银行无法发挥信用强化、分散风险的功能,而且在次贷危机爆发时使得证券无法追索,加剧了累积性的系统性风险。

(4)对于衍生金融产品的购买者而言,主要问题是财务风险和流动性风险。在次贷危机爆发、次级贷款及其证券化价格连续下跌且流动性缺失的市场环境中,衍生金融产品的购买者只有两种行为可供选择:一是资本充裕者将 MBS、CDO 以及基于 CDO 的各类金融衍生产品继续持在手中,但这就要承担继续贬值的财务风险;二是资本短缺者要么通过吸收新的股权投资来扩充自由资本规模,要么忍痛出售风险资产来偿还债务,而这都要承担去杠杆化的流动性风险,甚至有可能引致破产。所以说,金融机构在主动去杠杆化的过程中所累积的信贷紧缩和流动性需求成了整个次贷危机的风险核心。

¹ 本节的分析论述受到朱民论述的很多启发和启示,文献见朱民:“次级债和全球金融市场波动”[J],《国际经济评论》,2008(1-2)。

(5)对于信用等级标准的评级机构而言,主要问题是独立性弱化和监管缺失导致的利益冲突和道德风险问题。美国证监会的研究表明,评级机构96%的收入来自于发行方支付的评级费用,这使得评级机构有动力为大型的证券发行机构提供评级咨询或给予更高的评级。而且,评级机构除了评级以外,还提供咨询、风险管理等其他业务,这使得评级机构对购买咨询等其他服务的客户的评级可能会受到相关利益的影响,进而导致利益冲突,使其丧失了独立性。当然,信息透明度不高使得市场和监管当局对评级机构的约束作用减弱,也是评级机构容易出现道德风险的重要原因(中国人民银行驻美洲代表处,2007)。所以说,作为专业的风险评估机构的利益冲突和道德风险会因此成为“绑架效应”的风险同谋,加剧了次贷危机的风险累积。

三、美国次贷危机的传导路径

1 金融体系风险转移及其影响金融稳定性模型

风险转移是金融体系的核心功能之一,即将金融风险进行分拆、分散和转移,使其在不同市场主体之间进行优化配置的风险分担。剑桥大学的Wagner和Marsh(2004)在一篇工作论文中构建了解释金融体系内风险转移对金融体系稳定性影响的模型。本文试图借助修正后的简化模型解释美国次贷危机的风险转移及其对金融稳定性影响(许荣,2007)。

以 α_b 表示以商业银行为主的次级抵押贷款公司承担每一单位风险资产的风险成本, α_v 表示以投资银行与对冲基金为主的机构投资者承担每一单位风险资产的风险成本,以 σ_b^2 和 σ_v^2 分别表示两者的风险资产收益波动性,则以商业银行为主的次级抵押贷款公司的预期收益 r_b^f 就等于不考虑风险成本时的预期资产收益 r_b 减去风险成本,即:

$$r_b^f = E(r_b) - \alpha_b \sigma_b^2 \quad (1)$$

同理可以得到以投资银行与对冲基金为主的机构投资者的预期收益,即:

$$r_v^f = E(r_v) - \alpha_v \sigma_v^2 \quad (2)$$

由(1)、(2)式可知, α 越大,金融机构的预期资产收益越小,说明该金融机构持有风险资产的成本越大,从而其风险敏感性越大,因此该金融机构将选择减少持有风险资产。而在上述假设条件下,金融市场的风险敏感性 η 取决于 α_b 和 α_v 的比值,即:

$$\eta = \alpha_b / \alpha_v \quad (3)$$

η 值越大,表示以商业银行为主的次级抵押贷款公

司的风险敏感性越大,不愿意持有风险资产,风险资产应该更多地配置于以投资银行与对冲基金为主的机构投资者;反之, η 值越小,则风险资产应该更多地配置于以商业银行为主的次级抵押贷款公司。由于以商业银行为主的次级抵押贷款公司的资产和负债具有期限和流动性上的不匹配,从而导致其有特殊的脆弱性,因此以商业银行为主的次级抵押贷款公司的风险敏感性要相对大于以投资银行与对冲基金为主的机构投资者,即 $\eta \geq 1$ 或 $\alpha_b \geq \alpha_v$ 。由此可见,美国次贷危机的利益链条恰恰佐证了金融体系风险转移和风险配置模型的基本结论。

接下来的问题是,金融体系的这种风险转移和风险配置会增进金融稳定性吗?为此本文引入另一个风险成本概念,即以商业银行为主的次级抵押贷款公司和以投资银行与对冲基金为主的机构投资者因持有风险资产而对金融稳定性造成的风险成本。分别以 β_b 和 β_v 表示两者对金融稳定性造成的风险成本,则两者因持有风险资产而共同对金融稳定性造成的风险总成本可表示为:

$$\lambda = \beta_b \sigma_b^2 + \beta_v \sigma_v^2 \quad (4)$$

显然, λ 数值越小,金融稳定性越强;反之, λ 数值越大,金融稳定性越差。一般来说,以商业银行为主的次级抵押贷款公司由于其特殊的支付清算体系和严格的资本充足率监管,以及银行挤兑连锁反应的系统性危害等原因,具有更高的因持有风险资产而对金融稳定性造成的风险成本;以投资银行与对冲基金为主的机构投资者可以根据自身的风险承受能力进行资产组合调整和 risk 互换,从而将 risk 外部化等原因,具有较低的因持有风险资产而对金融稳定性造成的风险成本。由此可见,以商业银行为主的次级抵押贷款公司的风险成本大于以投资银行和对冲基金为主的机构投资者的的风险成本,即 $\beta_b \geq \beta_v$ 。因此,从学理上讲,风险资产更多地转移或配置于以投资银行和对冲基金为主的机构投资者,金融体系稳定性会得到提高。但是,从动态的角度看,如果以商业银行为主的次级抵押贷款公司通过资产证券化把金融风险转移给以投资银行与对冲基金为主的机构投资者后,又将其回笼的流动性资金用于膨胀性的激进贷款行为,或者用于购买 MBS 和 CDO 等衍生产品,而以投资银行和对冲基金为主的机构投资者又以其持有的 MBS 和 CDO 等衍生产品作抵押向商业银行进行杠杆性融资,从而主动或被动地承担了更多的金融风险,则这种风险配置和风险转移就会进一步放大金融风险,振荡金融稳定性。

由此可见,金融体系风险转移及其影响金融稳定性模型也完全可以解释美国次贷危机的连锁反应和金融振荡性。当然,模型的理论分析也证明,美国次级抵押贷款及其一系列的金融衍生产品的创新并不是这场金融危机的始作俑者,而是以商业行为为主的次级抵押贷款公司的膨胀性激进贷款行为和流动性缺失绑架效应的道德风险。换句话说,美国次贷危机的根源不在于危机从信贷市场向资本市场的正向传导,而在于危机从资本市场向信贷市场的回流传导。

2 美国次贷危机的传导路径

美国次贷危机起步于次级住房抵押贷款市场,强化于 MBS 和 CDO 市场,传导到 MBS 和 CDO 购买者的投资银行和对冲基金。次贷危机并没有像事先预期和设计的那样被金融市场上的投资者分散掉,而是通过投资银行和对冲基金的去杠杆机制反向回流传导到以商业行为为主的次级抵押贷款公司,而惜贷行为导致的流动性缺失及其乘数效应和扩散效应迅速波及其他资本市场,并逐步向实体经济和国际市场推移。

(1) 美国次贷危机传导路径之一:从信贷市场到资本市场

受美国经济增长乏力、失业增加、收入下降的拖累,美国房地产市场走向萧条且利率大幅攀升,这一方面加重了购房者的还贷压力,另一方面购房者又无法将房屋出售或者通过抵押贷款再融资,最终导致拖欠债务比率和丧失抵押品赎回权比率剧增。美国次级抵押贷款主要分为两部分:一部分是没有证券化,依然持有在的贷款公司手中的抵押贷款;一部分是证券化的抵押贷款。因此,借款人不能偿付的违约会首先使得没有证券化的次级贷款出现呆账、坏账,次级抵押贷款公司则成为首当其冲的受害者。也因为如此,从 2006 年后期到 2007 年 5 月,美国次贷危机主要表现为波及次级抵押贷款公司的信贷市场危机。

信贷市场的危机使得证券化的次级抵押贷款的信用风险增加,信用评级机构调低了相关的 MBS 和 CDO 的信用评级,相关的风险就从次级抵押贷款公司的资产负债表中转移到持有抵押贷款支持债券 MBS 和 CDO 的机构投资者的资产负债表中,或者说,美国次贷危机就从传统的信贷市场传导到了创新的资本市场上。

在资本市场上,危机传导第一波冲击是购买信用评级较低的 MBS、CDO 以及基于 CDO 的各类衍生产品的对冲基金和投资银行。信贷市场上整体违约率的上升导致中间级或股权级 MBS 和 CDO 的持有者不能按时获得本息偿付,造成抵押债权资本市场价值大幅缩水,

从而使对冲基金和投资银行的资产负债表恶化。由于对冲基金的信息不透明,因而市场无法清楚判断对冲基金损失的范围和规模,因此投资者开始担忧建立在其上的具有较高投资级别的优先级证券的风险,继而危机传导第二波冲击就是购买信用评级较高的 MBS、CDO 以及基于 CDO 的各类衍生产品的养老基金、保险基金、共同基金和商业银行等。由于此类机构有严格的投资标准,不能投资于低于一定级别的债券产品,因此,随着资产组合中相应品种信用级别的调低,它们不得不抛售变现。但是,伴随着大批投资者投资组合的整体调整和抛售以及市场流动性丧失,结果导致此类证券的价格大幅下跌,使持有此类证券的投资者出现浮亏。这进一步加剧了投资者的担心,他们会纷纷要求赎回基金。为此,一些基金被迫或主动缩减资产负债表去杠杆化,通过变现其他市场的资产来满足自身流动性需求,这就引起了危机传导的第三波冲击,即引起股票市场、黄金市场等一系列与次级债券市场没有直接联系的相关市场的大幅振荡(孟辉,伍旭川,2007;范俏燕,2008)。

(2) 美国次贷危机传导路径之二:从资本市场到信贷市场

美国次贷危机爆发至今,美联储和各国央行一直秉承注资和减息的救助逻辑。为了应对次贷危机美联储、各国央行、主权财富基金以及相关金融机构纷纷注资救市。仅 2007 年 8 月 9 日、10 日两天,世界各国央行对回避市场注资总额就超过了 3262 亿美元,截至 2007 年 8 月底,美国共注资 1453 亿美元,欧洲注资 6442 亿美元,日本注资 468 亿美元。2008 年 12 月 18 日,欧洲央行又一次性注资约 5000 亿美元。截止到 2007 年底,美国和欧洲央行的累积注资分别达到 3832 亿美元和 12300 亿美元(李若谷,冯春平,2008)。截止到 2008 年 4 月 1 日,各国主权财富基金纷纷对跨国金融机构进行注资达 450 亿美元。截至 2008 年 1 月底,发达国家金融机构合计募集到大约 750 亿美元的新增股权投资以充实流动性(张明,2008)。

与此同时,美联储一方面推行罕见的减息政策,再不到一年的时间内就将联邦基金利率降低了 325 个基点,由 5.25% 降至 2%;另一方面首次动用联邦储备法紧急条款的特殊工具以注入流动性(沈明高,2008)。这些特殊工具包括:第一,美联储可以贷款给非存款类的机构,包括投资银行;第二,美联储可以买入更多的资产而不仅仅是风险较低的国债。基于这一特殊条款,总共通过以下途径注入流动性:¹ 美联储于 2007 年 12 月 12 日进行短期标售(Term Auction Facility, TAF),向存

款类金融机构共注资 1000 亿美元,并把贷款时间由原来的隔夜拆借延长到现在的 28 天。⁹ 2008 年 3 月 7 日,美联储利用公开市场业务向投资银行注入了 1000 亿美元的资金,突破了原来公开市场业务操作只对商业银行融资的惯例,并且将抵押物放宽到国债以外的机构债务和机构抵押债券。¹⁰ 2008 年 3 月 11 日,美联储又推出了定期证券借贷工具 (Term Securities Lending Facility, TSLF),向投资银行共提供 2000 亿美元的融资,同时,贷款的抵押物进一步放宽至包括联邦机构债务和以 AAA 级私人房贷为基础资产的债券,期限同样是 28 天。¹¹ 2008 年 3 月 16 日,美联储又向投资银行开放了无限额的隔夜贴现业务 (Primary Dealer Credit Facility, PDCF),其利率同美联储的贴现率,抵押物更放宽至投资级公司债、市政债和以房贷及其他资产支持的债券。

但是,这一系列的政策组合却依然没有彻底改善资本市场上的信贷紧缩和流动性缺失。我们认为问题的核心在于,由信贷市场传导到资本市场的次贷危机又通过杠杆融资回流到了信贷市场,加剧了商业银行的惜贷行为而造成了信贷紧缩和流动性缺失 (张明, 2008)。首先,在资本市场上,以商业银行为主的次级抵押贷款公司投资了大量的次级抵押贷款支持债券 MBS CDO 以及基于 CDO 的各类衍生产品,使得资本市场上的次贷危机回流到信贷市场。但是,有着严格投资标准和实施以在险价值为基础的资产负债管理的商业银行必须降低风险资产在资产组合中的比重,这就导致了商业银行的惜贷行为。而且,受新巴塞尔资本协议提出的自由资本充足率的管制,商业银行在信贷市场亏损的条件下,在不引入新增股权融资的前提下,为满足自身资本充足率的规定也不得不采取惜贷行为。这样,便形成了美联储及各国央行注资以提升流动性和商业银行惜贷行为以抑制流动性的二元背离,从而抵消了注入的流动性,使得资本市场上的信贷紧缩和流动性缺失无法彻底改善。其次,购买 MBS 和 CDO 的投资银行、对冲基金等机构投资者反过来又以其持有的 MBS 和 CDO 作抵押向商业银行等次级抵押贷款公司进行杠杆融资,加之次级抵押贷款公司向投资者承诺的某些“赎回条款”,使得次贷危机爆发后,试图通过资产证券化来逃避风险的商业银行等次级抵押贷款公司被动地承接了资本市场的系统性风险。

(3) 美国次贷危机传导路径之三: 从信贷市场、资本市场到实体经济

首先,由于美国次级抵押贷款通常是采用“2+18”或“2+28”的可调整利率抵押贷款政策,估计明年将是

这一政策下利率变化的高潮期。在目前高利率的背景下,浮动利率的执行将加大借款人的还款压力,有可能进一步提升抵押贷款的违约率,进而加剧美国房地产市场的衰退。据中金公司的研究 (中金公司, 2008a b),美国整体房价已经下跌了 17%,估计美国整体房价还将下跌 15%。房价的下跌导致 2008 年 3 月份美国的新房开工数跌破 100 万套,跌至 17 年来的最低值,较 2006 年初的高峰期已经累积下降了 60%。而且,当前美国住房投资占 GDP 的比重已经从 2005 年下半年的 5.5% 下降到 3.7%,达到 1991 年经济衰退以来的最低点,住房投资已经成为连续 7 个季度拖累了美国经济增长的因素。

其次,次贷危机造成美国房价持续下跌、住房资产萎缩,以及股市价格和基金价格的高位下调,这些都将通过财富效应对居民消费带来负面影响。受次贷危机的影响,信用卡贷款、汽车贷款、助学贷款等零售贷款规模也出现不同程度的萎缩,限制了居民的消费信贷。根据统计资料¹,占美国 GDP 2/3 以上、对经济增长起决定作用的个人消费支出已经出现下滑。2007 年第二季度仅增长 1.4%,增幅远低于第一季度的 3.7%,是 2005 年以来的最小增幅。而且,个人消费对 GDP 的贡献率也由第一季度的 2.56% 下降为第二季度的 1.0%。住房和汽车等耐用消费品也在剧减,第二季度增长仅为 1.7%,远低于第一季度的 8.8%,对 GDP 的贡献也由第一季度的 0.67% 下降至 0.14%。这对于主要以消费支持经济增长的美国实体经济来说,确实有相当大的影响。

再次,美国次贷危机造成美国企业现金流降低、资产净值下降,这一方面削弱了内部融资的来源,另一方面导致信贷紧缩和流动性缺失,削弱了外部融资的来源,两者共同削弱了企业新增加投资的能力。而且,次贷危机造成的股市价格大幅跳水,托宾 Q 值显著降低,这也进一步削弱了企业新增投资的动力。根据资料统计²,受投资动力和能力的削弱,美国制造业出现了大幅下滑的局面。2007 年 8 月份美国制造业耐用品装船价值总额为 2166 亿美元,比 7 月份减少 35 亿美元,减幅为 1.6%;非耐用品装船价值总额 2014 亿美元,比 7 月份减少 32 亿美元,减幅为 1.6%。而 8 月份未完成订单价值总额为 7635 亿美元,比 7 月份增加了 1.2%。

最后,次贷危机由信贷市场、资本市场通过多种渠道向实体经济传导,冲击到美国的居民消费和企业投

¹ 美国商务部网站: <http://www.commerce.gov>

² 同上。

资,最终拖累了美国宏观经济增长(张明,2008)。如表3所示,自2006年底次贷危机爆发以来,美国的居民个人消费、私人部门投资、住房投资对GDP的贡献一直趋于下降,显示了次贷危机对美国实体经济的严重影

响。虽由于次贷危机和美元贬值的影响,美国净出口对经济增长的贡献有所上升,但受到投资和消费的拖累,美国GDP在2007年第四季度和2008年第一季度的增长率则下降到0.6%。

表3 美国的季度GDP增速及各主要指标贡献

	06 1Q	06 2Q	06 3Q	06 4Q	07 1Q	07 2Q	07 3Q	07 4Q	08 1Q
GDP	4.80	2.40	1.10	2.10	0.60	3.80	4.90	0.60	0.60
居民消费支出	3.00	1.63	1.88	2.68	2.56	1.00	2.01	1.58	0.68
私人部门投资	0.78	0.13	-0.70	-2.50	-1.36	0.71	0.77	-2.40	-0.70
固定资产投资	1.27	-0.32	-0.80	-1.19	-0.70	0.49	-0.11	-0.62	-1.50
非住房投资	1.31	0.44	0.53	-0.15	0.22	1.12	0.96	0.36	-0.28
住房投资	-0.05	-0.76	-1.33	-1.04	-0.93	-0.62	-1.08	-1.25	-1.23
存货投资	-0.49	0.46	0.10	-1.31	-0.65	0.22	0.89	-1.79	0.81
净出口	0.13	0.49	-0.25	1.25	-0.51	1.32	1.38	1.02	0.22
政府消费与投资	0.92	0.18	0.14	0.66	-0.09	0.79	0.74	0.38	0.39

资料来源: U. S. Department of Commerce, Bureau of Economic Analysis

(4)美国次贷危机传导路径之四: 从国内市场到国际市场

美国次贷危机爆发的背景是金融全球化、全球流动性过剩化和后金融创新化的经济时代,在这一国际背景下,美国次贷危机也将美国的国内市场传导到国际市场。根据金融危机的国际传导理论,美国次贷危机的主要传导路径包括:

1 流动性需求的传导路径。美国次贷危机演化到现在,其核心问题在于信贷紧缩和流动性缺失,而对流动性需求则是次贷危机国际传导的最主要路径。基于Valles(1997)流动性缺失而导致的危机传导理论,我们认为,美国次贷危机发生后,MBS、CDO以及基于CDO的各类衍生产品的投资者遭遇巨大资本损失,流动性的下降迫使这些投资者调整其资产组合,通过出售机构在其他国家的资产以保证在美国资本市场上的流动性,而这就就会导致联合国的金融市场的共振;受“羊群效应”和“蝴蝶效应”的影响,机构投资者资产组合的调整会加倍放大美国次贷危机,并可能引起整个国际金融秩序的长期震荡。2008年上半年,欧洲股市、新兴市场国家股市都于美国股市同步下跌,很大程度上是由于跨国机构投资者在全球范围内调整资产组合、降低风险资产比重,追求流动性需求的行为所致。

2 货币贬值预期的传导路径。美联储抑制次贷危机的逻辑就是通过宽松的货币政策,即减息和注资,为金融市场注入流动性,这一政策逻辑加剧了全球流动性过剩的格局,有可能导致新兴市场国家的热钱急剧增加,从而进一步吹大了这些国家的资产价格泡沫。当新

兴市场国家对热钱形成过度的依赖性而这些热钱又不具备可持续性却突然撤出的时候,即是这些国家资产价格泡沫破灭的时候,也是新一轮金融危机的爆发的时候。另外,美元的大幅贬值造成其他国家持有的外汇储备资产的价值缩水,这减轻了美国的对外债务负担,却造成了其他国家国民财富的损失。因此,在美国次贷危机利益链条中,新兴市场国家既要防止美元流动性的膨胀与收缩,预防新一轮金融危机;又要改革外汇管理体制和外汇投资方向,大力发展主权财富基金,实现外汇财富的保值增值。

3 市场预期引致的传导路径。当一个国家的危机使得经济转移到一个“坏的均衡”时,投资者就会对其他类似的国家发生心理预期变化和信心危机,进而导致投资者情绪改变和心理恐慌,结果形成非接触性传导,即“净传染”(Pure Contagion),最终引致危机的扩散和传导(Masson, 1998)。这种传导的关键在于投资者认为一些国家之间存在某种相似性,比如宏观经济基础的相似性、经济政策和经济形势的相似性、货币政策相似性等等。一旦这种预期形成,投资者就会在信息不对称或信息加工能力制约的基础上,通过“示范效应”和“规避效应”使得危机在国家间进行传导。美国次贷危机起步于激进的住房抵押贷款行为,强化于过度滥用的资产证券化市场,传导至信贷市场、资本市场和其他相关市场。基于这一观点,那些有着住房资产高估、过度房贷的国家和那些有着过度资产证券化的国家,他们的投资者就会产生市场预期,可能引致类似于美国次贷危机的爆发。对于中国等房产、股票、基金等资产价格泡沫严重

的国家,一方面要通过货币财政等政策杠杆抑制资产价格泡沫,另一方面要加强信息披露,增强透明度,抑制市场预期引致的危机传导。

4 实体经济引致的传导路径。美国经济的减速或衰退将导致美国消费需求的缩减,进而导致美国进口需求的下降,从而对贸易伙伴国的出口行业构成冲击。美元的大幅贬值,推动了一些用美元标价的大宗商品价格的持续上涨,比如石油、铁矿石等能源和粮食等初级产品,这一方面为其他国家注入了通货膨胀压力,另一方面抬高了其他国家经济发展成本,抑制了投资与消费,经济下滑或减缓。在资产价格泡沫、通货膨胀预期和经济增速放缓的前提下,这完全可能导致全球经济陷入滞胀困局。对于中国等出口导向的新兴市场经济体,必须在严格抑制通货膨胀的基础上,加快汇率机制改革和产业结构的战略调整,由出口导向型经济体向内需拉动型经济体转变,以冲销美元贬值和美国进口缩减的压力,进而抵消美国次贷危机对中国等出口导向的新兴市场经济体的风险传导。

四、结论及有待研究的问题

美国次级抵押贷款的三类住房贷款产品、三级金融创新链条和五层主体风险累积形成了美国次贷危机的生成和传导基础;在其传导过程中,美国次贷危机形成了从信贷市场到资本市场、从资本市场到信贷市场、从金融市场到实体经济和从国内市场到国际市场的四条传导路径。分析表明,美国次贷危机爆发的背景是金融全球化、全球流动性过剩化和后金融创新化的经济时代;根源是房地产市场繁荣、金融业同质化和过度竞争引致的激进住房按揭贷款行为;导火索是美国 2006 年以来房价下跌和利率提升引致的信用风险和信用危机;本质是一场由次级抵押贷款者的信用风险累积而成的信用危机,以及随后导致的国内国际市场上资产价格的普遍下跌而造成的资产价格危机;核心是资产价格下降和信贷紧缩引起的财务危机和流动性缺失。以资产证券化为代表的金融创新工具的过度滥用引致的金融市场约束机制和风险机制的失灵不仅为此次危机埋下了伏笔,更成为此次危机蔓延扩散和连锁反映的助推器。金融体系风险转移及其影响金融稳定性模型证明,美国次级抵押贷款及其一系列的金融衍生产品的创新并不是这场金融危机的始作俑者,以商业行为为主的次级抵押贷款公司的膨胀性激进贷款行为和流动性缺失绑架效应的道德风险才是次贷危机的罪魁祸首,换句话说,

美国次贷危机的根本不在于危机从信贷市场向资本市场的正向传导,而在于危机从资本市场向信贷市场的回流传导。

以本文仅仅对美国次贷危机的传导机制作了概述性的分析,提出了次贷危机传导的路径,还有许多富有挑战性的问题需要进一步深入研究。比如,从次贷危机的生成和传导角度看,美国次贷危机什么时候结束;在全球流动性过剩背景下,形成以信贷紧缩和流动性缺失为核心的次贷危机是否需要引起我们对流动性黑洞(Avinash D. Persaud 2007)的关注和担忧;中国房地产市场的泡沫在没有资产证券化的传导机制下是否就没有次贷危机的威胁;美国次贷危机会不会引起新一轮金融危机,会不会终结全球经济繁荣,等等。

参考文献

- [1] Wolf W agner, Ian W. Marsh. Credit Risk Transfer and Financial Sector Performance [Z]. CEPR Discussion Paper, February 2004. 4 265
- [2] Paul R. Masson. Contagion: Monsoonal Effects [R]. Spillovers and Jumps Between Multiple Equilibria. IBM Working Paper, 1998.
- [3] Avinash D. Persaud. Liquidity Black Holes: Understanding, Quantifying and Managing Financial Liquidity Risk [M]. 中国金融出版社, 2007
- [4] 孙立坚,彭涛涛.从“次级债风波”看现代金融风险的本质 [J].世界经济研究, 2007(10).
- [5] 许荣.金融体系内风险转移及其对金融稳定性影响研究 [J].经济理论与经济管理, 2007(11).
- [6] 孟辉,伍旭川.美国次贷危机与金融稳定 [J].中国金融, 2007(18).
- [7] 中国人民银行驻美洲代表处.美国次贷风暴中评级机构的问题与启示 [J].中国金融, 2007(19).
- [8] 范俏燕.当前国际性金融危机的生成和传导 [J].财经科学, 2008(7).
- [9] 李若谷,冯春平.美国次贷危机的走向及对中国经济的影响 [J].国际经济评论, 2008(3-4).
- [10] 沈明高.央行的逻辑:减息或注入流动性 [J].国际经济评论, 2008(5-6).
- [11] 张明.次贷危机的传导机制 [J].国际经济评论, 2008(7-8).
- [12] 中金公司 (2008a).徘徊在十字路口的中国经济: 2008 年第一季度经济回顾与展望 [Z]. 2008-04-01.
- [13] 中金公司 (2008b).经济陷入衰退,通胀高位回落 [J].美国经济, 2008-04-17.

(责任编辑:孟学聪)

The U. S. Subprime Mortgage Crisis Transmission Mechanism*Lei Linghai Wei Yao* (24)

The U. S. subprime mortgage crisis resulted from credit expansion arbitrarily while its housing market boomed, whose nature is credit crunch and liquidity squeeze caused by credit crisis resulted from the interest rising and the housing price drop. Based on the forming foundation of the U. S. subprime mortgage crisis, this paper analyses the transmission mechanism of the U. S. subprime mortgage crisis by a model of financial crisis transmission, which includes four paths: from credit market to capital market, from capital market to credit market, from financial market to entity economy, from domestic market to international market. Under the financial globalization, the U. S. subprime mortgage crisis is transmitted to global market by financial market and entity economy and makes the uncertain impact on global economic development.

The Linkage Effects of Securities Business among China, Russia and the U. S.: Evidence from Three Stages in Subprime Ban Crisis*Li Wei* (32)

This paper uses the multiple time series GARCH model to investigate the endogenous interactive effects of volatility in returns rate of securities business index among China, Russia and the U. S. It focuses on the three stages of the subprime ban crisis to analyze this linkage effective features. It suggests some measures for China and Russia to avoid the possible risks in this crisis. The results show that the volatility of securities business caused by American financial crisis will not attack China and Russia while strengthening the cooperation of securities businesses between China and Russia and shaping a more stable coupling mechanism of risk. Instead, the effect of subprime ban crisis on Russian securities business will become very significant as well as China's securities business. The volatility in American securities business is evidently rising and the risks are gathering gradually. The potential risks should be highly concerned about by China and Russia.

International Trade, FDI and Manufacturing Skilled-labor Demand*Huang Qian* (40)

The paper explores the impact of international trade and FDI on manufacturing skilled-labor demand. The study shows that import and FDI have significantly positive effect on skilled-labor demand, and export has negative effect on skilled-labor demand. The effect of international trade and FDI on skilled labor are different strongly in industries and areas.

Empirical Analysis on Influential Factors and Mechanism in Sino-EU Trade Flows*Zhang Bin Yang Yong* (47)

Sino-EU trade grows rapidly with the deepening of European integration. The European internal market will influence both Sino-EU trade and its member countries' production and trade. With studying the adjustment of trade structure and production of EU member countries by applying the gravity model and α integration test, this paper researches the effect and mechanism of European integration on Sino-EU trade. The conclusions show that trade effects, production effects, economic scale and exchange rates have different effects in degree on balanced Sino-EU trade flows in the long run, while in the short run there is a trend of expanding the surplus of Sino-EU trade due to the coordination of production effects and trade effects.

Antidumping, Countervailing and International Competitiveness: An Empirical Analysis on Steel and Iron Industry*Wangxi Zong Yijun* (54)

On the basis of the relative literatures, the paper uses a case of steel and iron industry in EU to analyze the effects of anti-dumping and countervailing on competitiveness of industry. It believes that there are obvious positive effects, but the negative effects also exist. So it suggests that one country should shrink the negative effects by strengthening an α circumvention and improving definition of property right, and more industrial policies should be made to promote industry development.

Location Determinants of FDI in China: An Analysis of Spatial Econometrics based on provincial data*Xin Guanling Yang Changzhi* (60)

This paper adopts a spatial econometrics model to analyze the location determinants of FDI in China based on the panel data in different provinces between 1992 and 2002. The result shows that educational level, infrastructure, the market scale, the FDI