



宏观

余永定

中国社会科学院学部委员

中国社会科学院世界经济与政治研究所所长

中国世界经济学会会长

美国次贷的来龙去脉

违约率上升是次贷危机的初期征兆；大家都想要现金，而没有人愿意借出，标志着危机的出现；『去杠杆化』又使危机进一步恶化。

次 贷危机尚未结束，形势仍在恶化。详细了解美国次贷危机的来龙去脉，有助于我们更好地把握全球经济形势，以及提出行之有效的应对之策。

美国的住房抵押贷款市场总值达12万亿美元，是美国资本市场中仅次于公司股票市场的最重要市场。美国房地产金融机构通过以下三项指标来区分客户质量：一是客户的信用记录和信用评分，二是借款者的债务与收入比率，三是借款者申请的抵押贷款价值与房地产价值比率（张明：《美国次级债危机的演进逻辑和风险涵义》）。美国的住房抵押贷款市场提供的贷款则相应地按质量分三大类：优质贷款（Prime）、中级贷款（Alter-A）和次级贷款（Subprime）。三类贷款在美国住房抵押贷款市场中的份额大致分别为75%、11%和14%。

次贷借款人是违约风险非常高的客户群。他们被称为“ninjna”(no income, no job, no assets)，意为既无收入、又无工作、更无财产的人。既然如此，银行为什么还要贷款给他们呢？首先，住房贷款金融机构发放的次贷似乎不存在安全性问题。自2001年，由于美国IT泡沫破灭，又加上“9·11事件”，美国经济陷入衰退。美联储为了抑制衰退，采取了非常扩张的货币政策，连续的降息使联邦基金利率甚至一度降至1%的水平。由于美联储的低利率政策，作为抵押品的住宅价格一直在上涨。即便出现违约现象，银行可以拍卖抵押品（住宅）。由于房价一直在上涨，银行并不担心因借款人违约而遭受损失。

其次，证券化使得银行可以把风险转移给第三方，因而住房金融机构并不会因借款人违约而遭受损失。证券化是指通过金融工程把流动性差的某个或某一组资产转化为流动性较强债券的过程或倾向。次级住房抵押贷款能够为住房贷款金融机构带来收益（借款人的还本、付息），因而是一种资产、是有价值的。但是，由于交易成本过

高，住房贷款金融机构无法在二级市场一份一份地出售这种资产。为了能够出售这种资产，住房贷款金融机构需要通过特殊目的公司（SPV）把众多次级住房抵押贷款收集起来做成一个资产池，在此资产池的基础上做成标准化的次级（住房）抵押贷款支持债券（MBS）和债务质押支持债券（CDO）。一旦MBS和CDO被投资者购买，风险就从住房贷款金融公司转移到投资者。

次贷危机的发展阶段如下：首先是次贷违约率上升，引发了以次贷为基础的证券化资产及其衍生品价格的下跌；其后，原来靠借入短期资金，进行长期投资（继续持有MBS、CDO等）的金融机构无法继续从货币市场融入资金，货币市场出现流动性短缺；之后，去杠杆化的操作导致信贷紧缩，并引发金融机构破产；最终，危机传导到实体经济部门，使经济陷入衰退。以上还只是整个危机的第一个周期，在实体经济陷入衰退之

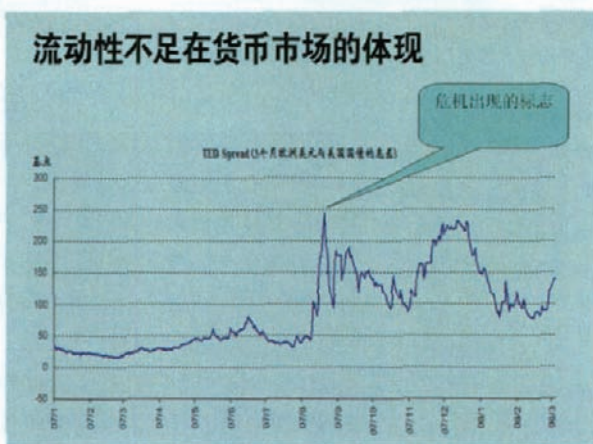
后，次贷及其他债券违约率将进一步上升，这将使得经济进一步地陷入危机之中。如此周而复始，可能要经过数个周期之后，经济才能最终趋于稳定。这一过程到底要持续多长时间，谁也不知道，现在我们可能还处于第一个周期的结

束的开始（the end of the beginning）。

下面将回顾危机演进的基本过程。

次贷违约率上升

2003年美国经济开始复苏，经济渐显过热之势，为避免通胀，从2004年6月到2006年6月，美联储连续17次上调联邦基金利率。不断的升息导致住房贷款市场利率上升和房价下跌。除了宏观经济形势之外，次贷违约率的上升还与次贷本身的设计有关。有些次级贷款的还款安排是这样的：前三年不需支付任何利息，三年之后则要支付很高的利息。因此，三年前的次贷合同，经过三年的缓冲期，本来就已经到了调高利息率的时候，再加上





2008年11月6日，金融风暴下的纽约华尔街

恰逢市场利率也在上调，这些不利因素叠加在一起，导致次贷违约率的上升。违约率上升是次贷危机的初期征兆。

货币市场流动性紧缺

大致在2007年的8、9月份，违约率上升导致MBS、CDO或是价格下降，或是有价无市，危机终于浮出水面。这些MBS、CDO债券都是以次贷为基础发放的。既然以次贷为基础，债券的价格就和次贷合同借款者的还贷能力有关。当借款者的还贷能力下降、开始出现违约的时候，投资者持有的相关债券价格开始下降。在此背景之下，投资者都想卖掉债券变现，可是没有人来买，这自然引发债券价格的进一步下跌。

而在这一市场上，一个特殊而重要的参与者便是结构投资公司SIV (Structured Investment Vehicle)。这种金融机构是通过发行商业票据(CP)借钱以持有MBS、CDO的。

MBS、CDO属于长期投资，时间可能是十五年，也可能到三十年。而CP是短期借款，比如借款期限是9个月，这意味着：每9个月就要发行等量的CP(借新债还旧债)，这样才能保证长期持有MBS、CDO。在此过程中，SIV赢利的故事就是：一方面，要不断归还短期货币市场借款的较低利息，另一方面获得因持续持有存在风险而利率较高的长期债券的利息，从而赚取中间息差。

但这里有个前提条件，就是能够不断地从短期货币市场即CP(商业票据)市场成功融资。而现在的问题恰恰是：由于MBS、CDO的价格持续下降，投资者不愿意继续购买CP(谁知道SIV会不会无力偿还通过发行CP筹集的资金)。货币市场上的资金供给不足，使得SIV面临筹资困境。唯一可行的做法就是把MBS、CDO卖掉。货币市场上的资金供给小于资金需求，大家都希望从中融资，而没人愿意投放资金。这就导致了货币

市场的流动性不足，利率大幅上升。这是次贷危机爆发的重要标志。2007年上半年大家都在说全球流动性的过剩，但之后这些流动性又仿佛在一夜之间全部蒸发，大家突然都借不到钱了，货币市场就此出现流动性紧缩。

如图所示，2007年8、9月份的时候，货币市场上欧洲美元与美国国债的息差突然上升，这说明了利息率的急剧上升。我们知道，流

动性的足与不足，不仅与货币当局发行的货币数量有关，也与货币需求有关。如果大家都捂紧口袋，不愿花钱，央行再怎么发行货币也没用；同样道理，如果大家都愿意投资股票，央行再紧缩货币政策也难以奏效。所以，物价和资产泡沫不仅和货币供给有关，也和货币需求相关。现在是相反的情形：大家都想要现金，而没人愿意借出，这就标志着危机的出现。

信贷紧缩

第三个阶段是去杠杆化引发的信贷紧缩。这里需要知道几个相关的概念，首先就是杠杆率。杠杆率=资本金/资产。一般说来，商业银行的杠杆率不超过10，其他金融机构可能是20至50之间。中国的很多企业是比较传统的家族企业，不喜欢跟外人借钱，所以它们的杠杆率是1。而美国人喜欢用别人的钱来生钱，把借款用于投资，这种四两拨千斤的做法，能够用很少的自有资金

来运作巨额资本。第二个就是以市定价 (mark-to-market) 的会计准则。即按公允价值 (Fair value) 或现值计价的原则来调整金融机构的资产负债表。比如, 一个人说买了价值10万元的股票, 我们不禁要追问: 是2007年6月份的10万还是现在市值的10万? 按照mark-to-market原则, 就是要按现价来计算。第三个原则是资本金等量扣减: 即当资产价格缩水的时候, 资本金要等价扣减。这里举例来说明: 假设某金融机构的资产为1000, 资本金是50, 杠杆率=1000/50=20。现在, 该金融机构的资本金发生了30个单位的损失, 按照mark-to-market原则, 资产从1000变成了970, 根据等量扣减的原则, 资本金由50变成20。这时杠杆率=970/20=48.5, 在危机的背景下, 为了控制风险, 金融机构更需要降低杠杆率, 而现在杠杆率不降反升, 从20升至48.5。因此, 金融机构必须进行“去杠杆化”的操作, 否则将被监管机构踢出牌局。

“去杠杆化”的途径具体有两种: 一是增加资本金。为保持原来20倍的杠杆率, 可以找其他机构注资, 从而增加28.5个资本金, 使资本总金数达到48.5。另一种途径是, 在不能充实资本金的情况下, 金融机构只得减少资产, 比如卖掉房地产、MBS、CDO。总之, 将资产减掉570, 达到400。此时的杠杆率=400/20=20。在此情况下, 资产和负债同时减少。

对于银行来讲, 扣减资产的方式之一就是收回贷款。这就是信贷紧缩。金融机构的减记资产操作, 会造成整个经济系统的债券价格普遍下降; 由于减记资产而造成的信贷紧缩, 企业和金融机构就借不到钱, 实体经济将受到来自虚拟经济的严重冲击。可见, 违约率上升是危机爆发的根本原因, 但是去杠杆化又使得危机进一步恶化。

系统性危机显现

由于去杠杆化, 资产有损失, 则资本金也要相应扣减。由于杠杆率偏高, 美

国金融机构的资本金相对较少, 扣减之后容易导致资不抵债, 因此只得破产。下面以AIG事件为例来进行说明。

AIG是美国最大的保险公司, 出售的金融工具称为信贷违约互换 (CDS), 这是在美国非常流行的保险契约, 作用是债券保险。假如有人购买了MBS、CDO债券, 但同时又担心价格会下降。所以就会向保险公司支付保费购买CDS。之后如果债券价格下跌, 则差额就由保险公司弥补; 如果出现违约, 违约金就由保险公司赔付。因为AIG认为MBS、CDO不会出事, 或者违约概率较低; 所以既然投资者愿意出保费, 这笔交易又何乐而不为呢?

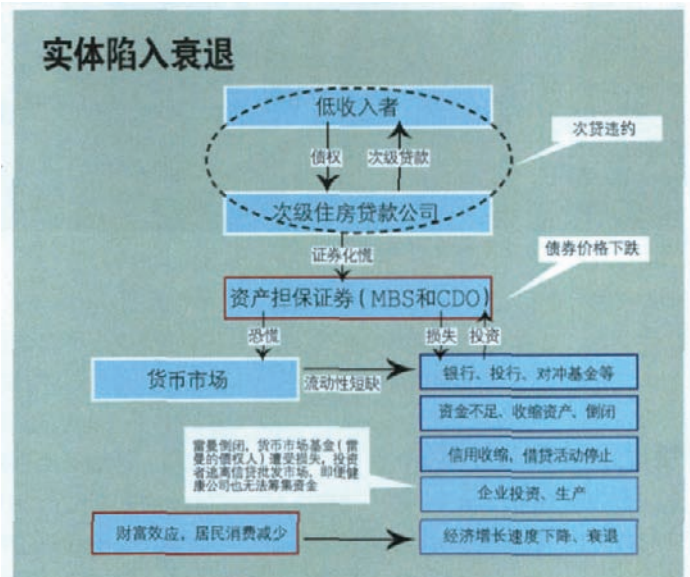
但是, 在市场投机的背景下, 这种交易变得越来越离谱。举个例子: 我买了车子, 知道自己的开车技术不好, 所以给自己买了保险; 荒唐的是, 其他人也购买了我的车子出事的保险, 大家都知道我开车技术不好, 可能会出事。一旦出事, 所有的其他人也都将获得保费赔偿。

最后导致了这样的局面: 美国整个金融市场的规模是67万亿, 有人测算 CDO是1.2万亿, 住房抵押贷款也不过12万亿, 而CDS的总额达到了62万亿! 虽然我的车和大家没有关系, 但大家都购买了我的车子要出车祸的保险。这是非常荒唐的事情, 当然这也是一种商业实践。大量美国的金融机构发现了赚钱的奥秘: 与其买卖债券MBS、CDO, 不如买卖保险。梦境是美好的, 但是梦境并不长久。到后来, 大家发现买车的人普遍出事了, 而不是个别的车子出事。由于担心保险公司赔

付不起, 大家都要卖掉保险。既然保险公司担保的债券都要出事, 也就自然支付不起高额的赔付。投资者便纷纷抛售该公司的股票, 公司马上陷入破产境地, 这就是AIG的故事。美国政府自然要出面救助, 否则会造成系统性的风险。

实体陷入衰退

次贷违约导致债券价格下跌, 流动性短缺又进一步带来信贷紧缩, 企业的投资和生产遭到冲击, 实体经济的产出下降; 同时伴随的股票、债券价格下跌, 财富效应显现, 居民消费减少。两方面的力量共同推动经济增速下滑, 经济出现衰



退。美国2008年第三季度的情况显示: 作为总需求主要构成部分的消费支出下降3.1%, GDP负增长0.3%。与此同时, 危机也正在向欧洲、拉美和亚洲蔓延。

由于次贷危机的不断恶化, 在投资者和金融机构、金融机构和金融机构之间, 信用已经消失殆尽, 借贷活动一直处于近乎停顿的状态。尽管美国财政部和联邦储备委员会用尽浑身解数, 信用仍然未能得到恢复。现在的情况依然是: 资本主义的金融体系因“栓塞”而趋于瘫痪。2009年世界经济的前景确实令人担忧。CR