

# 爆发：美国

Randall Dodd 和 Paul Mills

美国抵押贷款市场早已沉疴在身，或许其中任何一个单独问题都不足以兴风作浪，但如此众多的问题同时爆发就足以引发全球危机

引发次级抵押贷款危机的原因已经明朗。这次危机首先由担保业大量存在的糟糕做法引起。危机造成的损失在复杂的传导链条中的各个环节被层层放大，起初是发放了一笔有风险的住房贷款，这笔贷款后来成为资产担保证券，紧接着这种证券又成了按信用等级出售给投资者的债务抵押债券（CDO）的一部分。

但是这些损失是如何传导到全球金融体系的其他部分的就不那么明朗了。就像一场瘟疫中看不见的病毒在人群中传播一样，当一个不透明市场中的中介机构遭受的损失引起人们对其他地方的流动性和偿付能力的担忧时，金融危机就开始爆发。传染病是通过人与人之间的密切接触、害虫和被污染的食物进行传播，同样，金融危机也是从相互联系的市场和机构开始传导，此时，其他市

场和机构还没有被波及。

次贷危机的源头有很多，其中一些令人吃惊，危机的影响在这些领域已经显现——如银行间拆借市场、短期商业票据市场，甚至市政债券市场。

## 美国的次贷病毒

向收入较低或信用等级较低的借款申请人提供贷款无可厚非。但出于谨慎起见，放款人必须要控制风险，这就需要更加仔细地对借款申请人进行评估、给抵押物设置更高的标准、根据风险等级相应调高利率。

然而，在最近的次贷和“Alt-A”放贷（风险介于优质贷款和次级贷款中间）中，这些标准在逐步放松。许多次级抵押贷款都是“ninja”贷款——借款者没有收入、没有工作、没有资产。更



# 次贷危机蔓延

有甚者，这些贷款起初以很低的“诱惑性”利率或其他条件发放，如只需支付利息或负的摊销支付方式，使得这些贷款对于借款人来说似乎更容易承担。这让借款人刚开始能够申请到很多抵押贷款，但当具有诱惑力的利率到期后或开始偿还本金时，借款人就要面临更大的支付困境。

这种风险放贷背后的理由是，自20世纪30年代以来，美国房价就持续攀升，且没有出现过全国大范围下滑。因此，由于抵押资产市场价格走高，任何潜在的偿还问题就算不能完全消除，也能极大缓解。如果借款人到期无法还款，那么房屋的增值可以利用其再次融资，或者即便房屋被没收并将之拍卖，房屋增值也足以支付该笔贷款、累计利息和罚金。在“房价持续走高，贷款额与抵押物价值比率持续下降”的假设下，一切都相安无事。

住房贷款证券化的过程（在这一过程中，贷款产生的收入和本金通过信托转移给投资者）让这一问题雪上加霜。尽管由美国政府资助的企业（GSEs）——房利美（Fannie Mae）和房地美（Freddie Mac）——发放的过手抵押证券（MBSs）都拥有同样的保险标准，但由华尔街的大公司发放的MBSs却有不同的贷款标准。这就使人们对所披露的信息的了解以及非常必要的维持信心的成本十分高。投资者的尽职也没有增加到足以对这种日益增大的信息成本作出补偿的程度。

因此，投资者越来越多地依赖信用评级机构的评估。但是，尽管这些机构长期跟踪债券、对债券的评级不失公允，但次级住房MBSs和CDOs毕竟是全新的，也更加复杂。CDOs是一种以证券、贷款或信用衍生品的汇集为基础的结构型信用证券，组合中的现金流被分成了不同“部分”，也称“档次”，不同档次的偿还方式和回报水平都不尽相同。

由于次级抵押是全新的，有关它们过去表现的信息少之又少，当要了解这些抵押——无论作为个体或一个集合——在经济不景气时期如何运作时，这方面的缺陷就凸显了出来。对次贷的乐观态度使得90%以上证券化的次级贷款都转换成了证券，这些证券都拥有最高的AAA评级（IMF, 2008）。

市场对放款人、券商甚至信用评级机构的激励机制并没有让人们这些难以捉摸的证券心怀疑虑。恰恰相反，激励机制提高了交易数额，但也让投资者忽视了信贷质量，也不再小心谨慎，因为所有参与者只

要能成交就能得到回报，风险最终会由其他人——最后的投资者——承担。

这种结构型投资品的复杂性——将证券分割成若干档次，不同档次单独出售，且风险级别不同——让评估更加困难。像其他投资者一样，评级机构使用的模型不仅无法预测个体的违约情况，也无法预测美国房地产市场的违约是如何同时发生的。这些缺陷使得不同档次间的信用风险难以量化和区分。有观点认为等级高的优先档次几乎与高风险的低等级档次没有联系。然而，随着贷款质量明显恶化、证券等级日益下降，所有档次的价值都很快随之下跌。

“这种风险放贷背后的理由是，自20世纪30年代以来，美国房价就持续攀升，且没有出现过全国大范围下滑。”

当这些证券开始发行并进行交易时，更多问题就接踵而至。如果其他相关市场——与次贷有关的MBSs市场、CDOs市场、以资产为抵押的商业票据（ABCP）市场、信用衍生品市场——的交易中断，那么许多结构型信贷市场脆弱的杠杆作用、浅层次的资本化、多头空头投资和流动性不足等问题都会暴露无遗。投资者利用杠杆作用大量举债或使用衍生工具提高资本回报，但如果杠杆作用太大，就会使投资策略很容易受大幅度变化的市场价格的影响。抵押物的提供者、做市商、对冲基金和银行表外的结构型投资工具（SIVs）都发挥着很大的杠杆作用。风险管理的主要策略就是加快交易速度并止损。但这一策略有赖于市场的流动性，当市场失去流动性后，这一策略就不再可行。

当交易向一边倾斜时——所有人都试图买进或卖出，这对任何金融市场都是挑战。但一些市场的流动性要远远优于其他市场。即便在1987年美国股市崩盘后以及在5年前科技繁荣之后的熊市中，美国的股票交易市场仍然保持着流动性。但对于那些与抵押证券有关的场外市场和信用衍生品场外市场来说，情况就不是这样了。因为这些市场没有做市商，而正是做市商在每个交易日中将报价与询价配对来保持市场的流动

性。在经济不景气的时候，他们便不再发挥做市商的作用，这样，由于缺乏交易平台，以每日市价结算的资产组合的仓位就无法自由增加或减少（见本刊第34页“什么是场外交易市场？”）。由于MBSs市场和信贷市场越来越不稳定，做市和持有一定数量证券的风险也越来越高。这就使做市商不再愿为交易者提供交易平台。

## 病毒的蔓延

如果这些问题中的任何一个单独出现，尽管可能比较棘手，但还有可能自我矫正，而且只限于次贷市场。次级抵押本身的直接损失相对来说并不大，只相当于美国股价下跌2%—3%造成的损失。但这些问题环环相扣，并传导到了金融系统和经济体中其他许多关键部门。总而言之，IMF在2008年4月发布的《全球金融稳定报告》中估计，一旦加上商品房市场等其他损失，全球损失可能高达9450亿美元。这次危机的传播速度和波及范围令人吃惊，由次贷危机随后引出的10方面发展趋势也令分析人员困惑。

2006—2007年发放的次贷和Alt-A贷款质量堪忧。逾期借款和取消的抵押赎回权越积越多，2006—2007年间发放的贷款质量之低令分析人员震惊。经济

的良好运行粉饰了这些损失，但有两点已经变得明朗。第一，只有在房价持续上涨的情况下众多借款人能够负担得起他们的抵押借款，因为房价的上涨使得他们能够在具有诱惑性的利率到期前继续获得融资。但是，随着现在许多地区的房价持续走低，借款人就无法获得再融资，因此逾期借款和取消的抵押赎回权急剧增加。第二，大量借款人、经纪人和评估人共同推动房价上涨，借款人通过房贷申请从中渔利。如果房价不能持续上涨，那么这些抵押贷款中有很多都是无法承担的。尽管可调整的次贷利率造成逾期借款增加，但利率本身并不是罪魁祸首。

**资产抵押证券等级下滑的程度和速度。**投资者已经认识到，结构型信用证券的信用等级很可能比公司债券的信用等级遭遇更快、更严重的下降（下图）。次贷证券不仅可能遭遇更为频繁的降级，这些证券的等级也有可能一次性下调幅度较大，因为这些证券的等级对日益严重的信贷损失预期非常敏感。因此，投资者对评级机构的信心开始动摇——自2007年8月以来，AAA级美国住房MBSs的信贷息差几乎与BBB级的公司债券一样高。

这一状况对那些持有最优AAA级CDOs份额的银行来说尤为糟糕（这些银行是这些CDOs的担保人）。许多银行都没有分析资产抵押风险的专业经验，只能依赖于评级机构的尽职调查。因此，当2007年6月这些AAA级证券的评级开始下降，这些银行就开始遭受损失，而且每况愈下。

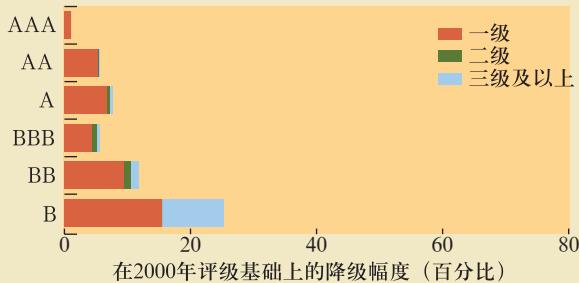
**2007年8月货币市场基金的恐慌。**其他市场的第一轮震荡始于7月，这时次级MBS的评级开始被大规模调低（由于逾期借款的增加），华尔街贝尔·斯登公司旗下的两支对冲基金试图对这些证券进行大规模平仓。8月，法国的一家银行BNP Paribas宣布其中止一些货币市场基金撤回资金，更大规模的银行间震动就此开始。由于担心发生挤兑，货币市场基金为了保护自己，将其资产组合从中长期银行存款和商业票据（主要是公司IOUs）转向隔夜和超短期票据。这一行为激发了市场对短期流动性的强烈需求，并造成ABCP市场的暴跌（ABCP是一种短期票据，主要对表外投资进行融资，这些表外投资一般都投资于长期资产）。这样，欧洲和北美洲的银行要想筹措到比隔夜融资时间更长的资金就变得格外困难。虽然这个时候人们还没有对银行的偿付能力产生怀疑，但此时长期借款的回报已不足以弥补可能出现问题的借款的风险。

**“隐藏”的银行系统。**ABCP市场的崩市使得SIVs浮出水面，事实上，许多银行都直接资助了一些实体，或对这些实体提供了大量后备贷款承诺。这样，这些表外实体就参与了流动性的转移——参与短

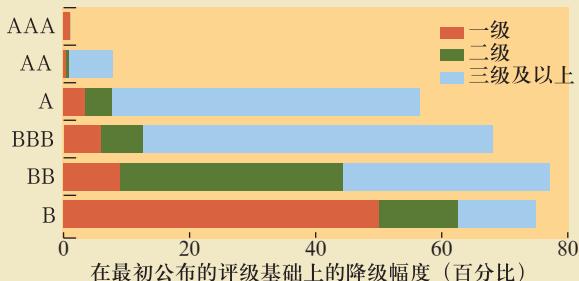
### 速度放缓

AAA公司证券的级别下调幅度很小，一次性仅调低一个等级以上……

（公司证券降级幅度，2001年）



……但是，许多次级证券的评级急剧下滑。



资料来源：标准普尔。

期ABCP的出售并购买长期资产，非常类似于银行传统的吸收存款发放贷款这类表内业务。但是，这些实体不在银行资产负债表之列，因此其资金数量不需达到银行监管要求的那么多。当ABCP市场崩市后，银行不得不借款给这些实体并马上开始考虑是否将其正式纳入资产负债表。一些银行的确是这样做的，拓宽了其表内业务并提高了资金要求；而另一些银行则没有，这就引发了资产出售并使投资者遭受损失。尽管评级机构和监管机构都知道这些实体的存在，但直到2007年8月才开始对这些实体的规模（资产超过1万亿美元）及其购买的风险资产开始进行广泛审查。

**银行的流动性承诺。**由于银行在大额资金市场的自我融资能力开始下降，于是它们就开始通过持有更多的现金类资产和缩短向其他银行拆出资金的周期来“储藏”流动性。银行越来越关注它们已经做出的借款承诺的数量，包括向其他银行的承诺、向对冲基金的承诺和向公司实体的承诺。与此同时，银行发现通过向证券市场出售贷款来筹资也变得日益困难，于是它们不得不在账本上保留更多贷款。银行在贷款流程的两头都遭遇了流动性约束：一方面，它们得持有贷款准备出售；另一方面，它们又得履行贷款承诺，而这些承诺正是它们后悔不该做出的。不巧的是，此时又恰逢银行间不愿互相拆借。结果，银行间市场陷入了前所未有的流动性泥沼。

**银行的流动性急速下降。**当人们对信贷的担心日益加剧，且流动性资产开始被储藏起来，即便是那些有偿付能力的银行也难以维持充足的资金。英国的北岩银行要求英格兰银行提供紧急资金，因为其已无法将其账上的抵押证券化或将抵押出售，也无法从其他银行筹资，由于缺乏流动性资产该银行连几周也无法坚持。同样，尽管监管机构已证实贝尔·斯登公司的监管资本已超过要求的数额，但该公司同样也遭遇了大额资金市场流失的困境。虽然纽约联邦储备银行和JP摩根大通商量了救援方案，贝尔·斯登公司还是在3天内就耗尽了其170亿美元的准备金。北岩银行和贝尔·斯登公司仅仅是众多案例中的两例，暴露了大额资金市场脆弱的信用度，也示范了当一个公司信誉败坏和市场流动性欠佳时，公司现金流失的惊人速度。

担心信誉受损在一定程度上也解释了银行为何不愿动用相互保留的后备贷款额度。它们担心这会引起流言认为它们的流动性正在下降。出于同样的原因，银行也不愿动用央行的紧急流动性支援。因此，联储

推出了一种贴现窗工具，允许更多银行匿名申请流动性。其他央行也在寻求如何保证其工具的使用不会让市场人心惶惶。

**次级信贷风险向债券保险公司集中。**一些先前专门为市政债券和基础设施债券提供信贷保护的债券保险公司（即“单一”保险公司）从2003年开始向资产抵押证券和CDOs提供保险，以巩固那些最安全档次的

AAA等级。但是随着逾期抵押借款和取消的赎回权日益增多，这些证券的价值急速下降，增加了这些保险公司的负债，进而降低了这些公司的信用等级，或者受到信用评级机构的监视。其中最大的两家公司Ambac和MBIA估计损失已达230亿美元，该两家公司被要求追加更多资本。

**市政债券市场和助学贷款市场的崩市。**单一保险公司的严重问题对市政债券市场和助学贷款抵押证

券市场造成冲击。美国2.6万亿美元尚未偿付的市政债券中，超过一半是由于单一保险公司的担保才获得AAA信用等级。这些担保可以使200多万尚未偿付的各种债券都变成AAA级证券。

近年来，市场逐渐从传统的固定利息债券转向其他创新工具，例如拍卖利率证券(ARSS)。尽管在借款人看来ARSS是一种长期证券，但放款人却认为这是短期证券，因为这种证券的利率经常根据荷兰式拍卖的安排而调整，在这一安排中，持有人可以出售该证券。在正常情况下，该证券的利息成本对于证券发行人来说较为低廉，而该投资对于机构和公司资金经理来说又具有较高的流动性。但是保险公司的问题使人们对ARSSs的信用等级越来越表示怀疑，更糟糕的是，券商本应进行出清申购以保持市场秩序，但当它们发现自己持有的证券过多时，就会停止这种申购。因此，拍卖一次又一次流拍，许多市政不得不支付更高的利率。

许多专门从事助学贷款业务的公司也使用ARS技术，当拍卖流拍后，它们要么被迫停业，要么削减发放新的贷款。

**抵押市场在这场危机中依赖于美国政府资助的企业。**美国当局非常积极地利用联邦机构和政府资助的企业支持该抵押市场。这些支持有：抵押再融资（联邦住宅管理局），极大增加了流向需要流动性的抵押银行的贷款；购买更多MBSs（联邦住房贷款银行），购买更多抵押、发行并购买更多的MBSs (GSEs)；扩充流动性以遏制来自更多交易方的更大范围的抵押担保（美联储）。总而言之，美国当局几乎动用了一切



可操作的杠杆来维持抵押贷款的运行。

银行被迫削弱杠杆作用规模。银行遭受了损失，把那些失败的SIVs和对冲基金的资产吸收到其资产负债表内，还得被迫履行其贷款承诺。因此，它们不得不更严格地分配资金。由于资本受损且外部筹资又十分困难、昂贵，银行不得不削减自愿贷款数额，并紧缩其已经延长的贷款期限——无论是提供给消费者的房屋净值贷款还是提供给对冲基金的贷款都无一例外。商业银行本来就有杠杆作用——其持有的现金只是全部资产的很小一部分——因此，资金稍许减少就能引发贷款总额大幅度下降。据估计，金融系统在这场危机中亏损的4000亿美元可能致使贷款总额缩减2万亿美元，并导致GDP下降1.2%(Greenlaw等, 2008; IMF, 2008)。

### 反对的声音：令人吃惊的不见得都是坏消息

尽管这场次贷危机的蔓延造成了许多始料不及的负面效应，但毕竟还有一些惊喜。

第一，迄今为止，这场危机对新兴经济体的影响有限，且全球增长依然强劲，对商品的需求也很旺盛。并不是所有新兴市场都免受牵连，像哈萨克斯坦和冰岛这些国家的银行部门就遭遇紧缩，新兴市场债券开始增加，一些新兴市场的股票市场在经历了几年高速增长后开始急剧下滑。但目前为止还没有爆发大规模危机，资金方面也没有大幅度波动。实体经济也没有出现收缩的迹象。

第二，主权财富基金试图向遭遇流动性困境的商业银行和投资银行注资的意图传递了一个积极的信号，那就是，这些长期投资机构将发挥作用稳定全球金融市场。2008年3月，这些基金向银行和保险公司提供了45亿美元的资金。但由于亏损持续增加，近期不太可能有新一轮注资。

### 可能的救治方案

尽管政策还在制定当中，但为了解决眼前问题并防范危机再次发生，应牢记以下重要方面：

- **约束杠杆作用。**杠杆效应在现代金融市场的关键部门作用过大，但杠杆作用又非常容易受到价格变化和市场流动性匮乏的影响。就像我们看到的那样，放任杠杆效应使得信贷紧缩的问题恶化，而且贸易的不景气又造成价格波动。政策制定者可以通过提高资金或抵押要求来加强对杠杆作用的谨慎约束。

- **改善流动性管理。**一些主要机构在应对资金冲击方面比预期的要差。主要市场参与者需要改善其在

流动性方面的做法。

- **培育市场流动性。**场外市场的流动性和价格发现的过程都很脆弱。需要逐渐提高这些市场的流动性的可靠程度——如规范做市商的报价职责（像美国国债市场那样）。

- **促进尽职调查。**投资者在投资结构型证券时缺乏尽职调查并过多依赖信用评级。当机构投资者的基金经理开始运作新型资产时，这些投资者尤其需要更加尽职。为了加强监督，结构性信贷产品应当更加简单，以便投资者能够进行独立评估。

- **增加透明度。**由于结构型信贷投资工具的市场价格缺乏透明度，这就使由危机所暴露出的责任和评估问题被进一步扩大，进而又助长了危机蔓延。改善价格和交易信息的公开度有助于发现价格和评估市场价值。此外，应当给予银行适当的监管激励，促使其巩固与表外机构的业务往来，以防其操纵银行。

### 痼疾

这场危机的蔓延给我们的教训是什么？第一，证券化虽然转移了银行面临的一部分风险，但这部分转移的风险没有想像的那么多，而且是以损害透明度为代价的。此外，损失要积累到一定量后才会引起人们的重视，这期间有很长时滞。第二，在资金紧张的情况下，场外市场不见得更具流动性。银行间市场受到的冲击程度和冲击持续时间比任何在2007年8月之前做出的预测都要糟，这就意味着这些机构必须在很长一段时间内维持自食其力。第三，单个银行的风险管理只注重该机构自身的安全，在很大程度上忽略了系统风险。因此，个体为了生存所做的理性选择会导致集体的非理性后果。最后，在一个充斥着各种风险和变数的世界里，救治危机异常困难。尽管各国央行要求加快创新以便防患于未然，但危机依然存在。与这场瘟疫的抗争远比诊断者想像的要艰难得多。

Randall Dodd, IMF货币与资本市场部顾问；Paul Mills, IMF货币与资本市场部高级经济学家。

#### 参考文献：

Dodd, Randall, 2007, "Subprime: Tentacles of a Crisis," *Finance & Development*, Vol. 44 (December), pp. 15–19.

Greenlaw, David, Jan Hatzius, Anil K. Kashyap, and Hyun Song Shin, 2008, "Leveraged Losses: Lessons from the Mortgage Market Meltdown," paper presented at the U.S. Monetary Policy Forum Conference, February 29.

International Monetary Fund (IMF), 2008, Global Financial Stability Report, April (Washington).