



中国社会科学院金融研究所

金融论坛

2007 年第 38 期(总第 194 期)

2007 年 10 月 16 日

美国次级房屋贷款危机分析（下）

——背景、原因、影响、政策效果及启示

中国社会科学院金融研究所 曹红辉

三、美国次级房屋贷款危机的损失及其影响

1. 美国次级房屋贷款对贷款发放机构造成的损失

次级房屋贷款违约率的上升首先会给贷款发放机构造成损失，美国的房屋贷款损失严重率虽有所上升，但并未达到 1998 年的高点。而次级房屋贷款的损失严重率(loss severity ratio)取决于几方面因素：就业状况是否稳定、房价走势、借款人是否能够获得信用购买新住宅以及再融资是否可得、利率走势、作为抵押品的房屋的处理结

果。其中，房价的急剧下降成为诱发危机的直接因素。

次级房屋贷款的历史损失严重率在 20%至 40%之间，近几年有所下降。但 HSBC 在美国发放的次级房屋贷款 2001 年房地产市场萧条时的损失严重率低于 20%，2007 年二季度，损失严重率则高达 50%。

当次级房屋贷款不良贷款率为 20%，损失严重率为 35%时，损失规模将达到 1169 亿美元，而当损失严重率提高到 50%时，损失规模将增加到 1670 亿美元。如果将 ALT-A 贷款的可能损失考虑在内，在两种损失严重率下的损失总规模将分别增加到 1519 亿和 2170 亿美元。

2. 美国次级房屋贷款债券对机构投资者造成的损失

由于住宅抵押贷款债券（MBS）及由此衍生的 CDO 的现金流直接或间接来源于次级房屋贷款，因此，这些次级房屋贷款债券给机构投资者造成的损失与前述的次级房屋贷款损失率存在密切关系。此外，投资于 MBS 或 CDO 的损失还取决于投资者所持有的档级是否较高、资产池中次级房屋贷款与普通贷款的比例与结构、资产池中次级房屋贷款所在区域（如加利福尼亚、佛罗里达及俄亥俄州的贷款损失率以及丧失抵押品赎回权的比例就更高），以及投资于 CDO 的融资杠杆。

从 2005 年至 2007 年 8 月份进行的以次级房屋贷款为支持的 MBS 交易可能蒙受 990 亿美元损失，此期间进行的 CDO 交易可能蒙受 220 亿美元损失。另外，次级房屋贷款债券还给相应的担保机构造成损失。

其实，次级房贷危机只是引发市场心理变化的导火索，标普等评级公司过去几年债券评级业务中存在失误、部分公司发行商业票据出现困难、以及商业银行可能遭受坏账损失等因素都在不同程度上导致了市场出现对流动性的预防性需求。其中，信用评级公司的失误对市场心理产生的负面影响尤为明显，因为近年来华尔街越来越依靠电脑和模型评估和从事复杂的证券交易，评级公司给出的评级是一个重要变量，如果评级出现问题，可能导致证券交易的定价模型产生严重缺

陷，直接导致交易风险爆发。

3. 对其他信用衍生品市场和其他金融市场的影响

在某种程度上，次级房屋贷款危机与其说是流动性危机，不如说是信用危机，因为次级房屋贷款的到期未付率上升引起投资者对信用风险的普遍担忧，而市场并非缺乏资金，而是缺乏因对信用风险担忧引发的流动性危机。这种忧虑除引起与此相关的 MBS 和 CDO 市场的波动外，还波及其他信用衍生品市场，并波及其它市场。以资产支持的商业票据(asset-backed commercial paper, ABCP)为例，在 8 月的最后三周，以美元标价的 ABCP 余额从最高的 1.18 万亿陡降至 9980 亿，这是由于 ABCP 风险溢价急剧上升，发行人寻求更低成本的融资渠道所致。以 30 日 ABCP 为例，它相对于一个月期国库券的溢价在 8 月 20 日曾达到 356 个基点的历史高位，8 月底下降至 223 个基点，但仍远高于往年平均水平。

次级房屋贷款危机引起次级房屋贷款发放机构以及 MBS 和 CDO 投资者的损失，这些信息会在它们的股价上反映出来，一旦股票投资者出现恐慌情绪，难免对股市造成冲击。由于各国股市之间存在联动关系，这种冲击还可能波及其他国家的股市。同样，公司债券市场、商品期货市场、外汇市场及各类相关衍生品市场等也与之产生联动。因此，次级房屋贷款本身的风险使得危机演变为系统性风险。

4. 美国次级房屋贷款危机影响实体经济的可能性

次级房屋贷款危机源于实体经济的波动，反过来又可能从住房投资和居民消费两方面对实体经济产生重要影响。首先，次级房屋贷款危机可能从供给和需求方面加大房屋价格的下跌压力。一方面，丧失赎回权比例的提高意味着贷款发放机构将处置更多作为抵押品的房屋或有更多的借款人被要求强行出售房屋，这将增加房屋供给；另一方面，为控制信用风险，贷款人可能通过提高贷款利率或者提高贷款标准从而压缩信贷规模，这将对住房需求起到抑制作用。供给增加和

需求减少共同形成房价进一步下跌的压力，而这些都可能对住房投资产生负面影响。其次，次级房屋贷款可能通过两方面对消费产生负面影响。一方面，次级房屋贷款的借款人并非全是低收入群体，其中有部分属于中等收入群体，这部分人债务状况对消费的影响相对于低收入群体更加显著；另一方面，抵押品权益撤回 (mortgage equity withdrawals, MEW) 金额占消费的比重从 2005 年开始下降，如果这一趋势延续下去，将对美国消费产生显著影响。抵押品权益撤回是指借款人为取得作为抵押品的房屋的所有权，用价值更高的抵押贷款为现有抵押贷款进行再融资，而这部分再融资金额中有相当部分被借款人用于消费，在一定程度上推动了美国的消费。次级房屋贷款危机对美国住房投资和居民消费影响还可能通过出口等途径传导到其它国家，尤其是对美国高度出口依赖的国家。

四、美国次级房屋贷款危机中的政策干预及其效果评价

1. 各国应对次级房屋贷款危机的措施及其政策效果

面对次级房屋贷款引发的风险，美联储在 2007 年 2 月开始暴露的风险中，认为只是个别机构的非系统风险。在 6 月底，它才与其它四个部门就次级房屋贷款共同发表声明 (Statement on Subprime Mortgage Lending)，强调贷款发放机构在发放次级房屋贷款时需要遵循谨慎性原则，要求发放机构根据借款人的债务收入比、收入来源和数量、资产和负债以及文件完整性和双重留置权等方面谨慎评估借款的还款能力和意愿。这将提高次级房屋贷款标准，强化贷款人的约束，提高贷款质量。7 月上旬起，标准普尔调低全球次级抵押债券评级，引发全球金融市场震荡。随后，贝尔斯登所属对冲基金爆发风险，全球股市暴跌。

直到 8 月 9 日，欧洲金融市场出现了对流动性的强劲需求，明显超出了当时流动性的供应量，推动了隔夜借款利率大幅上扬，股市也出现恐慌性下跌。欧洲央行被迫大规模向市场注入流动性，以缓解市

场流动性的短缺。

由于美欧之间的时差，欧洲货币市场出现的流动性短缺影响到美国联邦基金市场。联邦基金实际利率水平在上周数个交易日的早上超过了 5.25% 的目标利率水平，上一个周五早上更是承受了明显的上涨压力，最高时达到了 6% 左右。而且市场心理出现了明显变化，出现了大量对流动性的预防性（precautionary）需求。因此，美联储才从 8 月 10 日起通过公开市场操作向市场注入资金。随后，日本也在 8 月 10 日开始注入资金。

但美联储宣称，将联邦基金实际利率水平控制在 5.25% 左右，以维持金融市场的稳定和健康运行为目标，而并非将干预数量作为某种计划或者指标，也不是因为股市下跌或次级房贷问题的恶化；股市的上涨或下跌与联储的法定目标（价格稳定和充分就业等）并无直接关系，它不会也不应该进行“救市”，同样也不会因某些微观经济部门出现问题而采取救助行动；并提出次级房贷危机仍是市场事件（market event），而非具有深远和广泛影响的宏观事件（macro event）。它还在 8 月 17 日发表声明，临时改变初级信用贴现窗口的规则，直到市场流动性有实质性改善。这些改变的目的是使存款机构在融资成本和来源上得到更可信的保证。在提供贴现窗口贷款时，FED 将继续接受多种抵押品，包括房屋抵押证券和相关资产。现有的抵押率仍保持不变。”但它的第二份公开声明则表明了公开市场委员会对宏观金融形势的看法，认为金融市场的形势已经恶化，更紧张的信用状况和更高的不确定性有可能遏制经济的继续增长。在这种情况下，尽管最近的统计数据说明经济仍然维持温和增长态势，联邦公开市场委员会仍判断经济增长的下降风险已稍有增加。委员会正在监测这一形势，并预备为减轻金融市场失控引发的经济增长减缓而采取措施。”它试图通过宣称经济增长可能存在问题，逐步转变以往的倾向，尽管没有明确说明它对经济增长目标的关注已超过对通货膨胀的关注，但

已清晰地暗示出关注前者的中心地位；并为 9 月 18 日降低联邦基金利率奠定了基础。

同时，它还临时改变初级信用贴现窗口的规则，直到市场流动性有实质性改善，以应对可能爆发的流动性危机。美联储这些努力在短期内有效缓解了市场流动性不足的困境，但要想让那些由于市场波动而蒙受损失的风险厌恶的投资者恢复对以次级房屋贷款为基础资产的 MBS 及 CDO 等产品的信心，则仍需时日。总之，各国央行的上述措施旨在维持金融市场稳定，当此次危机对住房投资和居民消费等实体经济产生进一步负面影响时，可能不得不采取更为有效的措施。

除央行外，美国其它部门也陆续采取各类措施，缓解次级房屋贷款的压力。

8 月 27 日，Ginnie Mae 宣布取消由退伍军人事务部提供担保的房屋贷款规模的限制，允许规模在 41.7 万美元以上的房屋贷款进入资产池，并以此为基础资产发行由 Ginnie Mae 提供担保的 MBS。这项措施可以增加由 Ginnie Mae 担保的 MBS 供给量，但是，由于 VA 的贷款规模往往很小，因此，它对 MBS 市场的影响可能相当微弱。8 月 31 日，美国总统布什宣布了一系列措施，旨在缓解次级房屋贷款危机，其中最受关注的是联邦住房协会保障计划 (Federal Home Association Plan)。该计划允许那些在利率重置期前没有出现延迟支付而在利率重置之后面临延迟支付的借款人从 FHA 取得贷款进行再融资。此项计划为 ARM 借款人在面临利率重置时获得再融资提供了可能，但是，由于次级房屋贷款的复杂特征（比如大部分次级房屋贷款被证券化以后，决策者不再是原始贷款人而是贷款服务机构）以及次级房屋贷款抵押品双重留置权的存在（不同留置权的拥有者利益不可能协调一致），它在缓解次级房屋贷款危机上的成效仍有待观察，因为此项计划要求申请再融资的借款人具有完整的收入证明文件以及债务收入比不得超过 41%，因此，它只适用于资质较好的次级房屋

贷款借款人，这在一定程度上削弱了其政策效果。

在危机的冲击下，美联储已明显地将其对通胀的关注转变为对经济增长的关注。虽然存在对其政策可能导致道德风险的争论，但美联储更重视维护金融体系的稳定性。而且降息并不会对缓解次贷危机产生立竿见影的效果。大幅降息给处于流动性过剩的美国金融市场带来新的压力，导致通胀压力。这是由于美国劳动生产率降至 2%左右，潜在的经济增长率受限；而降息导致的美元贬值和油价上升造成新的通胀压力。

未来，美国次级房屋贷款危机如何发展，既取决于房价走势与次级房屋贷款的规模、结构变化，也取决于如何对次级房屋贷款进行制度调整以及监管部门的干预行为。

2. 房价走势及 ARM 次级房屋贷款的发放规模和利率重置

而根据高盛的分析，房价除受次级房屋贷款危机通过供给增加和需求减少带来的下跌压力外，它仍被高估了 13%至 14%，更为悲观的估计则是高估了 50%。这意味着美国房价仍存在进一步下跌的空间。而次级房屋贷款在证券化基础资产中比重的提高以及 ARM 在次级房屋贷款中比重的提高使 ARM 的利率重新安设定对判断次级房屋贷款危机走势有重要意义。

重新设定利率的 ARM 规模除 2007 年中后期出现高峰外，在 2008 年 3 月仍将出现新的高峰，这意味着次级房屋贷款的违约率和损失率仍有继续上升的可能。因此，可以预见，这场危机还只是刚刚开始，金融市场还将面临新的震荡。

五、美国次级房屋贷款危机对中国的启示

美国次级房屋贷款危机对于我国金融市场和房地产市场发展至少提供以下启示：

其一，反思房地产市场的发展模式，澄清政府在这一市场中的地位与作用，考虑借款人的不同信用，分离低收入阶层到房屋租赁市场

和廉租市场。低收入阶层的信用风险一般较高，且对利率和房价较为敏感，严重依赖商业银行获得房屋抵押贷款，无疑将增加系统性风险。一方面，为保障低收入阶层的居住权，急需发展和健全房屋租赁市场和廉租市场予以配合。而这一目标须与其它制度如个人及家庭财产的申报及登记制度与相应的税收监管制度配合，才可真正得以落实。另一方面，为防范银行系统的风险，则需严格控制商业银行对房屋贷款的发放标准及比例，限制预售期房的按揭贷款及开发贷款。

其二，反思房地产金融体系设计，将遏制房价泡沫与控制银行风险相结合。当房地产开发、经营、消费活动都依赖于商业银行贷款时，房地产市场与商业银行将一荣俱荣，一损俱损。为降低房地产市场波动对商业银行的负面影响，在转变房地产融资模式和加强创新的同时，还需要注重加强商业银行内部控制，严防贷款质量下降。改革各地的住房公积金组织及管理体制，尽快组建政府支持的住宅抵押贷款银行及住宅抵押按揭贷款证券化机构已经迫在眉睫。

其三，在设计金融市场体系，尤其是发展金融衍生品时，须充分认识到衍生品的两面性，既有分散风险的功能，也有放大风险的作用。如 MBS 和 CDO 等信用衍生品为贷款人提供流动性以及降低融资成本，并通过重新分配风险满足投资者的不同偏好，信贷资产证券化还有效地缓解风险过度集中于银行体系的状况，因此，金融创新仍需继续推动。同时，还应对衍生品市场的发展加强监管，严控风险，如在制定各种政策时，严格控制杠杆交易的上限，避免利用杠杆效应过度，避免单一市场风险向其它市场传染。

最后，对冲基金、以及混业经营条件下的银行等机构在金融市场的全球化活动以及危机向全球蔓延的特点再次将监管的全球性协调提到重要位置。美国在此问题上的态度已经明显地影响着全球金融体系的稳定性。发展中国家的资本项目管制短期内也许避免直接冲击，但并不能完全避免其负面影响。因此，不能对此存有侥幸心理，而应

采取更为积极的措施，加强金融监管的全球协调。

(全文完)

主 办：中国社会科学院金融研究所

主 编：李 扬

副 主 编：王国刚

联 系 人：刘戈平

电 话：010-85195338

电子信箱：ifb@cass.org.cn