

癥結所在： 與次貸相關的信用衍生品

【本報記者】中國社會科學院經濟學部考察團於2008年6月在美國考察了次級貸款危機問題。主要訪問了國際貨幣基金組織(IMF)、美國聯邦儲備委員會、美國聯邦儲備銀行、紐約聯邦儲備銀行、舊金山聯邦儲備銀行、美國聯邦存款保險公司(FDIC)及各大型銀行和其他金融機構。考察團團長為劉明康，副團長為王松奇，成員包括張學軍、楊明、曹紅輝、張麗華。考察報告由曹紅輝執筆，以是對其中部分內容的摘錄，標註為本報編輯所加。

1. 資產證券化產品的衍生
由於次級貸款發放機構通常無法通過吸收存款來獲得資金，為獲得流動性，降低融資成本或避稅等因素，這些機構把具有不同期限、利率等特徵的次級貸款組成「資產池」，以之作為現金流支持，通過真實出售、破產隔離、信用增級等技術，發行「住宅抵押貸款支持證券」(mortgage-backed securities, MBS)。

早期的MBS屬於過手證券(pass through security)，這種證券按照投資者購買的份額，原則不動地將基礎資產產生的現金流直接「轉手」給投資者，以支付債券的本金和利息。過手結構對應的是股票類證券，即誰去的持有者直接擁有抵押資產的所有權，因此不存在證券類別和發行速度的差異。這種結構不對基礎資產做任何現金流處理，每個投資者都接受相同的風險和本息支付，無法滿足不同風險收益偏好的投資需要。因此，分擔技術(credit tranche)被引進到抵押貸款支持證券設計中，從而產生了「抵押擔保債券」(collateralized debt obligation, CDO)而分擔就是根據投資者對期限、風險和收益的不同偏好，對基礎資產的現金流加以割離和重組，將債券設計成不同檔次，以體現本息支付、風險承受能力上的區別，既可滿足發起人轉移風險的需要，又能滿足投資者的不同偏好。以MBS為基礎資產進一步發行了「資產支持證券」(asset-backed securities, ABS)，其中又衍生出大量個性化的「擔保債務證券」(collateralized debt obligation, CDO)。這一過程還可繼續衍生，並產生「CDO平方」、「CDO立方」等產品。

如將非政府機構發行的MBS按基礎資產類別細分，以次級貸款為基礎資產發起的MBS占全部MBS餘額的比重，從2001年的3%上升至2006年13%。而以浮動利率的次級貸款為基礎資產的MBS，在全部MBS中的比重從2002年的11%，迅速上升至2007年一季度末的29%，約17406億美元。

在浮動利率的次級貸款為基礎資產的MBS中，發行主體的結構也發生了重要變化。政府機構所占比重從2002年50%下降到2007年一季度末28%，非政府機構所占比重則從2002年50%增加到2007年一季度末72%。

可見，次級貸款為基礎資產的MBS比重的提高使得整個MBS市場以及CDO等信用衍生品市場，受次級貸款質量的影響更大。而次級貸款整體質量與其產品結構有關，浮動利率的次級貸款所占比重越大，次級貸款整體質量對利率和房價等因素就越敏感。因此，MBS的市場規模以及作為基礎資產的抵押貸款的結構對次級貸款質量的市場衝擊力更大。

MBS近幾年來之所以迅速發展，從供給方面看，住宅抵押貸款規模的迅速擴大必然伴隨資產證券化規模的擴大；從需求方面看，MBS相對於相同評級的債券而言，具有較高的收益率，同時，持續上漲的房價以及較低的利率水平使風險溢價較低，使得這些產品成為機構投資者不惜以高杠杆借貸進行投資的對象。而當次級貸款出現信用風險時，相關債券就因違約率上升而出現現金流問題，演變為市場風險。

2. 信用衍生品的市場風險
次級貸款是上述信用衍生品產品最初的基礎資產，因此，次級貸款的運行狀態直接或間接地影響這些信用衍生品的市場運行。一旦次級貸款發生危機，上述產品的市場將很難倖免於難。而由於資產支持證券的反應和和杠桿作用，實體經濟的波動(如房地產市場的波動)將使這些信用衍生品市場及相關的金融市場產生更為劇烈的波動，而這就是美國次級貸款危機的癥結所在。

目前的MBS規模逐年增加，其中，屬於政府支持類型的機構，如「房利美」(Fannie Mae, 聯邦國民抵押貸款協會)、「房地美」(Freddie Mac, 聯邦住房抵押貸款公司)、「吉利美」(Ginnie Mae, 政府國民抵押貸款協會)等所發行的MBS的比重逐年下降，而非政府機構的比重則逐年上升。到2007年一季度末，MBS餘額約5984.0億美元，其中政府機構的比重從2001年87%下降到67%，非政府機構從13%上升到33%。MBS餘額佔住房抵押貸款餘額(約10.4萬億美元)之比達到57%。

美國次級貸款之所以引發貸款本身和相關債券及衍生品市場在全美範圍內金融市場的危機，其原因大致包括五個方面。

其一，美聯儲低政策及貸款利率的變化。美聯儲從2001年初實行寬鬆的貨幣政策，聯邦基金利率從2001年1月5.98%降低到2004年中期1%；同時，30年期固定利率房屋抵押貸款(不含次級貸款)的合約利率也從2000年5月的8.52%下降到2004年3月的5.45%。次級貸款沒有可供參考的平均利率，但市場利率水平較低無疑推動次級貸款規模迅速增加。同時，浮動利率借款人可以較低成本進行再融資，而房價的持續上漲則維持了房價及其貸款市場的繁榮，也是2003年至2004年期間未付率明顯降低的原因之一。長期期的低利率政策與房價暴漲誘發的直接後果就是家庭過度負債，家庭債務與資產之比從2001年起急劇上升，過去7年家庭債務與收入之比超過此前39年的水平。這也為次級貸款危機進一步影響美國經濟增長奠定了基礎。

其二，美國房屋價格普遍出現大幅下跌。利率變動影響到借款人的融資成本和還款能力，而房屋價格變動則影響到借款人的還款意願，兩者共同決定了次級貸款的違約率。房屋抵押貸款與房價上漲幅度存在明顯的相關性，利率下降，房價上升，利率停止下降，房價則下降。因此，利率與房價波動成為理解次級貸款危機的關鍵因素。

其三，次級貸款標準的放鬆以及法律及監管方面的缺失。次級貸款審貸程序和標準較為寬鬆甚至低

下，是造成次級貸款危機的制度性因素之一。次級貸款借款人的信用得分和審貸文件的完整性通常較低，而「貸款價值比」和「債務收入比」又較高。這使得借款人的還款能力和意願對利率和房價非常敏感。貸款人之間的激烈競爭以及以經紀人和客戶代理為主的銷售模式也加劇了審貸管理的鬆弛。對具有相同剩餘期限的次級貸款而言，無論是否具有第一還選第二留置權的次級貸款，2005年和2006年的到期未付率都高於前幾年，綜合反映出近兩年次級貸款違約率上升。另外，由於對於次級貸款借款人缺乏統一的界定，無論聯邦還是各州至今沒有明確針對次級貸款的法律，只在「掠奪式貸款」(predatory lending)的名義下監管，成為次級貸款市場的另一制度缺陷。

其四，不斷將抵押貸款證券化，而「擔保債務證券」(CDO)等衍生品在結構設計和流動性方面存在缺陷。雖然CDO等衍生品能在一定程度上分散信用風險，但它自身也存在結構性缺陷。首先，如CDO以及CDO平方、立方等產品在同一份基礎資產上衍生出大量衍生品證券，當基礎資產面臨信用風險時，將產生鏈式反應。事實上，標準普爾等信用評級機構對次級貸款及其債券的評級出現了嚴重偏差，使得其評級結果大大偏離了貸款人的實際信用狀況。當房價、利率等決定房屋貸款的因素發生變動時，信用風險就不可能地產生了。而上述缺陷直接導致各類產品交易市場的連鎖反應。其次，CDO等是一種高個性化的產品，通過場外交易市場(OTC)在各機構間進行交易，流動性很

差。再次，投資者依賴量身定做的複雜衍生金融工具如信用違約互換(credit default swap, CDS)來管理對沖沖差也差，缺乏連續交易的透明市場為此定製，只好在一定假設下依理論模型和人為的參數設定來確定其合理價值。當假設不成立或者市場環境使參數設定有誤時，根據模型結果進行交易將使投資者出現模型錯誤(model error)，從而可能造成重大損失。必須指出，所有交易模型都嚴重依賴信用評級機構對次級房屋抵押貸款證券的信用評級結果。一旦評級結果出現誤差，將造成整個以此為基礎的衍生品市場的系統風險。而這正是次級貸款危機誘發全球各金融市場危機的重要原因之一。

其五，對沖基金、銀行機構在CDO等衍生品中運用高杠杆比率進行融資，放大了金融市場的風險。由此使得其交易量遠高於於房價和利率相處於極其敏感的臨界點上。一旦證券發生波動，就必須將點上的一系列連鎖反應，從而造成市場的整體波動，演變為全球性的危機。近年來，巨大的商業利益不斷推動對沖基金等機構在高槓桿的杠桿比率(haircut)下，投資於風險較高的次級債券(junior tranches, 包括 equity mezz)。對沖基金的收益和損失都隨杠桿比率提高而放大，並對市場價格與常敏感。而這些機構活動的全球化使得次級貸款的衍生品投資成為全球性的行為，日本、台灣及歐洲的機構成為主要的受害者。住宅抵押貸款債券及其衍生品這種特點使得次級貸款危機蔓延到全球各地。

剖析美國金融危機的本質

【本報特稿】從2007年2月美國金融危機出現端倪，到現在已經有一年多時間了。其間金融危機不斷深化，有愈演愈烈的趨勢。但是，回顧美國金融危機的發展過程，發現各國政府和學界對金融危機的看點各不相同。

第一，對美國金融危機的發展趨勢和危害程度存在不同認識。美國金融危機爆發初期，美國政府對外發聲僅是，極力表明當時的次貸危機僅僅是美國經濟的一次感冒發燒，並且很快就會不治而愈。進而採用各種公關和外交手段說服美國民眾和世界各國要相信這一點。面對這樣的狀況，世界主要國家對外部的反應是基本上相信美國的說辭。與此同時，積極採取措施防範美國金融危機所構成的傳染性危害。但是在2007年底，隨著金融危機的影響面和危害程度趨於嚴重的時候，這種認識出現了分化。一部分西方發達國家基本上已經看問題的嚴重性，政府急速參與對金融機構的救助，採用靈活的貨幣政策和財政政策進行應對；另外一部分發展中國家依然相信美國政府的說辭，認為美國制度是世界上最完善的制度，美國經濟體是最健康的經濟體，美國

的市場經濟是最能夠自動調整恢復的市場經濟。美國資本主義是具有值得學習的榜樣資本主義，進而相信美國金融危機很快會過去。進入2008年下半年，房利美、房地美、雷曼兄弟、美林證券、國際集團等金融界巨頭接連倒下，令世界上所有國家的政府和學界都瞠目結舌。人人心惶，一些發展中國家似乎改變了對金融危機的看法，似大受震撼。

第二，對造成美國金融危機的原因存在不同的認識。美國金融危機爆發以來，各類機構和學者站在不同的立場和角度，用不同的研究方法對美國金融危機爆發的原因進行了研究，得出了一些結論。主要有幾個代表性的解釋。其一，美國金融危機與美國金融監管當局、特別是美聯儲的貨幣政策在過去一段時期由於變態的貨幣政策有關。該觀點認為，2001年至2004年美國聯邦基金利率持續下調，吹起了美國房地產市場和次級貸款市場的泡沫。2004年至2006年，美國聯邦基金利率持續上調，促發了房價的下跌，進而導致按揭違約的數量增加。其二，美國金融市場的影響力和投資市場的開放性，吸引了來自不同國家的

投資者和大量資金，為次級貸款及其衍生品金融產品的發行提供了有利條件，客觀上埋下危機的隱患。其三，美國金融機構的貪婪和違規操作，為一己之私利，不但不對不合格貸款者發放風險極大的住房貸款，而且設計多種金融工具將風險轉移到各類投資者身上，其結果是規避了金融市場的系統風險，卻放大了金融市場的系統風險，而美國某投資銀行亞洲區總經理胡祖六否認金融衍生品是導致金融危機的借款人才是導致違約率上升的原因。其四，美國金融監管太少，忽視了金融市場潛在的巨大風險，沒能很好地辨識和瞭解次貸產品在整個現代金融體系中可能產生的風險和風險發生後的演變方式，導致積聚的金融風險越來越大，並最終集中爆發。其五，20世紀80年代以來，美國全面實行的新自由主義的經濟金融理論和政策不僅為金融危機的爆發埋下了最初矛盾的種子，而且在持續推行過程中一次次在更大規模上積聚了矛盾，促成了危機的最後總爆發。

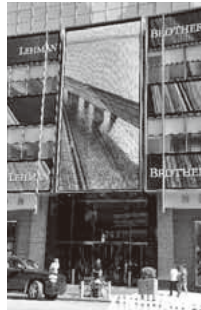
從以上的分析中可以看出，面對一個對我們生存的世界構成巨大威脅的事件，我們十分有必要採取

一種嚴謹務實的態度，對美國金融危機作出全面、客觀地判斷、認識和反思，從中吸取根本性的教訓。我們不禁要問：為什麼有些國家對金融危機的發展趨勢和危害程度判斷不清、判斷滯後，是什麼遮蔽了我們的雙眼？這是個無法回避的問題。其實，危機爆發之初，有一部分人從技術數據上作出了相當準確的判斷，甚至預測了美國金融危機發展的大致時間表。而一些美國金融管理機構卻視而不見，無所作為，依然故我，慢慢地拒絕了事後被證明是正確的判斷和建議，甚至這種建議在多年之前就被人員提出。作為危機的爆發國，美國最核心的政策層可能一時不知道如何反應，但是，隨著調查的深入，他們當然會將這次危機的關鍵環節在哪里，風險的進程大致將如何發展，到底何作出有利於自己選擇。而受到美國金融危機嚴重影響的一些國家，是不是需要拋棄一些教條主義的固定思維模式，認真思考一下經濟金融理論的界問題，而不是對美國的盲目地相信和聽從。

那麼，到底如何認識美國金融危機爆發的原因呢？認識問題有現象和本質之分。分析現象是認識本

質的基礎，認識本質是為了進一步解釋現象、採取正確措施解決問題。如果僅僅停留在對事物現象的認識上，就無法認清問題的真正症結之所在，更談不上解決問題的正確思路。目前，對金融危機爆發原因的認識也有現象和本質之分。上文所述幾個原因中，利率政策變化說、金融市場資金充裕說、金融機構貪婪和違規操作說、金融監管不力說都屬於從現象層面談此次金融危機的原因。這種認識一個共同點在於認為目前世界資本主義基本金融理論和制度沒有錯誤，只是部分政策和實踐環節出現了失誤和缺陷，只要堵住了漏洞，修補了細枝末節，當前資本主義金融理論制度仍然會運行良好。而美國金融危機的發生本質上是上文所述的經濟金融理論和制度造成的。金融監管制度的缺失，以及那些貪婪墮落、鑽制度的空子華爾街肥貓們(fat cat)也只有在一定的制度土壤上才能夠生存。

自由放任的經濟金融理論是當前美國金融危機的混亂之源，其要點是盲目鼓勵金融創新和經濟過度虛假化，倡導利率匯率自由化，減少或者放棄金融監管，實行向



上圖為美國紐約曼哈頓第七大道上的雷曼兄弟公司總部大廈。大資本所有者傾軋的經濟政策，等等。華爾街模式所建立起來的一整套運行制度，不僅給實體經濟帶來了貧富分化、消費不足、生產停滯，而且積聚了巨大的金融風險，給全球經濟金融帶來動盪不安。可以說，金融危機已經宣告了上世紀80年代末由「華盛頓共識」所確立的經濟金融理論的破產。

作者：本報特稿撰稿人嚴海波副研究員
單位：中國社會科學院經濟研究所博士後流動站

ETrace International

提供了3D動畫的服務，如虛擬旅遊、FLASH、插圖及互動虛擬旅遊。我們的目標是為我們的客戶提供一個靈活的、創造性的，把未來的项目型成與現實最接近的圖像的可能性。我們的首要任務，是為我們的客戶提供最經濟實惠的定價，具備全球競爭力。我們獨特的是針對客戶的需要和預算，可確保我們的客戶。我們用國內和國際的技術結合，可確保我們的客戶最可靠的完工時間和效率。我們期待著與你合作！

www.etraceinternational.com
Tel: 626-529-5804 Fax: 626-529-5804
Email: admin@etraceintl.com or etrace.info@gmail.com
308 E. San Bernardino Rd., Covina, CA 91723

全能網站設計與排名 + 泰翁國際商業網

由設計到行銷,由工廠—倉庫—批發—零售—一站式系統

1. 域名註冊—精深的搜索引擎排名知識,免費為您制定品牌名稱及網址。
2. 網頁寄存—龐大的數據中心,提供網頁寄存及伺服器管理24小時監控服務,收費低廉永不斷電。忠實可靠的技術支持無後顧之憂,送您優質系統可即時分析網上客源。
3. 網站設計—一流設計,美觀、專業、快捷、易於更新,讓您的產品與服務展現競爭力。
4. 電子商務—全功能電子商務網站,網上信用卡收單系統,老網站翻新。
5. 免費推廣—一站式網上行銷專業團隊,每周三下午5時到5時進行,請電話預約,快速約經濟效果。

網上市場開發 誰最受益?
泰翁國際商業網是擁有房地產、旅館、旅遊、力的多語言國際網頁平台,讓您的產品與服務,零零售店、會計、保險經紀、法律、教育、迅速打開市場。商家以最小的投資達到最大小生意。
快速約經濟效果。

www.abledesigner.com www.MerchantAccountUS.com www.2globalmart.com
美國泰翁集團 Tel: 626-618-0777 215-0179/710-0268 10501 Valley Blvd., #1175, El Monte, CA 91731