

次贷危机的成因、传导机制及其对中国的影响

戴先强

(西南财经大学中国金融研究中心, 成都, 610074)

摘要: 自 08 年次贷危机在震荡中蔓延扩散, 全世界都在感受着这场危机所带来的寒流。究竟次贷危机是怎么发生的, 导致危机发生的深层次原因是什么? 本文通过深入分析次贷危机产生的原因, 从短期、中期、长期探究其传导机制, 最后分析了此次次贷危机对中国的影响以及带给中国金融业现代化改革开放战略的启示。

关键词: 次贷危机 次级抵押贷款 传导机制 影响

次级抵押贷款是一种金融创新, 旨在为美国风险较大的借款人提供拥有住房的机会, 这些人风险更高, 在正常的抵押贷款模式下这部分人没有贷款购房可能, 这些抵押贷款在设计上包含了一些特殊的特点, 将其和房价联系起来。然后, 次级抵押贷款通过证券化来融资, 而证券化也相应的拥有并反映了次级抵押贷款的独特设计特点。次级证券被分批卖给CDOs, CDOs又被销售给那些高杠杆的机构, 通常这些资产被其价值反映在资产负债表之外的机构和货币市场共同基金持有, 同时保险类衍生工具又带来了附加的次级风险。资产负债表外工具、衍生品、证券, 以及回购协议市场等信用链条构成了所谓的“银子银行系统”。

当美国的房价并没有像预期的那样增长时, 这一连串的证券、衍生产品、资产负债表外工具由于大部分是场外交易, 而且由于相互证券化和一些保险类衍生工具的介入, 很难确定风险的位置和规模。面对这样的信息不充分, 金融机构本身也存在表外风险带来的压力和彼此的不信任, 拒绝彼此交易和拆借, 并开始囤积现金。于是, 恐慌便开始了。

一、次贷危机的原因分析

(一) 美国货币政策的变化

1. 低利率的货币政策

20世纪90年代以来, 在信息技术革命的推动下, 美国经济经历了二战后前所未有的高速增长, 美国资本市场更是空前繁荣。2001年IT泡沫破灭, 美国经济出现衰退。为了刺激经济, 美联储采取了极具扩张性的货币政策。2001年“9·11”事件, 美国经济经历了温和的衰退, 为刺激经济增长, 美联储逐次调低联邦基金利率。在经过了13次降息之后, 联邦基金利率从2001年1月5.98%降至了2003年6月25日联邦基金利率降至了1%, 为50年来的最低值, 并一直保持到2004年年中。(见图4.1)

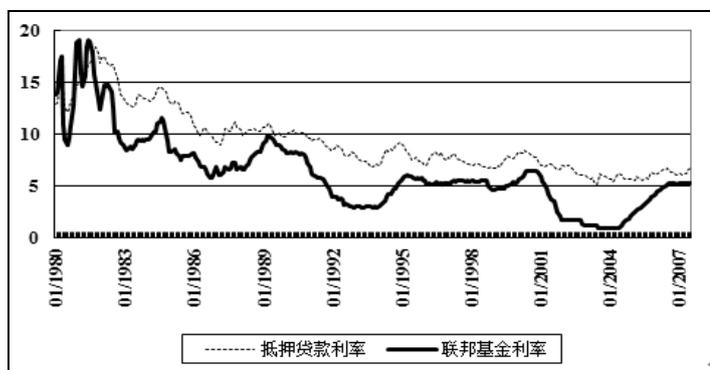


图4.1 联邦基金利率与抵押贷款利率

资料来源: 美国联邦储备委员会。

与此同时, 30年期固定利率房屋抵押贷款(不含次级贷款)的合约利率也从2000年5月的8.52%下降到2004年3月的5.45%。次级贷款没有可供参考的平均利率, 但市场利率水平较

低无疑推动次级贷款规模迅速增加。浮动利率借款人可以以较低成本进行再融资，美国家庭抵押贷款的负债由2000年的4490.6亿美元上升至2007年第二季度的10145.9亿美元，超过了以往24年的水平（见图4.2）。

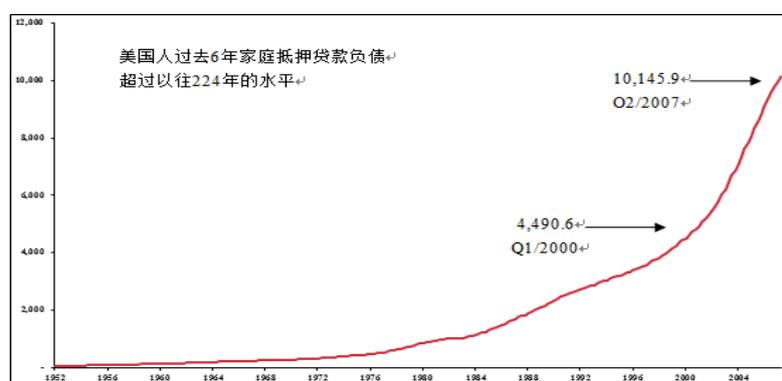


图4.2 美国家庭抵押贷款负债水平

资料来源：美国抵押贷款银行家协会。

长期的低利率政策与房价暴涨诱致的直接后果就是家庭过度负债。家庭房产占名义GDP之比2005年达到顶峰，私人部门债务占GDP之比在2008年也达到创记录的354%，家庭债务与资产之比从2001年起急剧上升，过去7年家庭债务与收入之比超过之前39年的水平。这也为次级贷款危机进一步影响美国经济增长奠定了基础。

2. 低利率货币政策的影响

较长时期的低利率政策刺激了经济增长，使经济从放缓中很快恢复过来，经济增长于2004—2006年达到了创记录的新高，达到4%以上，与此同时，通胀则始终平稳地保持在低于3%的较低水平。除美国以外的全球经济在这些年也基本保持了高增长、低通胀态势。

欧洲为了刺激欧元的增长，日本为走出经济泥潭，均开始实行降息的政策，这就使全球范围内的流动性严重过剩，在资金充实和资本流动成本低的条件下，全球房地产市场繁荣发展，美国的房地产一度成为促进美国经济增长的主要动力之一。与全球经济的高增长和低通胀相对应的是全球金融市场表现异常强健。利率处于历史低位，包括美欧国家在内的资产价格上升很快，且资产价格的波动性以及风险溢价非常低。异常低的利率和高涨的资产价格，导致货币供应量和信贷规模都以异常快的步伐扩张。

出于对（通货膨胀的担忧），美联储从2004年6月起逐步提高联邦基金利率，至2006年8月提高至5.25%，随后一年内维持不变。与此对应，房屋贷款利率也有所上升，至2007年7月达到6.7%。利率的上升无疑对借款人的还款能力形成压力，尤其是对2003年至2004年低利率水平下发放的大量浮动利率的次级贷款借款人影响更大，因为这些贷款会在2005年或2006年重新设定利率（interest rate reset）。到2007年，利率的上升和房价持续下降使房贷市场上借款的还贷压力不断增大，正处于还贷中后期的借款人由于无法承受利率提高的巨大负担，只能选择违约，进而引起抵押贷款公司的破产。

（二）美国房屋价格普遍出现大幅下降

金融危机的根源在于经济金融状况良好时期承担以及信贷扩张的过度，而这种过度状况往往被强劲有力的经济增长所掩饰。当经济难以承受这种过度时，这种过度对金融的伤害就充分呈现出来，导致金融动荡，而金融动荡反过来又导致经济的进一步恶化。

据美国房地产协会估算，从2002年开始，房价就以每年10%以上的速度增长，笔者认为当时从总体上看，还难以判断美国房地产市场泡沫是否严重。但是在某些地区房地产泡沫是严重的。造成美国房地产价格上升的原因是多方面的，如股票市场崩溃、投资者转向房地产

市场、住房抵押贷款的税收优惠等，但其中一个重要原因则是美国联邦储备银行的宽松货币政策，特别是低利率政策。在这种政策的刺激下，银行发放了大量各种形式的住房抵押贷款。贷款条件过于宽松使得许多人购买了超出自己偿付能力的住房，住房抵押债务急剧增加，美国的住房抵押债务对收入之比创下了历史最高纪录。

利率变动影响到借款人的融资成本和还款能力，而房屋价格变动则影响到借款人的还款意愿，两者共同决定了次级贷款的违约率。反映美国房屋价格的主要指数，如S&P/Case-Shiller (CS)， the National Association of Realtors (NAR)， the Office of Federal Housing Enterprise Oversight (OFHEO)， Shiller Real Housing Index 等，自2005年以来都出现了大幅下滑。其中，CS指数由于包含通过次级贷款购买的房屋价格以及样本成分上的特点而更具有代表性。Shiller指数则反映出真实的房价变动情况（见图4.6）。



图4.6 Shiller真实房价指数

注：指数基准：100 = 1890

资料来源：g:\economics\Robert\Equities\NAPM_rev.xls

从下图4.7可见，房屋抵押贷款利率与房价上涨幅度存在明显的相关性，利率下调，房价上涨，利率停止下调，房价则下滑。因此，利率与房价波动成为理解次级贷款危机的关键。

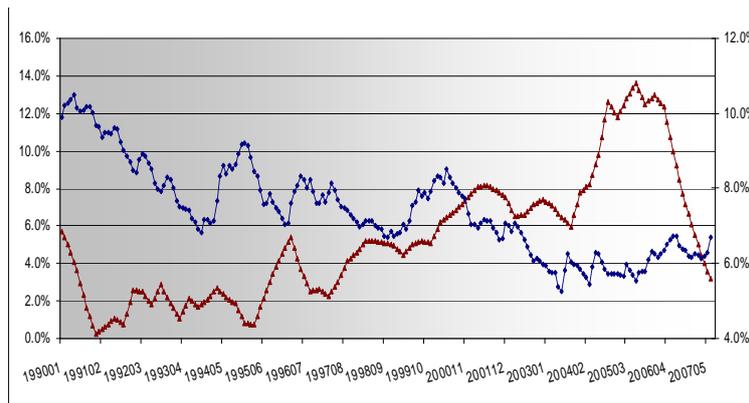


图4.7 房屋抵押贷款利率与房价上涨幅度

资料来源：美国抵押贷款银行家协会。

美国房屋价格从1995年开始逐年提高，上涨速度也逐步加快，自2003年下半年至2005年中期，上涨速度急剧提高，同比增长最高曾超过15%。不断上涨的房价刺激了美国人对住房的投资，次级贷款者疯狂地利用次级贷款资信要求不高的缝隙，囤积房源。到了房地产泡沫最为盛行的2005年末，房价年增速达到17%，形成了一定的泡沫。在房价飙升时期，房贷者即便没有收入来源，也可以用房产的增值部分进行再融资，用以偿还原来的贷款并可用以

支撑消费。获利的房贷机构不断降低放贷标准，从而刺激了盲目扩大消费贷款规模的循环，美国房地产泡沫逐渐膨胀，次级房贷也迅速扩张。同时其还款能力不足的问题被隐藏起来了。

正如经验一再证明的，当我们身处泡沫之时，往往难以判断是否存在泡沫，而只能在泡沫破灭之后才能得出结论。从2005年四季度起，房价的上涨速度开始明显下降，到2007年3月房价停止上涨，随后明显下跌。房价增速放缓甚至下跌是2005年第四季度到期未付率开始上升的重要原因，而房价增速的减缓正是次贷危机的导火索。

（三）“消费者信贷”挑战金融行业的竞争及其监管方式

金融中介机构在开展消费者信贷这一现代化金融业务时，过度竞争、标准化的风险定价方法使得它们无法得到正确的风险“价格”，从而导致过度的贷款扩张行为，这才是导致危机的内因。

1. 次级住房按揭贷款蕴藏着自我膨胀式的风险“逃避”机制

由于贷款对象没有很好的资信记录和抵押资产，而且，这类客户层的贷款规模比起商业信贷要小得多，所以，通过贷款机构自身信息处理（传统的金融中介管理风险方法）来识别借款人资信能力进行差异化贷款，成本巨大，几乎不太可能。另一方面，采用标准化的风险定价方式（即只要获得一个高质量的风险度量——比如用于信用评分的专业软件就可）设计贷款条件，虽然风险控制的前期成本较低，但是，事后违约率还是较高（差异化的特征所引起的个别风险要比其他信贷业务大得多）。所以，这些贷款机构就很自然会去选择“资产组合”的战略去分散风险：只要不断增加贷款数目——采取信贷扩张的战略，那么，对贷款机构而言，这种组合后的个别风险会得到很好的分散。也就是说，个别的损失可以通过其它人那里获得的高利润而得以冲销。另一方面，这类特殊客户层也完全可以利用贷款机构的这种自我膨胀的动机，利用资信要求不高的这种贷款特征，合法的隐蔽自己高债务的状况，不断地从不同的次级按揭贷款机构那里获取特殊贷款。只要利率水平不断下降，房价不断上涨，就可以借“东家”钱还“西家”债，进行无风险的套利（事实上在这种情况下，按揭利率高出其他贷款利率多少倍也无关紧要）。这样很容易引起过度贷款（借款），造成房地产市场的泡沫升级，从而反过来又进一步促使这种自我膨胀式的风险“逃避”机制不断激化。

但是，一旦利率上升或楼价下跌，借款人的套利活动就无法获益，资金链很容易断裂，个别风险和系统风险都会同时增加，也就是说，因为存在上述自我膨胀式的风险“逃避”机制。所以，一旦无法逃避，造成的损失要远远大于正常的消费者信贷。而且，这群特殊客户层事后的财富状况无法进行再确认，当事人之间的事后风险分担几乎不可能。如果贷款机构事前就认识到这一业务的内在特征，就会有强烈的动机去分散事后的巨额风险。这就是我们看到的这些机构为什么那么积极地利用资产证券化工具的根源所在。

2. 现有的监管手段无法适应“风险定价”的贷款管理模式

对于通过合理的风险定价来提供贷款服务的这一新模式，监管部门缺乏很好的事前监管方法。因为没有抵押资产，没有连带保证，无法信息公开，所以，监管部门只能通过事后的贷款机构财务状况的好坏来加以判断，并由此采取相应的措施。比如，敦促破产清理，积极促进并购等，但是往往这类贷款机构都在积极介入资产证券化的过程，因此，财务状况也很难及时反映出他们当前贷款的质量。直到发生像近期这样资金链断裂现象时，监管当局才如梦初醒，可惜这已为时过晚。自我膨胀式的“风险逃避”这一次级按揭贷款特有的“激励机制”，酿成了系统性风险爆发的严重后果，它让政府当局为稳定金融市场而不得不付出沉重的代价。

这次危机的重灾区虽然目前还是控制在住房购置按揭贷款业务上，但系统性风险会破坏市场参与者对未来的信心，这可以从欧美股市和汇市的近日来的跌宕起伏中，就能够感受到近期市场罕见的恐慌状态。所以，不能排除风波会蔓延到整个面对“没有正常信用能力”顾客层的信贷业务上（全面“逃向优质资产”的可能性！）——“流动性过剩”时代完全有可

能出现“流动性消失的危机！我们从次级住房按揭贷款的衍生债券（简称“次级债”）可以更领略到金融创新活动的威力：它可以做到在很短的时间内，“放大”流动性，也可以“抽干”流动性！

（四）现代金融产品带来的风险扩散

在金融自由化的基础上，自20世纪80年代以来，发达国家金融市场的一个重要特征是证券化急剧发展。证券化是通过金融工程把流动性差的某个或某一组其他形式的资产转化为证券的过程或倾向。例如，如果某银行发放了许多住房抵押贷款，该银行（或某个第三者）可能会把所有这些住房抵押贷款捆绑在一起组成一个住房抵押贷款池，发行以这个住房抵押贷款池为基础的住房抵押贷款支持债券（Residential Mortgage-Backed Security, RMBS），这样就创造了一只债券（证券）。证券化是一个非常复杂的金融工程。应该说，美国次贷危机的爆发是证券化走到了极端的必然结果。

在证券化过程中，涉及十多个参与机构。其中包括发起人（住房抵押贷款金融机构）、住房抵押贷款经纪人、借款人、消费者信用核查机构、贷款转移人、特殊目的机构（Special Purpose Vehicle, SPV）、评级机构、包销人、分销人、保险公司、特别服务提供者、电子登记系统和投资者等。在证券化过程中，特殊目的机构（SPV）发挥了重要作用。

SPV购买或根据某种协议获得次贷的所有权或处置权，然后将这些次贷（可能是成百上千项次贷）捆绑在一起（正如将许许多多鸡蛋放在一个篮子里），以这些次贷为基础（这些次贷是SPV的资产），相应发放债券（SPV的负债）。这就是说，原本是住房抵押贷款金融机构和借款人之间一对一签订的、各不相同的一些住房抵押贷款合同，被住房抵押贷款金融机构转卖给了SPV，而后者将其打包之后，又以债券的形式卖给了投资者，这些债券就是所谓的住房抵押贷款支持债券（RMBS），这就是次贷被证券化的过程。转移风险的过程见图4.8。

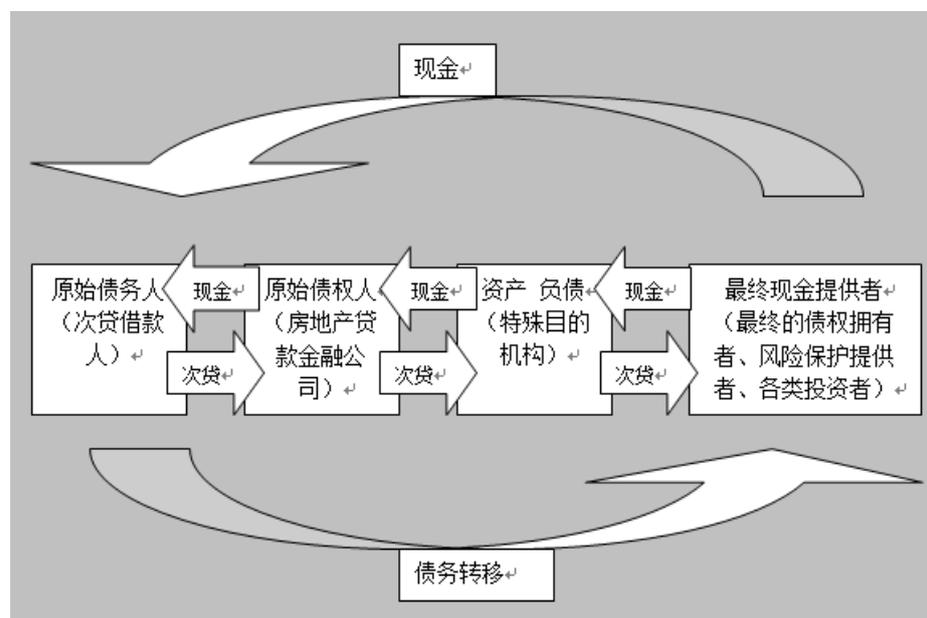


图4.8 证券化与风险传递链条

信用违约互换（Credit Default Swap, CDS）是在次贷危机中扮演重要角色的另一重要衍生金融工具。CDS的作用是将某种风险资产的违约风险从合同买方（信用风险资产的投资者）转移到合同卖方（信用风险保险提供者）。合同买方定期向合同卖方支付“保费”（Premium），但当发生参照实体（出售公司债券的第三方）违约、破产等“信用事件”时，保险卖方（可以是投资银行或其他金融机构）就必须向保险买方赔偿损失。当参照实体的违约风险增加时，“保费”就会相应提高。而“保费（率）”与某种基准利率之间利差的增加，则反映了相应

债券风险的提高。如果说次贷的证券化是将次贷风险由发起人（住房金融机构）转移到投资者（其他金融机构），那么RMBS和CDO的投资者购买CDS则是将风险转移到CDS的投资者，而CDS的投资者则又是形形色色的金融机构。CDS本身是一种保险工具，但却可以成为一种投机工具。例如，假定投机者（CDS卖方）和投资者（债券购买者——CDS买方）签订了一项CDS合同，并收取10万美元保费，那么，如果作为信用参照体的公司（第三方）并未倒闭，投机者在未曾进行任何投资（但要承担风险）的情况下就将获利10万美元。CDS的定价（PV）是根据经折现后的、不同时期赔付额（减保费）与其发生概率乘积的现值确定的。CDS的价格随信用参照体（债券发行公司）的信用等级（违约概率）的变化而变化。

二、次贷危机的传导机制

（一）次贷危机的短期传导机制

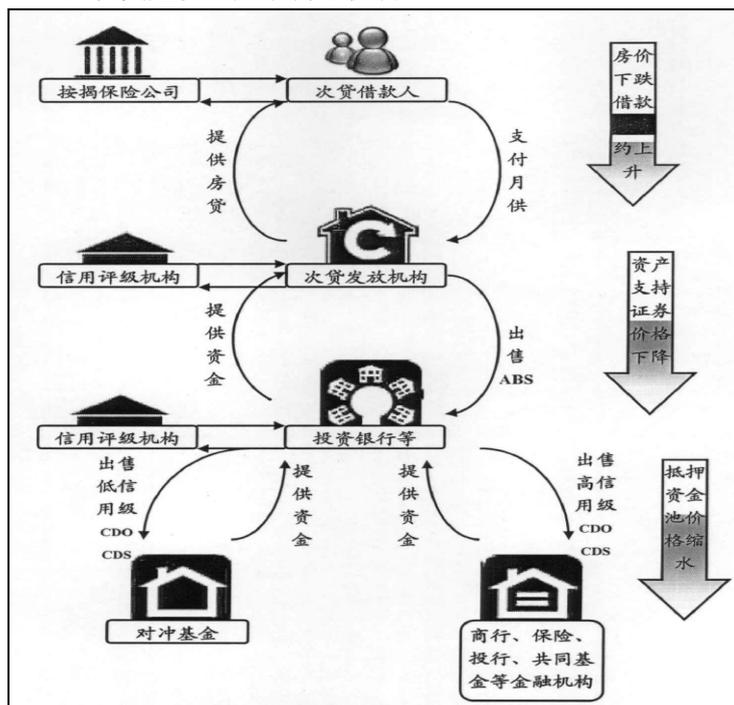


图 5.1 次贷危机的短期传导链

如图5.1所示，次贷危机在短期内沿着衍生产品链传导。由于借款人纷纷进入了按目标利率加上高风险加成的浮动利率还款期，而美联储基准利率又连续上涨，这些借款人的负担日益增加，部分贷款的逾期还款率、违约率和剥夺赎回权率逐步攀升。随着美国房地产市场的逐步降温，大面积违约情况发生，信用风险充分暴露。

此时，随着不良贷款率和坏账率的逐步增加，按揭贷款机构的资产质量日益恶化。由于这些小型的从事按揭贷款发放业务的公司和金融机构并非依靠吸收存款来开展业务，而是以自身的资产（按揭贷款）为抵押向大型金融机构融入流动性，资产质量的恶化不仅使其无法借入现金，而且还被迫使将已经出现坏帐的资产买回，资金链的断裂造成了这些机构的停业、关闭、破产。据统计，仅2006年11月到2007年6月的半年间，全美共有80多家次级抵押贷款公司宣布停业，其中破产的有H家，关闭的有50家，剩余的公司或出售或停止贷款业务。其中，以美国第二大次级抵押贷款公司新世纪金融的破产为例，产生了极大的负面冲击。

无论是MBS、ABS，还是CDO或CDS都是在基础资产上创设的衍生品，其作用是转嫁风险而非消散风险，因此基础资产（次级按揭贷款）的风险必然传递到相应的证券持有人手中，基础资产的折损最终造成证券的价值下降。由于预先划定了CDO和CDS的信用级别，设定一旦产生亏损，由低信用级别证券的购买者率先承担，因此以对冲基金为首的投资人首先受损

(图5.2显示, 对冲基金占地信用级别证券投资的三分之一)。以2007年6月美国第五大投资银行贝尔斯登管理的两只对冲基金破产为开端, 次贷风险开始向以此为基础发行的证券持有人扩散, 并引发了包括法国、德国、荷兰、澳大利亚、日本等国家和地区市场一系列对冲基金投资受损的事件。

面对一系列对冲基金无法清偿的负面消息, 市场开始形成恐慌气氛, 人们亦开始担忧高信用级别的CDO和CDS的风险。2007年7月10日, 标普和穆迪分别下调了612种和399种抵押贷款债券的信用等级, 标志着次级按揭贷款风险进一步向持有高信用等级的养老基金、保险基金和商业银行传递。与对冲基金不同的是, 此类机构往往设有严格的投资标准(必须投资高于某一等级的证券), 而投资组合中相应品种的信用级别被调低, 使这些机构必须马上抛出该类证券变现。由于CDO与CDS市场属于场外市场, 大批量抛出会使市场流动性丧失, 导致价格大幅下跌, 进而导致持有此类证券的投资者出现浮亏, 危机传导至衍生品链的末端投资者。

(二) 次贷危机的中期传导机制

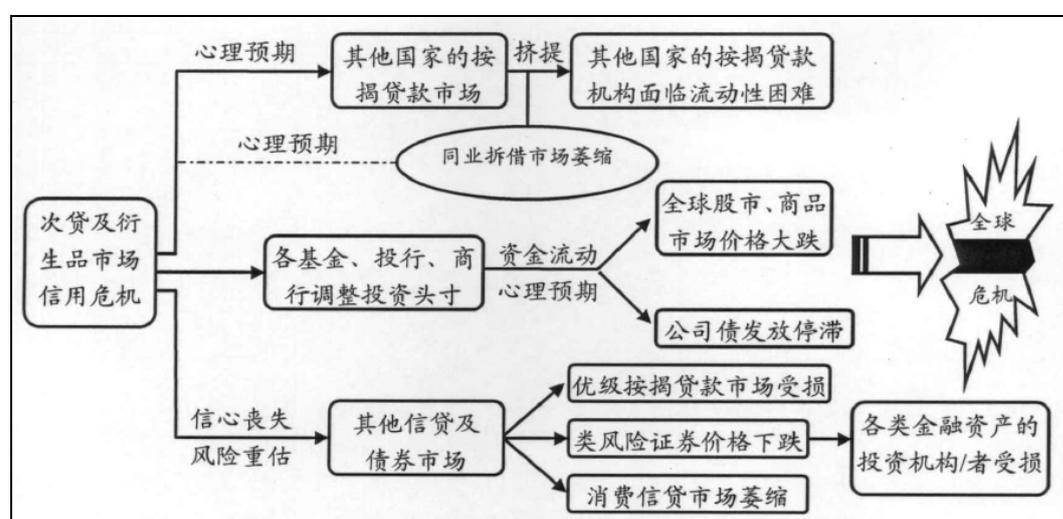


图 5.2 次贷危机的中期传导链

次贷市场信用危机沿着衍生产品链传导仅仅是全球金融危机爆发的开始。图5.2显示, 危机大致沿着心理预期逆转、资金流动和风险重估三条路径向全球金融市场传导。

首先, 由于投资者的浮亏在基金净值中体现, 加剧了投资者的担忧与恐慌, 基金赎回率攀升。为应对众多赎回要求, 基金不得不通过变现其他市场的资产来满足自身流动性需求。同样, 商业银行、投资银行、保险公司等用自有资金投资次贷支持证券的机构, 也由于投资品种信用级别的下降和价格的缩水, 纷纷进行大规模的调仓。从而引发了股票市场、商品市场等一系列与债券市场并没有直接关系的市场出现大幅波动。

其次, 由于美国次级按揭贷款发生了违约并引发了整个衍生链条上各个环节的价值缩水, 不得不让全球审视其他各国的按揭贷款市场情况。欧洲的许多国家也正经历着类似于美国房地产泡沫的情况, 由于房价的持续上扬, 各种风险和隐患被掩盖。然而当人们接受到负面信号时, 风险开始暴露, 危机在最薄弱的环节爆发。以英国为例, 次级贷款的发放往往比美国更为激进。据报道, 英国100%的房贷十分普遍, 甚至出现125%的房贷。英国媒体指出, 过去十年的经济政策制造了信贷泡沫和虚假的繁荣, 却没有注意提高金融业生产效率; 而当经济出现不稳定的迹象, 房地产价格下降时, 一些按揭贷款发放机构仍持续向客户提供超过他们工资5倍以及超过他们房产价值125%的贷款。随着美国情况的日益恶化, 英国媒体的负面报道犹如导火索般引起了民众的恐慌。2007年9月14日, 英国按揭发放机构北岩银行遭遇

挤提，而由于同业银行拆借市场极度收缩，北岩银行出现了严重的流动性困难，不得不向英格兰银行申请44亿英镑的紧急求助资金。而英国的情况并非特例，面对越来越暗淡的住房按揭贷款市场和极度紧缩的同业拆借市场，西方各国的按揭发放机构均面临严峻的考验。

而信用衍生证券风向指标MarkitiTraxX指数显示，iTraxx欧洲指数、iTraxx欧洲高风险指数和iTraxx欧洲Crossover指数从2007年9月开始逐步攀升，于2008年初纷纷创下历史新高，其中高风险指数更是翻了5倍之多。债款信用的极度恶化使信用衍生品市场萎靡不振。此外，日本除外的亚洲高收益iTraxx指数也于2008年2月到达 164个基点，触及历史的最高记录。这表示次贷对全球的债券市场形成极大的打击。

与次贷支持证券风险相类似的投资产品市场情况也不容乐观。

资产支持短期债（Asset backed Commercial Paper, ABCP）与同期国债收益率的基差从20个基点左右快速上升到了80--100个基点，市场规模缩减了30%。彭博资讯统计，美国十家最大的货币市场基金（MoneyMarketFimds）在资产支持短期债上的投资超过了500亿美元。这意味着资产管理公司可能成为继房地产市场、住房按揭市场、对冲基金、投资银行资产管理业务、短期票据市场、信贷和按揭保险市场等后的又一受害者。次贷危机进一步向传统业务蔓延。

住房价格的下跌和危机的爆发，也引发了投资者对商业按揭支持债券（Commercial Mortgage Backed Security, CMBS）的风险回避。中金公司的调查报告显示，CMBS的月发行量从2007年3月的385亿美元直线下滑到了10月的63亿美元，而收益率基差上升了两倍。

随着次贷借款家庭和个人的月供日趋上升，在收入没有相应上升的前提下，其消费能力和对其它消费贷款的还款能力必然减弱，甚至很有可能拖欠信用卡和车贷的还款。这将造成以这些资产的现金流入为支持的ABS面临高企的违约率，而投资这类资产支持证券的金融机构又将面临新一轮的损失。

同时，美国各大金融机构还拥有着巨额三级资产（Level 3 Assets）。（见表5.3）。由于这些资产的实际价值不可知，会随市场预期大幅波动，如何对此进行估计和损失计提成为这些金融机构面临的又一难题。

表 5.3 美国各大金融机构持有三级资产/公司净资产额比值

金融机构名称	06Q4 (%)	07Q1 (%)	07Q2 (%)	07Q3 (%)
摩根士丹利	118.1	126.3	127.3	193.5
莱曼兄弟	70.9	86.7	98.6	149.3
高盛	75.1	87.7	100.6	127.7
美林	13.1	20.1	22.9	30.6
花旗集团	54.9	75.2	88.4	89.7
摩根大通	21.4	19.4	24.0	--
美国银行	10.7	9.9	9.1	-

（三）次贷危机的长期传导机制

从长期角度看，次贷所引发的金融危机将通过影响经济基本面因素而造成全球经济的衰退（见图5.3）。首先，金融危机造成信贷收缩、企业借款困难和投资放缓，这将导致失业率的升高和实际工资的降低，从而影响居民消费水平，使经济增长减速。美国全球事业经济学协会（NABE）4‘近日公布的调查报告显示，该协会34%的成员认为次贷危机超过恐怖主义和能源问题，成为美国经济未来一两年内所面临的巨大威胁。经济分析局（BEA）统计得出2007年第四季度私人消费增长速度较第三季度下降了0.4个百分点，经济增长速度明显放慢。IMF也下调了2008年世界经济的发展趋势预测，预计美国的增长速度将下降到1.9%，欧元区

放缓到2.1%，日本为1.7%。全球经济的增长速度也将会从2007年的5.2%降为2008年的4.8%。

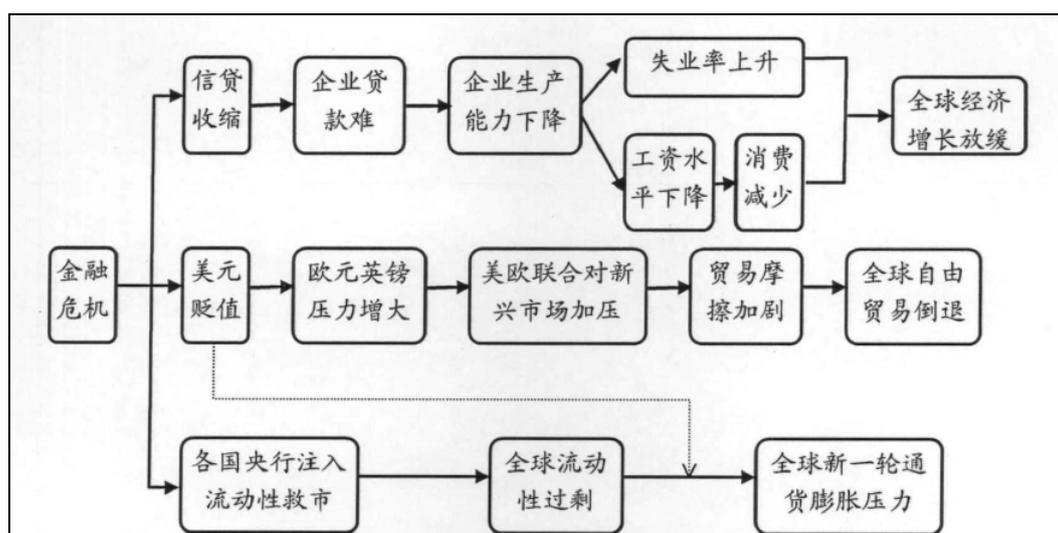


图 5.3 次贷危机的长期传导链

其次，各国央行向金融体系的注资行为，必然使流动性过剩变得更加难以克服，全球新一轮通货膨胀将不可避免。

最后，由于投资资金开始撤出美国的实际情况和保证经济不衰退的政策需求双管齐下，美元必然维持其弱势状态。由此带来的后果和影响为：一、与流通性过剩相结合，加剧全球通胀压力；二、美元走弱必然表现为欧元英镑对美元升值，导致欧洲的企业也遭受重大的压力，欧美政府将联合对新兴市场国家施加压力，全球贸易摩擦随之加剧。一旦后者无法在汇率和出口政策上满足前者的要求，自由贸易就将出现倒退，这将对全球整体经济造成重大的打击。

三、次贷危机对中国的影响

次贷危机自 2007 年爆发以来，经历了贝尔斯登易主、雷曼申请破产保护、花期银行搁浅等几个高潮后已演变为一场自大萧条后最严重的全球金融危机和经济危机，在全球化日益广泛的今天，中国很难在次贷危机中独善其身。

（一）对金融市场的影响

1. 银行和 QDII 对外投资遭受损失

随着中国银行业境外投资的增加，次贷危机给中国银行业带来了明显的直接损失。在有价证券投资方面截至 2008 年 3 季度末，共有 7 家中资银行披露持有雷曼债券或有对雷曼的贷款，涉及总额约 8 亿美元（见表 6.1），共有 5 家中资银行持有“两房”债券，账面价值总额约 245 亿美元，目前，中国银行业已经为持有的次级住房贷款支持债券、雷曼相关债券提取了 40 多亿元的减值准备（见表 6.2）。

表 6.1 2008 年 3 季度末主要中资银行持有雷曼债券或有对雷曼的贷款情况

银行	工行	中行	交行	招行	建行	兴业	中信
持有额(亿美元)	1.52	1.29	0.7	0.7	1.91	0.336	1.59

表 6.2 2007 年 3 季度中、工、建持有次级债情况

银行	次级债投资面值（亿美元）	已采取的措施
中国银行	79.47	计提减值准备人民币 35.47 亿元
工商银行	12.28	计提减值准备人民币 4.29 亿元
建设银行	10.62	计提减值准备人民币 3.36 亿元

在直接投资方面，中国银行业近年来“走出去”步伐加快，海外直接投资增多，受此次次贷危机影响，海外直接投资出现了较大的账面浮亏。总的来说中资银行在次贷问题上陷入不深，风险尚在可控范围内，对中国银行业的影响不大，2008 年末，我国国有商业银行贷款损失准备充足率达到 153%，同比上升 122.2 个百分点，拨备覆盖率达到 109.8%，同比上升 76.4 个百分点；股份制商业银行贷款损失准备充足率达到 198.5%，同比上升 28.3 个百分点，拨备覆盖率达到 169.6%，同比上升 55.1 个百分点。2008 年我国银行业金融机构税后净利润达到 5834 亿元，较上年增长 30.6%。在大规模计提拨备的情况下，资本回报率达到 17.1%，利润总额、利润增长额和资本回报有望在全球名列前茅。

表 6.3 中国近年来代表性海外直接投资情况（截至 2008 年 11 月 1 日）

银行	目标银行	投资金额	持股比例	收购日期	下跌幅度
民生银行	美联银行	0.96 亿美元	4.9%	2008.3	72.23%
招商银行	永隆银行	193 亿港元	53.12%	2008.5	0.51%
国开行	巴克莱	30 亿美元	3%	2007.7	69.31%
工商银行	南非标准银行	54.6 亿美元	20%	2007.10	37.53%

QDII 方面由于我国 QDII 类投资基金设立运作时间不长，投资经验不足，没有能够很好地评估次级债的负面性，几乎所有的 QDII 类投资基金都损失惨重，“截至 1 月 28 日，南方全球、华夏全球、嘉实海外、上投亚太优势的基金净值均跌破 0.9 元，单位净值分别为 0.823、0.793、0.754、0.772，一出海就平均亏损了 21.5%。假设今年以来这些基金的规模一直没有变化，以已经公布的四季报基金期末份额计算，这 4 只基金共计亏损约 257 亿元。

2. 外汇储备遭受损失

购买美国国债是我国使用巨额外汇储备的最主要方式之一。中国外汇储备构成大致为：5000 多亿美元美国国债，3700 多亿美元美国两房债券，3000 多亿美元短期债务，2000 亿美元中投控制，2000 多亿美国次级债，3000 多亿美元现金或欧元资产，共计 1.9 万多亿美元。据美国财政部公布的国际资本流动报告显示，2008 年 8 月，中国央行持有美国国债达 5410 亿美元；9 月份，中国增持 436 亿美元，所持美国国债总额达到 5850 亿美元，已取代日本成为美国国债最大持有国。10 月份，中国央行继续大幅增持美国国债，据美国经济学家赛特塞尔估算，中国央行持有美国国债总额已达到 7500 亿美元，占外国央行持有美国国债总规模的 35.4%。经历了次贷危机，众多国家突然意识到，为了区区 3% 的回报（2008 年 11 月 21 日美国国债收益率降至历史最低：3 个月期的为 0.01%，2 年期的跌破 1%，5 年期的为 1.87%，30 年期的为 3.44%，这是自 1977 年以来的最低点），冒“美元资产无法挽回剧烈贬值”的风险，无论如何不是一笔合算的投资。目前看来，美国次贷风暴必将导致美元对其他主要货币持续贬值，这无疑会给美国国债持有者带来严重的损失。自 2005 年人民币汇

率形成机制改革以来，人民币对美元汇率累计升值 20.6%。按 20.6% 计算，中国所持美国国债的贬值损失一年将达到 1200 亿美元。

3. 股市巨幅波动

有关研究表明，2003 年以后中国大陆股市与世界股市关联度已经达到 60% 左右，尤其与美国股市的关联度极高。受美国次贷危机影响，美国股市从 2007 年 10 月开始一路下跌，截止到 2008 年 10 月，道琼斯指数由最高 14279 点（2007 年 10 月 11 日），跌至 7800 点附近（2008 年 10 月 10 日），跌幅达到 45%。随着次贷危机愈演愈烈，各国股市纷纷下滑。上证指数从 6124 点（2007 年 10 月 16 日）一路下跌，最低时跌至 1664 点（2008 年 10 月 28 日），跌幅达到了 72.83%，成为全球下跌最严重的股票市场之一（世界历史上股市暴跌是：1929 年美国股灾跌幅 87.53%、1989 年日本股市跌幅 78.9%、1997 年香港的恒生指数跌幅达 55.55%、1998 年新加坡跌幅 65.03%、2000 年美国纳斯达克指数跌幅 70.25%、2008 年越南股指跌幅 66.92%、2001 年中国台湾股市跌幅 64.53%、2008 年冰岛股市复市首日暴跌 77%、2008 年中国股市跌幅 72.83%）。沪深两市市值一年内蒸发近 24 万亿元，相当于我国 2007 年全年 GDP 总量。当次级贷危机刚爆发时，中国股市还在延续着如火如荼的升势，就在人们对这种“背离”感到或是喜悦或是疑惑的时候，次贷危机最终还是传导到了中国股市，而且毫不客气地引爆了一波大跌。从上述数据中可以看出，虽然具体的涨跌幅度不同，但是上证指数和道琼斯指数的运行趋势大体一致，尤其是一些关键的时间点位非常接近。次贷危机引发的华尔街金融风暴，使 A 股市场深切感受到“蝴蝶效应”之痛。

（二）对出口的影响

长期以来，在拉动中国经济增长的“三驾马车”中，出口占据着非常重要的位置。从经济总量上看，出口在 GDP 中的比重不断升高，2006 年超过 1/3，2007 年虽然增速有所回落，仍增长了 25.7%。从就业上看，外贸领域企业的就业人数超过 8 000 万，其中，加工贸易领域就业近 4 000 万。2001 年以来，在所有的对外出口中，中国对美国出口比重一直保持在 21% 以上，出口增长速度也很快[2]。由于外贸对目前中国经济增长具有非常重要的作用，而美国又是中国最大的贸易顺差来源之一，因而美国经济放缓和全球信贷紧缩，将使中国整体外部环境趋紧。次贷危机爆发以来，美国经济增长存在较大的下行风险，消费者信心快速下滑。美国失业率在 2008 年 7 月高达 5.7%，创四年来新高。人民银行估算，美国经济如果降低 1 个百分点中国出口的增长里将会下降 6 个百分点。次贷危机对中国出口有两种影响途径：一是直接影响，即次级债危机对中美双边贸易的影响，尤其是中国对美国出口的影响。二是间接影响，即美国次贷危机可能会对欧盟、日本，以及世界经济贸易产生影响，从而进一步影响中国对欧盟、日本，以及世界其他国家的出口增长。无论直接影响还是间接影响，次贷危机对中国出口的影响主要有以下几种传导途径。

1. 需求传导

次贷危机发生后，美国国民财富大幅缩水，信用规模急剧收缩，使得美国居民消费支出减少。次贷危机还影响人们对未来经济增长前景的预期，从而减少当前消费。美国消费支出占到 GDP 的 70% 以上，2007 年美国国内消费规模约 10 万亿美元，而同期中国消费者支出约为 1 万亿美元。短期内，中国国内需求的增加无法弥补美国经济对华进口需求的减少。因此，美国与世界经济前景及消费者信心是影响我国出口增长的重要因素。据测算，美国经济增长率每降 1%，中国对美出口就会降 5%—6%。这是美国经济对中国出口的直接影响，如果考虑到美国对世界其他国家经济增长的间接影响，中国的出口会进一步下降。

2. 汇率传导

与东南亚和拉美金融危机不同，次贷危机并没有导致美元爆跌，但却进一步强化了美元的弱势地位，并加速了美元的贬值速度。为应对次贷危机，美国联邦储备局不断降低利率，为银行注入流动性资金。但这与中国国内紧缩性的货币政策形成了矛盾，即美元利率不断降

低，人民币利率不断提高，使得人民币利率大大高于美元利率，导致大量热钱流入中国，加速了美元贬值和人民币升值的过程，从而中国出口产品价格优势进一步降低，对美出口形成挑战。对于目前的产业和贸易结构而言，价格优势仍然是形成中国出口企业竞争力最重要的因素之一。人民币升值对中国出口产品的价格竞争优势的侵蚀始终是一大威胁。中国沿海很多中小企业出口的玩具、服装和打火机利润仅维持在5%左右，而2007年美元兑人民币就贬值了6.9%，企业的利润几乎被挤压一空

3. 价格传导

鉴于美元的国际地位，国际原材料价格大多以美元定价，美元的贬值使得国际能源和资源价格上涨加速，这又进一步增加了中国出口企业的生产成本，降低了中国出口商品的国际竞争力。输入型通胀使得2007年中国CPI指数上涨达4.8%，是1997年以来中国物价上涨最高的一年，2008年前6个月CPI上涨均在7%左右。食品和住房价格上涨会进一步蔓延到其他制造业领域，如家电、纺织服装等行业，而这些行业与出口高度关联。因此，原材料价格上涨引起的出口制造业价格的上涨，将进一步削弱我国出口产业的竞争力。

4. 贸易政策传导

次贷危机使美国经济增长前景担忧，企业销售下降、利润下降、开工不足、失业率上升。据美国劳工部的数据，2008年1-2月减少的工作岗位共计15.2万个，远高于之前8.5万个的预期，失业率从4.8%激增至5.1%，创下自2005年9月以来最高水平。以中美巨额贸易顺差为由，压迫人民币汇率升值的浪潮还未消去的同时，美国次贷危机又必然进一步加剧美国国内的贸易保护主义情绪。前者主要由美国政府主导，以逼迫人民币汇率升值为主要手段，而后者将以美国企业为主导，将利用形形色色的贸易保护手段保护国内市场。因此，预计未来一段时间美国对华反倾销、技术性、标准性、绿色的贸易保护手段会更加频繁出现。

2007年下半年以来中国出口增长开始减速，2008年1-6月延续了这种趋势。从出口金额看，2008年1-6月比上年同期增长21.87%，虽然比2007年同期27.55%的增长速度有所降低，但仍与2007年全年20.39%的增长速度持平。随着这种趋势的进一步发展，预计中国2008年的出口增长速度将回落到15%-20%的水平。从出口数量看，2008年1-6月，中国比上年同期增长8.44%，也明显低于2007年同期10.11%的增长速度。可见次贷危机产生的综合效应已经开始对中国出口产生负面作用。

（三）压缩货币政策操作空间

2008年下半年，中国经济的中心任务从“双防”，防通胀、防经济过热，到“保控”，保持经济平稳较快发展、控制物价过快上涨。货币政策的核心目标还是防通胀，货币政策从紧方向不变。目前，中国货币政策从紧主要还是利率政策和存款准备金率两种手段。美国联邦基金利率在2008年5月1日美联储宣布降息25个基点已经降至2%的水平，和我一年期存款利率形成2%的倒挂。如果提高利率势必进一步提高利率倒挂水平，增加了热钱投机中国的收益。如果考虑到市场预期，人民币今年还将升值10%左右，也即意味着游资进入中国，至少可获得12%的无风险套利。这个收益在目前世界经济普遍不景气的情况下具有极大的吸引力。热钱的流入，增加了外汇占款的投放，进而影响中国反通胀目标的实现，同时也为热钱的大进大出创造了机会，增加中国系统性金融风险。因此，美联储降息不断挤压了中国利率政策的操作空间，央行更多地使用调整准备金的方式，2008年以来，已经五次上调存款准备金率，至6月底存款准备金率已高达17.5%。准备金上调的空间也越来越窄。除此之外，美元贬值，以美元计价的国际市场粮食、石油等大宗商品价格持续上涨，输入性通货膨胀压力也大大增强，这些都使货币政策面临两难的抉择。

（四）增加人民币升值压力

在美国经济增长乏力的情况下，可能会采取宽松的货币政策和弱势美元的汇率政策，来应对次贷危机造成的负面影响，这些都可能加剧人民币升值的预期。一方面，在美国采取宽

松货币政策同时，中国趋紧的货币政策会加大人民币的升值压力。近几年，在国际收支不平衡和流动性偏多的情况下，为了缓解国际游资投机人民币的压力，中国央行倾向于把人民币存款利率与美元存款利率保持一定的距离。自次贷危机爆发后，美国为应对次贷危机的负面影响，采取了减息等货币政策措施。1月22日、1月30日、3月18日和5月1日，美联储分别宣布，降低联邦基金利率75个、50个、75和25个基点，减息幅度非常大。目前，中美利差已经形成了倒挂。如果中美货币政策继续反向而行，扩大的利差将增大热钱流入的动力，人民币将面临更大的升值压力。自2005年人民币汇率形成机制改革以来至2008年6月末，人民币对美元汇率累计升值18.8%，其中，2008年上半年人民币对美元累计升值6.5%。

参考文献：

1. Gordon, Gary B.2008. "The Subprime Panic". NBER Working Paper Series, October 2008
2. Bordo, Micallef.1985. "The Impact and International Transmission of Financial Crises: Some Historical Evidence,1870---1933". *Revista di Storia Economica*2.
3. Citibank. "A Simple Guide to Subprime Mortgages, CDOs, and Securitization",April 13,2007
4. Gorton Gary. 2008. "Information, liquidity, and the Panic of 2007". *American Economic Review*, papers and Proceedings, forthcoming
5. Gorton, Gary, Ping he, and Lixin Huan. 2008. "Monitoring and Manipulation: Asset Prices When Agents are Market-to-Market". Working Paper
6. Kevin Kendra, Fitch. "Tranche ABX and Basis Risk in Subprime PMBs Structured Portfolios", February 20,2007
7. 辛乔利, 孙兆东:《次贷危机》, 中国经济出版社, 2008
8. 中国社会科学院经济学部赴美考察团:《美国次贷危机考察报告》, 2008
9. 孙立坚、彭述涛:《从“次级债风波”看现代金融风险的本质》,《国际金融》, 2008
10. 查理斯·P.:《金德尔伯格. 经济过热、经济恐慌及经济崩溃——金融危机史》, 朱隽、叶翔译, 北京大学出版社, 2000
11. 保罗·克鲁格曼:《汇率的不稳定性》, 张兆杰译, 北京大学出版社、中国人民大学出版社, 2000
12. 国际货币基金组织:《世界经济展望(1999年5月)》, 中国金融出版社, 1999
13. 刘学:《论次贷危机的“蝴蝶效应”对中国的影响—世界经济视角下的危机理论分析》,《长春大学学报》, 2008(7)
14. 邓光奇:《浅析美国次贷危机对中国经济的影响》,《北方经济》, 2009(1)
15. 徐春梅:《次级债牵连中国出口, 商务部三月调研“出口危情”》, 中国经营报, 2008-3-16
16. 孙一枚:《斯蒂格利茨: 美国次贷危机对中国的影响》,《BUSINESS CHINA》, 2008(5)

The cause, transmission mechanism and influence of subprime crisis on China

Dai Xianqiang

(Chinese Financial Research Centre of Southwestern University of Finance and Economics, Chengdu, 610074)

Abstract: The subprime loan crisis shocks in the spread and proliferation, it can be said that the world is a feeling of cold spell brought about by the crisis. How the crisis occurred, what is the deep-seated reason leading to the crisis? This paper analyzes the causes of the subprime crisis in depth, explores the conduction mechanism, and finally analyzes the influence if the subprime mortgage crisis on China.

Key words: Subprime Loan Crisis, Subprime Mortgage, Transduction Pathway, Influence
收稿日期: 2012-11-23; 作者简介: 戴先强, 西南财经大学中国金融研究中心金融学博士生, 研究方向: 国际金融