



# 美国次贷危机对我国金融产品创新的警示

陈游

(湖州职业技术学院 浙江湖州 313000)

**【摘要】** 本文简要分析了美国次级抵押贷款危机发生的原因,指出以资产证券化及信用衍生品为特点的金融产品创新放大了美国次级抵押贷款危机,我国进行金融产品创新务必要吸取美国次级抵押贷款危机的教训,以防范金融风险。

**【关键词】** 次级抵押贷款 资产证券化 信用衍生品 住房抵押贷款支持证券

次级抵押贷款是以住房抵押贷款收益权为基础资产的债券,是一种金融衍生产品。20世纪90年代以来,无论是金融市场还是金融产品的创新都以前所未有的速度发展,其中最突出的特征就是金融衍生品市场的迅速崛起。随着金融衍生品成为金融市场的主要产品,金融交易日益具有衍生化的特点,次级抵押贷款与金融衍生品挂钩,反过来又促使次级抵押贷款发行规模加大,发行频率加快。由于在房价与次级抵押贷款之间存在着套利空间,在次级抵押贷款市场上,利率对冲的套利空间更大,从而吸引了众多的投资者。

然而,房地产价格与次级抵押贷款之间存在的对冲套利机会毕竟十分小。因此对冲基金利用财务杠杆来扩大对冲规模而获利。利用财务杠杆进行金融衍生品对冲交易操作,在微观上加大了对冲基金的获利能力,在宏观上扩大了信用规模,促使信用膨胀,加大了金融风险。一旦市场条件变化或对冲操作失误,风险即刻显现。对冲基金难以归还信用放款,进而引起金融市场的连锁反应。在利率升高的同时,各金融机构为了归还贷款或保住已有的收益而竞相出售有价值证券,促使包括股票、债券、期货和金融衍生品在内的各种有价值证券大幅下跌,使得资金流动性进一步降低,引发资本市场灾难并波及货币市场,造成金融危机。

## 一、美国次级抵押贷款危机的放大机制:资产证券化及信用衍生品

资产证券化作为一项重要的金融创新,资产所有人通过这种方式将特定资产对应的风险和收益转移出去,由购买这些证券的投资者承担与资产对应的风险和收益,实现了风险向金融市场的转移和分散。正是由于美国拥有发达住房抵押贷款二级市场,这就为不吸收存款的专业性抵押贷款机构提供了一个适宜的生存环境,因为抵押贷款机构可以将全部抵押贷款以证券化或非证券化的方式在二级市场上出售,而只赚取出售过程中的折扣收益和出售后的服务收益,借助二级市场抵押贷款机构可以迅速回笼资金以支持进一步的贷款扩张。在这一模式下,抵押贷款机构的放贷能力明显提高,除了放贷规模扩大以外,放贷的对象也得到了扩展,二级市场的方便融资功能,使许多抵押贷款机构在经济繁荣时期过度授信,

美国以次级抵押贷款为基础资产的住房抵押贷款支持证券(MBS)从2000年的810亿美元增长到2006年的7 320亿美元,7年间增长超过9倍。

一旦房地产金融机构将MBS出售给机构投资者,那么与该MBS相关的抵押贷款资产池的所有收益和风险都转手给投资者,房地产金融机构不再承担任何相关风险(包括违约风险、利率风险和提前偿还风险)。房地产金融机构在投资银行的帮助下,开发出一种新型的抵押贷款支持证券——担保债务凭证(CDO)。一般而言,在一个抵押贷款资产池基础上发行的CDO中,优先级约占80%,中间级和股权级各占10%左右。从下表中可以看出,2004~2007年上半年全球和美国CDO市场的发行规模逐步扩大,也就意味着潜在的市场风险在逐步增大。

全球和美国 CDO 市场的发行量(2004~2007 年上半年)

年份	全球(亿美元)	美国(亿美元)
2004	1 570	1 220
2005	2 710	2 090
2006	5 490	4 180
2007 年上半年	3 130	2 350

次级抵押贷款是上述信用衍生品最初的基础资产,因此次级抵押贷款的运行状况直接或间接决定着这些产品的市场运行。一旦次级抵押贷款发生危机,上述产品的市场将很难幸免于难。而由于MBS的反复衍生和杠杆交易,实体经济的波动将使这些信用衍生品市场及相关的金融市场产生更为剧烈的波动,而这就是目前次级抵押贷款危机的症结所在。美国的MBS规模逐年增大,政府机构发行的MBS所占比重逐年下降,而非政府机构比重则逐年上升。到2007年一季度末,MBS余额约59 840亿美元,其中政府机构比重从2001年的87%下降到67%,非政府机构比重从13%上升到33%,MBS余额占住房抵押贷款余额之比达到57%。MBS的市场规模以及作为基础资产的住房抵押贷款的结构影响到次级抵押贷款危机的市场冲击力度。以次级抵押贷款为基础资产的MBS近几年来之所以迅速发展,从供给方看,住房抵押贷款规模的迅速扩大必然

伴随资产证券化规模的扩大；从需求方看，MBS相对于相同评级的公司债券而言，具有较高的收益率，同时持续上涨的房价以及较低的利率水平使风险溢价较低，使得这些产品成为机构投资者不惜以高杠杆借贷进行投资的对象。而当次级抵押贷款出现信用风险时，相关债券就因违约率上升而出现现金流问题，演变为市场风险。

## 二、对我国金融产品创新的警示

面对美国次级抵押贷款危机，我国既不能减缓金融机构尤其是银行业金融产品创新的步伐，也必须对金融产品创新利弊可能产生的市场影响有足够的思想准备。

1. 审慎研发和推广高风险、高定价的金融新产品。在美国的次级抵押贷款中，无论是零首付贷款、负摊还贷款还是可调整利率抵押贷款，都属于高风险、高定价的金融产品。这些产品有着极度繁琐和复杂的信用创造程序，至少带来两个方面的危机因素：一是未来现金流可能被重复抵押，一旦现金流状况恶化，将造成资产加速损失。如中、高风险CDO在对冲基金手中又可重复向银行抵押，或者被切割成违约风险的现金流可再被抵押，这种链接将使风险产生时银行体系遭受重复的资产损失计算。二是经过层层包装，原本简单的债务抵押凭证被演化成无现金投入，这大大提高了投资者的风险偏好，特别是经过投资银行如此复杂的结构性交易程序设计，投资者往往难以理解其中的关系，而只被其低投入高收益所吸引，愿意承担其原本可能并不会承担的风险以获取收益。更重要的是在信用创造过程中，一些欺骗性定价环节加大了参与交易各方的信息不对称程度，而投资者被这种经过层层包装后只有现金流入和承担风险的可能而没有现金投入的金融产品所吸引，并没有过多关注这种风险定价的偏差。

2. 提高信息透明度，规范金融机构的金融产品创新行为。这次危机充分暴露了市场信息的不透明，为此金融机构金融产品创新的规范和改善必须以加强信息披露、提高金融产品信息透明度为重点。监管部门应监督从事住房信贷的银行和保险机构，在各类贷款和保险产品的营销中，要向借款人充分披露产品信息，让借款者有充分的知情权、选择权，减少信息不对称对借款人权益的损害。推进标准化的合约、贷款审核程序、借贷标准，规范银行贷款行为和贷后的服务，同时银行需要在风险和收益中做出理性的选择，提高识别和抵御市场风险的能力。反思次级抵押贷款危机，对于金融产品的创新：①要对复杂的资产以及是谁在持有它们有更多的了解。②复杂的金融工具应该在交易所进行交易，而不是在场外市场进行交易，并且它们应该被标准化以便可进行交易的二级市场能够产生。③需要对金融体系更好地实施监管，包括对不透明性或者像对冲基金甚至主权基金这样的高杠杆金融机构的监管。④需要重新思考评级机构的角色，对它们进行监管和引入竞争机制。⑤流动性风险应该用风险管理模型进行恰当的评估，银行和其他金融机构都应该更好地为这种风险进行定价和管理。

3. 高度重视二级市场建设。因为缺乏成形的二级市场，

美国住房抵押贷款证券的流动性很差，定价机制不合理。这次美国次级抵押贷款危机中扮演重要角色的CDO产品更多是进行场外交易，缺乏公开、透明的二级交易市场，投资者向不同的中间商询价，则可能会得到多种不同的价格，因而投资者需要自己评估价值，不同的估价方法得出的结果差异可能会很大，这也导致CDO产品的流动性很差，而且一旦发生问题，这类产品可能会有价无市，如果抛售则可能出现这类资产的价格大幅度缩水，进而带动其他金融资产的价格大幅波动，这将导致整个金融市场的动荡。从中可以看出，美国次级抵押贷款二级市场转让过程中风险并未完全转移，利益相关者一损俱损、一荣俱荣。因此必须建立抵押贷款一、二级市场互相促进发展的机制，建立类似房利美和房地美等二级市场来帮助创新的金融产品转嫁风险。金融产品保险和担保二级市场的发展必须以一级市场规范化为前提。有一级市场的保险和担保，二级市场对金融产品担保的风险就会大大降低，否则二级市场对金融产品担保的风险很大，进行信用增级的成本很高，就会削弱投资者对创新的金融产品的兴趣和信心。同时二级市场的发展又会进一步促进一级市场的规范。

4. 加强个人信用体系的建设，提高金融风险防范能力。正是得益于健全的信用体系 and 市场化手段在不同产品和服务间设置的风险隔离，美国次级抵押贷款风波没有进一步传染到其他层次的贷款，从而有效降低了预期的经济损失。在美国，不同信用水平的人和机构享受的资源 and 成本是不一样的。比如信用评级高于660分的贷款者可以享受优惠利率，信用评级低于660分的贷款者不得不接受相对较高的利率。如果信用分数是在620分以下，负债比较重，无法提供收入证明，则可以通过次级抵押市场来获得贷款，借款者需要承担信用风险溢价。这种市场性的分隔如同为不同信用风险的资产设置了一道防火墙，一定程度上起到了风险过滤的作用。借鉴美国在信贷市场方面的结构性技术，加强风险过滤机制建设，建立健全征信系统，有效进行客户区分，并在此基础上进行金融产品的创新。

另外，我国还要强化政府的监管机制，采取措施，防止金融创新产品的非理性定价。我国监管部门一定要加强对金融风险的监管和对信用中介机构行为的约束，加强对投资者的金融产品风险警示教育，提高金融风险防范能力。

## 主要参考文献

1. 曹远征. 美国住房抵押贷款次级债风波的分析与启示. 国际金融研究, 2007; 11
2. 陈斌. 金融产品创新视角下的美国次级抵押贷款危机. 证券市场导报, 2008; 6
3. 曹红辉. 详解美国次级房屋贷款危机背景、原因、影响及启示. 上海证券报, 2008-01-29
4. 陈华良. 次级抵押贷款危机背后的“信用过度”. 第一财经日报, 2007-08-14
5. 董金玲等. 美国次级债市场的运作机制及其危机启示. 中国管理信息化, 2008; 2