

美国金融危机成因分析及对中国的警示*

陈 华^a, 赵俊燕^b

(山东经济学院 a. 财税金融研究所; b. 财政金融学院, 山东济南 250014)

摘 要:美国金融危机引发全球金融市场动荡。这场金融危机从美国的房地产市场开始,以惊人的速度蔓延,波及至信贷市场、资本市场,对全球尤其是西方金融机构和金融市场造成重大冲击,短期内升级为全球金融风暴。中国目前正处于资产价格上涨、信贷投放过度的经济环境之中,美国的金融危机给中国敲响了警钟。本文通过描述此次危机的发展脉络,在分析美国金融危机背景的基础上,从强化房地产按揭贷款业务风险管理,审慎推进资产证券化等六个方面得出对中国的警示。

关键词:金融危机;次级债;金融监管

自从20世纪70年代布雷顿森林体系崩溃、牙买加体系建立以后,如何有效防范、控制与治理金融危机成为经济学界、金融学界研究的一个重要课题。亚洲金融危机过去了十年,美国金融危机又起,美联储前主席格林斯潘说:这是二战以来最为严重的金融危机。这场源于次级抵押贷款,迅速升级为全球金融风暴的金融危机,短期内使全球股市受美股拖累大幅下跌,金融机构亏损不断扩大,美国五大投资银行一周之内已经倒闭三家,或被政府接管,或被收购或宣布破产,美国政府不得不动用7000亿美元巨额资金救市。而且,美国金融危机仍在进一步扩大,波及美国经济的各个领域及更多国家的态势。这不禁再次引发我们对现代金融危机的思考。

一、美国金融危机的发展脉络

现今称美国的危机为金融危机而不是次贷危机,有充分的理由。戈德史密斯对金融危机的定义是:“所有金融指标或某一组金融指标——包括短期利率、资产(股票、不动产和土地)价格、商业清偿能力等指标产生了不同寻常的、短暂的急剧恶化,以及金融机构倒闭”。货币主义者迈克尔·博多将金融危机定义为十大因素或十大关系:预期的变动,对某些金融机构资不抵债的担心,试图将不动产或流动性较差的资产转化为货币等。次贷危机发展到现在,其特点与后来表现符合金融危机的定义和特征。

美国金融危机是一个风险积累和爆发的过程。2001年“9·11”事件后,美联储为了应对“互联网泡沫”破裂可能引发的经济衰退,连续降息至1%,尽管长期的低利率暂时稳定了经济,但也带来了全球性的“流动性过剩”。低利率加上流动性过剩,直接推动了全球性房地产等资产价格的过热,形成了购房者对住宅价格持续上升的预期,进而导致住房贷款需求的增加,住房贷款需求增加又进一步刺激了住房价格上升,房地产市场一派“繁荣”景象。由于优质按揭市场已经趋于饱和,发放次级按揭机构就开始转向低等级客户,次级抵

* 本文受国家教育部项目新农村金融生态优化的系统动力机制研究(项目编号:70JD790009),山东省社科规划项目新农村金融生态优化的系统动力机制研究以山东为例(项目编号:70CJGZ02),国家自然科学基金项目基于共生理论的金融企业集群发展研究(项目编号:70773070)的资助。

【作者简介】

陈华(1967-),男,山东省鱼台人,经济学博士,教授,硕士生导师,山东经济学院财税金融研究所所长;研究方向:脆弱性、财税金融政策。

赵俊燕(1985-),女,山东德州人,山东经济学院财政金融学院金融学硕士研究生;研究方向:国际金融。

押贷款市场因而迅速发展，房屋价格和房屋信用泡沫逐渐变大，直至美国住房供应市场很快饱和。据统计，1994~2006年，美国的房屋拥有率从64%上升到69%，超过900万的家庭在这期间拥有了自己的房屋。^[1]

美联储发现资产市场的泡沫现象以后，于2005年至2006年间进行反向操作，通过连续17次加息，将联邦储备基准利率迅速抬高至5.25%，这导致次级贷款借款人的还款负担骤然上升，房价下跌又导致借款人无法按原先方式重新融资，结果贷款违约率迅速上升，在2007年4月至6月，次级贷款违约率达到14%左右。^[2]受此影响，抵押资产价值严重缩水，次级按揭证券的价值也因其高杠杆比率的影响而急速下降，直接导致许多金融机构出现财务危机，甚至面临破产。

2007年2月13日，美国次级债问题浮出水面。房贷风险逐渐升高，4月，全美第二大次级抵押贷款机构——新世纪金融公司申请破产保护，成为美国地产业低迷时期最大的一宗抵押贷款机构破产案；继而美股大跌，美国华尔街第五大投资银行贝尔斯登公司宣布旗下两只基金因次贷危机而倒闭。2007年8月，次贷危机波及欧洲市场，苏格兰皇家银行股票价格下跌近3%，法国最大银行巴黎银行宣布卷入美国次级债，暂停旗下三只涉足美国房贷业务的基金交易，欧美股市全线暴跌；金属原油期货和现货黄金价格大幅跳水。同时，澳大利亚麦格理银行声明旗下两只高收益基金投资者面临25%的损失，港股受累下挫，中国工行卷入美国次按风暴。美国次贷危机的蔓延，使得世界各地央行短期内注入巨资救市。2007年9月，为应对愈演愈烈的次贷危机以及可能的经济衰退后果，美联储进入降息周期。随之又有几家大型金融机构出现危机，其中包括美国第五大投资银行贝尔斯登、花旗集团及美林证券，其首席执行官相继辞职。2008年2月，布什正式签署一揽子经济刺激法案，大幅退税，刺激消费，以刺激经济增长，避免经济陷入衰退。原以为美国次贷危机已经见底，2008年5月，美国两个最大的房屋抵押贷款公司房地美与房利美资产状况急剧恶化，使得金融危机再次升级。9月，美国政府宣布接管房利美和房地美之后，次贷危机激起一场金融大海啸，一夜间美国两大投资银行走向末路：第四大投行雷曼兄弟宣布申请破产保护，第三大投资银行美林被美国银行收购。美国最大的保险公司美国国际集团（AIG）随后被政府接管。9月26日，全美最大的储蓄及贷款银行华盛顿互助银行，由于不堪承受惨重抵押贷款损失被美国联邦存款保险公司接管，它的倒闭成为美国有史以来最大的一桩银行倒闭案。至此，美国金融危机仍在蔓延，且已经演变成为席卷全球的金融风暴，谁将是下一个倒下的“多米诺”骨牌，有待于观望。

纵观美国金融危机的发展过程，可以看出这场危机有以下特点：第一，突发性。金融危机在没有预兆的前提下突然爆发，造成巨大损失；第二，传染性。金融危机在美国发生，但是迅速波及多个国家乃至全球，横向扩散，纵向渗透，危机造成的损失面不断扩大；第三，持续性。2007年金融危机发生后，在传染渗透的过程中使全球金融市场持续动荡，并且还没有停止的迹象，金融危机还有很远的路要走；第四，不确定性。风险本身就是一种不确定性，危机则是风险的集中爆发。至于金融危机持续多久，造成的损失究竟会有多大，最终会形成一个什么样的国际局面，还不确定。第五，影响深远。该次危机对美国经济影响巨大，也波及到其他国家，其后果远远超过以往历次危机，也超过亚洲金融危机。

二、美国金融危机爆发的原因分析

美国是世界最大的经济实体，也是最大的资本市场，全球化使得美国在国际贸易与国际金融两个方面与全世界紧密相连，它的任何一个方面出现了问题，都会给全球经济造成不良的后果。因此，了解这场危机产生的根源对于中国防范金融市场风险很有必要。

金融危机产生的根源可以归纳为两个方面：一是经济周期波动；二是金融体系的脆弱性。^[3]所谓金融体系的内在脆弱性，主要由金融机构的内在脆弱性与金融市场的内在脆弱性构成。金融机构的运行机制存在固有缺陷，譬如，短借长贷造成的流动性缺陷、信息不对称造成的资产质量缺陷和过度依赖公众信心造成的经营基础缺陷等，这是造成金融体系内在不稳定的重要因素；金融市场的内在脆弱性主要表现在：

(1) 金融资产的价格波动性;(2) 金融市场运行机制能够发挥扩大和激化市场矛盾的作用。在金融运行过程中,由金融体系的内在脆弱性形成的矛盾的激化,也不断产生和积累着爆发金融危机的能量,当这一经济状态严重失衡时,金融危机就爆发了。由此可见,美国金融危机的爆发源自于金融体系的内在脆弱性。

美国金融危机的爆发在偶然中孕育着必然性,其原因可以归结为以下几点:

(一) 长期低利率,加上宽松的抵押贷款条件,造成流动性泛滥

2000年美国纳斯达克泡沫破灭,2001年经济出现衰退,美联储开始连续降息,直至2003年6月一年期间美元利率降低到1%的超低水平,长期的低利率使得美国房地产市场启动拉动了经济增长,同时也带来了流动性过剩。美国房地产市场一度繁荣,次级抵押贷款逐渐兴起。美国的信用体系健全,银行根据个人信用记录的好坏将个人购房的按揭贷款市场分为三个层次:优质贷款市场(Prime Market)“ALT-A”(Alternative A)贷款市场和次级贷款市场(Subprime Market)。信用好的就给予优质抵押信贷,信用一般的就给予Alt—A贷款,信用差的就给予次级抵押信贷。依据房贷机构对借款人信用高低会区别对待的情况,美国次级债市场被划分为“次级”市场和“优惠级”市场。^[4]2001年到2005年,美国房地产市场进入繁荣期,房地产金融机构在盈利动机的驱使下,在基本满足了优质客户的需求后,把眼光投向原本不够资格申请住房贷款的潜在购房者群体,即次级抵押贷款市场。虽然次级市场的贷款利率通常比优惠级抵押贷款高2%~3%,但是信用低的人在优惠级市场申请不到贷款就被筛选出来,只能在次级市场寻求贷款。对于放贷机构来说,次级贷款是一项高回报的业务,为了能做激烈的竞争中不断扩大市场份额,许多放贷机构不要求次级贷款借款人提供包括税收表格在内的财务资质证明,人为调低针对所有借款人的信用门槛,进行激进的信贷扩张,而由于次级贷款的借款者信用较差,因此次级房贷机构面临的风险也就更大。

(二) 政府加息,房地产市场降温,房价持续走低

这是导致美国次级债危机爆发的直接原因。由于次级贷款和ALT-A贷款的一个很重要的特点就是浮动利率贷款为主,这与固定利率抵押贷款占绝对多数的最优贷款形成了鲜明对比。据统计,在最优贷款、次级贷款和ALT-A贷款中,浮动利率贷款所占的份额分别为20%以下、85%和60%左右。^[5]自2004年6月30日以来,美国进入了加息通道,美联储17次加息将联邦基准利率从1%提升到5.25%,逐步刺破了美国的房地产泡沫,使得购房者的还贷负担加重,违约不再支付贷款的客户增多,一些放贷机构遭受严重损失甚至破产。由于房地产价格下跌,借款人很难将自己的房屋卖出,即使能卖出,房屋的价值也可能下跌到不足以偿还剩余贷款的程度,拖欠债务比例和丧失抵押品赎回率因此而上升,同时由于借款人出售房产抽逃资金,造成房贷市场更加混乱。一旦这种案例大幅增加,就会形成对次级抵押贷款市场的悲观预期,与此同时,房地产市场价格也会因为房屋所有者止损的心理而继续下降。两种因素的叠加,加剧了次贷危机的发生。

(三) 金融创新产品带来的风险扩散

20世纪金融市场最重要的创新之一就是资产证券化,它在美国次级债危机的爆发中起了助推器的作用。资产证券化,即以打包后的贷款抵押资产为标的物发行债券向投资者出售,它一方面促进了贷款机构将流动性较低的贷款资产以现金流的形式回收,另一方面使投资者拓宽了投资渠道。美国在住房贷款上的金融创新固然令人称道,因为它代表着当前金融创新的主流,然而却存在着很大的缺陷与漏洞:房地产金融机构为了迅速的回笼资金以提供更多的抵押贷款,它们在投资银行的帮助下实施资产证券化,将一部分住房抵押贷款债权从自己的资产负债表中剥离出来,以这部分债权为基础发行住房抵押贷款支持证券,这样,次级债产品被打包成金融投资产品销售给投资者时,就把与这部分债权相关的收益和风险转嫁给了投资者,由于市场参与双方的信息不对称,债券投资者无法了解次级贷款申请人的真实支付能力,一旦后者无力偿还贷款,他们的收益便会成为泡影。

由此可见,在次级贷款的发展过程中,资产证券化切实起到了延长资金链的作用,其中的每一个环节都会从资产证券化中获得利润,从表面上看,资产证券化在每个环节都起到了分散风险的作用,然而实质

上却是在金融市场整体上扩大了风险，相应的监管措施不到位，一旦后一个环节出现了亏损，就会引起前环节一连串的亏损甚至破产。^[6]尤其在以次级房贷为标的物的次级债券，过长的链条已经使虚拟经济严重脱离了实体经济，一旦房贷按揭户出现违约不能还款，危机就产生了。

（四）政府监管不力

如前所述，在 2001 年美联储不断的降息政策后，美国房地产业成为美国新一轮增长周期的重要支撑，因此美国当局过于注重支持经济增长、忽视次贷风险，金融监管机构对房地产金融业采取了短期内支持和纵容的态度，致使房贷泡沫的形成，当觉察到再进行补救时，为时已晚。

此外，政府把对次级房贷债券这种金融衍生品的评估和监督责任完全抛给私人债券评级机构，给这些机构留下太多操作空间，然而这些机构采用的评级标准并不十分可靠，这就造成机构留有太多的可操控性，对这次危机起到了推波助澜的作用。

（五）信息披露不充分

根据美国 1968 年的《诚实借贷法》，贷款机构必须清晰地披露贷款交易的所有条款与成本，如果故意提供错误信息或未能完整地向消费者解释贷款的所有风险，就会以欺诈罪论处。但是由于激烈的竞争，在美国次级抵押贷款的发放中，一些贷款机构或其代理人往往有意不向借款申请人充分、真实地披露有关刺激抵押贷款的所有风险，有的甚至提供虚假借贷信息并通过各种手段诱骗申请人借款。而申请了次级抵押贷款的借款人并不知道他们所面临的潜在风险，一旦情况发生变化即房价下跌，这些低收入人群将无法还清贷款，好不容易得来的房屋将面临拍卖，生活再次陷入困境，贷款机构也因此而陷入风险之中。金融危机发生后，美国已有多家监管机构开始调查相关金融机构隐瞒刺激抵押贷款证券信息的问题。

三、美国金融危机对中国的警示

美国次级债危机的源头是房地产市场泡沫破灭，充分体现了疏于信用风险管理的金融创新对金融市场的冲击。反观中国金融市场，同样存在着这种隐忧，目前虽然由于中国尚未放开资本管制，金融危机还未对中国金融市场造成太大冲击，然而，一些金融机构已经遭受损失，且此次金融危机显现出来的深层次问题，对中国金融市场今后的发展和稳定具有很强的警示作用。

（一）强化房地产按揭贷款业务风险管理，有效防止房地产泡沫

近两年，中国的资产价格虚高，房地产价格更是一路上扬，虽然部分地区出现小幅度调整，但总体上处于上升周期。因此，业内人士分析，中国房地产价格不断高涨蕴藏着极大的金融泡沫可能。^[7]一般来讲，金融泡沫往往会过度繁荣，但很少以温和的形式破灭，房地产是高风险、高收益的投资品，美国以过度繁荣后泡沫迅即破灭的形式向我们展示了这一点。

中国房地产市场是建筑在高额贷款上的，大量资金流入房地产行业，而热钱炒房的操作模式就是以按揭方式购房，很多购房者以个人名义用不同的身份证买进多套房屋，但其中很大一部分人并没有稳定和充足的收入以保证按期还款；同时，商业银行等贷款机构认为只要持有不断增值的房地产抵押品就无需担忧，所以普遍把个人住房抵押贷款当成低风险的优质资产全力扩张，甚至部分商业银行基层行采取变通或者违规做法，降低贷款标准，减少审查步骤，放松真实性审核，使一向被认为违约率低、是银行优质资产之一的住房抵押贷款也可能出现违约的风险。另外，中国金融机构资产证券化程度太低，大量风险集中在商业银行，一旦房地产市场发生逆转，必然对银行系统以及整个经济体系影响巨大。

因此，政府要设立房地产等行业风险预警机制，强化房地产按揭贷款业务风险管理，对房地产行业指标保持密切关注，前瞻性判断房地产市场走势，提前采取货币政策等宏观调控手段来避免或缓解房价大幅下跌的不利影响。

（二）审慎推进资产证券化，防范金融风险

美国金融危机的爆发，提醒我们在引进金融衍生产品和工具方面需要更加谨慎。资产证券化有助于释放风险，同时也要认识到金融衍生工具和衍生产品是一把“双刃剑”^[8]，它也是金融市场的一个风险源，主要有信用风险、流动性风险、利率风险、利差风险等等。它所具有的风险呈杠杆倍数，而且在一定的市场条件下会把局部风险扩展为全局性风险，把个别市场风险演变为系统性风险。其中最应该引起重视的是标的资产市场的信用风险，在资产证券化的过程中，次级债的发行人与市场的其他参与者之间的信息是不对称的，利益冲突也非常明显，一旦市场环境发生重大变化，如利率持续上升、按揭贷款人借贷成本不断增加等影响到资金链时，资产违约率就加大，从而信用风险就会成为整个金融市场的威胁。

目前在中国资产价格过快上涨和资产泡沫堆积的情况下，若较快地推进住房按揭证券化，将极有可能将银行的风险推向整个市场，一旦价格泡沫被刺破，其传导出来的风险投资者可能是难以承受的。因此我们在利用资产证券化的同时，也要改进它的不足之处，保证金融市场的健康发展，让金融创新产品真正地为经济发展服务。

（三）完善信用体系建设，增强自身判断风险的能力

目前，中国金融产品开发并没有与信用级别联系在一起，按揭购房的手续也很简单，没有信用记录，只需要单位的“工资收入证明”，这样，不同信用等级的贷款混合在一起，很难区分风险大小。我们要借鉴西方国家经验，建立健全的征信系统，有效进行客户区分，并在此基础上研发结构化住房信贷产品，以便中国商业银行控制风险。

此外，美国此次次级房贷危机中，信用评级问题成为社会各界关注的焦点，一些评级机构扮演了不光彩的角色，众多的投资者由于盲目信任评级机构对次级贷的评级，而对次级贷证券进行了巨额的投资，遭受了巨额的亏损，这说明国际知名评级机构依然存在“职业道德水准”问题。由此可见，作为高风险经营的金融企业，要想在经营风险业务中盈利取胜，自身必须要拥有较高的识别、判断风险的能力，树立全面风险管理理念，根据审慎经营原则和经济及资产发展周期，调整风险管理策略和风险管理标准，倘若盲目信任信用评级机构的评级，就难以避免像花旗银行、瑞士银行那样发生巨额经营亏损。

（四）完善监管制度建设，提高监管绩效

在这次美国次贷危机发生前，世界各国金融机构、发行机构、资信评级机构、调控当局和国际机构的成千上万名专家中几乎没有人预测到这场金融危机。特别是美国的监管部门对次贷风险的判断能力和监管能力缺失，更是难辞其咎。目前中国的监督制度同样也存在着一系列的问题，其中最突出的一点是金融监管没有形成有效的金融风险预警和防范体系，缺乏早期预警和早期控制，监管信息没有有效利用，风险防范工作忙于事后补救，这样，系统化的事前预警、事中灵敏处置和缓冲化解、事后及时补救的风险防范和控制机制没有建立起来，持续性的监管不到位，就不能有效防范化解金融风险。因此，中国的监管部门应认真吸取此次金融危机的教训，针对金融市场尤其是房地产市场采取具体措施，推进标准化的合约、贷款审核程序、借贷标准，规范银行贷款和贷后的服务^[9]，切实提高监管部门自身的判断能力和监管能力，确保中国经济金融体系的稳定运行。

（五）信息披露充分、及时，创新要有度

在中国，各金融机构同样存在着信息披露不及时、不充分的问题。在发放各种新型贷款以及对抵押贷款实施证券化的过程中，产品的信息非常复杂，投资者如果得不到充分及时的信息披露则可能做出错误的决策，从而遭受巨大损失。因此，监管部门一定要加强对相关金融机构信息披露的管理，充分发挥市场自律组织和专业服务机构的独立性，用适宜的监管政策激励其在信息披露中发挥应有的作用，完善信息披露制度，最大限度地解决信息不对称问题。

中国的金融市场是在借鉴西方成熟市场经验的基础上建立和发展起来的，带有很多西方国家的特点，由于历史形成的相关制度却很难与之相配，市场信息披露不规范，致使内幕交易、操纵市场、欺诈客户等行为经常发生，助长了证券市场风险的生成和扩散，客观上为国家对市场信息披露监管设置了种种障碍。

因此在完善信息披露的过程中,还要学习西方经验,这就需要把握制度创新的力度,结合中国市场的现有特点,对信息披露加以规范,避免过创新过度带来新的问题。

(六) 加强国际金融合作, 增强抵抗全球金融风险的能力

一个始于美国的金融危机使人们看到了经济全球化的新图景。金融危机虽发生在美国,却迅速的蔓延扩散开来,使债券市场遭到恐慌性抛售;赫赫有名的投资银行的债券竟然只卖到垃圾债券的价格,甚至倒闭;英、法等欧洲国家的金融机构因投资于美国次级债及相关衍生产品,不但发生恐慌,同时股市剧烈动荡;在全球投资者惊慌失措的情况下,有些国家的资本市场也出现了暴跌。虽然中国由于资本管制尚未解除,所受影响不是很大,但美国金融危机对中国的警示作用远远超过了对中国经济的影响,随着经济全球化的进一步加强,资本管制的解除是一个必然趋势,因此我们不能仅仅停留在封闭自我保护的基础之上,而是要充分认识到国际金融合作的重要性,联手通过公开市场操作和最后贷款人的角色向市场注入流动性,果断采取货币政策等金融措施防止金融危机的进一步扩散,从而建立和巩固国际金融合作机制,增强抵抗全球金融风险的能力。

总而言之,美国金融危机对中国最大的警示是:在国际金融市场联系日益紧密的今天,被动防守、漏洞百出的监管状态并不足以抵抗全球系统性风险,以开放的姿态,在提高本国市场主体抗风险能力的同时,积极参与国际金融合作才是保证金融市场健康发展的正确之路。

参考文献:

- [1] 窦圣勃. 2007 年美国金融危机的背景分析[J]. 现代商贸工业, 2008 (3): 155-156.
- [2] 刘元发. 浅析次贷危机的运行机理及对我国的启示[J]. 湖南财经高等专科学校校报, 2008 (6): 82-83.
- [3] 石俊志. 金融危机的生成机理与防范[M]. 北京: 中国金融出版社, 2001: 2-3.
- [4] 吴琳. 美国次级债危机对中国金融市场的警示[J]. 理论视野, 2007 (11): 57-59.
- [5] 刘迪. 美国次贷危机对我国银行业的警示[J]. 合作经济与科技, 2008 (6): 40-41.
- [6] 徐亚平. 次贷危机产生原因简述[J]. 现代商业, 2008 (17): 41-42.
- [7] 谭雅玲. 美国次级债危机对我国房地产市场的警示[J]. 西部论丛, 2007 (10): 60-61.
- [8] 陈波. 美国次级债危机给中国经济的启示[J]. 湖南财经高等专科学校校报, 2008 (6): 80-81.
- [9] 汪利娜. 美国次级抵押贷款危机的警示[J]. 财经科学, 2007 (10): 1-8.

The analysis of the background of financial crisis in the United States and the alert to China

CHEN Hua, ZHAO Jun-yan

Abstract: The financial crisis in the United States triggered the global turmoil in financial markets. The financial crisis in the United States started from the real estate market, spread to the credit markets and capital markets at an alarming rate. It had a significant effect on the global, especially on the western financial institutions and markets. In the short term, it was updated to be a global financial storm. Presently, China is in such an economical environment: The prices of assets are in rising and credits are over delivered. The financial crisis in the United States sounds alarm to China. This article, describes the process of this crisis firstly. Then, it puts forward the alarm to China based on the analysis of the background of financial crisis in the United States from the follow five aspects: strengthening the risk management of mortgage loan service in the real estate, promoting the assets securitization prudently and so on.

Key words: financial crisis; subordinated debt; financial supervision

(责任编辑: Joy)