

美国次贷危机传导路线图揭秘

核心提示

3月16日,摩根大通宣布以2.4亿美元收购美国第五大投资银行贝尔斯登,成为美国次贷危机中又一“超常”新闻。一家有5000亿美元资产的知名投行为何如此低价贱卖?经济学家说,因为“现在没有人知道贝尔斯登的资产究竟值多少钱,甚至连最终可能损失多少都没人知道。”

但人们已经知道,如果摩根大通“出手”,贝尔斯登就会轰然倒下,那将引发一场无法收拾的金融崩盘。同时,也使人们警觉,美国为什么不把任何一家哪怕危机累累的银行贱卖给别人?

持续一年的次贷危机,本身是一个巨大的黑洞,其中一个又一个的漩涡,扑朔迷离,连漩涡中的人都不知道底细,次贷危机造成的损失到

底有多大?究竟有多少家投行及金融机构购买了多少次贷衍生品?次贷危机如何殃及全球经济?美国到底怎样抹平次贷危机?次贷危机何时能见底?……这些问题,人们自然就更难找到确切的答案了。这正是次贷危机的可怕之处。

现在能确切感到的是,这次金融风波是一场典型的“美国式危机”:高智商人群在非同寻常、虚拟梦幻般的现代经济中运作出事

了,而且美国危机了,其他国家也跑不了,因为次债早已把大伙儿牵扯进来了,现在谁都得来救我,救我就是教你们自己。

这场带着些许现代荒诞色彩的“美国式危机”酝酿、发生、传播、扩散的故事是这样发生的……

万美元,贷款人将房子作为抵押再贷出钱,他就会买几处房子,坐收房地产价格上涨的渔利,一切感觉良好。到2006年末,次贷已经涉及了500万个美国家庭,目前已知的次贷规模达到1.1万亿至1.2万亿美元。

假如美国的房地产价格可以一直上升,假如利率持续维持超低的水平,次贷危机也许就不会发生。然而,这只是格林斯潘“吹出来的连环泡泡”。利率不会永远处于降息周期,经济周期更意味着不会总是无限增长。为防止市场消费过热,2005年到2006年,美联储先后加息17次,利率从1%提高到5.25%。由于利率传导到市场往往滞后一些,2006年美国次贷仍有上升。但加息效应逐渐显现,房地产市场开始破灭,那套60万的房子又回到了50万,然后迅速跌到40万,抵押品贬值了,还是那套房子能从银行贷出的钱减少了,而储蓄利率上升了,贷款利率也相应上升,次贷是浮动利率,于是要还的钱增加了。

本来次贷贷款人就是低收入者,这时候,他会怎么办,还不了贷款,只好不要房子了。贷款机构收不回贷款,只能收回贷款人的房子,可收回的房子不仅卖不掉,而且还不贬值缩水,于是不要说什么盈利,就连资金都转不起来了。从2007年2、3月开始,美国一些次级抵押贷款企业开始暴露出问题,首先是新世纪金融公司因濒临破产被纽约证交所停牌。

第二步:扩散 美国式危机的逻辑轨迹: 一个也躲不了

如果只是美国的次级抵押贷款企业出了问题,并不一定导致一场牵动金融全局的次贷危机,因为次贷本身的规模是可以确定的。据国际货币基金组织(IMF)的统计数据:美国次贷占美国整个房地产贷款的14.1%,大约在1.1万亿到1.2万亿美元,而其中的坏

账,据高盛的测算为4000亿美元。2006年,美国的GDP为15万亿美元,一个可以确知的危险并没有那么可怕。

次贷之所以酿成危机,是因为次贷早已通过美国金融创新工具——资产证券化放大成为次级债券,弥漫到了整个美国乃至全球的金融领域。

美国的抵押贷款企业,显然知道次贷高回报的背后是高风险,他们不仅需要防范风险,更需要找到不断扩展自身资金的新来源,以“抓住机遇”支撑更大规模的放贷,来获取更多的市场收益。一些具有“金融创新”工具的金融机构,恰好为他们创造了机缘:将一个单体的次贷整合“打包”,制作成各种名字的债券,给出相当诱人的固定收益,再卖出去。于是,资产管理公司、对冲基金、保险公司、养老基金等金融机构,面对这样的“稳定而高回报的产品”,自然眼睛发亮,产生慷慨解囊的冲动,抵押贷款企业于是有了新的源源不断的融资渠道,制造出快速增长的新的次贷。

这些债券本来是从一些低质资产发展而来,“金融创新”则让这些低质资产通过获得信用评级公司的评级获得AAA的高等级标号,以光鲜亮丽的外表出现在债券市场上。北京大学中国信用研究中心教授章政对《环球》杂志记者表示:“经过一系列操作,原本高风险的次级债,仍可分割出一部分评为AAA级,从而成为投资者的一种选择。”

当时,它们确实有着格外诱人的诱惑力——高额回报率。重利之下必有愿者。中国现代国际关系研究院世界经济研究中心主任陈凤英在接受《环球》杂志记者采访时说:“在‘打包’时,次级贷款的债券被分为三档:优先产品、中间产品和股权产品。优先档的利率最高,高到50%~100%甚至可以到两倍的回报率。”正是如此之高的回报,吸引了投资者,比如对冲基金。投行贝尔斯登就买了这些次级债的股权投资产品。

目前,美国这些次级债券基本分散在五类金融机构手中,包括银行(31%)、资产管理公司(22%)、对冲基金(10%)、保险公司(19%)和养老基金(18%)。

次级债进入债券交易市场后一

度“不俗的表现”使投资者淡忘了它的风险。但是,当房地产泡沫破裂,次贷贷款人还不起贷时,不仅抵押贷款企业陷入亏损困境,无力向那些购买次级债的金融机构支付固定回报,而且那些买了次贷衍生品的投资者,也因债券市场价格下跌,失去了高额回报,同样掉进了流动性短缺和亏损的困境。

那些购买了房地产次级债的金融机构损失惨重。自去年3季度开始,金融机构开始报告大额损失,反映了抵押贷款和其他资产的价值大幅下跌。截至2008年1月底,花旗、汇丰、UBS、美林、摩根斯坦利等大型银行和证券公司,已对900亿美元以上次贷相关资产损失进行了撇账处理。这个名单里还有法国的兴业银行、巴黎银行,英国的北岩,瑞士的瑞银,其后大概还有买了不少债券的德国银行。总的来说,现在的损失就已经超过1000亿美元。

陈凤英认为,是资产证券化使次贷危机成为一个黑洞。她分析说:“证券化是个谜,分成上述三种债券后,谁购买了哪种类型,买了多少是不清楚的,每个月的坏账和对冲是多少又不清楚。”

美国的金融产品、金融衍生品和金融创新是全世界最先进的,次贷这样一种创新使美国不够住房抵押贷款标准的居民买到了房子,同时通过资产证券化变成次级债,将高风险加载在高回报中,发散了到全世界,当风险冒出来,就脱不开“连带责任”,从这个意义上说,凡是买了美国次级债的国家,就要被迫为美国的次贷危机“埋单”。

正如沃伦·巴菲特所警告的,投资者已从美国次级抵押贷款市场发生的事情中认识到,这些证券可能是“金融大规模杀伤性武器”,如同弗朗肯斯坦创造的怪物。是的,美国创新了一个怪物,美国人住上了房子,还不起钱就跑了;美国的债券却卖到了全世界,这些银行、基金等无处可跑,于是各国央行直升机群“来了”,向美国银行大把撒钱。美国人不说主权基金不好了,他们欢迎这些钱进来挽救美国,但是他们其实不会把任何一家哪怕危机累累的银行贱卖给谁。这就是美国式危机的表现和逻辑。

第一步:酝酿 美国吹起一个一个泡泡

在美国,有相当数量的低收入者或金融信用不高的人群。按美国房贷贷款原来的严格审查程序,他们是不大可能获得购房贷款的。但低收入者的住房,是一个巨大的市场,只要降低贷款的门槛,购房的需求就会释放出来。

于是,从上世纪80年代开始,美国一些从事房屋信贷的机构,开始了降低贷款门槛的行动,不仅将贷款人的收入标准调低,甚至没有资产抵押也可得到贷款买房,进而形成了比以往信用标准低的购房贷款,“次贷”也因此得名。

放贷机构可不是慈善家,他们不是提供“经济适用房”。获贷人“零首付”轻而易举地跨进了买房的门槛,过去没能力买房的人群一下就有了买房的条件,当然,与优质贷款人的固定利率、较低的贷款利息等相比,你肯定要付出更高的利息,贷款的利率也要“随行就市”浮动。对放贷机构来说,它可以从中获得比带给优质贷款人固定利率、较低贷款利息更高的收益。可谓“两头乐的好事”。然而,这

一“设计”构建在了一个贷款人信用低的基础平台上,一旦贷款人无力如期付息还本,放贷机构坏账砸锅无疑,风险甚大。

上世纪末期,美国经济的景气,似乎淹没了这一风险。进入21世纪后,次贷风行美国。尤其是在新经济泡沫破裂和“9·11”事件后,美国实行了宽松的货币政策,从2000年到2004年,连续25次降息,联邦基金利率从6.5%一路降到1%,并从2003年6月26日到2004年6月30日期间保持了一年多的时间。这一切如同为消费市场打了“激素”。

利率低到了1%,贷款买房又无需担保、无需首付,且房价一路攀升,房地产市场日益活跃。有位在美国的朋友告诉说,他1999年花160万美元买了一栋别墅,2003年出手时卖到了320万美元,“这样的投资机会放在眼前,不买房子简直就是白痴”。

美联储储蓄低利率和房产价格一路飙升,编织出一幅美好的前景,巨大的诱惑驱使着次贷在美国的欣欣向荣。有数据显示,次贷发展最快的时期是2003~2006年,这几年恰恰是利率最低的一段时期。放贷机构坐收超额利润,贷款人赢得房产“升值”,50万美元买了一套房子,两年后价格升到60



持续一年的次贷危机,本身是一个巨大的黑洞



美国次贷危机

全球股市 陪伴美国震荡

第三步:转移 全球股市陪伴美国震荡

北京大学中国信用研究中心教授章政指出:“美国次贷危机的信用传导链条的核心是风险转移,上游机构不断将风险转嫁给下游,在每一个转嫁环节中,投资者都将评级作为决策的一个重要参考。”美国在上游,其他国家在下游。

这场美国次贷危机的击鼓传花进行到2007年7月,鼓声骤然而停。又是评级机构点燃了次贷传导的导火线。

信息不对称使次贷衍生产品的投资者对评级机构有相当高的依赖度。可是,评级机构只能建立在历史数据之上的计量模型来推算违约概率。一旦房价、利率变化,模型原有的假设条件不复存在了。

2007年7月,几家著名的国际评级公司下调了美国的1000多只按揭贷款抵押债权的评级,导致市场出现恐慌,而监管当局也没有提前预警次贷风险。美国市场不断有抵押贷款公司停业、倒闭以及金融企业涉足抵押贷款业务业绩累负的消息公布。

造成股市动荡的另一个力量是对冲基金:很多规模庞大的对冲基金参与到次贷市场。美国对冲基金的总规模约2万亿美元,控制的资金高达8万亿美元,足以影响约20万亿美元的美国股市。许多对冲基金有相近似的证券组合和交易条件,实质上在相互交易。次贷危机出现之后,特别是去年8月3日,贝尔斯登宣布暂停赎回3只按揭贷款对冲基金,立即造成股市恐慌,引发骨牌效应。8月16日,由于投资者恐慌情绪,道指一度暴跌343点。

从2007年8月3日到16日,这种恐慌持续了近两个星期,然后恢复了平静,这与美联储的救助行为有关。17日,美联储宣布将贴现率降低0.5个百分点,以帮助恢复金融市场稳定。受这一利好消息影响,纽约股市当天大幅反弹,道指上涨超过230点。由于发达国家央行纷纷介入金融

市场,投资者信心得到鼓舞,纽约股市大涨小回一路攀升,并在10月9日创出历史新高。

但随着花旗、美林等华尔街巨头相继公布亏损的财务报告,加之房地产持续不景气,美国消费开支受到影响,从10月下旬开始纽约股市再次下探,金融类股票领跌。

2008年1月到2月,一系列数据显示美国经济已经放缓,衰退几率上升,美国股市和全球股市跌声一片,即使是美联储注资2000亿美元,美国股市依然只出现了一天的反弹,随后又一次下跌。可见人们对美国经济乃至世界经济的忧虑和明显的信心不足。

北京大学经济学院金融学系副主任吕随启对记者表示:“在股市上,大多数国家和美国股市都是荣辱与共的,不可能存在美国股市低迷,其他国家股市一枝独秀。”

第四步:发散 美为自救,让金价、油价发飙

比较各国麦当劳“巨无霸”的价格,或者按照购买力平价(PPP)计算星巴克大杯拿铁咖啡的价钱,都会发现美元兑经合组织多数成员国货币的汇率都出现了下跌。

美元贬值是美国政府嫁祸和化解次贷危机的一种有效手段。此次信贷危机很可能标志着美国作为全球经济最终消费者的局限性。经合组织在去年底发布的《经济展望》中指出:调整已在进行之中。

该组织预测,2007年美国内需最终仅会增长1.9%,低于2006年的2.9%,2008年的增幅将进一步放缓至1.4%。2007年和2008年,随着美国实际贸易赤字缩减,净出口对经济增长的贡献将为正值;2007年贡献0.5个百分点,2008年为0.4个百分点。如此,美国正将前些年“出口”到全球其他地区的刺激因素重新“进口”回来。信贷紧缩很可能加速这一过程。因此美国需要净出口强劲增长。同时,美元贬值所造成的通胀只要在美国

人尚可承受的范围内,通胀也会发挥积极作用,美国人还贷实际上减少了。因此美国政府纵容了美元不负责任的贬值。

石油价格和黄金价格是同向的。吕随启说:“美元贬值就会导致以美元计价的石油价格和黄金价格上涨。我们所观察到的石油价格上涨,也是以美元计价的石油才升值,而以欧元或其他硬通货来计值的石油并没有那样上涨。投资者抛售美元,而购买石油黄金来使资产保值,从而推动石油、黄金升值。”

油价和金价的上漲与美元贬值有直接关系,而美元贬值则是美国在出现次贷危机后挽救经济的手段,由此可以判断,油价、金价的上漲,间接地受到了次贷危机的波及。

3月18日,美元开始出现反弹,并持续到20日,同时黄金价格和石油价格下降。中国农业银行总行高级分析师何志成对《环球》杂志表示:“美元反弹将持续一段时间。”他分析美元有两个利好:一是市场最担心贝尔斯登的倒闭事件,会不会传染到更大的银行或金融机构。而在“雷曼兄弟”于18日公布了“优异”的年报之后,市场的忧虑减轻。该投行目前共有1000亿美元现金的风险储备,相

当于其抵押资产的54%,大大高于贝尔斯登31%的比例。市场有觉悟者认为,贝尔斯登流动性枯竭的悲剧,可能意味着市场已接近底部,因为美国的大银行不会出大问题;二是各国央行没有减持美国债券。美国财政部3月17日公布的数据显示,海外投资者在1月份净买入了472亿美元长期美国证券,略高于去年12月份。其中各国中央银行等海外官方机构净买入了361亿美元美国国债,12月份为净买入110亿美元。另外,海外投资者在1月份还净买入联邦国民抵押贷款协会和联邦住房贷款抵押公司等美国政府资助机构的债券总计193亿美元,12月份为净卖出33亿美元。

由于日本、中国、石油出口国等外汇储备大国在1月份持有的美国国债是增长,反映了各国央行没有在美国大举减持时信心动摇。

凯恩斯曾将黄金称为“野蛮的遗迹”。现在,“黄金野蛮人”正在使动敲打美联储的大门,宣称美元是过去流动性过剩和宽松货币政策的牺牲品。疲软美元并非一张消灭卡。由于美元走强正加剧大宗商品价格上涨,推高债券收益率,美国政府也许这次真的不愿意美元再跌了。

虚拟经济梦醒时分

下一步:思考 虚拟经济梦醒时分

我们生活在一个虚拟与现实越来越纠缠不清的世界。虚拟世界曾经许诺了梦想,但梦总会醒来。2000年,世界从互联网的虚拟世界中堕入现实,2007年金融体系的虚拟之梦再次被打落尘世。

在虚拟的金融体系,人们看到的是那些叫做ABS、ABCP、CDO、CDS、SIV的证券。普通人见到这些如堕雾中,根本搞不清,即使是那些买了这些债券的投行、对冲基金对其也并不了解,他们大多也是以评级机构的评级作为参考的。同时,这里面还夹杂着对一个强势国家的信用迷信。

而当虚拟的金融体系出现危机时,人们看到的是各国央行直升机群在协同行动,向市场撒钱——真正的钱。美联储、加拿大央行、英国央行、欧洲央行、瑞士央行在救助陷入流动性缺乏的投行。

有学者认为,次贷危机是由于“信息不对称”(比如评级机构的信息多于其他人)与“道德风险”(认为如果很多金融机构同时遭遇困境,政府将出手挽救)相互作用的结果。

央行的救助并不是免费的,提供流动性时需要商业银行提供抵押品,需要支付利息,不是无偿拨付。这就是为了防范道德风险,避免公众和金融机构有

不切实际的预期。此外,央行的注资大多是隔夜的,七天、一个月甚至三个月的注资很少。比如欧洲央行今天提供了900亿元的流动性,明天又提供了600亿元的流动性。其实第一天提供的900亿在第二天就到期了,第二天提供600亿元流动性时实际收回了300亿。

房产和信贷紧张度已渗入到了更广阔的经济领域,值得注意的是美国的净出口在增长,消费在下降,支撑全球消费的接力棒将传到谁的手中?

英国《金融时报》首席经济评论员在《金融资本主义如何转型?》一文中指出:“20年来,我们见证了全球对地方、投资者对管理者,乃至金融家对制造商的胜利。我们正见证着20世纪中叶的管理资本主义向全球金融资本主义的转变。”在这场转变中,创新是一把双刃剑,新的金融衍生品使银行的风险得以分散,让更有能力承担的投行和各种基金来分担;但也正是创新制造的弗朗肯斯坦的怪物——证券,搅动了全球经济,至今让人们忧心忡忡。

次贷危机暴露了金融资本主义面临着监管的巨大挑战——那些玩火者应该知道什么是疼,而各国央行的救助规模越大,意味着将来对金融机构实行的监管也就必须越严厉。

这可能也提醒了人们:如果美国的金融监管到位的话,次贷还能酿成危机吗?

据《环球》

链接

次贷危机

次贷危机又称次级房贷危机(subprime lending crisis),译为次贷危机。它是指一场发生在美国,因次级抵押贷款机构破产、投资基金被迫关闭、股市剧烈震荡引起的风暴。

次贷是次级按揭贷款,是信用状况较差、没有收入证明和还款能力证明,其他负债较重的个人的住房按揭贷款。相比于给信用好的人放出的最优利率按揭贷款,次级按揭贷款的利率更高。放出这些贷款的机构呢,为了资金尽早回笼,于是就把这些贷款打包,发行债券,类似地,次贷的债券利率当然也肯定比优质的债券利率要高。这样呢,这些债券就得到了很多投资机构,包括投资银行、对冲

基金还有其他基金的青睐。

但是这个回报高有一个前提,就是美国房价不断上涨。房价不断上涨,楼市大热,虽然这些次级按揭贷款违约率是比较高的,但放贷的机构即使收不回贷款,它也可以把抵押的房子收回来,再卖出去不就赚了。

可从2006年开始,美国楼市开始掉头,房价开始跌,购房者难以将房屋出售或通过抵押获得融资。那即便放贷的机构钱收不回来,把抵押的房子收了,再卖出去也肯定弥补不了这个放贷出去的损失了。那么,由此发行的债券,也是不值钱了。很多投资者呢,对冲基金都买了这些债券或者是由这些债券组成的投资组合,所以就亏了很多。