

HZ BOOKS
华章经管

NEW FINANCIAL AGE

新金融时代

次贷危机

美国房价的下跌何以触发全球性的金融危机？
生成危机的“黑箱”中隐藏着什么样的秘密？
何为美国式“金融大部制”改革？
中国的金融机构现在是否应该去美国“抄底”？

专业、权威的次贷危机读本
全面系统诠释金融界的“蝴蝶效应”

雷曜◎著



机械工业出版社
China Machine Press

Subprime Mortgage Credit Crisis

读完了雷博士的书稿，深感作者为我们这些专业机构人士提供了一本不可多得的好书。作者利用其身处金融监管一线，熟悉美国金融环境的优势，详细描述和分析了次贷危机的来龙去脉；剖析了现代金融创新带来的系统性风险；同时对金融监管机构的监管行为和应对措施进行了反思。对于中国金融创新业务以及投资管理业务发展具有重要的参考意义。希望我们“借美国一镜，长中国一智”，促进金融业在中国的健康发展。

中信证券资产管理总监 王锦海

本书不仅细致入微地刻画出了次贷危机以及与其相关的美国房地产行业、资本市场和金融监管的整体脉络，而且有助于启发投资者洞察众多金融工具在复杂而华丽外表下面的本质特征，把握央行和政府应对金融危机的理念和措施，进而能够在今后的投资过程中规避投资风险、捕捉投资机遇。《次贷危机》将成为资本市场的一部经典之作。

中国银河证券资产管理部投资主管 韩玮

雷曜先生以其敏锐的洞察力和亲身经历对美国次贷危机做了全方位的、翔实的描述和深入的分析，有极高的参考价值。理论与实际的紧密结合使本书成为一部了解现代国际金融市场、产品创新和宏观管理的教科书。

瑞士银行亚洲中国场内衍生品主管 沙石

正如大多数危机一样，次贷危机在爆发初期并没有引起人们太多的关注，其最终产生的后果也远比市场预期的要严重得多。目前多数对危机的事后分析并没有从一个系统的角度去追根溯源，而本书力求通过通俗易懂的语言，将危机的来龙去脉进行了深入浅出的剖析，并对一些似是而非的概念进行了重新梳理，既充满趣味性，又不失严谨的学术性。尤其在当前我国信用及其衍生品市场即将步入快速发展的时期，本书无疑具有非常前瞻性的指导意义。

中国国际金融公司固定收益分析师 徐小庆

《次贷危机》一书汇聚了作者在美国及国内大量深入细致的研究成果，该书从宏观和中观层面对次贷危机发生的机制、后果和政府干预等重要问题进行了全面的剖析，是一篇很有参考价值、有深度的研究报告，同时也从微观层面上，对与次贷相关的金融产品以及国际金融市场的一些核心概念进行了细致的介绍，十分有利于各类读者的学习，是一部有价值的金融知识普及读物。

苏格兰皇家银行房地产融资部（亚太区）董事 贾金锋

投稿热线：
(010) 88379007
购书热线：
(010) 68995259, 68995261
读者信箱：
hzjg@hzbook.com

华章网站 <http://www.hzbook.com>

网上购书：www.china-pub.com

上架指导：金融/投资

ISBN 978-7-111-24190-4



9 787111 241904

定价：32.00元

F837.12/14

2008

次贷危机

雷曜◎著



机械工业出版社
China Machine Press

本书主要介绍了美国次贷产生的原因、过程、后果、影响及发展态势。作者从研究的角度，以翔实的资料，丰富的图表，对美国和其他国家在次贷爆发过程中的所作所为进行了详细描述和分析，并对当前形势下如何吸取美国次贷的教训以及如何利用次贷机会发展和完善我国的金融体系，提出了独到的见解。

版权所有，侵权必究

本书法律顾问 北京市展达律师事务所

图书在版编目 (CIP) 数据

次贷危机 / 雷曜著. —北京: 机械工业出版社, 2008.6

(新金融时代系列丛书)

ISBN 978-7-111-24190-4

I. 次… II. 雷… III. 房地产—贷款—信用危机—研究—世界 IV. F831

中国版本图书馆CIP数据核字 (2008) 第072105号

机械工业出版社 (北京市西城区百万庄大街22号 邮政编码 100037)

责任编辑: 石美华 版式设计: 刘永青

北京瑞德印刷有限公司印刷·新华书店北京发行所发行

2008年6月第1版第1次印刷

170 mm × 242mm · 12.75印张

标准书号: ISBN 978-7-111-24190-4

定价: 32.00元

凡购本书, 如有缺页、倒页、脱页, 由本社发行部调换

本社购书热线: (010) 68326294

投稿热线: (010) 88379007



雷 曜 1992年至2002年就读于清华大学经济管理学院，获学士、硕士和博士学位。曾在中国银河证券工作，任养老金业务负责人、金融衍生品研究小组负责人，获中国证券从业资格和美国金融衍生品从业资格。现就职于中国人民银行，从事国际金融市场研究工作，主要研究兴趣为中央银行货币政策和金融稳定。

次贷危机从2007年8月全面爆发以来，对国际金融秩序造成了极大的冲击和破坏，使金融市场产生了强烈的信贷紧缩效应，国际金融体系积累的系统性风险暴露，其危害尚在蔓延。

次贷危机是美国20世纪30年代“大萧条”以来最为严重的一次金融危机，世界各主要经济体中央银行、政府机构和金融机构对危机做出的反应前所未有。危机更以一种特殊的方式揭示了当前国际金融存在的新秩序、新规则、新工具和新机构。

次贷危机的根本原因并不是一般认为的房地产泡沫的突然破裂。相对日本等国曾出现的房地产泡沫而言，美国房地产市场可以说还属于健康范围，目前住房价格下跌的“杀伤力”有限。不夸张地说，是住房市场的“小风险”带来了金融市场的“大危机”。那么，生成危机的“黑箱”中究竟隐藏着什么不为人知的秘密呢？欧洲的央行为什么比美联储注资更多？中国的金融机构现在是否应该去美国“抄底”？……本书从央行研究人员的专业视角出发，一一为读者加以解答。

由次贷危机引发的金融监管理念创新

次贷危机从2007年8月全面爆发以来，对国际金融秩序造成了极大的冲击和破坏，使金融市场产生了强烈的信贷紧缩效应，国际金融体系积累的系统性风险得以暴露，其危害尚在蔓延。这是美国20世纪30年代“大萧条”以来最为严重的一次金融危机，各主要经济体中央银行、政府部门和金融机构对危机做出的反应前所未有。危机更以一种特殊的方式揭示了当前国际金融存在的新秩序、新规则、新工具和新机构，其引发的金融监管理念创新已经成为当前人们关注的焦点之一。

现在，美国有关机构正在积极利用“看得见的手”修补监管规则和市场机制中的漏洞，如美国总统金融市场工作小组发挥了最高行政决策机构智库和协调人的作用，及时总结了经验教训，提出了初步改革建议，为美联储等监管机构提出加强监管的具体措施统一了认识。吸收了各方面的意见后，美国财政部提出的金融监管改革方案尤为引人注目。该方案分别从短、中、长期提出建议，其中长期建议中提出了目标监管的新理念，以建立金融稳定监管、审慎监管和金融市场商业行为监管的三支柱监管体系，确保美国在全球金融市场的核心地位。这一方案又被中国媒体称为美国的“金融大部制”，如果付诸实施，将是20世纪30年代“罗斯福新政”以来美国金融监管体制力度最大的改革。

针对这一方案的讨论有两个热点，一是新的监管模式是否增加了政府对

金融市场的干预，二是目标监管是否就是混业监管。讨论之前，有必要回顾两个重要背景。

一个背景是美国金融体系存在严重的监管重叠问题和一定程度的监管缺位问题。实际上，由于金融监管制度演变的路径依赖，这两个问题在世界各国都不同程度的存在。在美国，现有的金融监管体系基本上是在20世纪30年代“大萧条”后逐步形成的，如针对存款类金融机构就有5家联邦监管机构和各州监管机构，同时又缺乏对保险公司的全国统一监管机构。1991年，布什政府经过研究推出了监管改革绿皮书（Green Book），并在1999年由克林顿政府提交国会通过，形成了《金融服务现代化法案》（Gramm-Leach-Bliley Act of 1999），废除了1933年制定的《格拉斯-斯蒂格尔法案》有关条款，从法律上消除了银行、证券、保险机构在业务范围上的边界，结束了美国长达66年之久的金融分业经营的历史。尽管该法案提出了所谓功能监管的概念，但实践中仍保持了由各监管机构对证券、期货、保险和银行业分别监管的格局。这当然不适应金融机构综合经营的现实，相应的管辖冲突和监管空白更成为本次危机得以酝酿成灾的重要原因。

另一个背景是综合经营等方面的金融创新使美国信用创造体系被大大改变，由此也带来了一定程度的货币调控失灵的问题。众所周知，传统的信用创造基本由银行体系完成，中央银行可以通过贴现窗口、存款准备金制度和利率政策等工具对全社会信用创造实施有效调控，同时还有风险资本管理等手段约束银行的信用创造行为。但综合经营和资产证券化等技术的发展使贷款的“发放-销售”模式极大地改变了传统的信用创造模式，即银行先可发放信贷资产，再通过卖出这些风险资产给银行创造新发贷款空间。

系统研究发现，通过贷款的发放-销售模式、证券化和再证券化以及杠杆交易等复杂行为，大量金融资产在各种金融机构和投资者之间转移，随之发生的则是金融风险的多次定价、重组和分配。例如，债券保险商为高达数亿美元的债券保险，这一方面大大改善了次级债券等产品的市场流动性等风险特性，另一方面又使市政债券等传统低风险产品通过同一保险商与次级债券产生了新的风险传递渠道。总的来说，这种模式使交易环节中的各类机

构都只根据上家提供的产品结构信息，在一般市场环境的假设下，设计各种不失精巧的风险管理模型。不幸的是，面临产品信息的不完美和极端市场条件的出现，这种链式结构显得不堪一击。统计数据表明，贷款的发放—销售模式让发放贷款的第一线机构就大大降低了各类贷款的发放标准，制造了过于乐观的信用信息。所以，次贷危机既是新问题，更是老问题——贷款质量仍是金融业发展的关键。这对正在大力发展资本市场和鼓励金融创新的中国来说，教训来得尤为及时和珍贵。

过去若干年中，宽松的货币金融环境使信用风险衍生工具得到了爆炸式增长，信贷市场与资本市场界限日益模糊、商业银行与投资银行界限日益模糊、场内市场与场外市场界限日益模糊，不仅日常监管面临“铁路警察、各管一段”的窘境，中央银行所依赖的调控传导机制也发生了巨大的变化。当流动性状况在某一局部（如次贷）发生逆转时，就可能引发了市场连锁式的崩溃。这时，中央银行采取短期的和对商业银行的信用放松（如大幅度降息、注资）已很难传导到更长期的市场和商业银行以外的金融机构，传统“救灾”措施无法解决风险定价失灵问题。显然，这也是值得我们进一步认真研究和借鉴的重大课题。

在这两个背景下，美国财政部提出的改革方案本身是对美国金融监管问题的修正，也对监管理念的创新，对全球金融業者都有启发。

首先，理论上，政府干预是在市场失灵时的必然选择。在这方面，方案主要是建议调整政府干预的具体方式，希望解决次贷危机中暴露的监管缺位、监管重叠和调控失灵问题，整体上并没有增加监管的深度和广度。如短期建议主要针对正遭受次贷危机冲击的信贷和房屋抵押市场，强化市场稳定性和商业行为监管，加强对抵押贷款机构的监管，建议美联储在向非银行金融机构提供流动性时，要通过现场检查等方式确保运作过程的公正透明、贷款条件的适当和信息的充分。中期建议则着力于消除监管重叠和提高监管效率，包括合并对联邦储蓄机构和全国性银行的监管，扩大美联储或联邦存款保险公司的监管范围，成立全国性保险监管机构，对期货和证券行业实施统一监管等。

其次，这一监管改革计划中的亮点，是对监管模式的认识从“分业”监管还是“混业”监管之争中有所创新。仔细研读文件可以发现，基于目标的监管体系仍可以“兼容”分业或是混业监管的模式，其关键是把金融体系亟需加强监管的目标进行了新的梳理，提出将金融体系稳定、金融机构审慎经营和金融消费者保护作为金融监管的三大目标。审慎金融监管主要针对涉及政府承诺的市场秩序的维护，商业行为监管主要针对金融市场各种商业行为的监管。在实现这两个目标时，可以由单一监管机构实施“混业”监管，但理论上也不排斥分别由不同行业的金融监管机构“分业”监管，这需要因时机和国情的不同加以具体设计。如针对美国综合经营的现状，在审慎监管部分，该方案认为应将美国联邦存款保险公司（FDIC）的监管范围扩大至包括州银行、经营股票及共同基金等所有类型的金融机构，使之成为一个高效率的统一监管部门。

第三，为防范整体性金融风险，无论是美国式的综合经营，还是中国式的分业经营，都需要加强中央银行对金融稳定问题的监管权威和处置能力。该方案吸取次贷危机的教训，强调金融体系稳定必然由央行负责，针对涉及影响实体经济发展的金融全局问题进行监管，从制度上提高了反应层级、完善了应对措施。如要求美联储享有对整个金融系统和全部联邦注册金融机构更广泛的监督检查权，在机制上规定审慎金融监管和商业行为监管的详细信息都需要向美联储汇报，甚至还可以直接要求联邦注册的金融上市公司或其母公司披露额外的金融信息。在影响市场稳定的金融监管政策的制定方面，该方案认为美联储应拥有超越审慎监管机构和商业行为监管机构的权威。

总的来说，这种监管理念和模式如果得到进一步完善和真正落实，中央银行就能集中、强制性处理多种金融机构影响市场稳定的行为，审慎监管机构可以专心处理不同种类金融机构涉及风险管理的共性业务，商业行为监管机构直接面向金融产品监管的第一线，就可能强化金融交叉领域的监管，使金融监管更好地适应金融市场的变化，更集中于监管的特定目标，更好地维持金融市场秩序，更有效地防范和应对下一次金融危机的来临。

《次贷危机》一书由一名年轻的中央银行研究人员撰写。他通过与国内

外众多同行的交流和专业研究，对次贷危机发生发展的背景、原因、机制和影响进行了较系统的梳理，可以为我国经济金融政策制定者、广大金融从业人员和投资者理解次贷危机和次贷危机的应对措施并进一步判断全球及中国经济金融前景提供重要参考。

中国人民银行研究局 局长

张健华 博士

2008年5月16日

前言 | Preface |

2007年3月，因工作需要，我正关注一种被称为“信用衍生品”的创新金融工具。这种产品能够将信贷产品中的信用风险剥离出来单独交易，其价格能够反映信用风险的大小，其规模从1995年的100亿美元猛增到2004年的48 000美元。3月底，我惊讶地发现，路透、彭博系统显示信用衍生品的价格出现了突然上涨，其诱因是一家叫做新世纪的住房贷款公司濒临倒闭，信用风险正在面临大量暴露，造成了市场普遍性恐慌。这着实给我上了一课。

夏天，我赴美国纽约调研期间，与次贷危机更是来了个近距离接触。2007年8月9日和10日，欧央行和美联储紧急向市场注入巨资，其力度之大是“9·11”事件后未遇的。次贷危机宣告爆发。8月13日，星期一，我和我的同事坐在纽约联邦储备银行的办公室，面对着纽联储分管公开市场操作的高级副行长和部门负责人，从他们严峻的表情，我们直接感受到了危机来临时的巨大压力和对未来不确定性的担忧。

之后，我全力投入到对次贷危机的跟踪研究工作中。在研究中，我感觉到几个强烈反差：流动性泛滥的大背景，与突发市场结构性信用紧缩和流动性风险加大之间的强烈反差，甚至还发生多家重要金融机构的流动性危机；主要经济体央行推出大强度、高频度的降低利率和直接注资措施，与金融市场微弱效应之间的强烈反差；危机给人们信心带来的巨大打击，与实体经济较温和的停滞之间的强烈反差；各主要金融机构暴露出来的风险管理之薄弱和损失之惨重，与之前其稳健经营形象和强大盈利能力之间的强烈反差。显然，次贷危机对美国经济乃至全球经济的影响是巨大和深远的，其引发的思考也是多方面和深层次的。

次贷危机的根本原因并不是一般认为的是房地产泡沫的突然破裂。相对日本等国曾出现的房地产泡沫而言，可以说美国房地产市场还属于健康范围。2006年前的5年，美国住房均价每年上涨10%~20%，考虑到可支配收入每年3%~4%的增速，涨速没有脱离正轨。再结合租售比等指标，测算后我们认为美国住房均价仅高于理论均衡价格约20%，目前住房价格下跌的“杀伤力”有限。毫不夸张地说，是住房市场的“小风险”带来了金融市场的“大危机”。那么，生成危机的“黑箱”中究竟隐藏着什么不为人知的秘密呢？

美联储在危机爆发后采取了各种超常规的创新手段应对，对危机起到了重要的缓解作用。大部分创新突破了美联储在过去几十年中形成的调控机制，但又都是在美国《联邦储备法》授权范围内的创新。其出台时间之短和使用力度之大，超出了很多市场人士的想象，这凸现了美联储作为中央银行的创新能力和美国相关法律和金融场所具备的弹性和韧性。

还有一些令人感兴趣的信息则隐含在细节中，如美联储的注资行为一度过于“积极”，甚至将联邦基金市场利率打到了零利率。发放大量次级贷款的贷款公司根本不在美联储的监管范围之内。一些贷款机构采取了引诱甚至欺骗手段，使大批美国成为“房奴”等。

对普通大众，也有不少问题值得关注和厘清。例如，国内媒体曾广泛报道美联储的注资行为，但其中存在两个误解。一是注资一般都通过回购交易完成，相当于借出一定期限的资金，到期后资金又收回到美联储，不是长期、无偿注入市场；二是资金期限不同，美联储借出一笔7天期的资金显然与借出相同金额1天期资金的效应差别极大。其实，每天的注资额度不能进行简单加总，报道美联储在一个月时间内注资多少亿美元是没有实际意义的。

目前，危机形成的机理和造成的直接损失已经逐渐明朗。美国政府和美联储以及多个国际组织正在对危机进行反思并提出了若干改革金融市场机制的建议。例如，被中国媒体戏称的美国版“金融大部制”，实际上是提出了“目标监管”的理念和框架，值得我国认真分析研究。

本书力图以全面、系统、翔实的素材为依托，对次贷危机的背景、产生的深层次原因和发生发展的情况进行系统梳理，重点解读美联储为代表的各

国央行的对策，并进行阶段性总结，对可能的发展方向做出预测。

本书第一部分（第1~3章）主要介绍次贷危机得以酝酿和产生的背景，介绍和分析了资产证券化在美国房贷（特别是次级住房贷款）市场发展中的作用；从全球流动性泛滥的角度帮助读者理解长期被忽视的深层次原因；具体介绍三大评级机构对相关创新金融产品的评级方式，指出其在次贷危机形成过程中存在的信用定价、利益相关等问题，介绍杠杆交易、表外业务以及对冲基金等因素在风险放大和风险传播机制中的作用。

本书的第二部分（第4~7章）以次贷危机爆发的时间为序，从次贷危机初露端倪到突然爆发，在2007年8月初使全球金融市场突然面临信贷紧缩局面，迫使各重要经济体央行紧急采取了注入大量流动性等措施；当次贷危机继续重创金融市场并向实体经济蔓延时，以美联储为代表的各重要经济体央行又采取了多种超常规措施救市。

本书的最后部分也即最后一章概要介绍了金融监管机构从不同角度对次贷危机发生的机理做出的系统性反思，介绍了“看得见的手”正在修补监管规则和市场机制中的漏洞，特别分析了美国财政部提出的金融监管改革计划的情况。对中国而言，我们需要从次贷危机中吸取更多的经验教训，抓住难得机遇全面提升中国金融体系的全球竞争力。本书对此也做出了概要分析。

目前，美国金融市场和金融机构正在从崩溃中修复，宏观经济的下滑趋势有所改观，市场信心开始恢复。美国经济金融体系的弹性和韧性、相对稳定健康的欧元区经济和不断发展的新兴市场国家经济，都支持对未来的乐观展望。次贷危机必将和人类曾经遇到过的所有经济、金融危机一样，在痛苦中度过，最终人们将从中得到新的启示，走向新的繁荣。

在本书写作过程中，我得到了家人、领导、同事和许多好朋友的关心，在此表示深深的感谢。本书必有不少疏漏之处，一些观点和数据也可能不够准确和全面，欢迎读者指正。本书仅为个人观点，不代表作者所在机构。

雷 曜

2008年5月14日

序 言
前 言

第1章 危机酝酿的温床：次贷及次贷证券化	1
资产证券化是华尔街的变现法宝	2
住房贷款的“前生”与“今世”	4
《家庭住房贷款披露法》	6
复杂的风险链条	8
信用增级“点石成金”	10
次级房贷是“掠夺”还是“诱惑”	12
次级住房贷款的发放事实上已经失控	15
大量发放非第一居所贷款和复式贷款	17
证券化工具推动次贷膨胀	19
次贷的发放—分销模式掩盖了风险	20
第2章 全球流动性泛滥与金融失衡	22
不同层次的流动性概念	23
全球流动性过剩的衡量	25
宽松货币政策造就全球流动性过剩	26
全球经济“三元”结构	27
全球金融失衡的关键在于美元“一币独大”	28
吹大全球资产泡沫	31

第3章 系统性风险被严重低估	33
评级机构的道德阴影	34
证券化产品评级存在利益冲突	35
评级制度是个“黑箱”	37
缺乏严密的跟踪评级	38
对冲基金是高风险债券市场的主要参与者	39
杠杆交易是“达摩克利斯之剑”	41
各国监管机构长期忽视对对冲基金的监管	42
表外业务缺乏资本约束	43
场外交易踪迹难觅	44
各类特殊目的实体是信息黑洞	45
美联储让人们更“勇敢”	47
美联储货币政策透明化	48
第4章 次贷危机的爆发	51
美国货币调控形势逆转	52
联邦基金利率期货	55
日欧转向紧缩货币周期	57
美元还是欧元	60
美国房地产市场出现拐点	64
金融机构风险暴露	68
金融市场生命线——资金供应开始趋紧	70
欧洲银行遭遇流动性困难	73
第5章 中央银行紧急协同应对危机	74
2007年8月9日各主要经济体央行协同注入大量流动性	75
2007年8月10日各央行继续大量注资	76
注资行动的解析	77
纽约联邦储备银行执行公开市场操作	80
美联储在2007年8月动用了几乎所有常规工具	81
美联储公开市场操作的主要工具	85
各国央行官员纷纷公开喊话安抚市场	87

各经济体央行的行动呈现新特点	88
金融市场的动荡加剧	90
美联储货币政策仍面临两难	94
美联储观察通货膨胀的指标	97
联邦公开市场委员会的决策机制	99
国家金融安全是美联储行动的根本指针	100
美联储的独立性	102
第6章 危机继续重创金融市场和实体经济	105
美国住房价格全面下滑	106
次级债恶化加深信贷紧缩	109
主要金融机构业绩大幅下降	112
债券保险公司成为又一重灾区	115
巴菲特是“雪中送炭”还是“趁火打劫”	118
杠杆贷款、对冲基金和特殊目的实体的损失次第暴露	119
全球资金继续回避高风险资产	120
美联储的外汇市场干预	121
投机资金乘机在商品市场上兴风作浪	127
指标显示美国经济增长明显减缓	130
通胀上扬仍令央行面临持续压力	136
第7章 多方联合采取超常规措施救市	138
利率政策效应有限	139
美联储两大注资工具的制度安排	141
创设高弹性的新型贴现窗口——TAF	144
创设又一个超常规手段——TSLF	148
“9·11”事件后的SLF	151
欧洲的协同行动	152
美联储插手风险机构处置	155
大胆创设面向一级交易商的贴现窗口——PDCF	158
美联储的一级交易商体系及其信息报告制度	158
美国政府干预	162

第8章 反思与展望	165
美国总统金融市场工作小组系统反思并提出全面改革建议	167
美联储力图推进解决次贷监管薄弱等现实问题	169
保尔森的监管改革着力增强美联储的权威监管	172
格林斯潘解析金融模型存在的缺陷	176
G7峰会和金融稳定论坛强调全球协同应对危机	177
住房市场的恢复尚需时日	179
金融机构损失已近明朗	181
美国经济前景展望不乏乐观	183
对中国金融的影响和机遇	185