

The Origin of Subprime Crisis and its Proliferation Mechanism, Trends and Implications

Yin Zhongming

Professor

School of International Business

Southwestern University of Finance and Economics

Sichuan

Fu Zhu

Ph.D. Student

School of International Business

Southwestern University of Finance and Economics

Key words: Subprime Crisis, Proliferation Mechanism

Abstract

The purpose of this paper is to explore the origin of U.S. Subprime Crisis in 2008 and its proliferation mechanism, trends as well as implications. The authors present three proliferation pathways of the crisis and analyze development trends of the crisis on the basis of three pathways. In conclusion, they discuss about China's macro adjustments to the Subprime Crisis and their implications.

次貸危機的成因、擴散機理、 發展走向及啟示

尹忠明¹ 付竹²

關鍵字：次貸危機；擴散機理

中文摘要

本文從剖析次貸危機的成因出發，深入探討了次貸危機擴散機理，提出了次貸危機傳導的 3 種路徑，並在此基礎上分析了此次危機的發展走向。最後，總結了次貸危機給我國帶來的宏觀調控啟示。

2007 年 3 月，美國新世紀金融公司的瀕臨破產引爆了次貸危機。此次風波不僅影響到了全球大型金融機構、對沖基金、商業地產，同時由於次級債被行銷到全球，全球經濟體也受到了程度不同的波及。股市動盪、市場投資者信心嚴重受損，多方面的問題集聚到一起，美國經濟開始增長疲軟，世界經濟也開始被拖入調整週期。至此，次貸危機已演變為美國金融史甚至是全球金融史上最嚴重的危機之一。然而，我們最為關心的是，此次風波發生的根源和擴散的機理究竟

¹ 尹忠明：出生於 1963 年 11 月，男，西南財經大學國際商學院教授、博士生導師，研究方向為國際貿易與跨國公司管理。yzm@swufe.edu.cn

² 付竹：出生於 1983 年 10 月，女，西南財經大學國際商學院博士研究生，研究方向為國際經濟與貿易。

是什麼，其未來的走向究竟如何，對我國宏觀調控有哪些啟示。本文將分四個部分針對這些方面著重研究：一是認真地剖析次貸危機的成因；二是深入探討次貸危機的擴散機理；三是研究次貸危機的發展走向；四是總結次貸危機對我國宏觀調控帶來的啟示。

一、“次貸危機”成因

在分析次貸危機的原因之前，需要先分清楚兩個概念。一是“次級貸款”，二是“次級債券”。前者指美國的次級抵押貸款，主要是指一些貸款機構向信用程度較差和收入不高的借款人提供的貸款，簡稱“次貸”；後者特指的是基於次級住房抵押貸款而發行的債券，簡稱“次級債”，實質是次級抵押貸款支持的證券。本文分析的“次貸危機”，包括了從次貸危機到次債危機整個鏈條。我們認為次貸危機的發生主要在於以下幾個方面：

1. 此次危機的根源在於全球經濟結構失衡和美國國內儲蓄與投資失衡，以及房地產泡沫

從本質上講，次貸危機是一個漸進和必然的過程。首先，美國國內儲蓄和投資之間存在嚴重失衡。美國儲蓄截止到 2006 年的 5 年內平均僅為國民收入的 1.5%，是世界歷史最低的儲蓄率。然而 2007 年，美國的個人消費支出占到了 GDP 總量的 72%，顯然這些消費的大部分不可能依靠本國儲蓄，而只能來源於他國儲蓄。³其次，全球經濟失衡，

³ 數據來源：辛喬利，孫兆東：《次貸危機》，中國經濟出版社，2008 年版。

貿易順差雖向東亞集中，然而“東亞美元”和“石油美元”去回流美國，這恰好支撐了美國長時間的高消費低儲蓄以及低利率政策，同時推高了美國資產價格，進而催生了房產泡沫與金融泡沫。一旦泡沫破滅，資金鏈條不可避免地出現斷裂，即使危機不出現在次級貸與次級債上，也會在其他債務工具上爆發出來。

2. 次貸危機的導火線是美國貨幣政策的反向大幅調整

美國從 2001 年始，一直都在推行低利率政策。然而，2004 年開始至 2006 年底，美國進行了連續 17 次的升息。由於次級抵押貸款按揭者大多選擇的是浮動利率還款，按揭成本急劇上升。2007 年初美國部分地區房地產泡沫開始破裂，按揭違約率不斷飆升，房價進一步下跌，次級抵押貸款市場情況急劇惡化。之後金融機構普遍出現損失，且彼此借貸，全球貨幣市場流動性一度枯竭。

3. 次貸危機的內因是對次貸產品與次債產品的自身巨大風險的忽略與操作不當

首先，美國次級抵押貸款客戶的償付保障不是建立在客戶本身的還款能力基礎上，而是建立在房價不斷上漲的前提之下。由於經紀人的盲目促銷，很多不符合貸款條件的人都獲得了購房資格。其次，抵押貸款機構為了分散風險，集中將這些貸款打包以債券的形式進行出售，並在此基礎上創設了更長鏈條的衍生工具，發行者在這一過程中使用了過多的杠桿放大了次級債的市場風險。資產證券化成為次貸危機最

終演化為次債危機的風險通道。再次，投資銀行的過度行銷，將次級債產品賣到了全球，加大了風險傳播的範圍。

4. 次貸危機的外因是信用評級失實與監管不力

因為評級與利潤掛鉤，評級機構在次級債評級中沒有做到客觀公正，他們給予大部分次級債投資級即 AAA 級，而並未提示投資者此風險產品的投資級與國債投資級的區別。而對於評級機構又缺失監督者。同時對於次級債市場的衍生產品缺失市場監管，這些產品的包內資產大部分都未做任何提示。

二、“次貸危機”的擴散機理

從當前來看，美國的“次貸危機”由最初的金融危機轉化為當前的全球經濟危機，主要的傳導路徑有 3 種：資金傳導、需求傳導、貨幣傳導。資金傳導主要通過金融機構展開，表現在次貸危機的金融危機方面；需求傳導主要通過消費和投資展開，表現在後續的經濟危機方面；貨幣傳導主要通過國際收支平衡表對資本流動和進出口產生影響，進而影響通過資金和需求傳導到世界各地。

(一) 資金傳導路徑

此次次貸危機中，首先遭受損失的是美國那些提供貸款的銀行機構或儲蓄貸款協會、對沖基金、購買高信用級別的 CDO 的投資機構(如養老基金)或國外金融機構以及出售 CDS

的保險機構等。這些國家的金融機構由於次貸相關產品價格的大幅縮水而蒙受嚴重的損失。就美國而言，2008年1月至3月，花旗、美林、摩根士丹利等金融巨頭陷入巨額虧損；2008年3月，貝爾斯登瀕臨破產；2008年7月，“兩房”股價在一周內狂跌，跌幅高達50%。2008年7月26日美國內華達州第一國民銀行和加利福尼亞州第一遺產銀行宣佈破產，是美國今年以來倒閉的第六家和第七家銀行；2008年9月7日美國財政部宣佈美國政府接管“兩房”。2008年9月25日華盛頓互惠銀行被美國聯邦存款保險公司(FDIC)接管，成為美國歷史上倒閉的最大規模銀行。2008年9月16日，美國雷曼兄弟宣告破產，緊接著AIG被國有化、美林被美國銀行收購，道瓊斯指數重挫逾500點，標準普爾下跌近5%，創“9·11”以來的最大單日跌幅。就次貸產品購買國而言，由於次貸產品大部分被掌控國家金融命脈的金融機構如商業銀行和投資銀行保險公司等購買，而這些金融機構本身的杠杆化經營特徵直接造成了他們的巨額虧損。截止2008年2月29日，德國工業銀行由於次貸產品估計的損失為26億美元；蘇格蘭皇家銀行估計損失26億美元；巴克萊銀行估計損失26億美元；滙豐銀行估計損失34億美元。

這些缺乏資金甚至瀕臨破產的金融機構為了自救開始通過減少對外貸款、兌現它們在境外投資的收益等方式從境外抽回資金，這樣帶來的結果是那些以境外資金為經濟主要拉動力的國家（如東歐、韓國等）同樣也陷入資金缺乏的困境。就東歐而言，由於它們沒有足夠的外匯儲備積累，西歐的銀行在自救過程中，從東歐國家抽走部分貸款、資金，或者停止新增貸款等，使得東歐國家外匯儲備平均流失達到20%左右，進而導致東歐國家金融體系出現問題、幣值下

airiti

跌、風險價差擴大、各項經濟指標放緩等。就韓國而言，韓國銀行系統對外部資金過於依賴，次貸危機發生後，許多韓國銀行的外方控股股東如滙豐、花旗等都被捲入了這場金融風暴，而韓國市場的高度自由性也為急需資金的國外銀行集團提供了套現機會。據統計，2007 年年中至 2008 年年中的一年時間裡，韓國市場上累計套現額達到 500 億美元左右，巨額的外資撤出導致韓國的股市市值急劇縮水，韓元在 2008 年 10 月 9 日兌美元的比價也一度跌至 1484.9:1。匯率的劇烈變化加重了韓國國內企業的經濟負擔，也導致了一部分投資外匯期權的機構資金鏈斷裂繼而宣告破產。

但是，這樣的傳導還並沒有結束，以外資為經濟主要拉動力的國家，由於它們長期對資金尤其是境外資金的依賴，與資金淨流出國家在資金鏈條上有著千絲萬縷的聯繫，這些國家發生危機的話，又會進一步惡化那些與其相對應的資金淨流出國的經濟狀況。例如對東歐國家進行放貸的很多銀行來自西歐，比如瑞士、比利時等。而據估算，西歐銀行 4.9 萬億美元未償貸款中，有近 75% 都是貸給已陷入嚴重衰退的東歐國家。東歐發生危機，首當其衝的便是西歐。

就這樣，從美國開始的次貸危機，首先影響那些購買次貸產品的金融機構，而這些虧損的金融機構又會通過資金鏈的傳導直接影響到以境外資金為經濟拉動力的國家與地區，這些受到影響的國家和地區情況惡化又會進一步對歐美發達國家為主的資金淨輸出國產生影響，形成惡性循環。

(二) 需求傳導路徑

由於資金和信心的缺乏，以歐美發達國家為代表的消費國消費和投資需求疲軟，消費和投資的減少通過乘數效應直接導致這些國家的經濟增長減速甚至出現負增長。2008 年第四季度，美國經濟按年率計算環比下降 6.3%、歐元區下降接近 6%，而日本更為突出，環比下降 12.1%，創下戰後位居第二的負增長紀錄。世界銀行發表預測報告說，2009 年，世界經濟將下降 1.7%，其中美國將下降 2.4%，歐元區 2.7%，日本將下降 5.3%。

在消費和投資疲軟的情況下，刺激經濟增長需要增加政府投資和淨出口，此次危機發生時增加淨出口的措施引致了貿易保護主義的抬頭。據世行對貿易相關措施的監測清單，自金融危機開始以來，各國已提出和(或)實行了約 78 項貿易措施，其中有 66 項有限制貿易的內容，47 項貿易限制措施最終生效，措施包括關稅和非關稅的。例如，俄羅斯提高了二手車關稅，厄瓜多爾提高了 600 多項產品的關稅，阿根廷對汽車零部件、紡織品、電視機、玩具、皮革製品等實行的非自動進口許可證規定，以及印尼對五類產品(服裝、鞋類、玩具、電子產品、食品飲料)只允許從五個港口和機場進入，歐盟實行反傾銷調查、奧巴馬政府出臺“買美國貨”條款、印度實行綠色壁壘政策等，貿易保護主義又一次在衰退中的全球經濟抬頭。

以歐美發達國家為代表的消費國需求疲軟及貿易保護主義的抬頭，使得這些國家進口大幅減少，進而導致以出口為主要推動力的日本、中國等國家出現危機。來自 bloomberg 網站的資料顯示，日本 2008 年第四季度出口環比驟減 13.8%，創下出口季度降幅新高。日本出口急劇減少使得其

經濟增長的主要動力不足，進而造成企業業績惡化和內需進一步收縮等。由於日本經濟發展模式為通過向發達國家、資源型國家以及新興經濟體出口工業產品來拉動增長，因此這也成為日本經濟惡化程度重於歐美的重要原因。出口下滑導致這些國家經濟發展放緩，進而導致它們對歐美發達國家產品進口的需求大幅下降，這樣做的結果又進一步影響歐美等發達國家，使得危機再次陷入惡性循環。

(三) 貨幣傳導：以歐美為代表的發達國家——發展中國家——發達國家

次貸危機在美國爆發，歐美發達國家受到了最直接的影響，由於損失最先爆發在這些地區，經濟實力所遭受的影響最先被全球認識到，因此伴隨而來的就是這些國家貨幣的貶值。然而，隨著危機傳導也從這些國家向世界各地展開以及全球對此次危機認識的加深，經濟實力的相對比較決定了發展中國家貨幣的貶值相對更為嚴重，進而使得歐美發達國家幣值的走穩甚至回升。

幣值的變動通過國際收支帳戶對各國的資本流動產生影響：幣值預期的變動會影響國際資本的流動，本幣預期貶值在其他情況不變的條件下會導致資金的流出，反之亦然。同時，幣值變動還會通過 J 曲線效應對進出口產生影響：短期來看本幣貶值會導致出口額的減少，但長期會導致出口的增加，反之亦然。資金流動和進出口的變動會通過資金和需求傳導路線使危機擴散到世界各地。

三、“次貸危機”的發展走向

危機發生至今，世界各地都制定了應對經濟危機的政策措施。自 2008 年 9 月中旬以來，美國聯邦儲備銀行向金融系統注資已達近萬億美元，並先後將房利美、房地美、美國最大保險集團 AIG 收歸國有，隨著援助範圍的擴大，在 2008 年底注資金額達到 2 萬億美元；美聯儲持續降息從 2007 年 9 月 5.25% 降至 0.25% 的水準；2008 年 10 月 3 日，美國財政部 7000 億美元救市計畫獲得國會通過。2008 年 10 月 6 日，德國財政部宣佈，政府將為所有私人儲蓄帳戶提供全額擔保；法國總統薩科齊宣佈，不會讓本國銀行儲戶有任何損失；巴西財政部長吉多·曼特加表示，巴西政府將動用部分外匯儲備，以說明外貿企業應對國際金融危機。英國於 2008 年 10 月 8 日早間宣佈向銀行注資五百億英鎊之後，布朗政府 8 日下午在議會宣佈了更詳細的救市方案，英國將需要動用多達五千億英鎊資金來維持金融穩定。2008 年 10 月 9 日，美聯儲、英國央行、歐央行、加拿大央行以及瑞典央行宣佈共同減息 50 點，中國降息 0.27 個百分點並對儲蓄存款利息所得暫免徵收個人所得稅，香港金管局把基本利率從 2.50% 下調至 2.00%。綜觀上述各項救市措施，它們主要集中於對金融機構注資、降息、減稅以及加大政府投資四個方面。

然而這些政策措施的效果到底如何？次貸危機發展走向怎樣？我們從次貸危機的傳導機制出發，分析如下：

次貸危機直接導致了金融機構的巨額虧損和市場流動性的枯竭，經由資金傳導路線，使得各個國家資金出現緊缺。

由於各國金融機構之間都存在著緊密的聯繫，任何一家金融機構的不穩定都會帶來多米諾骨牌效應，造成金融系統出現問題。政府對金融機構注資、降息等措施都是為了維護金融機構的穩定和擴充市場的流動性，保證金融系統正常運轉，進而為經濟發展提供充裕的資金，阻斷次貸危機的資金傳導路線。目前來看，這些政策的效果正在體現，2009 年前兩個月花旗銀行實現盈利 83 億美元，創 2007 年第三財季以來最好業績；2009 年 4 月 9 日富國銀行預計第一財季淨利潤將刷新紀錄，盈利將達到創紀錄的 30 億美元。這些資料表明，受次貸危機影響的金融機構正在逐步恢復正常營運，金融系統開始出現穩定運行的徵兆。

次貸危機造成了需求和信心的疲軟以及貿易保護主義的抬頭，各國的進出口額都大幅下降，以出口為經濟主要拉動力的國家受到嚴重影響。政府減稅和加大政府投資都是為了刺激國內消費，擴大消費需求和提振信心。然而，經濟層面的轉變遠比金融層面來的滯後，且政府減稅和投資只是作為淨出口的替代推動力來阻止經濟的衰退，這樣的政策並沒有改變受危機影響的各國進出口惡化的現狀。日本政府 2009 年 3 月 9 日公佈數據稱，由於進出口急劇下滑，日本 1 月未經季調經常帳赤字為 1728 億日圓，13 年來首次出現赤字；根據中國海關資訊統計網的資料，2009 年 2 月中國的進出口總值為 1249.48 億美元與去年同比減少 24.9%，其中出口總值為 648.95 億美元，同比下降 25.7%，進口總值為 600.54 億美元，同比下降 24.1%。這些資料表明，次貸危機的需求傳導並沒有結束，由於政府減稅和擴大投資的不可持續性，受進出口持續下降的影響，世界經濟仍然有繼續下行的風險。次貸危機仍然沒有結束。

airiti

但是，全球應對此次危機的行動也沒有停止，並逐漸達成共識。2009年4月2日結束的二十國集團倫敦金融峰會上，二十國集團領導人同意為IMF和世界銀行等多邊金融機構提供總額1.1萬億美元資金，且IMF將增發2500億美元特別提款權分配給各成員，以增強流動性，並向發展中窮國傾斜；為促進貿易以幫助全球經濟復蘇，二十國集團領導人同意在未來兩年內提供2500億美元用於貿易融資並一致承諾，保持貿易和投資開放，抵制保護主義。由於此次危機在資金傳導和需求傳導上的惡性循環效應，為防止此次危機的進一步蔓延與深化，制定全球協調統一的對策才是結束此次危機的關鍵所在。

四、總結：次貸危機對中國宏觀調控的啟示

(一) 宏觀調控應首要調節國內經濟結構失衡

美國次貸危機的根源之一在於其國內消費與儲蓄結構失衡，儲蓄大大小於消費。次貸再次警示我們，宏觀調控在考慮國際貨幣體系交換與貿易競爭因素時，也必須要平衡國內經濟的發展。與美國經濟類似，我國經濟結構也存在著失衡，不同的是中國的儲蓄大大超過消費，但這兩種失衡的長期積累都會加速風險的積累。我國明顯的內需不足，會從根本上長期制約經濟增長。一旦世界主要經濟體陷入疲軟增長，我國出口對經濟增長的拉動作用將嚴重受挫，我國經濟增長也將隨之陷入滑坡。因此，我國宏觀調控首要任務就是

解決國內經濟結構失衡問題，尤其是通過消費來拉動內需。目前最重要的就是解決三農問題。

(二) 宏觀調控應該考慮對創新金融產品的影響以及金融產品創新對宏觀調控的反作用

美國次貸風波內因是金融衍生產品自身的風險與操作不當，導火線是美國貨幣政策的反向大幅調整。當前，我國金融業正逐步進入全面開放階段，國際金融產品創新熱潮也將可能再次在中國掀起。在我國金融制度與體系還不完善的階段，要尤其注意宏觀調控政策的穩定性與連續性，防止大起大落。同時，要時刻監測金融產品的創新，將金融產品的創新風險納入到宏觀調控政策的監測對象當中。

(三) 中央銀行實施貨幣政策應適當考慮將資產價格納入監測對象

美國次貸風波另一根源在於其房地產泡沫破滅。雖然，目前我國貨幣政策主要以通貨膨脹為目標，但在適當的時候我國有必要把資產價格納入中央銀行實施貨幣政策時的監測對象。因為一旦資產價格通過財富效應或者其他管道最終影響到總需求或總供給，就會對通貨膨脹率產生影響。尤其是我國這兩年，樓市已充斥了不少泡沫。據新浪財經報導，從2000年到2005年，深圳一手住房均價漲幅都保持在10%以內，6年時間內均價從5275元/平方米漲到7040元/平方米。2006年、2007年，房價猛然以空前的速度突飛猛進，漲幅分別達到31.11%和44.85%，均價幾乎每年上漲2000~3000元，比過去6年上漲的總和還多。2006年底深圳銀行房貸規

模已達到 700 億元。我們認為這個時候有必要把資產價格的漲落作為制訂貨幣政策的重要參考。另外，我國進行宏觀調控時必須綜合考慮調控政策可能產生的負面影響。例如美聯儲連續加息時，導致了房地產市場因此而承擔的壓力太大直至危機發生。尤其是近期，深圳傳出“斷供”潮。雖然此消息並沒有得到承認與認可，但是我們不得不謹慎防之。認真分析當前我國的樓市情況，出現“斷供”的可能性是存在的。據國家發改委統計，深圳市 60% 以上的借貸買房人的目的是投資需求，而不是自住需求。

然而，不斷上揚的通貨膨脹率就有可能迫使央行提高利率，不斷提高利率又會導致許多“炒房戶”因交不起利息而違約。同時，由於近來深圳樓市價格的快速下跌，據深圳市國土資源與房產管理局統計，2008 年前 5 個月，深圳住宅均價基本呈節節下挫態勢，每平方米分別為 15080.25 元、16314.58 元、13618.42 元、11962.08 元和 11014.14 元，調整幅度接近 30%，基本回落到去 2008 年年初的水準。這將加重購房人尤其住房投資者的負擔。雖然中國沒有次貸和次債，但是中國沒有完善的信用評級體系，信用征信體系也沒完全建立起來，中國假按揭的現象實質很嚴重。深圳真正出現斷供潮的可能性是存在的，一旦深圳出現斷供潮，這將波及北京與上海甚至全國，直至泡沫破裂，中國的銀行將為此付出沉重的代價。美國次貸危機中銀行還可以利用打包的形式將風險轉移出去，顯然中國的銀行將承擔更大的風險，若政府埋單導致的將是全國人民財富的蒸發。

airiti

參考文獻：

1. 辛喬利，孫兆東：《次貸危機》，中國經濟出版社，2008 年版。
2. 張明：《論次貸危機對國際金融體系、國際格局和中國經濟的影響》，《國際經濟評論》，2008 年第 3 期。
3. 雷達：《從全球經濟失衡的角度看美國次債危機》，《商務週刊》，2008 年第 4 期。
4. 李若谷，逢春平：《美國次貸危機的走向及對中國經濟的影響》，《國際經濟評論》，2008 年第 3 期。
5. 曹永福：《美國經濟週期穩定化研究述評》，《經濟研究》2007 年第 7 期。