



学术论文

《国际经济评论》2007年9-10

[\[PDF全文下载\]](#)

透视美国次级债危机及其对中国的影响

国际金融研究室 张明

从2006年下半年发端的美国次级债危机，进入2007年8月后骤然形成席卷全球金融市场的风暴。对冲基金、投资银行、商业银行等金融机构有的濒临解散，有的发出利润预警，有的宣布提高风险拨备。仅在8月9日和8月10日两天，美联储、欧洲央行、日本央行等发达国家中央银行就在市场上注入了超过3000亿美元的流动性。目前尚无迹象表明美国次级债危机有任何削弱的趋势。随着美国房地产价格的进一步下降和抵押贷款违约率的进一步上升，这场危机很可能演变为自1998年美国长期资本管理公司（LTCM）破产以来发达国家金融市场遭遇的最严重危机。

一、危机的源头：宽松的房贷政策和创新的房贷产品

.....

二、风险的转移：抵押贷款的证券化

.....

三、危机的爆发、扩散和升级

.....

四、危机的前景：扑朔迷离

.....

五、对中国的影响和借鉴

至少从目前来看，美国次级债危机对中国金融机构、资本市场和中国经济的影响并不显著。由于中国目前仍然存在较严格的资本账户管制，中国机构投资者的海外投资仍然奉行比较谨慎的投资原则，次级债危机对中国的传染效应是有限的。

美国财政部的一项研究指出，截至2006年6月底，中国机构投资者购入抵押贷款证券急升516亿美元，从559亿美元剧增至1075亿美元，并高占同期亚洲投资抵押贷款证券2260亿元的47.6%。业内人士估计，其中相当部分为高风险的次按业务。中国银行2007年半年报显示，该行投资于美国次级抵押贷款证券89.65亿美元，占证券投资总额的3.51%，其中AAA评级占75.38%，AA评级占21.70%，A评级占2.92%。该行投资于与美国次级抵押贷款相关的CDO6.82亿美元，其中AAA评级占81.8%，AA评级占18.2%。中国工商银行2007年半年报显示，该行投资于美国次级抵押贷款证券12.29亿美元，其信用评级也均在AA以上。

首先，次级债违约率上升目前尚未影响到高信用评级的抵押贷款证券的偿付；其次，即使这些证券的市场价值显著缩水，由于次级债投资规模相对于中国国有商业银行的海外总投资规模或者总资产而言比率太低，这对其整体运营并不构成显著影响。虽然中国股市在2007年8月中旬出现调整，但是这更多的是股指大幅上升后的自我修正，以及部分机构投资者的获利回吐，与其他资本市场纷纷大跌的关联性不大。美国次级债危机引发的全球资本市场振荡可能导致黑石集团和巴克莱银行的股票价格下跌，进而造成国家外汇投资公司和国家开发银行股权投资产生账面损失，但是短期价格波动不会对长期投资的最终收益产生根本性影响。

但是这并不意味着我们可以对美国次级债危机的发展掉以轻心。由于全球金融市场通过跨境资本流动联系在一起，一旦美国次级债危机升级进而引发美国金融市场危机或者美国经济衰退，这将对中国资本市场和中国经济造成显著负面影响。即使美联储通过大幅降息避免了危机的升级，美国货币政策的变动也会对人民币汇率及利率政策产生显著影响。

如果美国次级债危机进一步扩散，造成固定收益证券市场和股票市场的全面危机，那么可能造成国际短期资本撤离美国市场（尤其是来自日元套利交易的资金撤回日本国内），美元大幅贬值，美国国内长期利率上扬，美国经济陷入中期衰退的后果。危机升级对中国经济造成的负面影响包括：

第一，从短期而言，如果美国次级债危机引起全球对冲基金调整自身资产组合，增加流动性资金的比例，那么可能造成国际短期资本从中国股市和房地产市场撤离。由于外国短期资本通过各种渠道进入中国资本市场的规模实际上远远超出政府统计口径内的规模，如果外国短期资本发生大规模抽逃，可能导致中国股市和房地产市场的下跌。如果严重的话，可能刺破中国股市和房地产市场存在的泡沫，资本市场全面下跌引致的财富效应可能抑制国内总消费，从而影响经济增长。

第二，从中长期而言，由于中国经济和人民币汇率相对于美国经济和美元汇率存在一定的独立性，一旦美元大幅贬值、美国经济陷入中期衰退，那么相对坚挺的人民币和相对健康的中国经济，将会吸引大量的短期资本重新进入中国境内。中国资本市场在经历了短期内外国资本撤出导致的调整后，很可能重新被流入的短期外国资本推高，甚至引发更大程度的投机泡沫，为中国经济的持续稳定发展埋下隐患。

第三，大量的日元套利资金撤出美国回流日本，可能造成全球主要货币汇率发生大幅调整（美元贬值和日元升值）。这一方面会影响到人民币实际有效汇率的稳定，另一方面会引发以美元资产为主的中国外汇储备资产的实际购买力下降。

第四，美国经济陷入衰退，将导致美国市场对中国出口商品的需求下降。经济衰退引发的美国国内经济矛盾的增加，以及进入总统选举年度的影响，将会加剧中美贸易摩擦问题，美国政府逼迫人民币升值的压力可能显著加大。

如果美联储通过连续调低联邦基金利率来避免次级债危机的扩散和升级，这也会对人民币汇率和利率政策的实施空间造成掣肘。美联储下调联邦基金利率将会进一步缩小美元和人民币之间的利差，一方面引致更多的热钱流入中国，另一方面将会进一步限制中国货币当局运用加息手段来调控国内通货膨胀的能力。中美利差的缩小将会凸显人民币汇率的升值压力。换句话说，美联储为应对次级债危机的降息举措将会进一步限制中国政府自主运用货币政策的空间。

除直接影响外，本次美国次级债危机至少给我们提供了以下借鉴和启示：

首先，中国商业银行应充分重视住房抵押贷款背后隐藏的风险。在房地产市场整体上升的时期，住房抵押贷款对商业银行而言是优质资产，贷款收益率相对较高、违约率较低、一旦出现违约还可以通过拍卖抵押房地产获得补偿。目前房地产抵押贷款在中国商业银行的资产中占有相当大比重，也是贷款收入的主要来源之一。根据新巴塞尔资本协议，商业银行为房地产抵押贷款计提的风险拨备是较低的。然而一旦房地产市场价格普遍下降和抵押贷款利率上升的局面同时出现，购房者还款违约率将会大幅上升，拍卖后的房地产价值可能低于抵押贷款的本息总额甚至本金，这将导致商业银行的坏账比率显著上升，对商业银行的盈利性和资本充足率造成冲击。

其次，应该通过开展住房抵押贷款的证券化来促使机构投资者和商业银行共担信用风险。由于美国国内的抵押贷款证券化市场已经非常发达，本次次级债危机并没有导致发放次级债的房地产金融机构的全面破产，因为次级债供应商已经通过证券化把部分贷款的信用风险转移给机构投资者。然而在中国国内商业银行还没有进行贷款证券化的条件，一旦出现大规模违约，商业银行将承受所有信用风险。考虑到商业银行在中国融资体系中举足轻重的地位，一旦房地产抵押贷款出现大规模违约，可能引发中国金融体系的系统性危机。因此，应尽快开展中国商业银行住房抵押贷款证券化的全面试点和推广工作，让资本市场上的机构投资者与商业银行共同承担抵押贷款的信用风险。

再次，中国商业银行在提供住房抵押贷款时应该实施严格的贷款条件和贷款审核制度。本次美国次级债危机的源头就是美国房地产金融机构在市场繁荣时期放松了贷款条件和推出了前松后紧的贷款产品。因此中国商业银行应该充分重视美国次级债危机的教训，第一应该严格保证首付政策的执行，适度提高贷款首付的比率，杜绝出现零首付的现象；第二应该采取严格的贷前信用审核，避免出现虚假按揭的现象。

最后，政府应前瞻性地判断房地产市场的走势，提前采取措施来避免房价下跌的不利影响。房地产行业是影响到国计民生的行业，同时又是对其他行业拉动性极强的行业。一旦房地产行业陷入衰退，一方面可能引发信用危机、银行清偿力危机甚至社会动荡，另一方面可能通过连锁反应导致经济增长率下降甚至陷入衰退。因此，政府应该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甚至行政调控手段来避免或缓解房价大幅下跌的不利影响。

推荐好友

相关文章

- 张明 房地产泡沫如何埋下次级债危机的种子 《中国外汇》2007年第10期 (2007-10-24)
- 张明 遏制资产价格泡沫应双管齐下 《第一财经日报》2007年10月15日 (2007-10-15)
- 张明 中投案例剖析：主权财富基金何以对冲经济未来风险 《第一财经日报》2007年10月 (2007-10-10)
- 张明 全球国际收支失衡的调整及对中国经济的影响 《世界经济与政治》2007年第7期 (2007-7-13)
- 张明 20世纪90年代以来关于储蓄率研究的最新动态 《世界经济》2007年第4期 (2007-7-9)

本站的署名文章均属作者本人的观点。希望转载时，请事先与我们联系。

- 院首页
- 网站声明
- 会员登录
- 联系我们
- 下载中心
- 院图书馆

中国社会科学院世界经济与政治研究所 Copyright (C) 2002-2008 中企动力提供技术支持 请使用 1024*768分辨率

地址:北京建国门内大街5号 邮编:100732 电话:010-85196063 传真:010-65126180 联系本站

《中华人民共和国电信与信息服务业务经营许可证》编号:京ICP备06059776号