

# 大 崩 溃

## —— 次级债危机的前世今生

作者： John Rubino



## 美国的次级抵押贷款火灾会否蔓延到全球市场？

“这将引起一场轩然大波”，一位资深人士称。

奇怪的是，人们对于美国次级抵押贷款危机并不陌生。佛罗里达的对冲基金——霸权资本管理总裁 Michael Lewitt 说道：“它和垃圾债券还有储蓄贷款协会危机一样。一项金融产品被发明，监管者却不作相关规定，然后银行或者任何卖方将之推至崩溃。同时，它也会扭曲经济的某些部分。这次受害的是居民房产。”只有时间能告诉我们次级抵押贷款问题将在何种程度上扭曲美国和全球经济。但是，无论最后结果是什么，次级抵押贷款的起伏终为经典。。。

### 泡沫产生

很久以前，住房贷款是件严肃的事情。抵押贷款人要求借款人不仅要有足够的收入，而且还要有一大笔首付款。借款人几十年如一日地按月付款，最终完全拥有房子。这种商业模式保护银行资本却限制了潜在买者，刺激到许多人。一般收入的承租人仍然想要自己的那一份美国梦。贷款人和房产商，和所有的销售机构一样，希望卖掉越多的产品越好。美国各派政客都喜欢居者有其屋这个概念，因为房产所有者会为当政者投票。

简言之，许多人都想要给低收入美国人住房抵押贷款。自 2002 年起，他们的愿望实现了。科技股泡沫破灭和 911 袭击的双重打击使得美联储大幅降低短期利率，从而让低收入者能够用抵押贷款买房。此举本会让住房市场复苏。但是，此后的一系列金融创新却带来诸多麻烦。

### 资产证券化和信用保险

传统上，放贷的银行将持有抵押贷款至其到期，赚取按月支付额与放贷成本之间的差额。这个体系限制了银行可供的资本，也使它们谨慎，要求借款人要有足够收入且支付大笔首付款。

资产证券化时代的到来 早在 20 世纪 80 年代，华尔街发现一些不同质量的贷款能打包成资产支持证券（ABS），出售给全球的机构投资者。打包服务商，如美国联邦国民抵押贷款协会（Fannie Mae）和联邦住房贷款抵押公司（Freddie Mac）开始向银行购买抵押贷款，转变成高评级债券。银行就有更多现金进行借贷，提供更多的抵押贷款。

为了让抵押贷款证券化产品（MBS）符合厌恶风险的养老基金的口味，华尔街创造出信用违约保险，也叫作信用违约互换（CDS）。借此对冲基金或投行就能对抵押贷款证券进行担保。

这招果然有用。低利率，资产证券化和信用保险的结合创造了有力的循环反馈。来得容易的钱使违约风险降低（当房子所有者不能支付分期付款时，总有人愿意买下房子），低违约风险使信用保险获利甚丰。对冲基金可以借钱来参与信用违约互换（CDS），通过杠杆作用

获得巨大利差。

关键部分在于——证券化能像加工高质量的债务那样轻易地加工低质量的债务。金融工程师像是用魔法用抵押贷款证券化制造出投资级债券。突然间，许多低收入且信用差的购房者构成的未开发的世界（即次级债市场）成为全球货币经理创造投资级债券的原材料。实际上，证券化使得无限的全球资本流入美国房产成为可能。

到 2004 为止，抵押贷款市场已经发生了颠覆性的变化。以前持有贷款到期的贷款方现在经常是在几周之内就把它卖了。债务成为可替代的商品，就像铜或是小麦。银行开始尽可能多的制造。“事实是，前五年内 80% 以上的贷款被证券化和出售了。” Lord 的投资咨询部门 Institutional Risk Analytics 的高级副总裁、总经理 Christopher Whalen 说道。

### 次级贷方的崛起

由于现在交易流（deal flow）要比信用分析更重要，不被机构投资的谨慎所牵制的新玩家参与其中。非银行的公司，如通用电器和 H&R Block，纷纷涌入。英国的汇丰银行在美国开设次级债分支机构，不惜代价地占领市场份额。新一代的高速贷款方，如 New Century Financial 和 Accredited Home Lenders 开始与成千上万的独立抵押贷款经纪人签订合同来制造大批产品。

从打包方来看，传统的美国联邦国民抵押贷款协会（Fannie Mae）、联邦住房贷款抵押公司（Freddie Mac）和联邦住宅管理局（FHA）被更加激进的投行，如贝尔斯登（Bear Stearns）和美林证券（Merrill Lynch）挤出市场。“次级抵押贷款危机的爆发几乎都归咎于自有品牌证券（private-label securities）市场。”住房咨询师 Tom Lawler 说道。

### 舶来品

全球资本涌入美国房地产市场会把国内的房价抬高，但是高房价也会使交易流减少。因此，金融工程师们想出了一个解决方法。这次，他们发明了“新型”贷款，这些贷款不需要首付或者允许借款人只付利息、甚至不付。收入申明贷款，或者被称为“谎言贷款”（它被分为低收入证明贷款，无收入证明贷款和“Alt-A”贷款），允许贷款人仅仅申报一个收入数字。“哑二贷款”和“附加贷款”让借款人分两步借到超过房屋价格 100% 的资金。以上的这些贷款都具有非常低的初期“诱导”利率。瑞士信贷的房产分析师 Ivy Zelman 说：“房屋购买者能否得到贷款通常取决于他们是否能负担初期诱导利率，而不是完全分期偿还利率，这使很多人在第一时间就做出了决定。”

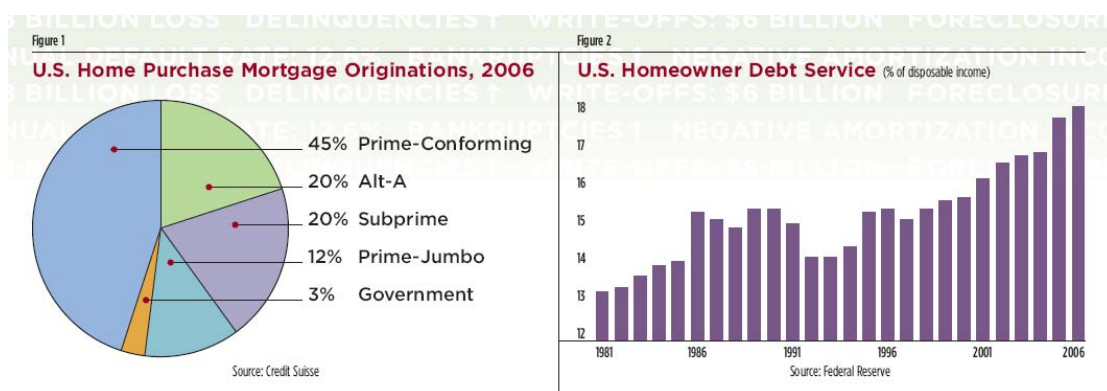
简而言之，贷款标准在现实中是不存在的。Lawler 说：“七、八年前，没有谁会把钱借给那些信用不好的人，如果他们不付首付或者没有收入证明的话。这种交易是根本不存在的。”不过到了 2005 年，这种交易不但存在，还形成了一个不断成长的市场。因为房屋价格一路攀升而再融资的机会又很多，包含次级债和“新型”贷款的资产证券化产品的市场表现与那些传统债券的表现一样出色。前者甚至被认为更“出色”，因为它们拥有更高的回报率，但是几乎不需要做什么尽职调查。

因此，次级债的泡沫进入了一个令人惊愕的阶段。一个年收入只有 2 万美元的大学毕业生却能够申请到价值 60 万美元的按揭贷款；一个以拾草莓为生的移民能借到 72 万美元，虽然他每个星期只赚 600 美元；一个加利福尼亚州的拖车泊位能卖到 1 百万美元；当然，

我们也不能忘记那些离开法律界、不去经营园艺的老百姓，他们开始在房产市场上投机。

总的来说，廉价货币、宽松的信贷标准以及证券化机构对于按揭贷款的巨大需求，使得次级债市场迅速膨胀。它占整个按揭贷款的市场份额在 2006 年达到了 20%，比 2001 年的规模翻了一番。（见数据 1）在整个次级债市场中，低收入证明贷款的比重上升到 46%。2006 年，在用次级贷款购买房屋的交易中，贷款与房屋价值之比已经达到了 96%，这意味着首付的规模仅为 6%。而且，这些贷款中的四分之三是 2/28 可调整利率贷款，它们前两年的利率很低，而第三年开始利率迅速提高。总体而言，次级债和 Alt-A 贷款在 2006 年占美国抵押贷款市场将近 40% 的份额。

当资金流向那些原本流不到的地方，其结果是可以预见的。美国家庭拥有的房屋和家庭负债相对于可支配收入的比率都在不断升高。（见数据 2）



### 堂而惶之地入场

各方心满意足地从次级债市场分得一杯羹。推动“居者有其屋”计划的国会拉美秘密预备会议（the Congressional Hispanic Caucus）和黑人秘密预备会议（Congressional Black Caucus）收受次级贷款方的大笔捐赠。前美联储主席格林斯潘在 2005 年时评论道：“创新带来大量新产品，比如次级贷款和适合移民的缝隙信用市场。随着技术进步，贷款方可以利用信用评级系统和其他技术，为更多的消费者提供贷款。勉强有能力支付的借款人在以前会得不到贷款。但是现在，贷款方有能力有效地衡量每个申请者的偿付能力，并为风险定价。这些进步使得次级债市场繁荣，支持有建设性的创新。这些创新不仅对市场需求敏感，还对消费者有益。”

至于跟踪次级债贷款方的股票分析师，最近一个季度似乎是最重要的。据华尔街日报载，2006 初，覆盖次级债市场中的领头羊 New Century 的 12 个分析师中有 11 个将之评级为“买入”或“持有”。

### 2006 年的次级陈年旧债

如此繁荣起来的次级债市场，很明显，繁荣的泡沫是一定会破灭。2006 年，泡沫确实破灭了。曾经热闹的市场，如拉斯维加斯和圣地亚哥，房价平稳后开始下降。需要涨价来维持盈亏平衡的投机者开始抛售囤积的房子，购房注销率高涨。



2006 过期的次级抵押贷款经受前所未有的灾难，许多贷款连一笔还款都没有。2007 年 2 月，次级抵押贷款年违约率高达 12.6%，而普通贷款仅为 1.5%。“房价自 2005 年 10 月连续下滑。即使是有能力，很多人也没有动力支付月付。因为他们已被套牢，”纽约 SPRINGFIELD 的经济顾问 GARY SHRILLING 说：“人们死赖着，希望政府可以帮助他们摆脱困境。”

这一切都发生在 2006 年可调整利率抵押贷款利率重新制定利息之前。“迄今为止，次债的危机和利率的重新制定并没有关系，”LAWLER 说，“房贷的危机是由那些本不应该发生的次债和骗贷行为带来的。”

那么这些贷款是怎么发生的呢？根据 FITCH 评级机构在 2007 年 4 月的一项研究，那些在 2006 年发放贷款的银行以及为住房抵押债券进行评级的机构过多地看中借款人的 FICO 积分（过去还贷的信誉），而很少关注借款人已有多少贷款。这就使给定 FICO 积分的借款人有了更多的贷款，而他们的收入情况很少被确认。

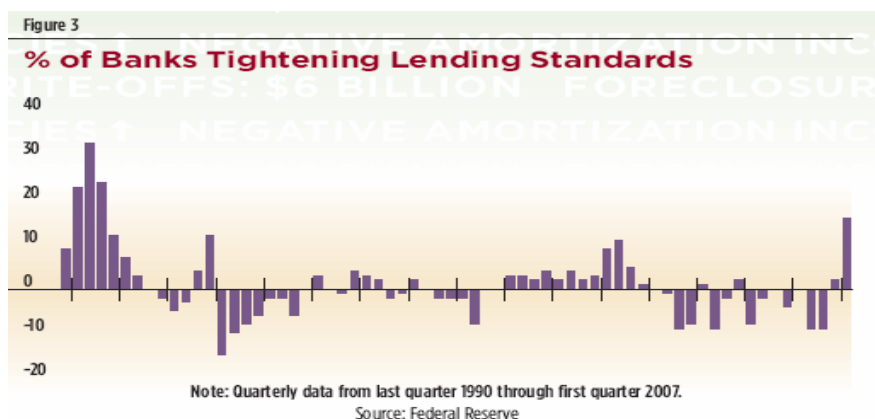
从最近的情况来看这是个很经典的案例。“当房地产市场强势走高的时候，合同以及所要付出的贷款的利息已不再是主要的问题，因为任何地方的房价都上涨了，”LAWLER 说，“此时主要的问题在于人们是否会有效管理自己的资金，这决定了他们的信用积分。”因为评级机构的模型都是利用过去十年的数据，所以当房价普遍上涨的时候他们往往忽视了一旦房价下跌会带给已经超额贷款的借款者的影响。

此次事件还远没有结束。投资银行突然意识到房贷根本不是一个很好的赚钱的商品，于是他们将最差的贷款返还给初始贷款人，将许多最初贷款人推向了破产的边缘。根据 MORTGAGE LENDER IMplode-O-METER 网站数据显示，截止 2007 年 6 月中旬，已经有 76 家专业次债公司已经消失了。汇丰的美国次债部分出现了 88 亿美元的巨大损失，H&R BLOCK 的次债已经全部售出，而 NEW CENTURY 也已经宣布破产了。

幸存者正在将贷款标准调整到泡沫产生之前，如图 3 所示。但是一旦这么做就等于承认他们在 2006 年标准上的懈怠。比如花期集团，现在正在对那些不能提供财务状况，并申请第二笔 100% 房屋贷款的客户群进行缩减。一排名前 10 大的次级抵押贷方不会再提供抵押贷款给 CLTV<sup>1</sup> 高于 95%。Countrywide Financial 已经停止提供 100% CLTV 产品。Freddie Mac 也不再购买那些糊弄人的次级抵押 ARMs。从今往后，借方必需偿还款项。诸如此类的政策修改实际上没个尽头，但是最终的影响是明确的：未来将会有越来越少的贷款提供给那些相对低信誉的贷款者。Dasvid Liu, UBS AG 驻纽约的分析师，预测称，2007 年次级抵押贷款会下降 50% 左右。

同时，2006 年 ARMs 开始重新设定，很多住房拥有者曾寄希望于再融资来偿还还未高企的债务，却发觉已不可能了。其结果就是，越来越多的违约款项，至少将持续另一个年头。当这些绝望的房屋拥有者试图想要出售住房时，房屋价格自大萧条有史以来第一次出现挫跌。

<sup>1</sup> CLTV=第二笔抵押加上现有抵押÷CLTV，CLTV 不得超过一个相对于房屋价值的设定比例



## 即时影响

现在的问题是波形的走势将会如何。从影响点开始向外扩散，浪潮首先波及房屋建筑商，然后是银行，对冲基金，然后是美国乃至全球经济。

### 房屋建筑商

将住房看作一条食物链。第一批买家大举购入最初的房屋，使得这些房屋的所有者挺进更大的寓所，然后中产阶级迁入豪华官邸。如果拒绝为第一批买家提供信贷，那么整个过程就会放缓至爬行状态，这就是当前正处于坚果壳中的房屋建筑市场。随着第二道大门重重关上，第一批买家被卡在了他们的公寓里面，他们难以出售既有的房屋并由此发展下去。

Ivy Zelman 计算出紧缩的贷款政策、少数的投机者、总体缓慢的经济三者相结合，在未来两年中可以削减大约 40% 的住房销售。同时，正如 Gary Shilling 计算的，目前大约有 200 万套多余的房屋闲置：“最初的房屋不可能在一年之中降为零以消化存货，它们会在今后几年中逐渐减少。”

根据 Zelman 的计算，许多在价格最高点大量借款购买土地的房屋建筑商，结局都是一年以后土地减值 60 亿美元以上。

### 银行

如果你认为次级债是一个可以分离的、独自密闭的个体，那你就错了。它从一个整体系统的一部分，会不断产生新的问题债券。根据 Zelman 的一份新的报告，Alt-A 可调整利率贷款虽然通常只是贷给信用较好的借款人，它们在 2006 年出现的拖欠率是 2003 年、2004 年的三至四倍。

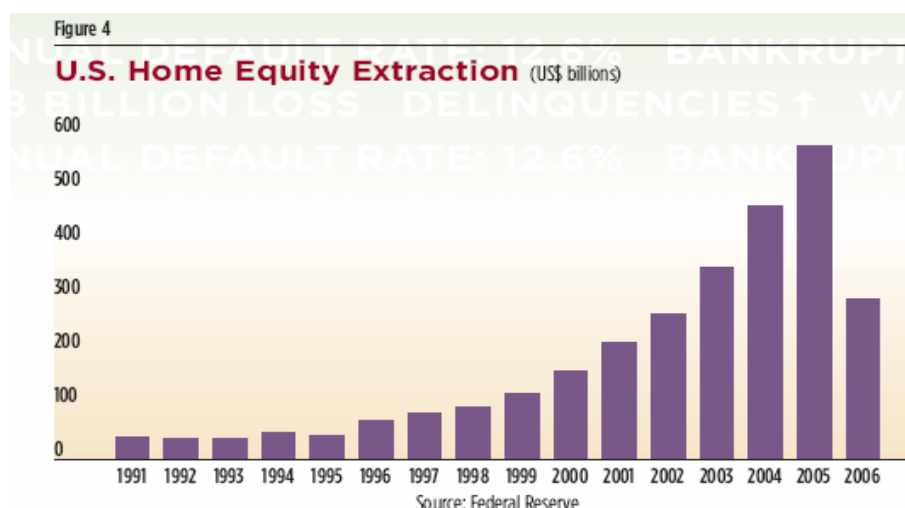
换言之，如果一定数量的非次级债出现了拖欠，那么银行非常可能会向一个已经非常糟糕的市场出售成千上万的抵押房屋。与此同时，那些创造者对于次级债券的热情也会干涸。Christopher Whalen 说：“如果一些银行出现信贷问题，它们通常会选择清仓。聚会结束了，

你必须保留你水管里有的东西，虽然它们看起来很糟糕。”

对于可调整利率贷款产品的会计计算方法着实让人吃惊。这些贷款允许借款人不支付偶然发生的款项，而把这些应付金额算到本金里去。这种性质让这个产品在那些毒药产品中占据很高的地位。令人感到惊奇的是，银行把这些没有支付的款项都计算成了收入，以至于能让它们报出很高的利润，而借款人并没有真实地付清款项。对于经营可调整利率贷款产品的机构来说，其中涉及的金额是巨大的。比如，全国的“负摊还收入”已经从 2005 年的 7500 万美元上升到 2006 年的 6.54 亿美元。

即将到来的大量的次级债拖欠问题对于一家银行的影响取决于它本身的经营模式。对于只经营次级债的银行来说，短期的影响是非常巨大的。而对于经营很多业务的银行来说，比如像 Wells Fargo 或者花旗，次级债的问题可能只是让它们路过了一个减速带。如果它们的商业地产、交易、并购业务等继续处于繁荣阶段，它们甚至可能从次级债问题中受益，因为它们能以跳楼价从比较弱小的银行那里购买这些债券。

对于大型的投资银行来说，这也不足为惧的。CGM Realty 基金经理 Ken Heebner 在最近的一次采访中说：“券商创造了证券化产品。他们知道这些产品是毒药，他们只是把这些东西转嫁到别人身上。交易可能会趋缓，但是我认为他们不会有损失。”



## 对冲基金

因为在经济泡沫出现的时候房屋贷款的拖欠率很低，债务抵押债券的价格在 2005 年与 2006 年大幅下滑，据 Whalen 说，只有当年债务保险总量的 5%。他说：“那时候人们都在赌价格会一直保持那么低，但是现在你所拥有的投资组合很可能在 12 月内出现 20% 的拖欠率。”不同于一般的保险公司，对冲基金并不为将来可能发生的事情而预留资金。Whalen 说：“如果它们今年没有拖欠发生的话，它们会把自己得到的 5 个百分点的收益记为收入。”这种做法在拖欠率很低的情况下是行得通的。然而当拖欠率不断升高的时候，对冲基金就会面临着巨大的风险。他说：“如果我们回到一般情况，投资组合出现 10% 的拖欠率，对冲基金就将面对巨大的损失。”

对冲基金还是普通级按揭抵押债券的主要买家，这种债券通常在按揭出现拖欠时最先受到损失。在 2004 年以前，投资银行通常保留这些毒药债券作为业务成本。Whalen 说：“但

是从 2005 年起，投行开始向对冲基金出售这些债券。”又因为对冲基金通常是用借钱的方式来推动它们的利润增长，杠杆作用会把拖欠的影响放大。

## 美国及全球经济

因为美国消费者推动着全球经济的增长，而房屋产权贷款促进了美国的消费，美国楼市的放缓对于整个世界的潜在影响是巨大的。加上建筑业和抵押贷款银行业的失业率节节上升，这些因素对于美国经济有着不良的影响。

不过，经济增长放缓正处于一个史无前例的全球流动性过剩的背景下，全球的企业并购和股票市场每天都会创出新的记录。全世界的经济依然在发展，次级债的问题似乎已经被很好地处理了。Hegemony 的 Michael Lewitt 说：“许多人会失去他们的房屋，的确会有些损失，但是这些损失是很分散的，许多发生在美国以外，它对于美国经济的影响不会太大。”

然而，对于全球过剩的流动性所带来的交易波动，不是每个人都抱有乐观的态度。即使是那些主要购买高等级按揭抵押证券的机构也会利用杠杆操作来提高它们的回报。Whalen 认为这样做也许是对的，前提是这些类别的债券不会出现拖欠。然而，如果美国国债和按揭抵押债券的利差增大的话，这些债券依然可能跌价。Whalen 提出，这个广泛存在的利差风险是不是意味着金融机构和投资者将会迎来一个宏观事件，那就是对于利差定价的一次性观念转变，这会超出当今众多风险控制模型中的假设。

*John Rubino 曾经是一个金融分析师，他写了《如何去从即将到来的房地产市场崩盘中获取利益》和《主要街道，并非华尔街》。*

## 救火与防火措施

与所有破灭的泡沫一样，美国次级债危机煞是急坏了那些拼命鼓吹泡沫的人。把损失降低在最小的范围内显然是放贷公司和投资银行为了自身利益采取的行动。而对于美国联邦政府和各州政府而言，令他们颇为担心的是，如果失去房屋的大军在广大乡村蔓延，到了选举时刻他们必然会用投向那些反对派令自己乌纱不保。就这样，一时间各方纷纷出动，参与这场紧急救火行动。

Freddie Mac 提出购买 200 亿美元的次级债，尽管他们这种做法的初衷不得而知。Bear Stearns' EMC 贷款公司成立了“Mob Squad”的贷款问题解决小组，奔走于全国各地，帮助借贷人避免发生拖欠现象。Washington Mutual 许诺 20 亿美元，使次级借贷人通过再次贷款转入固定利率贷款。其他的一些银行业纷纷出台类似政策，防止危机的扩大。

俄亥俄州提出将可调整利率贷款通过再次贷款转为 30 年固定利率贷款。五月中旬，佛罗里达州试图立法减少对房屋所有者征收的税款。与此同时，监管部门也纷纷向银行施压，迫使他们提供更有利于借款人的条款。银行的监管部门发表联合声明，表示“现行的监管指导和会计准则并没有要求在借款人没有及时还款的情况下，立刻将房屋作抵押”。

美国国会也许认为亡羊补牢，为时未晚。四月份，纽约州民主党参议员舒默威胁通过新的银行法规，以“保证借款人能够还款，而且那些最初借款的人要履行义务”。他还建议政府向非盈利组织拨款，以帮助房屋所有者获得再次贷款。



以上这些措施会奏效吗？如果上世纪就是年代初采取的模式是可以信赖的话，那么将次级债的风险社会化可以使其降到可以承受的范围内，或者至少可以将真实的风险成本掩盖起来。但是新提出的法规措施则将不会产生什么作用，理由如下：第一曾经缺失的市场规律已经发生作用，第二数量惊人的款项都是由不受规则制约的实体贷出。“我们的矛头不应指向规则，因为承担大部分风险的为非银行机构，所有监管方可以说无能为力，”Whalen 指出。

有一项法规可能会发挥些作用——俄亥俄州参议会的第 185 条法规。该条款规定，该州非银行实体贷出的一些次级债不可计入资产化池。Wells Fargo 立即中止了该州的声明收入/有限文件的趸缴贷款计划。Zelman 评价道“如果其他州也能通过类似的发案将会产生很大的影响。”

## 舞弊

历史告诉了我们，容易得来的钱滋生舞弊，正是基于这一原因，次级债券需要符合为垃圾债券以及科技股泡沫制定的高级准则。当然，说谎者贷款包括了很多谎言，通常的运作机制是这样的：一个独立的抵押贷款中介从可疑的借款人手中取得申请，提前计算出类似新世纪这样的承销商对此贷款会要求多少收益。然后中介会指导借款人承诺要求收益，或者干脆亲自填表。承销商对这种明显的欺骗视而不见，因为他只需要将这笔贷款转移给打包者；而打包者依然视而不见，因为他们可以将贷款处理成为债券，再将他们出售给亚洲和欧洲的养老基金。结果就形成了第一流的欺诈与失职链条。最近一项研究发现，有 60% 的州收入贷款被夸大了至少 50%。

然后，这里有一个诡计，中介让买方交付大大超过房屋当前市场价值的价款。不老实的价值评估师认可这一价格，然后由沆瀣一气的抵押贷款中介安排贷款。各方瓜分了额外支付的价款，随后新的所有者停止还款，迫使银行重新拥有房屋。同时，通胀的售价提高了附近邻居所有可比房屋的价格。

更普遍的情况是，价值评估师被威胁去认可销售合同上的数字。2006 年的一份国民调查显示，90% 的价值评估师受到过恐吓，不交费的威胁，或者其他方式的压迫。他们中的许多人说由于拒绝玩儿这个游戏而失掉了业务。

当然，提供次级贷款的投资银行和研究这些股票的分析师之间不可避免地存在着勾结和内部交易。比如，UBS 和 Bear Stearns 最近收到了马萨诸塞州的传票，原因是他们的研究员为次级贷款人出具了看好的报告，而此时这些贷款人已处于资不抵债的边缘。令人震惊！

这些诡计代表了简单的、早期的舞弊。如果历史可以指证，那么舞弊所带来的回报无疑等待着被揭露。