

香港傳真

中信泰富政治暨經濟研究部
中國稅務雜誌社綜合研究組

No. 2008-11

2008年1月28日

美國次按危機兩篇

次按風暴是如何形成的？

香港中文大學財務學碩士課程主任 蘇偉文¹

香港中文大學財務學系研究助理 陳緯豪

美國次按危機於2007年7月爆發，形成環球金融市場震盪，至今已將近五個月。市場對次按危機的成因有很多不同的觀點。一派意見把責任歸咎於前聯儲局局長格林斯潘，認為是美國在2001年科網泡沫爆破後維持長時間的低息率，引致樓市泡沫，最終引致次按問題；亦有市場人士認為是一眾美國銀行及金融機構，在低息、市場資金泛濫、貸款需求弱下等環境，向次級貸款

¹ 本文曾載於香港《信報》2007年12月21日，第38頁。作者其後做了修改。

人提出“掠奪性的貸款政策”（Predatory Lending Practices）所引致；還有人指出是美國政府政策如“社區投資法案”（Community Investment Act）鼓勵金融機構向信貸記錄不良的人提供按揭。其實，這些觀點都有其道理，不過以上成因的背後都是有一個因素，在發揮著推波助瀾的作用，這就是信貸衍生工具。

風險流入

首先，我們要明白何謂“次按”。其實，次按（subprime mortgage）並不是指借貸利率是高於最優惠的市場利率（prime），而是指借貸人的信貸評級較最優良為低。在美國，次按沒有一個官方的定義，但一般而言，是指貸款借的“信貸評分”（credit score）低於 620。

次按借貸人的信貸記錄不良，為什麼銀行和按揭公司仍樂意放貸給這些人呢？第一個原因就正如引言中所述，前幾年美國金融市場出現了低息、市場資金泛濫及貸款需求疲弱的環境。銀行為了維持盈利能力，不得不為貸款業務尋找新出路；加上受惠於低息環境，當時美國樓市暢旺，很多信貸記錄不良的人，都出現借貸入市的需求。這使次級按揭市場就成為目標。第二個誘因就是雖然次按的風險高，但利息回報亦較理想。

而在次按借貸人的角度考慮，這是個難得的融資途徑。很多次按貸款人會進行短期炒賣，或以樓按為個人消費、買車、裝修等作再融資。當樓市處於昇軌時，許多次按貸款人只會作短期借貸，希望從樓市上昇中獲利並出售物業，以償還貸款及利息。有見及此，銀行向次按貸款人提供短期還款優待，以催谷借貸，即所謂“掠奪性的貸款政策”。當中包括，在還款初期只需還利息，無需還本金；容許借貸人選擇每月還款額；初期利息固定，但很

快就轉成浮息等。

明顯地，這種按揭模式會使銀行及按揭業過分曝露於美國樓市的風險中。當美國樓市走下坡，以致次按貸款人不能以出售物業清還貸款，而他們的入息亦不足支付利率上昇後的每月供款時，呆壞賬便會大量出現。

信貸衍生工具在此扮演了重要角色。它使銀行可以把過量的風險透過按揭的證券化轉移到銀行以外，這做法能把風險資產從銀行的資產負債表上移除（off balance sheet）；提高銀行“資本資產比率”（capital-asset ratio）；並為銀行賺取資產管理收入及利息差。故此，美國銀行無需為次按承擔最終風險，並能從中獲利。這使銀行積極批出次按，同時忽視當中之風險管理，造成金融缺口，令不良按揭資產大量流入金融體系。

根據穆迪指出，美國由1996~2004年間，所造之所有按揭中，只有9%屬次按；但2004~2006年間的數字已上昇到21%。在2006年，美國次按總值六百億美元，佔美國整個樓按市場的五分之一。可見，次按上昇速度十分驚人，而信貸衍生工具的出現就像吸塵機一般，把次按風險吸進金融體系內。

風險轉移

信貸衍生工具是如何把風險轉移呢？有兩種工具需要一提。第一種是抵押債務債券（Collateralized Debt Obligation），簡稱CDO。有意進行按揭證券化的銀行和金融機構，會先成立一些名為“結構性投資工具”（Structured Investment Vehicle）的公司，簡稱SIV。然後把一定數目的按揭注入其中。這些SIV是完全獨立於其宗主機構，而且在法律上是那些按揭資產的持有人。SIV會以按揭組合作抵押，向投資者發行債券，這些就是

CDO。按揭資產的利息收入，或因信貸轉壞所造成的損失，會依債券結構（一套特定條款）分配給投資者。CDO的投資者主要為對沖基金和投資銀行，其次是保險基金和退休基金。更甚的是，投資機構可以CDO作為抵押資產，再推生出CDO的CDO，即CDO²，甚至CDO³。

第二種信貸衍生工具是“信貸不履約掉期合約”（Credit Default Swap, CDS）。簡單而言，這是一種信貸保險買賣。保險買方需定期向賣方支付費用，以換取賣方對特定資產信貸質素提供保障。若該資產的信貸質素惡化，引致其價格下降；保險賣方需支付差價，或以原價將資產買下。這種信貸不履約掉期合約可讓CDO投資者作對沖，同時，把原本的次按風險再向市場轉移。

由此，次按的風險便由造按揭的銀行轉移到整個金融市場身上。投資銀行摩根大通8月指出，全球抵押按揭債券（Collateralized Mortgage Obligation, CMO）²的總值達5000~6000億美元。這表示在危機爆發之初，全球金融體系中，至少有五千億美元資產直接曝露於次按危機之下。

風險失控

金融市場的穩定性取決各個市場參與者對風險的管理。在美國次按危機中，主要的市場參與者包括：（一）批出次按的銀行和按揭公司；（二）為這些抵押債務債券作風險評估的評級機構；（三）買入CDO的機構投資者（主要為對沖基金）；（四）負責監管市場的政府部門。但以上四組參與者，都沒有正視信貸衍生

² 一種以按揭作為抵押債務的CDO，包括次按、一些質素略高過次按的按揭及商業按揭。

工具帶來的風險，更遑論是管理。

如第一部分所述，銀行和按揭公司為了賺取按揭證券化中的息差，放鬆審慎貸款的原則，使大量不良按揭資產流入，是風險的製造者。

而評級機構對 CDO 這種新金融產品的風險，未能作出有效評估。首先，有很多輿論批評，評級機構有利益衝突。事緣，銀行在推出 CDO 時，會向評級機構諮詢，應如何釐定 CDO 的結構以獲取其目標的風險評級。評級機構會從中收費。故此，在真正評級時，評級機構會“感到義務”，給予該 CDO 在諮詢中所預期的評級，而主要評級機構在次按危機爆發後，才大幅調低多隻 CDO 的評級。這表示評級機構未能按市況，同步調整評級，無意中向市場發出錯誤信息。

機構投資者未能為自身做好風險管理。事實上有投資於 CDO 的對沖基金，因次按危機爆發而面臨清盤，因為 CDO 是金融市場新產品，於千禧年後才大量湧現，在風險管理上並沒有先例。舊有的風險管理模型未能推算 CDO 遇上樓市大幅調整的後果，所產生的風險並不容易管理，機構投資者未能做好對 CDO 等新金融產品的風險管理。

當金融市場未能自我管理風險時，監管機構也似乎後知後覺，於危機爆發後才有所動作。美國政府及國會正在考慮立法監管銀行一些不良貸款政策；而美國證交會（SEC）正檢討評級機構在市場上的角色，但政府對對沖基金作監管亦不容易，因為在現時法律上，對沖基金沒有責任向監管機構彙報。

四個主要市場參與者，由造按揭的金融機構到政府，都未能管理好 CDO 為市場帶來的風險，使風險失控。最終，次按危機隨著樓市調整爆發。

次貸危機本來可以避免？

香港《信報》專欄作家 趙景倫³

美國的次級抵押貸款危機仍在發展，國民經濟走向衰退的可能性正在增加。

《紐約時報》12月18日發表長篇報道，並在19日發表社論說，這個危機原來是早有警號的。早在2000年，即將近七年前，現已過世的聯邦儲備銀行總裁之一愛德華·格蘭姆利奇發現，新出現的一大批放款人引誘許多人借他們償還不起，風險很大的抵押貸款。他私下裡敦促聯邦檢查員對同大銀行有聯繫的抵押放款人進行調查。被當時的聯儲會主席格林斯潘所阻。長期被人神化的格老至今仍然堅持聯儲會沒有權力限制這類貸款。此話毫無道理。現任聯儲會主席伯南克亡羊補牢，建議收緊抵押貸款規則。格老早就該這樣做。2004年，國會通過法律，明文規定禁止不公平，欺騙性的抵押貸款。格老卻以“不公平”，“欺騙性”過於含糊，而不採取行動。今天的次貸危機，格老責無旁貸。

格老的聯儲會放任自流，在延續了16年的房地產泡沫即將爆破面前，無所作為，並非偶然。那是為了幫助實現布什所說的“(住房)所有權社會”(ownership society)。聯儲會和布什政府都要優先促進所謂的“金融創新”。他們對次貸危機的爆發和發展負有重大責任。

“不公平”，“欺騙性”含義模糊嗎？另一位先知先覺的女士希拉·拜爾早在同格蘭姆利奇共事時，就要求抵押放款人同意

³ 本文曾載於香港《信報》2007年12月24日，第8頁。作者其後做了修改。

在發放次級貸款時，遵守“最佳做法”。但是她在 2002 年，就離開了財政部，到麻州大學任教。直到 2006 年，才出任聯邦存款保險公司（FDIC）主席。她上任不久，就發現貸款標準很有問題。所謂的“創新”包括不需付頭款，而且不要求借款人提供財務信息。有的貸款申請書甚至懇求借款人就自己的收入撒謊，即所謂的“撒謊人貸款”（liar loans）。令她最感不安的是當時流行的各種可調整利率貸款。例如挑逗性的始初利率為 7%，一兩年後，重新定為高得多的利率，甚至高達驚人的 30~40%。

事實上，這類貸款在發放時，就不指望償還。而假定在利率重定之前，借款人就再融資。例如 2003 年，這類貸款大都在重定利率前就再融資。之所以能夠這樣做是因為當時的房價在以空前速度上漲。到了 2007 年，房地產泡沫爆破。據 FDIC 估計，170 萬宗這類貸款中，絕大多數借款人無力償付重定的高利率。明顯的出路是放款人給借款人一點餘地。在過去，雙方通過協商，有可能定出新的條件。但是如今放款人把抵押賣給了華爾街，商談新條件已不可能。2007 年 3 月間，FDIC 舉行了一系列圓桌會議，企圖對債主施加壓力，凍結始初利率，不予重定。雖然債主口頭上答應，實際上，做出調整的不到 1%。

至此，拜爾幹了一件調節員一般不幹的事情。她在 10 月初公開發表演說，指出總額三千億美元的貸款將在今後數年內重定利率。問題嚴重。解決辦法是凍結可調整貸款利率於始初利率。長期無所作為的財長保爾森，如今傾向拜爾的意見，主張凍結可調整抵押貸款利率五年，而不是拜爾主張的永久凍結。據估計，這個辦法只涵蓋 170 萬宗抵押貸款中的 30 萬宗。例如購買第二所住房的借款人沒有資格享受這種待遇。這是合情合理的。但是信用不佳者有權享受這個待遇；信用良好者卻無權享受，則並無道

理。無論如何，這一權宜措施並不能根本解決次貸危機。

為了緩解次貸危機引起的金融危機，聯儲會打算給各銀行四百億美元貸款。這是半年來聯儲會第四次試圖解救金融體系。經濟學家保羅·克魯格曼懷疑此舉是否能夠奏效。因為目前的問題已經不僅僅是資金流動性（liquidity），而是金融機構是否能夠不倒閉（solvency）的根本問題。許多金融機構虧損嚴重。全美第二大投資銀行摩根斯坦利 12 月 19 日報出它 72 年歷史上的第一個季度虧損。它的第四財政季度虧損因資產減值 94 億美元而超過預期。至此，華爾街銀行因次貸危機而報出的虧損超過四百億美元。據悲觀估計，虧損總額最終有可能超過兩千億美元。

這裡順便說一句。摩根斯坦利虧損嚴重，聲稱將向中國投資公司出售 50 億美元股權，以補充其資本。9 月下旬才建立的中國投資公司擁有資本二千億美元，已經參股黑石集團。是全世界最有錢的投資基金之一。

前財長勞倫斯·森莫斯認為美國經濟陷入長期衰退的風險比大多數經濟學家的認識要大得多（格老的估計是衰退的機會一半對一半）。他說，美國的經濟狀況可能比 1970 年代的滯脹和 1980 年代初的衰退更糟。

不過經濟消息並非全都不佳。12 月 13 日發表的政府報告表明 11 月份零售額增加了 1.2%，甚至跟住房有聯繫的傢俱和建築材料都有上昇。美元貶值，出口增加。有人以為僅這一條，就有可能幫助美國經濟避免衰退。

但是形勢之嚴峻，絲毫也不容人們過於樂觀。