美国房地产行业占金融以外私人部门持有总资产的1/3,而且美国住房体系高度金融化,这是有别于新兴市场国家的典型特征。从上世纪开始,逐渐形成了以美国住房按揭贷款、CDO、再次资产证券化

产品等为基础资产的证券化市场,资产证券化产品的需求来自美国及其他国家各类不同风险偏好的投资机构。资产证券化产品最底层供给是住房按揭贷款。其他各种花里胡哨的资产证券化产品本质上是不同违约风险按揭贷款的分层组合,再次证券化是对不同违约风险的资产证券化产品进行再次分层组合。2000年-2006年间美国房地产行业气势如虹,住房按揭债务规模不断扩大,美国以外的旺盛需求驱动住房按揭证券化

债券价格节节攀升。在

房地产行业链条上所有机构都通过加杠杆

变成了受益者,链条中具有资金优势和信息优势的金融机构更是赚的盆满钵满。祸患常积于忽微,市场恶性竞争迫使放款机构不断推出无风险底线的按揭产品,借款人财务杠杆持续放大,风险越积越高。参与资产证券化和再次资产证券化投资的机构其安全性完全建立在借款人按揭贷款正常还款基础之上。当经济形势逆转直下,借款人普遍无力承担按揭贷款的高杠杆时,资本不足的投资银行率先倒闭,快速形成风险传染,至此金融危机全面爆发。美国房地产行业轮回如同南柯一梦,这场世纪大危机无疑是美联储

和其他监管机构错过抑制按揭债务增长和住房泡沫最佳时机的败笔。

一、信贷泡沫与房地产泡沫:缘起低息环境

从90年代后期开始,中国和其他发展中国家累积了大量资本盈余,全球高油价也让石油生产国有了输出过剩资本的需求,盈余资本源源不断地流向美国和欧洲。发达国家出现了利率下降,利差

收窄的状况,大量信贷涌入房地产领域,催生了美国房地产市场繁荣。以次级按揭贷款证券化为代表的高风险资产被过度追捧,成为后续金融危机的根本原因。1995年到2000年期间,美国经济持续向好,住房价格每年平均上涨5.2%。2001年,经济增长出现减速,美联储公开市场委员会在一年内多次降息,将联邦基金利率降到1.75%,创下4

0年新低。这次经济衰退比较

温和,只持续了8个月,GDP

仅下降了0.3%。然而,锚定联邦基金利率的所有市场利率均保持低位,住房按揭利率也创出了40年新低。受到低息刺激,美国住房价格加速上扬,投资者和投机者蜂拥而入。2000-2005五年间美国萨克

拉门托、贝克斯菲尔德、本土最南端城市基韦斯特、迈阿密

的住房价格上升了2.5倍。包括凤凰城

- 、大西洋城、波基普西、洛杉矶、巴尔的摩、圣地亚哥、劳德代尔堡
- 、西棕榈滩等在内的11个城市住房价格上涨了2倍以上。这些房价高涨的地区都是

人口增长远快于全美国人口平均增速的地区。除了热点城市外,全美住房价格出现普涨,平均涨幅达到11.5%。

房屋价格持续上涨触动着人们买房发财的神经,美国家庭债务出现了前所未有的增长。据统计,1993年家庭债务占个人可支配收入

的比例为80%,到2006年中,这个比例已攀升到130%。其中,四分之三都是按揭贷款形成的债务。2001到2007年间,工资停滞不前,家庭按揭债务却从9.15万美元攀升到14.5万美元,上升了63%。按揭债务总规模从2001年的5.3万亿美元升至2007年的10.5万亿美元,六年间美国家庭按揭债务的上涨金额相当于美国200年来上涨的金额。家庭债务水平持续上涨意味着家庭储蓄水平持续降低,对美国以外的储蓄依赖越来越大。

从2005年下半年开始,新泽西州

等一些地区房价出现下跌,这一苗头没有引起监管机构的重视。许多投资者预期全美住房价格大幅下挫的可能性很低,不同地区房地产价格相关性不高,内华达州房地产价格下跌不会引起佛罗里达州

价格下跌,对新泽西州房价也大可不必紧张,这些乐观预期最终被事实狠狠地打脸。2007年全美存量房屋销售出现了25年来最大的下滑,当年住房价格下跌9%。2008年下跌了17%,到2009年末,住房价格比高峰期已下跌28%。市场崩盘的一个显著信号是住房贷款逾期率、违约率大幅度增加。2000年左右美国住房按揭贷款违

加利福尼亚、亚利桑那、内华达、佛罗里达 这样的州住房按揭贷款逾期率高达15%。到2010年秋,每11笔存量住房按揭贷款 中就有1笔至少逾期过1次。

二、政府推动:为低收入人群圆梦

按揭贷款原本只是传统信贷产品

,住房借款人根据自身财务状况,选择不同的按揭贷款比例,审慎承担不同倍数的财务杠杆风险。美国传统按揭贷款采用固定利率,期限15年或30年,针对的是有工作,有稳定收入和良好信用记录的借款人。90年代,克林顿政府住房政策发生变化,要求贷款机构、二级市场投资者、按揭保险机构和其他合伙企业一起努力降低购房者的首付比例,让融资更容易获得、负担得起,更加灵活。1992年美国国会颁布了《住房和社区开发法案》,目的是通过房利美

和房地美向中低收入借款人提供按揭信贷。当时参议院委员会的报告指出"买得起住房的目标是便于房利美和房地美将满足中低收入、少数民族和城中心平民区的按揭

融资

需要完全

融入产品、文化和

日常经营中。"这一法案极度偏离了

房利美和房地美

作为正常按揭二级市场管理机构的定位,改变了按揭市场结构,逐渐放松了按揭授信标准,大量高风险按揭贷款就此而生。到危机爆发前的2007年中期,高风险按揭贷款已经占美国全部按揭贷款的一半,反映出次级贷款快速增长,按揭授信标准不断降低的现实。为了让更多借款人买得起房,政府规定房利美和房地美向特定区域中低收入借款人发放的按揭贷款和向低收入社区借款人发放的按揭贷款占比要达到30%,后来逐渐提高。到2008年,这一比例的要求已经升到56%。

1995年生效的《社区再投资法案》要求被保险的银行和储蓄贷款机构证明自己向低收入社区和低收入借款人提供了贷款。为完成政府确定的按揭贷款目标,房利美、房地美、银行、储蓄贷款机构、金融公司之间展开了向低收入借款人提供按揭贷款的激烈竞争,有些银行被迫补贴那些针对低收入人群的按揭贷款。即便如此,市场上能满足授信标准的借款人也越来越少。为扩大贷款覆盖面,政府又要求房利美和房地美建立首付5%及以下的按揭借款人授信标准,允许使用手头现金作为首付来源,只要借款人在申请前至少12个月有令人满意的信用记录,即使是有过逾期记录的借款人也可以批准发放按揭贷款,这些要求刷新了风险控制标准,完全突破了按揭授信底线。房利美和房地美在美国按揭市场上具有举足轻重的地位,这两家放松授信标准后,其他竞争者别无选择,只能跟随甚至采取更低标准。金融机构的配合让美国政府"居者有其屋"的住房战略看上去非常有成效,1994年到2004十年间,美国人拥有住房的比例从64%左右提高到69%以上,赢得了满堂喝彩。仅在几年之后,这一切都随金融危机化为乌有。

三、产品创新:只为买得起

美国次级贷款在诞生初期针对的是信贷记录有瑕疵,或无信贷记录,银行不愿意贷款的客户群,发放机构仅是储蓄贷款机构和专门的金融公司,它们通过高利率覆盖此类客户的风险。80年代美国发生储蓄贷款机构危机后,美国国会在1989年建立处置信托公司,专门来处置按揭贷款、房地产和陷入困境的储蓄贷款机构。处置信托公司没有时间和精力一单一单处置资产,采用证券化批量进行处置。处置过程中,将那些没有资格获得房利美和房地美担保的按揭贷款也纳入证券化范围。最初处置信托公司开展的资产证券化只分为两层。风险较小的那层可以率先收到本金、利息,还有保险公司的担保。风险更高的那层偿还顺序靠后,没有担保,由发起按揭贷款的公司持有。后来资产证券化演进的越来越复杂,分层更多,每层风险不同,偿还现金流

也不同,可以根据投资者需要定制。

90年代,按揭公司、银行和华尔街

的证券公司开始对按揭贷款进行证券化,其中底层资产大部分都是次级贷款。1998年俄罗斯爆发债务危机,长期资本

管理公司因杠杆过高而破产,投资者对高风险资产需求迅速消失,次级贷款为基础资产的证券化市场深受其害。随后,新一轮房地产市场繁荣极大刺激了次级按揭贷款市场和资产证券化市场。到2005年,次级按揭贷款占按揭资产证券化发起的比例已达20%。

旺盛的住房需求拉动了按揭产品创新,市场上陆续出现了可调整利率按揭Hybrid Adjusted-rate Mortgages),只付利息按揭(Interest Only),2-28s和3-27s 贷款、无收入证明要求或低收入证明要求按揭,针对无收入、无工作、无资产人群的按揭贷款(Ninja),可选择还款按揭(Payment-

Option),自己陈述收入状况且要求文件最少的按揭贷款(Liar Loans)等产品。可调整利率按揭这种产品头两到三年利率很低,买方可以以更低首付甚至是零首付购房,刺激了更多买方购入更大的住房。两三年过后,还款金额两倍三倍地上升。2001年仅有4%的正常借款人在新按揭中选择可调整利率按揭这款产品,2003年这一比例达到了10%,2004年激增到21%。次级贷款借款人选择可调整利率的比例竟高达60%-76%。

2005年,全美25%的借款人选择只付利息按揭,让本金还款延后。在房价高涨的加利福尼亚、佐治亚、佛罗里达等州,房价超出了一般借款人的承受能力,借款人只能选择像2-28s和3-27s这类按揭贷款才能抢到一杯羹。2-28s和3-27s贷款是可调整按揭利率的一种,目的是让信用受损的借款人修复信用。在按揭期前两三年,借款人及时还款比较容易,当利率迅速上升后,如果借款人已经重建了信用,可以在同一家贷款机构选择类似的按揭产品或利率较优惠的按揭产品进行再融资。如果借款人无力再融资,就必须卖掉房子偿还贷款。如果房子卖不出去,又无法还款就只能违约。

还有一款流行产品是等同A级按揭(以下称为Alt-A)贷款,借款人可以选择每月支付,可以选择无法偿付的利息加到本金上,也可以将可调整利率转为固定利率,增加每月偿还额,非常灵活。Alt-

A贷款占比从2

003年2%快速上升到2006年

的9%,到2007年年中,美国金融体系按揭贷款的一半都是次级按揭和Alt-A贷款,总价值超过4.5万亿美元。

花样繁多的按揭产品刺激了短期需求,放大了家庭债务杠杆,长期贷款的风险被无限延后。在2001-2007年间,美国家庭按揭债务增长超过了前200年的增长水平。每个家庭平均按揭债务数额从91500美元增长到149500美元,增长63%以上。美

国的按揭债务从2001年的5.3万亿美元升至2007年的10.5万亿。从2007年年底开始 美国经济陷入衰退,到2009年10月失业率高达17.4%。购房者失业大潮来临之时就 是金融机构资产质量雪崩之际,这些曾经风光无限的按揭贷款产品凄惨落幕。