

<<次贷危机与房地产泡沫>>

图书基本信息

书名：<<次贷危机与房地产泡沫>>

13位ISBN编号：9787501786251

10位ISBN编号：7501786259

出版时间：2008-10

出版时间：中国经济出版社

作者：李延喜

页数：216

字数：220000

版权说明：本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问：<http://www.tushu007.com>

<<次贷危机与房地产泡沫>>

前言

公元2008年4月，大洋彼岸的美国，第二大次级抵押贷款公司新世纪金融宣布破产，拉开了次贷危机的大幕。

在直接导致世界各国股市暴跌之后，次贷危机对全球金融市场的影响几度升级，直至拖累美国实体经济陷入衰退。

追本溯源，美国房地产市场泡沫的破裂是美国次贷危机的导火索，而与次级按揭相关的各种金融衍生品的泛滥是其深层次原因。

大洋这边的中国，关于中国房地产泡沫和房地产价格走势的争论，正借次贷危机之势，变得空前激烈。

一夜之间，高官、学者、百姓似乎都在讨论房地产的话题。

遗憾的是究竟谁是谁非，恐怕只有历史才能做出真正准确的回答。

但有一点是不争的事实——当前中国房地产市场所表现出的特征与次贷危机爆发前夕的美国有惊人的相似之处，如“房地产销售量强劲增长之后开始放缓”、“住房贷款利率维持在历史高位”、“房价收入比居高不下”、“部分地区的房价开始下跌”。

很多人开始疾呼：中国房地产价格将下跌，并将重蹈美国覆辙，导致所谓“中国版次贷危机”。

这是危言耸听，还是忠言逆耳？中国房价将走向何方？哪些城市的房价最有可能下跌？哪些城市存在的房地产泡沫更多？房地产企业、购房者、政府应从次贷危机中吸取什么教训？美国次贷危机已经引发为金融危机，并可能席卷全球。

<<次贷危机与房地产泡沫>>

内容概要

美国次贷危机掀起的金融风暴已经刮了一年多，对世界经济的影响越来越明显，我国房价也表现出“成交量猛跌”、“价格徘徊”等与美国次贷危机类似的特征——这是“中国版次贷危机”的预兆吗？作为国家社会科学基金重大项目和国家建设部软科学研究项目的阶段性研究成果，本书力求给您一个满意的答复。

首先为您详细解读次贷危机的成因——揭秘次级债券、讲述美国房地产市场的变化、讨论次贷危机的本质。

然后帮您分析中国房地产市场的变化是否会导致“中国版次贷危机”——讨论次贷危机对中国的影响以及关于“中国版次贷危机”的争论，并用通俗的语言和大量图表对中国35个大中城市的房地产价格走势和泡沫程度进行剖析，最后就如何避免“中国版次贷危机”提出建议。

本书给出了预测房价走势的方法，希望能指导房地产市场相关利益人的决策。

<<次贷危机与房地产泡沫>>

作者简介

李延喜，教授，博士生导师。
管理学博士，会计学博士后。
中国注册会计师，中国注册资产评估师。

目前从事财务管理、价值评估、房地产投资等领域的教学研究工作。
发表论文八十余篇，主持国家、省市级科研课题二十余项，主持企业委托课题多项，咨询范围涉及企业改制、财务

<<次贷危机与房地产泡沫>>

书籍目录

序言引言第一章 揭秘次级债券 一、什么是次级按揭贷款 二、什么是MBS, ABS和CDO 三、住房按揭贷款证券化的主要参与者 四、MBS和CDO的发行机制 五、按揭贷款的金融衍生链条 六、为什么次级按揭贷款支持的证券受投资者追捧第二章 房市巨变与次贷危机的爆发 一、美国房市的今与昔 二、按揭贷款金融衍生链条的断裂 三、次贷危机向全球的扩散 四、各国政府的应对第三章 次贷冲击波 一、冲击波下的华尔街 二、冲击波下的美国 三、冲击波中的中国 四、冲击波中的世界经济第四章 会有“中国版次贷危机”吗 一、中国房地产市场的新变化 二、假如中国爆发危机 三、悲观的理由 四、乐观的理由 五、关于中国房价未来走势的争论第五章 中国房价的决定因素和走势 一、左右房地产价格的“精灵” 二、中国房地产价格的特点 三、中国各地房价大比拼 四、什么影响了中国房价 五、我国城市房价将走向何方第六章 次贷危机的本质——泡沫 一、泡沫——扰乱世界经济的幽灵 二、荷兰郁金香泡沫 三、英国南海公司泡沫 四、美国次贷危机中的泡沫 五、泡沫何以生成第七章 中国房市存在泡沫吗 一、什么是房地产泡沫 二、前车之鉴——历史典型房地产泡沫危机回顾 三、如何识别房地产市场中的泡沫 四、中国房地产市场泡沫程度总体评价 五、中国城市房地产泡沫程度比较第八章 未雨绸缪：拒绝“中国版次贷危机” 一、房地产业是我国国民经济中的支柱产业 二、次贷危机对中国的启示 三、如何应对房价涨跌 四、如何抑制房地产泡沫结束语

<<次贷危机与房地产泡沫>>

章节摘录

第一章 揭秘次级债券 人们在讨论这场席卷全球的次贷风暴时，经常涉及一些新名词，包括次级抵押贷款、MBS、ABS、CDO等，那么究竟什么是MBS，ABS和CDO呢？这要从次级按揭贷款说起。

一、什么是次级按揭贷款 1.按揭贷款的分类 次级贷款准确来讲应该叫“次级按揭贷款”（subprime mortgage）。

“按揭”一词由中国香港传入，是英语“mortgage”的粤语音译，指住房等标的资产的购买者——即按揭人在支付首期规定的款项后，由贷款银行或其他金融机构——即按揭受益人代其支付其余款项，并将所购房产的产权抵押给该按揭受益人作为偿还贷款履行担保的行为。按揭贷款的重要特征是标的资产发生了所有权的转移，即按揭人偿还完负债之前，标的资产的所有权归按揭受益人所有，按揭人还清本息后，标的资产的所有权归按揭人所有。

可以看出，美国的按揭贷款与中国老百姓所熟悉的住房抵押贷款是类似的。美国的房屋按揭贷款通常根据客户信用质量被分为三类： 优级按揭贷款（prime mortgage） 超A按揭贷款（Alternative A mortgage） 次级按揭贷款（subprime mortgage） 次级按揭贷款是相对于优级贷款而言的，各类按揭贷款所适用的对象见表1-1。优级按揭贷款面向信用等级高、债务负担合理、风险小的优良客户；次级按揭贷款面向信用分数低、收入证明缺失、负债较重的客户，如美国的低收入阶层和新移民；而“超A”面对的客户介于上述二者之间的灰色地带，泛指那些信用记录不错，但缺少或完全没有固定收入、存款、资产等合法证明文件的客户。

2.次级按揭贷款的特点 风险大 由于对客户的信用等级要求低，次级抵押贷款无法收回的风险相对其他类贷款要大。瑞银国际（UBS）的研究数据表明，截至2006年底，美国次级抵押贷款的还款违约率高达10.5%，是优级贷款的7倍。

利率高 高风险必然要求高利率作为回报，因此次级抵押贷款还有高利率的特点。通常次级按揭贷款会比优级按揭贷款高2~3个百分点。

以浮动贷款利率为主 由于次级按揭贷款的服务对象通常不符合抵押贷款市场标准，因此在美国少数族裔集中和经济不发达的地区很受欢迎。

同时，2002年之后，美国房价快速上涨——这一情况我们在后面还会详细介绍，越来越多的家庭难以获得优级贷款，次级按揭贷款和超A贷款受到了越来越多购房者的欢迎。

在2003年，次级按揭贷款和超A贷款只占当年美国按揭贷款发放总量的不到15%，到2006年已经达到了46%。

在这类贷款的帮助下，美国居民住房的自有率有了显著提高。

根据美国人口普查局的统计，美国居民住房的自有率从1995年的64%上升到2006年的69%左右。

其中，低收入家庭的获益最大。

据美联储统计，在1995年至2004年间，低收入家庭的住房自有率上升了6个百分点，而高收入家庭只上升了4个百分点。

二、什么是MBS，ABS和CDO 1.都是资产证券化产品 华尔街有句名言“如果要增加未来的现金流，就把它做成证券。

如果想经营风险，就把它做成证券”。

从本质上来讲，MBS，ABS和CDO都是资产证券化产品。

根据美国证券交易委员会（SEC）给出的定义，资产证券化，指产生这样一种证券，它们主要是由一个特定的应收款资产池或其他金融资产池来支持（backed），保证偿付。

而这些资产证券化产品的价值P可以用下面公式来表示： 其中，n为资产池中应收账款或其他金融资产的偿还年限。

不难看出，资产证券化产品的价值P受未来现金流量及市场利率r的影响，当利率r升高时，P会下降，当现金流量减少时，P也会下降，反之亦然。

<<次贷危机与房地产泡沫>>

MBS，即房地产抵押贷款支持证券（Mortgage Backed Securities），指发行人将房地产抵押贷款债权汇成一个资产池（Asset Pool），然后以该资产池所产生的现金流为基础所发行的证券（主要是定期还本付息的债券）。

贷款所产生的现金流（包括本息偿还款、提前偿还款等）每个月由负责收取现金流的服务机构在扣除相关费用后，按比例分配给投资者。

因此，购房者定期缴纳的月供是偿付MBS本息的基础。

ABS，即资产支持证券（Asset Backed Securities），是将房地产抵押贷款债权以外的资产汇成资产池发行的证券，它实际上是MBS技术在其他资产上的推广和应用。

CDO，即担保债务凭证（Collateralized Debt Obligation），是一种新型的ABS，指以抵押债务信用为基础，基于各种资产证券化技术，对债券、贷款等资产进行结构重组，重新分割投资回报和风险，以满足不同投资者需要的创新性衍生证券产品。

CDO的核心设计理念是分级，即在同一个抵押贷款资产池上开发出信用风险不同的各级产品：

优先级（Senior Tranches） 中间级（Mezzanine Tranches） 股权级（Equity Tranches） 各级产品偿还顺序由先到后为优先级、中间级和股权级，即一旦抵押贷款出现违约等造成损失，损失将首先由股权级吸收，然后是中间级，最后是优先级。

其中，优先级CDO的购买方包括商业银行、保险公司、共同基金、养老基金等风险偏好程度较低的机构投资者；中间级和股权级CDO的购买者主要是投资银行和对冲基金等追求高风险高收益的机构投资者——这也是本次危机中最先倒下的一类机构投资者。

2.三者的区别 ABS，MBS和CDO的关系如图1-1所示，三者的区别主要体现在如下三个方面。

首先，三者的标的资产（即资产池内的资产）不同：（1）MBS的资产池是房产抵押贷款债权（2）ABS（狭义）的资产池是房产抵押贷款以外的债权，如：信用卡应收账款、汽车租赁金、汽车贷款债权等（3）CDO的资产池主要是一些债务工具，如：高收益的债券（High Yield Bonds）、新兴市场公司债券（Emerging Market Corporate Debt）、国家债券（Sovereign Debt）、银行贷款（Bank Loans）、狭义的ABS、MBS等。其次，债务人数量不同：（1）MBS或传统的ABS的债权人至少有上千个以上（2）CDO的债权人约为100~200个左右，甚至少于100个的也常见。最后，标的资产的相关性要求不同：（1）传统MBS或ABS的资产讲究一致性（Homogeneous），其债权性质、到期日皆为相似，甚至希望源自同一个创始者，以对现金流量的形态适度地掌握。

（2）CDO的各个债权要求相异性（Heterogeneous），来源不能相同，同时彼此间的相关性愈小愈好，以达到充分分散风险的要求。

三、住房按揭贷款证券化的主要参与者 美国的债券市场非常发达。

2006年底，其债券市场规模达到26万亿美元，是当年美国GDP（13.2万亿美元）的2倍，是股市规模（20万亿美元）的1.3倍，而住房按揭贷款所支持的债券占总债券规模的13%，即3.38万亿美元。

如此大的债券规模吸引了国内外众多的参与者，包括五大机构。

1.普通抵押贷款机构 普通抵押贷款机构的主要业务包括：向购房者提供按揭贷款，将按揭贷款在二级市场上出售（购买者主要是房利美和房贷美）进行融资。

如：Countrywide Financial Corp，即国民金融公司 New Century Financial，即新世纪金融公司

其中，国民金融公司是美国最大的次级房贷公司，而新世纪金融公司是美国第二大次级房贷公司。后者在次贷风暴的冲击下，于2008年4月正式申请破产保护，成为美国地产业低迷时期最大的一宗抵押贷款机构破产案，在新世纪金融公司申请破产保护前，几家贷款机构曾迫使该公司买回几十亿美元的坏账。

2.以政府为背景的三大抵押贷款机构 美国房地产市场有三大抵押贷款机构，三大机构一般不直接向购房者发放贷款，它们的主要业务虽然有所区别，但本质上都是住房抵押贷款的证券化，即收购住房抵押贷款，并以此为支撑发行证券。

三大机构包括：政府国民抵押协会（GNMA），俗称吉利美（Ginnie Mae） 联邦国民抵押协会（FNMA），俗称房利美（Fannie Mae），是全球最大的非银行金融服务公司，纽约交易所股票代码：FNM 联邦房贷抵押贷款公司（FHLMC），俗称房贷美（Freddie Mac），纽约交易所股票代码：

<<次贷危机与房地产泡沫>>

码：FRE 吉利美是美国唯一一个完全政府信用担保的机构，主要收购由联邦住房管理委员会（FHA）和退伍军人管理局（VA）担保的贷款。

其担保的MBS具有最高的信用等级，在住房抵押二级市场上的流动性也最高。

房利美和房贷美有免公司所得税、困难时期可以向财政借款最高达22.5亿美元等特权，因此两者对按揭债券的担保隐含着政府担保。

房利美和房贷美由于受次贷危机的冲击，盈利水平直线下滑，导致2007年股价大幅下跌。

房利美的收盘价一度从2007年8月21日的68.98美元直线下滑到2007年11月20日的28.25美元，下跌幅度高达60%，而房贷美的收盘价一度从2007年8月22日的64.89美元暴跌至2007年11月26日的24.5美元，下跌幅度高达62%。

3.特殊目的机构（SPV） 特殊目的机构（Special Purpose Vehicle, SPV）指资产证券化过程中接受发起人的资产组合，并发行以此为支持的证券的特殊实体。

特殊目的机构的业务范围通常为资产证券化所专门设定，包括购买、包装证券化资产和以此为基础发行资产化证券。

由于业务被严格限定，SPV是一般不会破产的高信用等级实体。

特殊目的机构承担着实现基础资产风险隔离的重要功能，是资产证券化操作中的核心和枢纽。

特殊目的机构的主要功能是隔离风险。

证券化发起人通过设立SPV，并把拟证券化的基础资产转入SPV，使基础资产转出公司（即发起人）的其他债权人（而不是SPV发行证券的持有者）对SPV不具有求偿要求，因此不能随意对SPV提出破产申请——这样，证券化的基础资产便从原始公司的整体风险中隔离出来。

特殊目的机构就像一个密封的盒子，发起人将资产注入盒子后，资产便与外界隔绝，盒子之外的任何机构均不能对这部分资产的权利指手画脚。

4.信用评级机构 信用评级机构的主要业务是划分MBS的等级，包括穆迪公司、标准普尔公司等。

2006年，穆迪评级机构从资产抵押债券评级业务中获得的收入达到8.5亿美元，占总收入的44%，而1995年，这一业务收入只有5000万美元。

穆迪公司对MBS等债券的信用评级如表1-3所示。

5.投资者 住房按揭贷款支持的各种各样的证券被来自世界各地的投资者——保险公司、对冲基金和个人投资者所购买，这个队伍异常庞大，像我国的中国银行、中国建设银行、中国工商银行、交通银行、招商银行、中信银行都在其中。

机构投资者中，保险公司通常购买风险较低的证券，而对冲基金则偏好那些风险较高的证券。

四、MBS和CDO的发行机制 美国MBS的发行主要包括三种模式，见图1-2和图1-3。

模式一 贷款机构把抵押贷款出售给房利美或房贷美；房利美或房贷美将贷款证券化，即收购贷款，并转入SPV，然后充当担保者角色，也起监管者作用；房利美或房贷美本身还可以是投资人，可以购买抵押贷款后作为资产持有，也可以购买MBS；SPV是债券的发行者。

模式二 贷款机构在吉利美的担保下，直接发行MBS并销售给投资者，即贷款机构本身就是发行机构；SPV防破产的作用通过一种法律安排来实现，即如果发行机构（抵押贷款机构）破产，抵押贷款库不遭清算，而由吉利美接管。

模式三 贷款机构直接设立SPV；采取多种信用增级措施，包括内部增级（如抵押贷款库内超额利息担保）和外部增级（如超额按揭抵押、第三方担保等），直接发行MBS。

MBS被投放到证券交易市场后，会有各类投资者购买。

一些投行在购买了MBS之后，又会进行二次资产证券化，即再次通过设立SPV等步骤，把MBS债券再次打包，发行CDO等证券，由于CDO特殊的设计原理，吸引了更多的投资者。

五、按揭贷款的金融衍生链条 如图1-4所示，资产证券化使得次级住宅抵押贷款的金融衍生链条非常长。

最终贷款人从房贷公司获得按揭贷款购买房地产，房贷公司又把房贷卖给房贷美等三大政府背景房贷机构或投资银行设立的特殊目的机构，特殊目的机构通过发行MBS从债券市场融资。

投资银行在债券市场上购兴MBS后再次打包并向市场发放更高级的资产证券化商品CDO等，然后又由

<<次贷危机与房地产泡沫>>

采自世界各地的保险公司、对冲基金以及个人投资者购买。

而且通常这些机构投资者都是股份有限公司，其股票在股票交易市场交易，因此实际上股票投资者也间接为最终贷款人提供了购房资金，并承担了相应的风险。

通常，购买按揭贷款的金融机构会与按揭贷款发放银行或机构签署协议，要求抵押贷款公司在个人贷款者拖欠还贷的情况下，回购抵押贷款，然而事实证明，当危机发生的时候，按揭贷款发放机构自身难保，对贷款的回购十分有限。

这样，当最终贷款人无力按期偿债的消息传出后，整条链条上风声鹤唳，人人自危。

六、为什么次级按揭贷款支持的证券受投资者追捧 书读到这里，或许有些人会感到疑惑：即使是次级按揭贷款被做成MBS，但还是以“次级”按揭为支撑，为什么会有那么多人追捧呢？

1.高收益率 ALT-A类贷款和次级贷款具有更高的收益率，它们一般要比贷款基准利率高出2~3个百分点，以该类贷款为资产池发行的MBS同样具有高收益的特点。

也就是说，购买次级按揭贷款支持证券虽然要承受高风险，但同时也会享受高收益。

可是，次贷危机爆发前MBS价格节节攀高，这就造成一种假象——高风险似乎不存在，而收益却是显而易见的，因此大家趋之若鹜，争相购买次级按揭贷款支持各类证券。

2.有房地产实物作支撑 次级按揭贷款背后有抵押的房地产作为支撑，一旦购房者出现违约，银行和房地产金融机构可以通过出售抵押房地产获得的收入来为MBS还本付息。

值得注意的是，这个理由只适用于一个房地产价格不断上升的市场环境。

如果市场上房地产市场价格普遍下降，那么购房者违约后抵押房地产的拍卖价格可能不足以还本付息，而这将造成ALT—A类贷款和次级贷款MBS市场价值的大幅缩水。

然而这正是2006年下半年以来美国房地产市场整体下滑所造成的现实。

3.获得了高信用评级 信用评级机构人为提高次级按揭贷款支持证券的评级，也是一个重要的原因。

在所有的次级贷款支持的债券中，大约有75%得到了AAA的评级，10%得了AA，另外8%得了A，仅有7%被评为BBB或更低。

而实际情况是，2006年第四季度次级贷款违约率达到了14.44%，2007年第一季度更增加到15.75%。

显然，次级贷款支持的债券被低估了风险。

次贷危机爆发后，欧盟相关机构已经展开了对美国评级机构的调查，美国的一位众议员也提出要对评级机构在次级房贷危机中的作用进行国会听证。

次贷危机爆发后，标准普尔的总裁凯瑟琳·科贝特（Kathleen Corbet）辞职，尽管官方的解释是“为了寻找个人发展机会和用更多的时间来陪伴家人”，但更多的人却认为，她的辞职源于评级机构信誉受损。

<<次贷危机与房地产泡沫>>

编辑推荐

美国房地产市场发生了什么？
如何酿成次贷危机，次贷危机会对中国造成什么冲击？
会发生“中国版次贷危机”吗？
中国房价走向何方，中国35个大中城市房价大比拼。
掌握房价走势的预测方法。

次贷危机从本质上讲，是一种经济泡沫的破裂。
泡沫就像一个幽灵，游荡在地球村，骚扰着众多人的生活。

美国面临新经济泡沫破灭危机，通过大幅降息用一个泡沫代替了前面一个泡沫实体层面并未有大的改观。

因此美国次贷危机基本是个无解的难题。

某些时候人们所表现出的行为特征与羊群有些相似，这些特征对于催生泡沫“功不可没”，无论郁金香泡沫事件、南海公司泡沫事件还是美国次贷危机。

房价会不会涨、值不值得投资很大程度上取决于人们的心理预期，房地产市场的参与者很可能如“羊群效应”所描述的那样，采取几乎一致的行动——投机者疯狂抛售楼盘，购房者“隔岸观火”、“持币观望”，这将对房地产业形成致命打击。

2006年，我国35个主要大中型城市中，有33个城市的房价收入比大于警戒线6，有11个城市超过10，深圳和北京则已超过13。
这些城市的居民购房压力要比其他地方大得多。

<<次贷危机与房地产泡沫>>

版权说明

本站所提供下载的PDF图书仅提供预览和简介，请支持正版图书。

更多资源请访问:<http://www.tushu007.com>