

“次贷危机”的诚信启示

文/柏文朝

柏文朝，广州公允信用征信有限公司首席法律顾问。德国格宁信用保险集团中国公司法律顾问，德国商会特约培训师。先后在国家特大型煤炭企业、大型外资企业、信用管理咨询公司和律师事务所供职，一直致力于法律及信用风险管理研究和实践

美国次贷危机，现在已经成为全球经济最大的威胁，其波及范围之广、影响程度之深、破坏力之巨远远超过以前的亚洲金融危机，世界的每个角落都能感受到阵阵“寒意”。由于受美国次贷危机的冲击，中国经济也出现了明显减速，一些中小企业，尤其是涉外的中低端制造企业，都面临比较大的困难。那么，中国企业是否真的看懂了这场危机，这场危机的根源究竟是什么？中国企业究竟能从这次危机中学到什么？

次贷危机：谁是导演？谁在美容？

对于美国次贷危机解读，自有不同观点。笔者以为，其根源实际上是“信用危机”，次贷危机的爆发，就是“信用风险”的爆发。信用风险的背后是道德风险，在这个意义上讲，次贷危机从一开始就是一个圈钱游戏“信用陷阱”，一个精心设计的“道德骗局”。

追根溯源，美国的银行和房屋按揭机构、华尔街的投资银行以及信用评级机构对于次贷危机形成究竟扮演了怎样的角色？

次贷危机的源头是美国的银行和房屋按揭机构降低信贷标准，向一些低信用的申请人发放按揭贷款。他们不担心违约和坏账的风险而无所顾忌，是由于有资产证券化这样一个创新的金融手段可以转嫁风险。因为风险被转嫁出去，银行或房屋信贷公司不再需要承担由它们发放的按揭贷款的风险，导致按揭贷款的审查标准形同虚设，许多无收入、无工作、无资产的人成为了按揭借款人。资产证券化导致了银行和房屋按揭机构在最初放款环节的“道德风险”。

华尔街的投资银行是次贷危机的“编剧”与“导演”。华尔街投行家和他的“火箭科学家”把次级债的故事演绎得淋漓尽致。其基本的做法是成立一家新公司，买下风险极高次级债，然后发挥他们金融“炼金术”和“魔法”将次级债精心设计和包装，以此为抵押，向金融市场发行一种结构性投资产品——债务抵押债券(CDO)，把这些新的证券出售给投资人。再以 CDO 为基础，进而衍生出信用违约掉期(CDS)。投资者只要付出一定的保费购买 CDS 之后，就可以在对方违约时获得偿付，违约风险进一步转嫁给 CDS 卖方。为了赚取巨额利润，这些结构化衍生产品及其定价模型设计得非常复杂，使得精明的投行家与证券监管层都难以理解，信息的高度不对称性由此产生，风险在快速传递、积聚和蔓延。

信用评级机构是次贷危机的“美容师”。由于美国抵押证券的复杂设计，投资者根本不可能有足够的数据和资料来评估所购买证券的内在价值和风险，评级机构发布的信用评级就成为购买者投资的主要依据。据了解，所有的次级贷款债券中，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。那些本来风险很高的次级抵押证券，经过投行的层层包装，在评级公司那里获得了光鲜照人的外表。大量 AAA 级和 AA 级的债券产品，事后证明价值被严重高估。随着美国房地产市场的逆转，次级信用借款人违约不断增加，隐藏在次贷及其衍生证券中的信用风险终于引爆。

危机发生后，许多业内分析人士认为，各评级机构自始至终都是全球次级债市场暴涨的参与者、推动者甚至直接受益者。有人甚至指责评级机构和投资银行“同谋”，把大量

投资者引入信用陷阱。“次贷危机之于信用评级机构，好比安然事件之于会计师事务所。”美国前财部长劳伦斯·萨默斯如此评价。全美房地产经纪商协会首席经济学家LawranceYun更是毫不客气地批评，“在本次次贷危机中，标普和穆迪等评级公司，扮演了不光彩的角色。”

可见，从次级债的源头、设计包装、到评级各个环节都是在挖坑，都是在欺骗。

中国也在面临信用风险

次贷危机带给人们的反思和启示是深刻和全方位的。无论是在金融创新与监管、房地产信贷市场的规范、还是社会信用体系建设等方面都有非常重要的意义。

危机发生后，美国一方面通过降息来解决资产泡沫破灭问题，利用通胀来减轻债务；另一方面，通过美元贬值来刺激出口。这样一来，美国就在向全球输出通胀和衰退。由于外国投资者（主要是中央银行）在美国拥有巨额金融资产，通货膨胀和美元贬值对美国人都非常有利，而外国投资者只能看着他们的资产不断贬值。

教训有几点：首先，缺乏监管是导致次债危机发生的原因之一。这次出现的次级债务风波中主要的问题是债券的包装和发行这两个过程都缺乏监管，深刻地暴露出美国监管体制存在的问题。次贷危机的发生，不能归咎于资产证券化本身，关键在于产品的设计和发行制度是否合理、规范。

其次，在于美国信用评级业高度垄断、缺乏竞争性和透明度，评级机构被赋予了太多的职能。由于为投资银行发行的各种创新工具提供评级成为其业务的主要收入，评级公司很难对按揭贷款证券 MBS 给出中立的评级判断。没有公平、中立、透明的评级机构和信用评级结果，信用就如同空中楼阁。

最后，次贷危机的根源是信用危机，次贷危机最直接的启示就如何管理和控制信用风险。所谓“信用”，是一种建立在交易对家于约定的期限内付款或还款承诺的信任的基础上的能力。因交易对家的还款能力和意愿导致的风险叫做“信用风险”，当债权人（授信人）授信适当或债务人（受信人）回避自己的偿付责任时信用风险就发生了。实际经济活动中，在所谓的“信用事件”发生之前，交易对家的信用风险，往往被看作是无紧要的小节，事后却变成了再重要不过的核心问题。

好的风险管理，应该是在危机或风险发生之前做好各种制度和措施安排，而不是等到危机或风险发生之后才有所应对。为了防范和控制这种风险，任何现代社会都需要建立一整套严格的信用管理体系。只有在这一体系的基础上建立起稳定可靠的信用关系，现代市场经济才有可能生存和发展。

中国目前虽然没有爆发信用危机，但信用问题非常突出，授信不当和失信赖账的行为大量发生，每年都给社会和企业造成了巨大的损失和浪费。因此，中国当前面临的风险，主要也是信用风险。其根源在于：从传统计划经济体制向社会主义市场经济体制转型的过程中，计划手段对经济活动的调控和监督弱化，但与之配套的信用制度和信用体系尚未建立起来，信用基础十分薄弱，资信服务落后的状况已经成为发展市场经济的阻力。因此，中国亟需通过信用立法，建立覆盖全社会的、严格的信用监督、奖惩制度，建设和完善社会信用体系。

版权所有 © SGLA 2008。

此出版物仅供阁下参考和兴趣阅读之用，无意作为完整全面的信息，并不构成亦不应予以依赖为法律意见。请根据自身情况寻求专门咨询。