

## 历史回溯之三——次贷危机：

风起于青萍之末

2022年09月16日

### 投资要点

➤ **次贷危机的背景和始末。**2002年-2007年全球经济发展和资本市场步入“黄金5年”。金融自由化、金融衍生工具蓬勃发展、美国“居者有其屋计划”是危机前的宏观政策环境，也是次贷危机从次级债市场危机最终衍化为百年一遇金融风暴的核心原因。次贷危机在爆发初期主要集中在次贷市场，风险暴露也比较碎片化。2007年8月法国巴黎银行爆出巨额亏损，市场认识到全球银行业出现问题，资本市场大跌。2007年8月17日美国调低贴现率50个基点，市场信心快速恢复，股市上涨持续到2007年10月底，并创出新高。2007年11月之后，危机再次恶化，但这个阶段市场普遍担忧的是经济衰退，政策放松后2008年2季度经济出现回升，资本市场企稳反弹，市场普遍认为危机冲击最大的时刻已经过去。2008年9月，美国第四大投行雷曼兄弟破产，次贷危机衍化为全球金融风暴，随后6个多月时间标普指数腰斩。2009年3月，量化宽松政策开始实施，“直升机撒钱”模式开启，次贷危机结束，危机始于次贷、终于QE。

➤ **从国际收支视角看次贷。**拉美债务危机和亚洲金融危机都属于国际收支危机，而次贷危机则不属于国际收支危机范畴，但次贷危机也同样存在国际收支失衡的影子，数据显示在次贷危机前后全球经济上经历了一轮失衡——失衡加剧——再平衡的过程。我们认为全球失衡是次贷危机爆发的重要原因，虽然作为核心储备货币国家难以爆发国际收支危机，但其导致的全球失衡并非没有边际，且主要逆差国在全球失衡背景下爆发的危机更容易形成全球性的大风暴。次贷危机始于蝴蝶扇动翅膀，但所造成的影响却仅次于大萧条，这是全球经济从失衡到再平衡所需要经历痛苦。

➤ **当前的几个关注点。**疫情后有几个关注点：1、全球失衡现象又有所恶化；2、政府部门杠杠率上升；3、美国房价在疫后出现泡沫化趋势；4、高通胀。上述现象若得不到有效控制，最终演化为金融危机的概率是存在的，而要控制上述因素，衰退可能会是基本情形。所幸的是，发达经济体金融风险的真实爆发多数是酝酿于加息周期，兑现于降息周期，而眼下还处于加息周期当中，条件尚未恶化到非常严重的地步，即初具爆发危机的条件，但尚不充分，包括全球失衡、杠杠率、楼市泡沫、通胀等在内的风险因子后续如何衍化才是关键。

➤ **风险提示：美联储超预期紧缩、通胀继续大幅攀升、新冠疫情超预期变化、俄乌冲突超预期变化、历史推演误差**

### 上证指数-沪深300走势图



%	1M	3M	12M
上证指数	1.31	-3.79	25.97
沪深300	5.29	10.04	-2.05

陈敏

分析师

执业证书编号：S0530522080001  
 chenmin79@hncshasing.com

### 相关报告

- 1 《历史回溯之一——拉美债务危机：资源国因何成了石油危机的最大受害者》 2021-09-09
- 2 《历史回溯之二——亚洲金融危机：投资驱动型经济体之殇》 2021-09-16

## 内容目录

前言 .....	4
<b>1 危机前的盛世——黄金五年.....</b>	<b>5</b>
<b>2 次贷危机爆发前的宏观政策背景.....</b>	<b>6</b>
2.1 金融自由化——次级债市场扇动蝴蝶的翅膀，金融自由化促进危机传播.....	6
2.2 金融衍生工具蓬勃发展——局部危机衍化为金融风暴.....	6
2.3 美国“居者有其屋计划”——助推房地产泡沫.....	7
2.4 导致危机恶化的金融衍生品解析.....	8
<b>3 危机的酝酿、爆发和传导.....</b>	<b>8</b>
3.1 危机的酝酿.....	8
3.2 危机的爆发和传导.....	10
3.2.1 次贷市场率先崩盘.....	10
3.2.2 资产支持商业票据（ABCP）市场的崩溃.....	11
3.2.3 货币市场被广泛冲击.....	11
3.3 次贷危机事件脉络.....	12
3.3.1 第一阶段（2006年底-2007年7月）：危机集中于次级债相关市场.....	12
3.3.2 第二阶段（2007年8月-2008年8月）：次贷问题被正视，全球央行联手救市.....	12
3.3.3 第三阶段（2008年9月-2009年3月）：从大崩溃到“直升机撒钱”.....	13
<b>4 从国际收支视角看次贷危机.....</b>	<b>15</b>
<b>5 次贷危机后发生的变化.....</b>	<b>17</b>
5.1 加强监管.....	17
5.2 杠杆转移.....	17
5.3 全球再平衡.....	18
<b>6 当前的几个关注点.....</b>	<b>18</b>
6.1 房地产出现泡沫化特征.....	18
6.2 高通胀的“灰犀牛”.....	20
<b>7 风险提示.....</b>	<b>21</b>

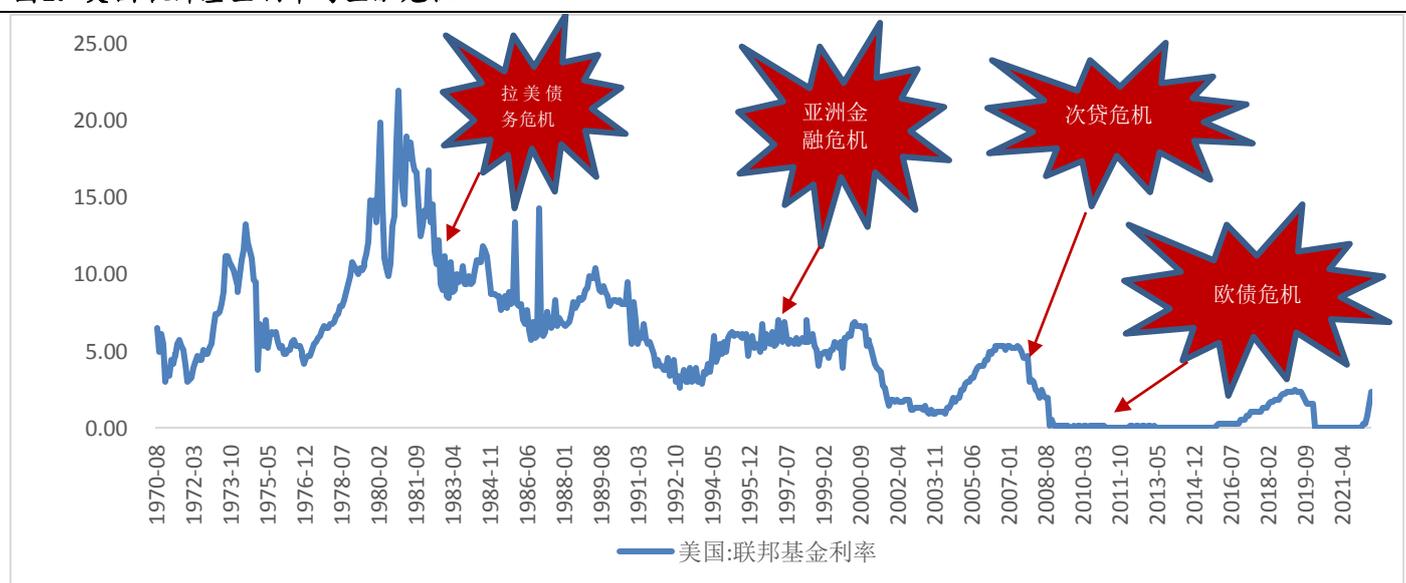
## 图表目录

图 1: 美国联邦基金利率与金融危机.....	4
图 2: 经济发展“黄金 5 年” (%) .....	5
图 3: 全球资本市场“黄金 5 年”.....	5
图 4: 标准普尔/CS 20 个大中城市房价指数 (点) .....	5
图 5: 美国 MBS 未偿还余额 (百万美元) .....	7
图 6: 美国住房自有率 (%) .....	7
图 7: 美国居民部门杠杆率 (%) .....	9
图 8: 金融衍生品生产线.....	10
图 9: 资产支持商业票据 (ABCP) 市场的崩溃 (百万美元) .....	11
图 10: 货币市场基金 (MMF) 受到冲击(百万美元).....	12
图 11: TED 利差 (%) .....	12
图 12: 住宅贷款拖欠率 (%) .....	13
图 13: 美国 GDP 环比变化 (%) .....	14
图 14: 29 国国际收支差额占全球 GDP 的比重 (%) .....	16
图 15: 美国在 29 国中贸易逆差占比 (%) .....	17
图 16: 美国经常项目差额占 GDP 比重 (%) .....	17
图 17: 美国各部门杠杆率 (%) .....	18
图 18: 中国各部门杠杆率 (%) .....	18
图 19: 疫后美国房价大幅上涨 (点) .....	19
图 20: 2000 年 1 月为基期 100, 房价与通胀涨幅对比 (点) .....	20
图 21: 1987 年 1 月为基期 100, 房价与通胀涨幅对比 (点) .....	20
图 22: 基期 2012 年 4 月重置后房价与通胀涨幅对比 (点) .....	20
图 23: 基期 2012 年 4 月重置后房价与租金涨幅对比 (点) .....	20
图 24: 疫后通胀大幅上行 (%) .....	21

经济学的内容，实质上是历史长河中的一个独特的过程。如果一个人不掌握历史事实，不具备适当的历史感或所谓历史经验，他就不可能指望理解任何时代（包括当前）的经济现象。——熊彼特

前言：布雷顿森林体系瓦解之后，金融危机此起彼伏，尤其是经历一轮美联储加息周期之后，出现金融危机的概率更高。2022年3月美联储启动新的加息周期，我们试图回溯历史、追本溯源，去探寻金融危机的历史现象、演化过程和内在机理。《历史回溯——金融危机研究系列》共五篇，根据时间脉络选取布雷顿森林体系瓦解之后4个有代表性的金融危机，分别是拉美债务危机、亚洲金融危机、次贷危机和欧债危机为研究对象，前四篇侧重历史背景、成因、危机过程的研究，掌握历史事实，最后一篇为对危机的总结，侧重对危机的系统剖析、总结与预判。本文是《历史回溯——金融危机研究系列》的第三篇，对2007年爆发的次贷危机进行历史回溯，并提出当前几个核心关注点。

图1：美国联邦基金利率与金融危机



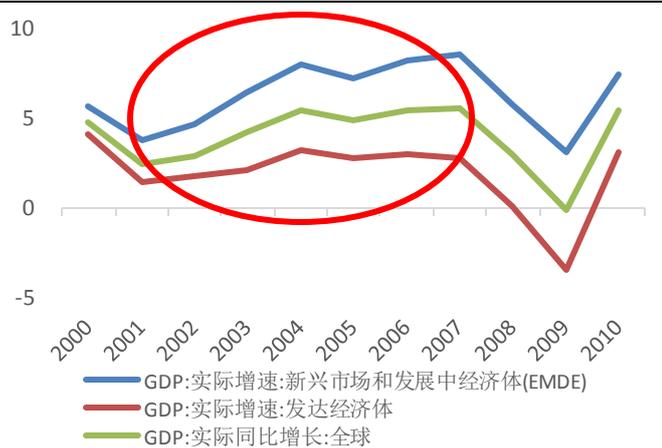
资料来源：财信证券，WIND

次贷危机在初期也被译为次按危机、次债危机、次级按揭贷款危机。次贷危机于2006年末开始显现，但初期主要集中在次贷市场，风险暴露也比较碎片化，全球主要市场并未受到影响，反而迭创新高。2007年8月法国巴黎银行爆出巨额亏损，市场认识到全球银行业出现问题，资本市场大跌。2007年8月17日美国调低贴现率50个基点，市场信心快速恢复，股市上涨持续到2007年10月底，并创出新高。2007年11月之后，危机再次恶化，但这个阶段市场普遍担忧的还是经济衰退，政策放松后2008年2季度经济出现回升，资本市场企稳反弹，市场普遍认为危机冲击最大的时刻已经过去。2008年9月，美国第四大投行雷曼兄弟破产，次贷危机衍化为全球金融风暴，6个多月时间标普指数腰斩。2009年3月，量化宽松政策开始实施，“直升机撒钱”模式开启，次贷危机结束，危机始于次贷、终于QE。

## 1 危机前的盛世——黄金五年

2000年美国科网泡沫破灭，经济出现快速回落，为了刺激经济美国联邦基金目标利率由2000年5月的6.5%连续13次下调，到2003年6月，最低下调至1%。政策的及时反应以及力度较大，本次经济回落并未步入负增长，2002年经济开始复苏，在总量宽松的环境下，全球经济发展也步入了发展的快车道，从2002年到2007年可称之为“黄金5年”。五年中，新兴经济体及发展中国家经济发展尤其快，GDP平均增速达到7.7%，全球经济平均增速为5.10%，发达经济体平均增速也达到了2.78%。与此同时全球资本市场处于一片繁荣景象当中，美国、欧洲等主要市场连续5年走牛，A股市场于2006年开启了至今无法超越的大牛市行情。房地产市场方面，欣欣向荣，从2002年1月到2006年7月，标准普尔/CS 20个大中城市房价指数涨幅71%，连续55个月环比正增长。福兮祸之所伏、祸兮福之所倚，与以往一样，宽松的货币环境在刺激经济发展和推动市场繁荣的同时，往往也埋下了危机的种子，并于2006年底开始逐步萌发。

图2：经济发展“黄金5年”（%）



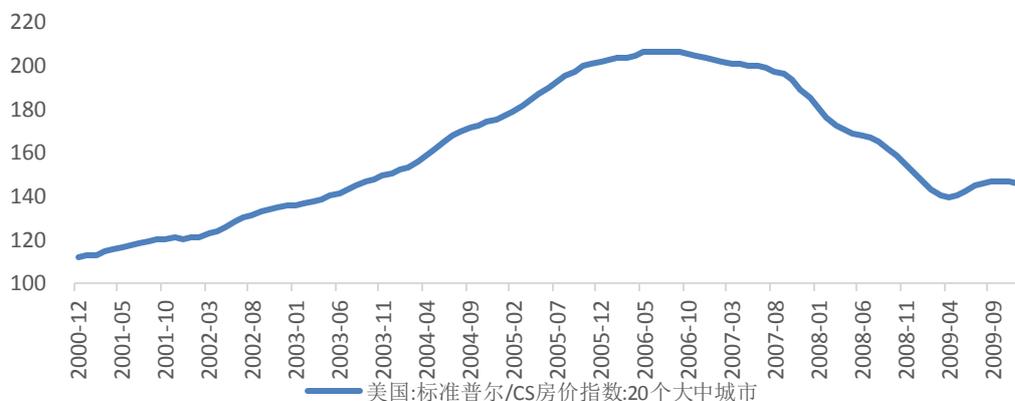
资料来源：财信证券，WIND

图3：全球资本市场“黄金5年”



资料来源：财信证券，WIND

图4：标准普尔/CS 20个大中城市房价指数（点）



资料来源：财信证券，WIND

## 2 次贷危机爆发前的宏观政策背景

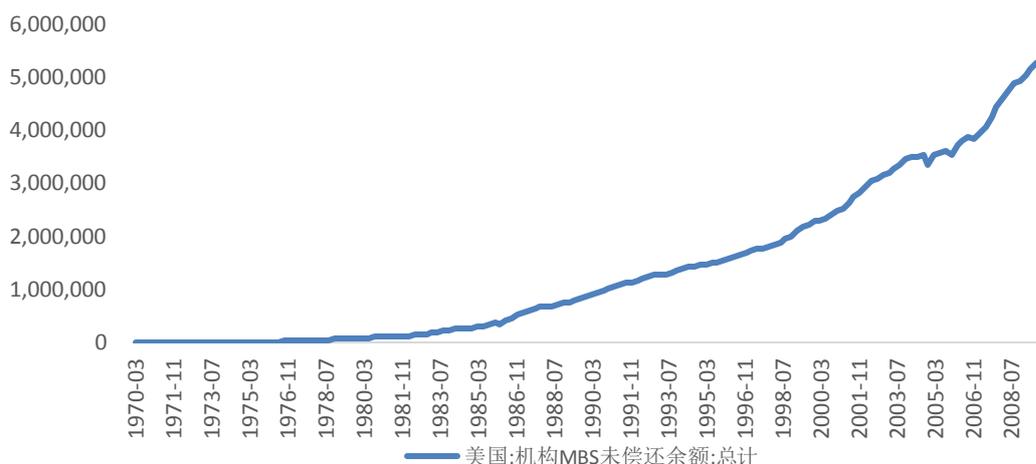
### 2.1 金融自由化——次级债市场扇动蝴蝶的翅膀，金融自由化促进危机传播

大萧条之后，罗斯福奉行了凯恩斯主义，使美国经济重新焕发了新机，凯恩斯主义开始逐渐盛行。根据凯恩斯主义，高通胀和经济衰退不可能并行，但 20 世纪 70 年代，全球经济陷入大滞涨时代，凯恩斯主义受到挑战，货币学派、供给学派等新自由主义思潮渐起。加上技术进步和市场竞争环境的变化，放松金融监管具备理论基础、技术条件和现实需要，掀起一轮金融自由化浪潮。金融自由化浪潮中，政府开始放松管制，鼓励创新，推行金融自由化。美国在 20 世纪 70 年代开始推行金融自由化，包括利率自由化、金融服务贸易自由化、金融机构混业化。1999 年美国国会通过《金融现代化服务法案》，取消了《格拉斯-斯蒂格尔法》中关于金融业的跨州经营和分业经营的限制，美国正式走上金融综合经营的道路。该法案奠定了美国金融自由化的制度基础，成为美国金融法律发展的一个重要里程碑，标志着美国金融自由化改革的基本结束。金融自由化浪潮促进了金融创新的快速发展，次贷危机爆发之前，金融衍生品市场蓬勃发展，次级债市场的崩盘只是扇动了蝴蝶的翅膀。

### 2.2 金融衍生工具蓬勃发展——局部危机衍化为金融风暴

与金融自由化浪潮相伴相生的是金融衍生工具蓬勃发展，上世纪 70 年代到 80 年代初美国先后推出了外汇期货、利率期货、股指期货、期权，在场内金融衍生品快速发展的同时，场外衍生品市场也蓬勃发展。譬如房屋贷款抵押支持证券(MBS)，起步于 1970 年，1970 年 1 季度规模为 1500 万美元，随后呈指数型增长态势，到 2007 年底，规模已高达 4.46 万亿美元。除了 MBS 外，信用违约互换(CDS)、担保债务凭证(CDO)，以及更复杂的合成担保债务凭证(CDO)也均是金融衍生品“生产线”上的重要产品。一个房价四年多涨 70% 的房地产泡沫的破灭，在全球经济蓬勃发展的背景下，最终能够衍化为全球金融风暴，金融衍生工具的过度运用和扩张“功不可没”。

图5: 美国 MBS 未偿还余额 (百万美元)



资料来源: 财信证券, WIND

### 2.3 美国“居者有其屋计划”——助推房地产泡沫

美国住房自有率不高, 从上世纪 90 年代起, 提高住房自有率成为政策目标。1990 年美国颁布了《国民可支付住房法》。1995 年, 克林顿总统提出国民住房自有战略, 目标到 2000 年将住房自有率达到 67.5% 的历史最高水平。在经历科网泡沫和 911 事件的冲击之后, 2002 年美国小布什总统号召扩大住房自有, 政府的目标是在 2010 年前将少数族裔的住房拥有者增至 550 万户。2003 年 12 月 16 日, 小布什总统签署了《美国梦首付款法案》, 降低中低收入者家庭购房首付比例与贷款利率, 并要求房地美与房利美等与政府有关的金融机构购买更多中低收入者的住房抵押贷款。在次贷危机爆发之前, 美国房地产市场乱象横生, 低首付为基准情形, 零首付也屡见不鲜, 与此同时收入造假、按揭贷款金额超出房屋市值的现象在金融衍生工具的包装之下也被视为不见。

图6: 美国住房自有率 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

## 2.4 导致危机恶化的金融衍生品解析

**次级按揭贷款 (subprime mortgage loan)。**次级按揭贷款不属于金融衍生品,它是打包为金融工具的基础资产,是金融衍生品工具“生产线”上的原材料。美国住房抵押贷款根据发放对象信用资质从高到低分为三类,分别是优先级贷款、“Alt—A”贷款和次级贷款。次级抵押贷款发放对象指向低收入、少数族群、受教育水平低、金融知识匮乏的家庭和个人发放的住房抵押贷款。次级贷款在初期占按揭贷款的比重不高,后期随着房地产市场的持续火爆和金融机构的逐利,次贷占比逐步上升到 20% 以上。

**资产支持证券 (ABS) 和房屋贷款抵押支持证券 (MBS)。**资产支持证券 (ABS) 是由受托机构发行的、代表特定目的信托的信托受益权份额。受托机构以信托财产为限向投资机构承担支付资产支持证券收益的义务。其支付基本来源于支持证券的资产池产生的现金流。资产支持证券 (ABS) 的基础资产初期主要为住房抵押贷款,而后扩展至其它能形成稳定现金流的资产。房屋贷款抵押支持证券 (MBS) 是和 ABS 比较接近,其基础资产为房屋按揭贷款,流程为按揭公司和金融机构把众多按揭贷款组成贷款池,然后打包证券化发行。

**信用违约互换 (CDS)。**信用违约互换 (CDS) 是在一定期限内,买卖双方就指定的信用事件进行风险转换的一个违约保险合同。在信用违约互换交易中,违约互换购买者将定期向违约互换出售者支付一定费用(称为信用违约互换点差),而一旦出现信用类事件(主要指债券主体无法偿付),违约互换购买者将有权利将债券以面值递送给违约互换出售者,从而有效规避信用风险。

**担保债务凭证 (CDO)。**担保债务凭证 (CDO) 是以某种证券池为基础,基于各种资产证券化技术,对证券池资产进行结构重组,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。证券池可以是债券、贷款,也可以是 ABS、MBS、上一级 CDO,还可以是 CDS,前者主要为传统 CDO,后者可以生产出高度复杂的合成 CDO (synthetic CDO),形成一个非常庞大且复杂的资产支持结构。合成 CDO 是建立在 CDS 的基础上,不涉及所有权转让,合成 CDS 的分层大概分为三类:超级优先级、优先级和劣后级,超级优先级享有 A 级或 A 级以上评级,同时名称看似非常安全,但在次贷危机中,这些超级优先级合成 CDO 头寸使全球最大的保险公司 AIG 损失惨重,濒临破产,不少人认为合成 CDO 是导致全球金融危机的罪魁祸首。

## 3 危机的酝酿、爆发和传导

### 3.1 危机的酝酿

2004 年 6 月美联储开启了一轮新的加息周期,直到 2006 年 6 月,联邦目标基金利率由 1% 经历了连续 17 次上调之后达到 5.25%。此轮加息周期节奏较快,但幅度较缓,每

次均为 25 个基点，相对温和的加息幅度并未对资本市场和房价造成影响。在房屋贷款抵押支持证券（MBS）创造方面，2004 年-2005 年创造速度有所减缓，但这并非加息所致，而是与两房（房地美、房利美）当时陷入会计造假丑闻有关。但连续加息之后，其累积影响于 2006 年下半年开始显现，标准普尔/CS 20 个大中城市房价指数在经历连续 55 个月环比正增长之后，于 2006 年 8 月开始步入环比负增长，初期跌幅不大，到 2007 年 8 月跌幅仅 4.43%。

长达 55 个月的房价上涨周期，除了出现房地产泡沫外，政策的驱动和利益的驱使，购房者资信构成也出现明显恶化，在 2003 年次级贷仅占总房贷的比重为 8%，到 2005 年已经高达 20%。而为了获得市场份额，金融机构不断放松贷款标准，譬如美国最大的住房抵押贷款发放商全美金融公司（Countrywide）2004 年将贷款人的最低首付比例由 20% 下调至 10%，在 2005 年进一步下调至 5%，FICO 分数也下调至仅需 620 分。在业务层面，甚至出现零首付、收入造假、取得比房价更高的按揭贷款等混乱现象，房价长时间上涨使得房地产市场出现了较大程度的扭曲。体现在宏观数据上，可以看到这一轮房价上涨周期中，居民部门加杠杆提速。在 2000 年初，美国居民部门杠杆率不到 70%，到 2007 年末上升到 99.8%。

图7：美国居民部门杠杆率（%）

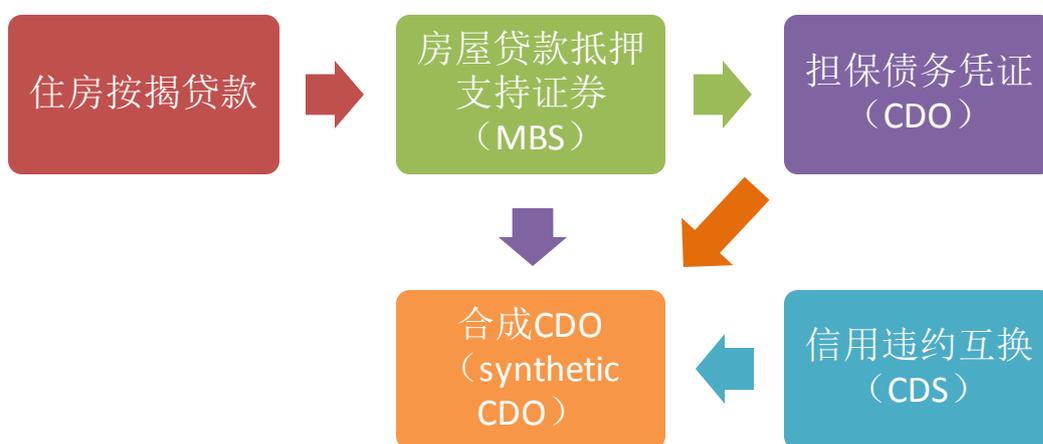


资料来源：财信证券，WIND

另外，在房价上涨周期高收益、低风险的诱惑下，衍生品市场疯狂扩张。在金融自由化的背景下，金融衍生品的创造就像一条流水线，住房抵押贷款就是流水线上的原材料，它的增加为流水线作业提供了源源不断的原材料，而整个流水线作业的过程就是一轮金融机构加杠杆的过程。金融衍生品的具体生产流程为房贷公司和商业银行把按揭贷款作为底层资产打包为房屋贷款抵押支持证券（MBS）提前回笼资金；投资银行在收购 MBS 之后，将 MBS 和其它资产支持证券（ABS）进行资产剥离、重组和分层，增强信用，设计成包含高级、夹层和低级三个级别的担保债务凭证（CDO），经过评级公司评级之后出

售给保险公司、养老基金、对冲基金、其他机构以及私人大户投资者等广大群体；为了对冲违约风险，CDO 发行者买入信用违约互换(CDS)，保险机构则是信用违约互换(CDS)的卖出方，承担相应风险；传统 CDO 产品涉及所有权转移，合成 CDO 产品则不发生所有权转移，发起人通过 CDS 将风险转移给 SPV。因合成 CDO 不涉及所有权转移，理论上只要有市场需求，就可以无限创造。2004 年 7 月至 2007 年 5 月，高盛累计发行了 47 支合成 CDO，总计 660 亿美元，在高盛发行的合成 CDO 中，一共有 3408 支标的的抵押贷款证券，其中有 610 支被“标的”了两次，也就是出现在两支不同的合成 CDO 中，甚至有一支被标的了 9 次<sup>1</sup>。据美国有线电视新闻网(CNN)报导，在整个 2006 年，美国次级贷款高达 6400 亿美元，约为 3 年前的两倍，次贷占到了美国全国房贷市场总规模的 20%，金融公司、对冲基金手中以次贷抵押的债券总值达到了 1 万亿美元。

图8：金融衍生品生产线



资料来源：财信证券研发中心整理

## 3.2 危机的爆发和传导

### 3.2.1 次贷市场率先崩盘

在加息周期结束后，2006 年 8 月房价开始步入环比负增长，2006 年末，美国房贷拖欠率有所上行。但房价初期跌幅并不大，到 2007 年 8 月跌幅仅 4.43%，房贷拖欠率上行幅度也不高。但此时有部分金融机构开始意识到美国房地产泡沫和次贷高风险，譬如高盛从 2006 年底开始着手抛售抵押贷款相关资产，对于一些难以出手的资产，包装成 CDS 产品出手是高盛的重要手段，在 2006 年底之后的几个月高盛创造并出售了 250 多亿美元 CDO，其中 170 多亿是合成 CDO，而高盛是这些合成 CDO 的对手方，即付保费但收理赔的一方。

<sup>1</sup>数据引用网文《金融危机回忆录——精明的高盛和它的合成 CDO》

高盛的抛售行为，次贷市场的风险暴露开始加剧，ABX（次级房屋贷款债券价格综合指数）大跌，住房抵押贷款的报价大跌，导致那些按市值计价的机构不得不计入一笔损失，被动缴纳更多的抵押品，投资者逐渐对市场失去信心。2007年2月，汇丰控股(HSBC)为其美国附属机构的次贷业务增加18亿美元坏账拨备。2007年3月，贝尔斯登旗下的两家持有次贷CDO的对冲基金遭到挤兑。2007年4月，美国第二大次贷公司新世纪金融公司(New Century Financial Corporation)申请破产保护。

### 3.2.2 资产支持商业票据(ABCP)市场的崩溃

CDO、MBS、ABS等资产证券化产品一直依赖资产支持商业票据(ABCP)提供短期融资，资产支持商业票据为金融衍生品提供了血液。ABCP是以应收账款、应收票据等信用资产为抵押的具有资产证券化性质的商业票据，ABCP被认为是高流动性、极低风险、短期限的类货币市场工具，2004年之后ABCP市场加速发展，到2007年7月其市场规模达到1.2万亿美元，但其有数千亿美元是以次贷为底层资产。2007年7月，次贷市场崩盘之火烧向了ABCP市场，恐慌情绪蔓延，ABCP市场快速萎缩，从2007年7月底到2007年年末，ABCP市场规模由1.2万亿美元骤降至7700亿美元，很多公司无法继续通过ABCP融资，德国IKB银行是ABCP崩溃中倒下的第一家银行。

图9：资产支持商业票据(ABCP)市场的崩溃(百万美元)



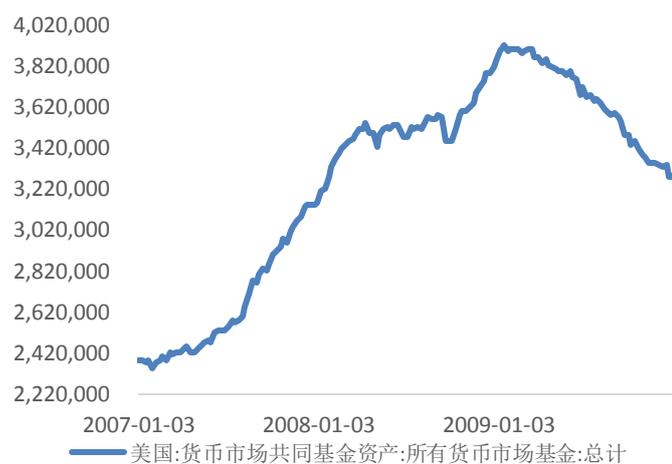
资料来源：财信证券，WIND

### 3.2.3 货币市场被广泛冲击

货币市场是全球美元的动脉，货币市场基金(MMF)是指投资于货币市场上短期(一年以内，平均期限120天)有价证券的一种投资基金，主要投资对象为短期货币工具如国库券、商业票据、银行定期存单、银行承兑汇票、政府短期债券、企业债券等短期有价

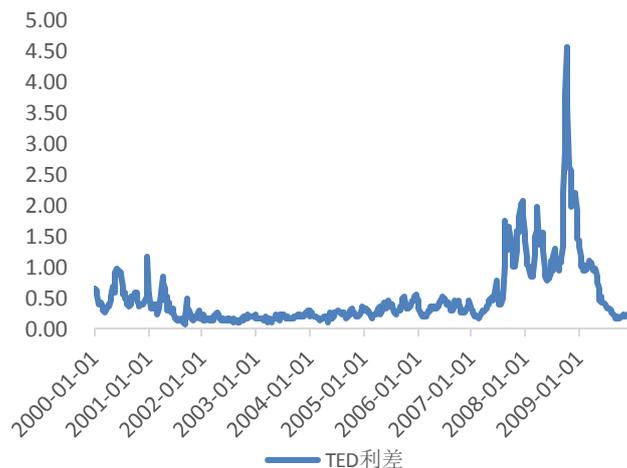
证券，是美国货币市场最重要的买家。2007年3月TED利差开始走阔，2007年8月之后快速抬升，并保持高位运行，说明流动性情况趋紧，次贷危机不再仅仅局限于次贷市场和ABCP市场，大火开始烧向整个货币市场和整个金融行业。在规模方面，2008年货币市场基金规模停滞不前，2009年甚至出现大幅下滑。危机沿着次级贷款—CDO—ABCP—货币市场的方向衍化，每一层衍化的过程都伴随着危机加剧，以及金融机构的巨额亏损，甚至坍塌。

图10: 货币市场基金 (MMF) 受到冲击(百万美元)



资料来源: 财信证券, WIND

图11: TED利差 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

### 3.3 次贷危机事件脉络

#### 3.3.1 第一阶段 (2006 年底-2007 年 7 月): 危机集中于次级债相关市场

随着 2006 年 8 月房价下跌, 2006 年底高盛开始着手抛售抵押贷款相关资产, 并做空 ABX (次级房屋贷款债券价格综合指数)。2007 年 2 月汇丰控股 (HSBC) 为其美国附属机构的次贷业务增加 18 亿美元坏账拨备, 次级债市场拉响警报。2007 年 4 月美国第二大次贷公司新世纪金融公司 (New Century Financial Corporation) 申请破产保护, 2007 年初到 2007 年 4 月, 共有 30 余家按揭贷款公司倒闭。2007 年 7 月, 贝尔斯登旗下两只对冲基金净值几乎清零。危机的初期, 主要集中于次级债相关市场, 危机的爆发也呈碎片化态势, 并未引起足够的重视, 股票市场迭创新高。

#### 3.3.2 第二阶段 (2007 年 8 月-2008 年 8 月): 次贷问题被正视, 全球央行联手救市

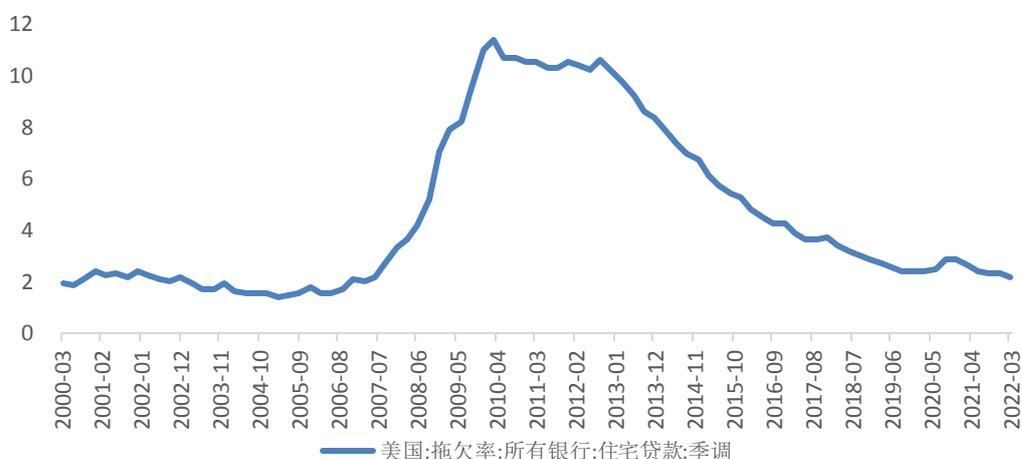
2007 年 8 月, 法国巴黎银行曝出巨额次债损失, 市场认识到全球银行出现问题, 资本市场大跌。2007 年 8 月 17 日美国调低贴现率 50 个基点救市, 市场信心恢复, 再度回到牛市轨道, 上涨持续到 10 月底, 创出新高。10 月之后, 更多的金融机构曝出巨额亏损,

与此同时楼市数据全面恶化，违约率攀升，市场再度大跌。次贷问题被正视，全球央行联手救市，美联储快速降息，从2008年1月-4月，共降息4次，由4.25%降至2%。4月份之后虽仍陆续由金融机构爆出巨额亏损，市场也有所反复，但二季度美国经济重新回到正增长，市场普遍认为危机冲击最大的时刻已经过去，但更大的风暴却正在临近。

### 3.3.3 第三阶段（2008年9月-2009年3月）：从大崩溃到“直升机撒钱”

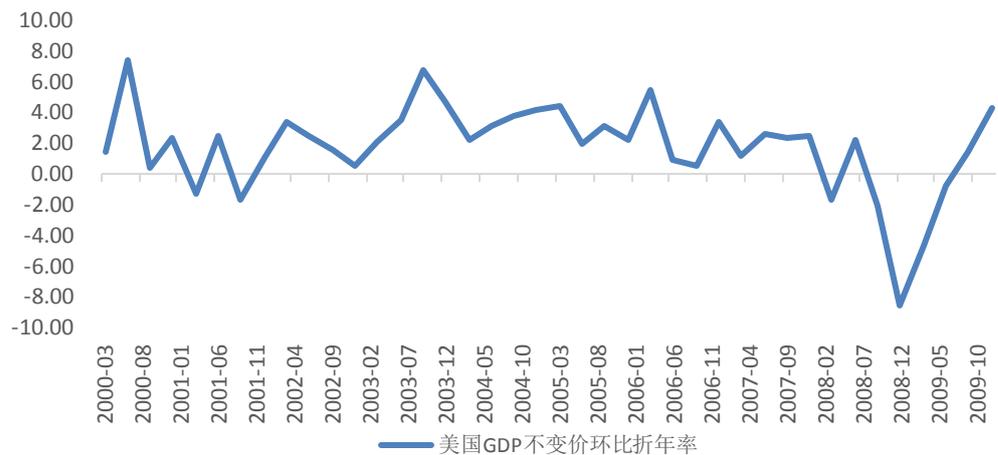
2008年9月，美国第四大投行百年老店雷曼兄弟破产触发了大崩溃，接下来的半年多时间，道琼斯工业指数从最高的11700多点大跌至6470点，接近腰斩。与此同时失业率上行，住宅贷款违约率快速攀升，经济陷入深度衰退，2008年四季度美国经济环比增速为-8.5%。2008年10月，美国国会通过7000亿救市计划。11月25日，美联储首次公布将购买机构债和MBS，标志着首轮量化宽松（QE）政策的开始。2009年3月，“直升机撒钱”模式实施，2009年3月至2010年3月，平均每月逾1,000亿美元，主要用于购买1.25万亿美元的抵押贷款支持证券(MBS)、3000亿美元美国国债以及1750亿美元的机构证券(Agency MBS)。随后经济回落幅度趋缓，并逐步复苏，次贷危机始于次贷、终于QE。

图12：住宅贷款拖欠率（%）



资料来源：财信证券，WIND

图13: 美国 GDP 环比变化 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

表 1: 次贷危机事件表

时间	事件
2006 年底	高盛开始着手抛售抵押贷款相关资产, 并做空 ABX 指数
2007 年 1 月	汇丰控股发出可能大幅增加拨备的警告
2007 年 2 月	汇丰控股 (HSBC) 为其美国附属机构的次贷业务增加 18 亿美元坏账拨备
2007 年 4 月	美国第二大次贷公司新世纪金融公司 (New Century Financial Corporation) 申请破产保护
2007 年 7 月	1、标普降低次级抵押贷款债券评级; 2、贝尔斯登旗下两只对冲基金净值几乎清零
2007 年 8 月	1、大批次贷机构倒闭; 2、法国巴黎银行曝出巨额次债损失, 市场认识到全球银行出现问题, 资本市场大跌; 3、8 月 17 日美国调低贴现率 50 个基点, 股市上涨, 并于 2007 年 10 月创出新高
2007 年 9 月	英国第五大银行北岩银行遭遇挤兑
2007 年 10 月	1、野村证券宣布三季度亏损, 美林公布第三季度亏损 79 亿美元; 2、瑞银报告称受美国次级住房抵押贷款市场危机影响, 亏损额超过 40 亿
2007 年 11 月	美国楼市指标全面恶化, 全球市场再度大跌
2007 年 12 月	多国央行联手救市, 股市震荡
2008 年 1 月	1、按揭贷款违约率上升, 经济数据下滑, 股市大跌; 2、美联储 1 月 22 日降息 75 个基点, 1 月 30 日降息 50 个基点
2008 年 2 月	1、英国决定将诺森罗克银行收归国有; 2、德国宣布州立银行陷入次贷危机; 3、伯南克声称即使通胀加速也要降息
2008 年 3 月	1、美国官方首次预测经济衰退; 2、美联储决定让纽约联邦储备银行通过摩根大通向贝尔斯登提供应急资金, 摩根大通同意以 2.4 亿美元收购贝尔斯登; 3、美联储再度降息 75 个基点, 英国央行、瑞士央行向欧洲货币市场注资
2008 年 4 月	1、股市反弹; 2、高盛 CEO 称次贷危机可能已接近尾声; 3、日本瑞穗证券预估 2007 年度次级抵押贷款相关交易损失 4000 亿日元 (折合 39 亿美元)、美林一季度净亏损 19.6 亿美元、花旗银行宣布一季度净亏损 51.1 亿美元、东京三菱日联金融集团预计, 该集团在次级贷上相关损失 950 亿日元 (折合 9.21 亿美元)、德意志银行宣布 5 年来首次出现净亏损

2008年5月	1、英国央行金融稳定报告指出，次贷亏损可能只有1700亿美元；美国财长保尔森认为信贷危机已过半；非农就业人数好于预期；白宫认为美国经济并未出现衰退信号；IMF指出全球经济最坏时刻已经过去；高盛预测美国房地产市场离底部已经不远；2、房利美一季度亏损21.9亿美元；瑞银一季度亏损109.9亿美元；美国国际集团连续两个季度亏损；
2008年6月	1、雷曼兄弟预计季度亏损28亿美元；2、经济数据不佳，高盛承认观点过于乐观
2008年7月	美国第二大抵押贷款银行倒闭；美国第四大银行美联银行二季度亏损近90亿；
2008年8月	股市震荡反弹，房利美、房地美被接管
2008年9月	大崩溃：雷曼破产、美林证券出售给美国银行、AIG被美国政府接管、美国监管机构接手美最大储蓄银行华盛顿互惠银行、美联储批准高盛、摩根士丹利实施业务转型、美众议院否决了7000亿救市方案
2008年10月	7000亿救市计划通过、各国央行接连降息
2008年11月	G20共同探讨应对金融危机
2009年3月	QE正式实施，美股见底，经济下滑幅度减缓

资料来源：财信证券，WIND

## 4 从国际收支视角看次贷危机

在《历史回溯——金融危机系列研究》的前两篇，拉美债务危机和亚洲金融危机本质上都是国际收支危机，显然次贷危机并不属于国际收支危机范畴。次贷危机是一场房地产泡沫下，因金融自由化导致的危机，但其最终能够衍化成为一场百年一遇的金融危机，从事前看始料未及，即便事后来看，危机冲击之大、扩散范围之广也是令人叹为观止。本节我们试图从国际收支的视角去考察能否在国际收支上找到这场百年一遇的金融危机的蛛丝马迹。

**全球失衡。**从国际收支视角，核心在于全球失衡，全球失衡从外部视角来看，主要体现在各国商品、服务的贸易流和资本、劳动形成的收入流的不平衡。在不发生危机之前，全球失衡并非坏事，生产国或顺差国获得了市场，带动经济发展；消费国或逆差国享受了廉价的商品。全球失衡能否维系取决于逆差国的融资能力和顺差国的资金融出意愿，无论是内部因素还是外部因素，一旦逆差国的融资能力减弱，或顺差国的资金融出意愿减弱，就容易爆发债务危机。

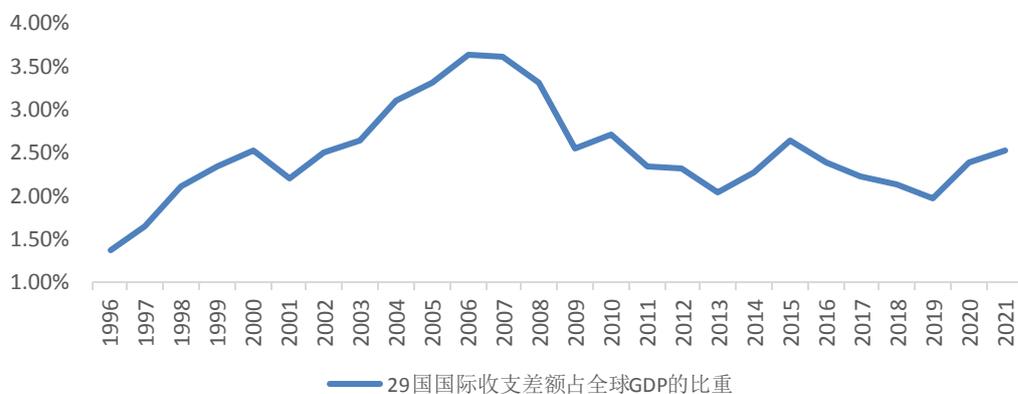
**金融危机前失衡加剧。**从图14可见，在金融危机爆发前，全球失衡的现象已持续较长时间，失衡现象加剧。统计国际货币基金组织公布的国际收支数据，从1996年到2006年29国国际收支差额占全球GDP的比重呈上行态势，最高达到3.64%。在国别分布上，顺差国主要是集中在亚、欧地区，其中亚洲主要是东亚地区，譬如中、日、韩，欧洲的主要代表是德国，另外一些资源国也呈贸易顺差的态势。而逆差国主要是美国，占绝大部分，1996年美国贸易逆差在29国中占比为46%，2003年为84%，随后几年也维持高位，另外2006年美国经常项目差额占其GDP的比重高达5.91%（图16）。英国等国逆差在绝对数额上也相对较高，但远小于美国。因此全球国际收支存在顺差国比较分散，而逆差国非常集中的现象，金融危机前全球失衡呈加剧态势。

**金融危机后再平衡。**金融危机爆发之后，上述数据快速回落，29国国际收支差额占GDP的比重回落至2%点多的水平，美国逆差在逆差国的占比最低回落到不到40%，占其GDP的比例也回落到接近2%的水平，全球经济出现再平衡。

从上述数据可以发现两点，一是金融危机的爆发表明全球失衡并非没有边际：因美元是全球主要储备货币的地位，次贷危机虽然不是一场国际收支危机，但全球经济在次贷危机前后很明显经历了一轮失衡——失衡加剧——再平衡的过程。说明尽管作为核心储备货币国家爆发国际收支危机的概率太低，但是全球失衡存在边际。二是主要逆差国在失衡背景下爆发的危机容易形成全球性的经济危机。次贷危机所造成的影响在百年中仅次于大萧条，这是全球经济从失衡到再平衡所需要经历的痛苦。

**当前全球失衡情况。**次贷危机之后，全球经济失衡的情况明显得到改善。但2019年疫情为一个转折点，疫情爆发后全球失衡的现象有所加剧，数据回升至2000年和2015年的小峰值水平（2001年和2006年美国经济增长回落），但远低于2006年。美国在29国中贸易逆差占比在2021年上升至77.42%，同时美国贸易逆差占GDP的比重也快速上升，占比的快速上升依旧来自于疫后三年。总体来看，疫情爆发后全球失衡的情况有所加剧，但还不算特别严重，失衡加剧意味着经济衰退的概率加大，但离全球性大型金融危机的水平还有差距，是否发生比较大的危机取决于未来的衍化。

图14: 29国国际收支差额占全球GDP的比重 (%)



资料来源：财信证券，WIND

图15: 美国在 29 国中贸易逆差占比 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

图16: 美国经常项目差额占 GDP 比重 (%)



资料来源: 财信证券, WIND

## 5 次贷危机后发生的变化

### 5.1 加强监管

金融自由化是次贷危机愈演愈烈的原因之一，次贷危机暴露了金融监管体系存在巨大的问题，加强监管成为共识。次贷危机爆发后，美国财政部在 2008 年 3 月推出《现代金融监管结构蓝皮书》，2009 年 3 月 26 日，美国政府公布了《金融监管改革框架》；2009 年 6 月 17 日，美国政府公布金融改革白皮书《金融监管改革：新基础》，进一步强化美联储的监管职能，使其成为美国金融市场的“超级监管者”；2010 年 7 月 21 日，奥巴马正式签署《多德—弗兰克华尔街改革与消费者保护法案》，标志着美国政府开始了自“大萧条”以来最严厉的全面金融监管改革，其中最引人注目的内容是旨在严格限制商业银行高风险投机行为的“沃尔克规则”；2013 年 12 月 10 日，美国五大金融监管机构经过表决，通过了沃尔克规则的最终版本，沃尔克规则正式落地，并于 2014 年 4 月 1 日正式生效<sup>2</sup>。另外在全球层面，2010 年 9 月 12 日巴塞尔委员会颁布了巴塞尔 III，各国积极推进。

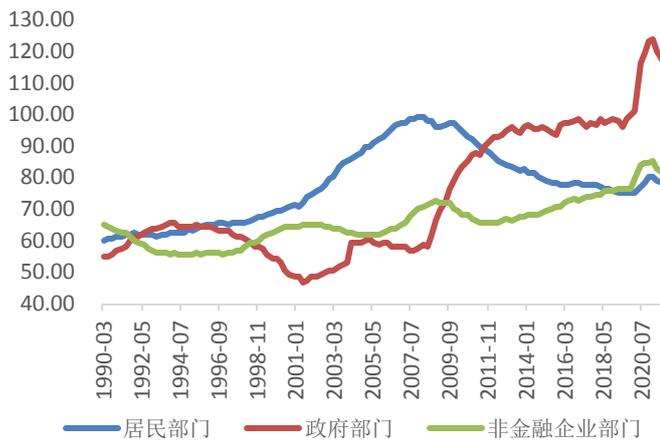
### 5.2 杠杆转移

金融危机之后美国非金融部门总杠杆率未发生太大的变化，2007 年底杠杆率为约 230%，疫情前的 2018 年底为 250.8%，疫情后杠杆率于去年底上升至 280.8%，金融危机爆发后美国并没有实现去杠杆。但在杠杆构成上则发生了较大的改变，居民部门实现了杠杆率的下降(与资本市场上涨有一定的关系)，由危机前的接近 100%下降到目前的 78%，而政府部门的杠杆则明显上升，非金融企业部门杠杆也有所上行，但上行幅度不大，说明危机前后美国实现了杠杆的转移，政府部门杠杆是当前美国非金融部门杠杆的主要构成。

2 巴曙松、朱元倩、金玲玲《巴塞尔 III 与金融监管大变革》

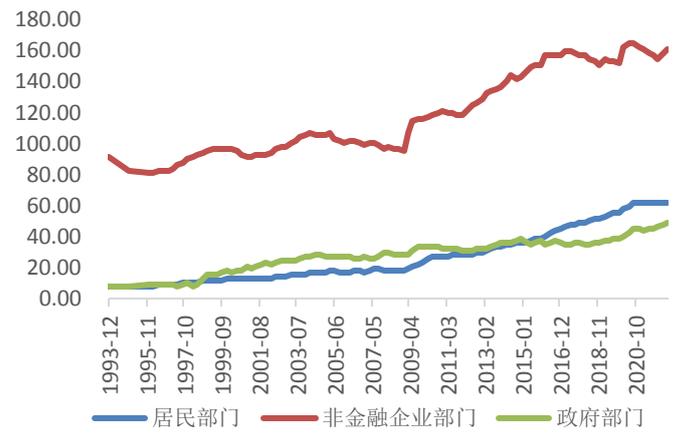
对比美国，中国在全球金融危机之后则出现了一个各部门全面加杠杆的过程。2007年底，中国居民部门、非金融企业部门、政府部门杠杆率分别为 18.8%、96.10%、30.10%，实体经济部门总杠杆率为 145%。而到 2022 年 2 季度，上述杠杆率分别上升至 62.3%、161.30%、49.5%，实体经济部门总杠杆率上升至 273.1%。其中居民部门和政府部门杠杆率低于美国，非金融企业部门杠杆率则高于美国，不过非金融企业部门杠杆率过高主要是纳入了地方政府融资平台数据所致。

图 17: 美国各部门杠杆率 (%)



资料来源：财信证券，WIND

图 18: 中国各部门杠杆率 (%)



资料来源：财信证券，WIND

### 5.3 全球再平衡

关于全球再平衡在前一章节已经阐述，次贷危机之后，全球经济失衡的情况明显得到改善。2019 年疫情爆发，全球失衡的现象又有所加剧，不过整体情况好于次贷危机期间。

## 6 当前的几个关注点

金融监管的加强、杠杆的转移以及全球失衡的现象好于金融危机前，立足于目前时点美国再度爆发危机的概率暂时不大。但有几个点值得关注，除了前面所述的全球失衡有所恶化和政府部门杠杆率上升外，房价的大涨和通胀问题是需要面对的重大问题。

### 6.1 房地产出现泡沫化特征

**房地产价格大涨。**金融危机之后到疫情爆发之前，美联储共推行了三轮 QE，从 2012 年到 2018 年美国房价稳步上涨，标准普尔/CS 20 个大中城市房价指数涨幅为 55.7%。疫

情爆发后，美联储重启了量化宽松政策，美国房价加速上涨，短短两年多时间（2019年1月-2022年5月）房价涨幅已达49.2%，2012年到目前累计涨幅已经超过130%，远远超过CPI涨幅。

**长期房价存在向CPI收敛的现象。**我们对房价指数涨幅环比数据与CPI环比数据进行了处理，房价环比指数减去CPI环比指数得到剔除CPI的房价环比涨幅，最终以2000年1月为基期，初始值为100，得到累计涨幅值。图20可见，从2000年到次贷危机前，房价涨幅连续大于CPI涨幅，危机爆发之后，房价下跌，剔除通胀后的房价涨幅最终收敛于基期100。把房价指数换为数据期限更长的标准普尔/CS10个大中城市房价指数（图21所示），长期看房价只是略跑赢通胀，同样存在房价向通胀收敛的现象。该数据说明美国房价涨幅大多数事件会大于CPI涨幅，但长周期存在收敛于CPI的情形。

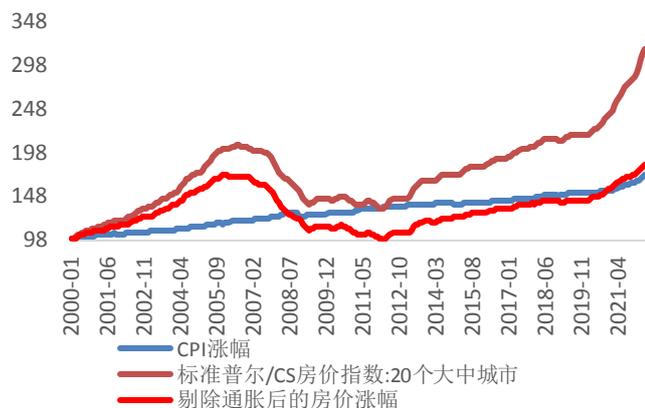
**疫后房价有泡沫化趋势。**图20到图21的后半段数据是2012年4月份之后，美国房价花了7年时间重新回到历史峰值，疫情爆发后房价加速上行，剔除通胀之后当前也小幅超过了2006年的峰值。考虑到基数效应，我们对2012年4月进行了基期重置（图22、23），即前半段数据以2000年1月为基期，后半段数据以2012年4月为基期，可以发现疫情前的数据比较温和，而疫情后的数据有泡沫化的趋势。我们把剔除值由CPI改为房租分项（图23所示），2000年-2012年，房价对房租的收敛效果更好，刚好回到基期100。另外基期重置之后，房价涨幅相比租金的超额涨幅也已经回到历史峰值，只是暂未明显超越。

图19：疫后美国房价大幅上涨（点）



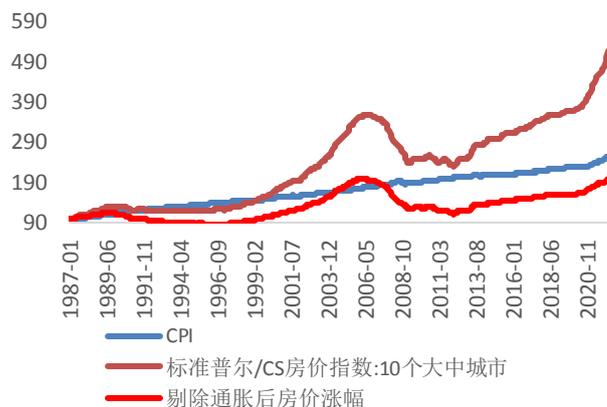
资料来源：财信证券，WIND

图20: 2000年1月为基期100, 房价与通胀涨幅对比 (点)



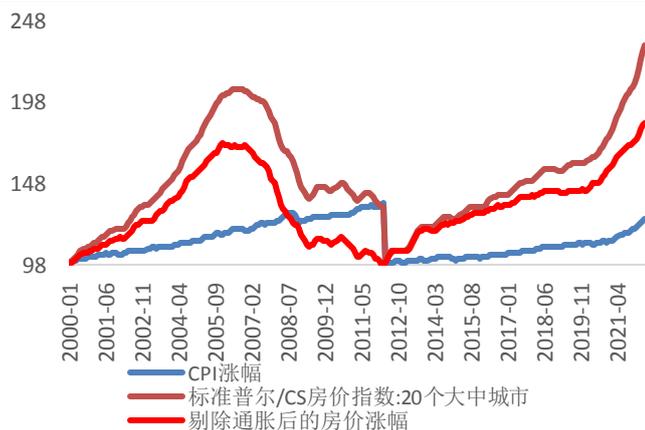
资料来源: 财信证券, WIND

图21: 1987年1月为基期100, 房价与通胀涨幅对比 (点)



资料来源: 财信证券, WIND

图22: 基期2012年4月重置后房价与通胀涨幅对比 (点)



资料来源: 财信证券, WIND

图23: 基期2012年4月重置后房价与租金涨幅对比 (点)



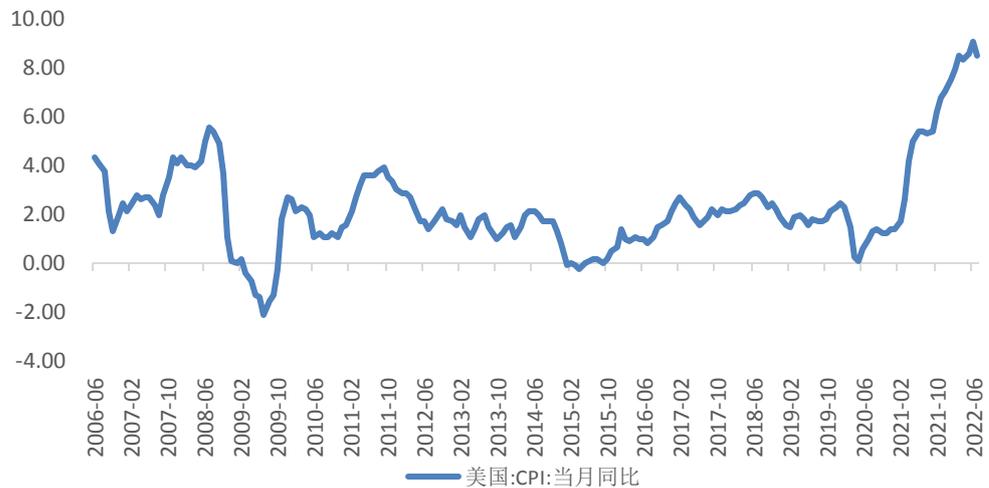
资料来源: 财信证券, WIND

## 6.2 高通胀的“灰犀牛”

通胀问题是兑现了的“灰犀牛”，1970 的大滞胀直接因素是两次石油危机，石油危机的背后是世界两大阵营对抗引发的第四次中东战争以及两伊战争，表明看供给侧因素占据主导。但货币超发，大量石油美元充斥市场的因素并不能忽视，困扰 10 余年的通胀顽疾最终是沃尔克通过激进的货币紧缩政策，以经济衰退为代价才最终走出困扰 10 余年的困局。当前的历史背景与 70 年代何其相似，货币超发有过之而无不及，由此不难理解为何 7 月份及之前的几次加息反复超出预期。70 年代的历史说明我们不能过高的估计供给侧因素，而过低估计背后货币超发因素所造成的长期影响，就像全球失衡一样，最终存在边际。以此推演未来美联储加息路径有二，一是长时间的激进式紧缩政策，以衰退，可能

是深度衰退为代价驯服通胀“野马”；二是加息到一定程度之后向市场妥协，付出轻微衰退并通胀运行中枢上行的代价。

图24：疫后通胀大幅上行（%）



资料来源：财信证券，WIND

综合来看，疫情后美国房价出现泡沫化趋势，在金融监管加强的背景下，泡沫破裂的极限值可能会提高，通过金融衍生品的传染性也会减弱。但若不加以控制，泡沫破裂最终演化为金融危机的概率还是存在的，而控制房价泡沫，需要付出代价。同样，通胀问题也是如此，我们不能过高的估计供给侧因素，而过低估计背后货币超发因素所造成的长期影响，治理通胀需要坚决。当问题已经积累比较深的时候，无论是调房价还是控通胀，都需要付出代价，参照历史预计衰退或是基本情形。所幸的是，衰退与金融危机并不等同，且发达经济体金融风险的真正爆发多数是酝酿于加息周期，兑现于降息周期，而眼下还处于加息周期当中，当前只是初具爆发危机的条件，但尚不充分，包括失衡、杠杆率、楼市泡沫、通胀等在内的风险因子后续如何衍化才是关键。

## 7 风险提示

美联储超预期紧缩、通胀继续大幅攀升、新冠疫情超预期变化、俄乌冲突超预期变化、历史推演误差。

## 投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	买入	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	增持	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	持有	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为-10%—5%
	卖出	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为-5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

## 免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财信证券股份有限公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财信证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

## 财信证券研究发展中心

网址：stock.hnchasing.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438