

## 次级债危机：损失扩大，拐点难期

- 本报告是对9月份以来次级债危机的最近进展做进一步的分析和评述。继8月份和9月份我们推出关于美国次级债危机的研究报告以来，事态的发展大体上沿着我们预期的方向发展。美国房地产市场进一步恶化，金融市场上的损失甚至超过了市场的悲观预期，对实体经济的影响也在我们预期的渠道有所表现，金融市场动荡和对实体经济的拖累也进一步波及到世界其他区域。
- 在金融市场上，房地产金融持续萎缩，金融股指数大幅震荡下行并拖累大盘，美元持续走低，连破30年来新高；主要金融机构财报亏损，华尔街高层纷纷换血。
- 在实体经济领域，住宅市场进一步下滑，就业增长明显放缓，消费面临逆转的可能性，消费者信心跌到15年来低点。
- 有三个方面对危机展开了救助。(1) 市场方面，美国三家顶级银行11月份同意设立一个规模至少为750亿美元的储备基金，以避免信贷市场崩溃，同时为资产价格的回升留出时间；(2) 中央银行方面，主要国家中央银行向金融系统注资7015亿美元（截至11月23日），同时，美联储分别在9月份和10月份连续两次降息75个基点，欧洲央行也因为次级债危机的影响，不再加息以抑制潜在通胀；(3) 政府方面，美国政府出手救助住房抵押贷款，美国众议院9月份通过了联邦住房管理局(FHA)改革法案，同意对中低收入购房者提供担保，同时，政府开始反思债券评级机构的作用，美国和欧盟已经着手就评级公司在次级债危机中所扮演的角色进行调查。
- 我们预期，对于次级债产品市场中曾经溢出的巨大利益，终究有人会买单，美国金融市场将经历一次重大洗牌，洗牌的结果大概在2年后变得清晰。
- 一次大的金融事件不会止于本身，这也正是包括美联储和美国政府的主要国家决策层所担心的。从一系列的动作来看，美国政府和美联储已经对次级债危机的严重性有充分认识，有理由认为他们将采取广泛的应对措施，以避免美国经济萧条。鉴于美国在历次危机中的表现，我们认为对实体经济走势不用过分悲观。

### 相关研究

综观美国次按危机及对我国经济和股市的影响	2007.8.17
次级债事件或使中国面临紧缩和通胀风险	2007.9.10
联储降息凸显次债严重性，人民币升值压力大	2007.9.19
联储再次行动提振预期，后续降息将受掣肘	2007.11.2

宏观经济分析师

陈勇

电话：021-23219438

Email: [chenyong@htsec.com](mailto:chenyong@htsec.com)

宏观经济分析师

于建国

电话：021-23219431

Email: [yujg@htsec.com](mailto:yujg@htsec.com)

金融行业助理分析师

范坤祥

电话：021-23219382

Email: [fankx@htsec.com](mailto:fankx@htsec.com)

---

## 目 录

---

1. 美国房地产市场恶化，金融市场继续动荡，主要金融机构损失扩大.....	3
1.1 房地产市场下滑趋势未改.....	3
1.2 金融市场持续动荡.....	3
1.3 金融机构损失扩大.....	4
2. 对实体经济的拖累开始表现.....	5
3. 对危机的救助及展望.....	5
3.1 对危机的救助.....	5
3.2 关于危机的展望：金融市场将洗牌，实体经济无需过分悲观.....	6
4. 对中国的影响.....	7
4.1 对中国金融市场的影响.....	7
4.2 对中国经济的影响.....	7

---

---

## 图目录

---

图 1 标普 500 和标普金融指数震荡下行 (2007.1.5=100) .....	3
图 2 美元汇率持续下跌 .....	4

---

## 表目录

---

表 1 次级债危机预计造成的直接损失 (以 2006 年底数据估计) .....	4
表 2 次级债危机造成主要金融巨头的损失扩大 .....	4
表 3 主要国家央行不断向金融系统注资 .....	6
表 4 中国的主要银行受次级债危机的影响 .....	7

---

本报告是对9月份以来次级债危机的最近进展做进一步的分析和评述。

继8月份和9月份我们推出关于美国次级债危机的研究报告以来，事态的发展大体上沿着我们预期的方向发展。美国房地产市场进一步恶化，金融市场上的损失甚至超过了市场的悲观预期，对实体经济的影响在我们预期的渠道有所表现，金融市场动荡和对实体经济的拖累也进一步波及到世界其他区域。

## 1. 美国房地产市场恶化，金融市场继续动荡，主要金融机构损失扩大

### 1.1 房地产市场下滑趋势未改

第一，美国房地产价格走势持续低迷。最新的数据显示，美国11月季节性波动因素调整的NAHB房价指数维持在19不变，该数据是1985年推出以来最低水平。此外，未来6个月的销售预期指数由10月的26降至25。指数低于50表明看好住宅销售前景的建筑商数量少于持悲观态度的建筑商。

第二，房屋交易量和开工量仍在下降。由于次级债危机和季节性调整，8月美国单家庭住房交易量下降到了550万套，环比下降4.3%，相对去年同期631万套，同比下降12.8%，这也是自2002年8月以来美国住房交易量的最低点。

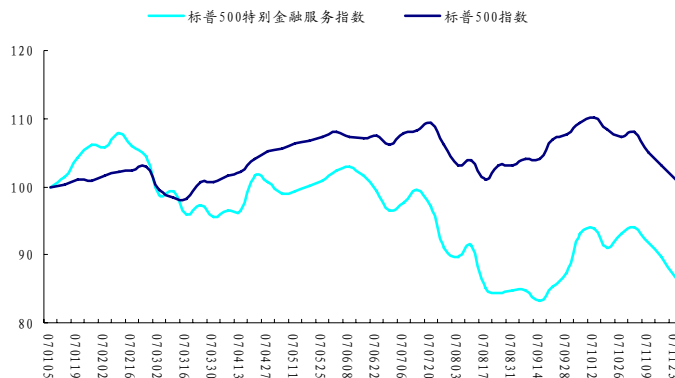
10月营建许可年率则降至117.8万套，低于专家预期的120万套，为14年来的最低水平。未经季节调整的10月房屋实际开工数为110.4万套，营建许可为103.2万套。10月新屋开工数比9月的119.1万户降低3.1%。

### 1.2 金融市场持续动荡

证券市场上，受次级债危机的影响，美国股市经历大幅调整。2007年11月12日以后持续下行，至11月23日累计下跌8.3%。其中金融股的下跌更为严重，据统计，标准普尔500指数中的金融股全体第三季度的收益下滑了22%，是10个行业中表现最差的。

截至11月23日，2007年标普金融指数相对标普500指数下跌15%，如图1，金融股的震荡走低显然拖累了大盘走势。

图1 标普500和标普金融指数震荡下行 (2007.1.5=100)

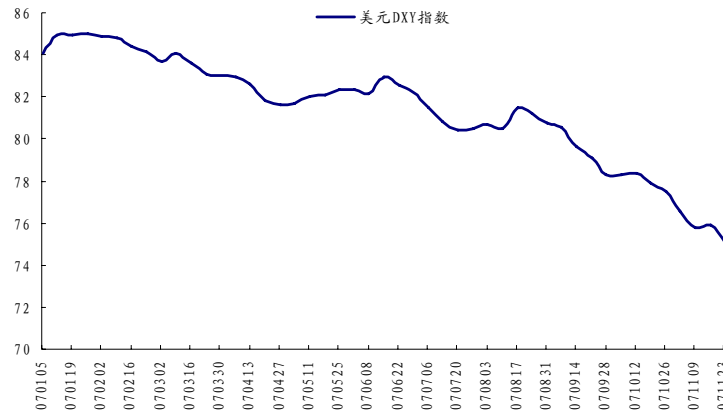


资料来源：Bloomberg，海通证券研究所。

另一方面，受美联储降息和美国经济悲观预期的影响，美元持续走低，如图2，美

元加权指数连续冲破 30 年来低点。

图 2 美元汇率持续下跌



资料来源: Bloomberg,海通证券研究所.

### 1.3 金融机构损失扩大

在 9 月份的报告中,我们估计了次级债危机的直接损失,如表 1。

表 1 次级债危机预计造成的直接损失(以 2006 年底数据估计)

金融产品	损失估计	参考数据
次级抵押贷款	1400-2300 亿美元 (次级抵押贷款余额 16700 亿美元; 违约率和严重违约率分别为 8%和 14%)	
次级债券		次级抵押债券的发行规模为 5100 亿美元
次级债衍生品		全球信用衍生品规模 344228 亿美元

资料来源: 海通证券研究所.

9 月份以后,这些损失相继在主要金融机构的报告中体现,如表 2。我们预计损失会进一步扩大。

表 2 次级债危机造成主要金融巨头的损失扩大

区域	金融机构	现有损失描述
北美	花旗银行	董事长兼首席执行官查尔斯·普林斯辞职; 三季度账面亏损为 65 亿美元; 第四季度将再进行 80 亿至 110 亿美元的资产减记
北美	美林公司	CEO 斯坦·奥尼尔辞职; 三季度亏损达 84 亿美元,为该公司有史以来最大的一次季度亏损
北美	高盛公司	三季度计提 17 亿美元拨备
北美	摩根士丹利	11 月 7 日宣布,次级抵押贷款业务导致其损失额达到了 37 亿美元
北美	摩根大通	第三季度其价值 68 亿美元的担保债权凭证和未售仓位蒙受了 3.39 亿美元的资本减记。
北美	美洲银行	11 月 17 日核销 30 亿美元
北美	贝尔斯登银行	11 月 14 日公告核销 12 亿美元坏账
北美	Countrywide Financial	季报损失 12 亿美元
北美	房贷美(Freddie Mac)	第三季亏损 20 亿美元

北美	Wachovia (美国第四大银行)	10月在抵押贷款证券方面亏损约11亿美元
北美	帝国商业银行	11月10日宣布计提7.53亿加元坏账准备
欧洲	HSBC	11月14日公布34亿美元坏账来自次级贷款
欧洲	Credit Suisse	11月1日计提将近10亿英镑拨备
欧洲	全球第一大再保险公司 Swiss Re	11月19日预计将会损失12亿瑞士法郎(约合10.7亿美元)损失
欧洲	巴克莱银行	旗下Barclay Capital三季度计提13亿英镑拨备
亚洲	瑞穗金融集团	上半年因次贷危机造成的损失大约为700亿日元,全年损失预计将达到1700亿日元
亚洲	野村控股	今年1月-9月的次级债相关损失1456亿日元

资料来源: 海通证券研究所。

## 2. 对实体经济的拖累开始表现

**第一, 住宅市场进一步下滑。**9月是住宅市场的分水岭。建筑商将新屋开工数减至10年来最低水平,按年率计算只有119万套;同时,仍有440万套房产待价而沽,较上年同期增长16%。这预示着持续的通货紧缩压力和更低的销售量。为了清理库存,新屋开工数可能会被迫减少到80万套。

根据联邦经济分析局(BEA)的估计,2006年美国的房地产行业 and 建筑业产出占GDP的比重约为25%,住宅市场下滑将对美国经济产生较大拖累。

**第二, 就业市场明显放慢, 消费增长可能发生逆转。**美国9月份工资的同比增幅不足1%,为2004年春天以来的最低水平。现在只有三大部门还在创造新的就业机会:政府部门、医疗/教育、休闲/接待产业。大约60%的行业都在裁员:包括金融服务业、制造业(200万份工作与房地产相关)、零售业和住宅建筑业,其中,住宅建筑业在过去的两个月中已经裁员5万多人。

住房价格创纪录的上升曾经使得美国家庭感到更为富有,并愿意花销掉更多的税后收入。没有哪个经济周期中的消费支出增长曾如此疯狂地大幅超出个人收入增长——在过去六年中,每年高出近1个百分点。自2001年末以来,美国家庭的债务/可支配收入比已从100%蹿至创纪录的136%。在这六年中,美国个人积累的债务已达到过去40年的总和。住房价格下跌和就业市场萎缩将导致这一进程正在逆转,并将进行多年的调整。11月21日公布的路透/密歇根大学11月美国消费者信心指数跌破15年来低点。

**第三, 信贷市场紧缩。**根据路透华盛顿11月5日报道,美联储公布的一项调查结果显示,大型银行在过去三个月中普遍提高几乎各种类型贷款的信贷条件,对最优惠和“非传统”住房抵押贷款采取尤为谨慎的态度。

## 3. 对危机的救助及展望

### 3.1 对危机的救助

主要表现在三个方面:

**第一, 中央银行方面,**主要国家中央银行纷纷向金融系统注资,以减少金融市场动荡带来的损失。如表2,截至11月23日,主要国家央行已经向金融市场注资约7015亿美元。

**表 3 主要国家央行不断向金融系统注资**

日期	国家	注资金额
截至 8 月 27 日	美欧日澳	5172 亿美元
8 月 29 日	美国	95 亿美元
8 月 30 日	美国	100 亿美元
11 月 15 日	美国	473 亿美元
9 月 20-10 月 11 日	英国	100 亿英镑
9 月 12 日	欧洲	750 亿欧元
合计 (截至 11 月 23 日)		7015 亿美元

资料来源：海通证券研究所整理。

另一方面，美联储分别在 9 月份和 10 月份连续两次降息 75 个基点，欧洲央行也因为次级债危机的影响，不再加息以抑制潜在通胀。

第二，**政府方面**，美国政府出手救助住房抵押贷款。美国众议院 9 月份通过了联邦住房管理局(FHA)改革法案，同意对中低收入购房者提供担保。新通过的立法扩宽了担保标准，可以令房屋拥有者在失去住房前获得再融资。根据这项名为“FHA 担保”的计划，FHA 并不向个人直接提供抵押贷款，而是给符合资格者向银行或其他贷款机构借贷时提供担保。

同时，政府开始反思次级债危机中债券评级机构的重要作用。9 月份，美国总统直接领导的金融市场工作组正对评级公司在次级债危机中所扮演的角色进行调查。美国证券业的监督机构 SEC 也已开展了数十项之多的相关调查，并通知有关公司，他们不久将开展一系列现场调查。美国国会也在 9 月份和 10 月份举行听证会，以厘清这些评级巨头在次级债危机形成的过程中到底扮演了何种角色。

欧盟委员会也表示，将重点调查信用评级机构的内部治理以及它们如何避免利益冲突等问题，相关调查预计最早也要等到 2008 年 4 月份才能完成。

第三，**市场方面**，11 月份，美国三家顶级银行（美国银行、花旗集团和摩根大通）同意设立一个规模至少为 750 亿美元的储备基金。设立基金的目的是为了避免信贷市场崩溃，同时为资产价格的回升留出时间，或者更有可能的是，它至少可以防止结构性投资载体(SIV)集体抛售所持资产。

### 3.2 关于危机的展望：金融市场将洗牌，实体经济无需过分悲观

有两个主要的次级债相关产品，包括 ARM（可调整利率抵押贷款）和 CDO（担保债务凭证），由于其技术性特点，我们无法提前准确估算当前损失及损失的拐点。

ARM 贷款不需要首付，在一个规定的期限内（通常是 2 年）享受低利率和低月供，在这个期限后，月供大幅增加（因为没有首付），由于 2006 年是该类抵押贷款发放的高峰期，预计 2008 年其风险将集中暴露。

CDO 产品是一个结构化的金融产品，它将证券化了标的产品（各类评级的住房抵押贷款）按照信用级别进行分层打包出售，这样，其风险和收益被分割，广泛分布于借款者、中间商和投资者，没有统一的二级市场可以交易，甚至连谁拥有高风险证券都不知道。

正是由于其技术性特点，随着美国住宅市场的进一步下滑，次级债基础产品——住房抵押贷款风险的暴露，次级债及其衍生产品的损失才会逐渐浮出水面，2008 年将是一

个高峰期。

高盛集团首席经济学家简·哈祖 11 月份估计，主要抵押贷款机构的次级贷款业务相关损失“粗略”估计将达 4000 亿美元，其中还没有包括以此为基础的次级债券及其衍生产品。

我们预期，对于次级债产品市场中曾经溢出的巨大利益，终究有人会买单，美国金融市场将经历一次重大洗牌，洗牌的结果大概在 2 年后变得清晰。

而且，一次大的金融风波不会止于本身，这也正是包括美联储和美国政府的主要国家决策层所担心的。从一系列的动作来看，美国政府和美联储已经对次级债危机的严重性有充分认识，有理由认为他们将采取广泛的应对措施，以避免美国经济萧条。鉴于美国在历次危机中的表现，我们认为对实体经济走势不用过分悲观。

## 4. 对中国的影 响

### 4.1 对中国金融市场的影响

第一，根据截至目前的报道，中国主要银行涉及次级债的总规模约为 118 亿美元。具体损失金额尚不清楚。

**表 4 中国的主要银行受次级债危机的影响**

银行	涉及金额
中国银行	持有美国次级债 96.5 亿美元
中国工商银行	6 月底美国次级房贷持有额 12 亿美元
中国建设银行	持 10 亿美元次级债
招商银行	危机前已获利了结

资料来源：金融界银行频道，海通证券研究所。

第二，由于美国金融市场动荡，有分析家指出中国可能成为国外资金的“避风港”。由于中国存在资本管制，我们现在还没有发现国外资金大举进入的有力证据。而且我们认为，就中国的资本管制来说，如果说是严格的，那么它不仅隔离了次级债事件的负面影响，而且也可以隔离全球资本来中国“避风”的可能性。如果资本管制并不严格，那么中国就不可能不受到次级债事件的负面影响，“避风港”一说就无从谈起。

值得指出的是，虽然全球主要的金融巨头在次级债危机中不同程度蒙受损失，但其 2004 年以来参股中国主要金融机构的获利足够弥补这些损失，虽然这些股份有一定的禁售期，我们仍需要警惕，当弥补损失“实际发生”时，中国金融市场可能面临的冲击。

### 4.2 对中国经济的影响

第一，美联储降息和美元走软增加了人民币的升值压力，也对中国的加息增加了牵制。这种效应已经在最新的事态进展中明显表现出来。

第二，美国消费下滑和经济增长趋缓可能对中国出口有抑制作用。在最新公布的 10 月份的进出口数据中，中国的出口增速连续放慢，而进口增长加速。虽然这种趋势的持续性有待观察，我们认为与次级债危机有关。

## 信息披露

### 免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

## 海通证券股份有限公司研究所

汪异明  
所长  
(021) 63411619  
wangym@htsec.com

高道德  
副所长  
(021) 63411586  
gaodd@htsec.com

吴淑琨  
所长助理  
(021) 23219439  
skwu@htsec.com

路颖  
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师  
(021) 23219403  
luying@htsec.com

江孔亮  
建筑工程行业核心分析师  
(021) 23219422  
kljiang@htsec.com

陈美凤  
计算机行业核心分析师  
(021) 23219409  
chenmf@htsec.com

叶志刚  
船舶及工程机械行业核心分析师  
(021) 23219399  
yezg@htsec.com

丁频  
农业及食品饮料行业高级分析师  
(021) 23219405  
dingpin@htsec.com

张峦  
房地产行业高级分析师  
(021) 23219402  
zhangluan@htsec.com

邓勇  
石化及基础化工行业高级分析师  
(021) 23219404  
dengyong@htsec.com

顾青  
家电行业高级分析师  
(021) 23219452  
guqing@htsec.com

联蒙珂  
通信行业及衍生产品高级分析师  
(021) 23219395  
lianmk@htsec.com

刘金  
基础化工行业高级分析师  
(021) 23219421  
liujin@htsec.com

马婴  
航空及机场行业高级分析师  
(021) 23219408  
maying@htsec.com

钮宇鸣  
港口及水运行业高级分析师  
(021) 23219420  
ymniu@htsec.com

邱春城  
电子元器件行业高级分析师  
(021) 23219413  
qiucc@htsec.com

邱志承  
金融行业高级分析师  
(021) 23219396  
qiuzc@htsec.com

詹文辉  
电力设备行业高级分析师  
(021) 23219412  
zhanwh@htsec.com

赵涛  
造纸行业高级分析师  
(021) 23219423  
zhaot@htsec.com

龙华  
铁路装备行业高级分析师  
(021) 23219411  
longh@htsec.com

刘彦奇  
钢铁行业分析师  
(021) 23219391  
liuyq@htsec.com

潘洪文  
保险行业分析师  
(021) 23219389  
panhw@htsec.com

帅虎  
房地产行业分析师  
(021) 23219401  
shuaih@htsec.com

王友红  
化学制药及生物制药行业分析师  
(021) 23219407  
wangyh@htsec.com

汪盛  
批发和零售贸易行业分析师  
(021) 23219390  
wangs@htsec.com

谢盐  
证券信托行业分析师  
(021) 23219436  
xiey@htsec.com

严平  
通信行业分析师  
(021) 23219414  
yanp@htsec.com

杨红杰  
有色金属行业分析师  
(021) 23219406  
yanghj@htsec.com

叶琳菲  
传媒行业分析师  
(021) 23219397  
yelf@htsec.com

周睿  
医药行业分析师  
(021) 23219416  
zhour@htsec.com

范坤祥  
金融行业助理分析师  
(021) 23219382  
fankx@htsec.com

李明亮  
宏观经济核心分析师  
(021) 23219434  
lml@htsec.com

陈露  
宏观经济高级分析师  
(021) 23219435  
chenl@htsec.com

陈嵘嵘  
宏观经济高级分析师  
(021) 23219433  
zrchen@htsec.com

陈勇  
宏观经济分析师  
(021) 23219438  
chenyong@htsec.com

汪辉  
宏观经济分析师  
(021) 23219432  
wanghui@htsec.com

于建国  
宏观经济分析师  
(021) 23219431  
yujg@htsec.com

陈久红  
策略高级分析师  
(021) 23219393  
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍  
策略高级分析师  
(021) 23219387  
wuyiping@htsec.com

黄泽丰  
策略分析师  
(021) 23219440  
huangzf@htsec.com

张冬云  
策略分析师  
(021) 23219442  
zhangdy@htsec.com

娄静  
基金高级分析师  
(021) 23219450  
loujing@htsec.com

胡倩  
估值高级分析师  
(021) 23219472  
huqian@htsec.com

姜金香  
估值分析师  
(021) 23219445  
jiangjx@htsec.com

雍志强  
期货高级分析师  
(021) 23219424  
zqyong@htsec.com

单开佳  
基金分析师  
(021) 23219448  
shankj@htsec.com

吴先兴  
定量分析师  
(021) 23219449  
wuxx@htsec.com

周健  
衍生产品分析师  
(021) 23219444  
zhouj@htsec.com

韩振国  
机构客户部经理 煤炭行业高级分析师  
(021) 23219400  
zghan@htsec.com

贺振华  
机构客户部副经理 高级销售经理  
(021) 23219381  
hzh@htsec.com

高溱  
销售经理  
(021) 23219386  
gaoqin@htsec.com

胡雪梅  
销售经理  
(021) 23219385  
huxm@htsec.com

黄毓  
销售经理  
(021) 23219410  
huangyu@htsec.com

季唯佳  
销售经理  
(021) 23219384  
jiwj@htsec.com

孙俊  
销售经理  
(021) 23219454  
sunj@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所  
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼  
电话: (021) 23219400  
传真: (021) 23219392  
网址: www.htsec.com