

第二轮冲击波力度会有多大

——美国潜在的信贷危机及其影响



东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论：

- **坏账率上升引发市场对美国消费信贷危机的担忧。**随着美国经济进一步衰退及失业率上升，美国消费信贷的坏账率和坏账金额也明显上升。08年前3季度，美国可循环消费信贷和非循环消费信贷的坏账损失分别达到378.6亿美元和261亿美元，比上年同期分别增长43%和51.6%。
- **中性预期下，09年的美国消费信贷的坏账规模将达到1300亿美元，比08年增长41%。**研究表明，经济增长、失业率和房价指数是消费信贷坏账率和坏账规模最主要的影响因素。基于市场目前对美国经济增长、失业率和房价指数变化的平均预期，我们估算09年的美国消费信贷的坏账规模将达到1300亿美元，比08年增长41%；在经济情形较差时，坏账规模将达到1600亿美元。
- **从资产产生的坏账规模看，消费信贷资产的坏账损失规模并不比住房抵押贷款的坏账损失规模逊色多少。**虽然住房抵押贷款的规模约为消费信贷规模的5.4倍，但由于后者坏账率高于前者，在08年3季度，消费信贷的坏账规模仍相当于住房抵押贷款坏账规模的45%左右，如果09年三季度消费信贷的坏账规模扩大40%，则其相当于08年三季度次贷危机迅速恶化时抵押贷款坏账规模的63%左右，再考虑到金融机构已经遭受过一次重创，消费信贷的坏账对金融机构和金融市场造成的压力确实不容忽视，可能会造成新一轮冲击波。
- **但消费信贷危机的影响可能要明显小于次贷危机。**其理由包括：一是消费信贷坏账率上升的速度远低于住房抵押贷款坏账上升的速度，这意味着它给金融机构和市场带来的意外冲击要明显小于住房抵押贷款。在08年3季度，住房抵押贷款的坏账率比历史平均水平上升990%，而同期消费信贷的坏账率仅比历史平均水平上升50%，09年也不过比历史平均水平上升80%，也即08年3季度住房抵押贷款的坏账损失绝大部分是此前市场预期之外的；与其相比较，消费信贷坏账损失中预期之外的部分就小得多。我们估算，到09年3季度，消费信贷坏账损失中超过按历史平均坏账率估计的部分约为08年3季度住房抵押贷款坏账损失中超过按历史平均坏账率估计部分的30%左右。二是市场的流动性环境有显著差异。次贷危机之所以在08年9月份以后迅速恶化，罪魁祸首是市场流动性的骤然消失而非住房抵押贷款坏账规模的上升。目前金融机构的流动性在明显恢复，未来如果消费信贷危机出现，美联储一定会及时为市场注入流动性，流动性骤然消失的情形也不会再次出现。三是建立在证券化消费信贷资产上的衍生产品资产规模可能要远远小于建立在证券化住房信贷资产上的衍生产品资产规模。四是目前美国政府大规模的经济刺激计划和对金融体系的救援计划也会减小潜在消费信贷危机的影响。五是美国家庭储蓄率的上升也有助于遏制消费信贷坏账率超预期的恶化。

报告日期

2009年2月20日

冯玉明

宏观经济首席分析师
021-63325888#6110
fym@orientsec.com.cn

王俊飞

宏观经济助理分析师
021-63325888#6105
wangjunfei@orientsec.com.cn

相关研究报告

1. 坏账率上升引发市场对消费信贷危机的担忧

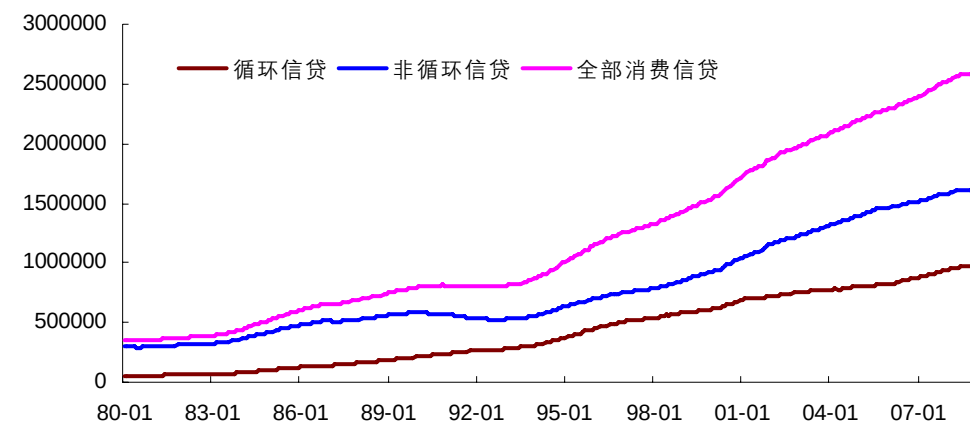
08 年次贷危机的大规模爆发对欧美金融体系及全球资本市场造成重创，虽然在欧美政府及央行的大力救助下，次贷危机的高峰已经过去，但市场又开始担忧美国消费信贷中可能酝酿的危机。

截止 08 年 12 月底，美国消费信贷（含已证券化的资产）共计 25623 亿美元，其中可循环信贷（Revolving Credit，主要是信用卡贷款）余额 9635 亿美元，占全部消费信贷余额的 37.6%，非循环信贷余额 15987 亿美元，占全部消费信贷余额的 62.4%。在可循环信贷资产中，46.8%被证券化。

市场的担心主要源于在美国经济进一步衰退的情形下，失业率上升带来的消费信贷坏账的快速上升。从历史经验看，随着失业率的上升，美国消费信贷的坏账率（Charge-offs Rate）和坏账金额都会相应上升。如 08 年 3 季度，信用卡贷款的坏账率达到 5.62%（年率，下同），其它消费贷款

图 1：美国消费信贷的构成

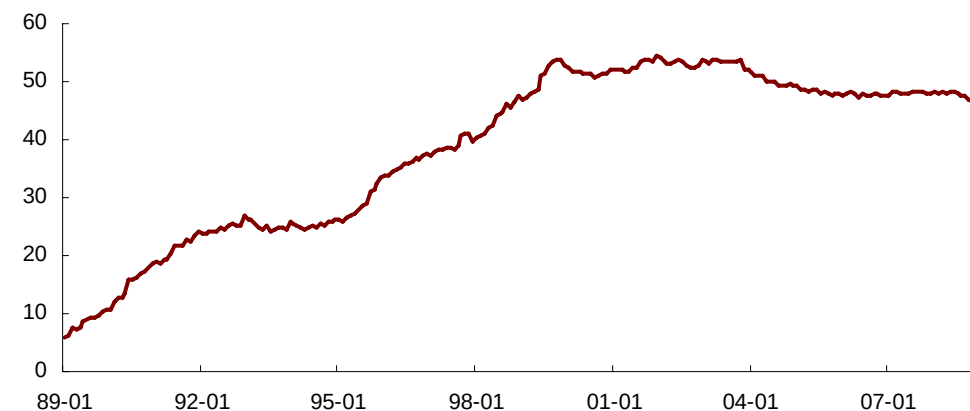
单位：百万美元



资料来源：FRB，东方证券研究所

图 2：可循环消费信贷被证券化的比重

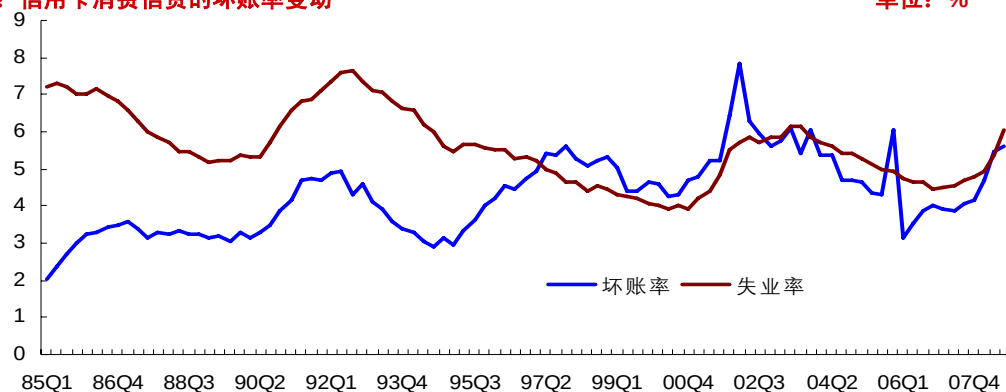
单位：%



资料来源：FRB，东方证券研究所

图 3：信用卡消费信贷的坏账率变动

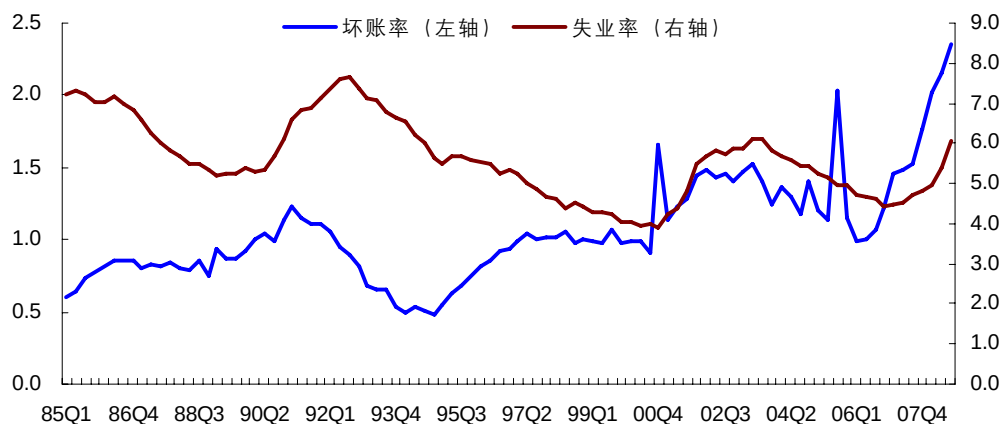
单位：%



资料来源：FRB，东方证券研究所

图 4：除信用卡消费信贷外其它消费信贷的坏账率变动

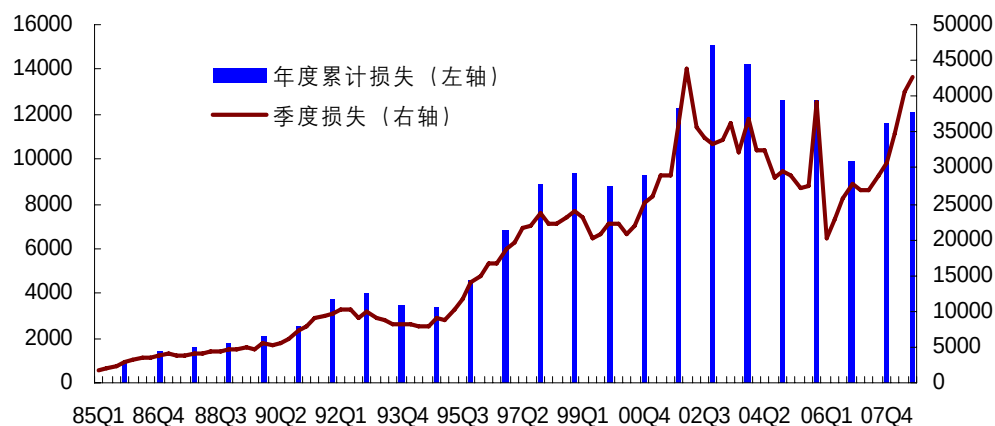
单位：%



资料来源：FRB，东方证券研究所

图 5：可循环消费信贷的坏账额

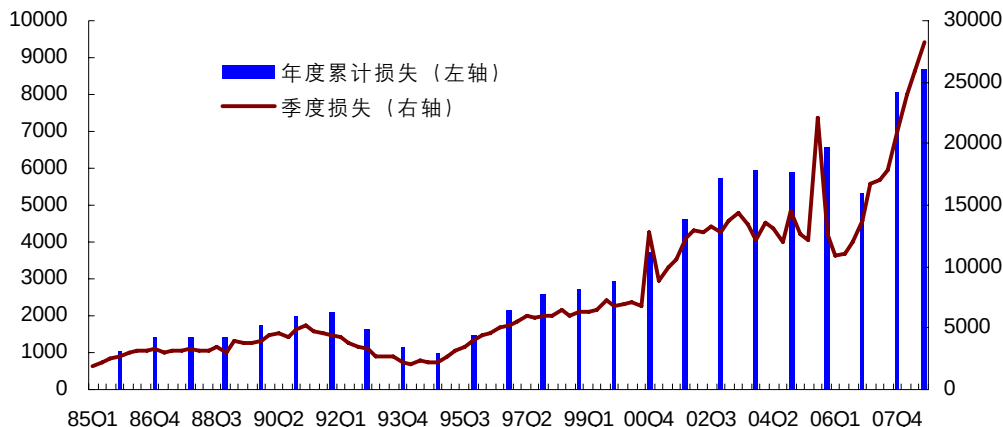
单位：百万美元



资料来源：FRB，东方证券研究所

图 6：非循环消费信贷的坏账额

单位：百万美元



资料来源：FRB，东方证券研究所

的坏账率达到 2.35%；而在 07 年三季度这两个比率还只 4.05% 和 1.52%。与坏账率上升相对应，08 年前 3 季度，可循环消费信贷和非循环消费信贷的坏账损失分别达到 378.6 亿美元和 261 亿美元，比上年同期分别增长 43% 和 51.6%。

2. 09 年消费信贷损失规模的估计

可以预计，在 09 年，美国消费信贷的坏账率和坏账规模仍会明显上升。我们对 09 年美国消费信贷的坏账规模作如下估计：

从可循环消费信贷看，有研究表明，可循环消费信贷的增长速度与信用卡利率、GDP 增速、医疗服务价格指数与 CPI 指数之差、房价指数增长率有密切关系，而且在 1997 年以后随着信贷资产证券化比例迅速扩大，还存在结构变化；而其坏账率则与证券化率、房价指数增长率、上期坏账率、失业率的增长率有关，同样，由于 2005 年美国破产制度改革，坏账率也有结构变化。

利用过去 14 年经季节因素调整的季度数据，可以得到表 1、表 2 所示的可循环消费信贷的增长速度及坏账率与相关影响因素间的数量关系。

表 1：可循环消费信贷的增长速度的估计模型

自变量	系数	系数的标准差
信用卡利率	0.360	0.140
GDP 增速	-0.776	0.359
医疗服务价格指数与 CPI 之差	2.160	0.272
房价指数增长率	-0.503	0.199
哑变量	-2.138	0.540
常数项	-1.1	2.211
R-Squared = 0.72		

注：哑变量反映了 97 年以后信贷资产证券化的影响。

资料来源：FRB, 东方证券研究所

表 2：可循环消费信贷资产坏账率的估计模型

自变量	系数	系数的标准差
证券化率	0.02	0.007
房价指数增长率	-0.216	0.008
上期坏账率	0.717	0.063
失业率的增长率	0.068	0.016
哑变量	-0.662	0.183
常数	0.833	0.237

R-Squared = 0.88

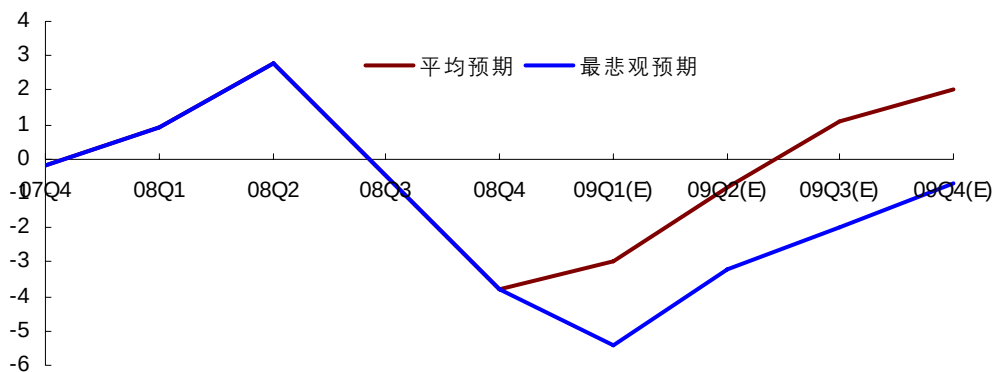
注：哑变量反映了 2005 年以后破产制度改革的影响

资料来源：FRB, 东方证券研究所

基于市场目前对美国经济增长、失业率和房价指数变化的平均预期，即假设 09 年 1-4 季度 GDP 增长率分别为 -3%、-0.8%、1.1% 和 2%，失业率分别为 7.5%、8%、8.25 和 8.4%，房价指数 09 年下跌 10%，并假设其它变量不变，从表 1、表 2 的模型可以计算出，到 09 年年底，美国可循环信贷资产规模将增长 8.6% 左右，坏账率在 09 年 3 季度可能上升至 7.36%，09 年的坏账规模将达到 767 亿美元，比 08 年增长 41%。

图 7：市场对美国经济增长的预期

单位：%



资料来源：Bloomberg, 东方证券研究所

可以看出，影响坏账规模最主要的因素是房价指数增长率和失业率的增长率，表 3 中列出了这两个因素在几种不同情形下，可循环消费信贷资产 09 年坏账规模的估计。在比较差的情形下，可循环信贷资产的规模损失可能扩大至 930 亿美元。

表 3：可循环消费信贷资产 09 年坏账规模估计

单位：亿美元

		房价指数变动率		
		-5%	-10%	-15%
平均失业率	7%	600	686	784
	8%	681	767	865
	9%	746	832	930

资料来源：FRB, 东方证券研究所

08 年前三季度，其它信贷资产坏账规模约为可循环信贷资产坏账的 70%，按此比例，表 4 粗略估算了不同情形下总的消费信贷资产 09 年坏账规模。在中等情形下，坏账规模为 1300 亿美元，情形较差时为 1600 亿美元。

表 4：总的消费信贷资产 09 年坏账规模估计

单位：亿美元

		房价指数变动率		
		-5%	-10%	-15%
平均失业率	7%	1020	1166	1333
	8%	1158	1304	1471
	9%	1268	1414	1581

资料来源：FRB, 东方证券研究所

3. 潜在消费信贷危机的影响可能要明显小于次贷危机

未来消费信贷资产坏账的上升会对美国金融市场产生多大的冲击，可以通过把它与次贷危机进行比较得到一些启示。

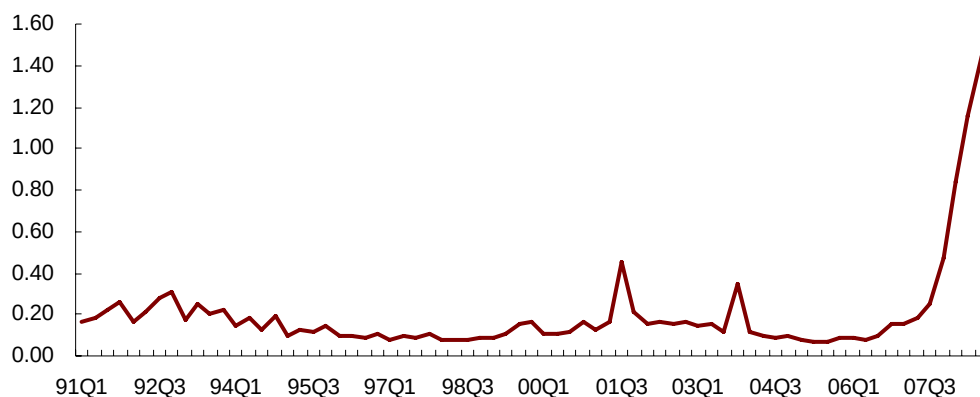
从资产产生的坏账规模看，消费信贷资产的坏账损失规模并不比住房抵押贷款的坏账损失规模逊色多少。在 08 年 3 季度，住房抵押贷款的坏账率为 1.45%，同期消费信贷的坏账率为 3.56%，前者为后者的 40.7%；有数据显示，08 年中美国住房抵押贷款的规模约为 14 万亿美元，相当于 08 年 3 季度末全部消费信贷的 5.4 倍；因此可以大致估算 08 年三季度消费信贷的坏账规模相当于住房抵押贷款坏账规模的 45% 左右，如果 09 年三季度消费信贷的坏账规模扩大 40%，则其相当于 08 年三季度次贷危机迅速恶化时抵押贷款坏账规模的 63% 左右，再考虑到金融机构已经遭受过一次重创，消费信贷的坏账对金融机构和金融市场造成的压力确实不容忽视，可能会造成新一轮冲击波。

不过，以下几方面的因素可能会使潜在消费信贷危机的影响可能要明显小于次贷危机。这些因素包括：

一是消费信贷坏账率上升的速度远低于住房抵押贷款坏账上升的速度，这意味着它给金融机构和市场带来的意外冲击要明显小于住房抵押贷款。在 91 年到 06 年间，美国住房抵押贷款和消费信贷

图 8：住房抵押贷款的坏账率

单位：%

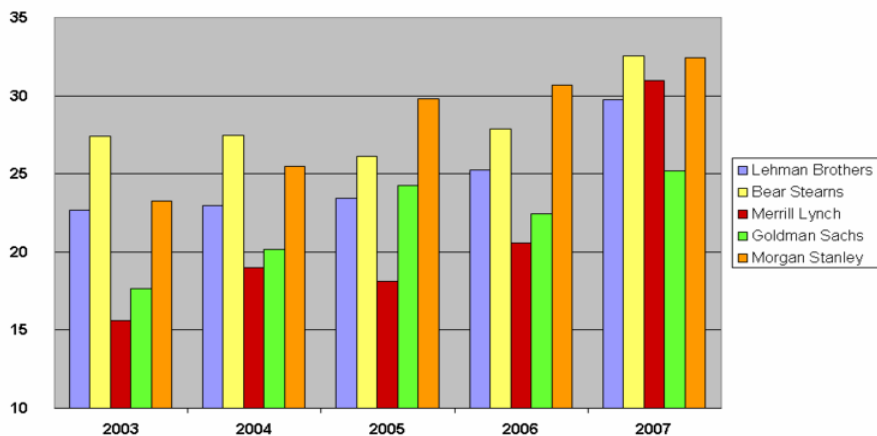


资料来源：FRB, 东方证券研究所

的坏账率平均为 0.146%和 2.37%；在 08 年 3 季度住房抵押贷款的坏账率比历史平均水平上升 990%，而同期消费信贷的坏账率仅比历史平均水平上升 50%，09 年也不过比历史平均水平上升 80%，也即 08 年 3 季度住房抵押贷款的坏账损失绝大部分是此前市场预期之外的；与其相比较，消费信贷坏账损失中预期之外的部分就小得多。我们估算，到 09 年 3 季度，消费信贷坏账损失中超过按历史平均坏账率估计的部分约为 08 年 3 季度住房抵押贷款坏账损失中超过按历史平均坏账率估计部分的 30%左右。

二是市场的流动性环境有显著差异。次贷危机之所以在 08 年 9 月份以后迅速恶化，可以说罪魁祸首是市场流动性的骤然消失而非住房抵押贷款坏账规模的上升。由于欧美金融机构都是高负债经营，其净资本运用都很充分，整个金融体系的杠杆比率很高，如 07 年，美国主要投行财务杠杆比率大都在 30 倍以上，因此，当某一类资产价格下跌时，部分机构的净资本比率会低于监管要求而不得不出卖资产；而这样做的一个后果便是总体资产价格的进一步下跌，更多的机构需要出卖资产，形成恶性循环，而雷曼兄弟的破产迅速放大了市场的恐慌情绪，最终导致市场流动性的消失和市场

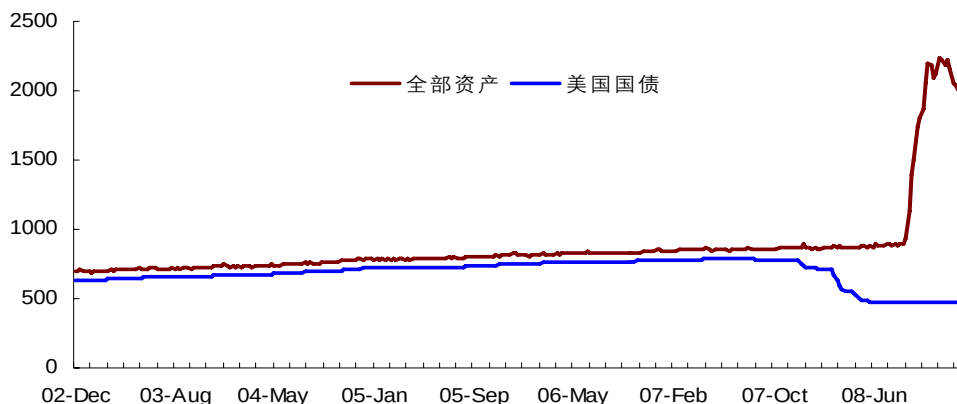
图 9：美国投行的杠杆比率



资料来源：各公司年报，东方证券研究所

图 10：美联储资产负债规模迅速扩大

单位：10 亿美元



资料来源：FRB, 东方证券研究所

崩溃，相关资产的市场价格严重低于其真实价值。正如市场看到的，为了缓解流动性的缺失，08年9月份以后美联储和美国财政部投入了1.5万亿以上的巨资来收购金融机构的资产，以增加流动性和稳定市场信心。其中，美联储的资产从08年8月末的8900亿美元快速上升至12月中旬的22367亿美元，扩大了1.52倍。目前，美联储资产负债表的规模与高峰时相比已经缩小了近20%，显示出金融机构的流动性在明显恢复。我们认为，未来如果消费信贷危机出现，美联储一定会及时为市场注入流动性而不会让另一起类似雷曼破产事件出现，市场流动性骤然消失的情形也不会再次出现。

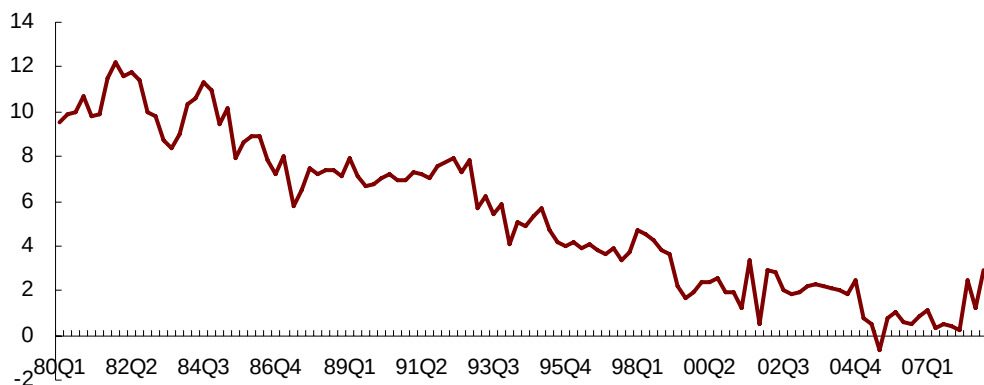
三是建立在证券化消费信贷资产上的衍生产品资产规模可能要远远小于建立在证券化住房信贷资产上的衍生产品资产规模。近几年来，美国金融市场已经把资产证券化做到了三次方、四次方，反应在量化指标上就是2008年美国金融市场债务同GDP的比例高达347%，较1929年大萧条时期的265%依然高出近50%。据我们的理解，资产证券化产品层级最多的就是住房抵押贷款，消费信贷资产证券化的层级较少。而且从被证券化的广度看，住房抵押贷款的证券化率为60%左右，高于可循环消费信贷资产46.8%的证券化率。

四是目前美国政府大规模的经济刺激计划和对金融体系的救援计划也会减小潜在消费信贷危机的影响。日前，美国参众两院已经通过7870亿美元的经济刺激计划，其中35%用于减税，65%用于政府支出。而根据美国财政部不久前公布的修改后的金融援助计划，该计划将清除银行资产负债表上高达1万亿美元的不良资产，并向陷入困境的金融机构注入新的资金。尽管市场目前对财政部的最新援助计划有一些怀疑态度，但无论如何，经济刺激计划和对金融体系救援计划对减小潜在消费信贷危机的影响都是很有帮助的。

五是美国家庭储蓄率的上升也有助于遏制消费信贷坏账率超预期的恶化。从08年2季度开始，美国家庭部门的储蓄率出现了明显上升，表明居民部门在压缩消费支出，虽然这对于中国的出口增长并不是什么好消息，但有助于遏制消费信贷坏账率超预期的上升。

图 11：美国家庭的储蓄率

单位：%



资料来源：FRB, 东方证券研究所

总体而言，我们认为，消费信贷可能会在09年中期以后引发新一轮危机，但与次贷危机的影响相比，潜在的消费信贷危机的影响则会小得多。

分析师承诺

冯玉明：宏观经济研究员

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的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。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn