

2010 年 10 月 15 日

刘 杰，经济学硕士，金融学硕士
国联证券特聘首席宏观研究员

电邮: jieliu13@yahoo.ca

联系人: 何冰冰
电话: 0510-82833217
电邮: hebb@glsc.com.cn

联系人: 李斌
电话: 0510-82833217
电邮: lib@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



如无特别说明，该报告中所提及价格数据均为 2010 年 10 月 14 日市场收盘价，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 2 页。

新一轮银行危机？FORECLOSURE！

美国银行类股今天集体大幅下挫，最近在媒体流传甚广的 **Foreclosure** 危机终于开始影响市场了。简单来说，foreclosure 就是贷款买房者无力支付利息后，银行作为放贷方把房屋收回然后在市场公开挂牌销售，俗称“法拍屋”。听上去理所当然，没什么问题。

问题出在美国“高度发达”的衍生品市场和利益驱使下“道德准绳”的下降。听起来是不是很耳熟？次级债的泛滥也源于这两个基本“动力”。

现在让我们来简单分析一下美国房地产市场本次 foreclosure 问题的所在：

- 美国居民买房一般通过自己的 mortgage broker（房贷中介）安排贷款
- Mortgage broker 会和银行达成协议，由银行提供贷款
- 贷款发放以后，一个关键的环节产生了：**贷款所有权的法律凭证**。虽然购房者拥有房屋的所有权，但由于美国居民在购房时大部分资金是贷款，所以，放贷者（也就是对房贷具有所有权的银行）才是房屋最终的所有者
- 银行在贷款放出去以后会立刻想办法把它们打包出售（证券市场化），从而可以发放更多的贷款
- MBS 就是这样“应运而生”的
- MBS 把众多的房贷组合在一起，出售给投资者

在这样的流程中，一个房贷会由房贷中介，转到银行，银行再把它放到一个 MBS 里去，MBS 会在市场上流通，转手 N 多次，到了最后拥有它的投资者手中。房贷每易一次手，其所有权就发生了转变，我们前面提到的关键的“贷款所有权的法律凭证”也应该相应的转移。

问题就出在这了，当一个房贷在不断流通的过程中，以银行和房贷中介为主的过渡“所有者”的目的是尽快把它转手，它们并不在乎所有权，因此，往往的结果是，**贷款所有权的转让速度赶不上贷款本身的流通速度**。当一个贷款（大部分是以 MBS 形式存在）转到了某个投资者（包括银行）手中的时候，其具有法律效应的所有权文件往往还停留在此前的投资者或银行的手中。

更糟糕的事情是，在本次的金融危机中，很多银行和房贷中介公司都倒闭了，而那些具有法律效用的房贷所有权文件也就随之被“尘封”了起来。

问题终于产生了：当一个银行（不幸的成为某一房贷的最终所有者）因为没有收到贷款利息的时候，便试图把房屋收回来拍卖，当法院要其出具房贷所有权文件的时候，该银行发现自己并没有，打电话给前一个卖方，也没有，或者已经倒闭了。于是，银行便开始雇佣律师事务所，重新“生产”法律文件。当法院发现大批“新生成”的贷款所有权凭证的时候，终于发布法令：**禁止一切 foreclosure 的申请！**

那么问题到底有多大呢？估计谁也不知道。我在这里提三点，仅供参考。

- 首先，美国 4 家大银行已经为 foreclosure 拨备了数十亿美元的坏账储备，当然他们目前有足够的盈利能力（四大银行的季度坏账拨备前利润额高达 400 亿美金）来抵御该坏账 - 如果坏帐规模像他们自己估算的那样
- 其次，美国非机构（Fannie and Freddie）RMBS 有 2 万亿美金
- 第三，谁是 MBS 的最大所有者？美联储！

免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

本报告信息均来源于公开资料，国联证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。国联证券及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。国联证券或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国联证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任 Sentry Investments 高级研究员兼全球投资组合经理，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（University of Toronto）经济学硕士和新不伦瑞克大学（University of New Brunswick）金融学硕士学位。