

深度报告

2007年9月10日

次级债事件或使中国面临紧缩和通胀风险

- 次级债事件是个一连串事件，反映了美国住房金融市场一次信用链条上金融产品的全面收缩，这些产品包括次级抵押贷款、次级债券及其衍生品。这些产品是相互影响的，他们对金融市场和实体经济的影响也是交错复杂的。这也是本报告将它们综合在一起进行分析的原因。
- 一方面，低利率延长和加热了美国房地产的上升周期，造成了房地产价格持续上涨的预期；另一方面，金融创新在监管滞后的情况下导致了金融市场上对信用和风险的忽视，这两个原因滋生了次级债事件。
- 我们估计，次级抵押贷款的损失为 1390-2300 亿美元；而对于次级债券及其衍生品，虽然无法估计其损失的程度，但随着多米诺骨牌的倒下，我们认为其损失不仅是一次金融动荡。
- 次级债事件对金融市场的影响仍未结束，随着时间的洗刷，次级债产品昔日疯狂中的纰漏将逐渐显现。次级债事件中忽视信用和风险的教训将导致金融市场上风险定价重置和信贷条件趋严。
- 次级债事件将对美国经济具有实质性的负面影响。主要表现在三个方面：建筑业和房地产业萎缩将拖累宏观经济；信贷收缩和公司债券利率上升将使企业投资下降；消费下降将使美国经济萎缩。
- 关于美联储降息。从次级债事件导致金融市场波动的本身来看，美联储未必降息，因为联储没有准备次贷损失买单；从次级债事件对美国实体经济的负面影响来看，降息是可预期的，而降息的决定取决于美国的就业、价格和消费等实际经济指标。反过来说，如果美联储降息，则说明次级债事件已经影响到美国实体经济，其后续的影响更值得担忧。
- 关于次级债事件与美元汇率。短期来说，美元因其作为避险货币使美元汇率短暂上升，但如果考虑中长期影响，次级债事件可能导致美国利率降低而使美元走软。
- 关于中国是否会成为全球资本的避风港。在全球资本的大本营里，主要国家的金融市场正面临流动性匮乏（也正因为如此，主要国家央行多次向市场注资）。全球资本更有可能面临的，是一次战略收缩，而不是战略重点的调整。认为中国等新兴经济体将成为全球资本的避风港的观点显得过于乐观。
- 中国需要警惕紧缩通胀风险。因为次级债事件可能导致中国经济紧缩，而且，美国降息、美元走软和中国加息将使得人民币升值压力加大，导致流动性过剩状况恶化，从而使中国面临更大的通胀压力。

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

宏观经济分析师

陈勇

电话：021-63411669

Email: chen Yong@htsec.com

目 录

1. 对房地产持续上涨的预期和信用失控滋生了次级债事件.....	4
1.1 次级债及其相关产品——次级抵押贷款、次级债和次级债衍生品	4
1.2 被延长和加热的了的房地产上升周期.....	5
1.3 次级债及其衍生品——一次缺乏信用的信用创造	6
2. 为次级债产品的损失买单需几何	10
2.1 次级抵押贷款损失：1390-2300 亿美元.....	10
2.2 次级债及其衍生品的损失：不仅是一次金融动荡	11
3. 次级债事件的负面影响如何波及美国实体经济.....	13
3.1 建筑业和房地产业萎缩将拖累宏观经济	13
3.2 信贷收缩和公司债券利率上升将使企业投资下降	14
3.3 消费下降将对美国经济造成实际的负面影响	15
4. 次级债事件对美国的影响：小结	17
5. 次级债事件的影响向全球蔓延的几个问题	17
5.1 美联储是否会降息？	17
5.2 美元是否一改颓势？	17
5.3 新兴经济体成为全球资本的避风港？	18
6. 中国需要警惕紧缩通胀的风险	19
6.1 次级债事件可能导致中国经济紧缩	19
6.2 美元走软和中美利差缩小使得人民币升值压力加大，导致流动性过剩状况恶化， 从而使中国面临更大的通胀压力	20

图目录

图 1 次级债事件中的信用链条	4
图 2 美国房地产市场的周期特征 (%)	5
图 3 2001 年以来的低利率对房地产上升周期具有明显的延长和加热作用 (%)	6
图 4 2001 年以后美国住房销售总量快速增长 (百万)	6
图 5 美国的实际利率和名义利率都没有达到高位.....	7
图 6 次级债产品在信用的名义下实现规模扩张.....	7
图 7 次级债产品的生产和扩张伴随着风险的增加和信用的缺失.....	8
图 8 2001 年以后美国住房抵押贷款余额快速增长 (10 亿美元)	9
图 9 次级抵押贷款所占份额越来越大	9
图 10 包括以次级抵押贷款为基础资产的衍生品规模大幅增长 (10 亿美元)	10
图 11 美国次级抵押贷款水平及份额的上升.....	10
图 12 次级抵押贷款违约率和严重违约率仍在攀升 (%)	11
图 13 美国建筑业和房地产行业与宏观经济的波动具有明显的关联性 (%)	13
图 14 美国市场上 BBB 级工业类公司债券收益率明显上升 (%)	14
图 15 次级债事件将导致企业投资下降	15
图 16 美国居民储蓄占可支配收入的比例逐渐下降至接近 0 的水平 (%)	15
图 17 美国家庭债务占可支配收入的比例一直上升 (%)	16
图 18 美国股票价格开始缩水	16
图 19 美国房价已经下降	16
图 20 金融市场波动对美元汇率的影响是暂时的, 利率对其影响更大.....	18
图 21 出口是推动中国经济增长的越来越重要的因素.....	19
图 22 美国的消费规模远远超过其他国家	19

表目录

表 1 次级债事件中倒下的多米诺骨牌	12
表 2 美国建筑业和房地产行业的盛衰对宏观经济的影响不小	14

“这将引起一场轩然大波”，关于次级债事件，美国的一位市场资深人士如是说。

且不论最近(7月27日和8月10日、15日)全球主要股票市场的大幅波动，美国大金融公司破产或亏损，主要金融机构互相降低评级，“出来混的终归是要还的”，次级债事件中的主要角色终应为其忽视信用和风险而付出代价，而美联储主席伯南克也表示“没有责任让放贷机构和投资者免于承担它们的投资损失”。历史表明，一次大的金融风波的影响不会止于本身。因此，一个更为重要的问题是，次级债事件将在何种程度上扭曲作为全球发动机的美国经济？进一步地，如果其不利影响发酵，将以何种方式在多大程度上影响中国经济？

次级债事件在金融市场上刚刚爆发，必须承认，只有时间才能告诉我们其准确影响。但是，通过分析可能的渠道和机理，我们仍然能预判次级债事件的可能风险，以便未雨绸缪。

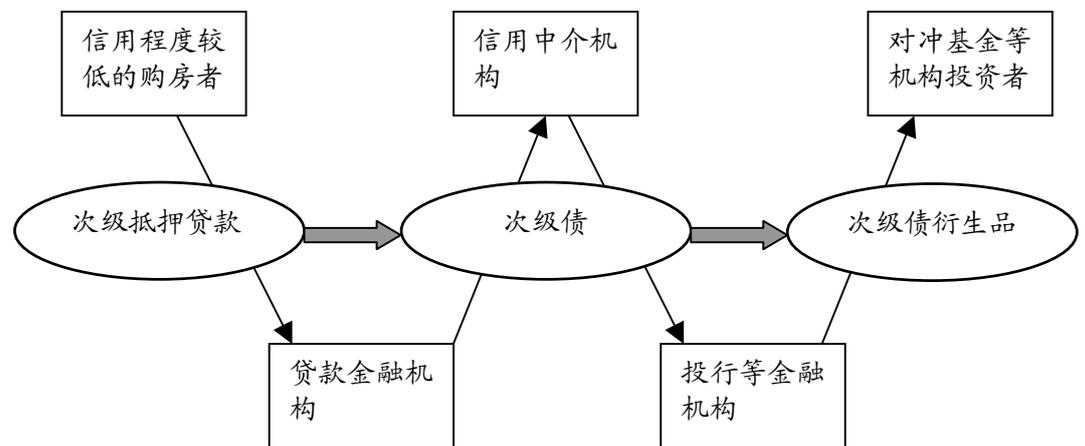
我们按照以下思路解析次级债问题：首先，鉴于市场上关于次级债事件的背景介绍比比皆是，我们更关注的是，次级债事件背后反映了什么问题？其次，次级债毕竟是一个负面事件，我们需要确认，其损失，包括直接损失和间接损失有多大？再次，由次级债事件暴露出来的问题，以及导致次级债事件爆发的诸因素，将对金融市场和美国实体经济产生何种影响？最后分析次级债事件对中国经济的影响。

1. 对房地产持续上涨的预期和信用失控滋生了次级债事件

1.1 次级债及其相关产品——次级抵押贷款、次级债和次级债衍生品

次级债事件反映了美国住房金融市场一次信用链条上金融产品的全面收缩。

图 1 次级债事件中的信用链条



资料来源：海通证券研究所

如图 1，在房地产市场不断向好的情况下，信用程度较低的购房者也能获得房地产贷款机构的青睐，因为这些信贷资产可以在信用中介机构的加工下，经过打包、评级，可以被投行等金融机构加工成证券化产品，而由于这些产品的风险相对较高，又出现了信用增级和风险分担的次级债衍生金融产品——担保债务凭证（CDO）。由于风险和收益的对称性，在这些衍生产品的基础资产——次级抵押贷款的没有发生信用问题的情况下，持有这些高风险产品的机构投资者就能获得超额收益，于是次级债产品就受到市场的过分追捧，这个信用链条上的产品和参与机构越来越多，规模越来越大。

需要指出的是，本文讨论的次级债相关产品（以下称次级债产品），包括了图 1 所示债务链条上从次级抵押贷款到次级债衍生品的所有产品。在这链条的起点上，信用程度较低的购房者曾经长期徘徊在房地产抵押市场之外，但是，对房地产市场持续向好的预期和次级抵押贷款衍生品巨大收益的追求，使链条上的机构和个人丧失了对信用和风险的应有重视。加上美国住房金融监管法规的完善滞后于金融产品创新的速度，一次缺乏信用的信用创造过程把次级债产品推到了不可持续和不可忽视的程度。

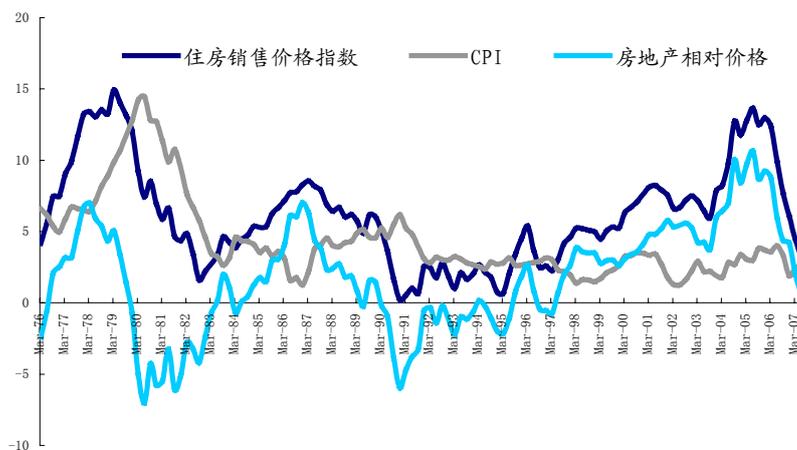
随着联邦基准利率逐渐抬升，购房者还款负担增加，房价上升趋势不再，次级住房抵押贷款的风险显现，在信用衍生品的放大效应下导致了市场震动。

这就是次级债事件。现在的问题是，一次房地产价格的周期性波动，是怎样造成如此大的风险事件的？

1.2 被延长和加热的房地产上升周期

同任何一个市场一样，美国的房地产市场具有周期性特征。如图 2，自 1976 年以来的 30 年中，无论是住房销售价格指数还是扣除 CPI 波动的住房相对价格指数，都可以从中发现周期特征，周期长度为 10 年左右。从图 2 可以看到，2001 年前后，在高科技泡沫破灭之后，一次完整的房地产周期似乎即将结束。但是，长达三年的低利率使得美国的房地产市场在周期高点附件驻足片刻后，继续冲向新的高度。

图 2 美国房地产市场的周期特征 (%)



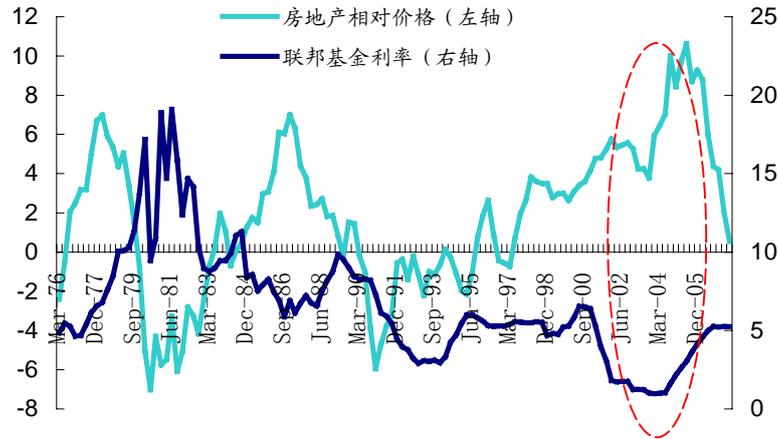
资料来源：Bloomberg、海通证券研究所。其中，房地产相对价格=住房销售价格指数-CPI。

图 3 反映了房地产相对价格与联邦基金利率的关系。鉴于两者明显的负相关关系，我们可以这样理解美国房地产市场的走势：由于经济增长和价格变化具有内在的周期性波动规律，导致了利率的周期性调整，经济和利率周期主导了房地产市场的周期性变化。

2001 年，网络经济泡沫的破灭似乎将要为美国的房地产周期划上一个完美的句号。但是 9.11 事件造成了对经济萧条的恐慌，美联储连续降息，造就了美国长达三年左右的低利率环境，延长和加热了此次房地产的上升周期。

从上次周期的谷底 1991 年开始，美国房地产市场的上涨趋势持续了 15 年，2005 年到了前所未有的高度。在不到 5 年的时间里，美国就经历了从网络科技泡沫破灭到房地产市场的泡沫式繁荣，我们认为这与越来越盛的全球流动性过剩也不无关系。

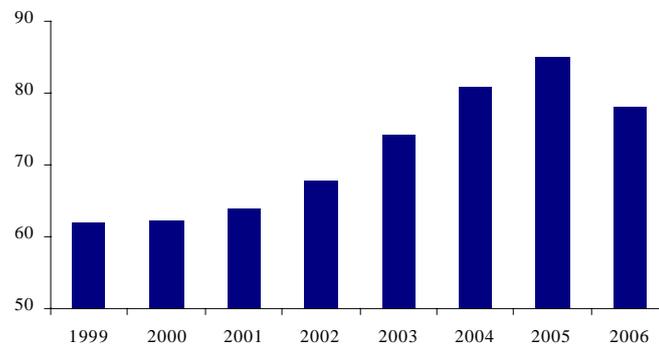
图 3 2001 年以来的低利率对房地产上升周期具有明显的延长和加热作用 (%)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

一个被加长和加热的上升周期容易造成房地产市场的不跌预期,这同时表现为 2001 年以后美国房地产交易量(如图 4)和房地产抵押贷款(如图 8)的快速增长,2001-2006 年 5 年间美国住房交易量累计达 5740 万套。以美国 2006 年 3 亿左右的人口规模、平均 3 人的家庭规模估算,2001-2006 年的住房交易量就能满足美国一半的居住需求,如果把已有住房和租房者考虑进去,这个交易量是非常可观的。

图 4 2001 年以后美国住房销售总量快速增长(百万)



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

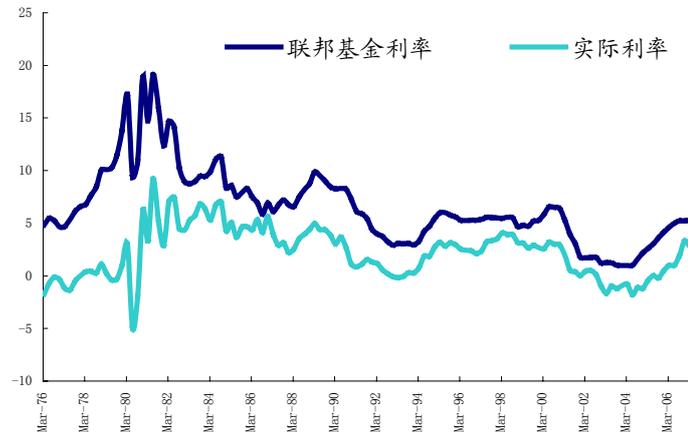
这个数字意味着,越来越多的购买力不足的居民和以升值为目的的投资(或投机)者成为了房地产市场的新进入者。推动他们进入的根本原因是低利率和房地产的持续升值预期。因为:第一,低利率使购房者的月供较少;第二,即使无力偿付月供,购房者也预期在房地产价格上升的差价中获利。

1.3 次级债及其衍生品——一次缺乏信用的信用创造

次级债事件显然不仅是一次房地产市场的周期性波动。但是,如图 2 所示,在过去的 30 年里,美国房地产市场至少经历了 2 次周期性的波动,并没有引起大的金融风波。

是利率提升所致吗?显然不是,如图 7,截至 2006 年 6 月,无论是联邦基金利率还是扣除物价上涨因素的实际利率,都没有达到历史高位。认为一个并不是很高的利率上升导致了次级债事件,显然是缺乏根据的。

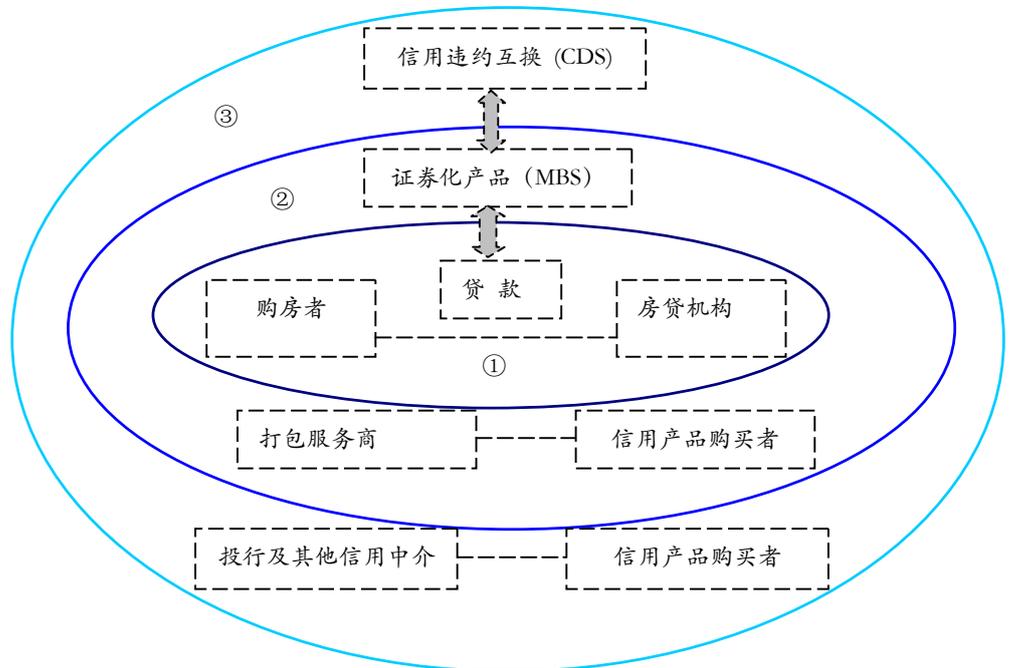
图 5 美国的实际利率和名义利率都没有达到高位



资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

问题在于次级债产品本身。如图 6，在金融创新的推动下，规模不断扩大的次级抵押贷款在信用创造过程中以几何级地被放大。在风险溢价水平较高和且风险尚未暴露的情况下，次级债产品的巨大收益催生了一批无惧风险的新进入者，占领住房抵押贷款市场，扩大抵押贷款证券化产品（MBS）和信用违约互换产品（CDS）的发行。低利率、房价上涨预期和金融创新形成了次级债系列产品间的正反馈机制，终于使次级债产品规模达到了可以震撼金融市场的程度。

图 6 次级债产品在信用的名义下实现规模扩张



资料来源：海通证券研究所

那么，在一个存在避险机制的市场上，是什么因素导致了这种正反馈机制一直延续到不可持续并危及到金融市场的程度？

监管缺失和信用缺失使然。回顾美国住房金融的发展脉络，可以帮助我们理解这个

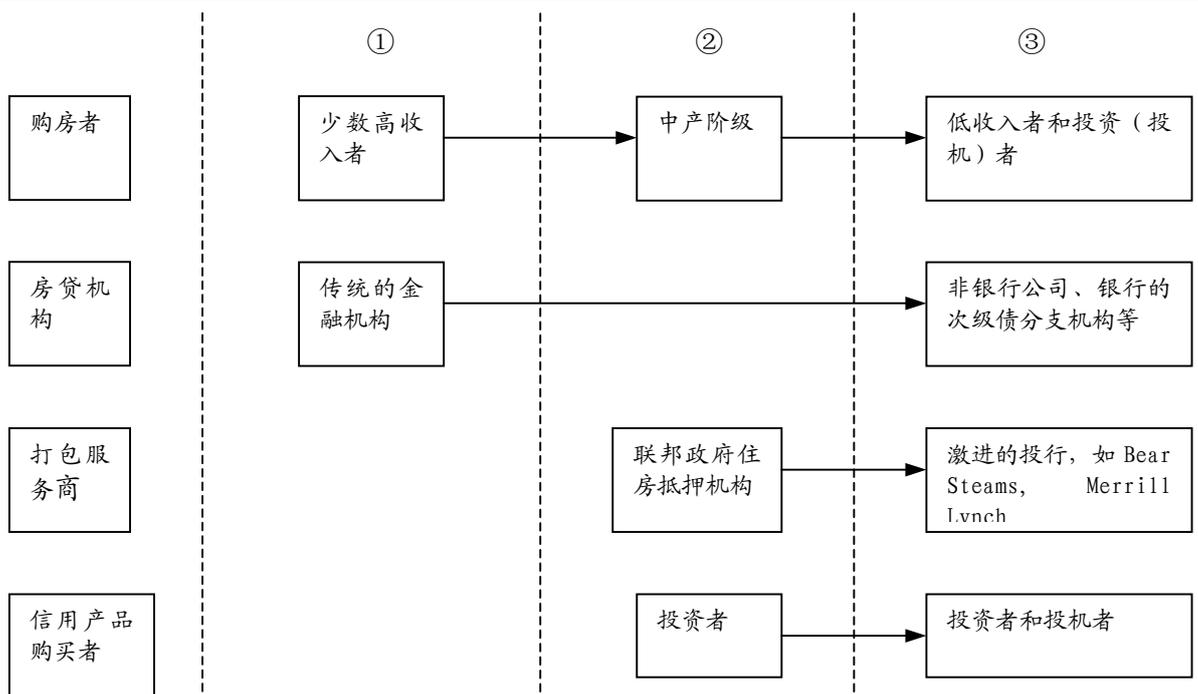
问题。

图 5 演示了美国住房金融发展的三个阶段。在 1929 年大萧条以前的第一个阶段，传统的房贷机构向购房者贷款，由于首付比例高（40%以上），期限较短（3-6 年），购房者往往是高收入者，房贷风险很小。

第二阶段，大萧条过后，为了让更多的人能购买住房，新设立了政府性质的支持机构（如美国联邦国民抵押贷款协会—Fannie Mae 和联邦住房贷款抵押公司—Freddie Mac），这些机构为房地产贷款提供流动性，并为住房抵押贷款进行保险和审查，80 年代后资产证券化时代到来，这些机构向房贷机构作为信贷资产的打包服务商购买抵押贷款，转成高级评级证券出售给投资者，这样房贷机构就有更多的资金提供更多的抵押贷款，贷款对象扩大为中产阶级。

第三阶段，金融衍生品的出现加速了房地产金融扩张，信用违约互换产品使得低质量的债券也可以受到青睐，金融衍生品的扩张又推动了其基础产品—次级抵押贷款的增加，为了争抢蛋糕，非银行公司和银行的次级债分支机构排挤了传统的房贷机构，激进的投行取代了联邦政府住房支持机构，一大批投机者也进入市场购买次级债产品，由于美国房地产市场发展到相当的程度，新增的购房者包括了越来越多的低收入者和投资者。

图 7 次级债产品的生产和扩张伴随着风险的增加和信用的缺失



资料来源：海通证券研究所，①、②、③分别对应图 5 的三个阶段。

在这些“新型”房贷中，“这些贷款不需要首付或者允许借款人只付利息、甚至不付。收入申明贷款，或者被称为‘谎言贷款’（它被分为低收入证明贷款，无收入证明贷款和 Alt-A 贷款），允许贷款人仅仅申报一个收入数字”。

在这场监管缺失的金融创新活动中，房地产金融市场的每一类型的参与者都向风险高和信用程度低的方向聚集（如图 7）。

关于监管缺失，佛罗里达大学的 Christopher L. Peterson 教授在一份提供给美国参议院证券、保险和投资委员会的听证报告中，指出了次级债有关的金融创新活动中监管的不足：第一，现行的住宅抵押系列法规最晚于上世纪 70 年代制定，不能有效规范金融创新活动；第二，金融创新活动使得抑制不合理和不合法的贷款行为的成本更高；第三，证券化活动可以被用来掩盖资产的真实状况，有利于不道德和不合法的行为人逃避责任。

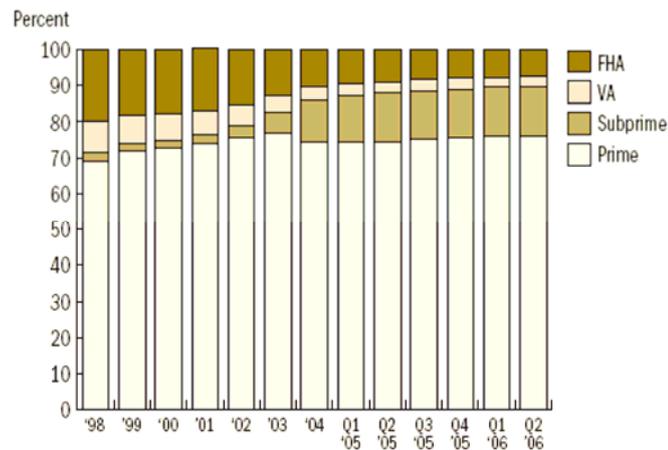
这种监管和信用缺失的金融创新活动导致了次级抵押贷款及其衍生品的快速增长。如图 8，2001 年以后，美国的住房抵押贷款余额明显加速增长，从 2001 年底的 5.3 万亿美元增长到 2006 年底的 9.7 万亿美元，年均增长 13%。同时，次级抵押贷款的份额也越来越大（图 9）。

图 8 2001 年以后美国住房抵押贷款余额快速增长（10 亿美元）



资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

图 9 次级抵押贷款所占份额越来越大



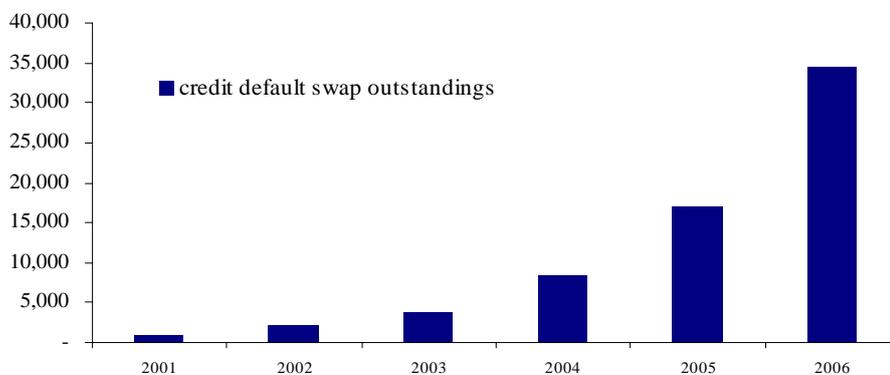
资料来源：引用自 MBA（Mortgage Bankers Association）Research Data Notes

包括次级债衍生品在内的信用衍生品更是爆炸性增长，根据 ISDA 统计，信用违约互换产品（Credit Default Swap）规模从 2001 年的 9189 亿美元急剧上升到 2006 年的 344228 亿美元，5 年上升到 3.7 倍（图 10）。

当利率水平逐渐抬升，房价上涨趋势不再时，曾经导致次级债产品成倍扩张的金融

链条便反向急剧收缩，金融市场的流动性锐减。而对于曾经在次级债产品扩张中被获取的收益，终究有人会为此买单。

图 10 包括以次级抵押贷款为基础资产的衍生品规模大幅增长（10 亿美元）



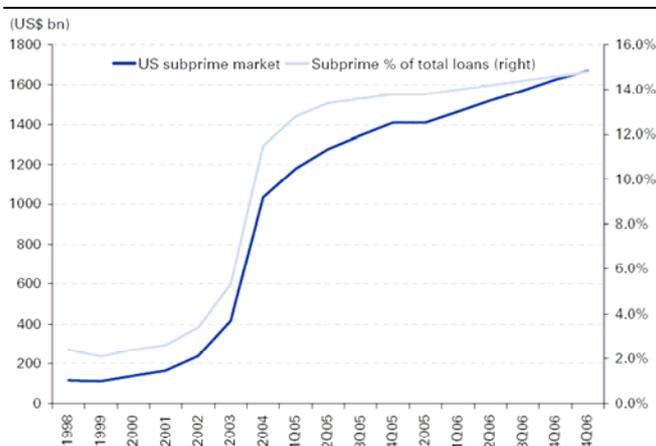
资料来源：ISDA(International Swaps and Derivatives Association)、海通证券研究所

2. 为次级债产品的损失买单需几何

2.1 次级抵押贷款损失：1390-2300 亿美元

根据次级抵押贷款余额的不良贷款率可以推算次级抵押贷款的损失。如图 11，美国自 2001 年以来次级贷款占抵押贷款的比例都在增加，到 2006 年底达到 16700 亿美元。

图 11 美国次级抵押贷款水平及份额的上升



资料来源：MBA (Mortgage Bankers Association), 引自高盛全球投资研究。

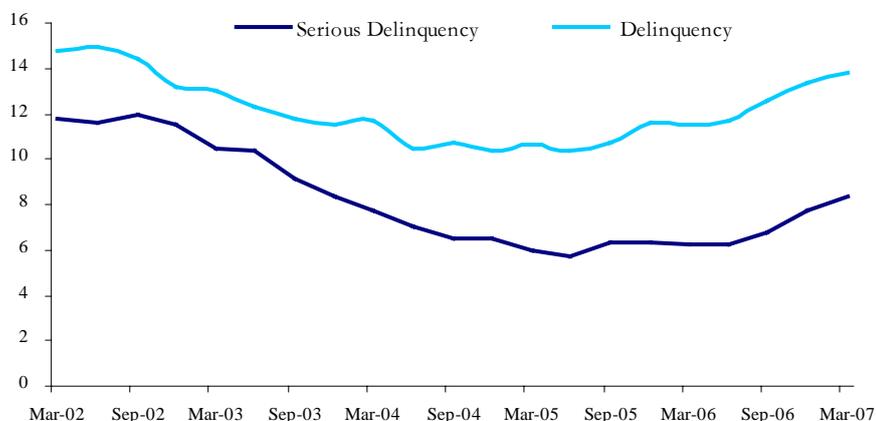
与此同时，次级抵押贷款的违约率和严重违约率也不断攀升。图 12 表明，次级贷款的违约率和严重违约率已从 2005 年第二季度的 10.33% 和 5.68% 分别上升到 2007 年一季度的 8.33% 和 13.77%，鉴于 2005 和 2006 年新增次级贷款较多，我们预期这两个比率还要上升。

因此即使不考虑优质贷款和ALT-A 贷款，以 2006 年底的水平为基础，我们以次级抵押贷款违约率和严重违约率¹分别确定次级抵押贷款损失的上下限分别为 2300 亿美元和

¹ 这一估计并不过分，根据高盛全球投资研究，汇丰美国房地产担保贷款的损失率到 2007 年已高于 50%。

1390 亿美元。

图 12 次级抵押贷款违约率和严重违约率仍在攀升 (%)



资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

2.2 次级债及其衍生品的损失：不仅是一次金融动荡

按揭贷款银行协会估计，06 年发放的总抵押贷款规模为 2.5 万亿美元，其中 1.9 万亿美元的贷款以证券化的方式包装为 MBS，在后者中，约 27%（5130 亿美元）以次级抵押贷款资产作为支持。

次级抵押贷款公司将这些抵押贷款资产进行分层，按照不同的信用级别分成“AAA”层、“AA”层、“A”层，依此类推。客户每月偿还抵押贷款所产生现金流，也是按照不同的级别优先支付给信用级别高的一层。因此一旦现金流收窄，那么最先断流的将是最低层的资产。抵押贷款公司把其他层卖给投资银行，将信用级别最低的资产留下来自己持有。“这等于是变相的贷款，抵押贷款公司能得到了所有的好处和风险。”因此在违约率上升之初，最先倒闭的也是这些贷款公司。而投资银行拿到那些“AAA”或者“BBB”的证券化资产（MBS）以后，如法炮制地转手——再把它们做成担保债务凭证（CDO），按不同级别进行分层。高级别的债券流动性强，包括保险公司在内的金融机构都愿意购买；而信用级别最低、收益率也最高的 CDO，就只有对冲基金愿意买了。

由于几乎不存在二级市场，因此对冲基金购买这些债券都是长期持有的。基金通常是与投资银行达成回购协议来制造杠杆效用，以放大几倍甚至几十倍的程度获得现金。

因此，次级债事件的一个可怕之处是，除非事情暴露，其风险和规模难以确知。许多风险程度高的次级抵押贷款，被打包成资产抵押债券出售，这样，风险扩散到广大的投资者，我们甚至连谁拥有这些高风险证券都不知道。

也因为缺乏次级债及其衍生品的统一市场，我们也无法获得关于其规模及损失的准确数据。但随着基础资产——房地产抵押贷款违约率的上升，金融市场的多米诺骨牌就轰然倒下（如表 1）。

表 1 次级债事件中倒下的多米诺骨牌

事件	事由	案例
抵押贷款公司经营告急	次级抵押贷款违约率上升, 现金流收紧	<p>2007年2月13日, 美国最大的次级房贷公司 (Country-wide Financial Corp) 减少房贷, 8月16日被报道面临破产;</p> <p>2007年4月2日, 美国第二大次级按揭公司新世纪金融公司 (New Century Financial) 申请破产保护;</p> <p>2007年8月6日, 房地产信托公司 (American Home Mortgage) 申请破产保护。</p> <p>2007年8月16日, 美国的银行开始拒绝以次级信贷为抵押品发放贷款。</p>
次级债产品评级下降, 对冲基金亏损或破产	次级抵押贷款违约率上升, 债券定价降低	<p>2007年7月12日, 标准普尔下调了美国 6 1 2 种抵押贷款债券的信用等级, 穆迪则下调了 3 9 9 种抵押贷款债券的信用等级。</p> <p>2007年7月19日, 贝尔斯登旗下两只对冲基金面临瓦解;</p> <p>高盛、摩根大通等旗下基金也出现大幅亏损的迹象;</p> <p>2007年8月1日, 麦格里银行旗下的两只对冲基金出现巨额损失;</p> <p>Caliber Global Investment 指旗下总值 9 亿美元基金账面亏损 82%;</p> <p>多家基金宣布停止客户赎回.....</p>
市场动荡, 政府出手救助	风险溢价下降, 流动性紧缩, 市场信心受打击	<p>仅在 2007 年 8 月, 全球主要股市三次大跌;</p> <p>截至 8 月 23 日, 美国共注资 1102.5 亿美元; 欧洲注资约为 3431 亿美元; 日本注资 433 亿美元; 澳大利亚注资 70 亿美元; 加拿大注资 37 亿美元; 俄罗斯注资 0.2 亿美元;</p> <p>2007 年 8 月 27 日, 美联储降低贴现率 0.5 个百分点;</p> <p>布什和伯南克多次公开谈话, 指次级债事件损失有限, 称将采取行动稳定市场。</p>
政府整理市场秩序, 调查债券评级机构	评级机构对相关次级抵押贷款证券产品的不负责任评级, 是次级债危机大爆发的一大诱因	<p>2007 年 8 月 10 日, 美国证券交易委员会可能正调查华尔街众投行和经纪公司是否隐瞒次级抵押贷款资产损失, 首批接受调查的企业包括高盛和美林。</p> <p>欧盟委员会 2007 年 8 月 16 日宣布, 将调查标准普尔公司和穆迪投资服务公司等信用评级机构为何在近日波及全球的美国次级抵押贷款市场危机中反应迟缓。</p> <p>《华尔街日报》2007 年 9 月 4 日报道, 美国政府、国会和证券交易委员会 (SEC) 正在对该国的各大评级机构展开深度调查, 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。</p>

资料来源: 海通证券研究所整理

故事到此结束了吗？显然没有。到现在为止，住房抵押贷款中可调整利率抵押贷款（ARM）的风险尚未暴露，风险溢价下降将导致的债券和股票价格重估刚刚开始，房地产行业周期性下滑对经济基本面的影响尚未显现，信贷紧缩对美国居民消费的影响也有待深究。

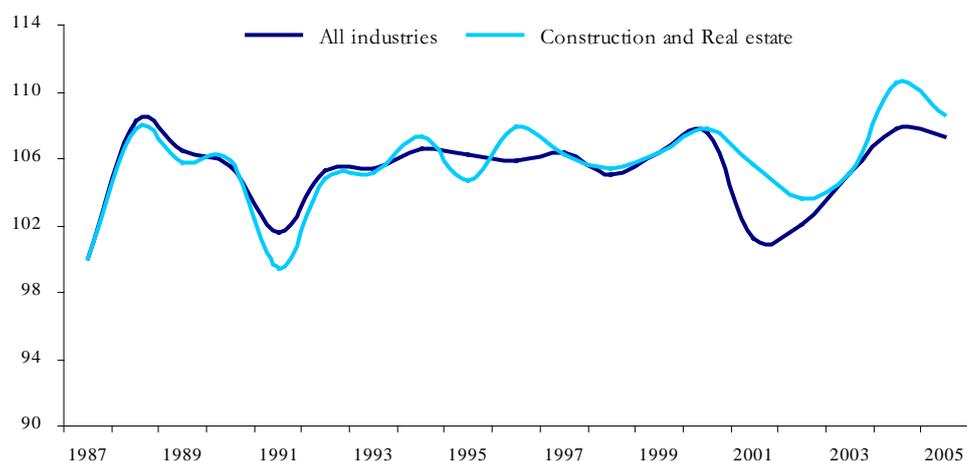
3. 次级债事件的负面影响如何波及美国实体经济

3.1 建筑业和房地产业萎缩将拖累宏观经济

次级债事件的一个重要背景就是房地产市场的周期性下降，与此直接相关的产业是美国的建筑业和房地产行业。我们分两个步骤判断两个行业的萎缩对宏观经济的影响。

第一，建筑业和房地产行业萎缩能否带动经济下行？我们观察这两个行业与宏观经济波动的关联程度。从图 13 可以看出，美国建筑业和房地产行业与经济增长的相关程度很高，相关系数达 0.83，虽然该行业的增长波动幅度大于总体经济，但波动趋势答题一致。因此有理由预期，建筑业和房地产行业萎缩将带动经济下行。

图 13 美国建筑业和房地产行业与宏观经济的波动具有明显的关联性（%）



资料来源：美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）、海通证券研究所

第二，如果前述影响成立，这种影响有多大？表 2 说明，美国建筑业和房地产行业的盛衰对宏观经济的影响是很大的。虽然建筑业本身对总体经济的影响较小，但如果考虑房地产行业，2006 年，两者总产出占美国 GDP18% 的份额，对实际 GDP 的增长贡献达 24.8%。

因此，如果与次级债事件直接相关的产业——建筑业和房地产业继续萎缩，美国经济将受到拖累。

表 2 美国建筑业和房地产行业的盛衰对宏观经济的影响不小

相关行业	对实际GDP增长的贡献份额 (%)	占 GDP 份额 (%)	增长率 (%)
信息行业	9.4	4.4	2.1
耐用品制造业	13.6	6.9	2.0
房地产及其租赁业	23.0	13.1	1.8
科技服务业	10.9	7.0	1.6
金融保险业	10.0	7.8	1.3
零售业	8.2	6.5	1.3

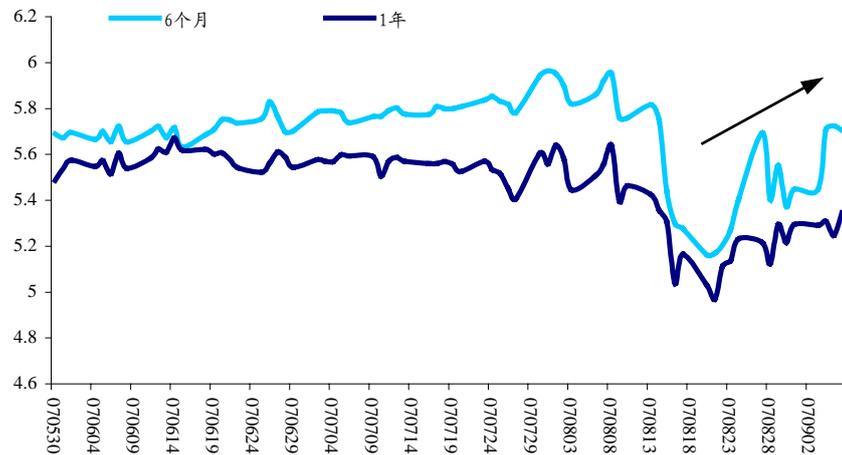
资料来源：美国经济分析局（Bureau of Economic Analysis）、海通证券研究所

3.2 信贷收缩和公司债券利率上升将使企业投资下降

虽然具体程度无法评估，我们仍能确认银行将因为次级债事件减少贷款发放。2007年8月16日，美国的银行开始拒绝以次级信贷为抵押品发放贷款。ALA-A 贷款肯定也会受到影响，面对这场信用危机和房地产市场下滑，银行将以更严厉的条件进行贷款审查。

更为重要的是，次级债事件的爆发使得投资者蜂拥至低风险债券，特别是美国国债。这不仅导致了国债利率下降，而且使得美国公司债的需求减少，债券价格下跌，收益率上升（如图 14），从而导致公司债券发行利率的上升，增加了企业筹资成本。

图 14 美国市场上 BBB 级工业类公司债券收益率明显上升 (%)



资料来源：Bloomberg、海通证券研究所

在美国，债券融资是公司最重要的融资渠道。数据显示，美国直接融资的比例高达80%，而在直接融资中，债券融资的比重远远高于直接股权融资，如2004年，美国债券市场融资额占GDP比重为11.4%，而股票市场融资额占GDP的比重仅为0.4%。因此，信贷收缩和公司债券利率上升将对企业投资下降有不可忽视的影响（如图15）。

图 15 次级债事件将导致企业投资下降



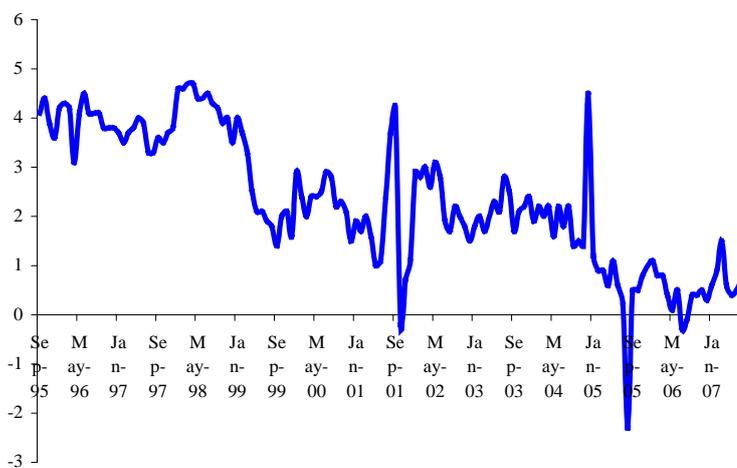
资料来源：海通证券研究所

3.3 消费下降将对美国经济造成实际的负面影响

第一，消费信贷和房产再抵押贷款的收缩将导致消费下降。

美国是一个活在未来的国家，居民消费率高而储蓄率极低。长期以来，美国的消费率(包括政府消费和居民消费)一直保持在 85%左右，如图 16，美国居民储蓄占可支配收入的比例 20 多年来一直呈总体下降的趋势，从 1995 年的 4%一直下降到 2007 年的 0.5%左右。

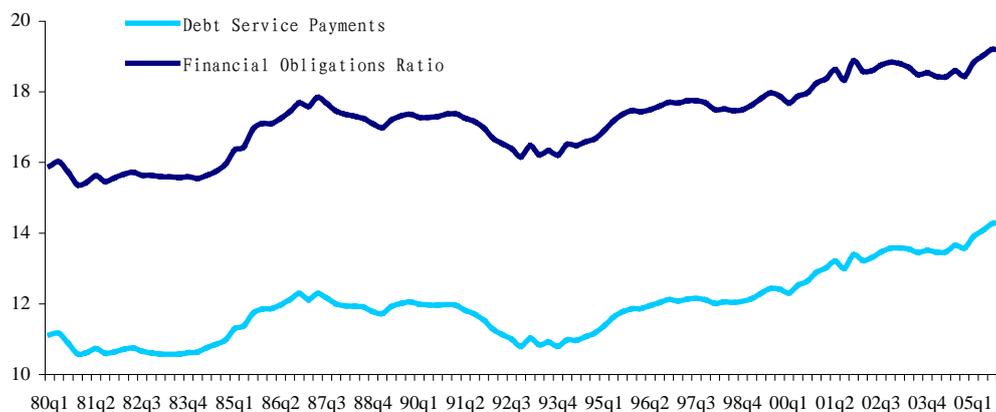
图 16 美国居民储蓄占可支配收入的比例逐渐下降至接近 0 的水平 (%)



资料来源：中国经济信息网、海通证券研究所

支撑美国居民高消费的一个重要因素就是消费信贷。从图 17 可以看到，美国家庭债务占可支配收入的比例一直呈上升趋势。抵押贷款和消费信贷 (Debt Service Payments) 占可支配收入的比例从 1980 年代的 10%左右上升到 2007 年的 14%以上，如果包括汽车、房屋租赁和保险税收等金融债务，这一比例 (Financial Obligations Ratio) 超过 19%。

图 17 美国家庭债务占可支配收入的比例一直上升 (%)



资料来源: the Federal Reserve Board、海通证券研究所

这表明,推动美国近年消费强劲增长的是宽松的信贷条件和很低的利率,这使得美国居民有较好的条件和较强的激励在超过自己收入的水平上进行消费。但是次级债事件的爆发显然使这些有利条件不再继续。

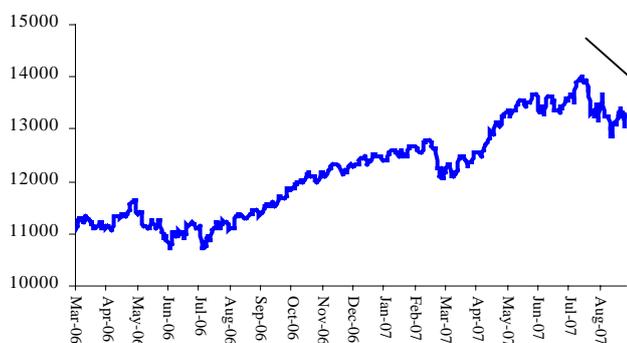
而且,在预期房价上涨的情况下,美国还有住房贷款再融资——资产增值抵押贷款(MEW),借款人通过这种贷款,用更高额的贷款对现有住房贷款进行再融资,赚取增值收益。住房再融资也是消费支出的一个推动力,据高盛研究估计,2006年MEW的总量约3520亿美元,相当于美国当年消费支出的3.8%。在房价开始回落时,我们预期居民消费也因此受到影响。

第二, 资产价格缩水的负财富效应将导致储蓄意愿增加, 消费下降。

实际上,美国居民强大的消费能力还源于股票和房地产价格的上升,资产不断增值对储蓄不断减少起着补偿作用。

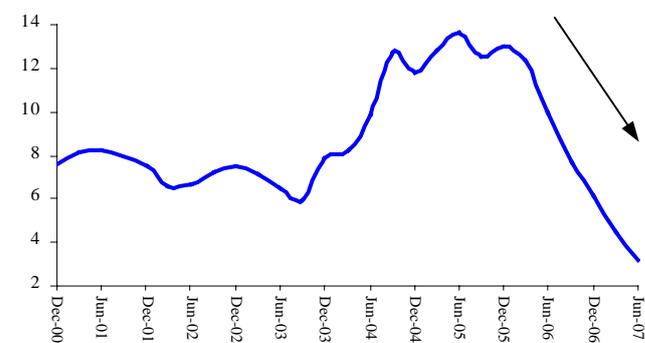
但是,次级债事件对资产市场的影响已经有所表现。图18和19都表明,美国道琼斯指数和住房价格指数都有明显的下降趋势。可以预期,如果资产价格大幅缩水,美国居民将更加谨慎,边际储蓄倾向将增加,从而抑制消费,导致经济增值放缓。

图 18 美国股票价格开始缩水



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

图 19 美国房价已经下降



资料来源: Bloomberg、海通证券研究所

4. 次级债事件对美国经济的影 响： 小结

第一，直接损失。既然次级债事件是一次负面的金融事件，肯定需要有人为此买单。我们估计其第一层面——次级抵押贷款的损失为 1390-233 亿美元，虽然第二、三层面——次级债及其衍生品的损失无法估计，但肯定具有相当的规模。

第二，金融市场。次级债事件对金融市场的影响仍为结束，随着时间的洗刷，次级债产品昔日疯狂中的纰漏将逐渐显现。次级债事件中忽视信用和风险的教训将导致金融市场上风险定价重置和信贷条件趋严。

第三，实体经济。次级债事件将由于美国建筑业和房地产业萎缩、企业投资下降和消费支出减少而对美国实体经济具有实质性的负面影响。

5. 次级债事件的影响向全球蔓延的几个问题

5.1 美联储是否会降息？

对于次级债事件的负面效应，除了向市场注入流动性、降低贴现率以外，美联储还有最后一个重要的政策工具——降低联邦基准利率，降息不仅是当局调控经济的信号，而是影响购房成本的重要指标。

在格林斯潘时代，每当危机来临，美联储都会坚决而及时地降息，无论是 1987 年的股市暴跌，1998 年的长期资本管理公司（LTCM）事件，还是 2001 年的 9.11 事件，格老的一贯作风如此。

格老的手法虽然奏效，但滋生了金融市场的道德风险，即，客观上鼓励了投资者不计后果的冒险行为，因为他们认为美联储最终会出手相救。

这种传统造成了这样一种后果：随着次级债事件的影响越来越明显，越来越多的机构形成了美联储将在 9 月 18 日的例行会议上决定降息的预期，这也给美联储构成了一个事实上的压力。

但是，美联储的新主席伯南克似乎没有继承格老的传统。在 8 月 7 日的联储声明中，通胀风险依然是首要的关注目标。在 8 月 31 日的讲话中，伯南克声明次级抵押贷款的相关责任人要承担自己的风险，联储没有准备次贷损失买单。

这似乎意味着，对于这样一次自我矫正性质的金融市场动荡，降息工具并没有先入为主地成为美联储的解救手段。伯南克关注的，是防止自我矫正变成矫枉过正，以及金融市场动荡导致实体经济萧条。

因此，我们认为，从次级债事件导致金融市场波动的本身来看，美联储未必降息，如果从次级债事件对美国实体经济的负面影响来看，降息是可预期的，而降息的决定取决于 CPI、消费等实际经济指标。反过来说，如果美联储降息，则说明次级债事件已经影响到美国实体经济，其后续的影响更值得担忧。

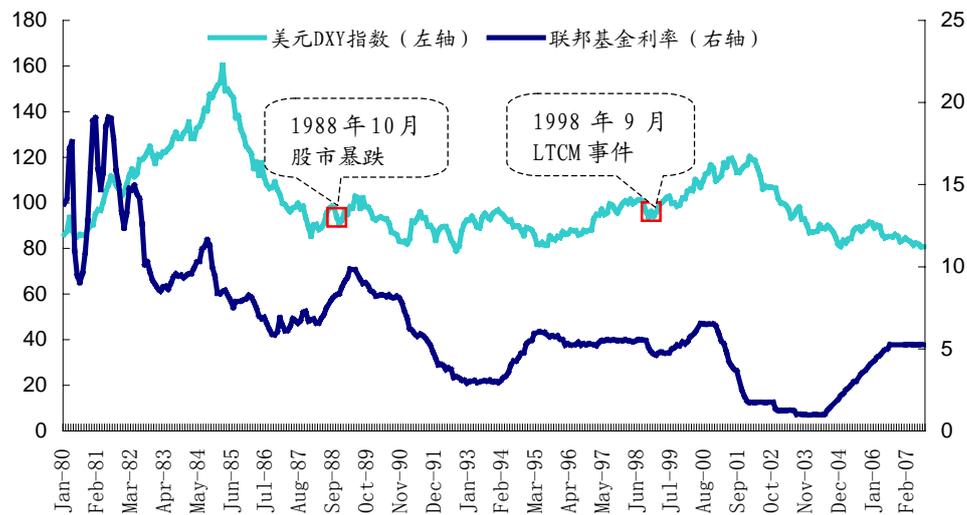
5.2 美元是否一改颓势？

2007 年 8 月上中旬，美元兑主要货币一改颓势，走出了一波强劲的反弹，有市场观点认为，美元作为最重要的国际储备货币，在金融风波中可以作为避险工具，当次级债事件发生时，对美元的需求增加，导致美元汇率上升。

但是，从历史经验来看，金融市场波动对美元汇率的影响只是暂时的，在国外利率给定的情况下，利率对美元的长期走势有着明显的影响。

如图 20，1988 年 10 月的股市暴跌和 1998 年 9 月的美国长期资本管理公司 (LTCM) 破产，都没有对美元币值构成长期影响，显然，利率对美元汇率走势有着重要的影响。

图 20 金融市场波动对美元汇率的影响是暂时的，利率对其影响更大



资料来源: the Federal Reserve Board、海通证券研究所

因此，我们认为，如果说次级债事件对美元汇率有持久影响的话，与其说美元因其作为避险货币可能面临汇率上升，不如说次级债事件可能导致美国利率降低而使美元走软。

5.3 新兴经济体成为全球资本的避风港？

8 月份，次级债事件造成全球股票市场动荡时，中国股市正连创新高。有观点认为，包括中国在内的新兴市场将成为全球资本的避风港。这一说法基于以下两点：第一，中国经济基本面良好，资本市场发展迅速，赚钱效应明显；第二，中国仍实行资本管制，可以隔离次级债事件的负面影响。

实际上，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。

也正是因为资本管制，中国证券市场与国外市场的关联性是不明显的。如果将中国股市连创新高与全球股市动荡解释这两个并行事件解释成因果联系，显然是缺乏说服力的。

而且，在全球资本的大本营里，主要国家的金融市场正面临流动性紧缩（也正因为如此，主要国家央行多次向市场注资）。全球资本更有可能面临的，是一次战略收缩，而不是战略重点的调整。认为中国等新兴经济体将成为全球资本的避风港的观点显得过于乐观。

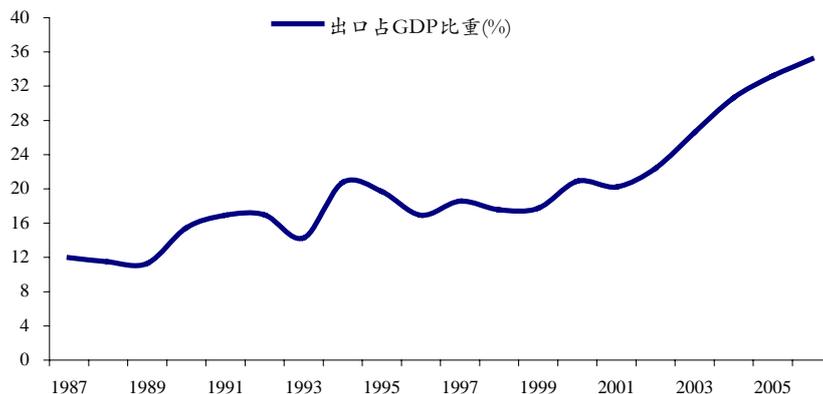
6. 中国需要警惕紧缩通胀的风险

6.1 次级债事件可能导致中国经济紧缩

3.3 节的分析表明，次级债事件将对美国消费具有实质性的负面影响。而美国消费的下降将影响中国的国外消费需求和投资需求，使中国经济面临紧缩风险。

第一，出口是推动中国经济增长的越来越重要的因素。从出口占 GDP 的比例来看，该指标从 1989 年的 11.3% 上升到 2006 年的 35.2%（如图 21），而且这一比例还在上升。

图 21 出口是推动中国经济增长的越来越重要的因素

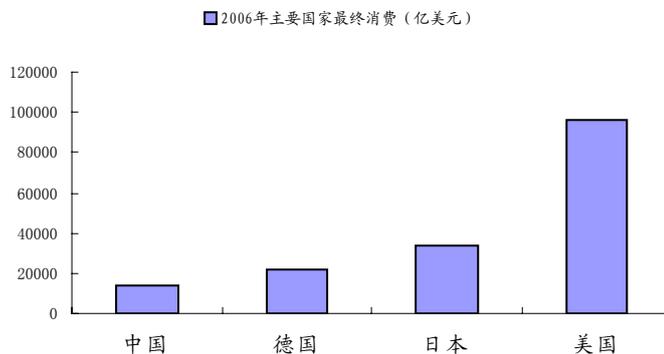


资料来源：中国经济信息网 海通证券研究所

第二，美国是中国最大的出口对象国，中国对美国出口已占到出口总额的 20% 左右。因此，美国消费下降对中国出口的影响显然是值得注意的。

第三，美国是世界上最大的消费需求来源地，美国消费下降而且也通过影响其他经济体而影响中国对其他国家的出口。如图 22，美国最终消费规模远远大于世界排名第二、三的日本和德国，以 2006 年底的汇率计算，美国 2006 年的最终消费是中国的 6.8 倍、德国的 4.5 倍、日本的 2.9 倍，可是美国的消费下降对全球经济的影响之大。

图 22 美国的消费规模远远超过其他国家



资料来源：中国经济信息网 海通证券研究所

第四，在中国这次由出口和投资推动的经济增长周期中，由于国内消费需求相对萎缩，投资需求很大程度上是由外部需求（即出口）拉动的，如果外部需求下降，投资也可能因此下降。

6.2 美元走软和中美利差缩小使得人民币升值压力加大，导致流动性过剩状况恶化，从而使中国面临更大的通胀压力

如果次级债事件的影响进一步蔓延到美国的实体经济，美联储降息是可预期的，由此导致两个相关后果：

第一，美元走软。回顾图 21，我们可以发现美元汇率走势与联邦基金利率波动具有明显的相关性，因此美国降息对美元汇率的影响是向下的。

第二，中美利差缩小。这不仅因为美国可能降息，而且中国几乎肯定会加息。目前，包括海通研究所在内的主要研究机构都预测 8 月份 CPI 会继续保持高位，甚至会突破 6% 的水平，这表明今年以来的通胀加速的趋势还在延续。

这种局面给央行的加息压力是明显的。9 月 8 日周小川行长接受媒体采访时表示，央行希望实际利率为正值。按照这个原则，7 月份前 6 个月的平均通胀水平为 3.73%，即使不考虑利息税，这一数字也高于一年期存款利率 3.60%，实际利率仍为负，如果 8 月份 CPI 数据出台，两者之差将进一步扩大。因此我们预期央行会进一步调增利率，从而中美利差会进一步缩小。

虽然央行官员已经不把中美利差当作人民币升值步骤的重要参考指标，但在外汇市场上，由于美元在人民币钉住的货币篮子中占有绝对的比重，中美利差显然是外汇投机机构进行成本收益衡量的最重要的因素之一。给定其他因素，中美利差缩小使得持有人民币更加有利可图。

这两个后果将使人民币面临更大的升值压力。在现有的外汇体制和人民币升值速度下，升值压力的加大将加剧中国的流动性过剩，流动性过剩通过金融经济和实体经济领域的一系列渠道，最终将传递到普通商品价格上，使中国面临更大的通胀压力。

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) 63411638
skwu@htsec.com

路颖
所长助理 商业贸易行业首席分析师
(021) 63411374
luying@htsec.com

陈美凤
计算机行业高级分析师
(021) 63411380
chenmf@htsec.com

丁频
农业及食品饮料行业高级分析师
(021) 63411376
dingpin@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业高级分析师
(021) 63411393
kljiang@htsec.com

张峦
房地产行业高级分析师
(021) 63411373
zhangluan@htsec.com

邓勇
石化及基础化工行业高级分析师
(021) 63411375
dengyong@htsec.com

顾青
家电行业高级分析师
(021) 63411369
guqing@htsec.com

联蒙珂
通信行业及衍生产品高级分析师
(021) 63411366
lianmk@htsec.com

刘金
基础化工行业高级分析师
(021) 63411392
liujin@htsec.com

马婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 63411379
maying@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业高级分析师
(021) 63411391
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业高级分析师
(021) 63411384
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业高级分析师
(021) 63411367
qiuzc@htsec.com

叶志刚
船舶及工程机械行业高级分析师
(021) 63411370
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业高级分析师
(021) 63411383
zhanwh@htsec.com

赵涛
造纸行业高级分析师
(021) 63411394
zhaot@htsec.com

龙华
铁路装备行业分析师
(021) 63411382
longh@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 63411362
liuyq@htsec.com

毛祖宏
钢铁行业分析师
(021) 63411368
maozh@htsec.com

潘洪文
金融保险行业分析师
(021) 63411359
panhw@htsec.com

帅虎
房地产行业分析师
(021) 63411372
shuaih@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业分析师
(021) 63411378
wangyh@htsec.com

虞光
军工航天机械行业分析师
(021) 63411386
yug@htsec.com

严平
通信行业分析师
(021) 63411385
yanp@htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 63411377
yanghj@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 63411365
yelf@htsec.com

周睿
医药行业分析师
(021) 63411387
zhour@htsec.com

李明亮
宏观经济高级分析师
(021) 63411637
lml@htsec.com

陈露
宏观经济高级分析师
(021) 63411656
chenl@htsec.com

陈嵘嵘
宏观经济高级分析师
(021) 63411652
zrchen@htsec.com

汪辉
宏观经济分析师
(021) 63411651
wanghui@htsec.com

谢益
宏观经济分析师
(021) 63411657
xiey@htsec.com

于建国
宏观经济分析师
(021) 63411650
yujg@htsec.com

陈久红
策略高级分析师
(021) 63411364
chenjiuhong@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 63411357
wuyiping@htsec.com

黄泽丰
策略分析师
(021) 63411799
huangzf@htsec.com

汪盛
策略分析师
(021) 63411361
wangs@htsec.com

张冬云
策略分析师
(021) 63411789
zhangdy@htsec.com

娄静
基金高级分析师
(021) 63411528
loujing@htsec.com

胡倩
估值高级分析师
(021) 63411501
huqian@htsec.com

姜金香
估值分析师
(021) 63411502
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 63411516
zqyong@htsec.com

单开佳
基金分析师
(021) 63411525
shankj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 63411527
wuxx@htsec.com

周健
衍生产品分析师
(021) 63411500
zhouj@htsec.com

韩振国
机构客户部经理及煤炭行业高级分析师
(021) 63411371
zghan@htsec.com

贺振华
机构客户部负责人
(021) 63411329
hzh@htsec.com

高琴
销售经理
(021) 63411356
gaoqin@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 63411355
huxm@htsec.com

黄毓
销售经理
(021) 63411381
huangyu@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 63411352
jiwj@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) 63411371
传真: (021) 63411363
网址: www.htsec.com