

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

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

- **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**

内容目录

前言	4
1 危机前的盛世——黄金五年.....	5
2 次贷危机爆发前的宏观政策背景.....	6
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
3 危机的酝酿、爆发和传导.....	8
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
4 从国际收支视角看次贷危机.....	15
5 次贷危机后发生的变化.....	17
5.1 加强监管.....	17
5.2 杠杆转移.....	17
5.3 全球再平衡.....	18
6 当前的几个关注点.....	18
6.1 房地产出现泡沫化特征.....	18
6.2 高通胀的“灰犀牛”.....	20
7 风险提示.....	21

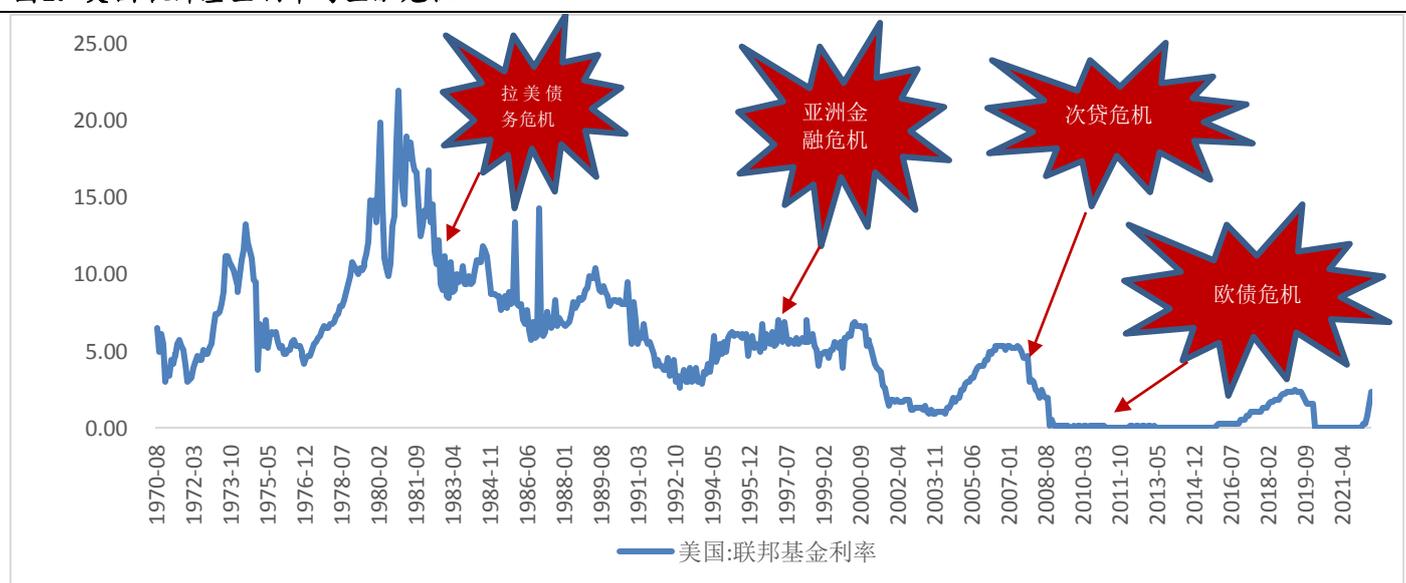
图表目录

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



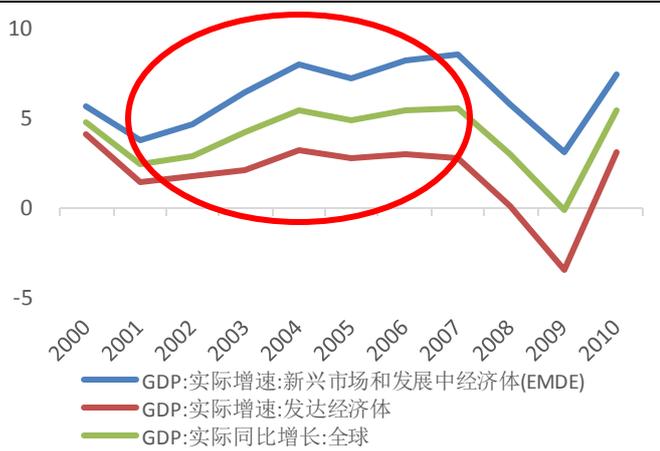
资料来源：财信证券，WIND

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”（%）



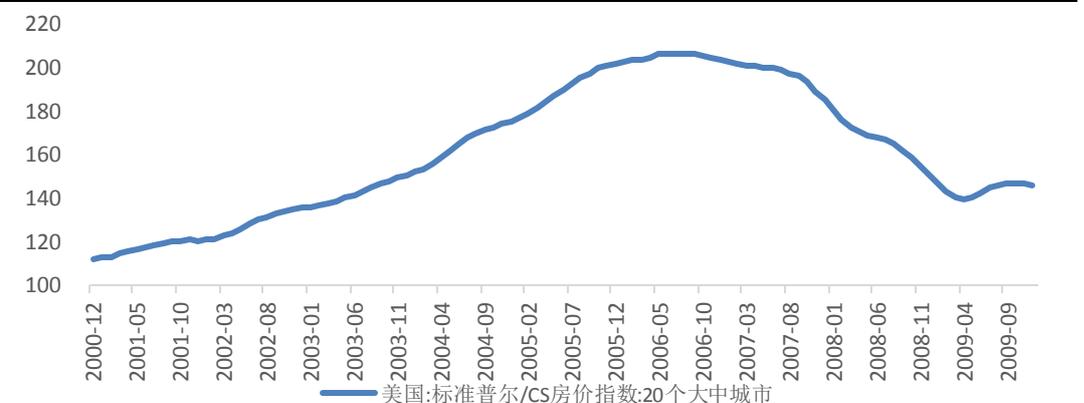
资料来源：财信证券，WIND

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

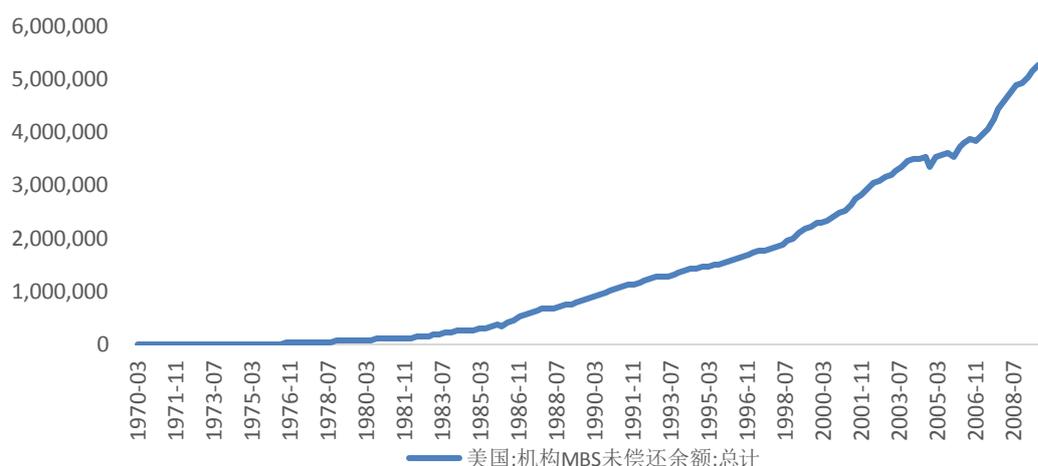
2.1 金融自由化——次级债市场扇动蝴蝶的翅膀，金融自由化促进危机传播

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

预览已结束,完整报告链接和二维码如下:

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_46318

