

**美国次贷金融危机专题**

**摘要：**美国这次金融危机经历了次贷危机、次级债危机和信用危机，现在危机又逐步向实体经济蔓延，并已经传导给欧洲和世界其他国家，本专题分析次贷危机的根源：房地产行业、货币政策和金融创新与监管等，对本次危机进行回顾与展望，我们得出：第四季度的实体经济情况将是决定美国金融危机第二次能否出现的关键，其中政府应对措施也十分关键，我们同样做了预测分析，如果第二次危机出现，将是美元阶段性反转走弱的决定因素，否则，美元将会在全球经济调整期一路走强，我们也对美元走强后的影响作简单分析。

放眼全球，分析危机从美国传递给亚太、欧洲等地途径及影响，传递途径有资本市场的直接作用与间接作用、实体经济等方面，并结合回顾了90年代亚太金融危机做一些比较。最后对美元走强，对美国和其他国家的影响作简单评述。

**目 录**

一、美国金融危机.....	- 2 -
I、危机起因：.....	- 2 -
II、危机过程：次贷危机大概可分为五个阶段：.....	- 2 -
III、信用放大与急剧收缩的过程.....	- 3 -
IV、金融创新产品在危机演化过程中的作用.....	- 4 -
V、对美国金融危机未来走势的展望.....	- 5 -
信贷资产质量仍面临较大风险：.....	- 5 -
杠杆系数低的金融机构和银行开始爆出危机：.....	- 5 -
减仓、卖空压力大，而市场资金流动性却不足：.....	- 6 -
对政府应对危机措施的回顾与展望.....	- 6 -
VI、美国房地产市场、住房抵押贷款及次级抵押贷款相关资料.....	- 7 -
二、美国金融危机对其他国家影响.....	- 12 -
I、美国金融危机对其他国家资本市场的直接影响.....	- 12 -
II、美国金融危机对其他国家资本市场的间接影响.....	- 13 -
III、美国金融危机对其他国家实体经济的影响.....	- 13 -
IV、欧洲和日本经济应对危机的能力.....	- 14 -
从世界经济资产持有形式来判断不同国家抗金融风险的能力.....	- 14 -
从银行的集中度来判断不同国家抗金融风险的能力.....	- 14 -
从居民资产持有形式来判断财富效应的影响.....	- 14 -
三、美元会走强，危机对美国国际竞争力影响有限，借鉴于九十年代金融危机对比.....	- 15 -
I、美元走强对美国有益.....	- 15 -
II、美元走强后的影响.....	- 16 -
附录一、美国次贷金融危机重大事件回顾.....	- 17 -

## 一、美国金融危机

### I、危机起因：

- 一、流动性过剩、低利率成本，推高房地产等资产价格，使房地产市场的泡沫严重；
- 二、货币政策突然转向，利率的上调，增加购房及月供的负担，使得住房抵押贷款，特别是次级住房抵押贷款市场危机爆发，违约率上升；
- 三、监管不到位，次级抵押贷款市场存在大量欺诈现象，许多不应获得贷款的人获得了贷款；
- 四、金融创新过度，杠杆风险过大，信用放大超出了监管层的管控范围。

### II、危机过程：次贷危机大概可分为五个阶段：

第一阶段：2007年3月-7月，次贷危机萌芽阶段，特点是抵押贷款发放类公司受损，濒临倒闭，房屋销售量大幅下降，次级贷款资产抵押支持的次级债被降级，债券市场价格开始波动。标志性事件：新世纪金融公司破产、标准普尔下调次级债评级、贝尔斯登旗下对冲基金濒临瓦解。

第二阶段：2007年8月-12月，次贷危机发展阶段，特点是央行开始不断注入流动性，向银行系统注资，并启动降息周期，美国进入降息周期。标志性事件：房地产信托投资公司申请破产保护，次级住房抵押贷款市场爆发危机。

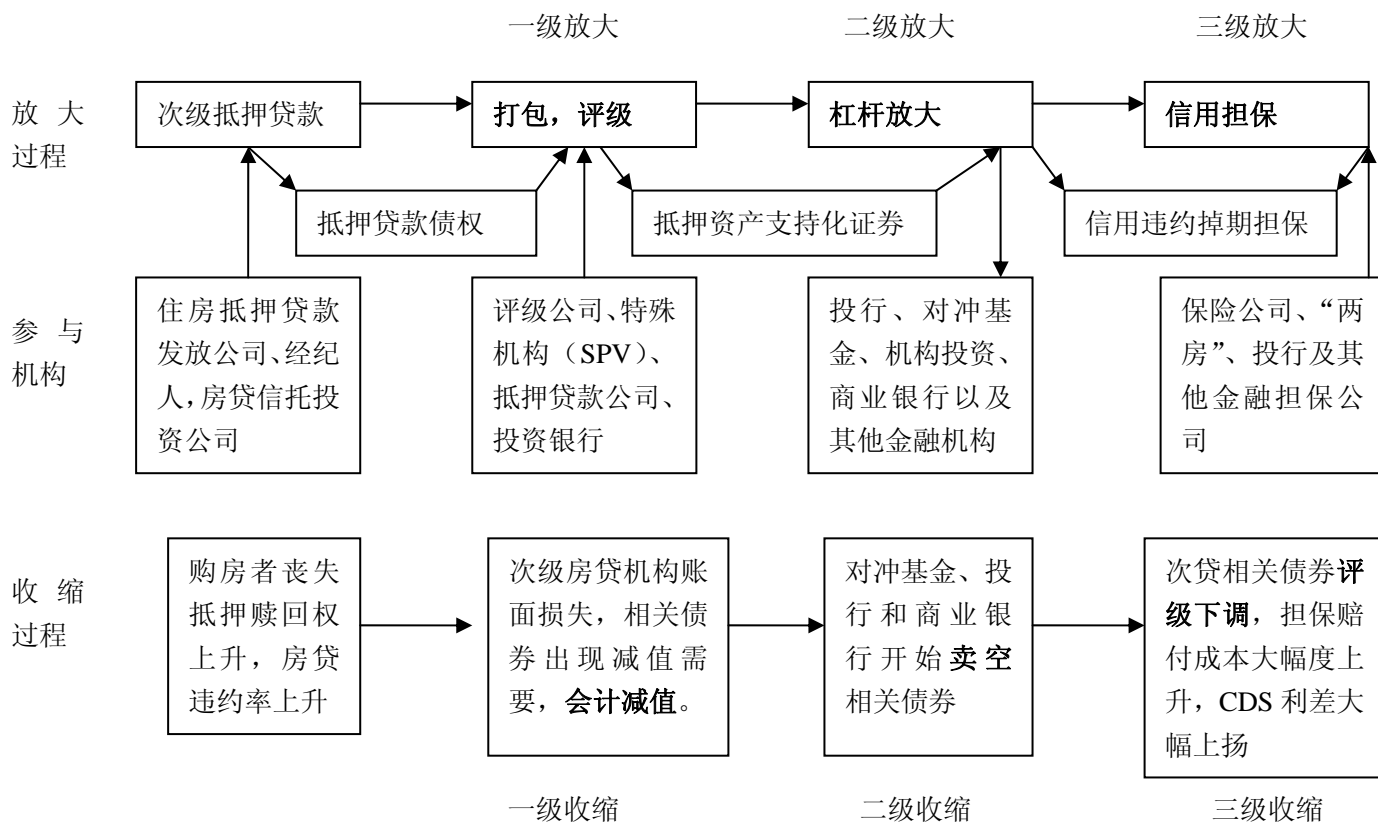
第三阶段：2008年1月-2月，金融危机深化阶段，特点是大型银行、投行和保险公司爆出巨额亏损。标志性事件：花旗和美林相继报出98.3亿美元的四季度亏损，AIG冲减150亿美元次债损失。

第四阶段：2008年3月-7月，金融危机加速蔓延阶段，特点是对冲基金出现巨亏，高杠杆的投行面临破产危机，市场卖空压力陡增。金融危机标志性事件：贝尔斯登濒临破产，被摩根大通收购，凯雷资本被迫清盘。

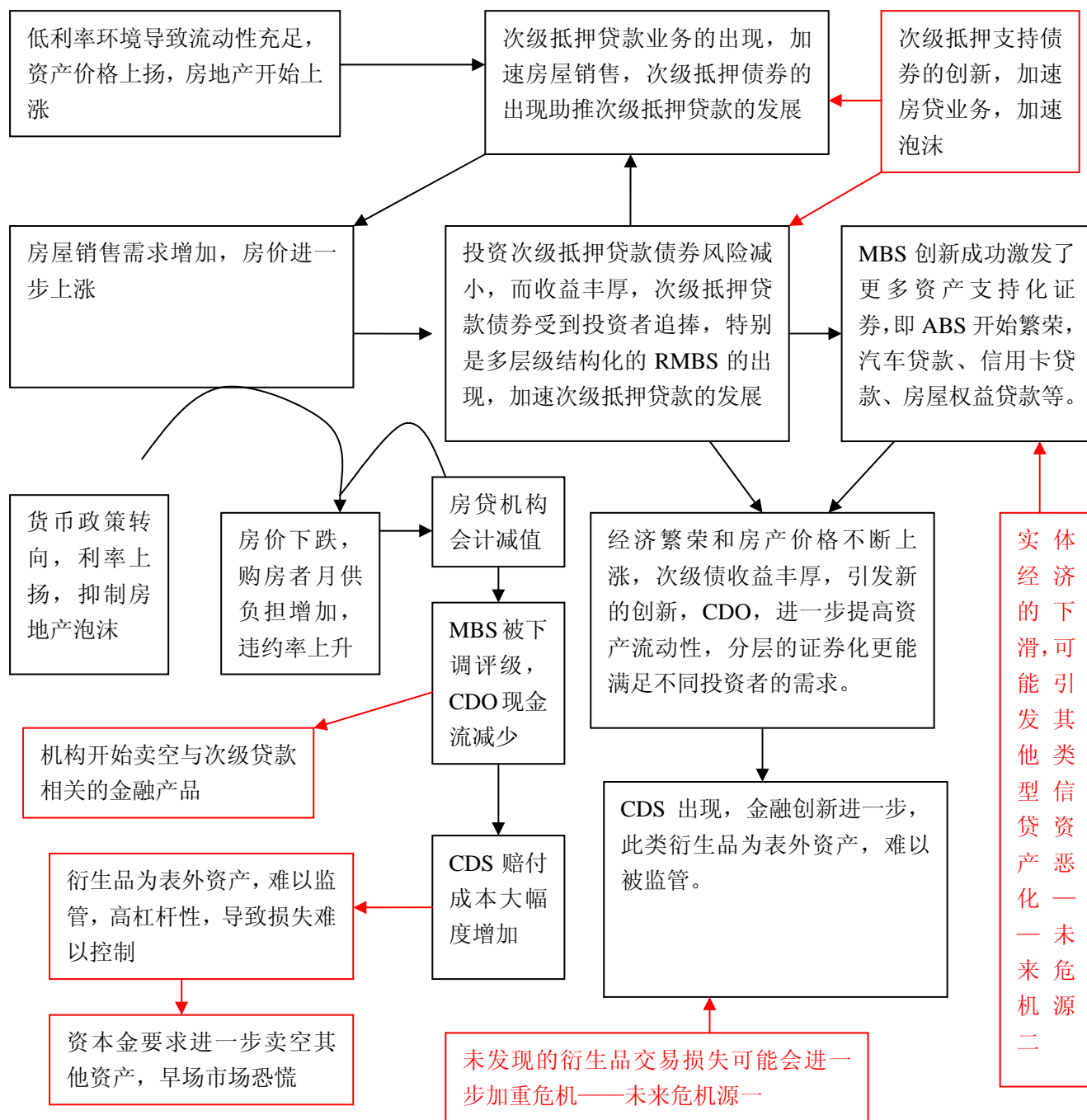
第五阶段：2008年8月至今，金融危机升级为金融海啸，特点是华尔街大金融机构或倒闭或被收购或转型或被接管，银行间三个月libor飙升，市场流动性骤然冻结。标志性事件：两房报出危机，财政部斥资3000亿美元救助，最后接管“两房”，雷曼兄弟申请破产保护，美林被美国银行500亿美元收购，AIG被接管，高盛和摩根斯坦利被许可经营传统银行业务，华盛顿互惠银行倒闭。

### III、信用放大与急剧收缩的过程

由行业性泡沫最终演化为金融危机，在传导过程中经历了信用的多层放大与急速收缩的过程，下面是次贷产品演化为金融危机通过三层放大和三层收缩，情况如下



### IV、金融创新产品在危机演化过程中的作用

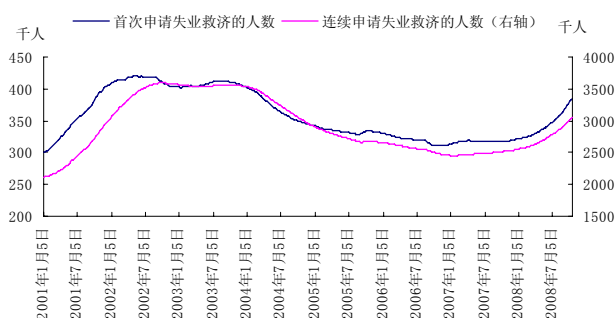


## V、对美国金融危机未来走势的展望

### 信贷资产质量仍面临较大风险:

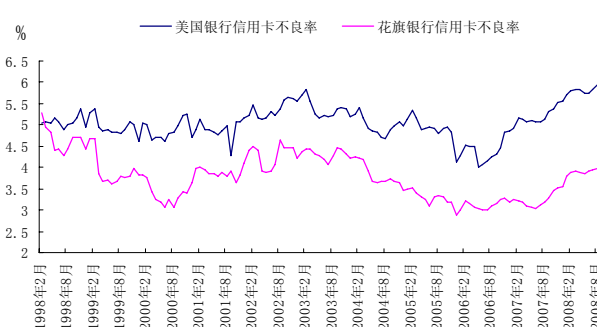
- 目前出现违约的主要是次级浮动利率贷款（约 10% 的住房贷款比例），还有 4% 的次级固定抵押贷款和 11% 的 Alt-A 类住房抵押贷款质量面临恶化风险，在房价继续下调，和失业继续上升，经济前景不明朗的情况下，这部分贷款质量存在较大的风险。
- 失业率继续攀升，实体经济开始下滑，信用卡不良率开始创新高，其他诸如汽车贷款、学生贷款等基础信贷资产质量面临较大违约风险。

图 1：美国失业人数情况



资料来源：bloomberg，第一上海研究部

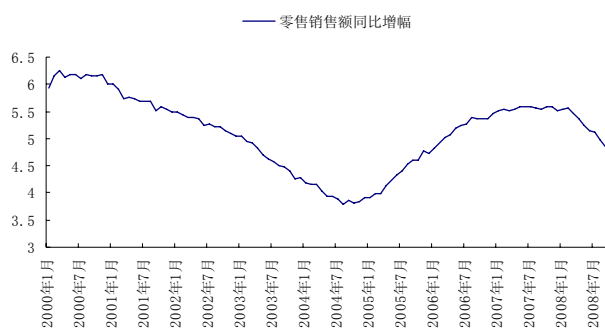
图 2：美国两大银行信用卡不良率情况



资料来源：bloomberg，第一上海研究部

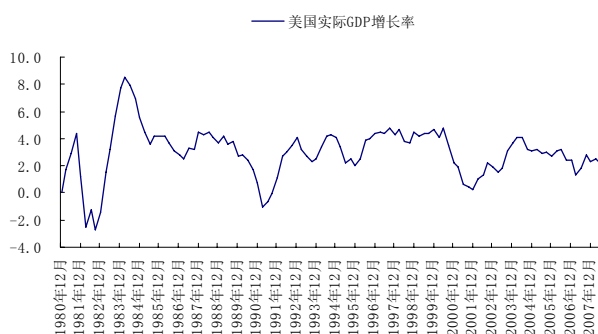
- 消费开始疲软，企业投资意愿下降，经济开始衰退，危及企业贷款质量。

图 3：美国零售总额同比增幅情况



资料来源：bloomberg，第一上海研究部

图 4：美国 GDP 增长情况



资料来源：bloomberg，第一上海研究部

### 杠杆系数低的金融机构和银行开始爆出危机:

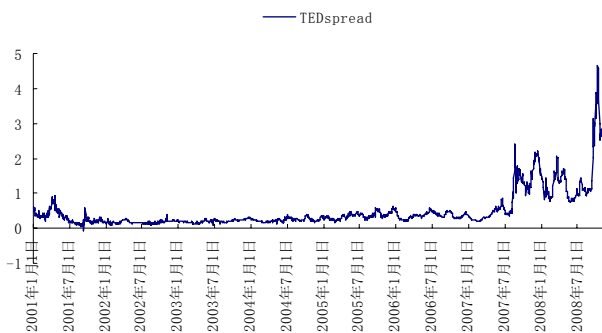
联邦存款保险公司 8 月表示全美第二季度“问题银行”达到 117 家，2008 年以来全美有 17 家银行破产或被并购，在金融危机进入高潮后，华盛顿互惠银行、印地麦克银行、美联银行以及布雷顿市自由银行等出现危机，并被接管或收购。未来可能有更多的银行和金融机构爆出危机，这将

进一步侵蚀金融系统。

**减仓、卖空压力大，而市场资金流动性却不足：**

从图3和图4可以看出市场流动性仍然不足，信贷担保违约成本仍然很高，金融机构仍处于去杠杆化的过程。

图4：美国libor与国债收益率差额走势图



资料来源：bloomberg，第一上海研究部

图5：美国重要金融机构CDS利差图走势

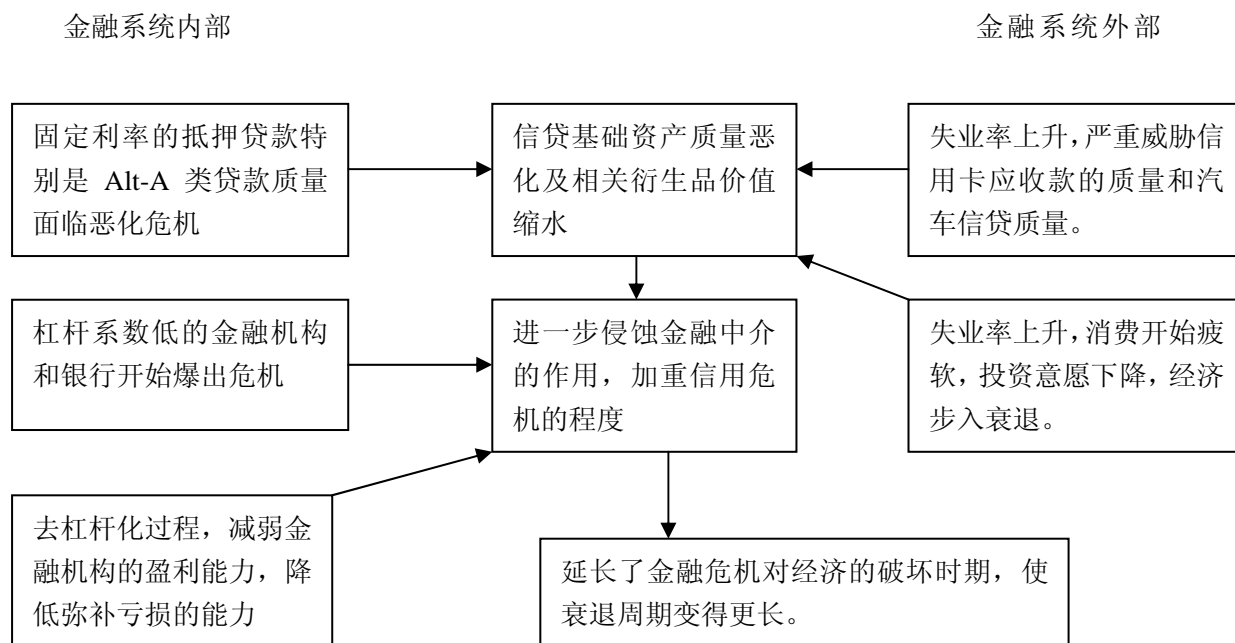


资料来源：bloomberg，第一上海研究部

**对政府应对危机措施的回顾与展望**

- 向市场注资，增加流动性。在金融系统基础作用尚未破坏时，比较管用，但当整个金融系统都出现作用失灵时，效果有限，需要其他政策相配合。
- 降低联邦基准利率，指导降低市场融资成本，但市场出现流动性陷阱时，效果也十分有限。需要解决金融系统本身的根源问题。
- 直接救助金融机构，购买股权、资产或促进金融机构重组，力保金融机构生存问题，但危机还在延续中时，这是治标不治本。
- **危机的根源**有三个，一个是**信贷资产质量**，政府要想办法阻止这一部分资产继续恶化或将其剥离，切断危机的第一源头，**预计**未来美国政府可能对住房抵押贷款进行一定程度上的担保；二、金融衍生品的创新与杠杆的放大，导致**监管不力**，加紧修改华尔街游戏规则，制定一些更为严格的监管措施；三、市场对未来金融机构的状况**缺乏信心**，这正是信用危机的可怕，政府应该注入国家信用，对新的正常交易进行全额担保，以帮助市场恢复信心。

美国金融危机未来可能演变情况



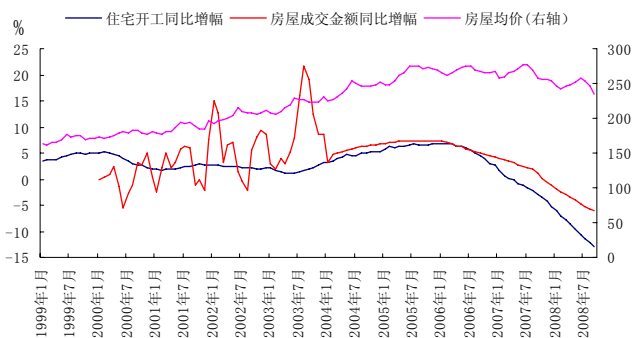
**小结:** 布什政府若能及时将危机的三个根源性的问题尽快解决, 并配以刺激经济的财政计划的话, 美国经济能在第四季度开始好转的话, 那么美国金融危机就能真正进入到尾声, 美元会继续走强, 给美国带来资本和廉价的原材料, 以帮助美国经济走出困境, 但如果政府应对措施不力, 或第四季度经济继续恶化, 很可能会引发金融危机第二次浪潮, 这会阶段性的扭转美元走势, 并延长美国经济在危机中挣扎的时间。

## VI、美国房地产市场、住房抵押贷款及次级抵押贷款相关资料

**低利率刺激房地产市场发展:** 美联储从 2000 年底开始了连续 13 次的降息, 将联邦基准利率从 6.5% 降到 1%, 并维持一年多时间这样的低利率, 在这低利率的环境下, 刺激了房屋住宅的开工建设 (如图 1 所示), 充足的流动性活跃了房地产市场。

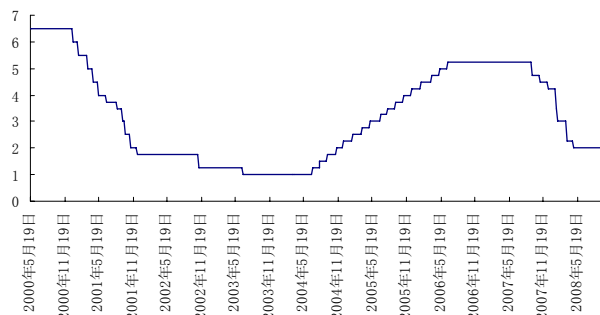
**次级抵押贷款及浮动利率贷款扭曲加息政策效果:** 此后美联储在 2004 年六月份开始连续加息, 使得住房新开工数增速放缓, 而房价在流动性充足与次级贷款活跃的刺激下继续上扬。进入 2006 年 6 月份, 联邦利率已达到 5.25%, 此时相当多的浮动利率贷款结束了优惠利率期, 进入贷款利率重新定价时期, 购房者按揭还贷压力陡增, 违约率不断攀升, 房贷申请门槛提高, 房屋成交量下降, 房价开始下滑, 从图 1 可以看出, 房屋成交金额同比降幅远大于房价降幅, 说明成交量下降比较快, 抵押资产开始缩水, 发放贷款的机构开始遭受损失。

图 6: 美国住房开工建设与销售情况



资料来源: bloomberg, 第一上海研究部

图 7: 美国联邦基准利率

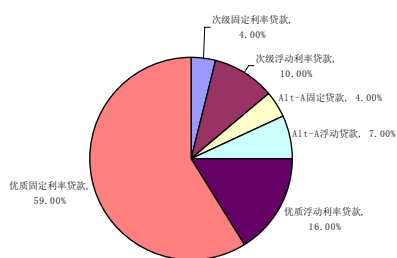


资料来源: bloomberg, 第一上海研究部

**非优质类抵押贷款占比较大:** 美国住房抵押贷款分为: 优质类贷款, Alt-A 类贷款和次级类贷款, 下面两幅图将展现美国贷款市场和住房抵押贷款的情况。

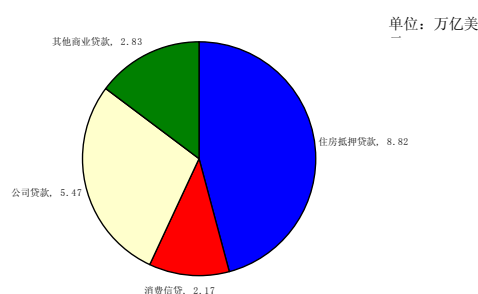
美国信贷资产中近一半是住房抵押贷款, 而住房抵押贷款中近 25% 是非优质类贷款, 这些次级抵押贷款和 Alt-A 类贷款的资产质量对整个信贷资产质量影响重大。

图 8: 美国抵押贷款市场结构现状 (2006 年)



资料来源: 第一上海研究部

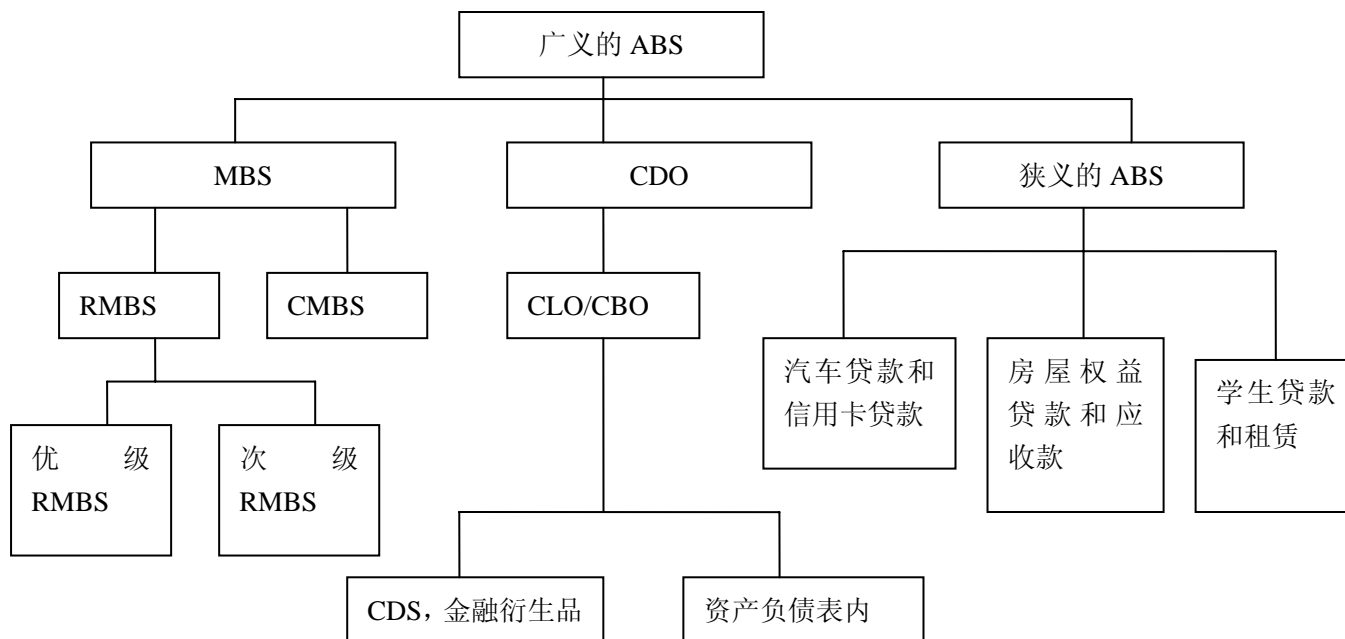
图 9: 美国贷款市场结构图 (2006 年)



资料来源: 第一上海研究部

重要的金融创新产品介绍：

重要金融创新产品谱系

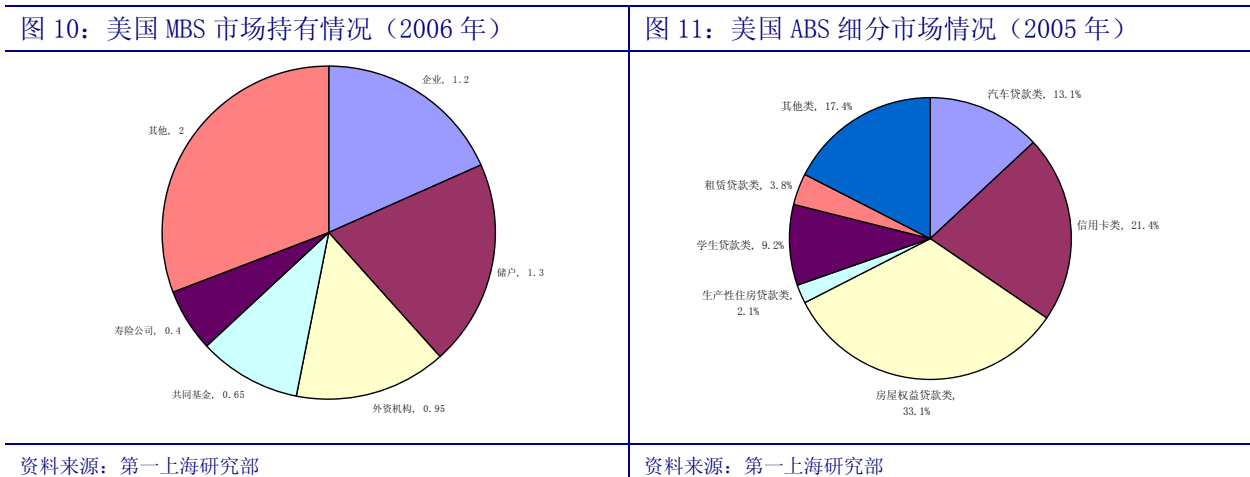


**抵押贷款证券化**（mortgage backed securitization, MBS），就是把金融机构发放的住房抵押贷款汇集起来，形成一个资产池，通过一定的结构安排对影响这些资产现金流的风险与收益要素进行分离与重组，再配以相应的信用担保和增级，将其转变可以在金融市场上出售的和流通的证券，以融通资金，提高资产的流动性，并分散抵押贷款风险。

- 抵押贷款支持证券按担保房地产的不同又分为住宅抵押贷款支持证券（Residential mortgage Backed securities, RMBS）和商业抵押贷款支持证券（commercial mortgage backed securities, CMBS），前者占市场的 90%左右。
- 按发行机构可以将抵押贷款支持证券划分为机构抵押贷款支持证券和非机构抵押贷款支持证券，机构主要是联邦政府国民抵押贷款协会（Fannie Mae 房利美）、美国政府国民抵押贷款协会（Ginnie Mac）和联邦住房贷款抵押公司（Freddie Mac 房地美），目前机构发行的抵押贷款支持的债券占市场的 94%，三家机构发行量占市场近 50%。

**MBS 的规模、分类和持有情况**

MBS 主要由机构发行，其中近 50%是有三大机构（“两房”和政府国民抵押贷款协会）发行。优质的 MBS 在 2003 年开始低于次级和 Alt-A 类，2006 年，从发行量看，优质类占 MBS 发行量的 20%，次级占 45%和 Alt-A 类占 35%；从存量看，MBS 规模有 6.5 万亿美元，而次级类只有 7320 亿美元，占比为 11%，Alt-A 类资产支持的债券占比有 14%，非优质类抵押贷款支持的债券占比达到 25%，规模达到 1.6 万亿美元。

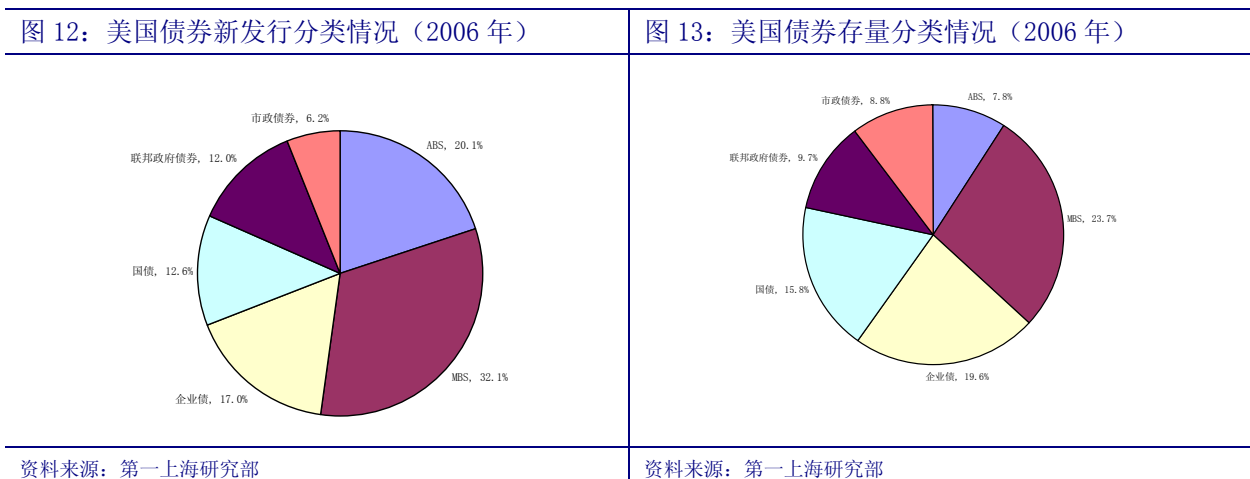


**资产支持证券** (Asset backed security, ABS) 将缺乏流动性的资产转换为在金融市场上可以自由买卖的证券, 使其具有流动性。广义上的 ABS 是包括实体资产支持的证券、信贷资产支持的证券 (其中包括 MBS)、证券资产支持的证券、现金资产支持的证券, 狭义的资产支持证券是指信贷资产证券化, 指非住房抵押贷款资产支持的证券 (ABS)。

**狭义 ABS 的分类及结构情况**

狭义资产支持证券 ABS (本文所指) 按支持的资产细分为:

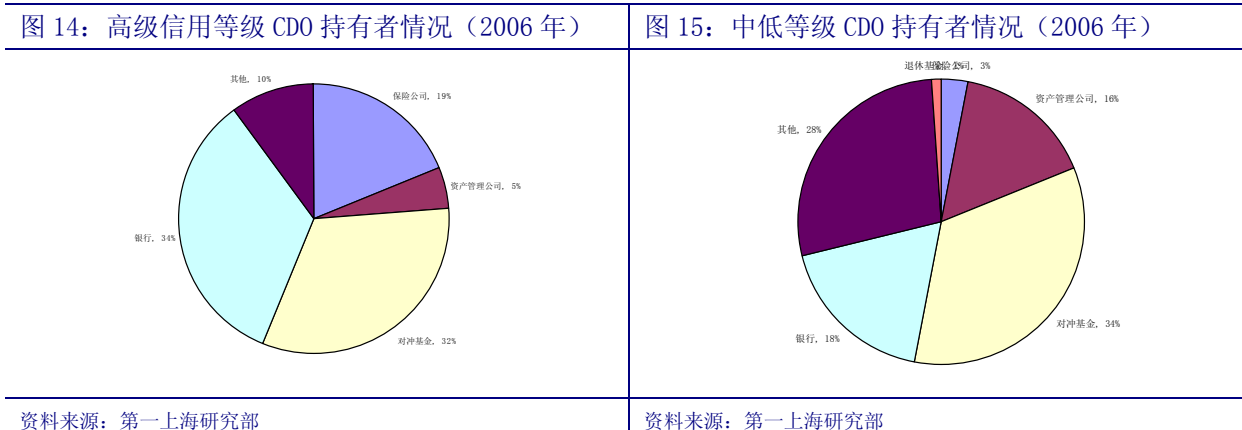
- 汽车贷款支持证券,
- 信用卡应收款支持证券
- 学生贷款支持的证券
- 房屋权益贷款 (home equity loan) 支持的证券
- 生产性房屋贷款支持证券
- 租赁费用支持的证券



**CDO 的结构、规模与持有情况**

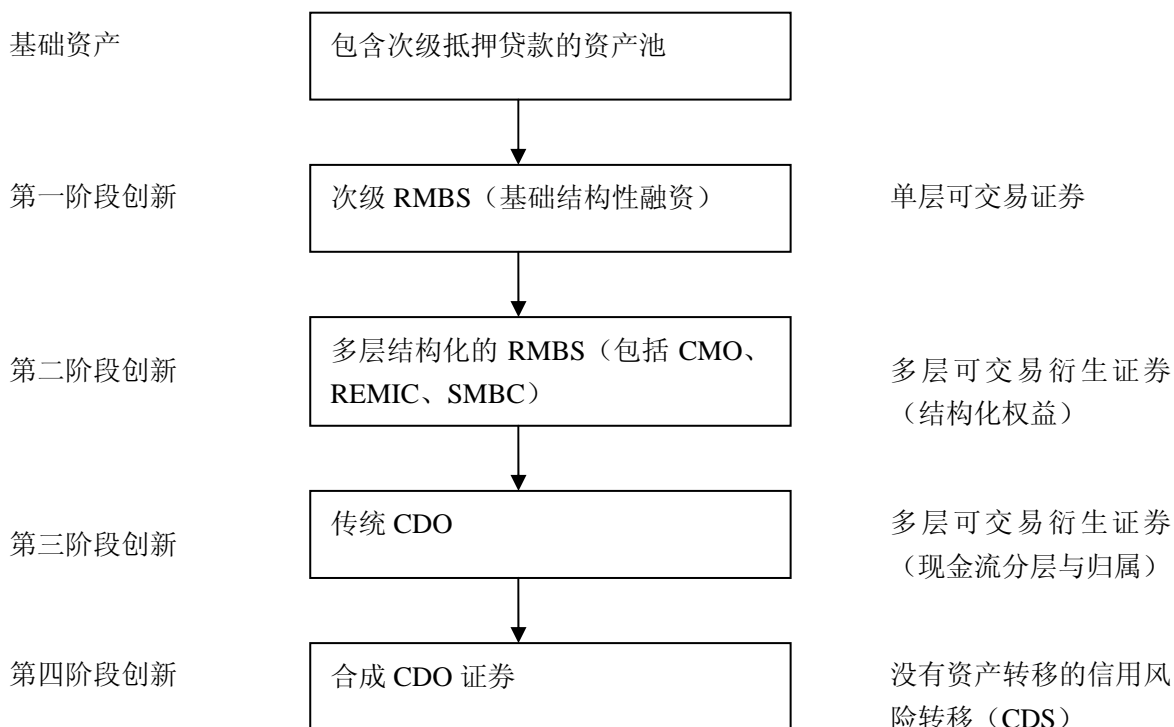
担保债务权证 (Collateralized debt obligation, CDO), 多以次级抵押贷款和 Alt-A 类贷款为支持的, 对这些贷款进行重新划分, 并打包, 开发出资产支持性的抵押债务权益, 其又分为信贷资产证券化

(Collateralised Loan Obligation, CLO)和债券资产再证券化 CBO(Collateralised Bond Obligation) CDO 市场有四个层级，即高信用等级、中间信用等级、低信用等级和权益层，CDO 资产池获得的现金流将按照上述的层级由高向低逐层优先分配，其中权益层多为发行者自行持有。



### CDO 的由来及演化

广义的次级抵押债券市场共分三个层级：第一层级是初级证券化产品，即次级 RMBS 市场；第二层是次级 RMBS 的衍生证券市场，包括抵押担保债券 (collateralized mortgage obligation, CMO)、房地产抵押贷款投资融资信托 (real estate mortgage obligation, REMIC)，以及剥离式抵押支持证券 (stripped mortgage backed security, SMBS) 等市场；第三层级是在上述产品基础上进一步证券化的产品即传统的 CDO，现金流型，证券与基础资产的所产生的现金流相关，证券的风险收益取决于基础资产所产生的现金流，不受基础资产的市场影响。合成的 CDO，发行人并不拥有基础资产而是通过结构性信用违约互换 (CDS) 间接拥有基础资产的敞口，并将发行人的风险转移给 CDO 的投资者，而投资者以保险金的形式获得收益；混合型是现金流型和合成型的混合产品。

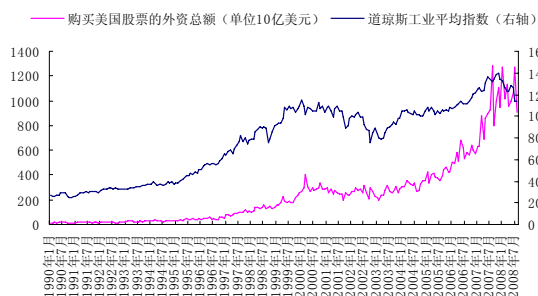


## 二、美国金融危机对其他国家影响

### I、美国金融危机对其他国家资本市场的直接影响

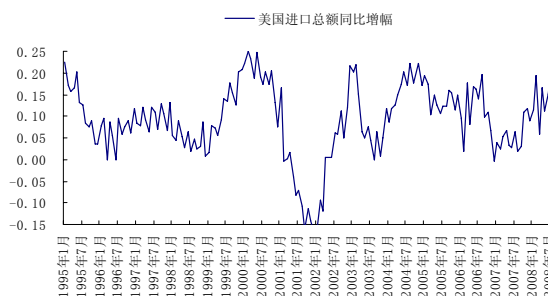
外国投资者投资于美国股市直接损失是相当的，从图 可以看出外国投资者几乎在道琼斯工业平均指数处于高位时买入美国股市的股票，而在低位时卖出，特别是 2007 年初，大笔资金进入美国股市，而现在道指从高位已经下跌了近 36%，使得外国投资者直接投资损失巨大。

图 16: 外资投资于美国股市的规模情况



资料来源: bloomberg, 第一上海研究部

图 17: 美国进口总额同比增幅



资料来源: 第一上海研究部

## II、美国金融危机对其他国家资本市场的间接影响

从表 1 可以看出,美国金融资产在全球的比重超过了一半以上,而这些金融资产的价格大幅度缩水,对全球投资者来不能不说是一个巨大的心理压力,在这个背景下,国际投资机构通过在其他市场抛售资产来弥补资金的短缺,进而引发全球股市卖空,在伴随实体经济放缓的担忧下,利空因素一个接一个,市场会发生恐慌性抛售,资产价格会发生大幅度下跌。全球股市指数纷纷下跌:恒生指数从最高点下跌了近 70%,而日本日经指数从高点下跌了近 60%,德国 DAX 指数由高点下跌了近 40%,法国 CAC 指数由高点下跌近 50%,英国富时 100 指数则下跌了 35%左右,全球资产都已经大幅缩水。

表 1 : 美国金融资产在全球金融资产中的比例 (2003 年)

美国金融资产在全球的份额 (2003 年)	
科目	占比
人口	4.50%
GDP	28.90%
银行资产	10.60%
银团贷款	13.50%
债券市场	44.90%
权益市场	50.00%
非政府债新发量	53.20%
权益新发量	57.00%
完成并购案 (按市值)	52.80%
管理养老资产	59.40%
共同基金资产	53.00%
资产管理	51.00%
贷款牵头行	77.00%
债券与股票结算	66.30%
购并与咨询服务	78.60%

资料来源:第一上海研究部

## III、美国金融危机对其他国家实体经济的影响

美国金融危机对其他国家实体经济的影响表现在两个方面,其一是直接通过资本市场的作用,使得其他国家的金融系统、资本市场也卷入危机中去,由他们自身的金融危机引发对实体经济的损害;另一是通过国际贸易,减少对其他国家产品的需求,降低其他国家产品的市场需求,直接导致经济增长停滞,甚者倒退。

## IV、欧洲和日本经济应对危机的能力

### 从世界经济资产持有形式来判断不同国家抗金融风险的能力

分析一下在金融危机中，财富以现金或存款形式持有抗金融危机的能力较强，债券次之，股票最差，保险和养老基金是一种投资组合，介于上面三者之间。

从下表可以看出美国抗经济危机的能力相对较弱，因为银行存款占比较小，而债券资产和股票占比较大，在市场动荡中，财富缩水效应明显，因此，从财富保有形式看，美国抵抗金融风险的能力较弱，英国保险和养老金的占比较大，受到资产价格波动的影响也较大，而且存款占比并不高，因此，英国的抗金融风险的能力也相对较弱。相对而言，德国和日本的抵抗力较强。

表 2: G4 国家财富持有形式比较分析

年末	日本		德国		美国		英国	
	1990	2000	1990	2000	1990	2000	1990	2000
现金、存款	48.50%	54.00%	45.80%	35.20%	19.30%	10.60%	30.70%	22.30%
债券	8.50%	5.10%	13.70%	10.10%	12.80%	9.20%	1.80%	1.30%
投资基金	3.80%	2.60%	4.10%	10.50%	5.50%	11.90%	0.60%	5.80%
权益资本	12.60%	6.40%	10.50%	16.80%	33.80%	34.10%	16.20%	16.90%
保险、养老金	19.70%	27.00%	24.90%	26.40%	25.70%	31.60%	45.10%	50.30%
其他	6.90%	4.90%	1.00%	1.00%	2.90%	2.60%	5.60%	3.40%

资料来源：第一上海研究部

### 从银行的集中度来判断不同国家抗金融风险的能力

从下图可以看出美国银行的集中度较低，金融危机对实体经济的破坏力相对其他国家会比较小，而英国的集中度较高，并且银行资产占 GDP 的比重大，受金融危机的影响会大一些。

德国和法国的银行集中度高，银行资产占 GDP 的比重大，金融系统的危机对实体经济的影响要比美国大的多，一旦金融系统危机发生，对实体经济的影响将是十分巨大的。这也是正目前市场担心金融危机传递到欧洲后，对欧洲实体经济的担心。

表 3: G5 银行集中度比较 (2003 年)

国家	银行家数	银行集中度 (R3)	ASSET/GDP (%)
法国	425	63.6	151
德国	330	89.5	152
日本	150	28.3	150
英国	491	29.1	259
美国	10971	13.3	53

资料来源：第一上海研究部

### 从居民资产持有形式来判断财富效应的影响

居民持有的存款较多，则受到金融危机冲击较小，财富缩水效应就小，从而对消费的影响就会小些，而以股票形式或基金形式持有的，受资产价格变动的影响就会大些，债券次之，保险的相

对较小。从表4可以看出欧洲和美国的居民在危机中的财富缩水效应要明显大于中国和日本，因此居民会减少消费，降低刺激未来经济增长的需求，金融危机对实体经济的影响就会更深远一些。

表4：主要国家居民持有财富的形式比较（2002年）

	日本	欧洲	美国	中国
存款	41.40%	17.30%	9.90%	69.41%
货币市场基金	0.20%	0.80%	3.10%	0.00%
证券（除股票外）	4.50%	6.80%	6.40%	4.36%
股票	8.50%	21.30%	33.10%	10.00%
共同基金	2.40%	9.50%	12.90%	0.00%
人寿保险	17.70%	17.00%	7.10%	4.20%
个人养老金	9.70%	10.00%	23.80%	0.00%
其他	15.60%	17.30%	3.70%	12.03%

资料来源：第一上海研究部

**小结：**美国金融危机对欧洲的影响最快，同时欧洲对美国危机的抵抗能力也最差，而欧洲受灾后，日本也难以摆脱危机，其他发展中国家收到影响是必然的，中国受到的影响将主要是出口部门的需求下降，全球经济将全面进入放缓阶段。

### 三、美元会走强，危机对美国国际竞争力影响有限，借鉴于九十年代金融危机对比

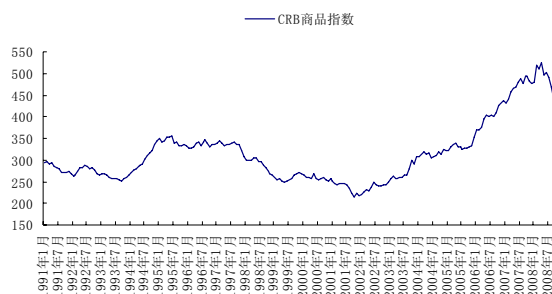
**美元会走强：**在第二部分我们已经分析和比较了欧洲和日本以及中国的抵抗金融危机的能力，欧洲抵抗此次金融危机的能力较弱，而日本只是相对好一些，中国会强一些，其他国家和地区经济依赖性很强，如果欧洲经济陷入严重衰退，日本经济开始衰退，中国经济开始减速，美国经济继续处于金融危机后遗症中，全球其他经济体大多数都要跨的，在这个背景下，美国反而变得比较安全，美国企业的生产率仍然处于领先低位，金融危机只是打破了美国的“经济运行秩序”，一旦这个秩序得以恢复，美国的经济增长将会是有保障的，而相反，其他国家，无论是资源出口型还是工业品出口导向型，都面临经济需求不足，经济转型的过程，加上政府和企业应对金融危机和经济转型应变能力的相对较弱，未来经济不确定性很大，这些是决定美元未来会走强的基础。

#### I、美元走强对美国有益

- 次贷危机使美国金融系统大量“失血”，恢复经济，需要资金，美元走强，不仅可以保持美元的世界货币地位，还可以吸引大量资金进入美国，弥补金融系统资金不足的问题；
- 美元走强，可以打压大宗商品价格，降低美国制造业的原材料成本，以利于启动经济。见图18，22中原材料类型的基础商品价格指数快速下跌，从图形技术分析角度看，有可能跌到近乎上一个低点，那意味着还有一半的幅度要下跌，而美元走强将是打压价格下跌的有力手段。
- 出于实体经济层面的需要，美国将减少商品进口，但维持一定生活必需品的进口，升值会降低进口成本，从而降低工人生活成本。为弥补过去“借贷消费的虚脱”，需要充实自己的经济实力，

美国会减少商品进口，但对中低端生活必需品的需求会减少的相对较少，因为美国经济恢复不会指望在这些产品的制造上，同时生活必需品的需求弹性较小。

图 18: 22 种敏感商品价格走势图



资料来源: bloomberg, 第一上海研究部

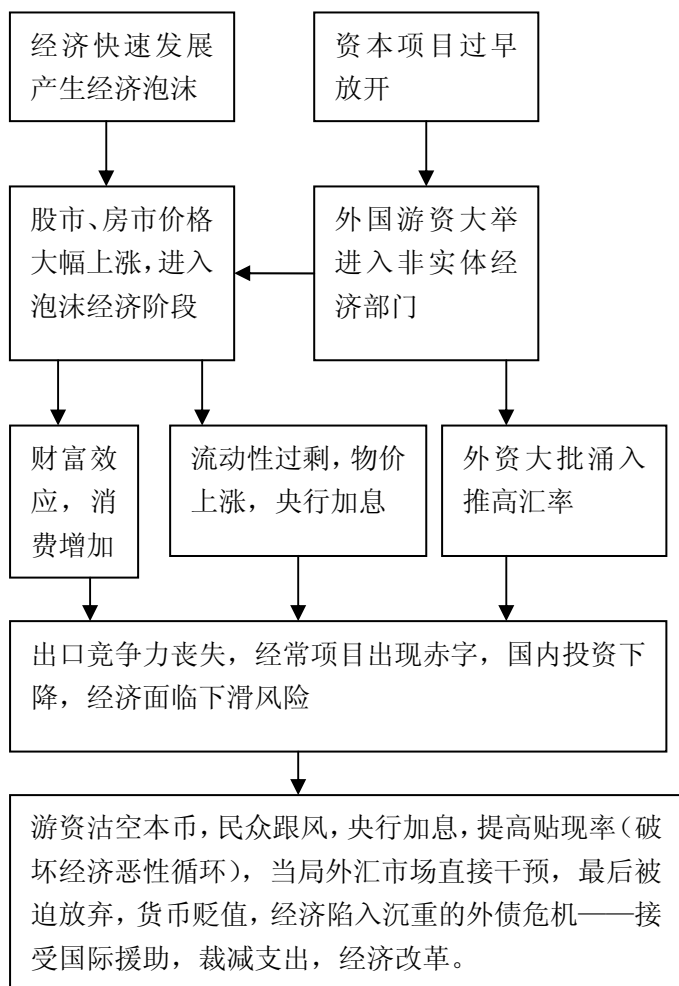
## II、美元走强后的影响

### ➤ 资源出口国受打击较大，易引发外债危机

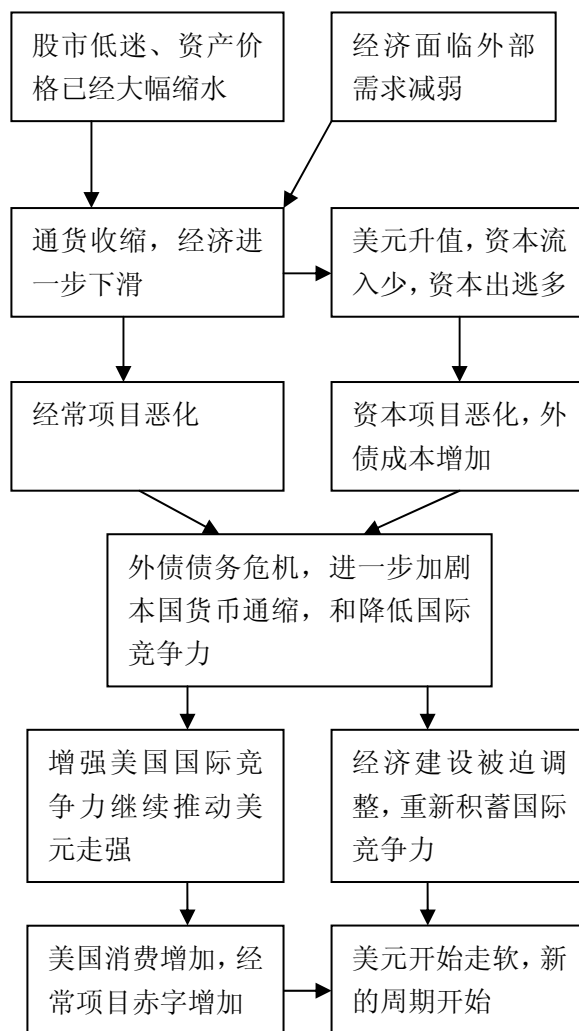
出口收入减少，出口部门难以再吸引新的外资，甚至原来投资于国内的外资会撤资，如遇大批到期外债，并且资本项目开放，那么在国际游资的冲击下很可能会爆发像墨西哥的债务危机，从而进一步加剧危机对实体经济的影响。不过与泡沫危机不同的是目前全球主要股市的指数均有大幅下跌，而此次危机的根源并不在国内，而是由外部输入的，所以危机的破坏程度应该会比 90 年底的危机要小。

- 资源出口国的贸易国会受牵连：降低贸易伙伴国的出口需求，甚至已经销售的货款都难以按时收回。
- 美元走强后，可能会引起发展中国家债务危机，下面我们把 90 年代金融危机的共性和可能发生的发展中国家危机做一对比分析，90 年代发展中国家的经济本身出现了较大的泡沫，这是危机的重要根源，而现在的情况是危机由外部输入，国内经济泡沫成分并不多，因此，危机的负面影响不会太大。这些国家和地区将经历一场艰难的经济转型调整，而这一调整期的结束，就是美元反转时期的开始。
- **对中国的影响：**一、我国同样可以获得较低的原材料，这是我国发展大规模工业的良好时期，特别是一些战略性资源，如石油、铁矿石、铜矿等；二、有利于我国维持对外出口，减弱美国需求减弱的影响，人民币升值将放缓，甚至会有一定幅度的逆转，这可以给我赢来产业转型的宝贵时间，以避免经济大起大落。

90 年代金融危机共性图解



美国次贷对发展中国家可能引发的危机图解



## 附录一、美国次贷金融危机重大事件回顾

日期	事件	点评
2007 年 2 月 13 日	美国最大房贷公司减少房贷; 汇丰控股为美国次级房贷增加 18 亿美元的坏账准备; 新世纪金融公司发布盈利预警。	次贷风险拉开序幕
2007 年 3 月 12 日	美国新世纪金融公司宣布破产	第一阶段,标志次贷风暴正式刮起
2007 年 4 月 24 日	美国 3 月份成品屋销量下降 8.4%, 进一步诱发房价下	

	跌，加深次贷风波	
2007年7月10日	标普降低次级抵押贷款债券评级，全球金融市场大震荡。	次贷危机开始转向次级债危机
2007年7月19日	贝尔斯登旗下对冲基金濒临瓦解	
2007年8月1日	麦格理银行宣布旗下两只高收益基金投资者面临25%的损失。	
2007年8月5日	贝尔斯登总裁沃伦-斯佩克特辞职	
2007年8月6日	房地产投资信托公司申请破产保护	第二阶段：美联储开始向市场注资，并启动降息周期
2007年8月9日	法国巴黎银行宣布卷入美国次级债危机； 全球大部分股指下跌；金属原油期货大幅跳水。	
2007年8月10日	欧洲央行开始出手干预； 美联储发表声明表示要提供流动性。	
2007年8月11日	世界各地银行48小时内注资超过3262亿美元；美联储三天内向银行注资380亿美元。	
2007年8月14日	以沃尔玛和家得宝为首的数十家公司因次级债危机蒙受损失，美股应声大跌； 美国、欧盟和日本三大央行再次注资720亿美元救市，亚太经济体推迟加息。	
2007年8月15日	欧洲央行再次向银行系统注资77亿欧元	
2007年8月16日	加拿大向银行注资37亿美元，美国向银行系统注资170亿美元； 日本向银行系统注资35亿美元； 美国最大商业抵押贷款公司股价暴跌，面临破产。	
2007年8月17日	美国向银行系统注资60亿美元，美联储降低窗口贴现率50个基点至5.75%； 日本向银行系统注资106亿美元。	
2007年8月18日	俄罗斯向银行系统注资0.2亿美元。	
2007年8月20日	美国向银行系统注资35亿美元； 日本向银行系统注资87亿美元；	
2007年8月21日	美国向银行系统注资37.5亿美元； 日本注资70亿美元；澳大利亚注资28.5亿美元。	
2007年8月22日	美国再向银行系统注资20亿美元； 欧洲央行追加400亿欧元的再融资操作。	
2007年8月23日	英国向商业银行贷出3.14亿英镑应对危机； 美联储再向金融系统注资70亿美元。	
2007年8月28日	美联储再向金融系统注资95亿美元	
2007年8月29日	美联储再向金融系统注资52.5亿美元	
2007年8月30日	美联储再向金融系统注资100亿美元	

2007年8月31日	美国总统布什提出协助背负次优抵押贷款的房屋所有人的提案； 伯南克宣布联储将努力次级房贷风波	
2007年9月1日	英国银行遭遇现金饥渴	
2007年9月4日	国际清算行与标准普尔对次贷风波产生严重分歧	
2007年9月13日	欧洲央行再次向银行系统注资 750 亿欧元	
2007年9月18日	英国北岩银行再次遭受挤兑； 美联储下调基准利率至 4.75%	
2007年11月1日	美联储再度降息 25 个基点	
2007年12月6日	英国央行宣布降息 25 个基点； 布什宣布次级房贷解困计划	
2007年12月12日	美联储再次降息 25 个基点，并将贴现率降至 4.75%	
2007年12月13日	美欧中央银行联手应对信贷危机	
2008年1月15日	美国最大银行花旗集团公布第四季度亏损 98.3 亿美元，并表示公开发行业及私人配售方式筹资 125 亿美元	第三阶段：危机深化，大金融机构相继报出巨额亏损，引发市场信心下降
2008年1月17日	美林公司第四季度亏损 98.3 亿美元	
2008年1月22日	美联储宣布将联邦基准利率下调 75 个基点至 3.5%，隔夜拆借利率下调 75 个基点至 4%	
2008年1月30日	瑞士银行宣布受高达 140 亿美元的次贷资产的冲减拖累，第四季度预计出现亏损 114 亿美元	
2008年1月31日	美联储将联邦基准利率下调 50 个基点，至 3.0%，将贴现率下调 50 基点，至 3.5%	
2008年2月19日	瑞士第二大银行瑞士信贷集团公布 2007 年在次贷相关资产上的冲减达 18 亿美元	
2008年2月27日	美国最大的抵押贷款机构房利美宣布，由于丧失抵押品赎回权的不断增加，该机构 2007 年四季度发生 35.5 亿美元的巨额亏损	
2008年2月28日	美国最大的保险公司 AIG 宣布冲减 150 亿美元次级债损失； 苏格兰皇家银行宣布冲减 29 亿英镑的次级债损失	
2008年3月11日	美联储宣布通过短期贷款拍卖方式向华尔街大型投资银行“输血” 2000 亿美元； 欧洲央行也宣布了类似的“救市举措”	第四阶段：大投行或对冲基金开始面临倒闭的危机，进一步加剧危机在金融系统的蔓延
2008年3月12日	世界上最大的私人股权基金凯雷集团下属公司凯雷资本因投资次级债出现 166 亿美元的违约债务，被迫清盘	
2008年3月14日	贝尔斯登宣布其流动性显著恶化，公司濒临破产	
2008年3月14日	美联储通过摩根大通向贝尔斯登提供紧急救援性融资，	

	以防贝尔斯登危机向整个金融系统蔓延。	
2008 年 3 月 19 日	美联储降低联邦基准利率 75 个基点至 2.25%	
2008 年 5 月 1 日	美联储降低联邦基准利率 25 个基点至 2%	
2008 年 5 月 30 日	摩根大通完成对贝尔斯登的收购	
2008 年 7 月 7 日	房利美和房地美濒临危机	
2008 年 7 月 23 日	美国财政部宣布斥资 3000 亿美元拯救房利美和房地美两大住房抵押贷款公司，“两房”持有或担保的抵押贷款占全美抵押贷款的 42%	第五阶段：大投行倒闭，金融海啸开始冲击整个金融系统，危机演化为信用危机，流动性冻结，
2008 年 9 月 8 日	美国财政部宣布接管“两房”	
2008 年 9 月 13 日	美国政府拒绝援助雷曼兄弟	
2008 年 9 月 15 日	美国第四大投行雷曼兄弟宣布申请破产保护，第三大投行美林宣布与美国银行达成收购协议	
2008 年 9 月中旬	美国有 8 家中小型银行倒闭	
2008 年 9 月 17 日	美国政府宣布出资 850 亿美元拯救美国国际集团(AIG)	
2008 年 9 月 22 日	高盛和摩根斯坦利经美联储认可转型为华尔街传统的银行控股公司，开始混业经营	
2008 年 9 月 25 日	美国最大储蓄银行华盛顿互惠银行被美国联邦监管机构接管	
2008 年 9 月 29 日	美联银行被富国银行收购	
2008 年 10 月 4 日	美国国会最终通过修订好的 8500 亿救市计划	
2008 年 10 月 8 日	全球六大央行同步降息，美联储下调联邦基准利率 50 个基点至 1.5%	
2008 年 10 月 31 日	布雷顿市自由银行倒闭	

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号  
 永安集团大厦 19 楼  
 电话: (852) 2522-2101  
 传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人传阅。未经批准，不得以任何方式使用或转载本报告之任何内容。此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或向人作出邀请或构成对任何人的投资建议。此报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向，财务情况或任何特别需要。此报告所载资料在刊出时皆被第一上海认为可靠，但第一上海不能担保其准确性或完整性，而第一上海不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。第一上海或其雇员将不会对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会持有此报告内所提及到的证券或投资项目。