



美国次级债问题专题

莫尼塔公司

2007.09

-
- 美国买房ABC
 - 次级按揭贷款问题
 - 次级债和金融市场
 - 美国经济和全球经济前景
 - 投资策略
-

信用评分和抵押贷款



美国30年固定利率房贷年利率

FICO评分	2007年3月	2007年9月	变化(bp)
760-850	5.780%	6.130%	35
700-759	6.002%	6.352%	35
660-699	6.286%	6.636%	35
620-659	7.096%	7.446%	35
580-619	8.583%	9.419%	84
500-579	9.494%	10.430%	94

多数消费者的信用评分在600-700之间，信用评分低于620的抵押贷款利率明显较高，这类按揭贷款通常归于次级类。

最近半年以来，次级按揭信贷明显收紧，利率上升显著高于正常按揭贷款。

数据来源: www.myfico.com

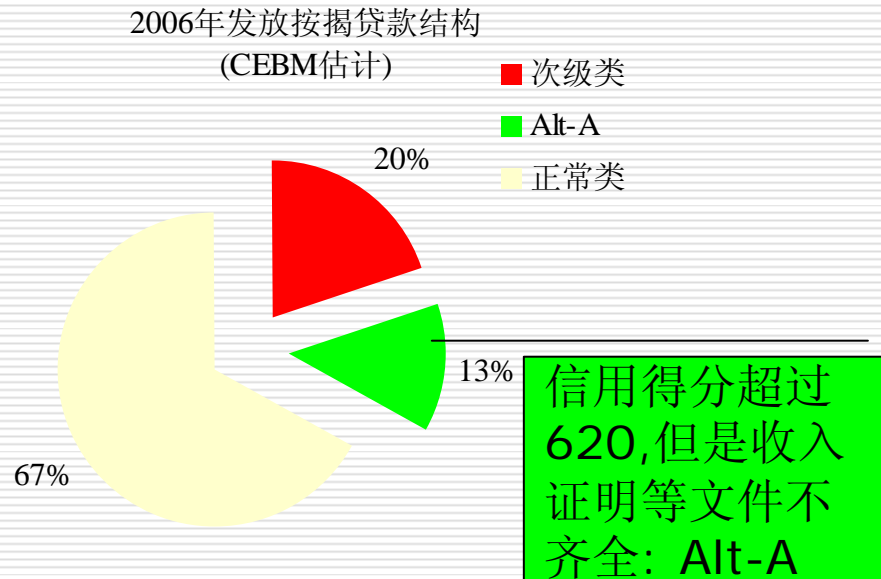
可变利率按揭贷款

- 还款期利率结构分为固定期和可变期
- 通常还款期头几年利率固定
- 初始利率通常较低
- 利率可变期通常相对较长
- 在利率可变期，根据贷款合约每隔一定年限利率调整一次
- 常见的有5/1 ARM(5年固定期，随后每年调整) 和2/28 ARM(2年固定期, 后28年可变)
- 浮动期利率由选定的当期基准利率再加一定的息差决定
- 常见用作基准利率参考指标的有LIBOR, 1年期国债等
- 优点是初始利率低，初期债务负担较轻
- 缺点是当第一次利率调整发生时，如果债务人收入水平没有明显改善，财务负担跳升
- 还款期基准利率上升时还款负担上升

贷款申请人材料和ALT A贷款



浮息次级抵押贷款的统计(UBS, 06年11月)



发放年份	债务收入比	信用评分	申请文件齐全程度
2002	40.0	604	66.9
2003	40.2	612	63.5
2004	40.6	618	59.9
2005	41.2	624	55.9
2006	42.1	620	54.6

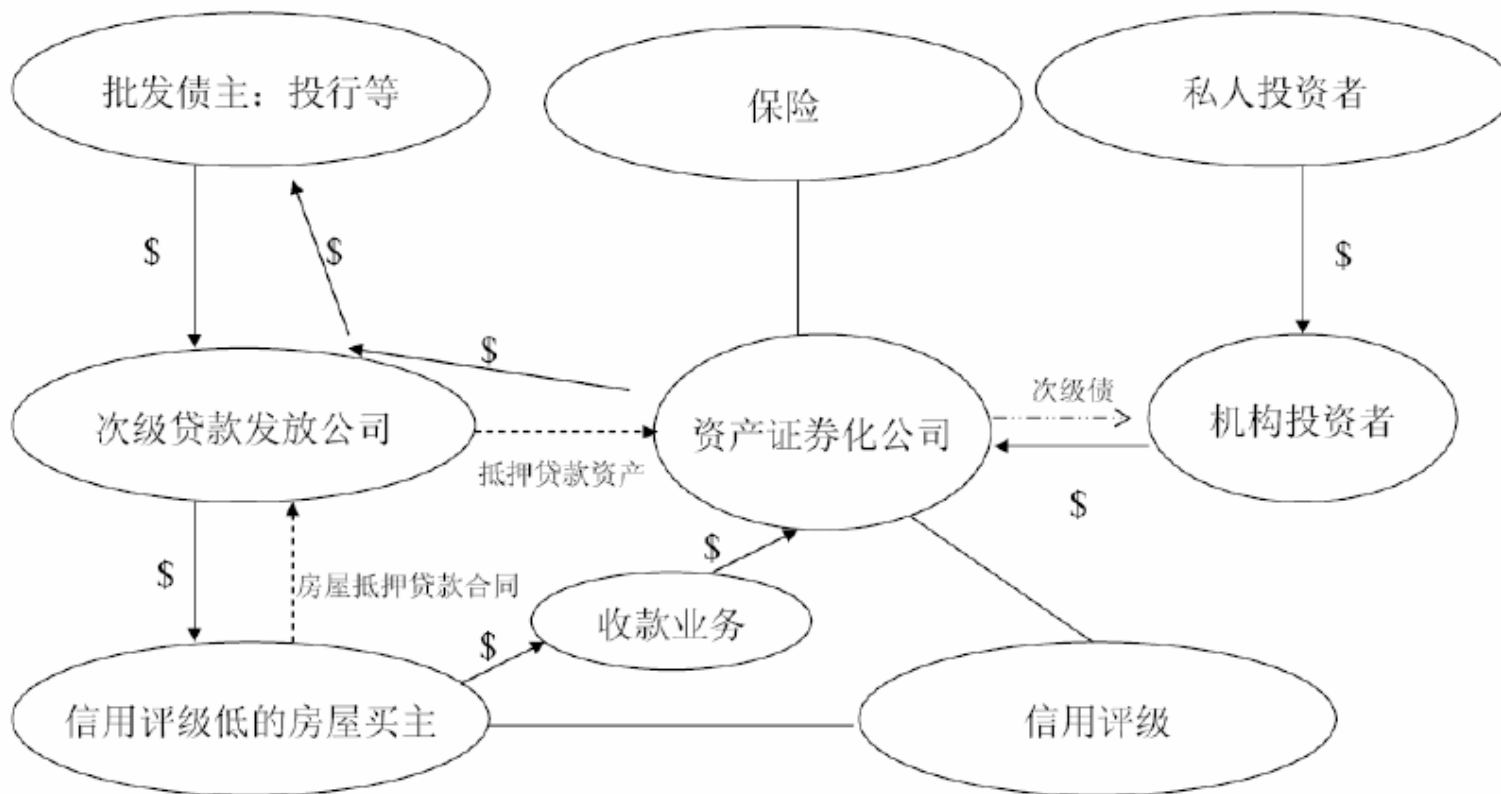
申请材料不齐全是还款发生问题的重要原因之一。

还款拖欠，赎回权丧失和没收房产

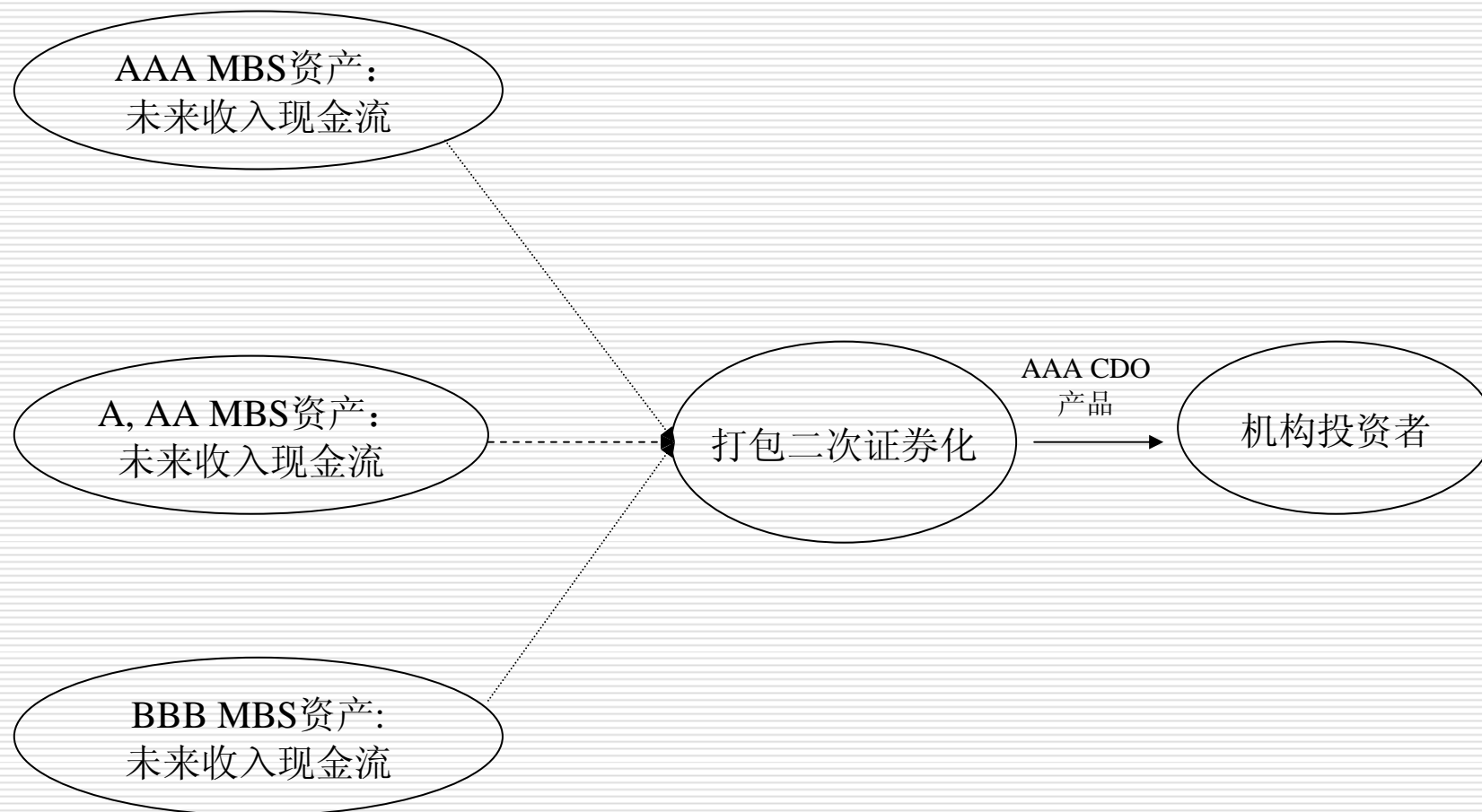


未还款	30天	60天	90天	120天	150天	180天
类别	还款拖欠	还款拖欠	还款拖欠	赎回权丧失法律程序		没收房产

资产证券化：支持买主以较低利率买房

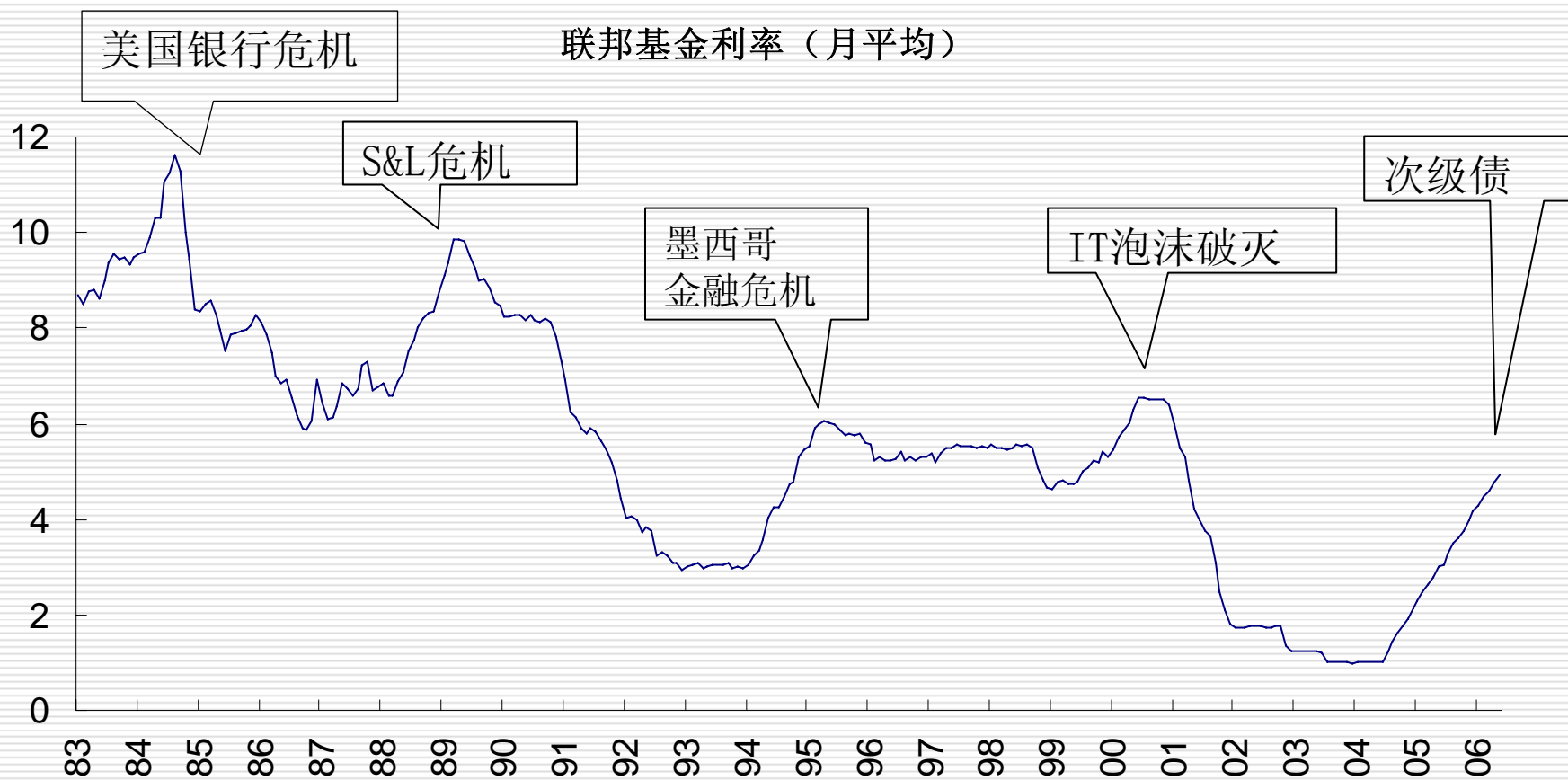


二次证券化：支持买主以较低利率买房



-
- 美国买房ABC
 - 次级抵押贷款问题
 - 次级债和金融市场
 - 美国经济和全球经济前景
 - 投资策略
-

在联储加息尾声时危机丛生

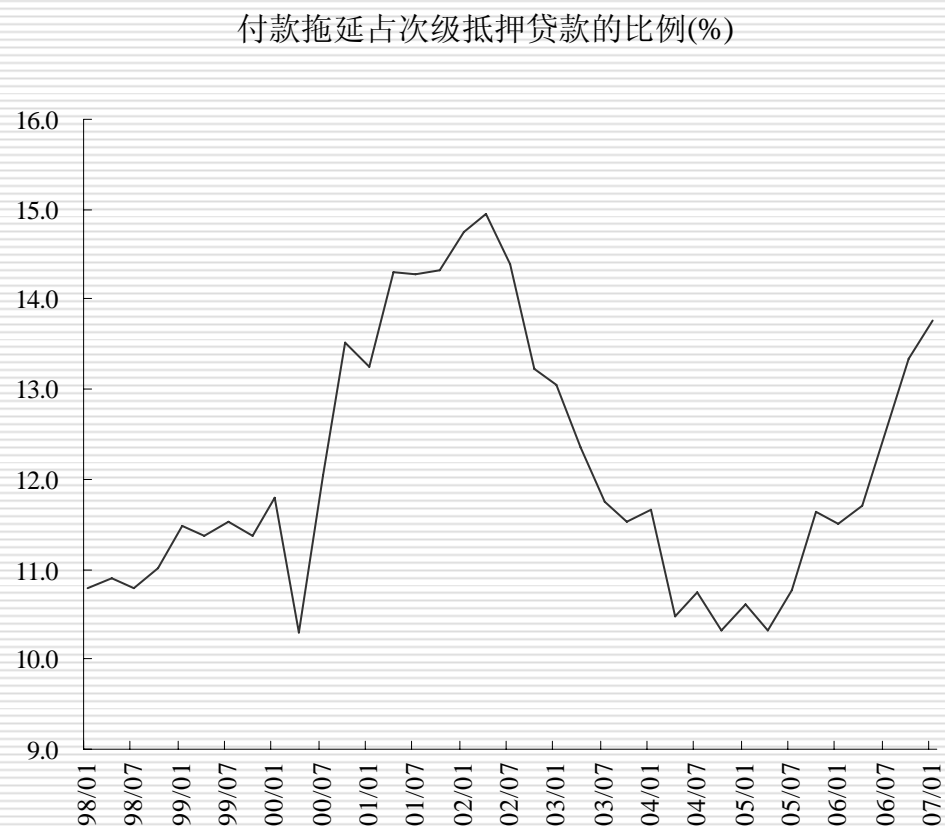
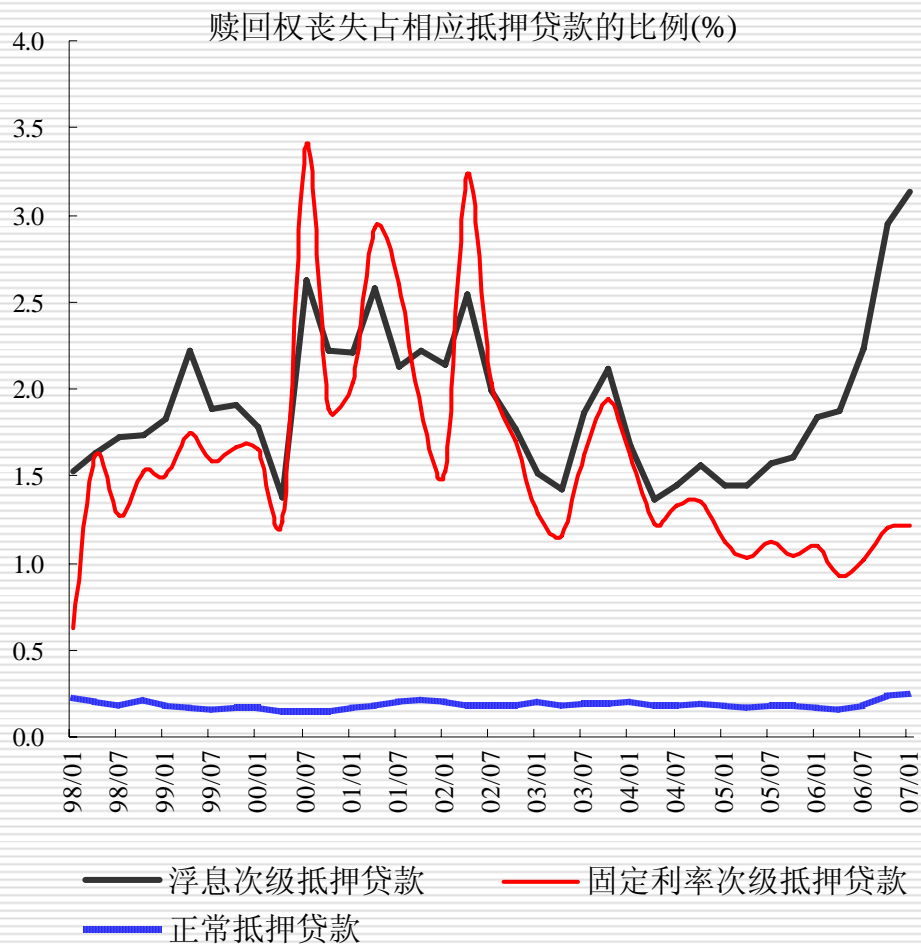


联储加息周期与金融危机



Fed Tightening Cycle	Financial Crisis		Economy
1970	Penn Central	(Jan)	Recession
1974	Franklin National	(May)	Recession
1980	First Penn	(Feb)	Recession
1982	Latin America	(Jul)	Recession
1984	Continental Illinois	(Jul)	Mid-Cycle Slowdown
1987	Black Monday	(Oct)	Mid-Cycle Slowdown
1990	S&L Crisis	(Apr)	Recession
1995	Mexico	(Feb)	Mid-Cycle Slowdown
1997	Pac Rim	(Aug)	Mid-Cycle Slowdown
1998	Russia / LTCM	(Oct)	Mid-Cycle Slowdown
2000	Nasdaq Collapse	(Oct)	Recession
2007	Subprime	(Aug)	Mid-Cycle Slowdown ^e

次级按揭贷款问题表现：加息后违约上升



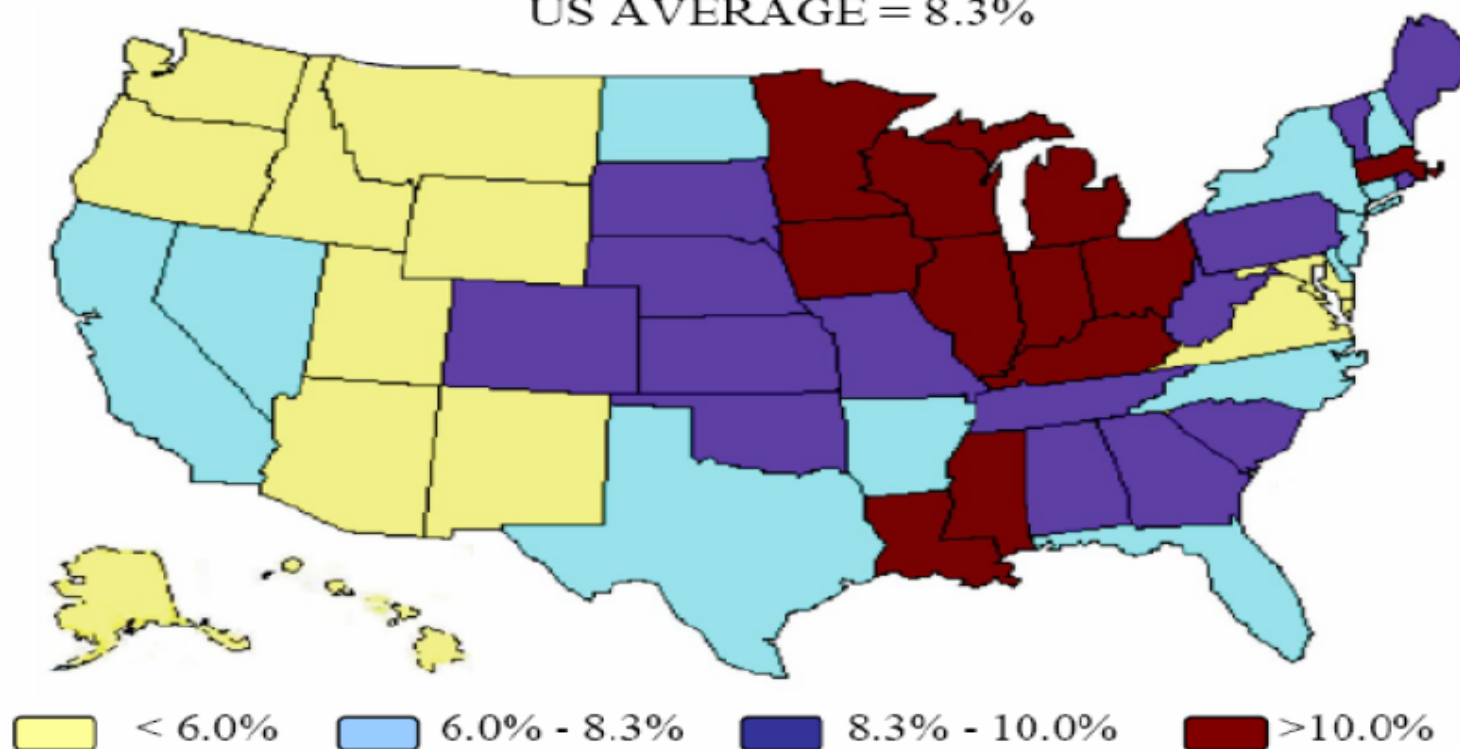
次级按揭贷款问题表现：加息后违约上升



拖欠还款超过 90 天的次级按揭情况

SERIOUSLY DELINQUENT SUBPRIME MORTGAGES. 1Q2007.

US AVERAGE = 8.3%

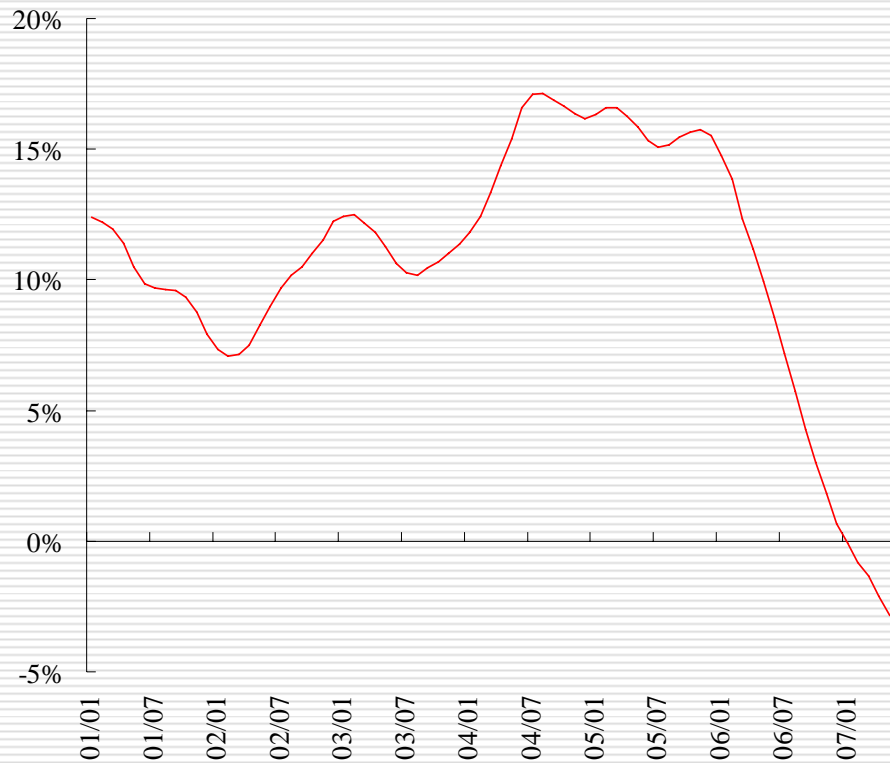


资料来源：OFHEO, BBVA

次级按揭贷款问题原因和影响：房价涨幅回落



S&P/Case-Shiller 美国房价指数同比 5月=-2.8%



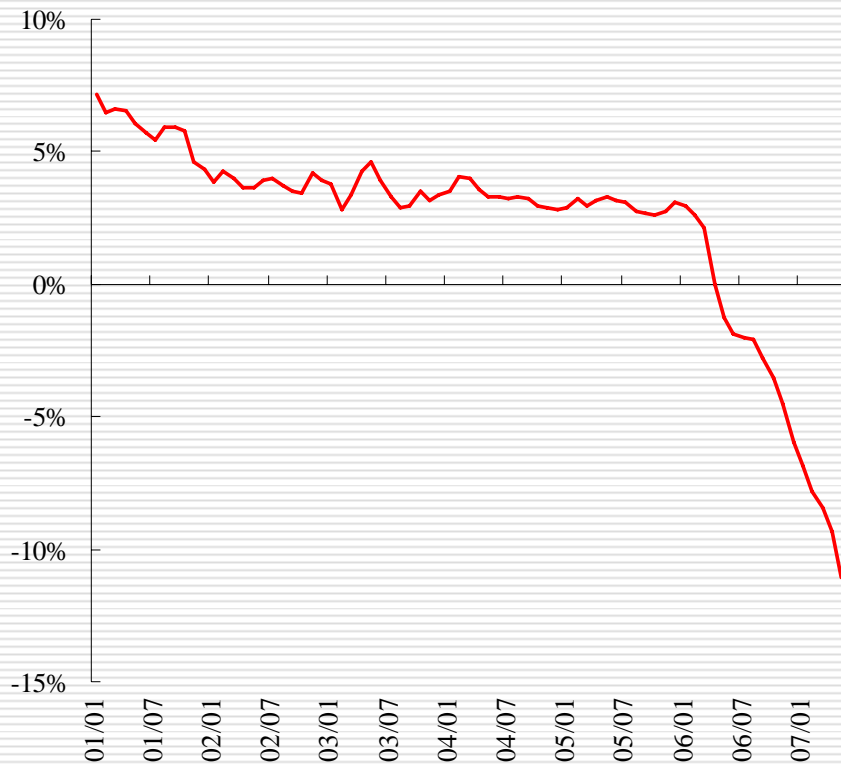
NAHB:美国房价指数 8月=22



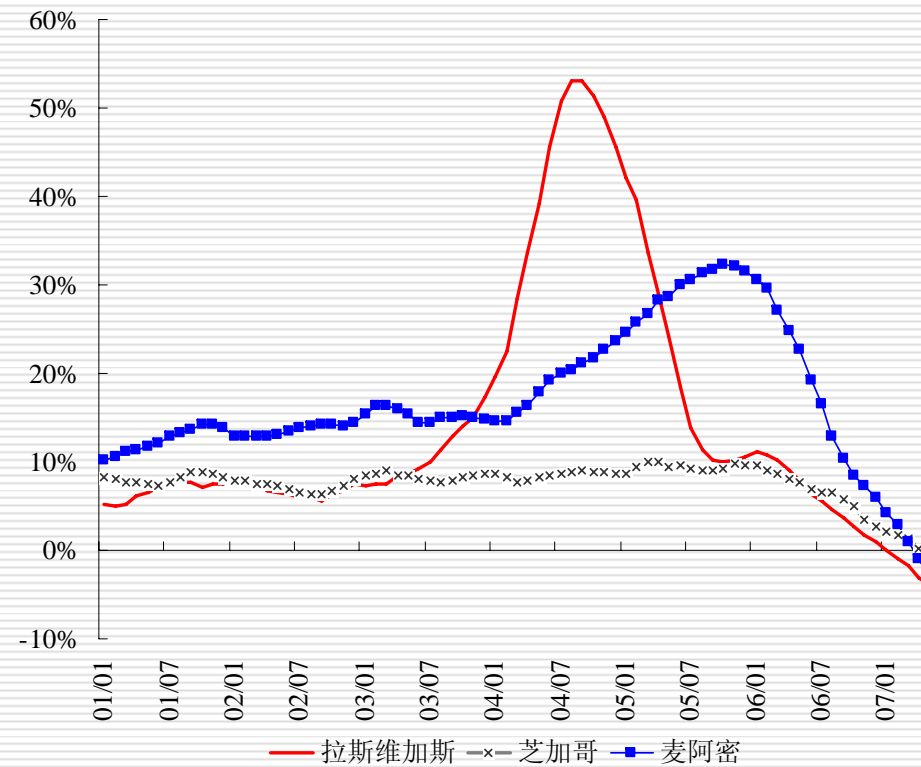
次级按揭贷款问题原因和影响：房价涨幅回落(续)



S&P/Case-Shiller 底特律房价指数同比 5月= -11.1%



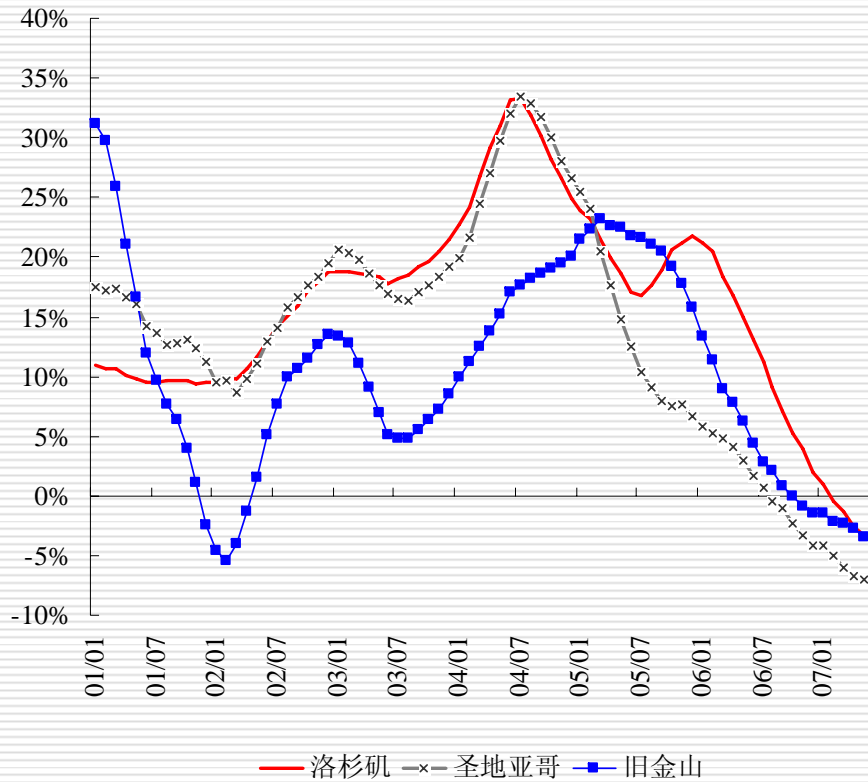
S&P/Case-Shiller 美国房价指数



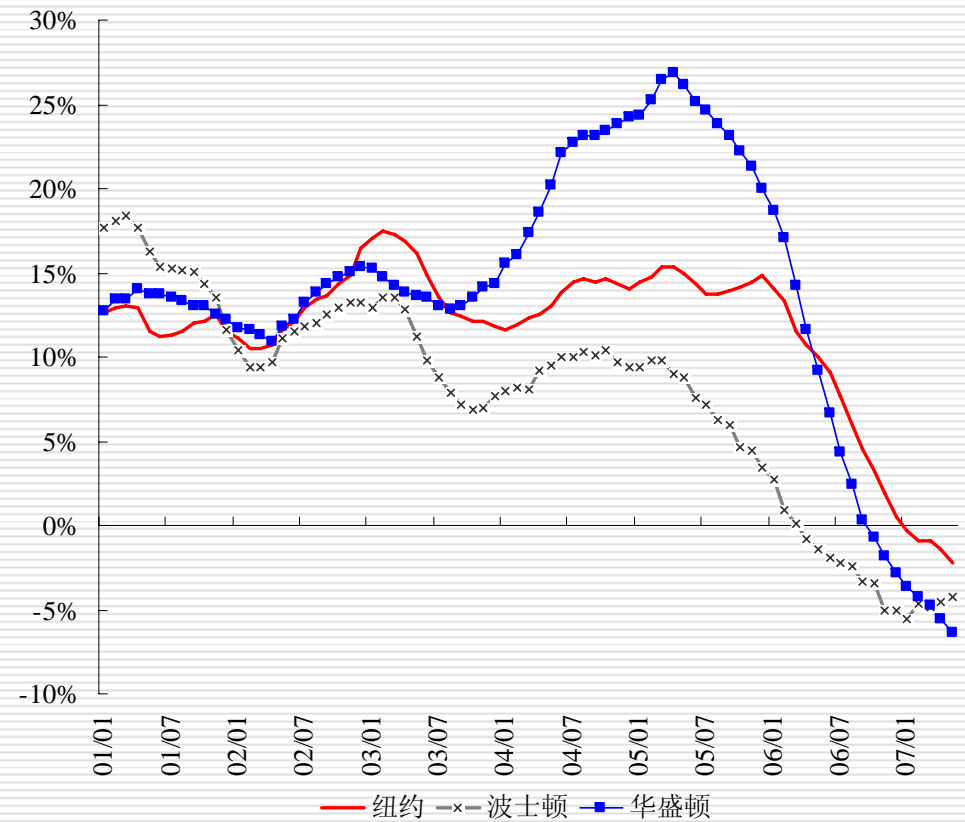
次级按揭贷款问题原因和影响：房价涨幅回落(续)



S&P/Case-Shiller 加州房价指数



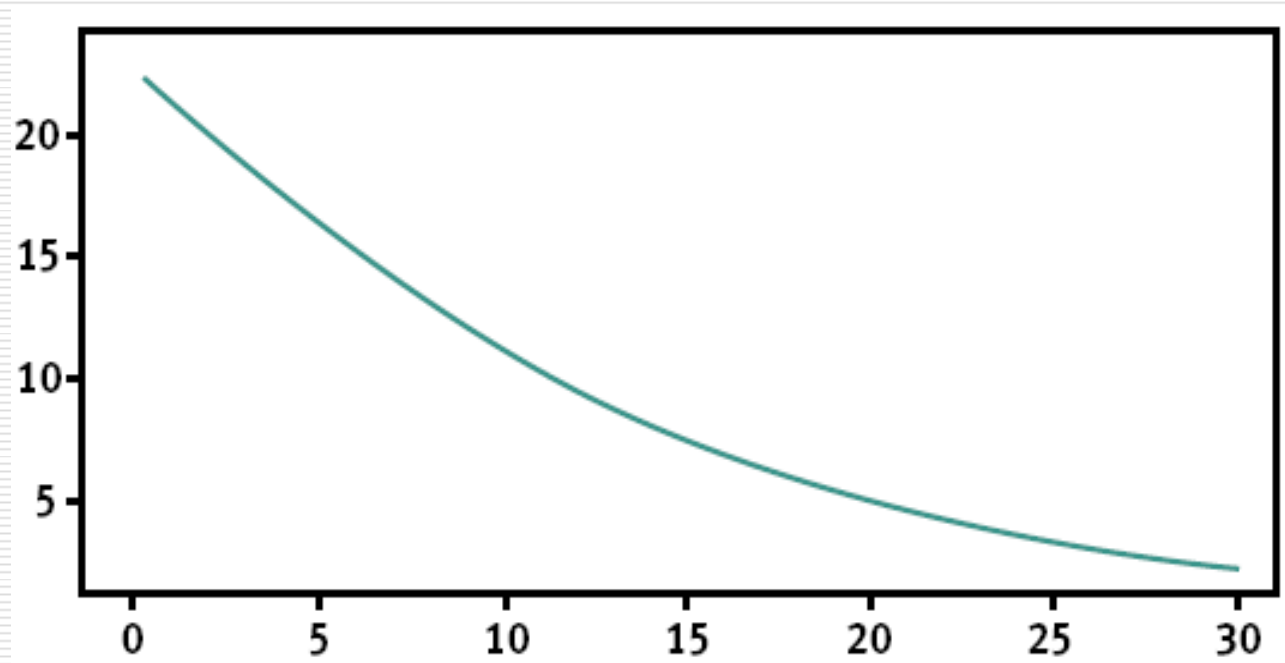
S&P/Case-Shiller 美国东部房价指数



次级按揭贷款问题原因和影响：房价涨幅回落(续)



次级贷款赎回权丧失的风险(%，纵轴)和
年房屋升值率(％，横轴)的关系
资料来源：Center for Responsible Lending



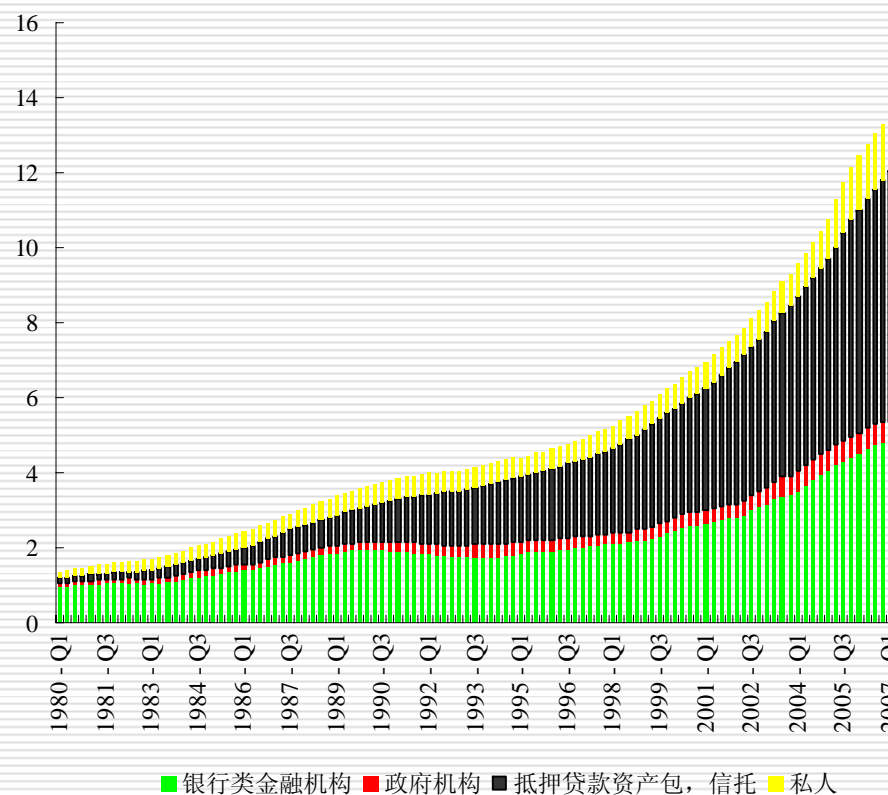
次级抵押贷款存量 and 结构



截止美国4Q2006的房贷结构

美国抵押贷款存量（万亿美元）

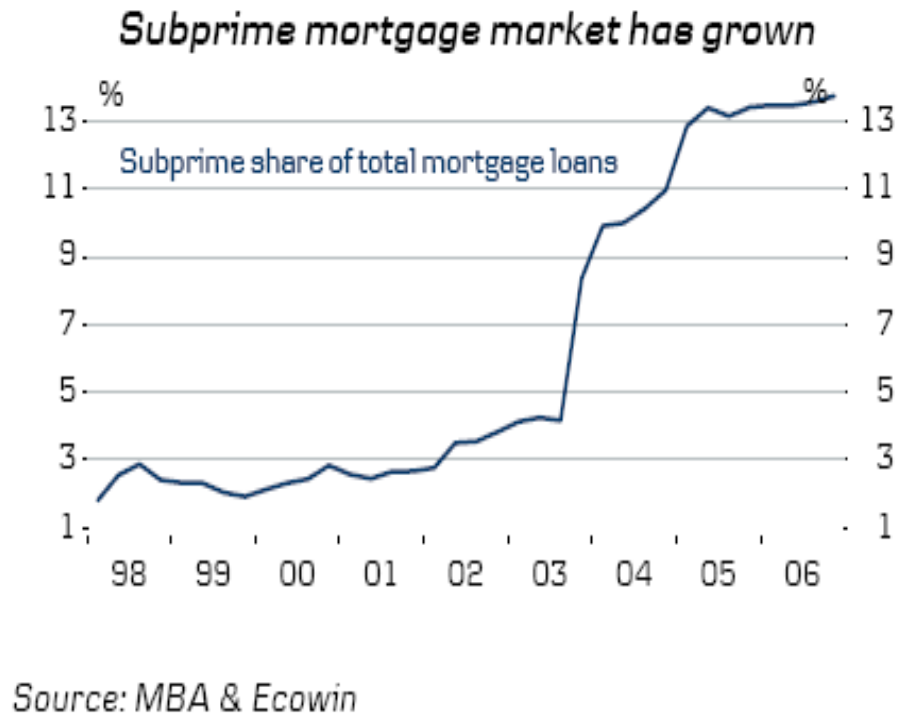
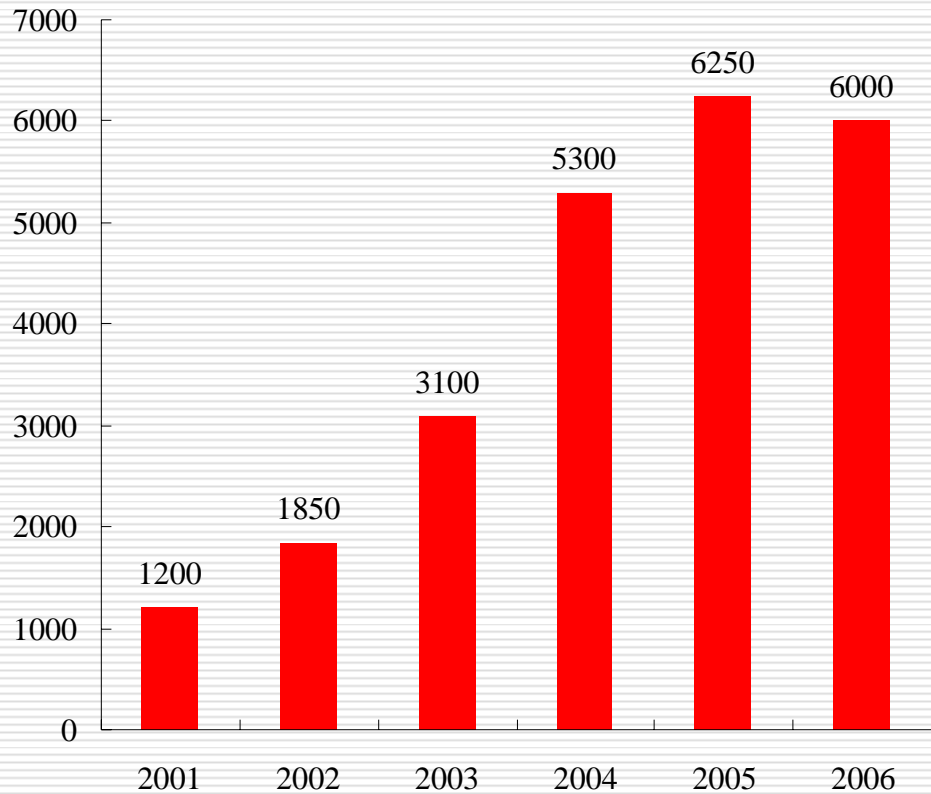
	固定利率 (FRM)	浮动利率 (ARM)	其他	总计
正常	53.5%	13.9%	9.2%	76.6%
次级	4.9%	6.6%	2.2%	13.7%
其他 (VA, FHA)				9.7%
总计	58.4%	20.5%	11.4%	100%
除FHA, VA外	64.7%	22.7%	12.6%	



次级抵押贷款存量和结构(续)



次级抵押贷款发放量(亿美元)



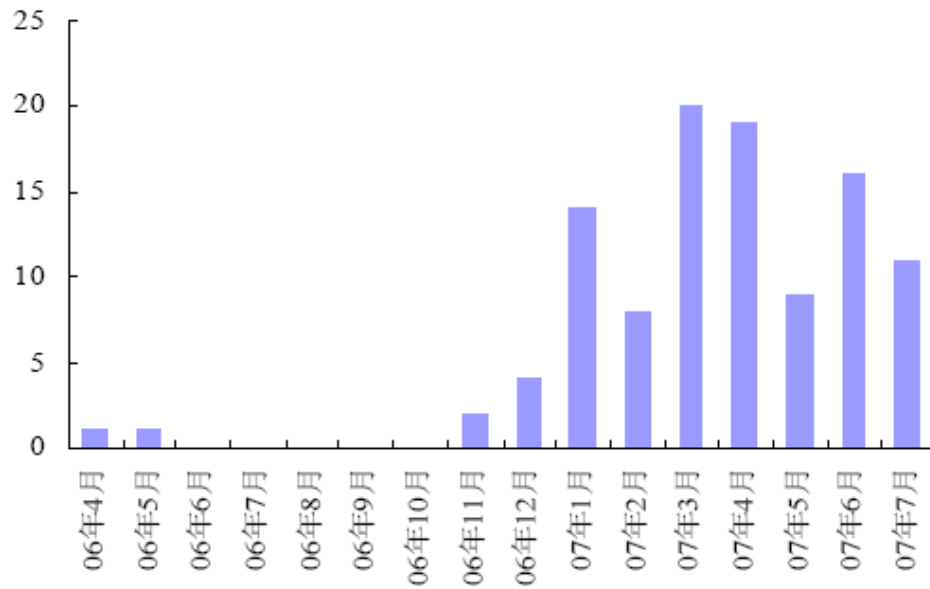
-
- 美国买房ABC
 - 次级抵押贷款问题
 - 次级债和金融市场
 - 美国经济和全球经济前景
 - 投资策略
-

次级债影响: 发放商和信用评级机构



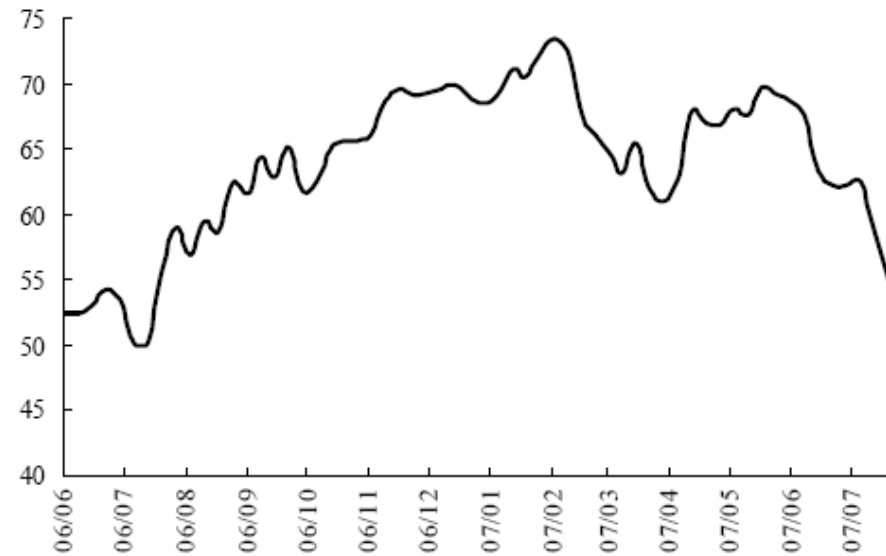
次级贷款发放商

破产或者濒临破产的次级贷款发放商数目(截至目前105家)



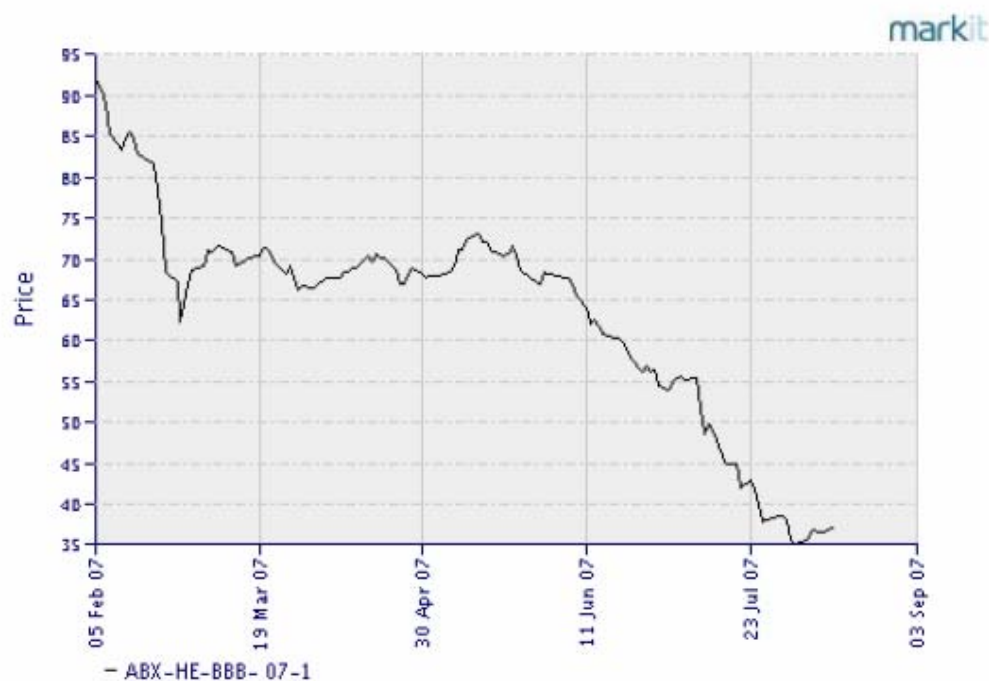
信用评级公司

Moody股价



次级债影响：CDO和CDS

CDS: ABX-HE-BBB指数



CDO产品

Bloomberg July 9:

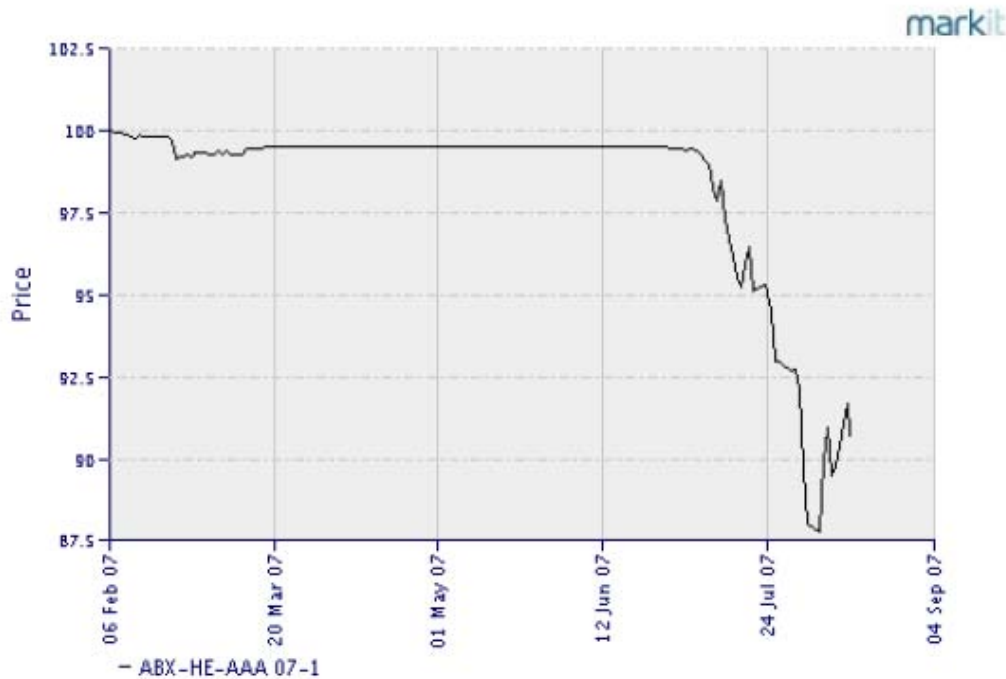
瑞士信贷估计基于次级抵押贷款的债券产品可能使投资者的损失达到520亿美元。

对冲基金通常是CDO产品中首先面临损失的那部分的持有者，银行可能在CDO的投资中损失50到150亿美元。

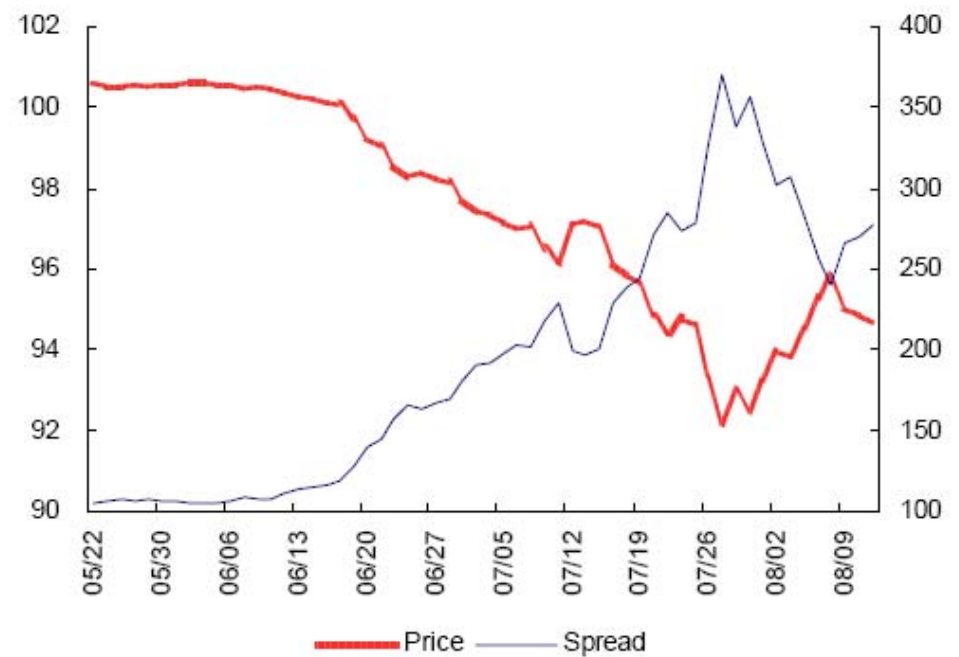
次级债影响：其他评级产品和贷款



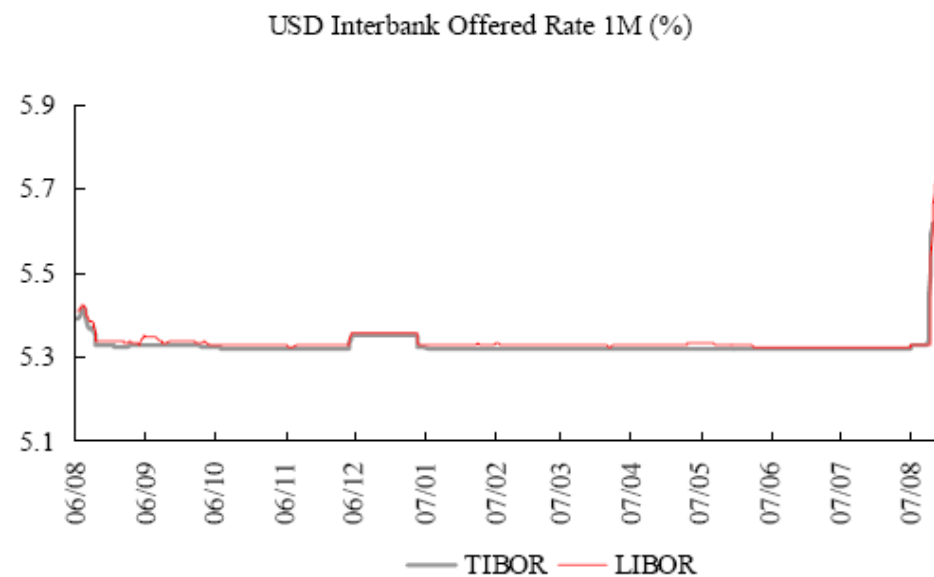
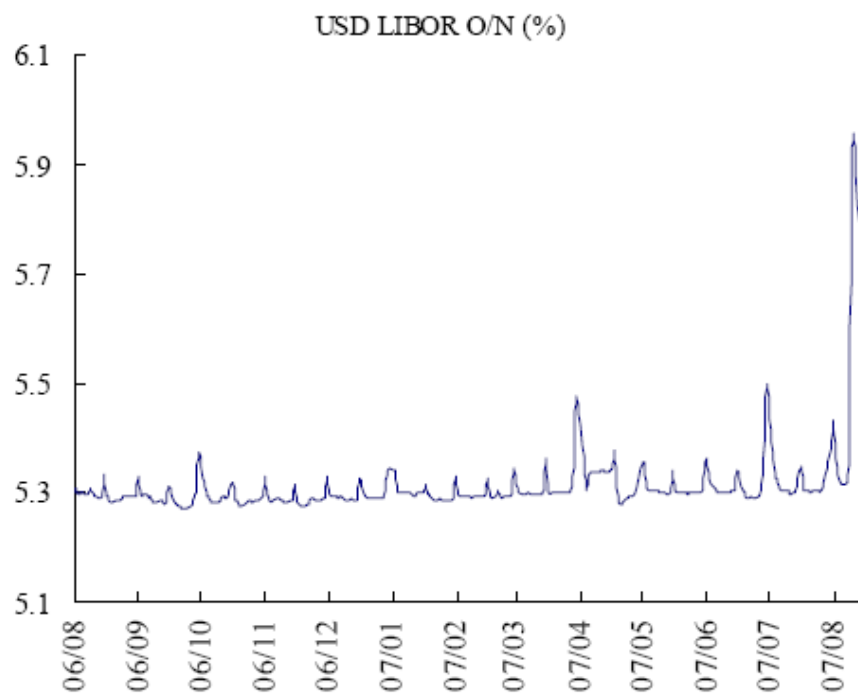
CDS: ABX-HE-AAA指数



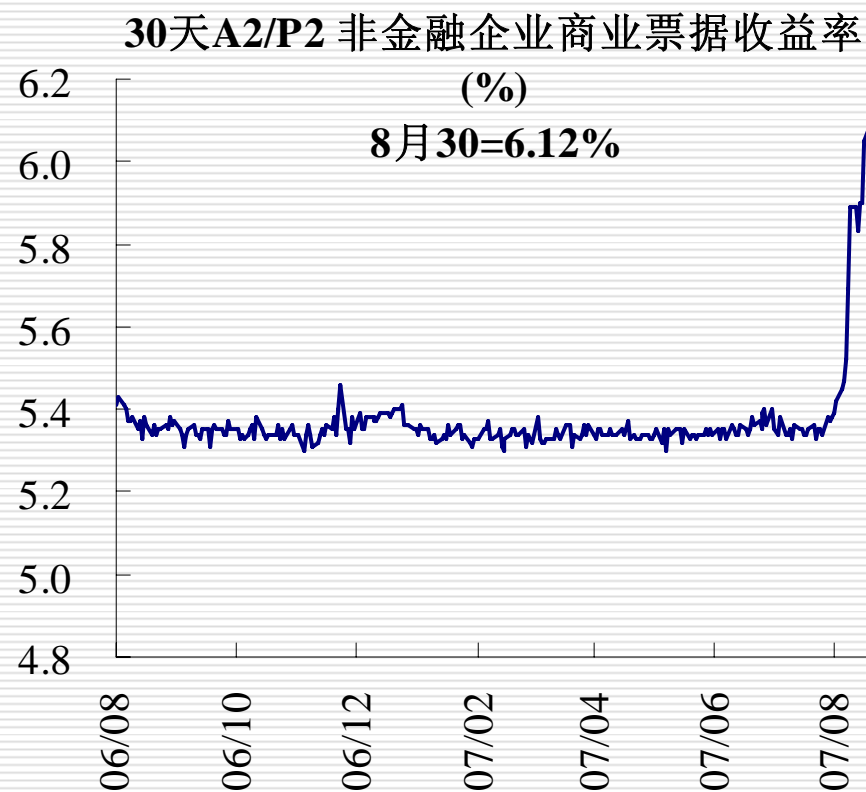
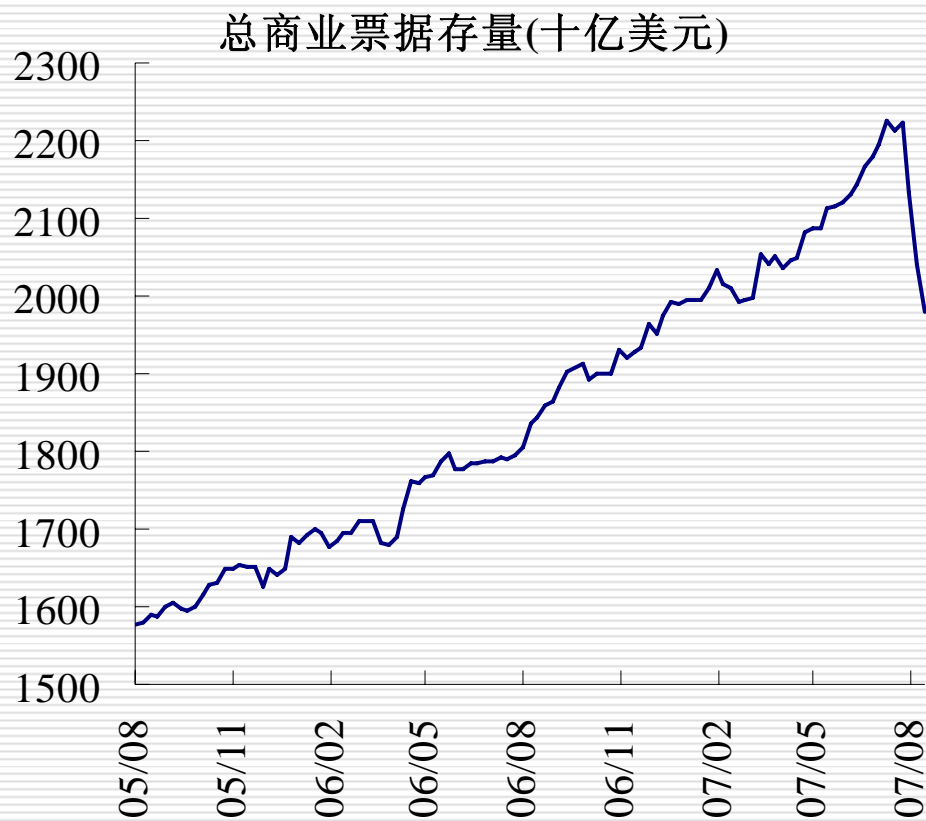
贷款信用违约互换指数



金融市场流动性出现问题



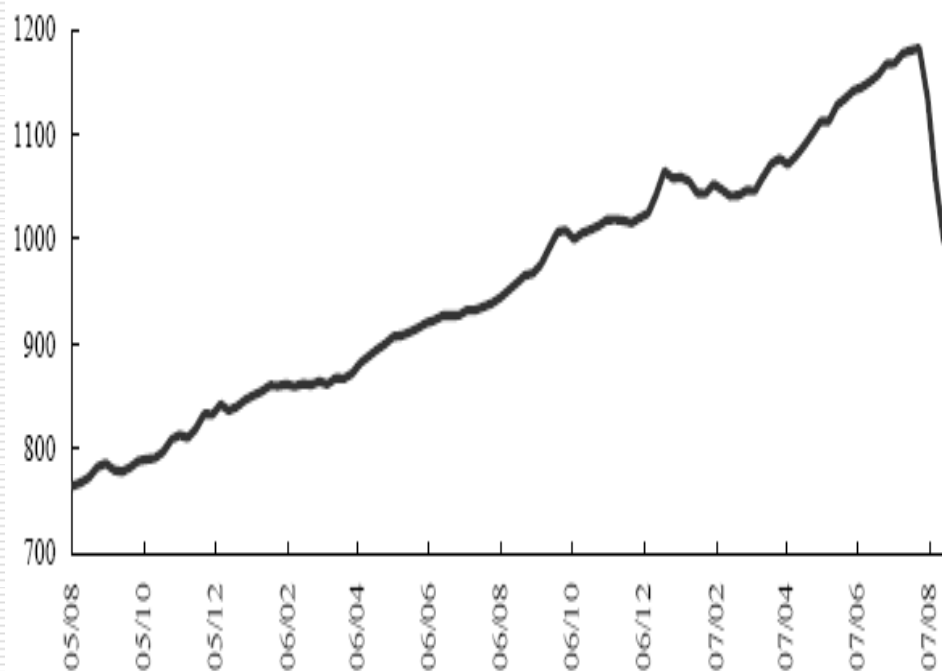
商业票据的存量下降、收益率上升



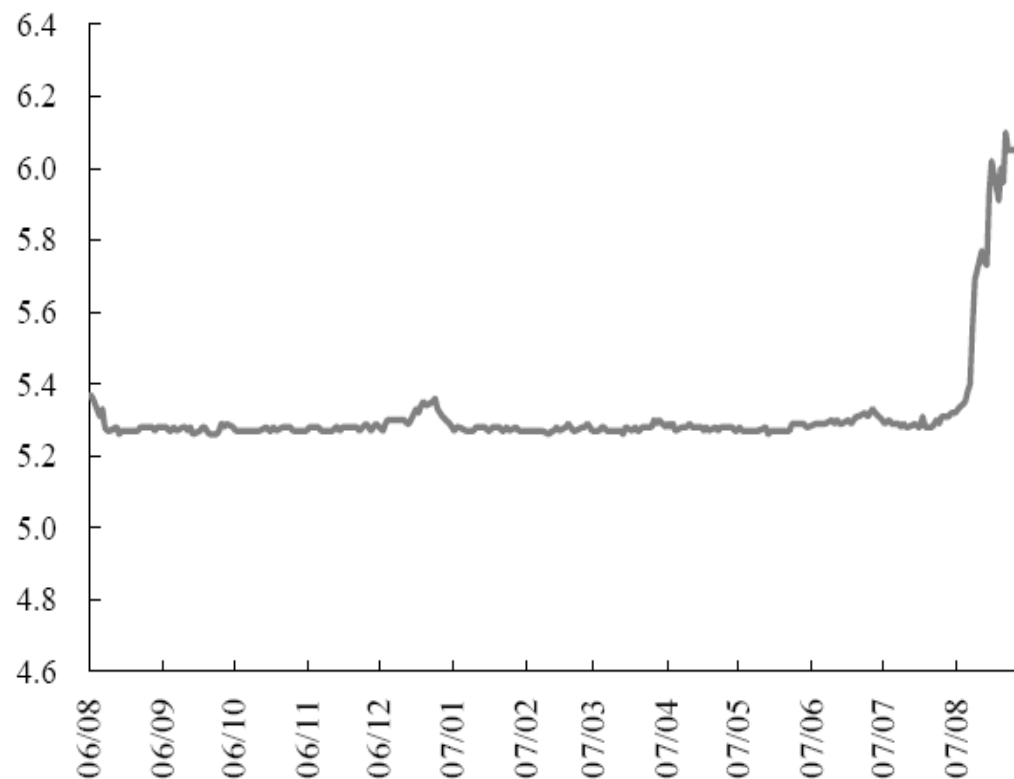
依托资产的商业票据流动性困难!



ABCP存量(十亿美元)



30天依托资产的商业票据(ABCP)收益率(%), 8月30=6.2%

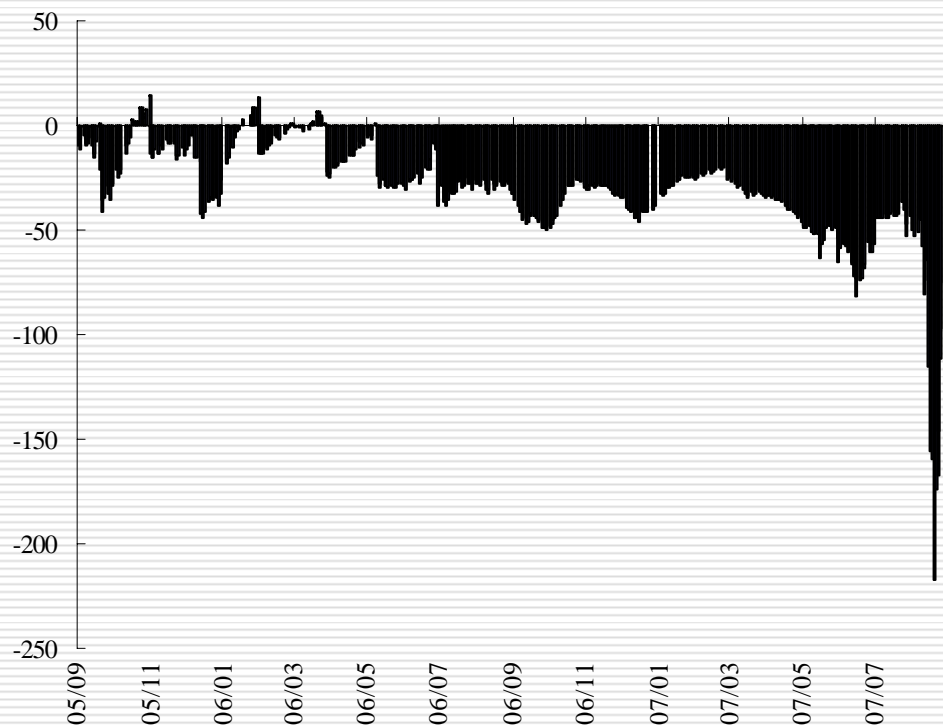


涉及商业票据负债的期限错配问题使得许多银行的流动性出现问题，世界主要央行向市场大量注资以稳定金融市场。

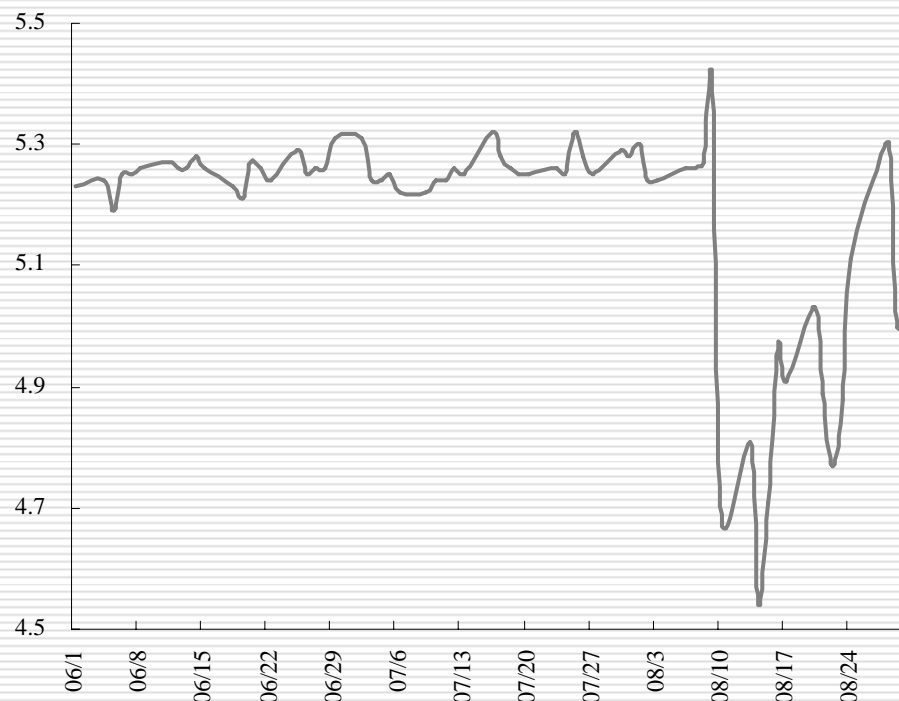
资金风险好恶变化：国债利率下降



三个月国债和联邦基金目标利率之利差(bp) 8月30日=151bp



联邦基金实际利率(%) 8月30日=5%

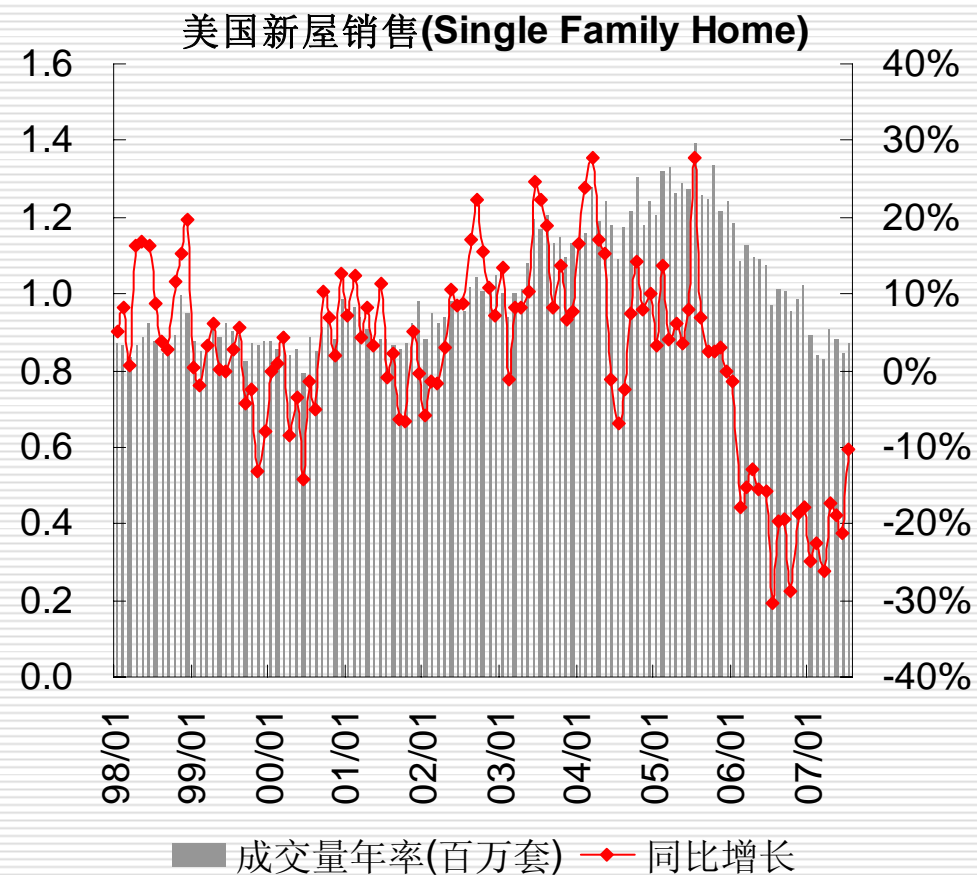
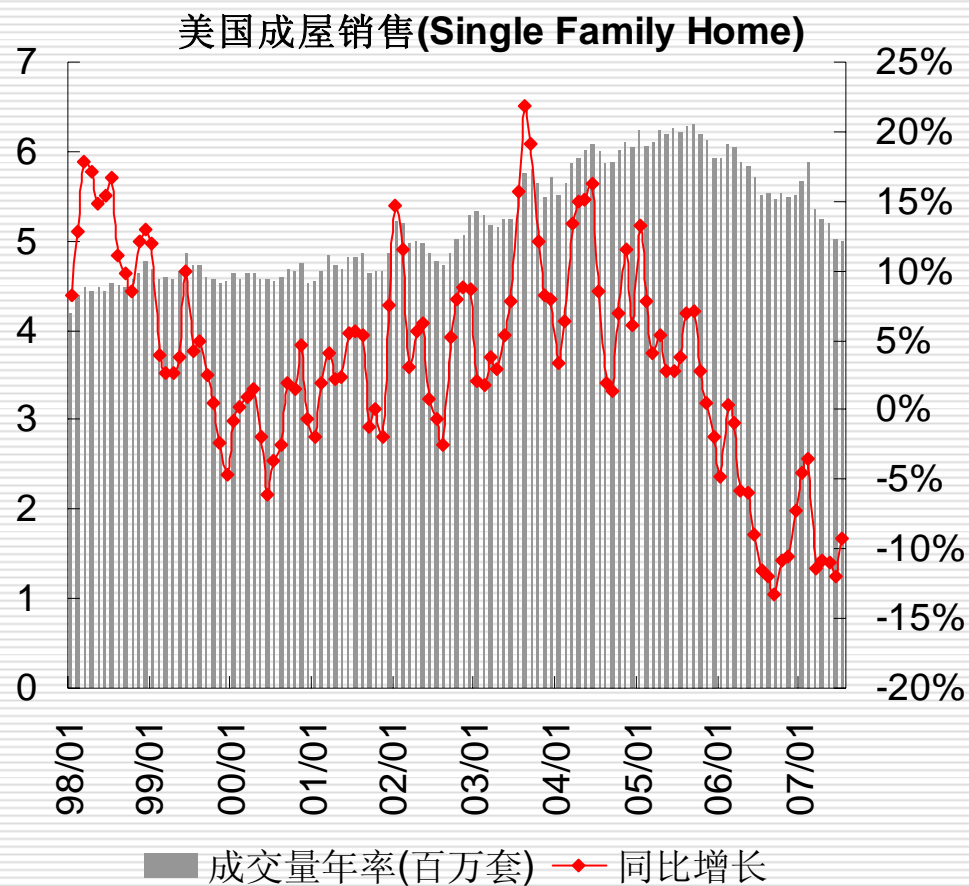


-
- 美国买房ABC
 - 次级抵押贷款问题
 - 次级债和金融市场
 - 美国经济和全球经济前景
 - 投资策略

期中减速逐步展开

- 经济开始复苏 (1983, 1991, and 2002)。
- 经济加速, 通胀开始抬头。
- 在工资-通胀的恶性循环形成之前, 联储先下手为强。
- 经济开始减速 (1985-1986, 1995, and 2005-2007)。
- 通胀压力开始缓解。
- 爆发金融危机 (85年Continental Illinois, 95年墨西哥危机, 07年次级债)。
- 联储放松银根或减息。
- 全球增长减速, 油价下降。
- 开始担忧通缩的风险。
- 联储进一步放松/减息。
- 经济重新开始复苏, 而通胀压力还没有出现。
- 经济加速, 通胀开始抬头。

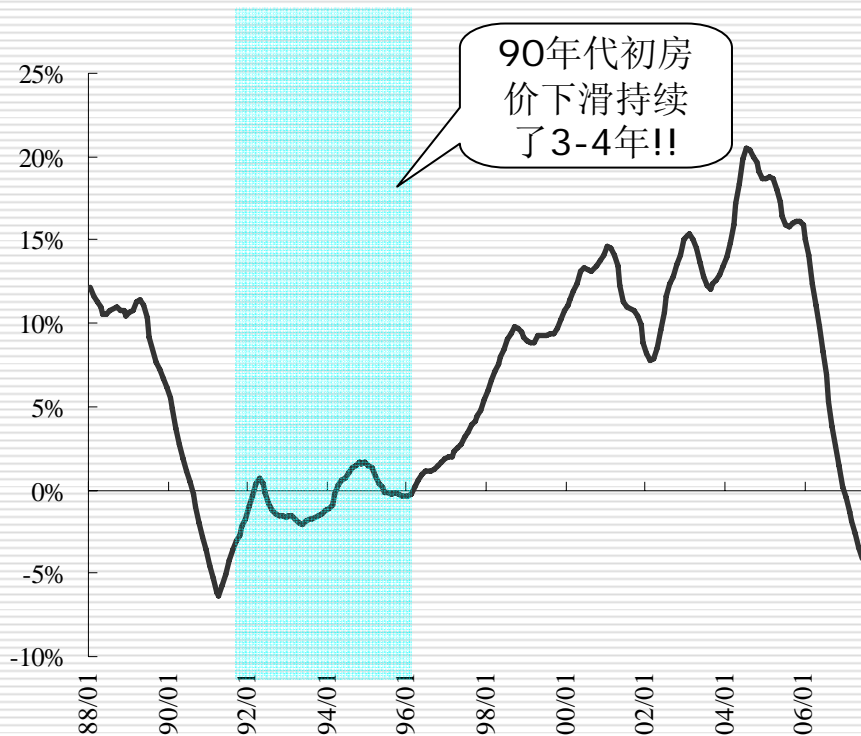
估计美国房地产市场还将继续恶化



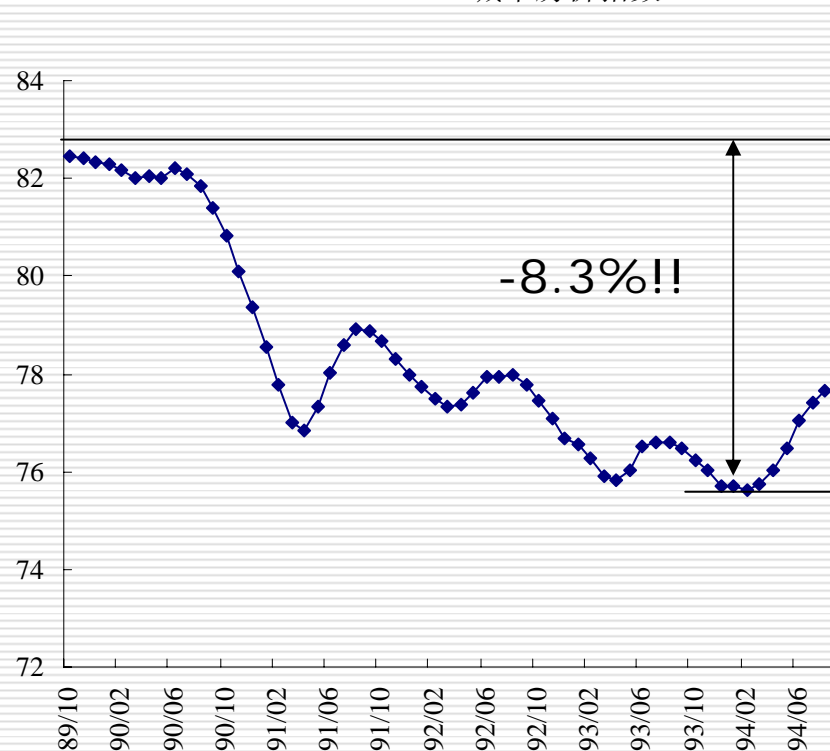
美国房价可能在未来4年萎靡不振



S&P/Case-Shiller 10城市房价指数同比



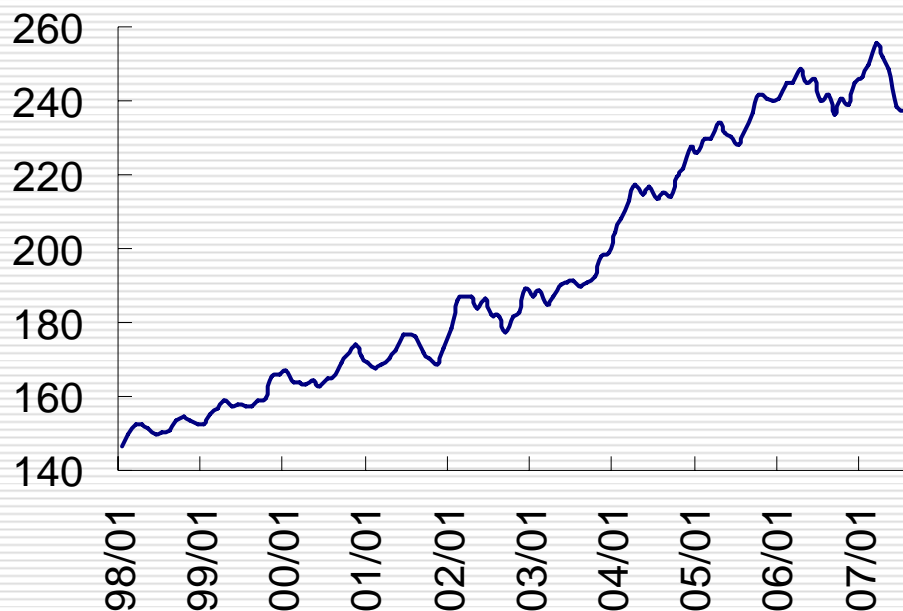
S&P/Case-Shiller 10城市房价指数



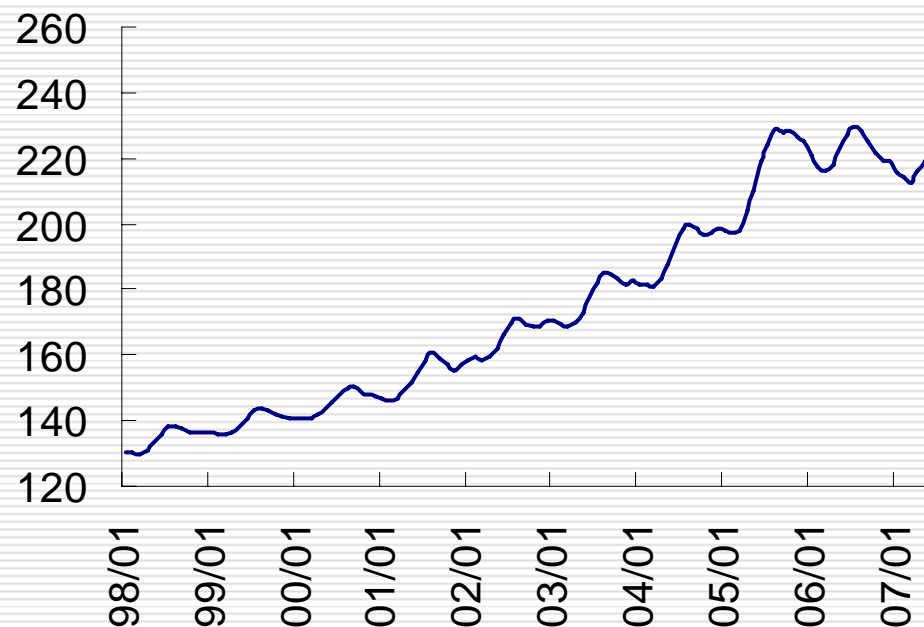
美国房价可能在未来4年萎靡不振(续)



美国新屋销售价格中位数指数(3MMA)
7月=237.2



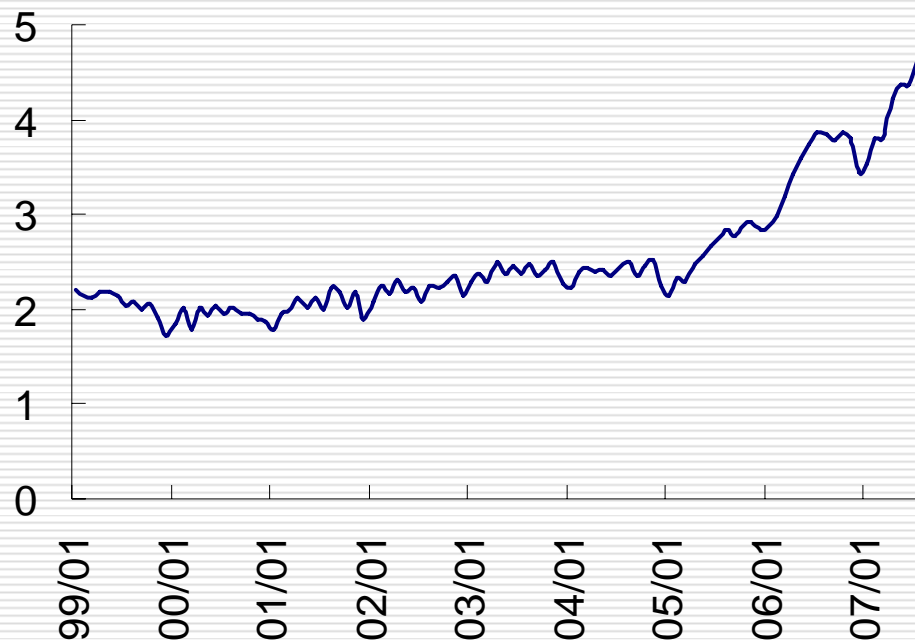
美国成屋销售价格中位数指数(3MMA)
7月=226.6



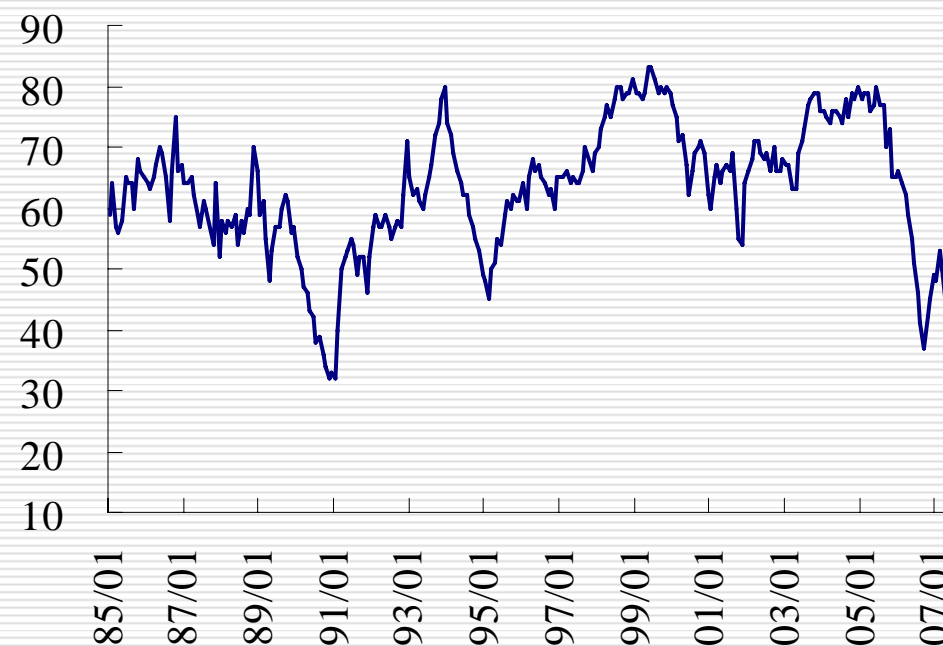
成屋存货增加，预计销售不佳



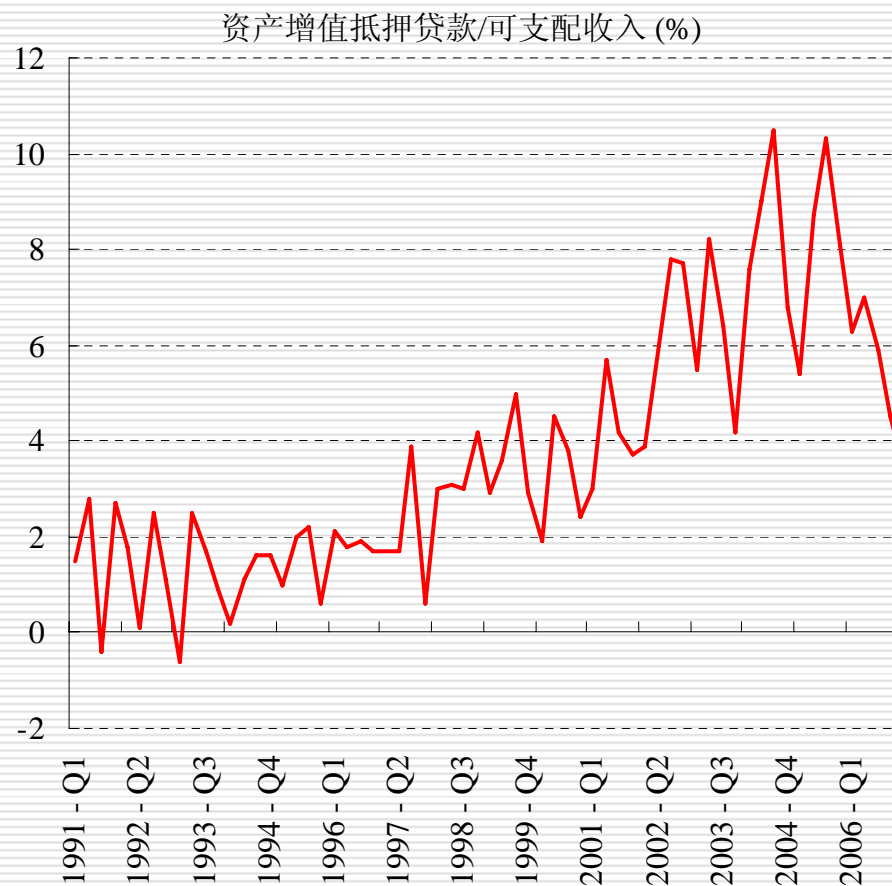
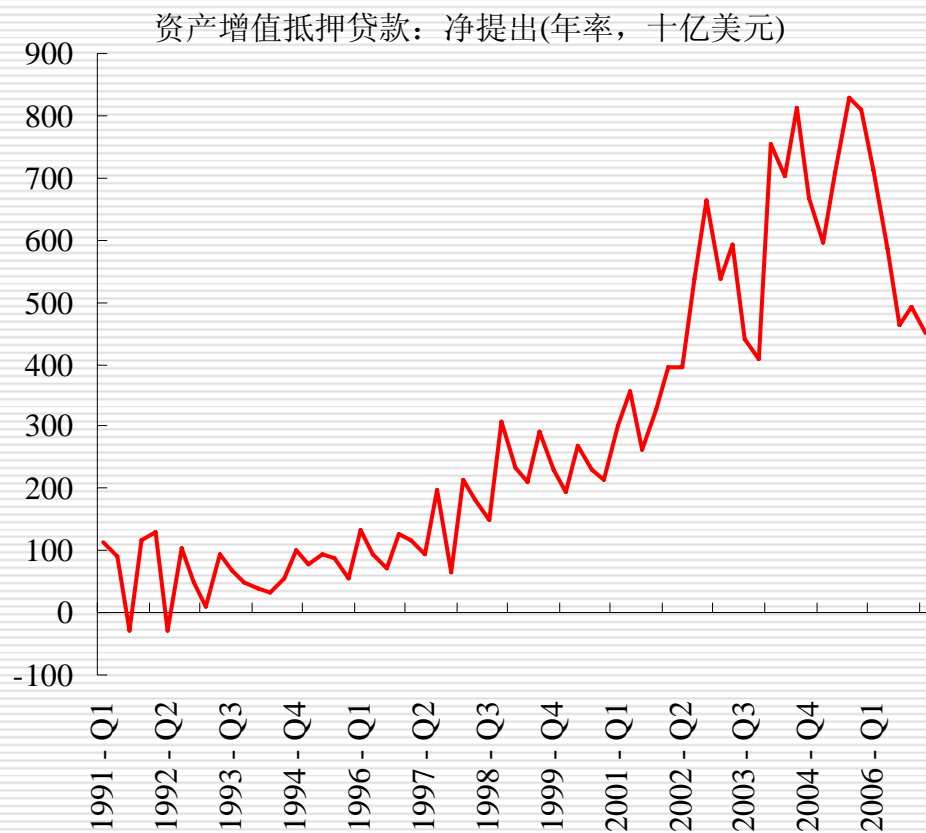
成屋待售量(百万套) 7月=4.592



HMI: 未来六个月房屋销售预期 8月=32



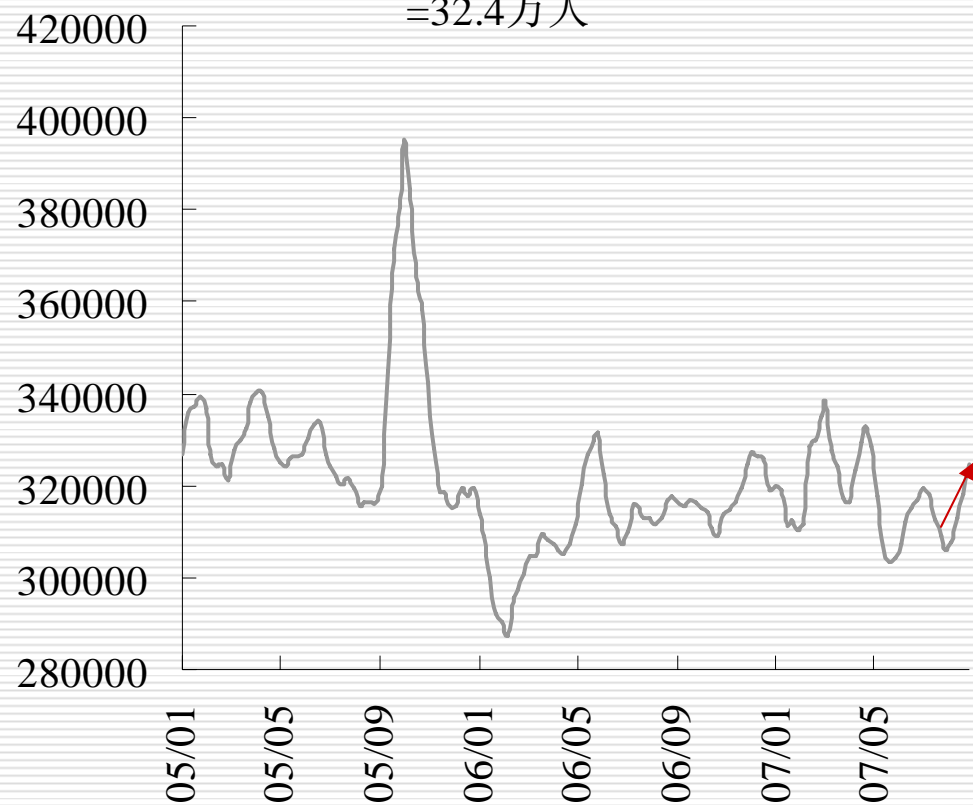
循环贷款继续回落



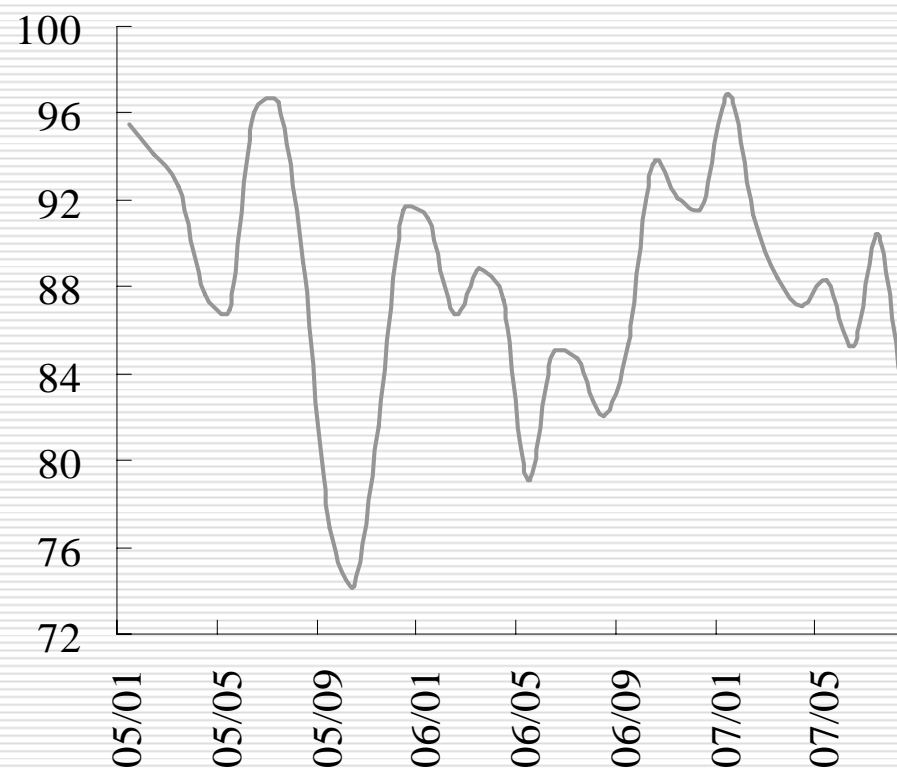
就业和消费还在恶化



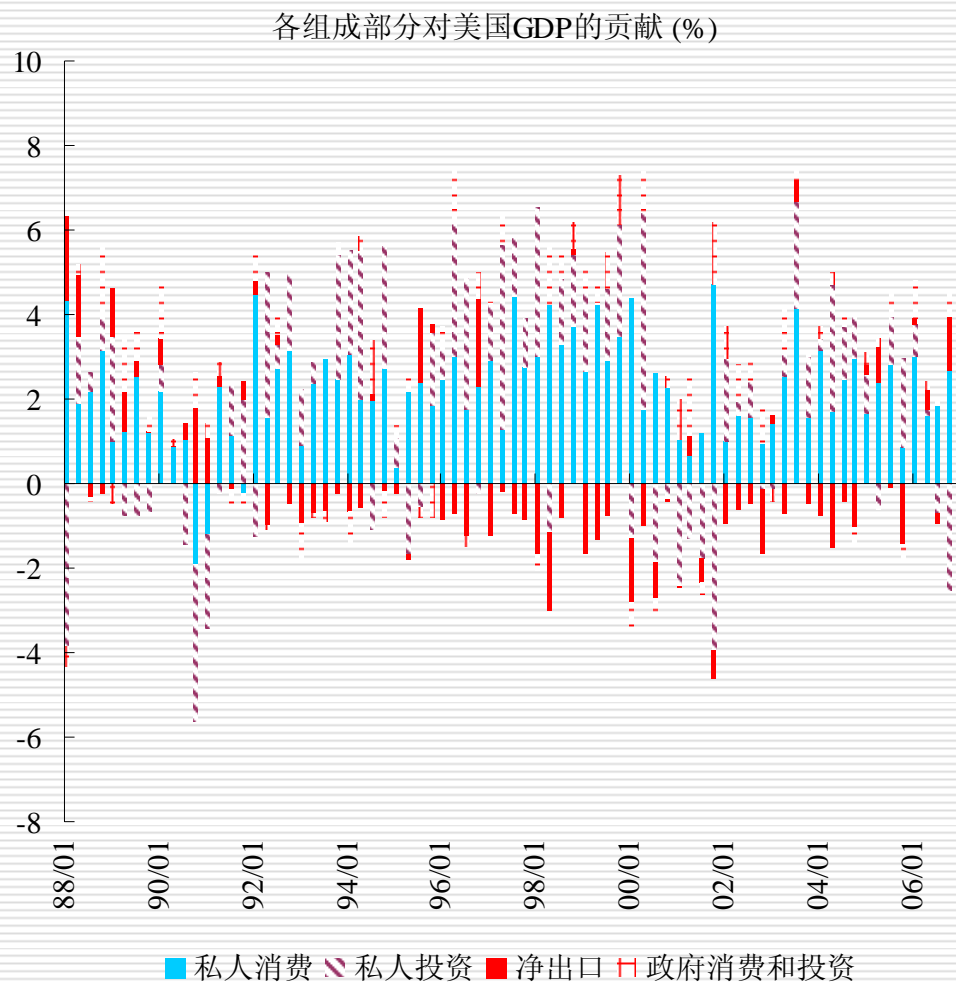
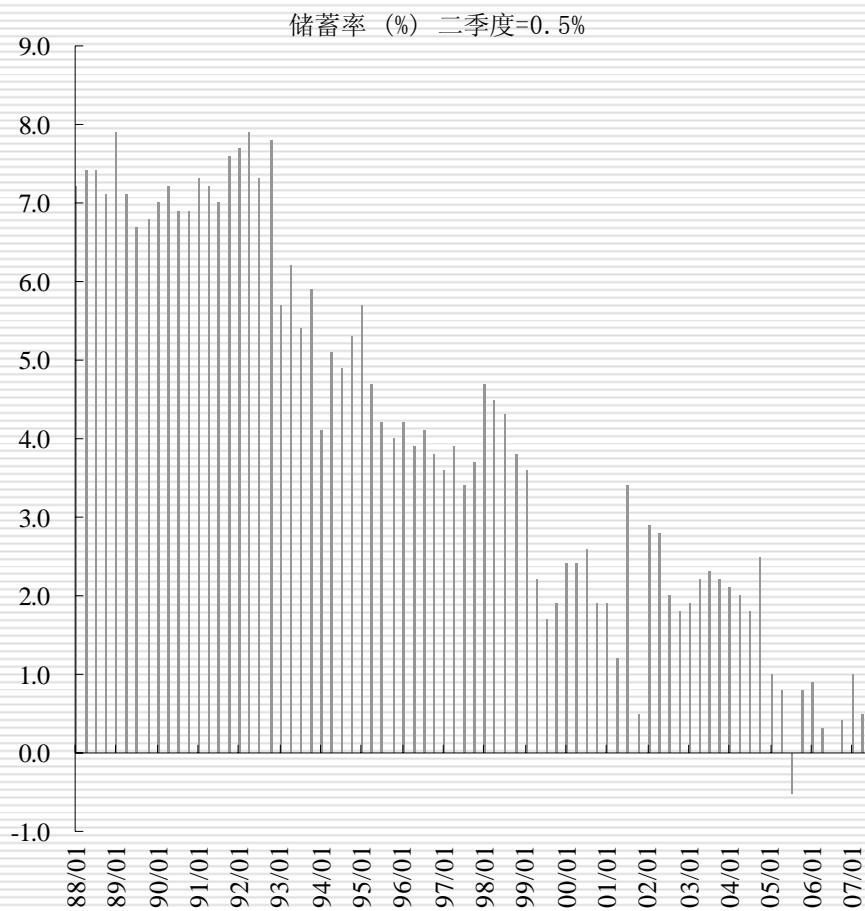
首次申领失业金的人数4周平均 8月25日
=32.4万人



密歇根大学消费者信心指数 8月=83.4



美国居民储蓄率处于低位



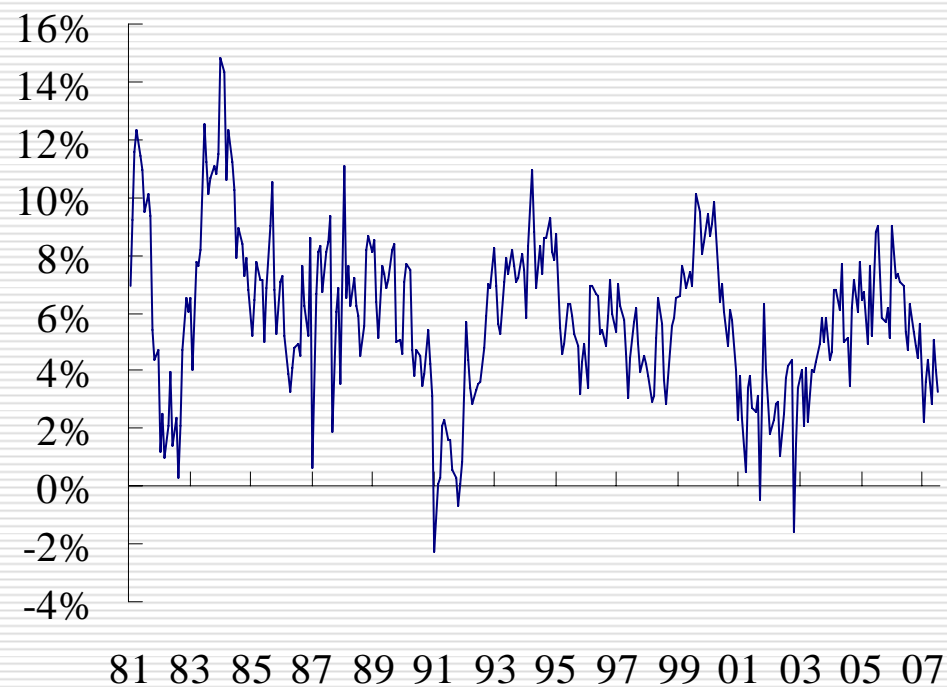
零售业增长减速，资本品支出下降



中型和重型卡车销售年率(BEA,万辆)
7月=32.2



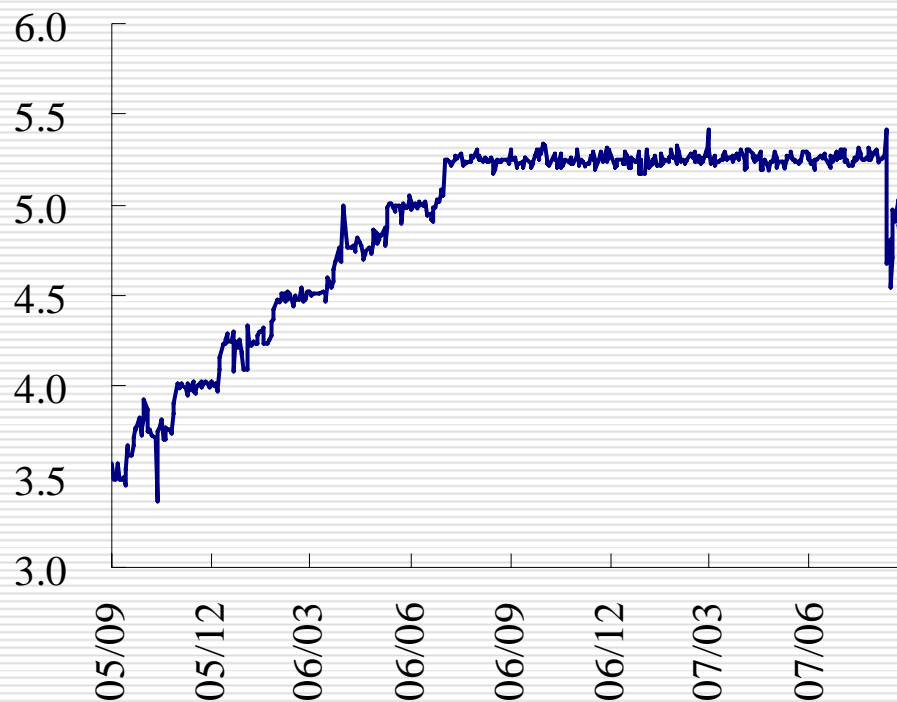
美国零售同比增长 7月=3.2%



市场预期联储减息

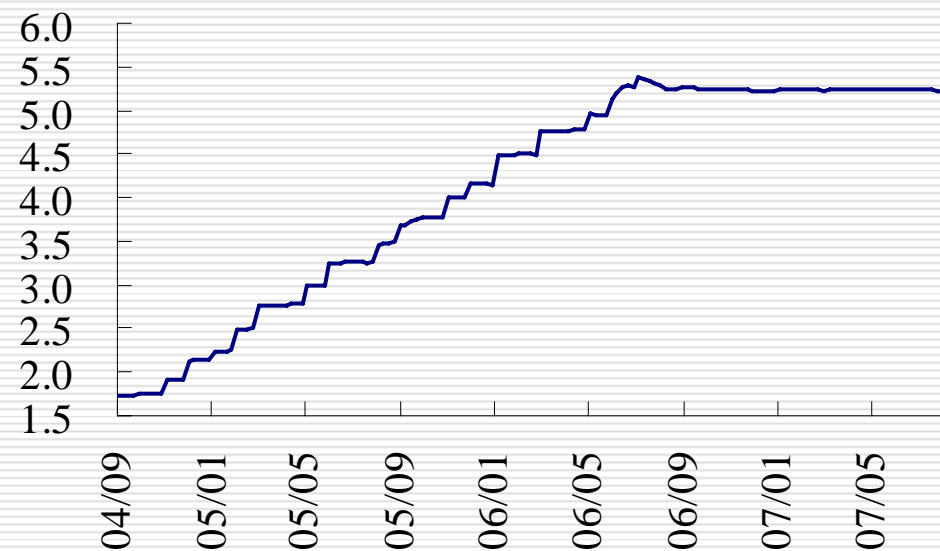


联邦基金有效利率(%) 8月24日=5.11%



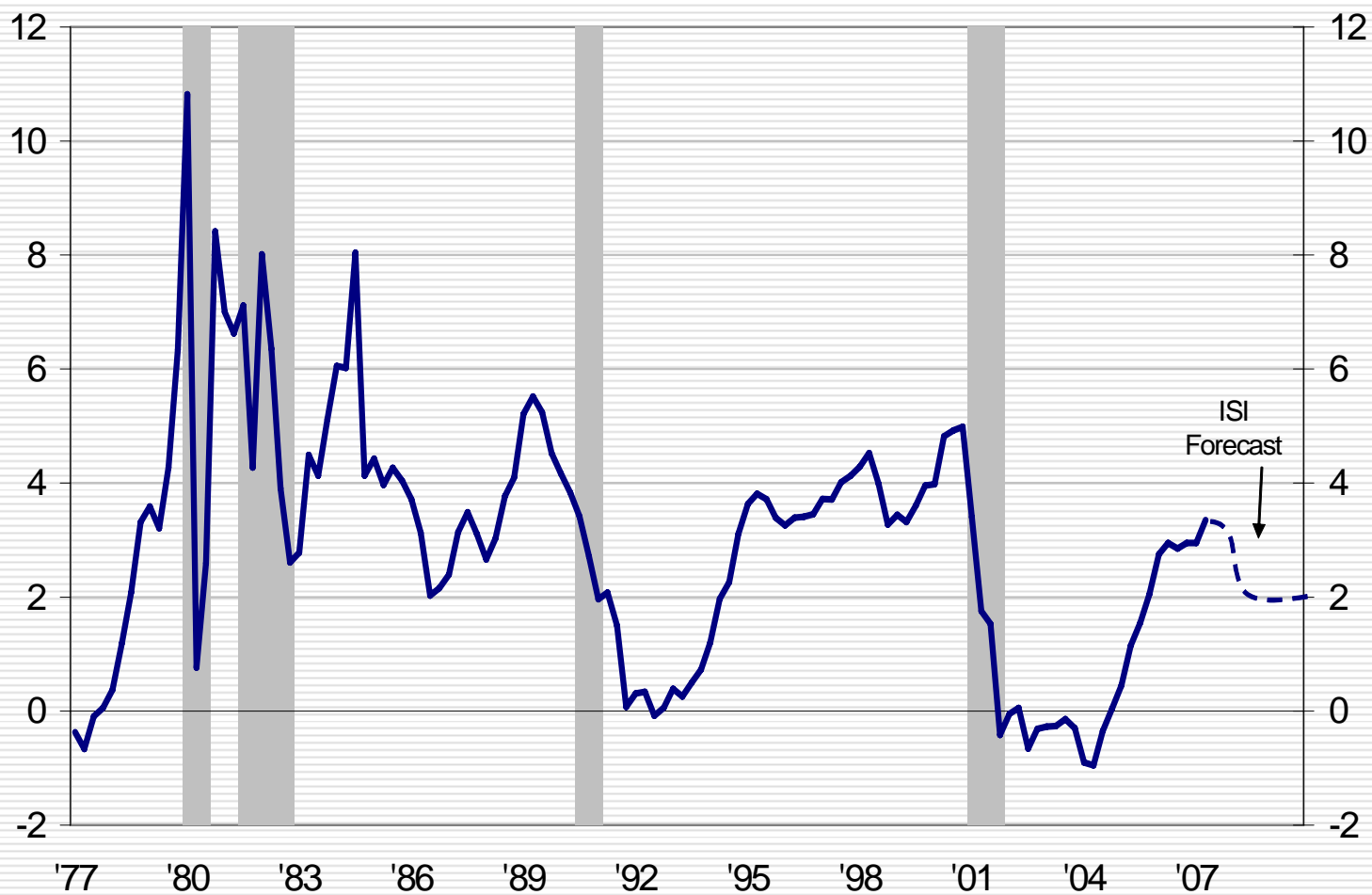
利率期货对联储利率的预期

8月24日=4.99%



实际联邦基金利率

Real Fed Funds
using core PCE and ISI estimates

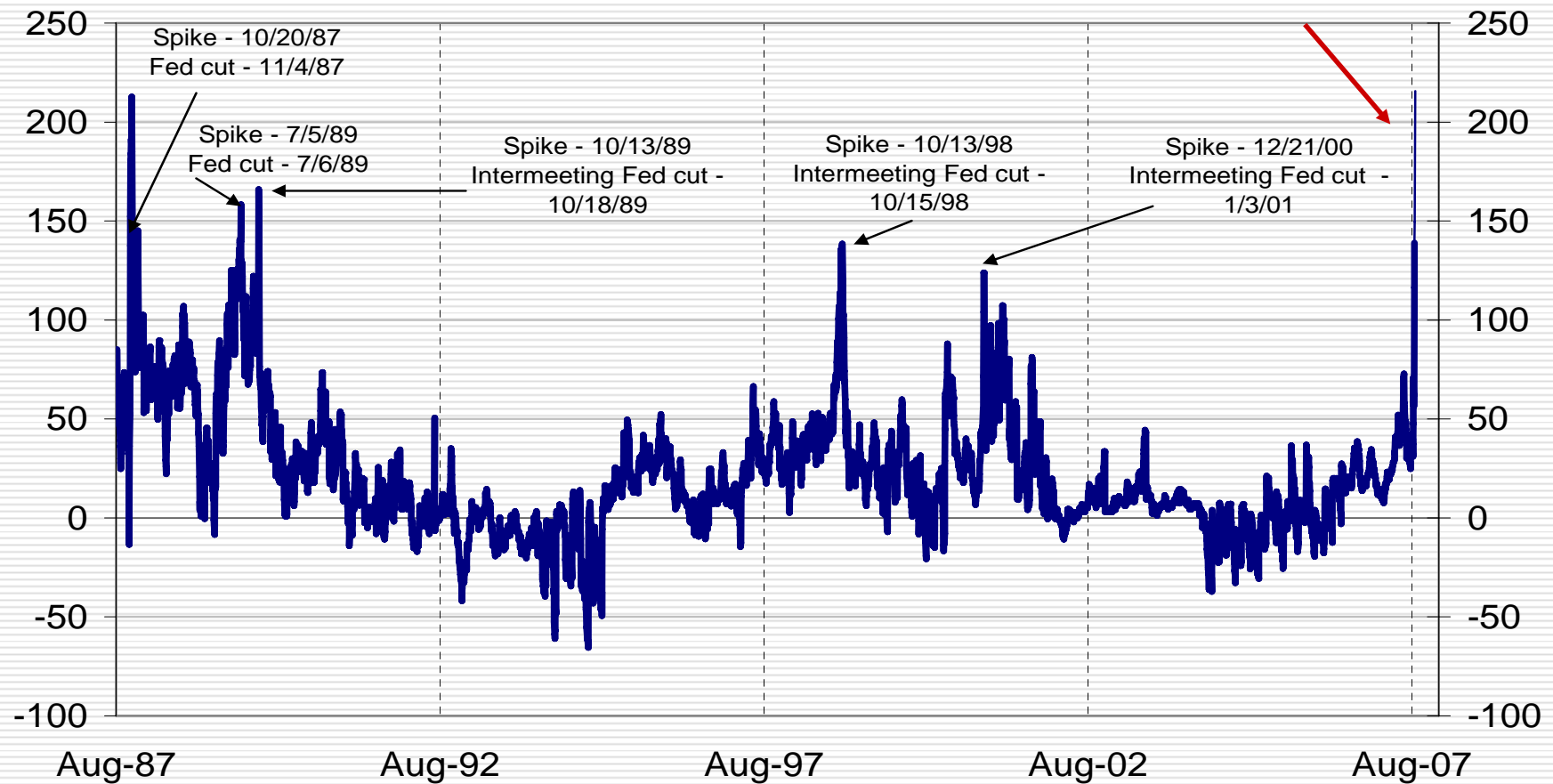


息差窜升与联储减息



This Spread Was A Reliable Indicator Of Rate Cuts Under Greenspan

Fed Funds Target—90-day T-Bill Spread (bps)



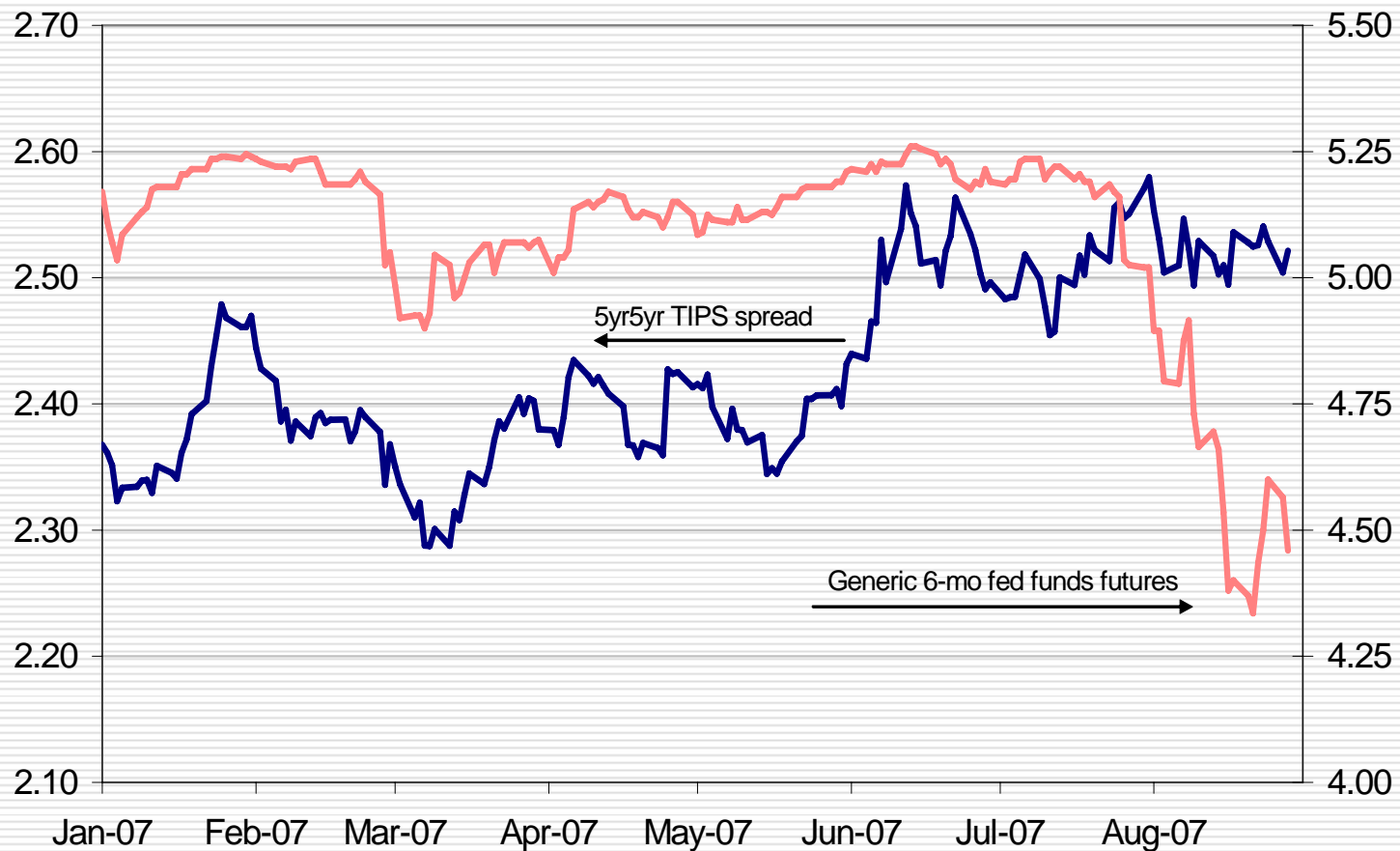
Source: Courtesy of ISI.

通胀预期保持稳定，市场预计联储减息



Inflation Expectations Remain Level As Rate Cuts Priced In

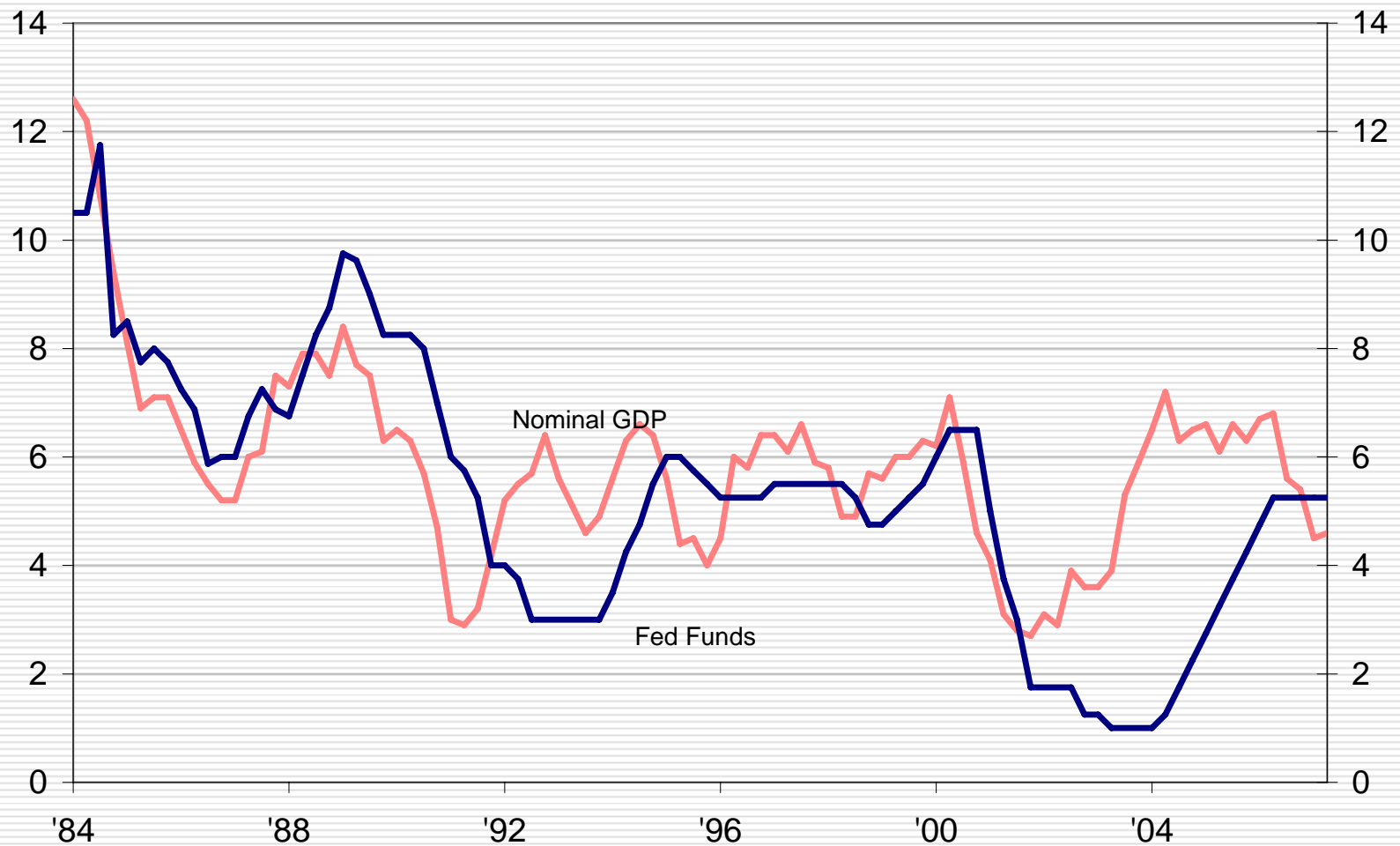
5 year forward 5 year TIPS spread and generic 6 mo FF futures



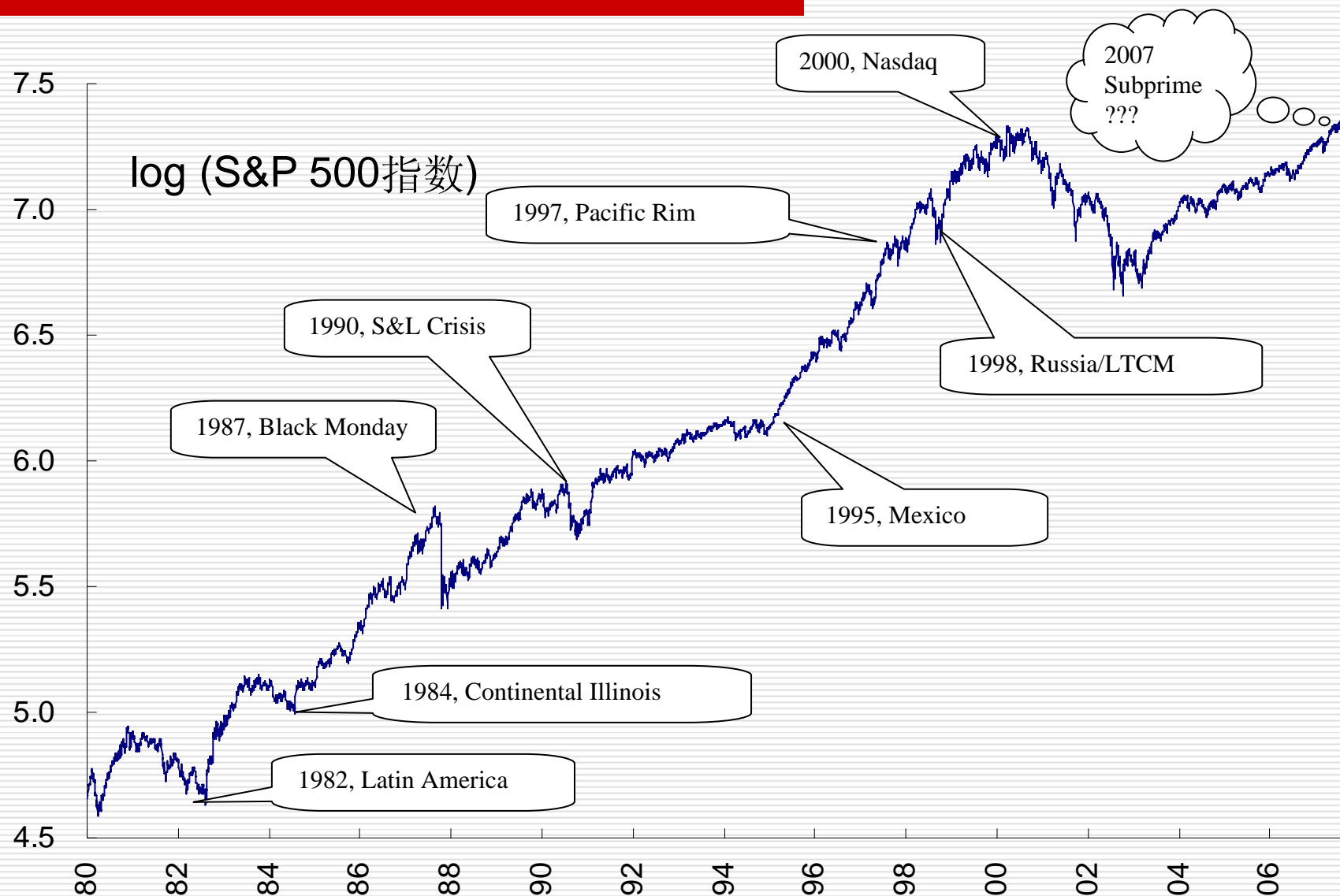
预计联储至1Q08减息至4%



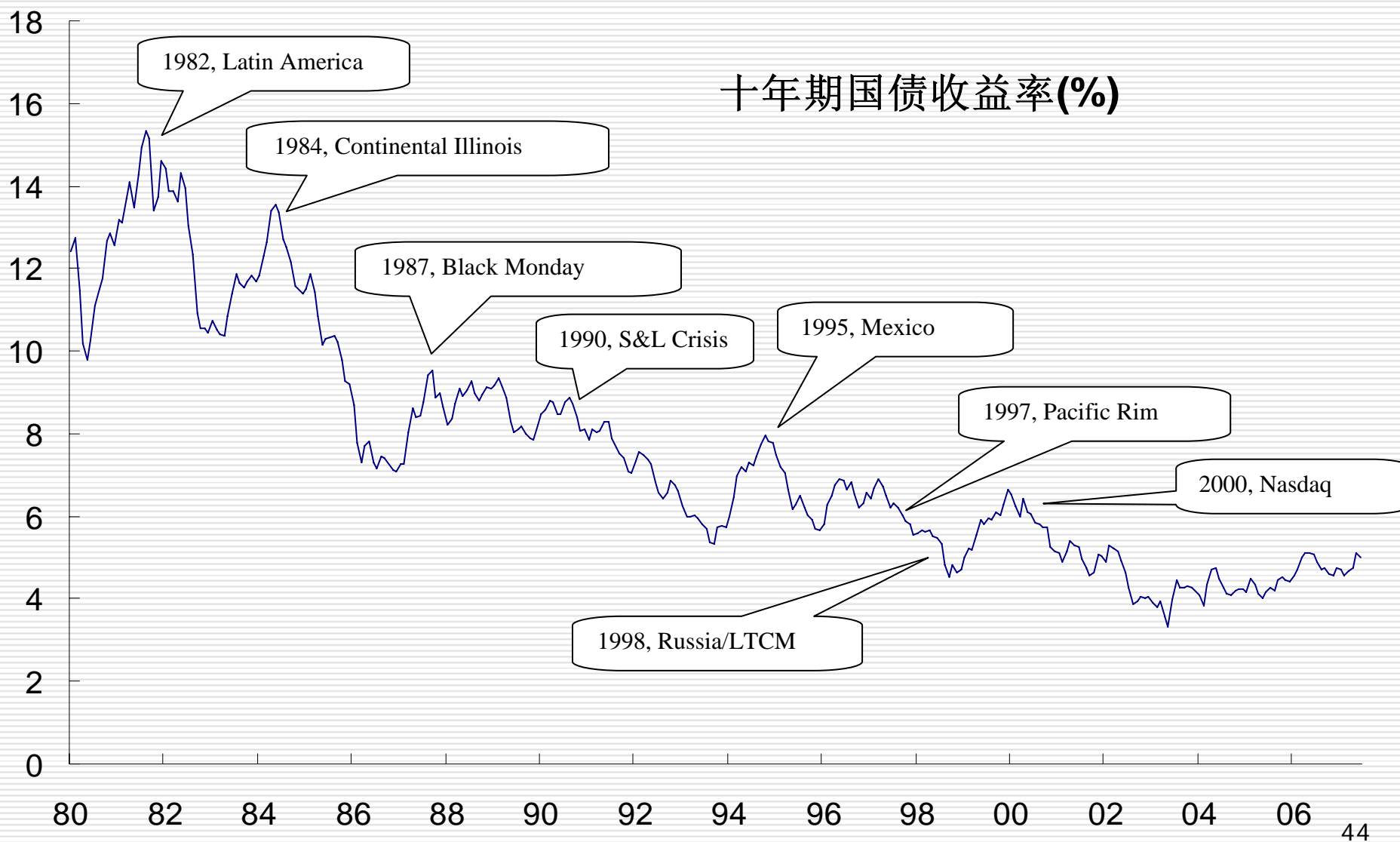
In Rate Cuts, Funds Rate Tends to Fall to GDP Growth



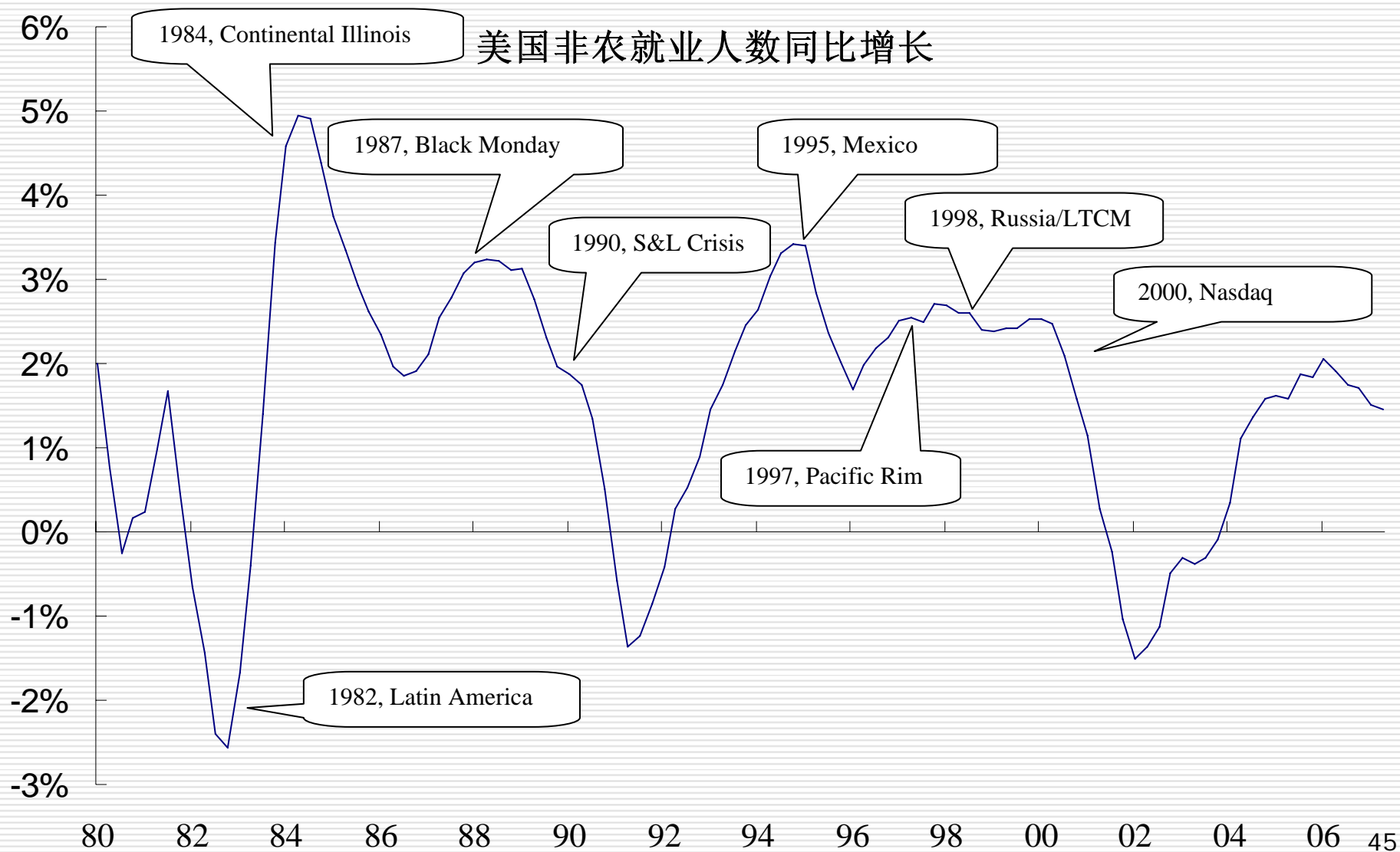
金融危机与美国股市



金融危机与美国债市



金融危机与美国的就业增长



1998年联储减息与标普股指

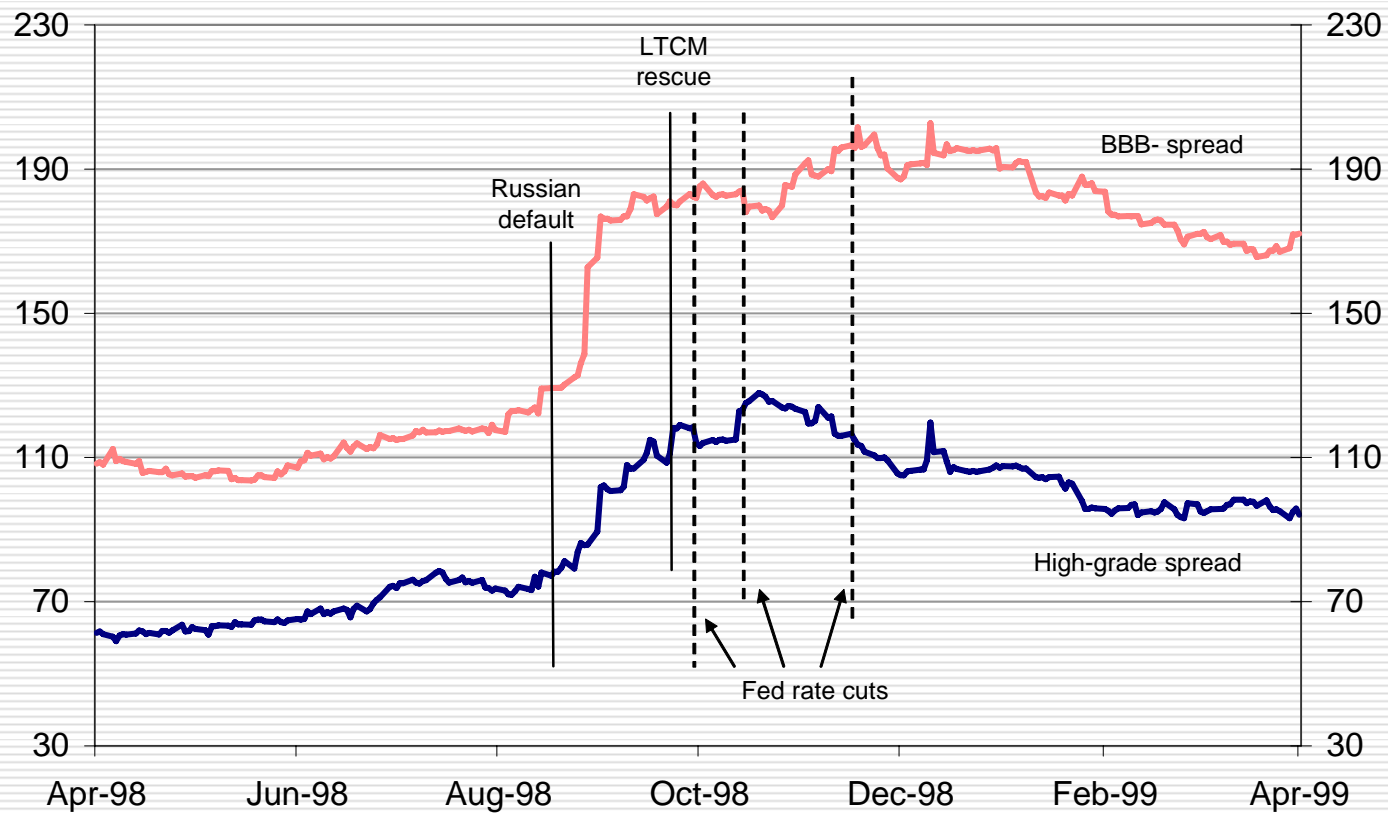


S&P 500

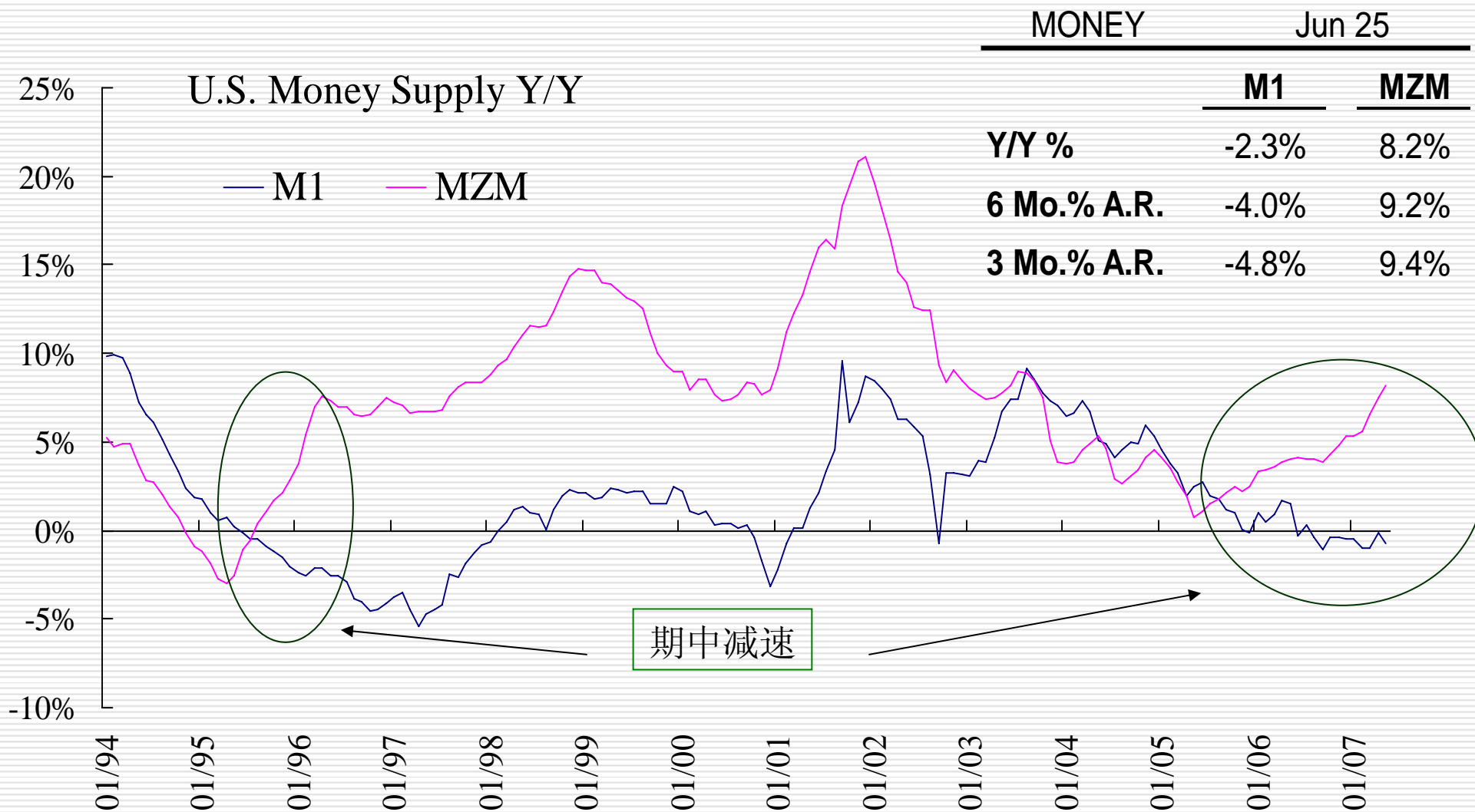


1998年美联储减息与信用息差

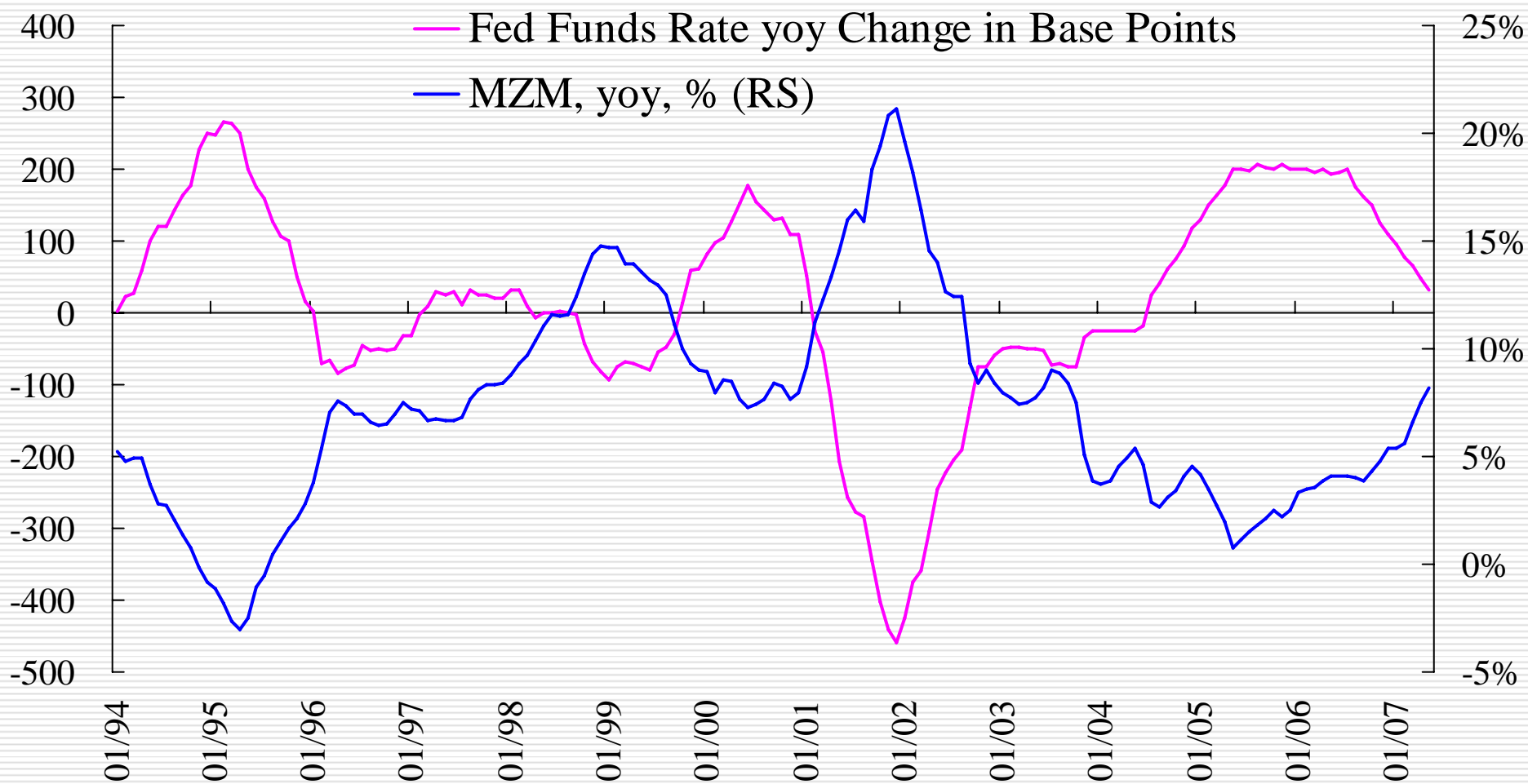
Credit Spreads



美国M1减速、M3加速



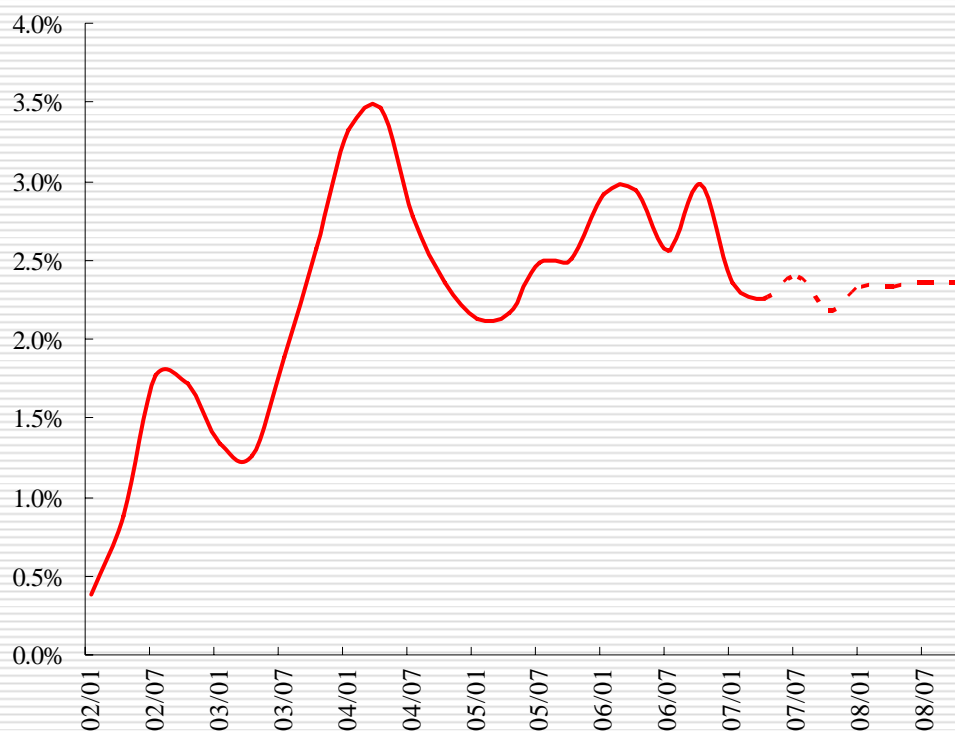
美联储加息与货币增速的变化



OECD, Global Insight预期经济增长平稳



OECD G7实际GDP增长预测



Global Insight Forecast

	美国	德国	日本	英国	世界
2000	3.7%	3.5%	2.8%	3.8%	4.1%
2001	0.8%	1.4%	0.2%	2.4%	1.5%
2002	1.6%	0.0%	0.3%	2.1%	1.9%
2003	2.5%	-0.2%	1.5%	2.8%	2.7%
2004	3.6%	0.8%	2.7%	3.3%	4.0%
2005	3.1%	1.1%	1.9%	1.8%	3.5%
2006	2.9%	3.0%	2.2%	2.8%	3.9%
2007	1.9%	2.9%	2.8%	2.9%	3.6%
2008	2.5%	2.5%	1.9%	2.3%	3.6%
2009	3.2%	2.2%	1.5%	2.6%	3.7%
2010	2.9%	1.8%	1.4%	2.7%	3.5%

Bear Sterns预期2008全球减速

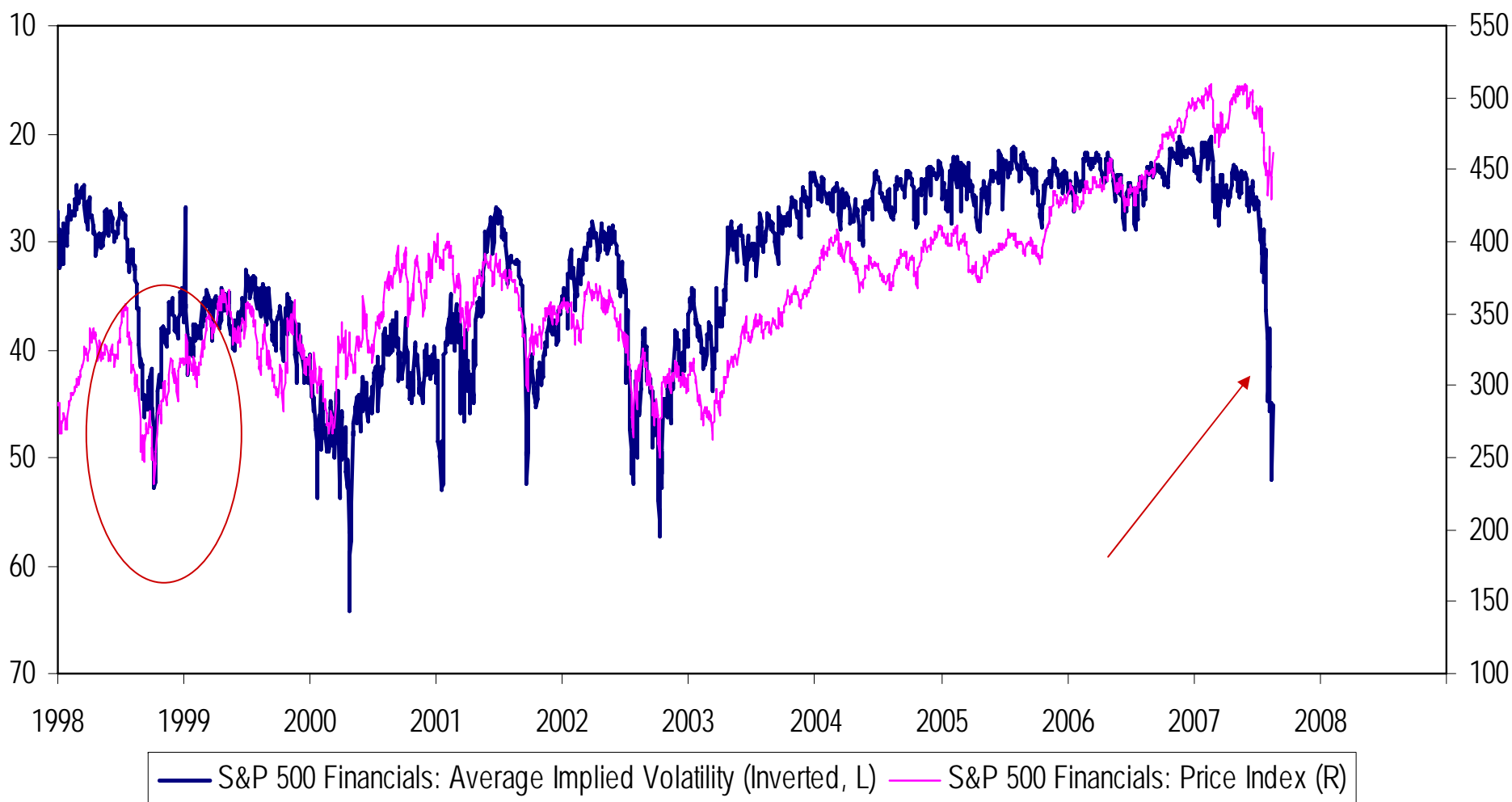


Bear Sterns Forecast

	美国	欧元区	日本	英国	中国	世界
2000	3.7%	4.0%	2.8%	3.8%	8.4%	4.1%
2001	0.8%	1.9%	0.2%	2.4%	8.3%	1.5%
2002	1.6%	0.9%	0.3%	2.1%	9.1%	1.9%
2003	2.5%	0.8%	1.5%	2.8%	10.0%	2.7%
2004	3.6%	1.7%	2.7%	3.3%	10.1%	4.0%
2005	3.1%	1.5%	1.9%	1.8%	10.4%	3.5%
2006	2.9%	2.8%	2.2%	2.8%	11.1%	3.9%
2007	2.0%	2.5%	2.4%	2.7%	11.2%	3.5%
2008	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	9.6%	3.1%

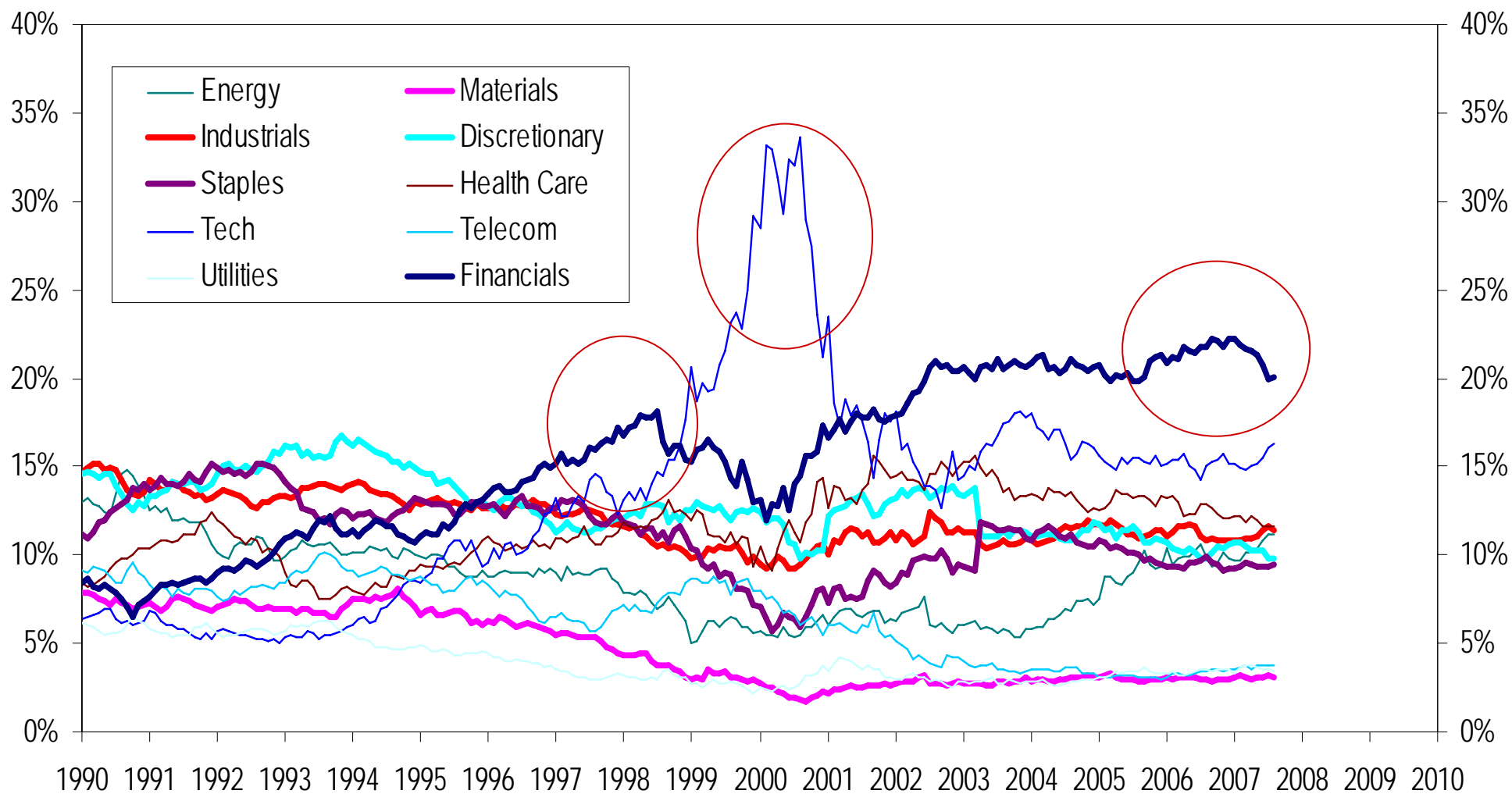
-
- 美国买房ABC
 - 次级抵押贷款问题
 - 次级债和金融市场
 - 美国经济和全球经济前景
 - 投资策略

美国金融股遭到重创



Source: ISI. Note: Implied volatility on the iShares sector ETF.

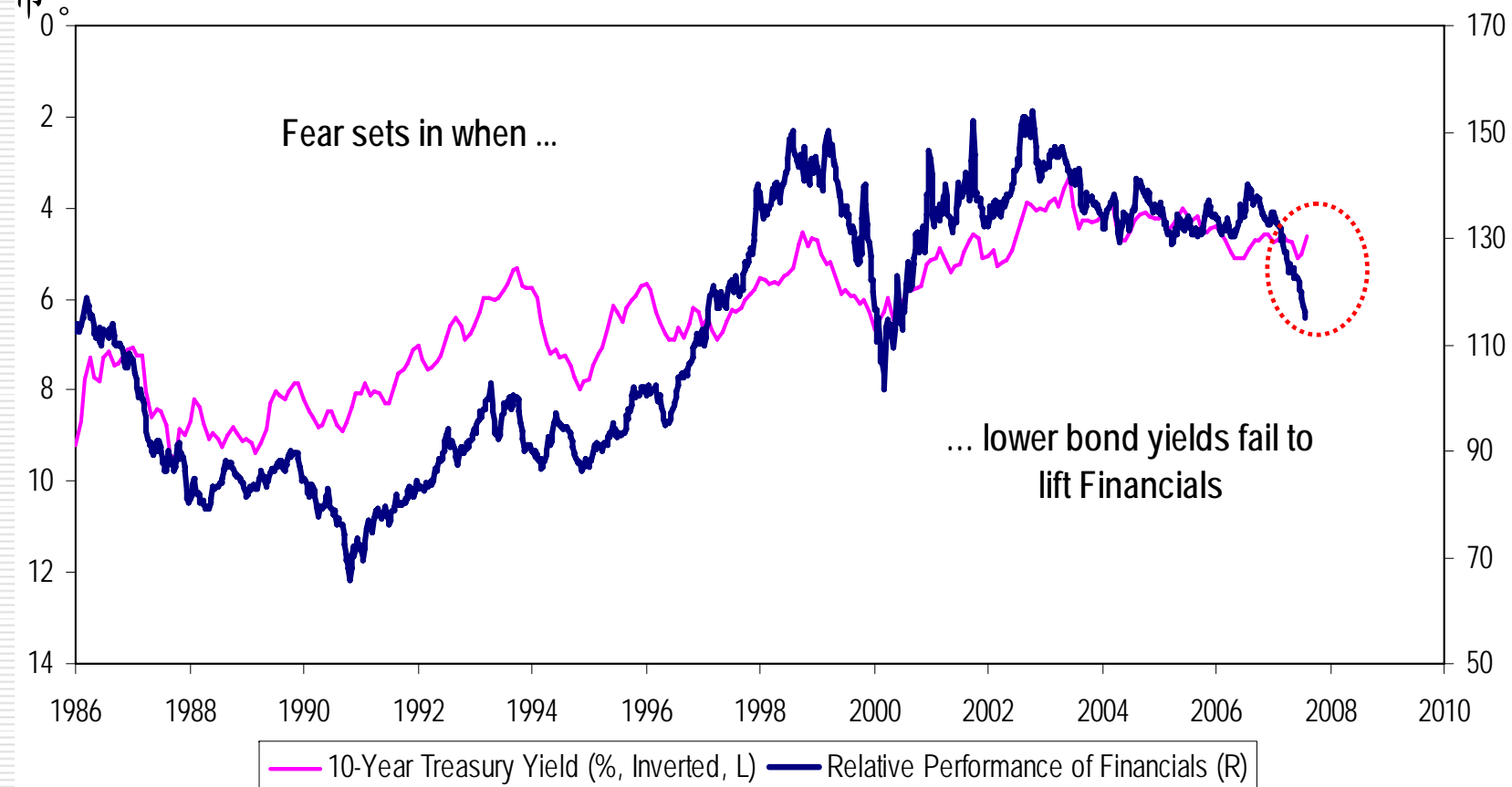
美国金融股将回归到冷酷的现实



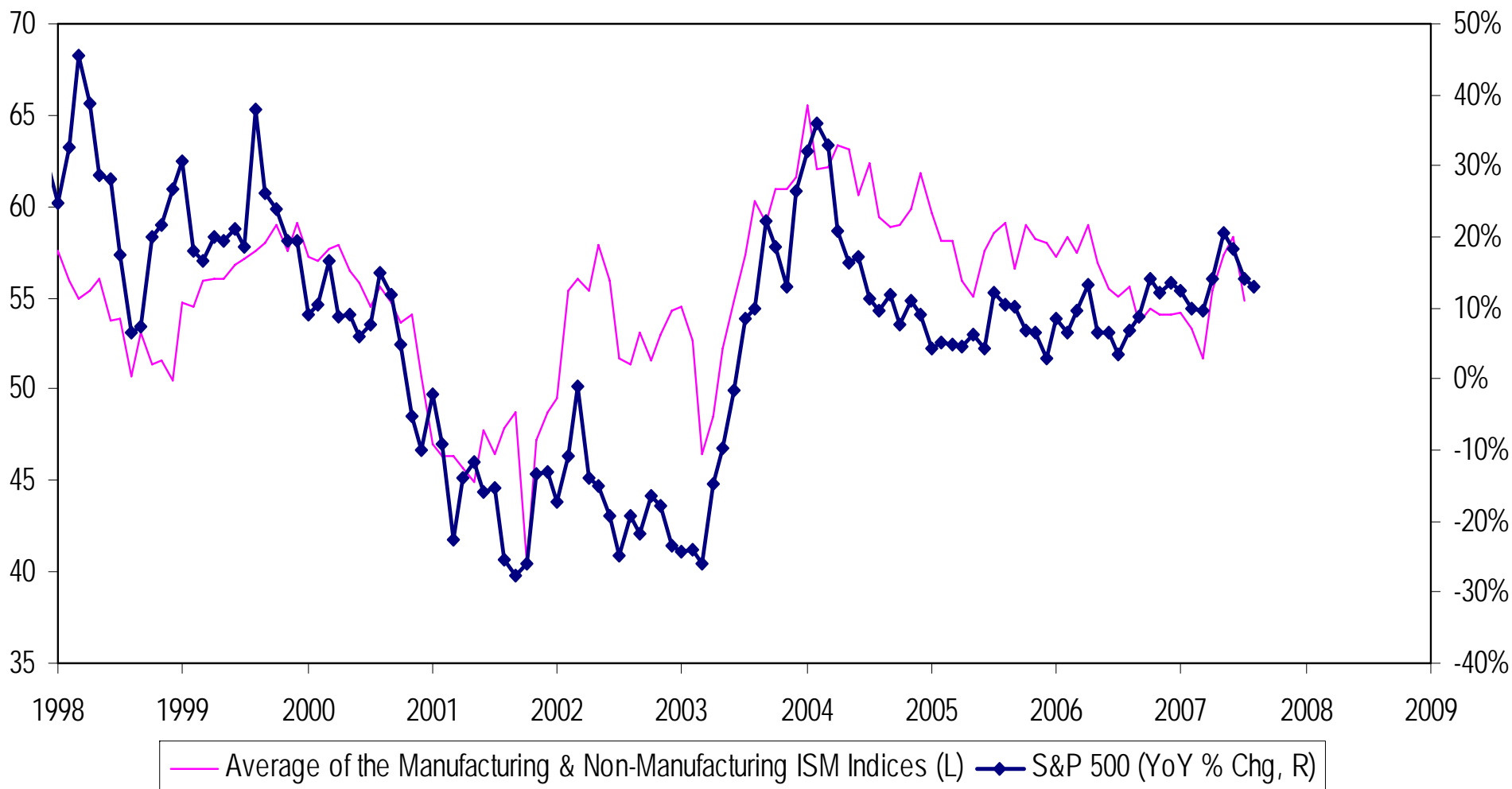
只有联储减息和收益率下降能够挽救美国金融股



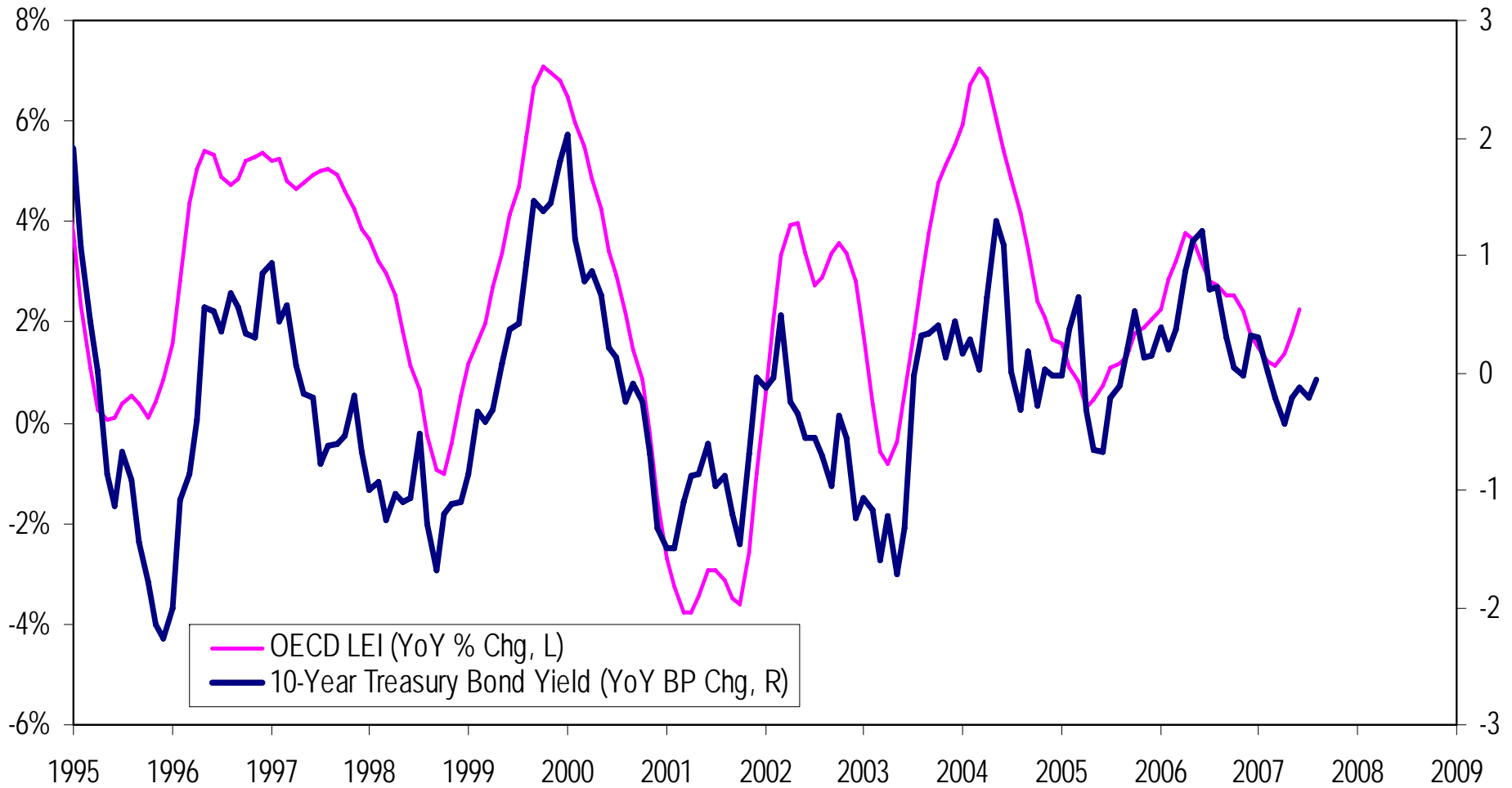
- 如果次级债危机恶化：债券收益率下降、金融股重创。
- 如果次级债危机好转：经济加速、减息搁置、收益率回升、金融股弱于大市。



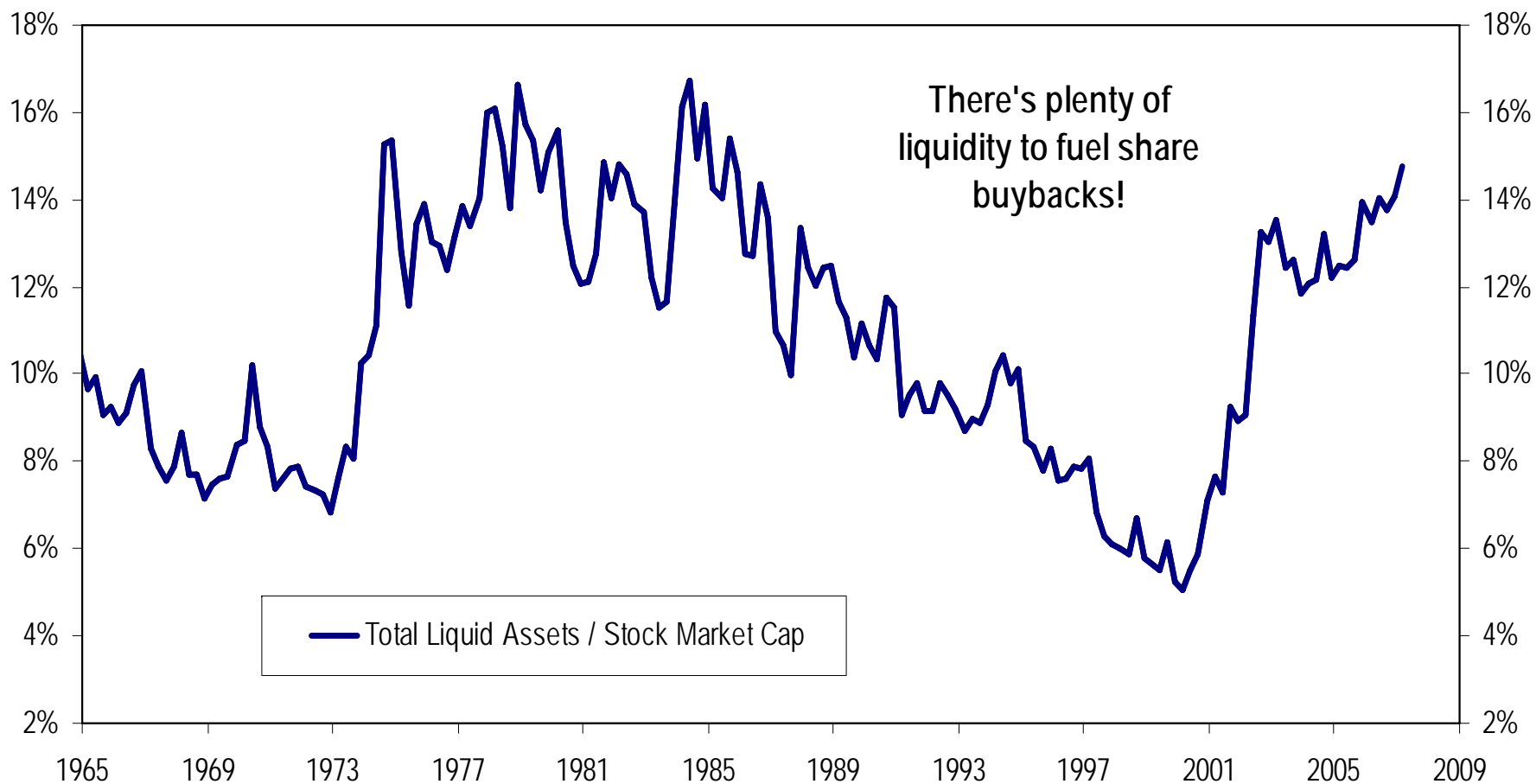
美国股市与经济指标高度相关



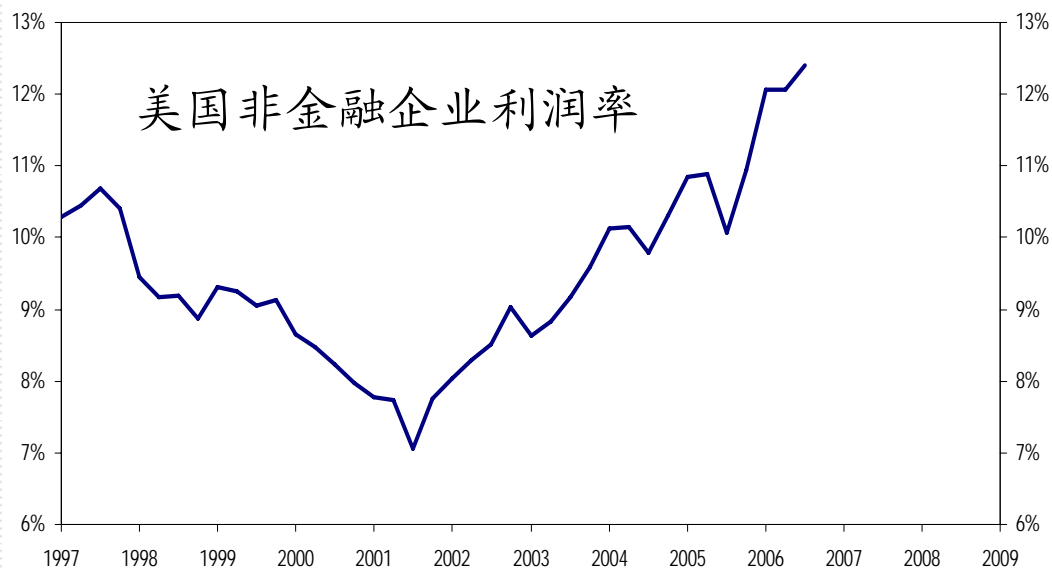
OECD领先指数预示美国10年期收益率回升



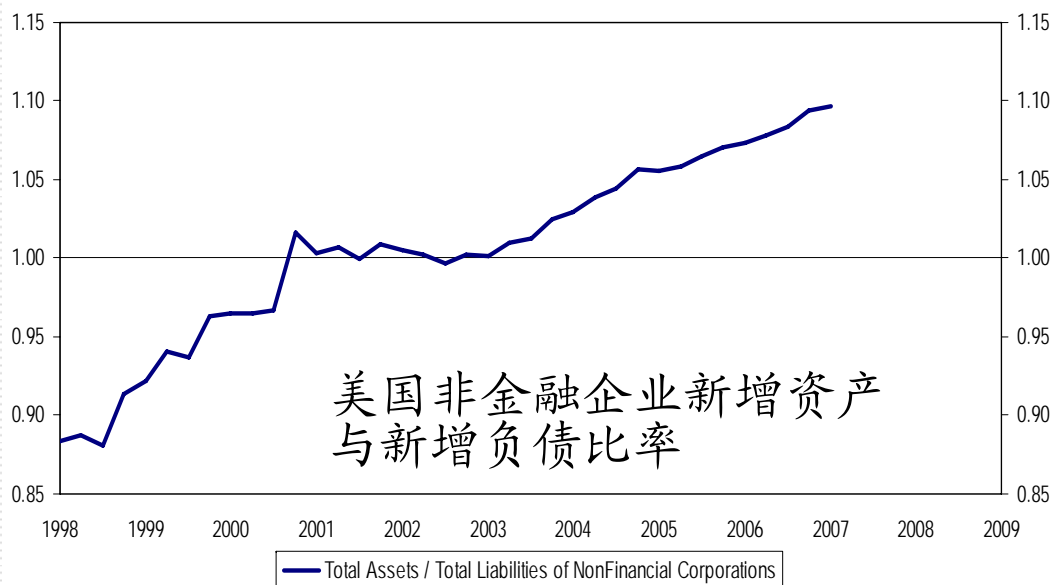
美国企业仍然资金充沛



美国企业财务状况优良



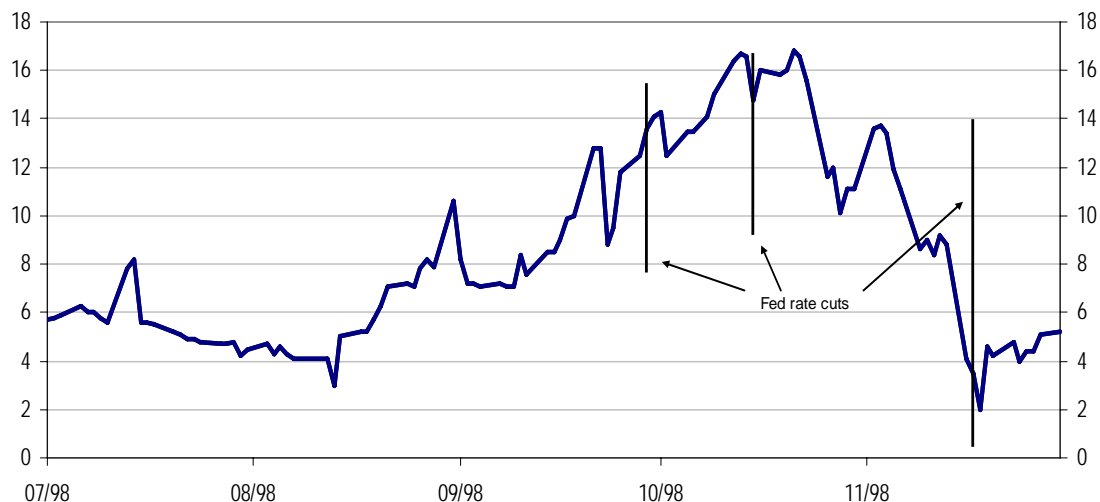
美国企业利润率联创历史最好记录。



资产负债的状况与1998年不同日而语，抗危机能力增强。

新券收益率-旧券收益率

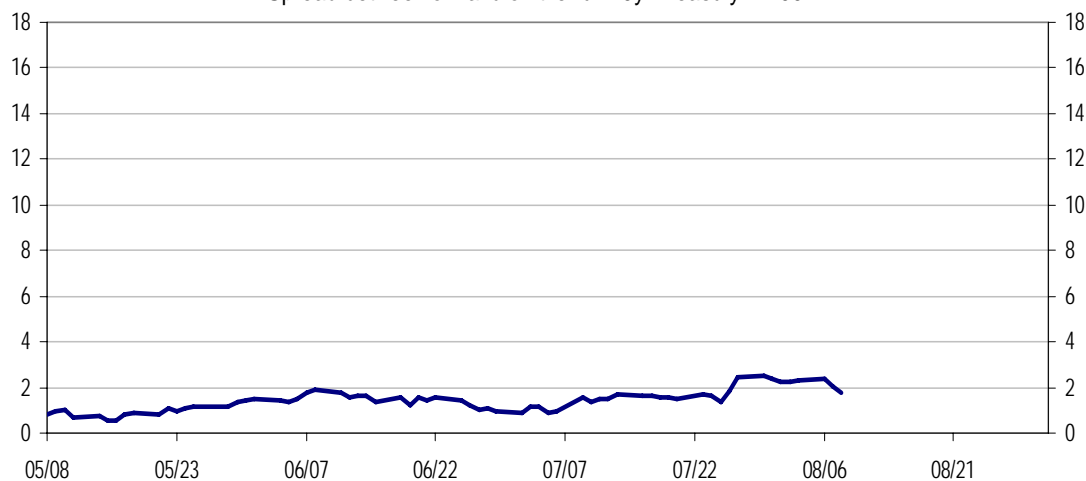
One Measure Of Markets "Seizing Up" In 1998
Spread between on- and off-the-run 30yr Treasury, 25bp rate cuts marked



1998年，30年国库券：

新旧券收益率扩大，流动性枯竭。LTCM失算。

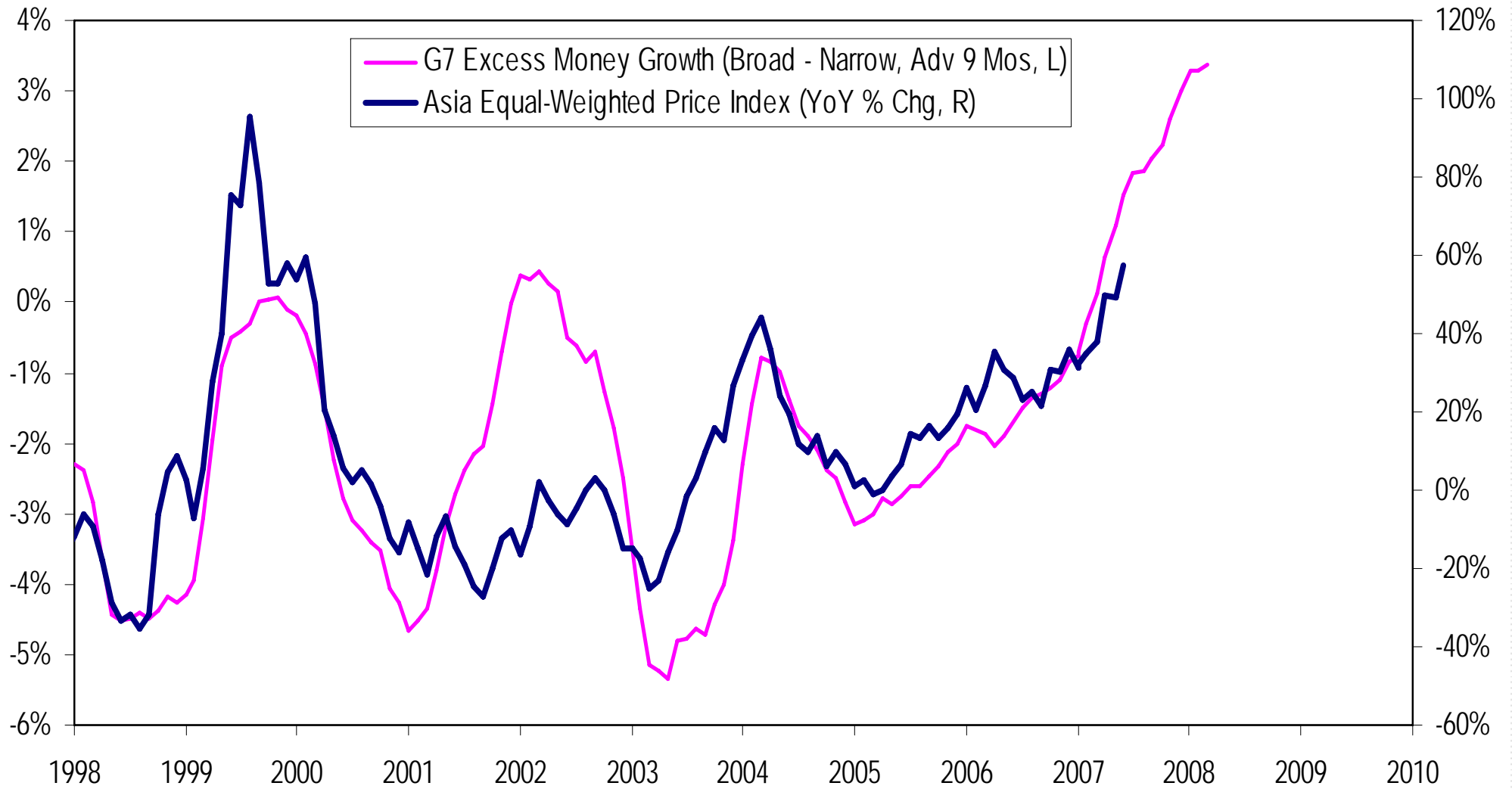
Markets Not Showing Signs of a 'Seize'
Spread between on- and off-the-run 10yr Treasury in 2007



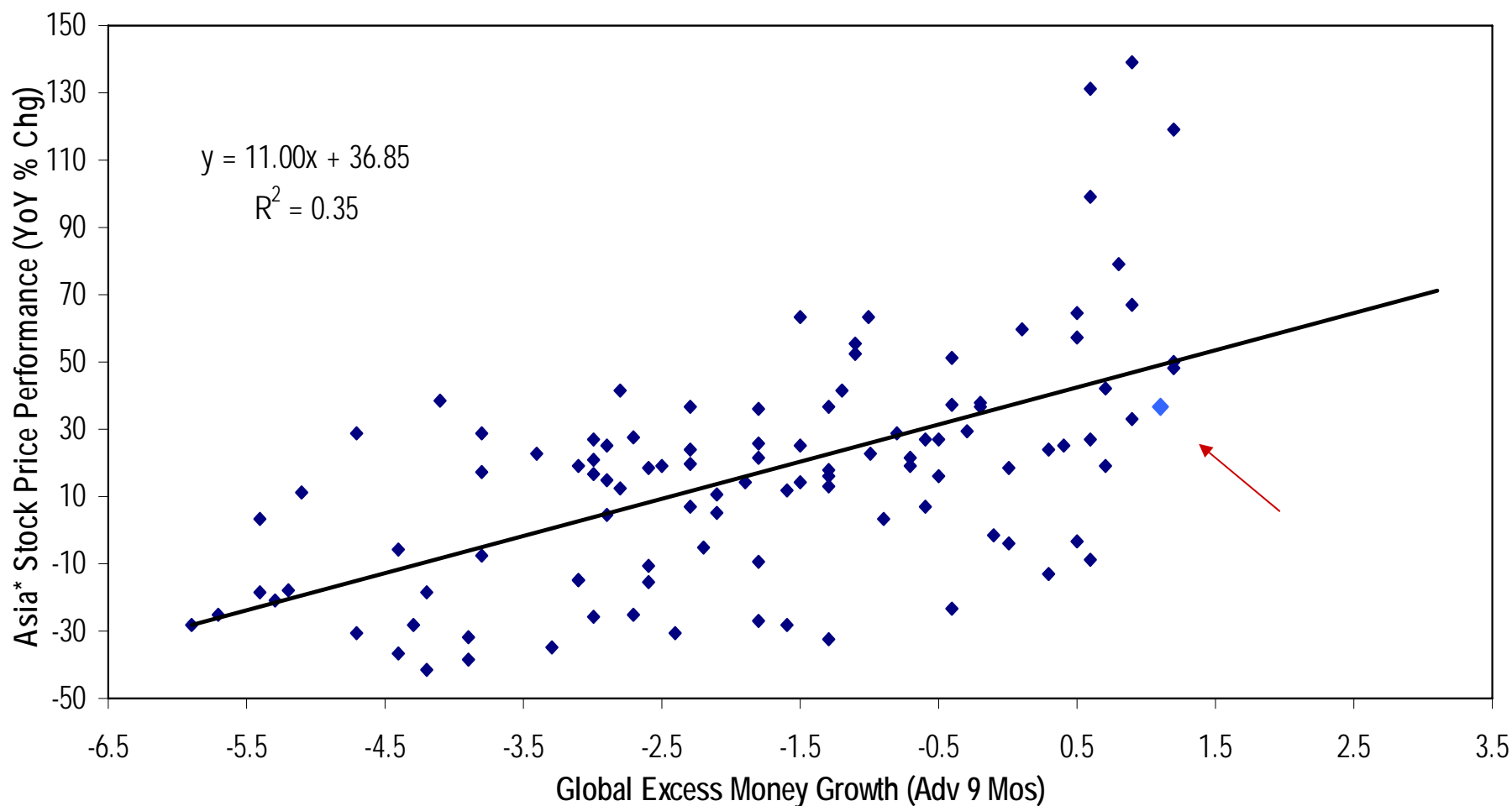
2007年，10年国库券：

新旧券收益率稳定在2个基点。流动性仍然充沛。

全球流动性推高亚洲股市

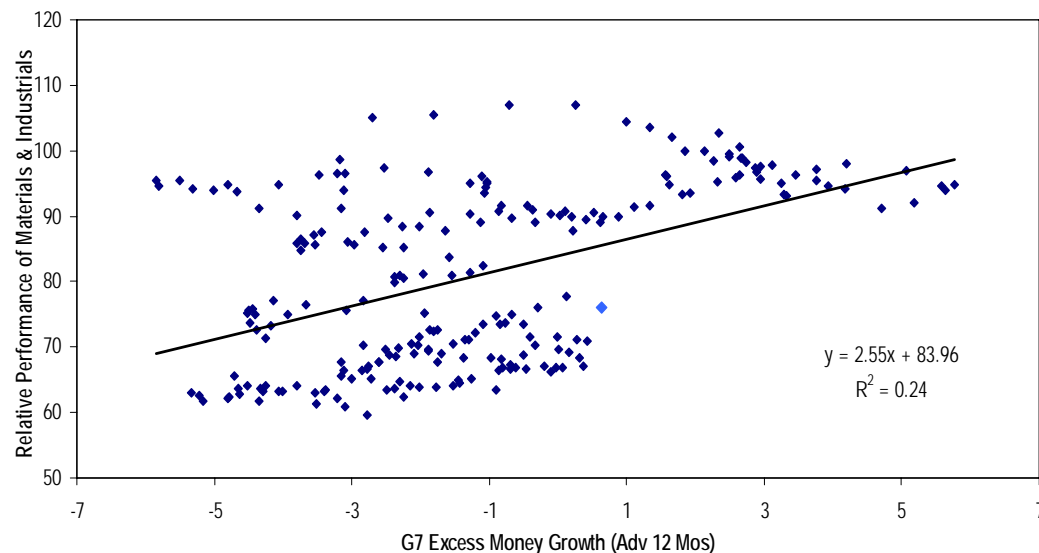


亚洲股市与全球过剩流动性高度相关

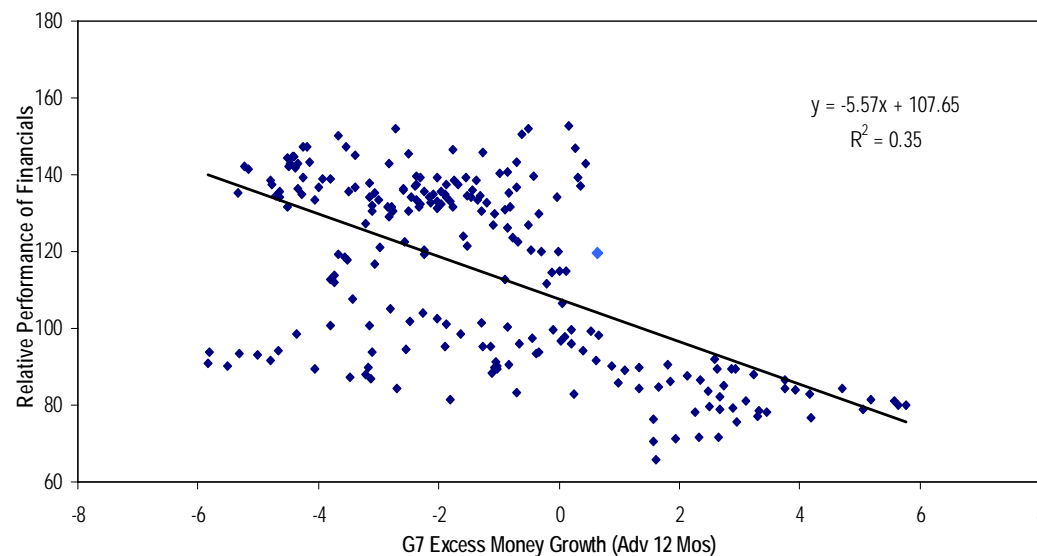


资料来源：ISI。*除去中国、日本和泰国；1998-2007.08

G7国家流动性与美国股市



G7流动性将继续推动美国材料和工业股（晚周期行业）。通胀往往在经济周期晚期较高，而材料和工业股受益于通胀。



周期后半段的G7国家流动性扩张并不利于美国金融股。

谢谢!

苏畅 马青

莫尼塔（北京）经济信息咨询有限公司
东直门外大街35号东湖别墅C座601
北京 100027

电话: (010) 65511170

传真: (010) 65511150

email: genema@cebmonitor.com

csu@cebmonitor.com