

2008年1月20日

宏观策略部

与美“共振”：非美经济体加速衰退

◆开放度的提高，使我们与世界更加融合

在光大证券元月8号的年度策略会上，我详细阐述了全球面临第二波来自商业银行的金融冲击时，也许当时听起来有点“危言耸听”，但刚刚过去的这十几天，随着08年经济数据和企业业绩的不断披露，带给国际金融市场的几乎没有什么好消息。

“屋漏偏逢连夜雨”，08年4季度有企稳迹象的国际金融市场在这十几天再次爆出问题——花旗银行、美国银行和苏格兰银行的巨额亏损只能寻求政府救助，爱尔兰面临像冰岛一样的债务危机，希腊和西班牙的主权信用评级被降低，日本政府下调对日本经济的评估至“迅速恶化”。

在披露数据不断恶化的时候，各国政府再次显示救助金融市场挽救经济的决心，在苏格兰皇家银行爆出巨亏的时候，英国首相布朗提出对其银行资产进行担保，同时增持该行股份达到70%，其财长达林表示政府将采取一切举措支持经济发展。法国在1月19号表示将再次向6家银行机构注入105亿欧元的资金，以充实银行的准备金。

对非美经济体而言，第二波金融冲击对他们的冲击将显得更为突出，因为08年以来的第一波金融冲击的主要对象是从事高风险高收益业务的投资银行，第二波金融冲击的主要对象是从事优质贷款业务的商业银行，像欧洲和日本的金融集团更多的都是商业银行。

由于欧洲经济与美国经济存在强“共振”，美国经济衰退的时候，日本这一出口导向型经济与美国经济之间也是强“共振”，因此在预期美国经济将面临3-5年的调整，并且美国会率先复苏（见1月10号的报告《市场或政府：“双去后”谁主美国经济未来》），那么欧洲和日本的经济调整时间只会更长。由于非美经济体很多国家的财力无法与美国相比，政府对商业银行进行担保能够促进金融市场稳定和能带动经济复苏有一个前提条件就是投资者对政府有信心以及银行运行不再恶化，否则带给他们的将是步冰岛的后尘——国家破产。因此，第二波金融冲击非美经济体受到的冲击将更大。

首席经济分析师

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebcn.com

相关报告：

与美“共振”：非美经济体加速衰退

在光大证券元月8号的年度策略会上，我详细阐述了全球面临第二波来自商业银行的金融冲击时，也许当时听起来有点“危言耸听”，但刚刚过去的这十几天，随着08年经济数据和企业业绩的不断披露，带给国际金融市场的几乎没有什么好消息。

“屋漏偏逢连夜雨”，08年4季度有企稳迹象的国际金融市场在这十几天再次爆出问题——花旗银行、美国银行和苏格兰银行的巨额亏损只能寻求政府救助，爱尔兰面临像冰岛一样的债务危机，希腊和西班牙的主权信用评级被降低，日本政府下调对日本经济的评估至“迅速恶化”。1月19号爆出的苏格兰皇家银行巨亏，让国际投资者失去对银行业的信心，也失去对非美经济体能否再次扛住第二波金融冲击的信心，资产避险再次成为投资者的首选，美元再次走强，股市再次暴跌。

在披露数据不断恶化的时候，各国政府再次显示救助金融市场挽救经济的决心，在苏格兰皇家银行爆出巨亏的时候，英国首相布朗提出对其银行资产进行担保，同时增持该行股份达到70%，其财长达林表示政府将采取一切举措支持经济发展。法国在1月19号表示将再次向6家银行机构注入105亿欧元的资金，以充实银行的准备金。新当选的美国总统奥巴马今天的就职演讲似乎表现了当年罗斯福总统的气概，将推出他的经济振兴计划。各国政府的经济激励计划能否扭转市场的颓废，成为全球投资者最为关心的问题。

在金融市场都没有企稳的条件下，去谈经济的复苏，有点为时尚早。在金融危机开始向实体经济传导的初期，实体经济出现快速下滑，这又会反馈到金融市场，其表现就是企业破产导致企业贷款违约加大以及失业增加导致个人消费贷款违约增加，在危机爆发以前，这些贷款都是优质贷款，现在由于经济的恶化，其中一些便成为了不良贷款，产生的结果就是导致主要从事优质贷款业务的私人银行出现破产的概率不断加大，引发第二波金融冲击。但对非美经济体而言，第二波金融冲击对他们的冲击将显得更为突出，因为08年以来的第一波金融冲击的主要对象是从事高风险高收益业务的投资银行，第二波金融冲击的主要对象是从事优质贷款业务的商业银行，像欧洲和日本的金融集团更多的都是商业银行。

由于非美经济体国家的财力无法与美国相比，政府对商业银行进行担保能够促进金融市场稳定和能带动经济复苏有一个前提条件就是投资者对政府有信心以及银行运行不再恶化，否则带给他们的将是步冰岛的后尘——国家破产。例如英国，经济体在全球是第5大经济体，但它所有银行的资产总数是该国GDP的2.5倍，一旦投资者信心丧失，资产价格继续下跌，且银行资产无法出售，那么英镑将急剧贬值，酿成严重的债务危机，英国政府将面临破产。英国尚且面临这种困难，就更别说其它的经济体了。

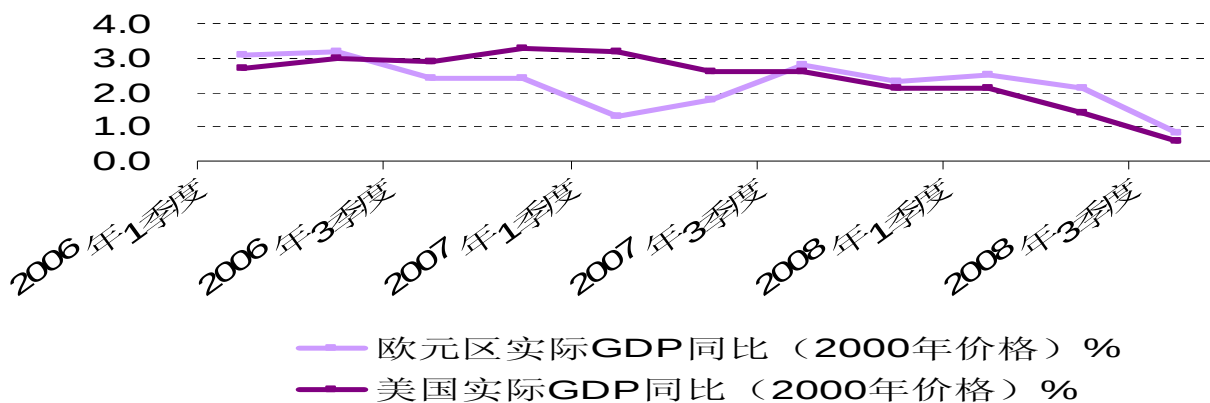
一、欧洲与美国经济之间强“共振”

前不久公布的欧洲各国的经济数据均出现了超预期的下滑。作为欧元区的主要经济体德国和法国，11月份的工业生产增速德国下降10.0%，法国下降7.0%，整个欧元区下降7.7%。11月份失业率德国上升至7.6%，整个欧元区上升至7.8%，零售增速德国下降3.0%，整个欧元区下降1.5%。

从历年以来欧洲经济与美国经济的比较我们可以看出，欧洲经济与美国经济之间存在强“共振”，即两大经济体之间的相关性非常之大，美国经济走强，欧洲经济也随之走强，反之，美国经济走弱，欧洲经济也随之

走弱。在 1 月 10 号我的报告《市场或政府：“双去后”谁主美国经济未来》对美国经济作了较为详尽的分析，认为美国经济需要 3-5 年的调整。既然欧洲经济与美国经济之间存在强“共振”，就无需再对各项经济指标作进一步的分析。

图 1：欧元区与美国经济之间的变动状况



资料来源：Bloomberg 光大证券

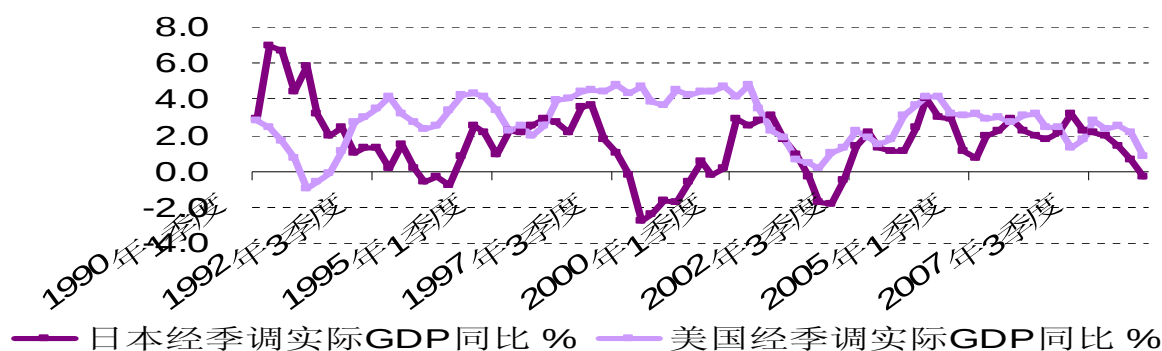
二、日本与美国经济：增长的时候弱“共振”，衰退的时候强“共振”

08 年 3 季度日本 GDP 出现了快速的下降，增速下降 1.8%。11 月份公布的经济数据显示经济处于快速的下滑状态之中，失业率攀升至 3.9%，工业生产增速下降 16.6%。1 月 20 号日本政府发布经济月度报告，对其经济的进一步下滑表现出了空前的忧虑，连续第四个月下调对日本经济的评估，下调至“迅速恶化”。

日本经济自上个世纪 90 年代以来，一直就“萎靡不振”，其主要的原因是上个世纪 50 年代之后的高速发展一直是依赖美国传导的技术进步，产业升级空间在上个世纪 90 年代遇到瓶颈的时候，由于自身的研发力量的受限，致使经济发展失去动力。当美国经济向好的时候，日本经济“萎靡”，一旦美国经济快速下滑，日本这一出口导向型的经济体也同步出现下滑，即：在全球经济向好的时候，日本经济与全球之间是弱“共振”，当全球经济下滑的时候，日本经济与全球经济之间存在强“共振”。

在 1 月 10 号我的报告《市场或政府：“双去后”谁主美国经济未来》对美国经济作了较为详尽的分析，认为美国经济需要 3-5 年的调整。既然在经济下滑时，日本经济与美国经济之间存在强“共振”，就无需再对各项经济指标作进一步的分析。

图 2：日本与美国经济之间的变动状况



资料来源：Bloomberg 光大证券

三、欧洲银行业难扛“第二波金融冲击”

苏格兰皇家银行与爱尔兰银行的困境说明实体经济的衰退又反馈到欧洲的金融市场。第一波金融冲击主要是由于泡沫的破裂导致到从事高风险业务的投资银行出现信用危机，而目前正在演化的第二波金融冲击主要是由于信用危机导致实体经济的衰退衍生而来优质贷款出现不良贷款，从事优质贷款业务的主要是商业银行。优质贷款中的不良贷款会出现攀升的理由主要来自于三个方面：其一，经济的恶化导致企业破产的风险会不断加大，这些企业的贷款最后会演化成不良贷款；其二，失业率的增加和居民收入水平的恶化，以及房地产交易市场的萎靡，这会导致以前信用良好的一些房贷业务会演化成不良贷款；其三，失业率的增加和以及地产和股市的萎靡导致居民收入水平的急剧下降，这会导致部分信用状况良好的居民收入状况恶化，从而衍生出信用卡以及其他消费贷款的违约。这些信用卡应收账款已经被证券化，一旦爆发违约危机，其损失很难估量。由于大多数信用卡债务是无抵押的，如果他们停止每月的支付而导致信用卡债将成为坏账，信用卡公司根本找不到相关资产作为补偿。而失业率的不断攀升和居民收入水平的恶化，其结果必然会导致信用卡违约的不断攀升。

在 1 月 10 号我的报告《市场或政府：“双去后”谁主美国经济未来》对美国经济作了较为详尽的分析，认为商业银行将带来第二波金融冲击。欧洲的商业银行在受到第一波金融危机的冲击时，与美国相比相对轻微。但这第二波金融冲击对他们的影响却不一样，从目前欧洲经济的恶化状况和金融机构面临的困境以及前几大商业银行的资产负债状况可以看出，假若第二波金融冲击出现，他们受到冲击的程度将不会比美国好，甚至可能会更差。

表 1：08 年上半年欧洲银行业与雷曼兄弟的利润状况

公司名称	会计计量单位	上半年股东净利润	同比变化率 (%)
雷曼兄弟	百万美元	-2774	-317.9
UBS	百万瑞士法郎	-11893	-238.6
苏格兰皇家银行	百万英镑	-802	-122.6
瑞士信贷	百万瑞士法郎	-933	-115.8
德意志银行	百万欧元	517	-86.7
富通集团	百万欧元	1638	-41.1
巴克莱银行	百万英镑	1718	-34.8
汇丰控股	百万美元	7722	-29.1
巴黎银行	百万欧元	3486	-27.2

资料来源：Bloomberg 光大证券

表 2：08 年三季度欧洲银行业的资产负债状况

公司名称	会计计量单位	总股东权益	抵押贷款相关敞口	敞口/总股东权益 (%)	杠杆率
雷曼兄弟	百万美元	26276	60774	231.3	21.1
富通集团	百万欧元	30411	38429	126.4	126.4
巴克莱银行	百万英镑	32822	20157	61.4	41.6
瑞士信贷	百万瑞士法郎	36848	21500	58.3	33.4
汇丰控股	百万美元	134011	71738	53.5	19.0
UBS	百万美元	50283	15662	31.1	39.7
德意志银行	百万欧元	33672	2252	6.7	59.1
苏格兰皇家银行	百万英镑	103693	5350	5.2	18.8
巴黎银行	百万欧元	56133	2212	3.9	32.4

资料来源：Bloomberg 光大证券

四、新兴市场国家直面货币危机

尽管美国金融系统不断爆出危机，并且经济的衰退已经出现，但美元短期却表现强劲，1 月 20 日美元指

数最高达到 85.72，创出了 08 年 12 月 10 号以来的新高。这说明资金在不断地从全球往美国回流，其原因：

其一，美国的金融机构出现问题，随之而来的是这些金融机构进行全球性收缩，即“去杠杆化”，把以前投资到全球的资金快速的收回，以确保母公司的现金流。资金收回导致其他经济体汇率急剧下滑，将进一步加剧资金从这些经济体汇出。

其二，在经济高涨的时候，投资者更多追逐投资收益率，会把资金投向收益率较高、风险也较高的经济体，但目前面临全球危机，投资者考虑得更多的是资金的安全性，通常称之为“避险资金”，这会导致更多的资金回流到经济规模大的经济体。

其三，目前还找不出一一种货币或多种货币联合能与美元相抗衡，同时，目前金融危机对其他经济体的冲击并不会比对美国的冲击小。就目前的货币体系而言，欧元和日元是除美元之外影响力较大的全球性货币。从目前金融危机的演化来看，由于美国凭借美元的优势，使此次危机对欧洲和日本实体经济的影响比美国更严重。

由于美元的撤离导致一些国家本币的贬值，假若这些国家是发达经济体，本币的贬值产生金融动荡的可能性相对较小，因为发达经济体的债务通常以本币计值，而且期限较长，当发达经济体出现货币贬值的时候，贬值对其企业资产负债表的影响非常有限。

但对于发展经济体则不同，本币的贬值则可带来货币危机和金融危机。由于美元的货币购买力更加稳定，和本币相比，美元所面临的通货膨胀更低，这就导致发展经济体通常出现货币错配，即这些经济体的国债和一些企业通常发行以美元计值的债券，但他们的资产又通常以本币计值。

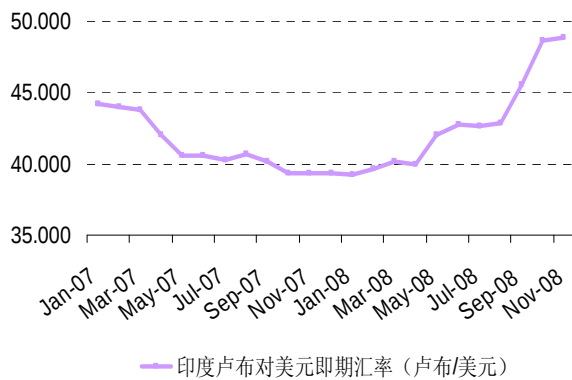
假如本币出现大幅贬值，作为国家层面来说，将面临国家破产的危险。因为国家在发行以美元计值的外债，当本币出现快速贬值，美元出现快速升值时，国家的债务负担将出现快速加重，以本币计算的国民收入折算成美元将出现急剧的减少，从而出现国家层面的负债状况恶化。

虽然一些发展经济体以巴塞尔协议的资本标准监管本国的银行，但这一发达国家制定的监管标准并没有注重发展中国家所面临的货币错配现象。本币的贬值对存在货币错配的发展经济体的金融机构来说，就是灾难。本币的快速贬值导致银行的资产负债表（通常用本币计值）出现快速恶化，银行将用更多的本币来偿还它的美元债务，同时由于本币的恶化导致它很难收回它投放给国内企业的美元贷款。

发展经济体中的企业为了获取更多的融资，通常发行美元债券。这些企业当遇到本币快速贬值时，国内企业以本币核算的债务负担将出现急剧放大，使它们面临无力偿清债务的困境。同时，大多数国内企业的产品和服务以本国货币计价，企业资产的本币价值并未上升，从而导致企业净资产下降。这将恶化逆向选择和道德风险问题，导致投资下降和经济紧缩，出现货币与金融的双重危机。

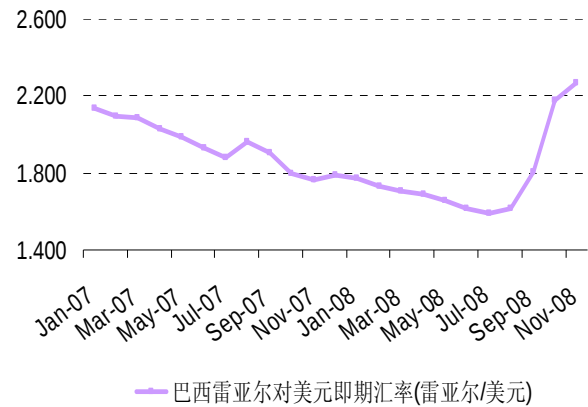
因此，目前美元出现不断的强势，资金在向美国回流，对发展经济体而言并不是幸事，而是灾难。任何一次国际资本从发展经济体的撤离，给这些经济体带来的伤害都是致命的，例如 1990 年的台湾，1995 年墨西哥，1997 年的东南亚，2002 年的阿根廷等。

图 3: 印度卢布对美元的汇率走势



资料来源: Bloomberg 光大证券

图 4: 巴西雷亚尔对美元的汇率走势



资料来源: Bloomberg 光大证券

表 3 各国外债状况 (单位: 百万美元)

国家	银行外债	外债总额	07 年 GDP	银行外债/GDP(%)	外债总额/GDP(%)
爱尔兰	1285500	2465872	261247	492.1	943.9
瑞士	979510	1583203	427074	229.4	370.7
荷兰	1744008	2835857	777241	224.4	364.9
比利时	1021544	1645019	454283	224.9	362.1
奥地利	487804	894317	371219	131.4	240.9
葡萄牙	287369	529696	223447	128.6	237.1
丹麦	448146	622371	312046	143.6	199.4
西班牙	1214500	2502280	1439983	84.3	173.8
希腊	166967	505034	313806	53.2	160.9
拉脱维亚	27461	42334	27165	101.1	155.8
挪威	218315	570870	389457	56.1	146.6
芬兰	147885	344742	246350	60.0	139.9
爱沙尼亚	15814	28043	20900	75.7	134.2
匈牙利	53839	182601	138356	38.9	132.0
意大利	1069959	2726982	2104666	50.8	129.6
斯洛文尼亚	26721	57653	46084	58.0	125.1
保加利亚	9116	47227	39609	23.0	119.2
克罗地亚	14897	55112	51263	29.1	107.5
哈萨克斯坦	45130	98709	104850	43.0	94.1
吉尔吉斯斯坦	220	3241	3748	5.9	86.5
立陶宛	15977	33170	38886	41.1	85.3
摩尔多瓦	402	3528	4395	9.1	80.3

斯洛伐克	15103	49381	74988	20.1	65.9
乌克兰	33998	92488	141644	24.0	65.3
波兰	46341	266992	422090	11.0	63.3
突尼斯	4766	21824	35010 (IMF 预测)	13.6	62.3
以色列	26581	89041	164103	16.2	54.3
萨瓦多尔	1294	10054	20373	6.4	49.3
阿根廷	6206	127377	260122	2.4	49.0
乌拉圭	0	11350	23256	0.0	48.8
捷克	27033	84488	174999	15.4	48.3
韩国	214360	412479	969871	22.1	42.5
玻利维亚	211	5491	13292 (IMF 预测)	1.6	41.3
土耳其	50338	262934	659276	7.6	39.9
马来西亚	34075	73422	186718	18.2	39.3
智利	12347	57995	163914	7.5	35.4
亚美尼亚	592	3114	9229	6.4	33.7
哥斯达黎加	1987	8765	26232	7.6	33.4
秘鲁	6137	35052	107399	5.7	32.6
白俄罗斯	3205	13630	44773	7.2	30.4
泰国	7083	66384	245351	2.9	27.1
埃及	3003	34516	127966	2.3	27.0
南非	23736	74014	283071	8.4	26.1
哥伦比亚	3510	45312	202630	1.7	22.4
印度	46210	221212	1100695	4.2	20.1
墨西哥	9376	201639	1022816	0.9	19.7
巴西	80778	253483	1313590	6.1	19.3

资料来源: Joint BIS-IMF-OECD-WB External Debt Hub, IMF

光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120
电话：021-68816000 传真：021-68818550

光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	贺燕萍	010-68561522	13911760013	heyp@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebsecn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebsecn.com
上海				
	戴茂戎	021-50818887-296	13585757755	daimr@ebsecn.com
	王莉本	021-50818887-233	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	杨日昕	021-50818887-235	13817003122	yangrx@ebsecn.com
深圳				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	高峥	021-50818887-276	13585940280	gaozheng@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
专题				
	陈扬	021-50818887-275	13916187675	chenyang@ebsecn.com
	凌洁	021-50818887-294	15921780908	lingjie@ebsecn.com
QFII				
	满国强	021-68816000-1725	15821755866	manguoqiang@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。