

宏观动态报告

以 资 本 的 名 义

美国银行体系专题系列报告（一）

为什么必须“国有化”？

虽然美国前 10 大银行的核心资本充足率形式上已经达标，但是其股权核心资本占风险加权资产的比重却低于 6%。政府所持高级优先股粉饰了银行的核心资本充足程度，但并未得到市场认可。因此，从花旗集团开始，政府将开始逐渐将其所持高级优先股转换为普通股，“国有化”开始启程。

“国有化”启程，下一站“美洲银行”

在进行压力测试以后，更多银行面临国有化风险。假设要求这 10 大银行不包括高级优先股在内的核心资本充足率达到 JP 摩根的 6.4%。那么，剔除本次花旗银行最高 250 亿美元的普通股转换，它们可能需要 820 亿美元的普通股转换。届时，美国政府将可能国有化美洲银行，并成为 PNC 金融服务公司、美国银行和富国银行大的少数股东。

大面积信用风险的源头

房地产市场周期、经济周期、信贷周期和资产价格周期共振，住房抵押贷款、商业地产抵押贷款、消费者信用卡贷款以及中小企业贷款的违约率和坏账率均大幅攀升。

信贷成本上升，需新增 200 亿-400 亿美元左右的资本

根据美国储蓄保险机构的报告，银行信贷的坏账率后达 1.91%，不良资产率达 2.93%，前者达 25 年来最高水平。信贷损失上升趋势形成，同时，信贷损失准备也迅速上升。2008 年第 4 季度拨备同比上升 1 倍，但拨备覆盖率却显著下降，从 2007 年的 100% 左右降低至第 4 季度 75%。因此，预计 2009 年的信贷成本至少再上升 25%-50%；相对应的，资本需新增 210 亿到 410 亿美元。

信贷损失与资产减值带来新增 500 亿-700 亿美元资本的需求

对于非证券化的信贷资产而言，最大的风险仍来自房地产市场，包括更加严重的抵押贷款违约率外，以及房地产建设开发贷款、信用卡消费贷款与中小企业贷款。对于证券化类资产，其信用风险则主要来自于信用卡应收帐款与家庭抵押贷款。根据 IMF 共计 2 万亿美元信贷损失与资产减记规模的预计，对于美国银行体系而言，则可能尚存 1000 亿美元的信贷损失与资产减记规模未暴露。这将带来 500 亿-700 亿美元的新增资本需求。

无可避免的国家资本

针对于增加银行的资本，而非通过资产管理公司购买有毒资产，是更加有效率的救市路径。美国增加银行的资本，将银行的债务与风险转移到联邦政府的方式，也是它解决债务问题的唯一选择。由此可知，问题在于，在本次金融危机与经济危机的共振中，私人资本已然所剩无几，大面积的国有化将难以避免。

宏观经济

吴旻

wumin@csc.com.cn

010-85130538

胡艳妮

huyanni@csc.com.cn

010-85130973

分析日期： 2009 年 3 月 3 日

目录

1 为什么必须国有化？	2
1.1 高级优先股无法粉饰核心资本充足率	2
1.2 国有化浪潮刚刚开始	3
2 进一步国有化的大面积风险	4
2.1 信贷成本进一步抬升	4
2.2 信贷损失与资产减记	6
2.3 去杠杆压力与监管压力	9
3 无可避免的国家资本	9
3.1 援救资本，而非购买资产	9
3.2 债务需要重新分配	9

图表目录

图 1：美国前 10 大银行的总市值（十亿美元）	2
图 2：美国前 10 大银行的的核心资本充足率与股权核心资本充足率	3
图 3：银行体系的信贷损失准备同比上升了 1 倍（十亿美元）	4
图 4：各种信贷资产的质量一览	5
图 5：美国联邦存款保险公司所担保银行与储蓄机构的拨备覆盖率呈下降态势	6
图 6：银行的违约率攀升，坏账率上升至最高水平（%）	6
图 7：美国联邦存款保险公司所担保银行与储蓄机构 18 年来首次出现亏损	7
图 8：美国联邦存款保险公司所担保银行与储蓄机构的盈利能力指标、资产质量指标与总量数据	8
图 9：美国各部门与整体经济的债务增速变化，以及重新分配的债务流向：%	10

通过一系列政府救助，美国银行的核心资本充足率基本达到 10% 以上，金融股依然跌跌不休。这种粉饰的核心资本充足率，得不到市场的认可。那么好吧，美国政府将花旗集团的优先股换成普通股，将其国有化。市场反应却更激烈，股市再度急速下跌。

银行需要资本，过去是，将来更是。但是，投资者讨厌国家资本，过去是，将来也是。

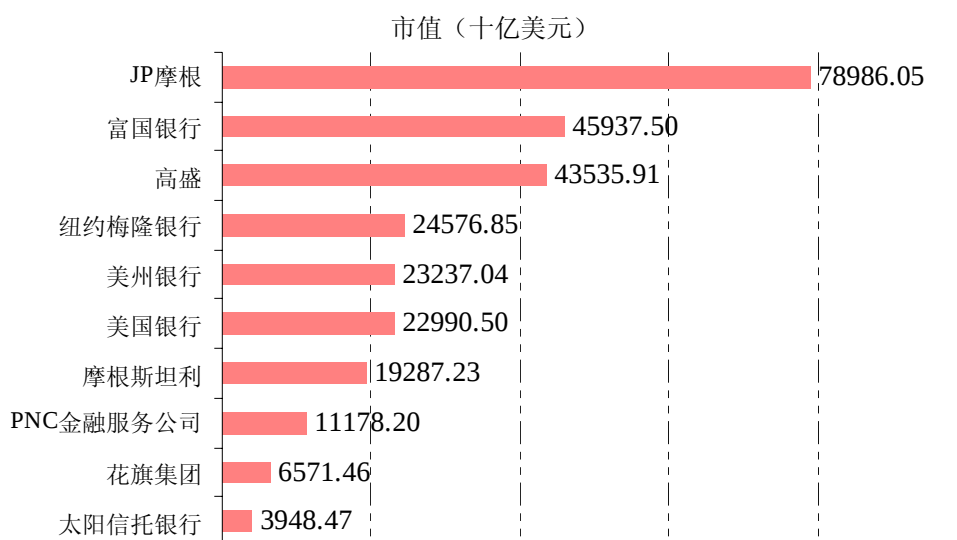
所以，问题只能继续恶化：因为银行继续需要资本，也因为只有国家能够提供资本。

1 为什么必须国有化？

1.1 高级优先股无法粉饰核心资本充足率

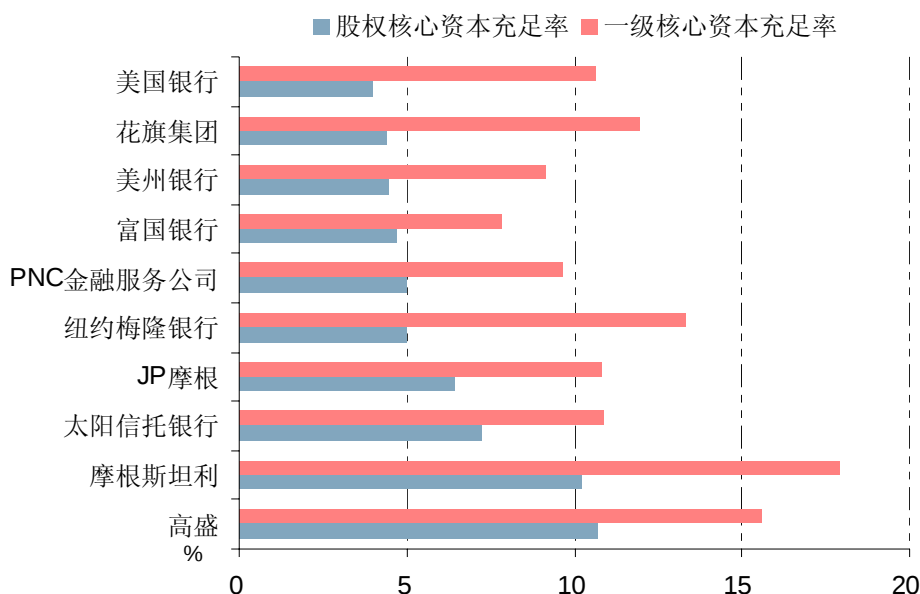
从下图可以看出，美国前 10 大银行的核心资本充足率平均在 10% 以上，用以应对信贷损失与资产减值似乎绰绰有余。但如果对比核心资本充足率与股权核心资本充足率，其结论则大相径庭。

图 1：美国前 10 大银行的总市值（十亿美元）



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究所

图 2：美国前 10 大银行的的核心资本充足率与股权核心资本充足率



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究所

核心资本的构成质量未能满足市场。在美国财政部将花旗的高级优先股转换为普通股之前，这 10 家银行里，核心资本当中仅有一半是普通股类型的可见净资产。剩下的，都来自于政府拥有的高级优先股。事实上，巴塞尔资本协议是限制通过增加高级优先股这类资本来满足资本充足率的。高级优先股不同于普通股，它的债性使之无法扣抵资产损失，再比如说，它的股利只能递延不能削减。

虽然高级优先股不满足巴塞尔资本协议，可政府更青睐于此。高级优先股股东没有投票权，这种交易结构使之看起来并不是严格意义上的“国有化”。同时，看起来政府也保护了纳税人的利益。市场却并不买账，它们并未认可高级优先股堆砌的核心资本充足率。表现在市场上，不仅金融股加速下跌，银行的信用利差也飙升。

此后，美国政府同意了将其持有的花旗优先股以 1:1 的比例转换为普通股，就像英国政府最终对待苏格兰皇家银行一样。至此为止，美国政府在花旗中的股权比例升至 36%，成为了该公司的最大股东。

1.2 国有化浪潮刚刚开始

一方面，在进行压力测试以后，这 10 大银行还需要更多的优先股转换为普通股。

简单测算来看，如果要求这 10 大银行不包括高级优先股在内的核心资本充足率达到 JP 摩根的 6.4%。那么，剔除本次花旗银行最高 250 亿美元的普通股转换，它们可能需要 820 亿美元的普通股转换。

届时，美国政府将再接再厉，继花旗银行而后，成为美州银行的最大股东，并成为 PNC 金融服务公司、美国银行和富国银行大的少数股东。

另一方面，还需要考虑银行进一步的信贷损失、资产减值增加与信贷成本抬高带来的资本增加需求与稀释风险。如果考虑这一切，美国政府很有可能国有化更多的银行与金融机构。

2 进一步国有化的大面积风险

在金融危机发展成为经济危机后，经济危机反作用于脆弱的金融系统。后者的导入路径更甚于前者的发展轨迹。前者始于住房融资市场，溢出效应影响至经济周期，经济周期跟随住房市场周期调整；后者源于经济周期的下行，导致信贷周期的放大。在这一阶段，房地产市场周期、经济周期、信贷周期和资产价格周期共振。

表现在商业银行的资产质量上，前者的风险集中于次级抵押贷款，后者的风险则囊括各种级别的住房抵押贷款、商业地产抵押贷款、消费者信用卡贷款以及中小企业贷款。

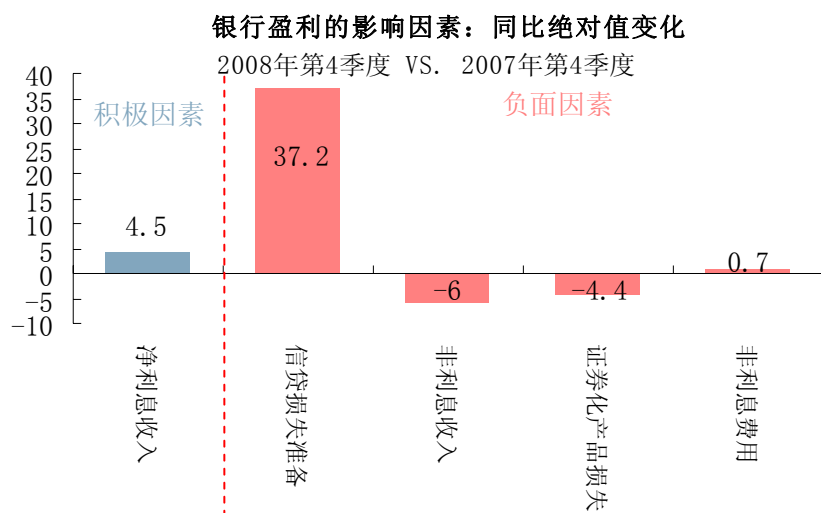
区别于 2008 年的流动性风险与信用风险，对于权益市场的投资者来说，目前美国的银行体系面临的主要风险，概括起来可以认为是“资本的稀缺”，既有稀释普通股权益的风险，又有国有化的风险。“资本稀缺”的起因可以被分解为三项：信贷成本进一步抬升、信贷损失与资产减记高企、去杠杆压力与监管压力。这三个关键词，大致可以勾勒出目前的风险起因与图谱。

2.1 信贷成本进一步抬升

根据美国联邦保险机构的报告，第 4 季度被保险银行与储蓄机构的坏账率折年后到达了 1.91%，是自 25 年前银行开始报告坏账率以来的最高水平。同时，如下列图表所示，信贷资产的不良率与违约率也快速攀升。信贷周期与地产市场周期、经济周期共振，作为核心资产的房地产价格、消费者信用卡违约率上升和各种不良资产率的高企。随着信贷损失与资产减值范围的进一步扩大，信贷成本可能会在目前基础上至少会上升 25%-50%。

这一假设趋于谨慎。对比 2008 年，美国 FDIC 保险的银行信贷成本上升至 1742 亿美元，较之 2007 年的 692 亿美元上升近 2 倍。接下来，考虑信贷损失与信贷成本上升需要增加的资本。假设美国目前的信贷成本再上升 25-50%，那么研究表明，净资产可能需要增加 17%-33%。根据美国分析师的测算，美国的上市银行则可能需要新增加 210 亿到 410 亿美元的资本。

图 3：银行体系的信贷损失准备同比上升了 1 倍（十亿美元）



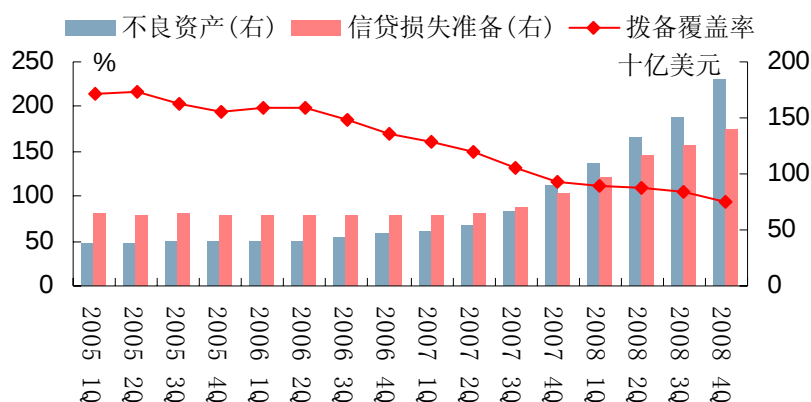
资料来源：FDIC 中信建投证券研究所

图 4：各种信贷资产的质量一览

		信用卡机构	国际银行	农业银行	商业银行	抵押贷款贷款人	消费者贷款人
拖欠30-89天的不良贷款占比							
房地产担保的贷款	2.37	3.81	3.41	1.36	1.86	2.68	1.7
建设开发贷款	2.93	0	2.72	2.7	2.94	4.85	1.94
非农非住宅抵押贷款	1.07	0	0.82	1.08	1.09	1.23	0.7
多户型家庭抵押贷款	1.18	0	1.05	0.92	1.19	1.14	0.06
房屋净值贷款	1.78	3.87	2.15	0.75	1.23	2.16	1.36
1-4人家庭抵押贷款	3.27	4.11	4.75	1.99	2.45	2.77	2.07
工商业贷款	0.96	4.61	0.68	1.68	1	0.94	1.38
个人贷款	2.61	3.11	2.48	2.3	2.53	1.88	1.91
信用卡贷款	2.88	2.98	2.8	2.02	2.63	3.24	1.67
其它	2.43	4.07	2.33	2.32	2.51	1.43	1.98
其它贷款与租赁	0.64	0.2	0.47	0.98	0.81	0.16	0.26
总计	2.01	3.11	2.25	1.37	1.68	2.61	1.75
违约90天以上的不良资产率							
房地产担保的贷款	3.8	2.73	5.09	1.78	3.67	3.49	2.15
建设开发贷款	8.51	0	4.59	7.05	8.72	13.91	3.25
非农非住宅抵押贷款	1.6	0	0.82	2.08	1.65	1.81	0.45
多户型家庭抵押贷款	1.74	0	1.11	1.65	2	1.69	0.21
房屋净值贷款	1.61	2.92	1.64	0.57	1.08	1.09	0.8
1-4人家庭抵押贷款	4.64	1.25	7.93	1.25	4.14	3.52	3.18
工商业贷款	1.69	3.73	3.21	1.85	1.35	1.1	0.4
个人贷款	1.77	2.82	2.12	0.82	1.13	1.33	1
信用卡贷款	2.73	2.74	3.01	2.28	2.54	3.86	1.57
其它	1.11	3.45	1.69	0.74	0.88	0.5	0.82
其它贷款与租赁	1.26	0.08	2.32	0.48	0.99	0.4	0.08
总计	2.93	2.78	3.83	1.43	2.84	3.37	1.48
净坏账（冲销）率							
房地产担保的贷款	0.99	3.53	1.62	0.31	1	0.82	1.1
建设开发贷款	2.62	0	1.01	1.81	2.72	5.59	0.12
非农非住宅抵押贷款	0.24	0	0.04	0.3	0.27	0.22	0.03
多户型家庭抵押贷款	0.4	0	0.07	0.47	0.51	0.29	0.03
房屋净值贷款	1.58	3.78	1.74	0.21	1.29	2.14	1.59
1-4人家庭抵押贷款	0.81	1.55	2.09	0.17	0.61	0.56	1
工商业贷款	1.01	8.43	0.6	0.93	1.08	0.49	3.39
个人贷款	3.4	6.07	3.23	0.84	2.44	2.22	2.27
信用卡贷款	5.44	5.79	4.29	4.95	5.64	7	3.89
其它	2.13	7.99	2.74	0.57	1.88	0.87	1.75
其它贷款与租赁	0.46	0.01	0.29	0	0.78	0.42	1.03
总计	1.28	5.94	1.43	0.41	1.12	0.85	1.74

资料来源：FDIC 中信建投证券研究所

图 5：美国联邦存款保险公司所担保银行与储蓄机构的拨备覆盖率呈下降态势



资料来源：FDIC 中信建投证券研究所

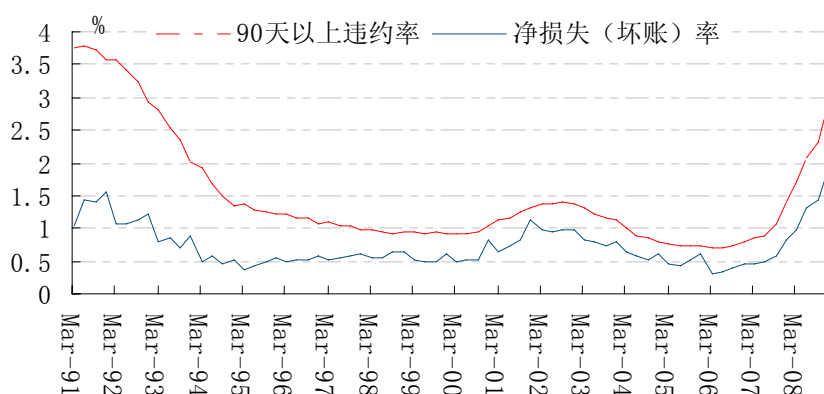
2.2 信贷损失与资产减记

对于非证券化的信贷资产而言，最大的风险仍然来自于房地产市场，除了更加严重的抵押贷款违约率外，新的违约风险更加广泛出现。这主要包括房地产建设开发贷款、信用卡消费贷款与中小企业贷款。至于证券化类资产，其信用风险则主要来自于信用卡应收帐款与家庭抵押贷款。

根据 IMF 共计 2 万亿美元信贷损失与资产减记规模的预计，美国的暴露规模为 8104 亿美元，那么美国的待暴露规模可能达到 2000 亿美元以上。对于美国的银行整体来说，则可能至少尚存 1000 亿美元的信贷损失与资产减记规模未暴露。

但是，IMF 的预计规模一直在调高，从最早的 5000 亿美元到去年十月的 1.4 万亿美元，再到今年 2 月的 2 万亿美元。我们谨慎怀疑，IMF 的预计仍然乐观了。可以看到的是，信贷的违约率与坏账率都在快速攀升，而核心资产价格却加速下跌。

图 6：银行的违约率攀升，坏账率上升至最高水平（%）



资料来源：FDIC 中信建投证券研究所

未来的信贷损失与资产减值至少在 1000 亿美元以上，带来 500 亿-700 亿美元的资本需求

来看美国的信贷违约情况。根据美国联邦存款保险机构（FDIC）的报告，到 2008 年第 4 季度，FDIC 所担保的银行中，违约 90 天以上的贷款与融资租赁总额达到 2307 亿美元，较之第 3 季度上升了 441 亿美元。违约 90 天以上的贷款占信贷总和的比例达到了 2.93%，是 1992 年以来的最高水平。其中，房地产建设开发贷款的 90 天以上违约率达到了 8.51%，荣膺座首。此外，家庭抵押贷款 90 天以上违约率为 4.64%，信用卡贷款为 2.73%，分列二三。

再来看目前银行的坏账。最严重的恶化仍然是房地产建设开发贷款的坏账。第 4 季度，房地产建设开发贷款的坏账达到了 61 亿美元，同比上升了 448.1%。至于其他贡献因素，按照绝对上升值，剩下的前三名则分别来自于家庭抵押贷款（46 亿美元）、工商业贷款（30 亿美元）、信用卡贷款（25 亿美元）等。

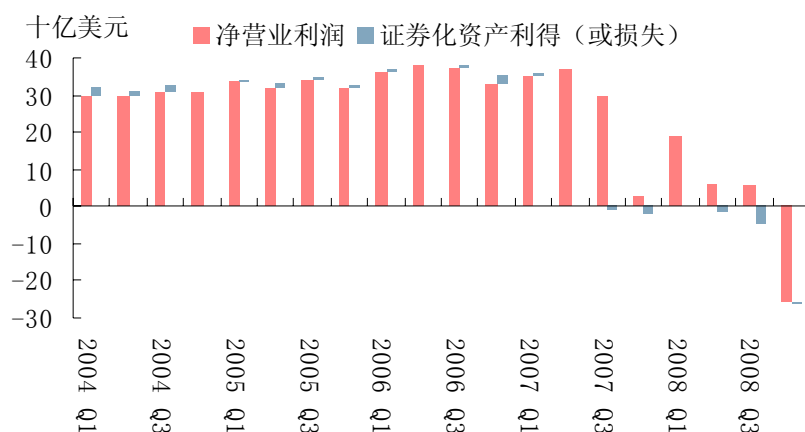
对于金融系统的最大冲击，始终是来自于房地产市场；房地产市场的继续下跌，无疑会带来更大的信贷损失。在 FDIC 保险的银行与储蓄机构中，共计 7.89 万亿美元的信贷与融资租赁里，约有 4.7 万亿美元是由房地产担保的相关贷款。在这里，家庭抵押贷款占贷款组合的 25.87%，商业地产抵押贷款占组合的 13.54%，房地产建设开发贷款占组合的 7.52%，房屋净值贷款则占组合的 8.48%，共计占总组合的 57.72%。其冲击自家庭抵押贷款与房屋净值贷款而始，现在房地产建设开发贷款与商业地产抵押贷款的违约率与坏账率则越来越后来居上。

至于消费者信用卡贷款，虽然它在贷款组合中仅占 5%，截至第 4 季度约 4440 亿美元的总额；但它作为证券化产品的核心资产，却有着较大的影响。在 1.91 万亿证券化产品的核心资产中，它却占到了 20.89%，共计约 3993 亿美元。这部分的损失，主要表现于按市价减值的资产中。在作为证券化产品核心资产的组合中，信用卡贷款的坏账率达到了 6.4%。远高于这部分组合中的抵押贷款坏账率与信用暴露额。至于证券化产品，根据 FDIC 的报告，银行约持有 1.9 万亿美元。

最后，关于证券化产品的资产减值，根据 IMF 的预测，美国的银行所持有的包括 ABS、ABS CDOs、PRIME MBS、CMBS、消费者 ABS、高评级公司债、垃圾债、CLOs 等在内的结构化产品还将损失 1000 亿美元以上。

根据 IMF 的预测，有研究对此进行敏感性分析，表明美国的信贷损失与资产减值带来的银行资本新增需求额约达 500 亿到 700 亿美元以上。

图 7：美国联邦存款保险公司所担保银行与储蓄机构 18 年来首次出现亏损



资料来源：FDIC 中信建投证券研究所

与此同时，信贷损失与资产减值规模进一步扩大，银行的盈利能力却迅速下降。在 2008 年第 4 季度首次出现亏损。分解其盈利的驱动因素，除了净利差有所改善以外，其余因素均加速恶化。这说明，银行无法通过自身的盈利来补充资本，也无法得到市场上的私人资本，剩下的，仅仅只能依赖本国国家资本而已。

图 8：美国联邦存款保险公司所担保银行与储蓄机构的盈利能力指标、资产质量指标与总量数据

(单位：百万美元)	所有机构	2008年		所有机构	2007年		所有机构	2006年	
		总资产 <\$100 mn	总资产 >\$100 mn		总资产 <\$100 mn	总资产 >\$100 mn		总资产 <\$100 mn	总资产 >\$100 mn
报告机构数目	6,026	2,429	3,597	6,148	2,653	3,495	7,401	3,245	4,156
雇员数量	742,446	40,568	701,878	750,038	45,803	704,235	1,941,541	60,375	1,881,166
总量数据									
净利润	-2,993	389	-3,382	35,402	960	34,442	128,244	1,539	126,705
总资产	4,150,299	131,028	4,019,271	3,711,566	138,675	3,572,892	10,091,621	170,338	9,921,283
盈利资产	3,623,593	119,879	3,503,713	3,312,226	127,203	3,185,023	8,727,875	156,136	8,571,740
贷款和租赁总额	2,507,955	85,177	2,422,779	2,407,385	88,828	2,318,557	5,981,307	105,877	5,875,431
其他所有房地产	11,596	532	11,065	4,397	285	4,112	4,719	225	4,494
存款额	2,929,447	107,259	2,822,188	2,672,888	113,625	2,559,262	6,731,419	140,970	6,590,449
股权净资产	416,191	16,567	399,624	408,692	18,590	390,102	1,029,930	21,676	1,008,254
盈利能力指标 (%)									
盈利资产收益率	5.81	6.29	5.79	6.89	7.01	6.88	6.53	6.72	6.52
盈利资产成本	2.42	2.41	2.42	3.33	2.93	3.35	3.13	2.49	3.14
净利差	3.39	3.88	3.37	3.55	4.08	3.53	3.39	4.23	3.38
盈利资产的非利息收益率	1.83	0.99	1.86	2.03	0.91	2.07	2.59	1.09	2.62
盈利资产的非利息费用率	3.68	3.91	3.68	3.42	3.72	3.41	3.46	3.82	3.45
贷款和租赁的净损失率	1.11	0.45	1.13	0.43	0.25	0.44	0.41	0.19	0.41
信贷损失准备/信贷净损失	155.4	155.9	155.39	143.3	151.45	143.13	108.9	168.35	108.41
净营业利润/平均资产	0.13	0.34	0.12	1.05	0.73	1.06	1.31	0.95	1.32
留存收益/平均股权	-4.49	-2.85	-4.56	1.93	0.12	2.01	4.85	1.51	4.92
总资产的税前回报率	-0.04	0.4	-0.05	1.48	0.93	1.5	1.95	1.18	1.96
资产回报率	-0.08	0.31	-0.09	1.01	0.72	1.02	1.33	0.94	1.34
股权回报率	-0.74	2.35	-0.87	9.09	5.29	9.28	13.03	7.32	13.15
非盈利机构占比	23.37	24.29	22.74	12.17	18.62	7.27	7.54	13.1	3.2
资产质量指标 (%)									
净贷款与租赁/总资产	59.34	64.09	59.19	64.02	63.21	64.05	58.59	61.3	58.54
贷款准备：									
贷款与租赁	1.8	1.41	1.81	1.29	1.32	1.29	1.15	1.38	1.15
违约90天以上的贷款与租赁	68.19	71.46	68.11	101.51	111.59	101.16	144.58	145.7	144.55
违约90天以上的贷款与租赁/总资产与	2.64	1.97	2.66	1.27	1.18	1.28	0.8	0.95	0.79
不良资产率	1.88	1.69	1.88	0.95	0.97	0.95	0.52	0.72	0.52
核心存款/总债务	58.63	75.14	58.11	59.05	76.11	58.41	49.78	77.2	49.32
股权资本/总资产	10.03	12.64	9.94	11.01	13.41	10.92	10.21	12.73	10.16
核心资本率 (杠杆率)	8.98	12.37	8.87	9.06	13.21	8.9	7.86	12.73	7.77
总资产/风险加权资产	13.3	18.51	13.15	12.89	19.76	12.65	12.35	19.51	12.24
家庭抵押贷款/总资产	15.17	17.87	15.08	16.09	17.18	16.05	18.76	15.45	18.82
房地产类信贷/总资产	49.08	50.31	49.05	50.95	47.26	51.09			

资料来源：FDIC 中信建投证券研究所

2.3 去杠杆压力与监管压力

压力测试所假定的宏观变量冲击，同样会带来新的资本需求。银行可能会出售资产和削减股利来去杠杆，以满足监管压力。这部分所需要新增的资本暂时无法难以广泛测算。

3 无可避免的国家资本

总体来看，接下来银行所需要的新增资本可能达到 700 亿美元到 1100 亿美元，对比此前政府提供的 1300 亿美元，二者几乎相等。这样一来，美国政府可能会从很多银行的大型小股东变成大股东，从而国有化更多的银行。

3.1 援救资本，而非购买资产

事实上，针对于增加银行资本的救市途径，应该认为是准确的路径。相反，通过资产管理公司购买有毒资产的方式，反倒可能造成资金的巨大浪费与无效率。

在 90 年代以来的金融危机中，解决方案中都包括建立资产管理公司（AMCs），以之购买金融机构的资产。

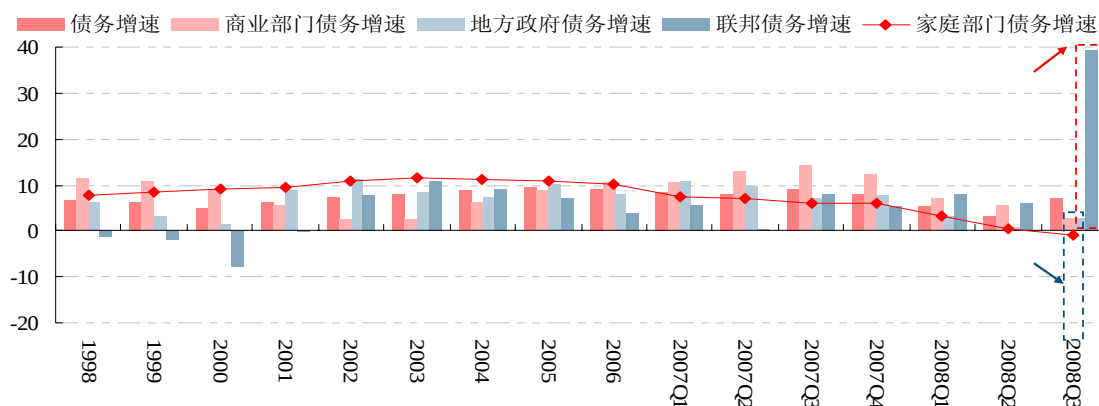
但是，如果面对规模巨大的金融危机冲击，这种解决模式的问题即出现了，那就是它无法购买足够多的资产。事实上，只有购买了足够多的资产，才能够满足金融机构的核心资本充足率要求与资本需求。

这一问题，在日本的金融危机中表现得淋漓尽致。从 1992 年到 2005 年，日本曾经分别成立过 5 家这类资产管理公司，但总体的效果只能称为无功而返。面对这种大型危机，原本可能就杯水车薪的资金，用以购买资产难以有的放矢。

3.2 债务需要重新分配

而美国通过增加银行的资本，将银行的债务与风险转移到联邦政府的方式，也是它从财政刺激计划、金融稳定计划到抵押贷款纾困计划以一贯之的思路。这一思路，本质上都是一种债务的重新分配，并且是一种倾向于保护核心资产的分配方式。2008 年以来，家庭部门与金融体系作为核心资产部门，负债增速快速下降，而联邦政府的债务增速却快速增加，2008 年第 3 季度增速甚至到达 39.2%。

图 9：美国各部门与整体经济的债务增速变化，以及重新分配的债务流向：%



资料来源：BEA 中信建投证券研究所

在这一场经济危机中，私人资本基本被灭得所剩无几，只剩下国家资本孤军奋战。国家为了拯救就业与经济，不得不通过对债务“乾坤大挪移”的方式来修复。

问题在于，为什么使用效率较高的资本补充方式与债务转移的路径反而无法得到市场认同呢？

归根结底，国家资本的问题在于，它的使用效率与边际收益率都无法与私人资本媲美，还可能拖累私人资本的投资效益。私人资本当然不愿意与之共舞，而更倾向于抛售头寸。

毕竟，资本的本质是追求边际收益，这里的资本并没有包括国家资本。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、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。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

地址

吴旻，跟踪世界经济与海外市场
胡艳妮，经济学硕士，宏观经济分析师

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010