

重要经济事件

宏观经济

美国重大经济事件点评

2009年3月24日

流动性创造价值：关注美财政部存量贷款、证券收购计划

✎ 宏观经济分析师 周炳林

事项：

美国东部时间3月23日，美国财政部公布“公共与私人投资计划”(PPIP, Public-Private Investment Program)，这是一项通过公共资本金（财政部）、公共信贷资金（美联储）和公共担保（FDIC）撬动私人资金进行联合收购，以提升美国金融机构存量贷款(Legacy Loans)、存量证券（Legacy Securities）流动性的重要计划。

评论：

■ 购买力最大为1万亿美元

我们认为，美国财政部此项计划，将提振金融机构存量资产的流动性，对于金融机构较快恢复向实体经济输送信贷的意义重大。

根据美财政部的文件，PPIP计划所针对的问题早在2007年就酝酿：楼市泡沫破裂（楼价开始下跌、违约率上升）是此一问题最终积重难返的初始动力，泡沫破裂导致贷款及其证券化产品的投资者遭遇损失，投资者开始离开这个市场，这部分金融资产的流动性因此降低，流动性的降低本身导致了进一步的价格下跌，从而开始了恶性循环。美财政部的此项计划正是想打破这一恶性循环。

我们对计划可能取得的实施效果持乐观态度。

此项存量资产收购计划的参与主体不仅有财政部、还有FDIC、美联储以及公共资金所撬动的私人资本，计划形成的购买力非常可观，具体机制为，美国财政部将从国会08年通过的7000亿美元TARP计划中拿出750亿美元到1000亿美元的资金，与联储、FDIC一起带动私人资本，形成大约5000亿美元购买力，开展存量贷款和存量证券的收购活动。该项计划未来可能将被扩充，最终形成大约1万亿美元的购买力。收购金融机构存量贷款的活动将由财政部与FDIC合作进行，FDIC提供最高6倍于私人资本出资额的担保。收购存量证券的活动由财政部配合美联储的TALF计划进行。财政部将为贷款与证券的收购各投入计划的一半资金。

■ 流动性创造价值

存量贷款及其证券化产品的价格下跌，一部分来自坏账出现、资产的现金流折现值减少，一部分来自投资者退出这个市场导致相关产品流动性降低。重启这个市场的流动性本身可以令这些产品因流动性缺失引起的价格下跌得以回补。即流动性本身创造价值。

■ “贴现率法则”重新适用意义重大

理论上，当不流动的资产重新充分流动，其价格应该收敛于资产的现金流贴现值，金融机构未来应确认的损失

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

将局限于实体经济坏账所产生的损失。若重新使用“贴现率法则”，有两大因素可以帮助这部分损失的减少：其一，此前的贷款拨备或者证券交易面值折价既基于实体经济坏账、又基于流动性变差（大多数 CDO 已经 1 年多没有下家，贷款也因证券化的停止而不能流动），流动性恢复之后，前期折价或者拨备过大的部分可能可以有所回补；其二，由于美联储已经将利率降至 0.25%-0，这会推低整个社会的无风险资金收益，同时也会推低整个社会的折现率，而在更低的折现率下，相同的现金流可得出更高的现价。

■ 将提升金融机构的资产管理能力

此前美国救市措施的主要思路在于快速、简单地注入现金，帮助应对金融机构债务催逼。这在财务报表上的结果是，瞬间，股东权益增加、同时现金资产增加，但是，下一瞬间，现金马上被债主提走，形成金融机构现金资产减少、负债减少；如 08 年第四季度单季，尽管高盛、摩根士丹利、摩根大通、美国银行、花旗、美林 6 大金融机构的股东资金新注入 1034 亿美元（国家资金超过 95%），但是由于 6 大机构面对 10070 亿美元的债务催逼，仍不得不抛售 9330 亿美元的资产，并形成了 291 亿美元的税后净亏损。

金融机构 08Q4 大幅亏损的一大原因来自其非常脆弱的“资产管理能力”，由于存量贷款、部分存量证券已无买方，金融机构的资产抛售不得不集中在高质量债券、股票、回收优质客户短期贷款（等于实体经济的贷款回购）上，这令上述 9330 亿美元的沽售压力过于集中，导致了多个领域市场的协同崩塌。美国财政部 PPIP 计划将较大地扩充金融机构“资产管理”的基础，提升其“资产管理的能力”，未来，即使面对负债的波动，金融机构的应对空间也将更大。

■ “财务报表效应”预测

结合我们 2 月 11 日《从美国 6 大金融机构财报审视金融危机第二波》的判断——美国大型金融机构遭遇负债催逼的可能性已经降低。美财政部 PPIP 计划在财务报表上的效应应该为：1. 资产负债表，部分存量贷款和证券在价格有所恢复后被出售，一旦出售所得现金不需用于应对负债催逼，那么，这部分现金在金融机构稍事停留后（含以低收益的短期国债进行管理），将转为其他类别的资产，这其中非常可能包括新的贷款。2. 损益表，前期过大的折价和拨备因流动性恢复所获得的回补将可形成一定的期间收益。3. 现金流量表的管理也将变得主动起来。