

美国解决问题资产计划：并非灵丹妙药

宏观研究组

联系人：胡一帆

电话：852-22379116

邮件：yifanhu@citics.com.hk

联系人：Alexis Garatti

电话：852-22379117

邮件：alexisgaratti@citics.com.hk

摘要

美国财长盖特纳于昨晚宣布了美国财政部的计划，拟购买银行部门资产负债表中冻结的问题资产。该计划将采用公共与私人投资合作的形式开展，“公私投资计划”（Public-Private Investment Program）将得到慷慨的 5000 亿美元以完成此项任务。如果在将来决定扩展其规模，该计划将最多可以购买 1 万亿美元的不良资产。该计划中宣布的主要措施是：

- 公私投资计划将从银行购买房地产相关贷款，并从范围更广的市场中购买相关证券。
- 该计划将从 TARP（不良资产援救计划）得到最高 1000 亿美元的资金，其他资本则来自私人部门、财政部的债券发行和 FDIC（联邦储蓄保险公司）。
- 包含两个单独的计划，其中一个计划的目标是购买有问题的信贷证券（遗留证券计划），另一个计划则是购买那些因经济状况不佳而境况堪虞的相对更传统的贷款（遗留贷款计划）。
- 现在的主要问题仍然是问题资产的定价。盖特纳先生希望，私人部门参与购买相关资产，将有助于确定该计划下所购买的贷款和证券的价值。

市场对该计划反应积极，道琼斯指数昨晚猛涨 497 点，这是过去 10 个月最大的单日增长。这项计划是清理堵塞信贷系统的问题资产的良好开端，然而我们对该计划持保留看法，主要原因是：

- 私人部门对该计划的投资并不能保证能确定问题资产的公允价值，因而流动性可能并不能得到真正改善。
- 长期来看，沉重的公债负担可能会阻碍美国经济的复苏。
- 必须要在其他方面，而不是在信贷部门，来找到美国经济重新启动的推动力。

为什么采取该计划？

美国的各银行在继续承受资产负债表中问题资产的折磨。今天公布的计划对于恢复 ABS(资产支持证券) 和 CDO (抵押债务债券) 市场的流动性尤为重要，原因是：

- 问题资产继续在很大程度上造成银行的业绩糟糕（图 1 和表 1）。
- 这些产品的利差仍然反映出了市场处于完全冻结状态（图 2 和图 3）。
- 对银行偿债能力的疑虑挥之不去，造成信贷状况非常紧张，对美国信贷市场及美国整体经济产生了损害。

图 1:美国的资产减值和信贷损失（10 亿美元）

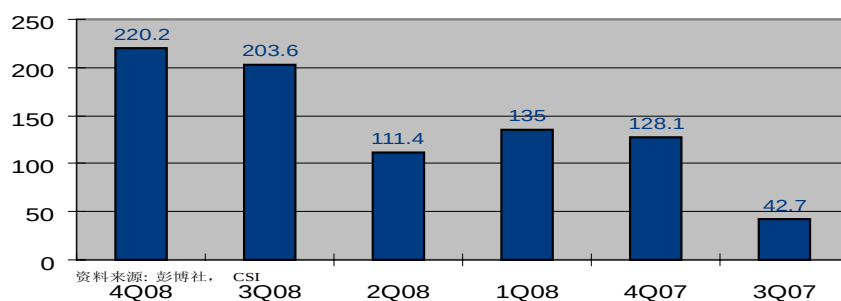
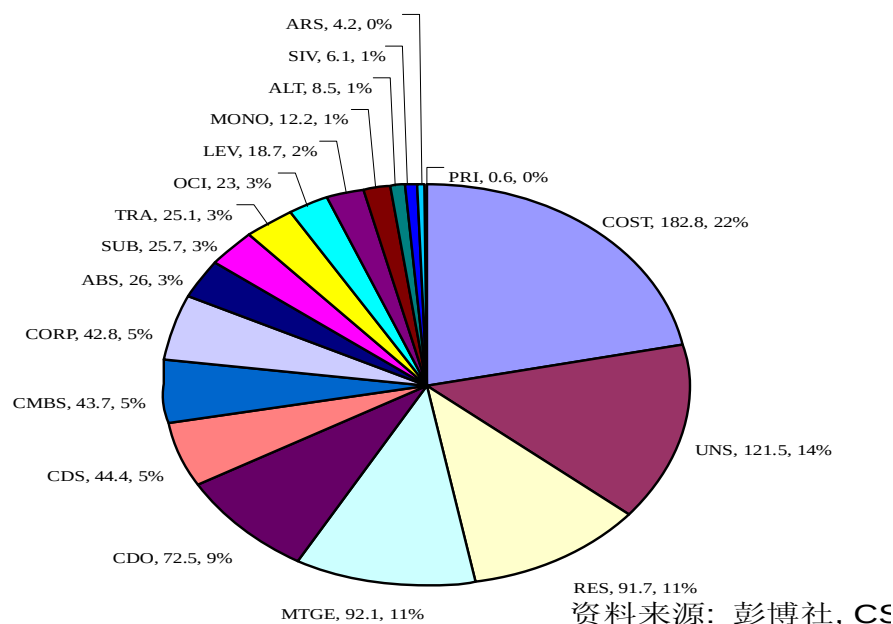


图 2:美国金融部门的累计资产减值(8470 亿美元，名义规模及占总额的百分比)



COST:	信贷成本/贷款核销/增提准备金
UNS:	其他/未指明/未分解
RES:	未分类的住房按揭贷款资产减值
MTGE:	其他/未分类的按揭贷款/债券
CDO:	抵押债务债券
CDS:	信贷违约互换/其他衍生品
CMBS:	商业房贷支持证券和房地产
CORP:	子公司/在其他公司中的投资/公司债
ABS:	非房贷资产支持证券
SUB:	次贷 RMBS
TRA:	交易损失
OCI:	重估价准备金/其他综合收益
LEV:	杠杆贷款/贷款抵押债券
MONO:	证券保险业务
ALT:	次优贷款证券
SIV:	结构投资工具/资产支持商业票据
ARS:	招标利率证券
PRI:	优质房贷/证券

图 3: 美国房屋净值贷款的住房贷款支持证券指数



图 4: 美国商业房贷支持证券利差 (基点)

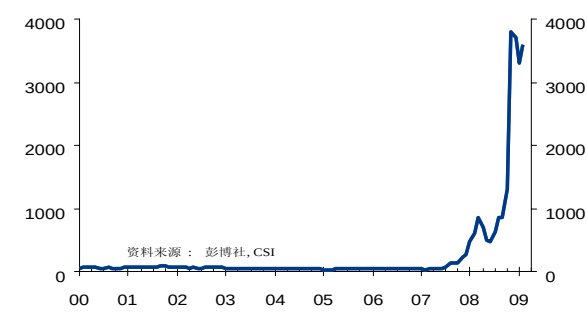
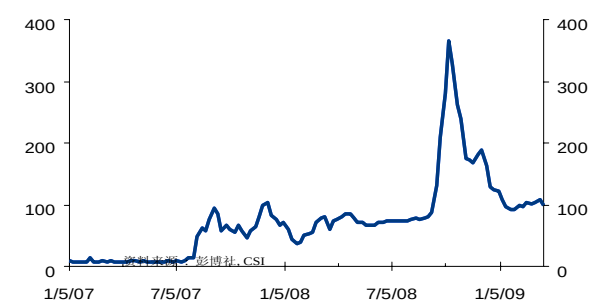


图 5：美国的信贷利差



图 6：Libor – OIS 利差 (3 个月, 基点)



美国购买问题资产的计划

该计划将采用“公私投资计划”——公共与私人部门合作的形式开展。前期规模定为 5000 亿美元，将来可能扩展为 1 万亿美元。计划的细节如下：

- 公私投资计划将从银行购买房地产相关贷款，并从范围更广的市场中购买相关证券。
- 该计划将从 TARP（不良资产援救计划）得到最高 1000 亿美元的资金，其他资本则来自私人部门、财政部的债券发行和 FDIC（联邦储蓄保险公司）。
- 包含两个单独的计划，其中一个计划的目标是购买有问题的信贷证券（遗留证券计划），另一个计划则是购买那些随着经济状况不佳而境况堪虞的相对更传统的贷款（遗留贷款计划，关于这两个计划的组织安排，参见附录 1 和附录 2）。
- 据盖特纳先生表示，私人部门参与购买相关资产，将有助于确定该计划下所购买的贷款和证券的公允价值。

表 1：公私合作计划

公私投资计划			
750 到 1000 亿美元的 TARP/FSP 资本			
融资来自 FDIC 和美联储			
杠杆金额 5000 亿美元，可能扩展到 1 万亿美元			
遗留贷款计划		遗留证券计划	
资本：	融资：	资本：	融资：
公-	资金将把	公-	由美联储
私	FDIC 担保的	私	提供
投资	债务杠杆	投资	金融杠杆
基金	比率	基金	建立在现有的 TALF 框架之上
	最高提高到 6:1		

主要目标

这个计划的主要目标如下：

- 帮助银行业从资产负债表中清除问题资产，恢复活力
- 确定问题资产的正确价格，恢复资产支持证券产品的流动性
- 放松信贷状况，帮助信贷复苏

购买问题资产的现有计划

英国和德国已经实施了类似的计划，但采取了不同的方法。英国的“资产保护计划”，财政部覆盖银行损失的 90%：英国财政部收取费用，将为每家参与机构一个或多个经认定的问题资产组合将来发生的信贷损失提供保护，由参与机构承受第一损失金额，超出该金额的信贷损失将得到保护。德国去年冬天决定的救援计划，针对问题资产创造了一个工具，组织进行问题资产与公债证券的交换（需支付费用）。我们认为，这些计划都不会很有效，因为这些计划只能推迟银行宣布损失的时间而已。

政府的目标有望实现吗？

尽管市场对该计划反应积极，但我们对该计划持能否实现政府的目标持保留看法。主要原因包括：

1. 私人部门投资者参与到计划中，并不能确保可以确定问题资产的公允价格。在供给方，留置有问题资产的银行不会希望完全披露它们在这些资产方面的真实敞口，不希望过快地累积起与这些资产关联的损失。银行当前的策略是尽可能长时间地推迟宣布损失，以缓冲当前的金融震荡。在需求方，潜在的买方将不会寻求公允价格，因为他们知道供应方现在处于弱势地位，而且他们也知道这些资产的风险非常高。供给不足，且需求侧的条件过于苛刻，因而无法确保能够确立公允价格。缺失了公允价格这一必要条件，这些产品市场的流动性将无法恢复。
2. 即使清除了问题资产，银行业也不能快速复苏。在计划中的第二部分，准备购买当前有问题的贷款资产组合，这意味着在不良资产证券化之间就将其买入，由此可见政府也明白这一点。这样的决定，一方面反映出政府对于证券化整体流程的不信任，另一方面也反映了这一事实——金融震荡的负面影响已经、并且早已传递到了实体经济的层面。银行现在除了要消化问题资产本身的损失，还不得不承受宏观经济恶化带来的关联损失。
3. 试图重启信贷引擎，并不是美国经济的一个可行解决方案，因为在整体去杠杆化的背景下，这台引擎早已熄灭了。不存在着对信贷的需求，同时，由于意料之中失业率的上升，预期储蓄率会继续上行（图 7 和图 8）。

图 7：观察到居民房贷需求增加的银行的净百分比

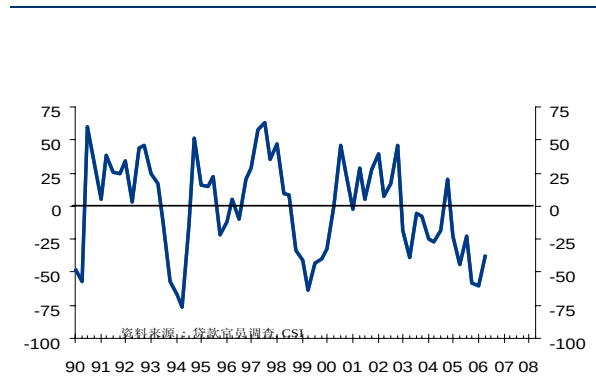


图 8：美国的失业率与储蓄率



长期的风险

长期来看，该计划颇具风险性：

- 它将为当前激增的公债额火上浇油
- 政府采取的方法过于温和，将使银行不断推迟对其资产负债表做出必要的调整，从而可能会出现日本的情况
- 对信贷的过度支持会浪费资源和时间，并非能使美国经济走出当前危机的可行方法。

附录 1：“遗留贷款计划”下的投资样本

第一步： 如果一家银行想要剥离面值 100 美元的住房贷款资产包，银行会找到 FDIC（联邦储蓄保险公司）。

第二步： FDIC 会根据上述流程做出决定，愿意以 6 比 1 的债务权益比为该资产包提供金融杠杆。

第三步： 然后，这些贷款由 FDIC 进行拍卖，有几家私人部门投标人竞标。来自私人部门最高的竞标价 —— 在这个例子中，为 84 美元 —— 将会中标，然后成立一家“公私投资基金”来购买该按揭贷款资产包。

第四步： 在这 84 美元的购买价格中，FDIC 会提供 72 美元的融资担保，剩余的 12 美元为权益出资。

第五步： 然后，财政部会以等额出资为基础，提供所需的 50% 的权益资金，与投资者共同出资。在这个例子中，财政部会投资约 6 美元，私人部门投资者也出资 6 美元。

第六步： 然后，私人部门投资者会持续动态管理该资产包的维护以及处置时机 —— 使用的资产管理人需得到 FDIC 批准，并接受 FDIC 的监督。

附录 2：“遗留证券计划”下的投资样本

第一步： 财政部将启动申请流程，吸引对“遗留证券计划”感兴趣的基金经理。

第二步： 一名基金经理提交了建议书，通过了资格预审，得到允许可以募集私人资本，参加财政部的联合投资计划。

第三步： 政府同意，针对该基金经理募集的每一美元私人资本，提供等额资金，从而为所提议的“公私投资基金”在基金层次上提供金融杠杆。

第四步： 基金经理开始进行投资基金的销售工作，并为基金募得了 100 美元的私人资本。财政部以等额出资为基础，提供与私人资本等额的 100 美元的权益投资，并将为该“公私投资基金”提供 100 美元贷款。财政部还将考虑基金经理的请求，可以为该基金提供最高 100 美元的额外贷款。

第五步： 作为结果，基金经理有了 300 美元（或者，在某些情况下最高为 400 美元）的总资本，开始开展目标证券的购买计划。

第六步： 基金经理在投资决策方面有完全的决定权，但总体上要遵循长期的买入并持有策略。

当 TALF（定期资产支持证券贷款工具）针对遗留证券的扩展项目启动时，如果基金经理做出相应决定，该“公私投资基金”将有资格从中受益。

免责声明

此报告并非针对或意图发送给或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使中信证券股份有限公司及其附属及联营公司（合称“中信证券”）违反当地的法律或法规或可致使中信证券受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属中信证券。未经中信证券事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为中信证券的商标、服务标记及标记。

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。中信证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中信证券不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被中信证券认为可靠，但中信证券不能担保其准确性或完整性，而中信证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。中信证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中信证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

中信证券在法律许可的情况下可参与或投资此报告所提及的发行商的金融交易，向该等发行商提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中信证券于法律容许下可于发送材料前使用于此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中信证券于过去三年于此报告中所指的任何或所有公司的证券于公开发售时可能曾出任经办人或联合经办人。可要求索取额外资料。

以往的表现不应作为日后表现的显示及担保。此报告所载的资料、意见及推测反映中信证券于最初发报此报告日期当日的判断，可随时更改。于此报告所指的证券或金融票据的价格、价值及收入可跌可升。

若干投资可能不易变卖而难以出售或变卖，同样地阁下可能难以就有关该投资所面对的价格或风险获得准确的资料。此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

此报告旨在派发给中信证券的市场专业及机构投资客户。如接收人非中信证券的市场专业及机构投资客户，应在基于此报告作出任何投资决定或就报告要求任何解释前咨询独立财务顾问。

中信证券股份有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。

以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅为基准；

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的中信标普 300 指数的涨跌幅：

	评级	说明
股票投资评级	买入	相对中标 300 指数涨幅 20%以上；
	增持	相对中标 300 指数涨幅介于 5%~20%之间；
	持有	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~5%之间；
	卖出	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；
行业投资评级	强于大市	相对中标 300 指数涨幅 10%以上；
	中性	相对中标 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；
	弱于大市	相对中标 300 指数跌幅 10%以上；

	北京	上海	深圳	中信证券国际有限公司
地址:	中国北京市朝阳区新源南路 6 号京城大厦(100004)	上海市浦东南路 528 号上海证券大厦北塔 21 楼(200120)	深圳市深南大道 7088 号招商银行大厦 A 层 (518040)	香港中环添美道 1 号中信大厦 26 楼
电话:	(010)84588720	(021)68818898	(0755)83196279	(852) 2237 6409
传真:	(010)84868307	(021)68818890	(0755)82485240	(852) 2104 6580
服务热线:	(010)84868367			
Email:	service@citics.com			
网址:	http://www.citics.com			
	http://www.spcitic.com			