



2009年3月24日

美国经济

新闻速评

沈建光

联系人

shenjg@cicc.com.cn

周洪礼

联系人

chown@cicc.com.cn

美国抗危机最后一环公布

--评问题资产剥离计划

事件:

美国财政部于23日公布了总规模1万亿美元名为“公私联合投资项目”(Public-Private Investment Program)的问题资产收购方案详情,其将通过与美联储及美国联邦存款保险公司(FDIC)合作为私人投资者提供融资帮助,从而使更多私有资本参与到银行业问题资产的收购活动中。主要内容如下:

- 方案将从7,000亿美元问题资产救助方案(TARP)中拨出750亿美元至1,000亿美元的资金,从而通过乘数效应给予美国政府相对于5,000亿美元的购买力,更可能进一步扩大方案规模至1万亿美元(图1);
- 一半资金将归入Legacy Loans Program项目:如有金融机构有意出售问题贷款,FDIC将以最高6:1的杠杆比率为贷款提供担保融资,还将负责将所收购的问题贷款进行拍卖。而财政部将与私募机构等投资者按1比1的比例出资,共同建立一个基金来收购这些问题贷款。贷款成功拍卖后将在FDIC的监管下交给私募机构等投资者进行管理;
- 另一半资金将归入Legacy Securities Program项目:根据这项计划,美联储的定期资产抵押证券贷款工具(Term Asset-Backed Securities Loan Facility; TALF)的适用范围将进一步扩大至非机构住宅及商业地产抵押贷款证券化资产,这些资产需曾获得AAA的最高评级,并通过私有银行进行销售。财政部批准多达5家基金管理公司筹资买入有关证券,而财政部将按1比1的比例出资。

评论:

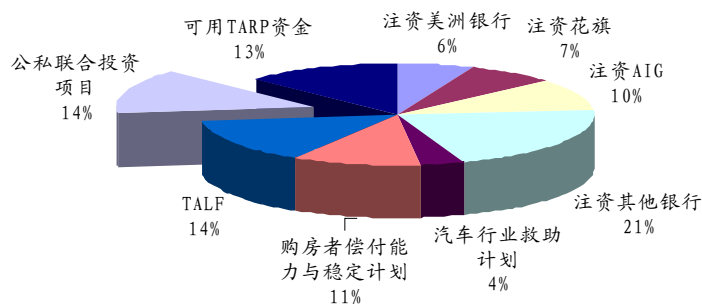
我们于此前的报告中已多次指出,奥巴马上台将率领其经济班底以最快及最有效的途径拯救经济。继“美国复兴和再投资计划”、“购房者偿付能力与稳定计划”、以及美联储的数量型放松货币政策细节亦相继出台后,“金融稳定计划”中如何处理金融机构问题资产的方案详情亦终于公布,而且方案详情宣布后市场反应非常积极,证明了奥巴马政府的处理经济危机能力已得到市场的肯定,与布什和保尔森信奉市场将进行自我调节和犹豫不决的领导方式截然不同。

把问题资产剥离以杜绝金融机构的病根。美联储此前相继出台的工具虽已成功为银行间市场提高流动性(图2),然而银行对企业与家庭部门的贷款并没有恢复,因为大量的问题资产一直以来给它们带来严重困扰,为减低风险防止其资产负债表进一步恶化,银行不愿发放新贷款(图3)。此外,这些质量不佳、难以评估价值的问题资产大大增加了金融机构的内在价值和未来经营的不确定性,削减了投资者向银行注资的意愿,其价格变动对金融机构的影响为整体金融市场带来不确定性。IMF预计美国银行不良资产损失将高达2.2万亿美元,而截止目前资产冲减规模总计只约8,000亿美元,表明美国银行仍有大规模的资产冲减压力,因此美国政府必须尽快把问题资产从银行的资产负债表剥离。

公私联合形式能于成效及风险间取得平衡。任由银行业自行处理所持有的问题资产将导致金融危机的进一步蔓延,由美国政府直接出资收购问题资产又使得纳税人暴露于过高风险中,因此以公私联合的形式收购问题资产能于成效及风险间取得较佳的平衡。此外,利用私有资本和资产经理人来建立一个对这些问题资产进行估价的市场机制,有助以市场手段实现价值发现,并减小金融机构进一步冲减资产压力,更有助于解冻信贷市场,重塑市场对银行体系的信心。

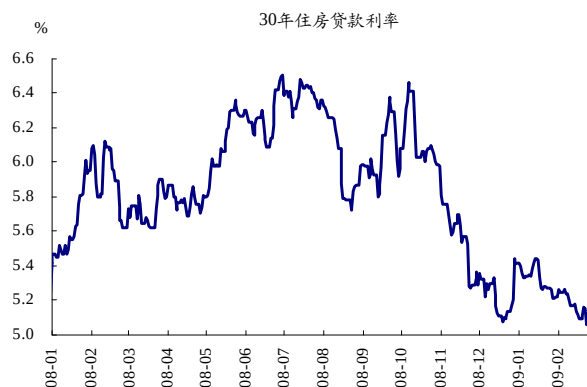
救市方案相继出台成效渐现,为经济复苏创造条件。有关当局的救市措施相继出台,美联储更于上周表示将开始购买总额3,000亿美元的长期国债,以带动各类消费和商业贷款利率走低,以及较快的控制通缩提高通胀预期,还把当前购买两房债证和抵押贷款融资机构证券计划的规模扩大至1.45万亿美元,且扩大TALF的担保品范围以刺激商业和消费信贷市场。经过新政府的一番努力,不但金融市场已没有再出现像去年雷曼倒闭后的大幅波动,最近消费和房市更有逐步回稳的迹象。除了零售额连续两个月录得好于市场预期的增长,住房押利率最近显著下降(图4),上周公布的新屋开工数更出现显著反弹(图5),而最新公布的2月份成屋销售亦高达472万套,环比增长5.1%(同比下降4.6%),显著高于市场预期(图6)。房市的急速调整为此轮美国经济陷入深度衰退的根源,信贷消费萎缩更严重影响美国经济增长,因此上述方案的陆续到位将有助于美国经济复苏的进度,亦为美元带来支持。我们仍然维持美国经济将于今年第四季度复苏的判断,全年萎缩2.6%,2010年全年增长1-1.5%。

图 1: TARP 资金用途



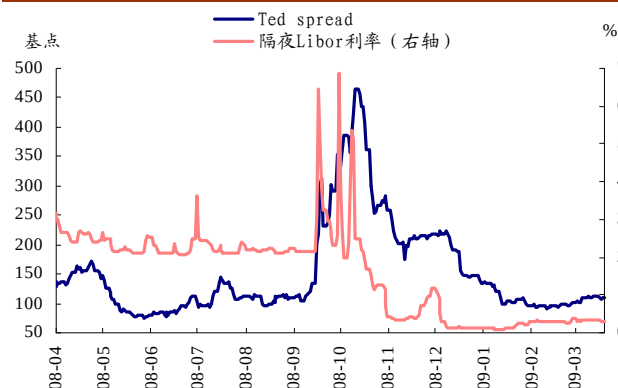
资料来源：美国财政部，中金公司研究部

图 4: 抵押贷款利率显著下降



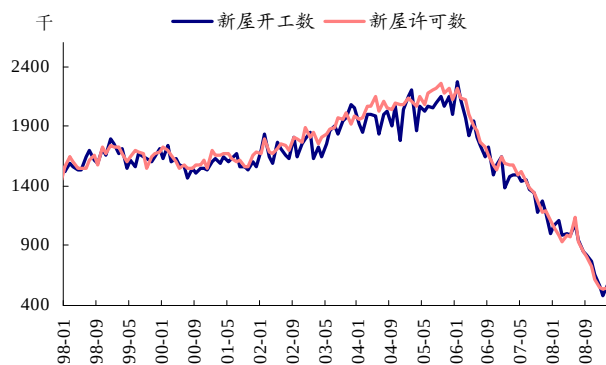
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 2: 银行间市场借贷成本已显著下降



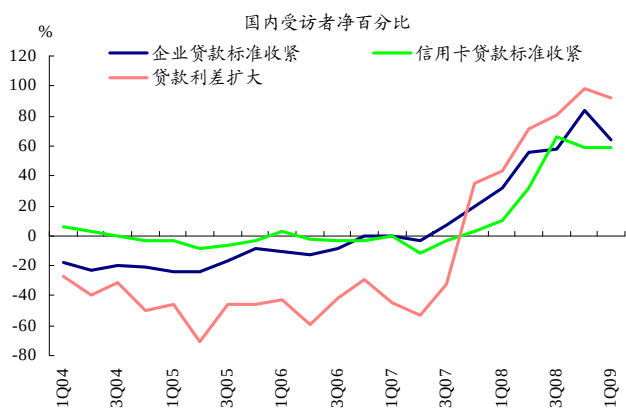
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 5: 新屋开工数好于预期



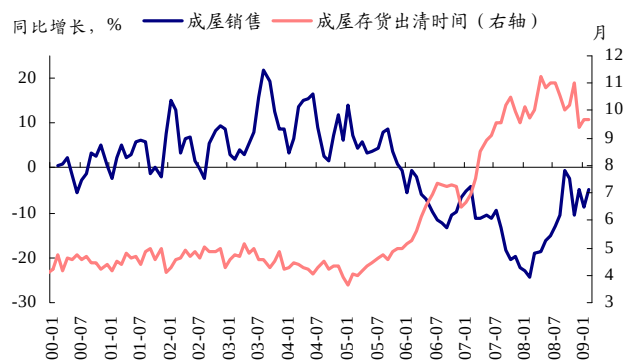
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图 3: 银行依然不愿发放新贷款



资料来源：美联储，中金公司研究部

图 6: 成屋销售回升



资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。