

美国经济持续下滑得到初步遏制

研究结论

- 美国经济出现好的迹象是美国政府乃至全球主要经济体的政府干预政策的结果, 货币政策和财政政策的合力遏制了经济衰退的程度, 因此目前经济的表现是政府干预的结果, 或者说正体现政府干预的效果, 反过来说经济衰退得到遏制也证明了政府干预的有效性和必要性。
- 目前市场之所以有对经济较为正面的感受, 就是因为经济指标持续的自由落体被小幅反弹所打断, 即使在反弹之后再次出现下跌, 但其下跌的幅度已远小于人们的悲观预期, 因此经济表现被市场认定为好于预期, 并趋向稳定, 支撑了信心的复苏。
- 初步遏制表示出遏制的有限性和暂时性, 要对经济衰退持续地和更有效地进行遏制就势必需要较之前更大力度的干预政策, 但就目前美国的状况而言, 几乎所有的货币和财政政策都已经用到了极致, 零利率和 7870 亿美元经济刺激计划在短期内都缺乏扩展的空间, 况且 7870 亿美元中的财政投资资金真正到位仍需要至少半年的时间, 可能会出现“前力已逝, 后力未继”的危险真空状态, 因此美国政府很有必要抓住眼下的宝贵时机做出更大的调整。
- 通过上述的定性就能对目前美国经济数据进行较为清晰的分析, 容易看出在每一项反弹和好转的经济指标背后都有一项或几项相应的政府政策正在推进实施, 亦或是对于某项计划实施的政策存在积极的预期, 这些实施中的政策或对即将实施政策的预期推动了经济主体做出与经济衰退预期相反的行为决策, 例如对首次购房者减税政策以及历史最低房贷利率推动房产交易活跃、或对 7870 亿美元经济刺激计划中庞大的财政投资的预期推动扩大资本品订单等。



东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2009 年 4 月 28 日

王骏飞

宏观经济助理分析师

63325888x6114

wangjunfei@orientsec.com.cn

冯玉明

宏观经济首席分析师

63325888x6110

fym@orientsec.com.cn

相关研究报告

经济指标波动幅度收窄趋稳

在 09 年一季度中美经济的走势杂相纷呈，经济指标反弹与下落交替，改善与恶化同步，房价、信贷、消费、就业环环相扣，资本市场的投资信心也是随着经济指标、企业盈利、政府政策等因素时阴时晴，无论是实体经济还是资本市场的一丝阳光究竟是去年末超跌的反弹还是经济稳定的开始市场还没有一致的判断，有一种模糊的感觉：经济最糟糕的时期也许已经度过但支撑经济复苏的稳固底部也许还在不远的前方。近日吴邦国委员长表示“中国经济持续下滑趋势得到初步遏制”，这个表述也适用于对美国近期回暖表象的定性。

首先最为关键的是“遏制”这个表现主动的词，也就是说美国经济出现好的迹象不是经济周期的自然表现，而是美国政府乃至全球主要经济体的政府干预政策的结果，不是被动等待经济衰退结束而是主动刺激经济复苏，货币政策和财政政策的合力遏制了经济衰退的程度，因此目前经济的表现是政府干预的结果，或者说正体现政府干预的效果，反过来说经济衰退得到遏制也正证明了政府干预的有效性和必要性。

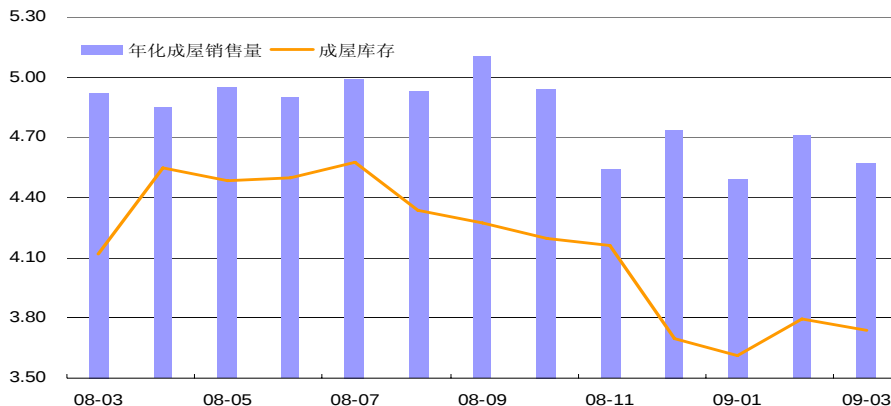
其次得到遏制的是“持续下滑”，美国经济的在去年第四季度表现出的自由落体式下滑正因其持续性和幅度之大而触目惊心，目前市场之所以有对经济较为正面的感受，就是因为经济指标持续的自由落体式被小幅反弹所打断，即使在反弹之后再次出现下跌，但其下跌的幅度已远小于人们的悲观预期，因此经济表现被市场认定为好于预期，并趋于稳定，支撑了信心的复苏。

最后一个重点是“初步”遏制，这表示出遏制的有限性和暂时性，要对经济衰退持续地和更有效地进行遏制就势必需要较之前更大力度的干预政策，但就目前美国的状况而言，几乎所有的货币和财政政策都已经用到了极致，零利率和 7870 亿美元经济刺激计划在短期内都缺乏扩展的空间，况且 7870 亿美元中的财政投资资金真正到位仍需要至少半年的时间，可能会出现“前力已逝，后力未继”的危险真空状态，因此美国政府很有必要抓住眼下的宝贵时机做出更大的调整。

通过上述的定性就能对目前美国经济数据进行较为清晰的分析，容易看出在每一项反弹和好转的经济指标背后都有一项或几项相应的政府政策正在推进实施，亦或是对于某项计划实施的政策存在积极的预期，这些实施中的政策或对即将实施政策的预期推动了经济主体做出与经济衰退预期相反的行为决策，例如对首次购房者减税政策以及历史最低房贷利率推动房产交易活跃、或对 7870 亿美元经济刺激计划中庞大的财政投资的预期推动扩大资本品订单等。

图 1：美国成屋销售量及库存趋势

单位：百万套

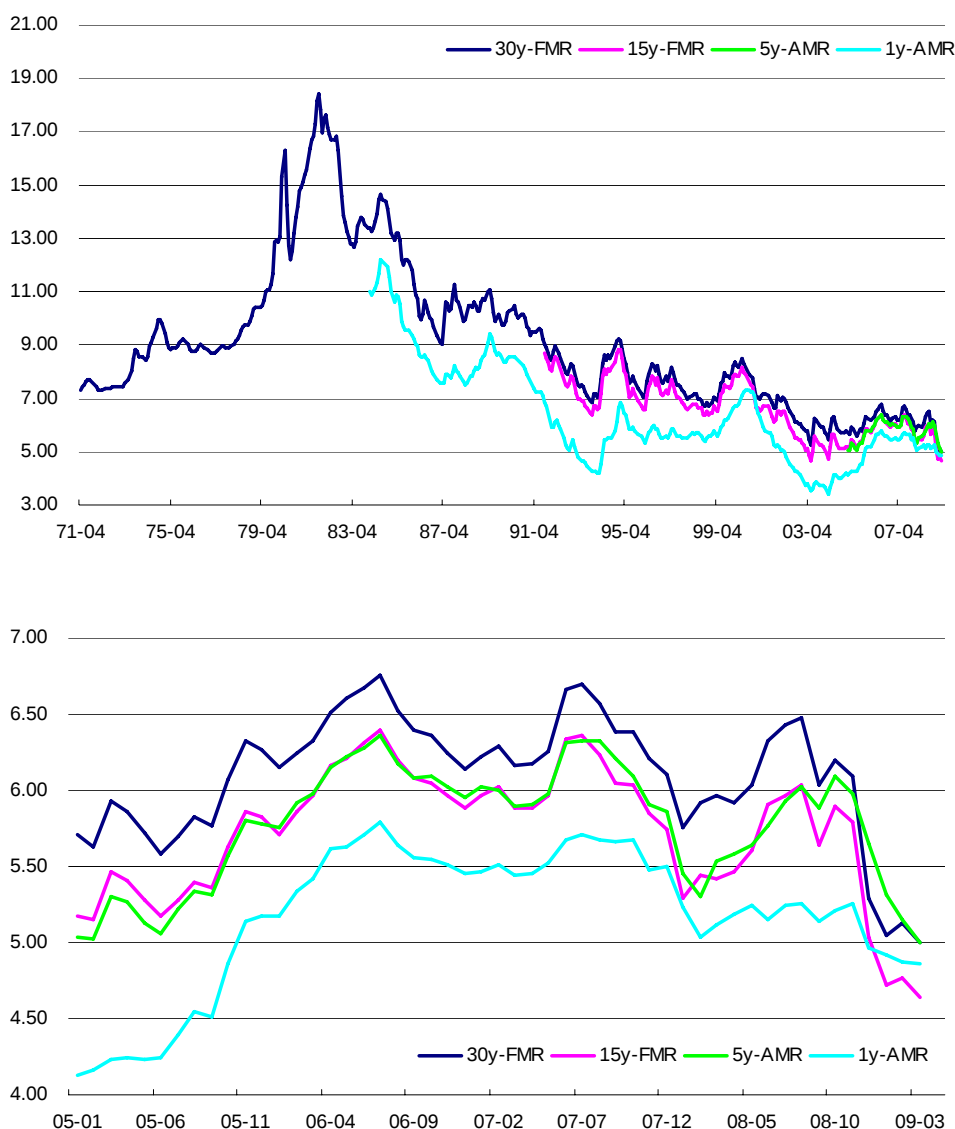


资料来源：MBA，东方证券研究所

MBA 公布 3 月份成屋销售数据, 显示成屋销售环比下滑 3% 季调后年化 457 万套, 成屋销售的中间价为 17.52 万美元, 环比上升 4.2% 同比仍然下跌了 12.4%, 成屋库存环比下降 1.6% 至 374 万套, 按目前销售量计算将库存消化完共需要 9.8 个月, 市场人士认为成屋销量近几个月的上下波动幅度已经趋于稳定, 而目前历史最低的房贷利率以及针对首次购房者 8000 美元的退税政策推动了 3 月份成屋销售中首次购房者的比例达到 53%, 同时在所有的成屋交易中有超过一半的房产是面临止赎的低价房, 这些房产的出售价格普遍要打 20% 的折率。

图 2: 美国历史与近期房屋抵押贷款利率趋势

单位: 百分比



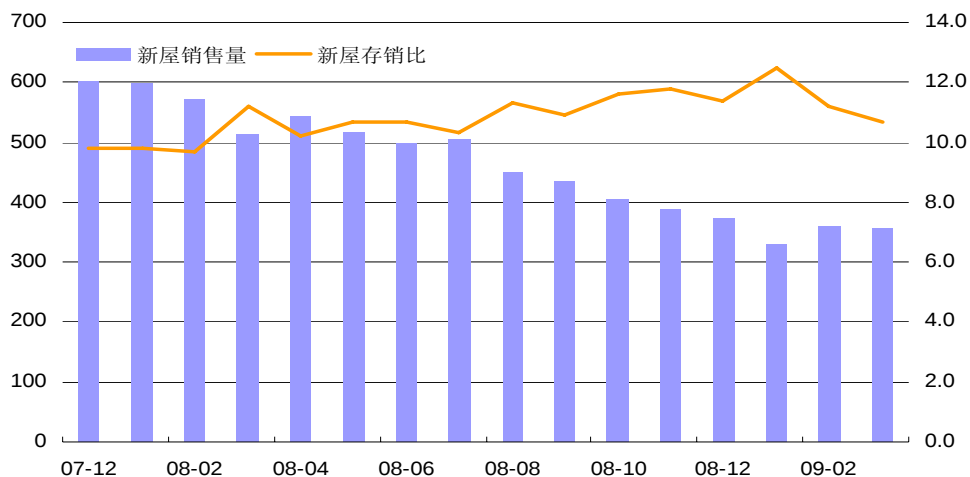
资料来源: Freddie Mac, 东方证券研究所

美国商务部公布的 3 月份新屋销售数据显示环比 0.6% 的小幅回落, 新屋销售季调后年化 35.6 万套, 同比来看仍下降超 30%, 新屋销售中间价为 20.14 万美元, 在当月的销售中有 76.5%

的交易价格在 30 万美元以下，预计季调后新屋库存为 31.1 万套，按当前销售量计算消化完这些库存共需要 10.7 个月

图 3：美国新屋销售量及存销比（右轴）趋势

单位：千套 / 百分比

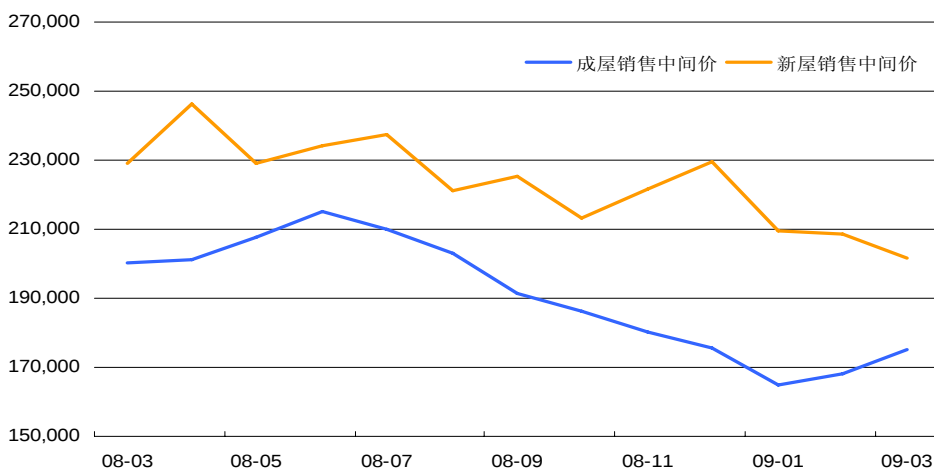


资料来源：Census，东方证券研究所

新屋销售价格仍然保持下探趋势，同时成屋销售价格有所上升，主要是与首次购房者的集中交易有关，这一轮需求受政策和利率影响较大，但濒临止赎的房产占成屋销售一半以上，可见止赎风潮的阴影仍然是真实的，美联储强行压制长期房贷利率成本巨大较难持续。

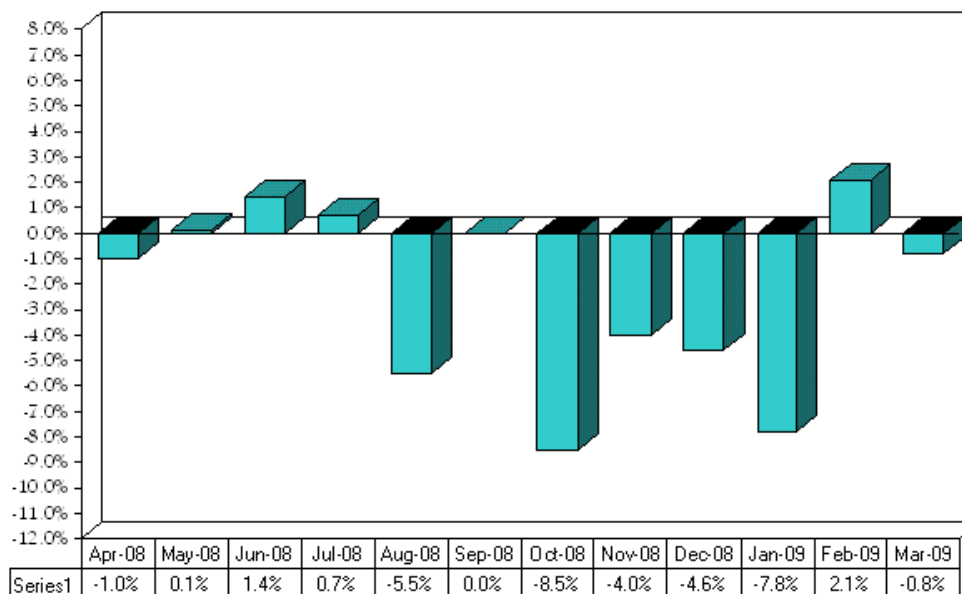
图 4：美国新屋与成屋销售中间价趋势

单位：美元



资料来源：Census，东方证券研究所

在新公布的 09 年一季度住房空置率数据中显示，出租房空置率为 10.1%，同比及环比基本持平，自购房空置率为 2.7%，同比略有下降但环比基本持平，在非空置房中相较于去年同期出租房的比例有所上升，而自购房的比例略微下降。

图 5：美国耐用品制造业新增订单环比变化
单位：百分比


资料来源：Census，东方证券研究所

与房产销售数据相同，3 月份耐用品制造业数据虽然也出现环比回落，但由于回落幅度小于市场预期，仍然被解读为经济结束大起大落趋于稳定的积极信息。3 月耐用品制造业新增订单金额达 1612 亿美元，继 2 月份环比大幅反弹 2.1% 后再次环比下落 0.8%，支撑新增订单下滑幅度不至过大的主要是军用和民用飞机及配件的订单环比增幅都在 4% 以上，而订单环比下落较多的有初级金属、通讯设备以及汽车等行业，以资本品订单观察，3 月份军用资本品订单环比下滑 14.4%，相对民用资本品订单环比攀升 1.9%；货运方面初级金属的货运连续第 8 个月下滑，环比再降 6 个百分点；耐用品制造商库存在整个一季度连续下落，3 月份环比下降 1.1% 至 3316 亿美元，其中尤以初级金属和汽车的库存下降速度最快，反映出这两个行业制造商产能调整的力度之大。

美国银行业季报透视

今年前两个月美国资本市场受负面经济阴云所笼罩道指持续下探至 6500 点附近，3 月初奥巴马总统发出“入市号召令”后股市应声而起，在诸多 2 月经济指标反弹信号的支撑下连续 3 周上攻，正当投资者在 4 月初面临股市是否需要调整的疑问时，富国银行（wells Fargo）的一季报预告盈利 30 亿美元给了市场一剂强心针，一连串的大型金融机构公布盈利一季报将上涨周期拉长至 6 周。

投资者由最初对银行整体“脱贫致富”的欢欣鼓舞逐步回归现实，应当指出这份一季报也许将是市场在年内所能见到的最好一份季报了，支撑这些大型金融机构摆脱去年末巨额亏损命运的多是一次性收益和财务准则调整因素，表面上是营业收入增长、盈利反弹、资本充足不能掩盖其实体业务的虚弱。

仔细观察一季度的收益中多数是固定收益投资获利在支撑，这种靠向美联储低成本融资再利用债券市场波动获利的方式既不利于经济复苏也不能持久，美联储注入流动性的初衷包括 TARP 注资的目的都是希望在保障金融机构自身稳定后尽快恢复其信贷规模，但显然美联储的流动性并没有大量流入实体经济的消费和投资领域，而是流入国债和企业债市场套取息差，这助长了债券市场的波动，变相增加了债券市场投资风险，使本已无法从金融机构获得融资的企业通过债券融资的成本抬高，

另一方面不论是财政部的 TARP 注资还是美联储的 TAF 以及 FDIC 出借自己 AAA 评级，这些措施都是在金融机构发生融资困难的背景下的应急手段，既然这些金融机构在一季报中展现了自己稳固的资本，那么这些应急措施就有必要逐步退出，

图 6：美国道琼斯工业指数 09 年走势



资料来源：Yahoo Finance

另外通过政府的“牵线搭桥”出现一系列的闪电合并成就了一批金融庞然大物，通过短期的整合被并购金融机构的营运收入和资产规模也都体现在这份季报中，虽然都是被迫的“半卖半送”但庞大的收购支出仍要平摊到今后的财务周期中，并购后的整合是一个复杂的过程尤其是中间还夹杂这政府的影响力，因此对于可能“消化不良”的担忧仍然存在。

表 1：美国部分银行金融机构一季报指标

单位：百万美元

	营业收入	盈亏	EPS	资本充足率	信贷损失准备	雇员
Bank of America	45,417	4,247	0.44	10.09%	13,380	284,802
JPMorgan Chase	26,922	2,141	0.40	11.30%	10,060	219,569
Citigroup	24,789	1,610	-0.18	11.80%	10,300	309,000
Wells Fargo	21,017	3,045	0.56	8.28%	4,558	272,800
Goldman Sachs	11,880	1,814	3.39	13.70%		27,898
Morgan Stanley	3,042	-177	-0.57	16.40%		

资料来源：各相关银行季报，东方证券研究所

以下选取部分主要金融机构季报分析：

Bank of America：“外部环境仍具挑战，并购美林整合良好，收入受益，资本稳固”

挑战主要集中于信贷坏账，季报中列出信贷损失计提 133.8 亿美元；相比资本总额环比递增 27.7%，其中贷款资产总额环比仅增长了 4.3%；在 454.17 亿美元的总收入中利息收入与上一季度基本持平，收入环比递增 212 亿美元主要来源于非利息业务收入，增长较为突出的包括投行业务和抵押贷款业务（受益于并购 Merrill Lynch 和 Countrywide Financial）、以及债券和股票投资收益（受益于

美联储的接近零成本流动性供给)，而相对信用卡业务收入较上季度下滑 7.64%；支出环比递增 37.12%，人力成本翻番，并购重组费用计 7.65 亿美元；核心资本充足率自 08 年一季度的 7.51% 上升至 10.09%（受益于 TARP 注资），为收购美林共增发普通股 13.8 亿股；加上美林的 2460 亿美元后一季度初管理资产总额共计 7690 亿美元，季末降至 6970 亿美元，其中 430 亿美元净流出，290 亿美元资产价值缩水。

JPMorgan Chase：“投行业务收益创纪录，整合华盛顿互惠顺利，资本实力增强”

投行业务收入总额 83 亿美元，净利达 16 亿美元（受益于并购 Bear Stearns，但在报告收入时只字未提，反而是在解释投行部门支出增长时提及这项并购），其中固定收益投资获利 49 亿美元，股票投资收益 18 亿美元，两项合计占总收入 80% 以上；零售业务收入 88 亿美元，净利环比下滑 24%，其中利息收入达 52 亿美元，70% 的利息收入以及 36 亿美元非利息收入中的大部分收益于 Washington Mutual 的并入；信用卡业务亏损环比递增 1.76 亿美元，一季度信用卡坏账率达 6.86%，30 日违约率为 5.34%，资产管理规模达到 1.1 万亿美元，一季度净流入 150 亿美元；除了投行部门盈利表现突出，其他业务盈利情况多与前一季度持平或更差；核心资本充足率自 08 年一季度的 8.3% 上升至 11.3%。

Citigroup：“全球客户稳定，成本控制显著，大规模减少问题资产，资本基础提升”

基于信贷坏账攀升全球信用卡业务收入同比下滑了 10%，全球范围消费支出的大幅下降导致各主要区域的信用卡消费规模下降，除拉美的信用卡业务部门因出售巴西信用卡公司 Redecard 股份获利 11 亿美元而推动一季度营业收入同比上升 10%，其余地区信用卡业务收入同比都有 15% 以上降幅；投资交易业务部门实现收入 72 亿美元，其中固定收益投资获利 47 亿美元，股权投资获利占 19 亿美元；全球资产管理业务收入同比下滑 20%，当季管理资产净流出 400 亿美元；基于正在进行的业务重构以及汇率因素影响总的营运成本同比下降了 23%，核心资本充足率自 08 年一季度的 7.7% 上升至 11.8%。

Wells Fargo：“储蓄保持稳定增长，息差收益显著，整合美联成功”

贷款总规模 8436 亿美元环比减少 212 亿美元，存款总规模达 7562 亿美元环比增加 108 亿美元，但贷款利息收入环比递增 40.39 亿美元，而存款利息支出环比仅上升 1.54 亿美元，基于 4.16 的净息差水平拉升净利息收入达到 113.76 亿美元；总的信贷坏账率已经从上季度的 2.69% 下降至 1.54%，但信用卡的坏账率由上季度的 8.69% 攀升至 10.13%，同时超 90 日贷款违约额总计为 56.16 亿美元环比递增了 26%，其中商业贷款和商业不动产贷款的超 90 日违约额环比增加 160% 至 13.96 亿美元；对美联（Wachovia）的整合较为成功，其在季报中贡献的收益超出预期，有 41% 的营业收入来自美联，预计整个并购美联的成本将控制在 79 亿美元以内，这笔开支将在整合期间分摊，而非全部留至 09 年底；核心资产充足率自 08 年四季度的 7.84 上升至 8.28，虽然富国也接受了大规模的 TARP 注资，但其 CEO 在季报中强调“资本应该是靠自己赚出来的”。

Goldman Sachs：“资本充足率上升，流动性良好，并购业务第一季度全球居首”

投行部门整体环比下滑 20%，仅有债券承销业务收入呈现增长，金融咨询业务环比持平，股票承销业务大幅下滑；交易投资部门由上季度损失 43.56 亿美元转而盈利 71.5 亿美元，主要的贡献来自于固定收益与货币市场投资获利 65.57 亿美元，这块收入要占到总营业收入的 70%，高盛对中

国工商银行的股权投资损失由上季度的 6.31 亿美元收窄至 1.51 亿美元，并且已约定将原有至 09 年 4 月底解禁的限售期延长一年；所管理资产规模一季度减少 270 亿美元至 7710 亿美元，其中净流出 110 亿美元，价值缩水占 160 亿美元；营运成本同比上升 10%，在雇员数量单季减少 7% 的背景下，薪酬及福利开支同比攀升了 18%；平均全球核心超额流动性达到 1637 亿美元，核心资本充足率上升至 13.7%。

Morgan Stanley：“多数部门保持正收入，但受市场环境拖累，开支大幅缩减”

各业务部门收入环比都大幅下降，投行部门获净收入 8 亿美元，参与 09 年多数并购项目咨询服务，固定收益投资净收入 1.3 亿美元，股权交易获净收入 9 亿美元，全球财富管理部门净收入 13 亿美元，管理客户资产规模同比减少 26%；按既定年度缩减开支 20 亿美元目标营业开支已缩减 33%，雇员数量当季下降 5%，核心资本充足率达到 16.4%。

本周美国政府已经向相关金融机构发放了压力测试的成绩单，并将在近期公布测试结果，这些结果势必对市场又造成新的冲击。高盛抢在发布季报同时宣布增发股票并将所筹资金用于归还财政部 TARP 注资，如此急迫地为自己“赎身”并非是其真有能力“独善其身”，而是要藉此摆脱政府限薪令等诸多潜在监管政策的约束，一个没有逐利欲望的金融机构不是优秀的金融机构，但在本轮尚未完全过去的金融危机中我们也清晰地看到华尔街的贪婪如何演化成全球性的系统性金融风险，因此不难预见待得一切雨过天晴后这些金融巨鳄们的贪婪也会重新萌芽，加强金融监管、剥离坏账以及抵制保护主义成为目前热议的核心问题，其中坏账问题的处理是要恢复金融系统活力，同时监管问题是希望避免同类危机再次降临，在反对保护主义推动国际合作的框架下加强 G20 等有效协调机制，藉此凝聚和增强全球经济信心。

IMF 测算全球潜在损失减计规模

按照市场经济自身的规则就必须将本轮泡沫破灭的所有损失全部分配完毕，也就是为每一份损失确定最终的承担者，就如同脓包都要挤干净后才能重新长肉，现在是政府出面保障金融机构的资本率和流动性，才得以将金融坏账滞留在金融机构内部，如果没有前财长鲍尔森向众议院主席佩洛西的一跪换来的 TARP 资金，以及奥巴马上任后针对金融市场、房地产市场以及实体经济的三大救助和刺激计划，则很有可能出现更多的“雷曼破产案”并威胁整个金融系统，进一步扩大金融资产贬值并将损失扩散至整个经济体，因此奥巴马百日当政后的高支持率表明美国政府目前的努力方向是正确的。

但由政府出面遏制损失扩散，并期望通过通过拖延时间等待经济复苏以减少整体资产损失的规模的策略是有巨大成本和风险的，现在所面临最大的风险就是信贷市场的解冻复苏也许需要比预期中更长的时间，一面是政府在不断地向金融机构输血，一方面是希望其尽快回复向实体经济输血的能力，同时还要密切关注和控制金融机构体内的有毒资产，这个矛盾所蕴藏的潜在系统性风险无法在短期内化解，而时间正式美国政府眼下最为缺乏的资源。

根据 IMF 一季度全球金融稳定报告显示，全球金融和经济环境的风险相较 08 年 10 月份报告中的指标仍在攀升，宏观经济风险以及信贷风险增加，尤其是新兴市场风险加剧，国际环境相较前期的剧烈动荡已经趋于相对稳定，但风险仍在积聚并强化了投资者避险情绪，美元汇率以及大宗商品价格的敏感正反应了投资者对于风险因素的敏感，前期较好的经济指标刺激对经济复苏需求恢复的预期曾带动大宗商品价格整体上升，但例如猪流感等的负面信息有能快速拉低大宗商品整体价格，这种一致性的价格和汇率变动与经济信心和风险偏好息息相关。

表 2：IMF 一季度全球金融稳定报告主要风险指标较前份报告（08 年 10 月）变化情况列表
Table 1.11. Changes in Risks and Conditions Since the October 2008 Global Financial Stability Report

Conditions and Risks	Changes since October 2008 GFSR
Monetary and Financial Conditions	↓
G-7 real short rates	↑
G-3 excess liquidity	→
Financial conditions index	↓
Growth in official reserves	→
G-3 lending conditions	↓
Risk Appetite	↓
Investor risk appetite survey	→
Investor confidence index	↓
Emerging market fund flows	↑
Risk aversion index	↓
Macroeconomic Risks	↑
<i>World Economic Outlook</i> global growth risks	↑
G-3 confidence indices	↑
OECD leading indicators	↑
Implied global trade growth	↑
Global breakeven inflation rates	↑
Mature market sovereign CDS spreads	↑
Emerging Market Risks	↑↑↑
Fundamental EMBIG spread	↑
Sovereign credit quality	↑
Credit growth	↓
Median inflation volatility	↑
Corporate spreads	↑
Vulnerability to capital flows	↑
Credit Risks	↑
Global corporate bond index spread	↑
Credit quality composition of corporate bond index	↑
Speculative-grade corporate default rate forecast	↑
Banking stability index	→
Loan delinquencies	↑
Household balance sheet stress	→
Market and Liquidity Risks	→
Hedge fund estimated leverage	→
Net non-commercial positions in futures markets	↑
Common component of asset returns	↑
World implied equity risk premia	↓
Composite volatility measure	→
Funding and market liquidity index	↓

Source: IMF staff estimates.

Note: Changes are defined for each risk/condition such that ↑ signifies higher risk, easier monetary and financial conditions, or greater risk appetite, and ↓ signifies the converse; → indicates no appreciable change. The number of arrows for the six overall conditions and risks corresponds to the scale of moves on the global financial stability map.

资料来源：IMF

在 IMF 的报告中较为值得关注的是两个方面的研究，一则是对于本轮金融危机总体损失规模的测算，一则是认为政府加大介入的规模和力度有利于本轮金融危机的化解。这已经将政府的角色由之前搁置和防范危机扩散引导至解决被搁置问题并化解风险的新阶段，前期对金融风险进行蓄洪是为了争取时间转移下游人财物，现在蓄洪所积累的风险规模过大，必须开始逐步地引导可控的泄洪。

随着金融层面系统性风险减弱以及经济波动的初步稳定,本轮危机已经开始进入债务重组和损失分配阶段,这里所说的损失不仅仅是次贷及衍生证券的原始损失还包含有本轮金融危机派生的风险和损失,在确定具体规模的基础上在相关参与人之间进行分配,区域间欧、美、亚之间的分配(例如雷曼在亚、欧的分支处理以及麦多夫类骗局给欧洲金融机构造成的损失),银行金融系统与非银行机构间的分配(例如 AIG 用政府注资偿付欧洲银行问题),实体经济企业与金融机构间的分配(例如 GM 和克莱斯勒要求债权人免除部分债务问题),还有私人与企业之间的分配(例如房屋止赎和信用卡违约问题),更为复杂的是这些分配关系中还参杂着政府的注资、担保和其他政策影响力。

确定损失的规模是一个难题,而确定分配的方案又是一个更大的难题,正如在银行坏账剥离这个问题上确定银行坏账规模是个问题,而如何为这些没有市场的坏账进行定价就是关键的问题,由此产生美国政府的 PPIP 计划希望通过投标竞价的方式解决这个难题,但具体效果取决于各方参与者的态度。PPIP 中将贷款坏账和贷款证券化衍生品坏账分割成两个项目,在更大范围的损失分配中也存在针对证券化衍生品的特殊分配困难,这些债权的证券化以及信贷资产的衍生品发行规模大,持有人分布广,甚至是跨区域全球发行,在市场机制没有恢复的背景下,需要相关方共同商议债务重组和损失分配方案难度很大。

因此 IMF 提出债务重组过程中需要政府发挥更大的作用,在简单债权方面各相关方数量较少,有可能坐下来共同商议,如同 GM 和克莱斯勒的债权人谈判,为推动企业债务重组政府施加影响要求债权人免除部分债务,以及政府出面与工会协商等都有利于谈判尽快取得突破;而正对金融机构坏账剥离的 PPIP 项目也是由政府主导吸引私人投资者参与的坏账解决方案;至于在涉及跨国债务重组方案更需要各国政府的共同协调和参与,并共同防范保护主义抬头。

图 7: 各经济体政府债务及信贷风险指标

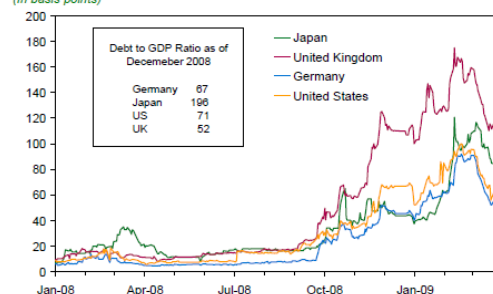
Table 1.8. Public Debt and Stabilization Costs
(In percent of GDP)

Country	Gross Government Debt			Financial Stabilization Costs ¹ (Percent of GDP)
	2008 (Percent of GDP)	2010 (Percent of GDP)	2008-2010 (Percentage point change)	
Canada	64	77	13	4.4
France	67	80	13	1.8
Germany	67	87	19	3.1
Italy	106	121	15	0.9
Japan	196	227	30	1.7
United Kingdom	52	73	21	9.1
United States	71	98	27	12.7

Sources: Debt to GDP estimates are from the IMF, *World Economic Outlook*, April 2009. Financial stabilization costs are estimates by the IMF Fiscal Affairs Department in "Companion Paper - the State of Finances and Medium-Term Policies after the 2008 Crisis," March 6, 2009.

¹Based on support measures announced through mid-February. This is the net cost which is gross support minus recovery over the next 5 years. The recovery rates are different by types of support, with higher recovery expected from guarantees and central bank liquidity support.

Figure 1.35. Large Economy Credit Default Swap Spreads
(In basis points)



Sources: Bloomberg L.P.; and IMF staff estimates.

资料来源: IMF

各主要经济体政府举债能力逐步下降也从客观上决定了必须从搁置问题阶段推进到解决问题阶段,政府目前承担的庞大遏制经济衰退成本最终还要分配给全民来承担。

在 IMF 的报告中对全球信贷工具相关的损失减计进行了测算,在测算中源于美国和欧洲的贷款和证券损失减计包含住宅和商业不动产抵押贷款、消费信贷以及企业贷款,在对源于日本的信贷损失减计中只包含了消费信贷和企业借贷,不动产相关信贷损失与欧美相较占比并不显著。

测算结果显示全球市场参与者对于成熟市场信贷工具损失的潜在减计规模将达到 4.1 万亿美元,全球银行业将承受其中的 60%以上即 2.5 万亿美元,另外全球银行业还需承受新兴市场资产损失减计达 3400 亿美元,将银行业的潜在损失减计规模扩大至 2.8 万亿美元。

按区域来分欧洲大陆银行业将承担 1.11 万亿美元（39%）的潜在损失减计规模，美国银行业将承担 1.05 万亿美元（37%），英国银行业将承担 3160 亿美元的潜在损失减计，接近于亚洲地区银行业（含日本、澳洲、新西兰、香港和新加坡）承担潜在损失减计规模 3360 亿美元。

在欧洲大陆银行业承担的损失减计中约有 44%是源于美国和欧洲新兴市场的信贷资产和证券，而美国银行业的损失减计只有 8%源于非美国信贷资产和证券，与欧洲大陆相近英国银行业也有 45%的损失减计源于非本土信贷资产和证券，而亚洲地区银行业的损失减计中也有 35%的美国因素。在各地地区银行业的损失减计中贷款损失和证券化衍生产品损失大致对等。

表 3：全球银行业损失减计预测及地区分布

Table 1.15. Estimated Regional Distribution of Bank Writedowns and Cumulative Loss Rates

	U.S. Assets		U.K. Assets		Europe excluding U.K. Assets		Asian Assets		Emerging Markets		Total	
	(US\$ bn)	(Percent)	(US\$ bn)	(Percent)	(US\$ bn)	(Percent)	(US\$ bn)	(Percent)	(US\$ bn)	(Percent)	(US\$ bn)	(Percent)
Writedowns on Assets												
U.S. Banks	966	9.3%	22	5.9%	24	4.6%	3	1.3%	35	6.9%	1,049	8.8%
U.K. Banks	72	7.5%	174	4.3%	30	3.9%	2	1.1%	37	9.9%	316	5.0%
Europe ex-U.K. Banks	198	7.0%	111	4.4%	622	3.9%	6	1.0%	172	8.5%	1,109	4.6%
Asian Banks	116	12.0%	33	6.8%	29	4.6%	141	2.0%	16	6.8%	337	3.5%
Total	1,352	8.9%	340	4.6%	705	3.9%	151	1.9%	261	8.2%	2,810	5.4%
Memo item:												
Assets												
U.S. Banks	10,364		369		509		191		507		11,940	
U.K. Banks	965		4,045		779		160		380		6,329	
Europe ex-U.K. Banks	2,839		2,500		16,151		600		2,034		24,124	
Asian Banks	968		483		639		7,195		241		9,526	
Total	15,136		7,397		18,078		8,146		3,162		51,919	

Sources: Bank of England; Bankscope; Federal Reserve, *Flow of Funds*; and IMF staff estimates.

Note: Assets include only loans and securities and do not include fixed assets held by banks.

资料来源：IMF

欧洲央行官员已经在多种场合表态要采取更多超常规措施维护银行业的资本率和流动性，虽然行长特里谢对于“量化宽松”政策仍有忌讳，但来自欧元区内部的压力迫使其在 5 月初的货币政策例会上必须做出更有力的政策决定。

但由上表可见美国的银行业再次拥有了本土优势，他们只需要专注解决好本国的问题，而无需关心别国的好坏，基本掌控权都在美国人自己手里，而欧洲大陆、英国和亚洲地区的银行业要解决自身损失问题必须依赖于美国金融市场和经济基本面的好转，这些成熟经济体都无力独自走出衰退，既受制于美国也受制于新兴市场，这也正反映了目前全球紧盯美国并积极推进国际和区域合作的心态。

分析师承诺

王骏飞：宏观经济助理分析师

冯玉明：宏观经济首席分析师

本人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本人的研究观点。本人不曾因，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn