



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

2009 年 8 月 25 日

发达国家

研究部

刘奥林

联系人

liuolin@cicc.com.cn

肖红

联系人

xiaohong@cicc.com.cn

基本面导致的银行业前景分化

要点:

近期公布的 2 季报显示银行业基本走出了金融有毒资产的魔影，但有些银行将陷入信贷恶化的漩涡。

- **投行业务业绩超出预期。**补充资本金及偿债需求使市场直接融资活跃，投行业务量增大；而近零利率政策及政府援助使资金成本极低，与低风险资产收益率利差显著扩大，使投行获得可观收益。
- **以贷款为主的商业银行却遭受重创。**占银行资产 80 % 的房贷、企业及信用卡贷款质量在经济低迷和失业率攀升的环境下严重恶化，并成为跨越美欧两地的现象。没有投行业务支撑的银行前景更令人担忧。
- **区域型中小银行陷入更艰难的困境。**中小银行在危机中被迫削减贷款以保护资产，遭受收入萎缩与坏账激增的双重打击；高风险商业地产贷款高度集中于中小银行；州政府财政处境窘迫亦使区域型银行面临风险。

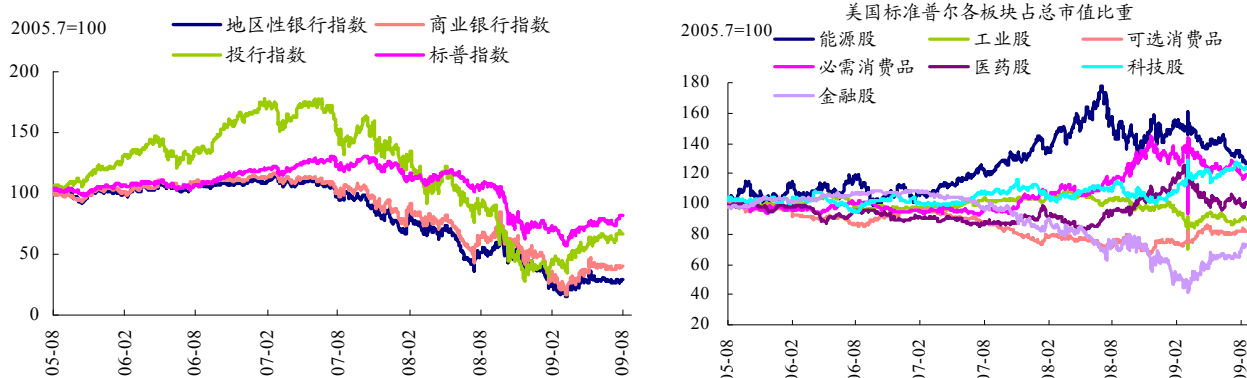
前瞻地看，资本市场交易与融资活跃使投行业务相对稳定；而商业银行业将面临一段缺乏实体增长动力的艰难时期。

- **经济基本面导致收入前景恶化。**(1) 家庭与企业部门杠杆比率仍高，贷款需求进一步下滑可能降低新盈利空间；(2) 银行资产质量尤其是商业地产恶化速度明显加快，使其惜贷意愿上升，可盈利资产持续萎缩。
- **银行支出的下滑难以持续。**(1) 银行已通过缩减资产负债表节省了大量利息支出，但目前杠杆比率已回到 80 年代水平，去杠杆化接近尾声；(2) 裁员及削减其他运营开支来支撑净利润的空间毕竟有限。
- **银行信贷的重拾升轨需待明年下半年。**历史经验表明银行撇账率在复苏后的 2-6 个季度才见顶回落，而信贷市场解冻往往在撇账率下滑之后。

银行板块难回黄金时代。(1) 近期投行与商业银行股价表现显著分化，商业银行，尤其是区域性银行表现低迷拖累金融股指数，而商业银行资产在金融行业中占比 (29%) 远高于投资银行 (3%)，且其中大部分为中小银行。(2) 从储贷危机经验来看，直到经济复苏后 5 年，银行股表现才超越标普指数。(3) 中长期来看，新监管框架能否在限制虚拟经济泡沫同时维持金融创新和市场流通性仍具不确定性，金融股占市场比重数年内可能难以返回 2005-07 水平。

近期美国银行公布的2季报显示银行业绩已从受金融危机的影响进入到反映实体经济基本面的第二阶段。尽管投行业务表现大幅改善，但市场更担忧经济基本面使商业银行业绩深受信贷恶化的拖累。

图表1：市场已开始反映投资银行与商业银行（尤其是地区性银行）的前景分化



资料来源：彭博、中金公司研究部

金融股业绩出现分化，投行相关业务盈利能力超出预期，但商业银行却遭受重创。

投资银行受益于市场直接融资活跃及资金成本与无风险资产收益利差的扩大。私人部门补充资本金及偿债需求使市场直接融资活跃，投行业务量增大。1、2季度债市融资额已大幅回升，股市融资额亦在2季度超过危机前水平（图表2）。高盛2季度净利润同比增长68%，尤其是股票承销收入打破了2000年创下的纪录。摩根大通净收入同比增长36%，投行业务贡献了超过55%。摩根士丹利承销业务同比强劲增长19%。花旗集团在股票和债券承销收入均录得环比改善。汇丰全球市场部上半年税前收益环比增长7倍，占总税前收益的80%以上。另一方面，近零利率以及政府资助资金的提供使金融机构资金成本显著下降，与无风险资产收益息差自年初以来扩大了110个基点，但历史经验显示，进入加息周期后3个月左右，该息差走势可能出现逆转（图表2）。

然而，与之相对应的是，坏账激增已成为一个跨越美欧两地的现象。德意志银行新增10亿欧元坏账拨备，摩根大通零售金融服务净收入环比下降97%，主要是消费者贷款净损失由1季度1.7亿跃升至9.6亿美元。摩根士丹利减记商业房地产贷款坏账达7亿美元。花旗净信贷损失达84亿美元。富国银行不可回收利息的资产规模较1季度上升45%，尤其是商业地产不良贷款急升69%。汇丰上半年坏账冲销环比增长近40%。

市场对商业银行前景的担忧远超出投行业绩带来的惊喜。尽管盈利大幅增长，德意志银行在公布业绩后股价却大幅下跌10%，为3个月来最高跌幅。富国银行盈利的可持续增长亦备受质疑，不仅股价表现疲软，惠誉随后更将其评级由AA下调至AA-。摩根士丹利及美国几家区域性银行公布的业绩拖累金融股成为当天美国股市表现最差的板块之一。这突显了市场对由经济基本面造成的银行坏账问题忧虑之深。

没有投行业务盈利支撑的商业银行前景更令人担忧，而中小型区域性银行较大型商业银行面临更艰难的境地。美国最大的小企业商业贷款公司CIT由于巨额亏损和资产质量严重恶化（商业贷款撇账率在1季度翻了一倍）而陷入财务困境。而资本金规模小使中小型及区域性银行更难抵御金融市场动荡及坏账潮：

- 有风险承受能力的商业银行可受惠于存贷利差暂时扩大，如富国银行的坏账拨备是不良贷款的1.5倍，因此2季度仍新增贷款2060亿美元。而许多中小银行只能采取了资本保护策略，紧缩贷款规模同时增加坏账拨备，导致2季度亏损加剧。
- 区域性银行对坏账率较高的商业贷款的风险敞口较大型银行更高。工商贷款、商业地产占区域性银行总贷款的比重超过一半，而在大型银行中仅占30%。尤其是商业房地产贷款在中小银行贷款中占据高比重（见8月24日《商业房地产每况愈下》）。
- 区域性银行与州立政府联系更紧密，而部分州政府窘迫的财政处境更使之面临高风险。

前瞻地看，风险偏好重燃，资本市场交易量与融资额上升利好投资银行业务。金融市场系统性风险显著减弱及经济复苏绿芽显现使市场风险偏好改善，避险资金重新由国债市场及货币基金市场流回股市及企业债券市场。这一方面使交易量上升并惠及经纪业务；另一方面则使资本市场融资能力强化。加之投行领域竞争者数量下降，次贷相关产品的拨备显著放缓，以及大型投行背后的政府信用，投资银行业务下半年盈利前景相对稳定。

然而传统商业银行业仍可能面临一段缺乏实体增长动力支撑及大量拨备的艰难时期。美国经济复苏基础尚不稳固，资产负债表受损使得信贷市场难以在短期内解冻，而贷款质量恶化更成为商业银行业务的一大风险。

► **经济基本面恶化使商业银行贷款额持续低迷，盈利空间受限。**目前信贷的供给和需求仍呈现同步下降趋势。一方面，家庭及企业部门仍有进一步去杠杆压力（图表 3），许多银行出现了授信额度大量闲置的情况，如 Mercantile Bank 工商贷款余额较 08 年底下降了 18%。另一方面，证券化活动萎缩使银行信贷的资金来源与风险分担均大幅减弱。更重要的是，美联储信贷调查显示认为其银行坏账将在 09 年上升的受访者净百分比超过 70%，成为银行惜贷的首要原因。而目前各种信贷余额仍在萎缩，银行转而投资证券资产（图表 3），贷款业务下半年亦难有显著改善。

► **撇账率仍有大幅上升空间，贷款质量恶化是商业银行前景的另一大风险。**今年以来，银行资产恶化速度明显加快，银行破产数量也大幅上升，2008 年全年 FDIC 共报告了 27 个银行破产个案，而今年前 7 个月就有 69 家银行破产，且仅 7 月份就有 24 家银行破产，绝大部分为地方中小型银行。从贷款类型来看，住房信贷、商业地产信贷及工商业贷款总额度达 5.4 万亿美元，将成为受冲击最严重的部分。

- 住房抵押贷款占总贷款额的 31%，为 2.2 万亿美元。去年 4 季度以来，优质与次优贷款违约率均大幅攀升，使住房按揭贷款总违约率上升至 8.8%，撇账率达 2.3%。优级按揭贷款违约率的加速上扬反映了实体经济大幅恶化已使优质按揭者还款能力显著削弱，而失业率攀升至 10% 以上将使其进一步恶化。考虑到优质按揭在按揭总量中的高权重（80% 以上），对贷款质量的冲击可能较次级贷款更严重。

- 总额 1.7 万亿美元的商业地产占商业银行贷款余额的 24%，而近来商业地产空置率持续攀升，使商业地产商现金流愈加紧张，因此自去年 1 季度撇账率已累计上升 1.6 个百分点至 2.1%。此外，商业地产价格亦急剧下滑，20 个月来 35% 的累计跌幅中，仅今年 4、5 两个月跌幅就达 16%，这意味着银行出售没收房产时可回收的价值亦大幅萎缩，近期商业地产坏账情况可能加剧恶化。

- 工商贷款占商业银行贷款余额 21%，总额 1.5 万亿美元。工商企业，尤其是难以从资本市场直接融资的中小企业正面临资金紧张的困境。企业利润骤减使其更依赖外部融资，而融资成本上升（高收益企业债与 10 年期国债利差仍超过 800 个基点，是危机前的 2 倍）与融资渠道收窄（商业票据余额再创新低，商业银行持续收紧贷款标准）亦使其违约概率加大。目前每月申请破产保护个案已远超 2001 年衰退，而 1 季度工商贷款 3.7% 的违约率及 2.3% 的撇账率仍低于前两次经济衰退的水平，坏账仍将趋于上行。

► **银行支出的下滑不可持续，而“节流”终非长久之计。**

- 2 季度利息支出的大幅下降对银行业绩产生了一定的支撑，多家大型银行利息支出同比降幅超过 50%（图表 4），显示银行已大幅缩减资产负债表。然而目前金融机构杠杆比率已回到 1984 年水平（图表 4），去杠杆化接近尾声，而融资成本亦难再持续下降，未来大幅削减利息支出增加净利润的模式将难以为继。

- 银行为降低成本已大幅裁员及削减市场拓展开支。花旗集团的非利息支出同比降幅超过 20%，节约 36 亿美元，占 2 季度净利润的 80% 以上。自去年 8 月以来，金融业就业人数已累计下降 40 万人，约占该行业员工数的 5%。而为了保障业务的正常开展，继续削减费用以支撑利润的空间有限。

从历史经验推断，撇账率高企将可能拖累信贷市场于明年下半年才重拾动力。

► **撇账率下滑拐点滞后于经济复苏。**比照 90 年代房地产大幅调整与储贷危机爆发后的情况，商业地产贷款和工商业贷款撇账率见顶时间滞后于经济复苏 3 个季度，住宅房地产贷款更滞后 6 个季度。大萧条时期的经验亦表明撇账率在 1933 年 4 季度才见顶下滑，滞后经济复苏 2 个季度。

► **撇账率见顶时间亦滞后于违约率。**由于拖欠超过 180 天以上的消费及按揭账户才被视为坏账，撇账率见顶时间亦往往滞后于贷款违约率 1-2 个季度，而 1 季度各种贷款违约率仍加速恶化，亦预示银行撇账率还将上升。

► **银行贷款恢复增长往往是在撇账率回落之后。**而 IMF 更预计美国商业银行的撇账率将从年初的 2% 迅速在 2010 年底增长至 4.2%，这将仅次于大萧条时 5.2% 的水平（图表 5）。意味着银行信贷的重拾升轨最早有待明年下半年，经济复苏的力度将被削弱。

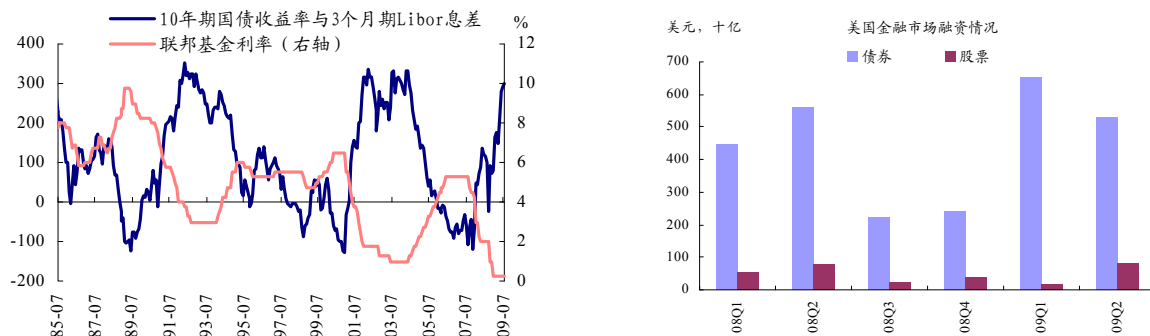
长期来看，高监管亦将损害影子银行利益。金融高监管时代即将到来，美国不但监查系统风险，更将过去监管甚少的衍生及证券化产品、商品交易及评级机构纳入新监管框架，巴塞尔委员会亦强化了巴塞尔协议Ⅱ中反映表外和证券化活动风险敞口标准。影子银行盈利空间、杠杆程度及业务范围将受挤压（参见《强化金融监管，影子银行受限》）。

从市场表现来看，金融板块难回黄金时代。

投资银行股指表现胜于商业银行，但商业银行资产权重更高。3月份以来投行指数持续回升，标普金融板块占总市值比重从7.7%的低点大幅反弹至目前的13.3%。但市场对商业银行未来盈利的预测亦较投资银行悲观（图表6），商业银行及区域性银行指数趋于下行（图表1），分别较05年中下滑了60%及70%。由于商业银行资产在金融业中占比（29%）远高于投资银行（3%，图表7），与危机前水平相比，银行股仍然是主要行业中表现最差的板块（图表1）。

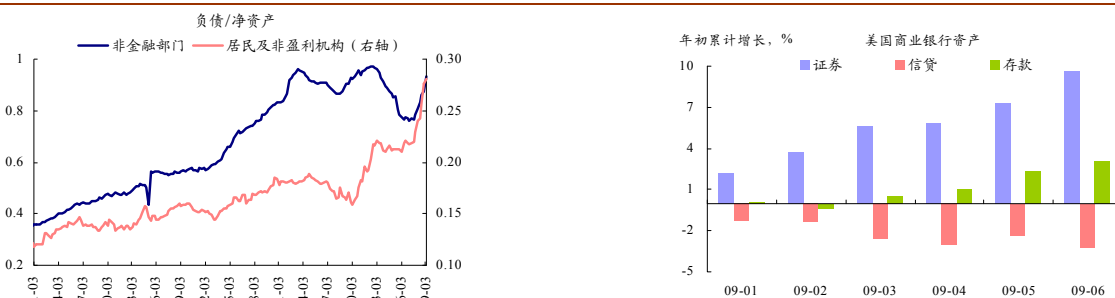
而从储贷危机的经验来看，商业银行股价恢复至危机前水平将滞后于标普指数。标普指数91年2月就超过了89年9月水平，而商业银行股价回到这一水平则滞后1年多。而直到经济复苏后5年（1996年），银行股表现才超越标普指数（图表7）。考虑到商业银行坏账大量涌现的高风险及高监管时代可能导致的低杠杆及影子银行盈利空间受损，金融股占市值比重可能在数年内难以返回2005-07年水平。

图表2：无风险资产收益与资金成本息差扩大；资本市场融资已显著回暖



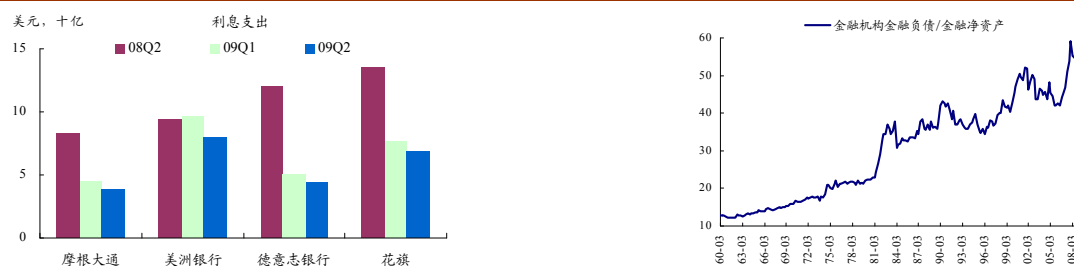
资料来源：彭博、中金公司研究部

图表3：家庭及企业部门仍有去杠杆压力；商业银行削减贷款余额而增加证券投资

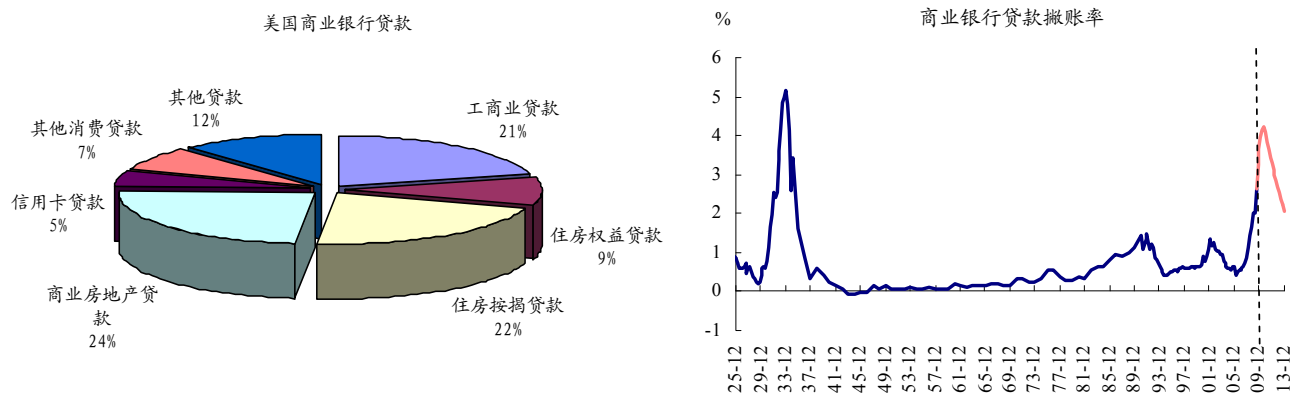


资料来源：彭博、中金公司研究部

图表4：银行大幅削减利息支出，但去杠杆化进程基本接近尾声



资料来源：彭博、中金公司研究部

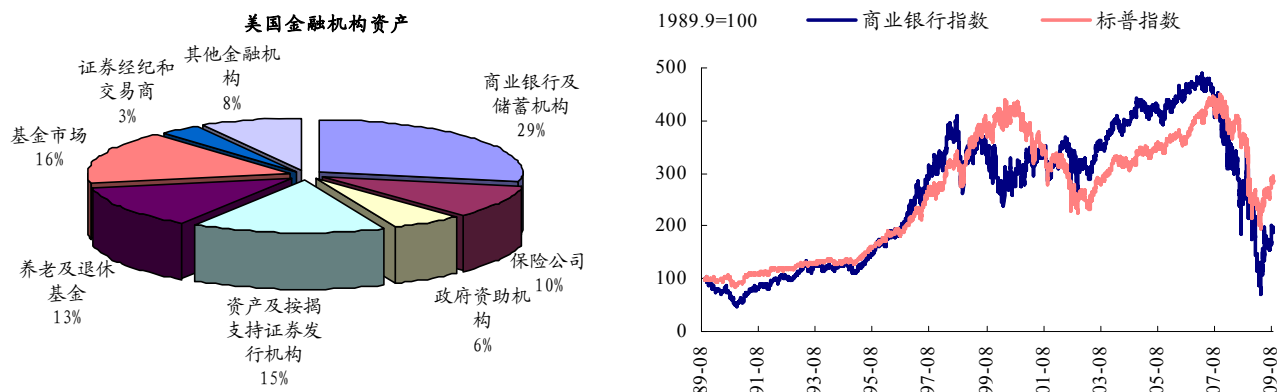
图表 5：住房与商业房地产贷款在总贷款中占比较高；银行撇账率可能仅次于大萧条时期


资料来源：彭博、IMF、中金公司研究部

图表 6：市场对主要银行的业绩共识

(美元, 百万)	09Q2	09Q3E	09Q4E
高盛			
收入	10857.5	9318.5	9543.1
净利润	2171.8	1885.2	2427.5
摩根大通			
收入	25433.4	24806.9	25061.4
净利润	1585.4	1712	2082.3
摩根斯坦利			
收入	5556.1	7533.8	8128.1
净利润	-382	895.8	1120.2
花旗			
收入	23433.7	20044.4	20151.3
净利润	-1402.6	-2023.1	-1516.1
富国银行			
收入	20523.4	21337.25	21264.5
净利润	1647.5	1686.4	1617.8
德意志银行			
收入	7170.7	6173.5	6364.8
净利润	1022.9	624.4	534.8

资料来源：彭博、中金公司研究部

图表 7：商业银行资产占比远大于投资银行；储贷危机中商业银行股价表现显著落后于标普指数


资料来源：彭博、CEIC、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。