

2009.01.19

美国拆借市场趋于放松，贷款市场大幅萎缩

伍永刚

邱冠华

021-38676525

021-38676912

wuyg1@gtjas.com

qiuguanhua@gtjas.com

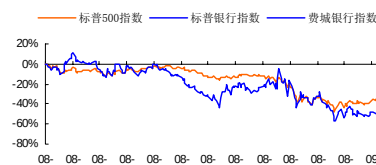
本报告导读：

美国短期拆借市场趋于放松；但贷款市场仍处于紧缩之中，银行依然勒紧钱袋不愿意贷款。

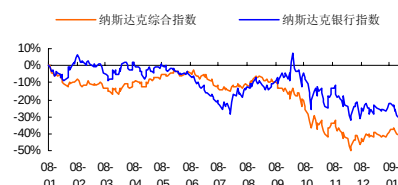
内容要点：

- 本期(08年12月16日至09年01月15日)全球股市普遍下跌，美港市场银行股走势继续弱于大盘。单就08年全年跌幅而言，俄罗斯、印度和中国股市均已腰斩过半。
- 美国短期拆借市场已基本解冻，泰德利差(TED Spread)和三个月美元 Libor-OIS 利差已基本恢复至雷曼兄弟破产前夕的水平，商业银行向美联储的再贴现贷款也逐渐回落至相对稳定水平。
- 短期拆借市场虽已基本解冻，但贷款市场依然严峻，金融救援行动在刺激贷款方面短期内仍难见效。美国各大银行08年第四季度发放的贷款总额竟然比第三季度下降了66%，08年全年贷款发放总额下降55%。
- 美国经济衰退正在加剧，经济前景依然黯淡，就业形势愈加严峻，房地产市场尚无回暖迹象，消费市场持续低迷。
- 虽然金融救援行动逐步落实，但由于美国各大银行前期“失血过多”，目前正忙于修复资产负债表，加之经济衰退正在加剧，我们认为美国各大银行短期内打开钱袋子大幅放贷的可能性很小。

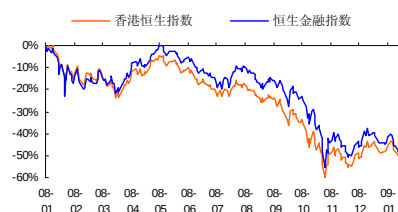
标普500、标普银行和费城银行指数



纳斯达克综合指数与纳斯达克银行指数



恒生指数和恒生金融指数



相关报告

美银行业信贷需求萎缩，资产质量面临进一步恶化

(08.12.18)

美国次贷未见转机，信用卡业务又临深渊

(08.11.20)

实体经济受创，境外银行业进入严冬

(08.10.27)

实体经济受创，境外银行业进入严冬

(08.10.27)

1. 环球市场动态

1.1. 全球股市普遍下跌

本期全球股市普遍下跌，美港市场银行股走势继续弱于大盘。就 08 年全年跌幅而言，俄罗斯、印度和中国股市均已腰斩过半。

与上期（08 年 11 月 14 日至 12 月 15 日，下同）全球股市涨跌互现相比，本期（08 年 12 月 16 日至 09 年 01 月 15 日，下同）全球股市普遍下跌。就 08 年全年跌幅而言，俄罗斯 MICEX 指数、孟买 SENSEX 指数和上证综合指数均腰斩过半。

表 1: 全球主要大盘指数的涨跌情况

大盘指数	08 年初—08 年末	08.12.15-09.01.15	08.11.14-08.12.15
道琼斯工业指数	-32.72%	-4.11%	0.79%
英国富时 100 指数	-30.90%	-3.66%	1.05%
德国 DAX 30 指数	-39.49%	-6.83%	-1.18%
法国 CAC 40 指数	-42.02%	-5.96%	-3.21%
俄罗斯 MICEX 指数	-67.51%	-5.67%	8.45%
标普/澳证指数	-43.62%	-1.72%	-4.18%
日经 225 指数	-39.70%	-7.40%	2.39%
孟买 SENSEX 指数	-52.48%	-7.99%	4.76%
上证综合指数	-65.47%	-2.25%	-1.11%

数据来源：Bloomberg，国泰君安。注：08 年初、08 年末分别指 08 年首个和最后一个交易日。

1.2. 美港银行股走势继续弱于大盘

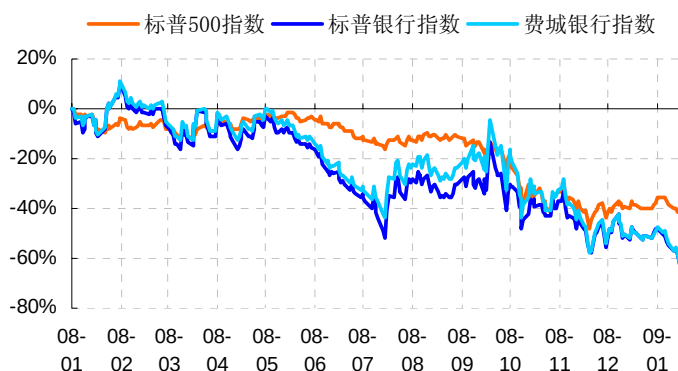
与上期相同，本期美港市场的银行股走势继续弱于大盘。上期香港市场银行股与大盘同时出现上涨，而本期转而同时下跌。

表 2: 美港市场银行股与大盘指数的涨跌情况

大盘指数	08 年初—08 年末	08.12.15-09.01.15	08.11.14-08.12.15
标普 500 指数	-37.58%	-2.86%	-0.54%
标普银行指数	-48.44%	-20.82%	-12.07%
费城银行指数	-48.70%	-20.54%	-14.40%
纳斯达克综合指数	-39.57%	0.23%	-0.56%
纳斯达克银行指数	-22.29%	-7.48%	-6.89%
香港恒生指数	-47.80%	-11.99%	11.11%
恒生金融指数	-44.31%	-15.67%	8.59%

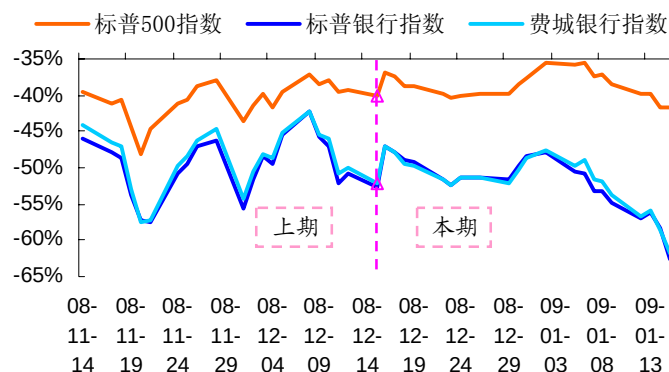
数据来源：Bloomberg，国泰君安。注：08 年初、08 年末分别指 08 年首个和最后一个交易日。

图 1 08.01.02-09.01.15 标普 500、标普银行和费城银行指数涨跌幅



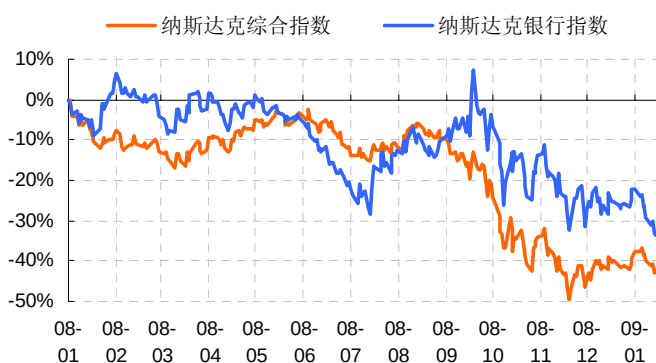
数据来源: Bloomberg, 国泰君安。

图 2 08.11.14-09.01.15 标普 500、标普银行和费城银行指数涨跌幅



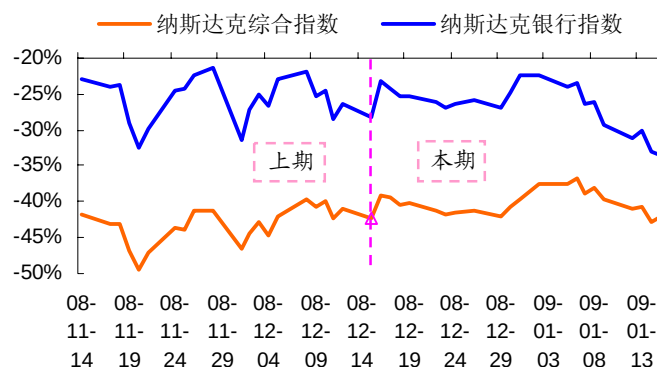
数据来源: Bloomberg, 国泰君安。

图 3 08.01.02-09.01.15 纳斯达克综合指数和纳斯达克银行指数涨跌幅



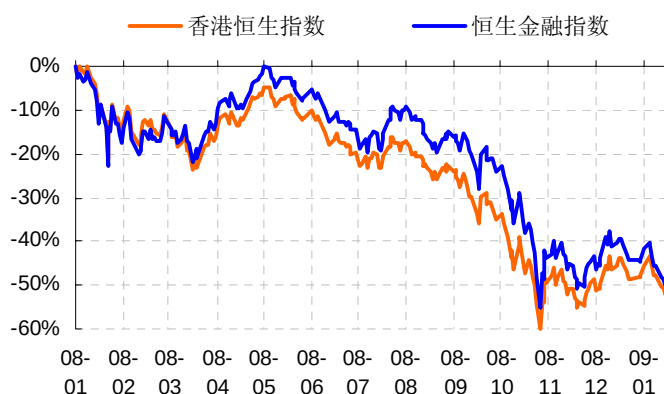
数据来源: Bloomberg, 国泰君安。

图 4 08.11.14-09.01.15 纳斯达克综合指数和纳斯达克银行指数涨跌幅



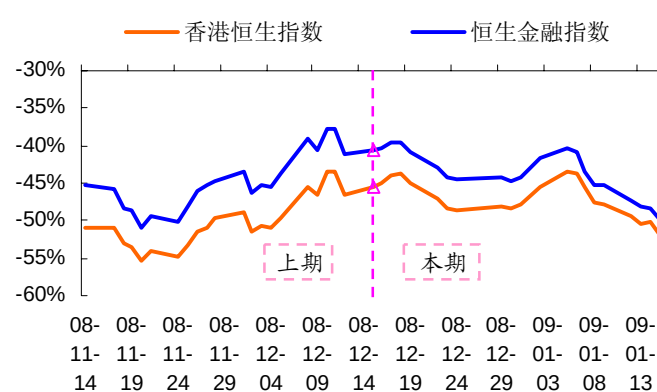
数据来源: Bloomberg, 国泰君安。

图 5 08.01.02-09.01.15 香港恒生指数和恒生金融指数涨跌幅



数据来源: Bloomberg, 国泰君安。

图 6 08.11.14-09.01.15 香港恒生指数和恒生金融指数涨跌幅



数据来源: Bloomberg, 国泰君安。

2. 短期拆借市场：基本解冻

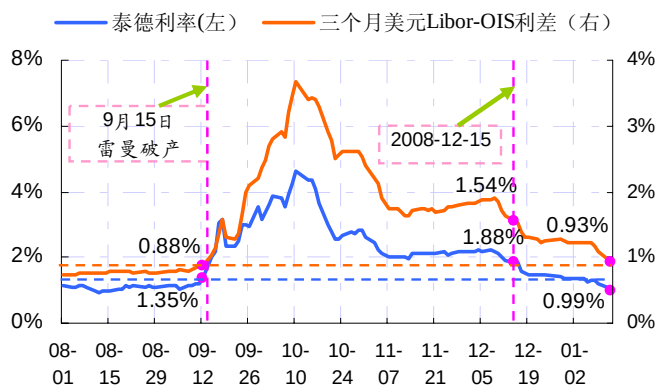
美国短期拆借市场已基本解冻，Ted 利差和三个月美元 Libor-OIS 利差基本恢复至雷曼兄弟破产前夕水平，商业银行向美联储的再贴现贷款也逐渐维持稳定。

随着以美联储为代表的西方央行不断通过降息、短期拍卖工具、货币互换、购买商业票据等措施注入流动性，截至 09 年 1 月 13 日，美国短期拆借市场已经趋于放松。

截至 09 年 1 月 13 日，Ted 利差降至 99 个 bp，已经低于雷曼兄弟申请破产保护前一个工作日（9 月 12 日）的 135 个 bp。三个月美元的 Libor-OIS 利差降至 93 个 bp，仅比雷曼兄弟申请破产保护前一个工作日的 88 个 bp 高出 5 个 bp。

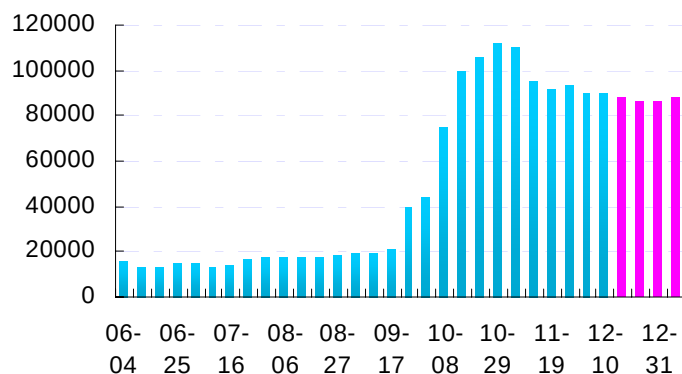
商业银行向美联储的再贴现贷款虽仍维持在高位，但已基本趋于稳定。在 09 年 1 月 7 日的前四周里，美国商业银行平均每周向美联储的再贴现贷款维持在 875 亿美元上下，低于 08 年 10 月 29 前一周创造的 1119.46 亿美元的历史记录。

图 7 08.1.1-09.1.13 泰德利差与三个月美元 Libor-OIS 利差



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

图 8 美国商业银行每周向美联储的再贴现贷款



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

短期拆借市场虽已基本解冻，但贷款市场依然严峻，金融救援行动在刺激贷款方面短期内仍难见效。美国各大银行 08 年第四季度发放的贷款总额竟然较第三季度下降 66%，全年贷款发放总额下降 55%。

3. 贷款市场：大幅萎缩

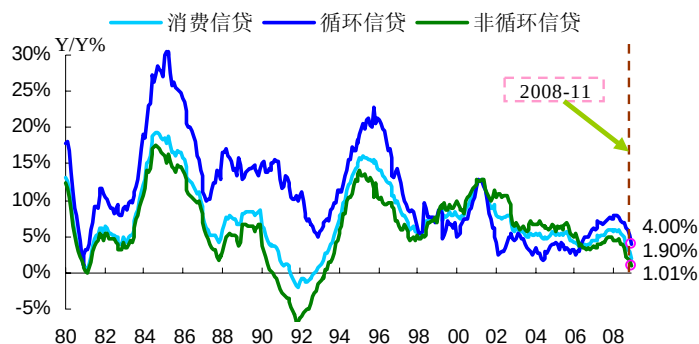
3.1. 消费信贷显著下降

美联储公布的数据显示，08 年 11 月份美国的消费信贷继续下降。11 月份消费信贷余额比 10 月下降 79.4 亿美元，创下该数据自 1943 年 1 月开始编撰以来的最大降幅，且远高于下降 5 亿美元的市场预期。消费信贷的月同比增速从 10 月份修正后的 3.0% 降至 1.9%，为 1993 年 3 月（1.80%）以来的最低水平。

其中，以汽车贷款为代表的非循环贷款（Nonrevolving Credit）月同比增速下降最快，为 1.01%；以信用卡融资为代表的循环贷款（Revolving Credit）月同比增速

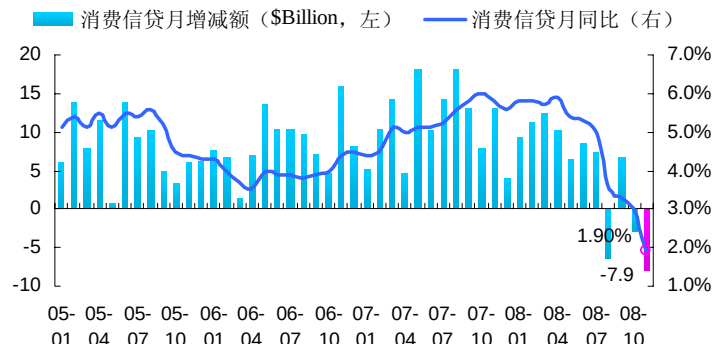
也降至 4.00%。

图 9 美国消费者信贷、循环信贷和非循环信贷月同比增速



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

图 10 美国消费者信贷月度增减变化及月同比增速



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

3.2. 贷款业务大幅萎缩

路透贷款定价公司(Reuters Loan Pricing Corp., RLPC)公布的 2008 年第四季度美国贷款市场评估报告显示,2008 年美国各大银行发放的贷款总额(Overall)从 2007 年的 1.69 万亿美元减少至 7640 亿美元,较 2007 年缩水了 55%,为 25 年以来最低。

08 年全美各类贷款均被腰斩: 投资级贷款 (Investment Grade) 共发放 3188 亿美元,较 07 年的 6576 亿美元下降 52%; 风险更高的杠杆贷款 (Leveraged) 发放总额为 2945 亿美元,与 07 年 6885 亿美元相比减少了 57%。由于机构贷款 (Institutional) 的主要形式抵押债券(CLO)已从市场上“蒸发”,08 年机构投资者借入的贷款总额降至 696 亿美元,与 07 年的 4258 亿美元相比缩水 84%。而前几年贷款增长的主要动力,以贷款为支持的杠杆收购交易 (LBO) 总额仅为 413 亿美元,与去年的 2099 亿美元相比下滑了 80%。

截至 09 年 1 月 5 日,美国政府已向 215 家银行注入 1875 亿美元资金,希冀刺激银行发放贷款,但 RLPC 的数据显示这些措施至少在目前看来效果十分有限。08 年第四季度美国各大银行发放的贷款总额下挫至 1110 亿美元,竟然较第三季度的 2100 亿美元下降了 66%,而 08 年第三季度的贷款总额已经较 07 年同期下降了 48%。那么,救助款已经花了多少? 花在什么地方? 有多少储备了起来? 剩下的资金打算如何使用? 这些已成了不能说的秘密。

尽管贷款发放大幅萎缩,但贷款市场的格局基本维持稳定,J.P 摩根、美国银行和花旗银行依然稳居总贷款和杠杆贷款榜前三甲。

表 3: 2008 年全年贷款发放额

贷款种类	2007 年 (\$Billion)	2008 年 (\$Billion)	较 07 年 变动
Overall*	1,686.80	763.98	-55%
Investment Grade	657.6	318.77	-52%
Leveraged*	688.5	294.45	-57%
Institutional*	425.8	69.6	-84%
LBO**	206.5	41.28	-80%

表 4: 2008 年第四季度贷款发放额

贷款种类	08-3Q (\$Billion)	08-4Q (\$Billion)	较 08-3Q 变动
Overall*	324.82	111.00	-65.83%
Investment Grade	124.06	76.84	-38.06%
Leveraged*	130.93	66.14	-49.48%
Institutional*	65.94	7.42	-88.75%
LBO**	47.78	6.51	-86.38%

数据来源: Reuters Loan Pricing Corp, 国泰君安; 注: *Excludes secondary institutional sell-downs; **Excludes bridge loans;
 Investment Grade 包括 Leveraged, Institutional 和 LBO 中的投资级别部分。

表 5: 2008 年贷款发放前十名

排名	贷款机构	贷款金额	市场 份额
1	J.P. Morgan	\$198,534,834,616	26%
2	Bank of America	137,434,101,826	18%
3	Citi	115,972,721,943	15%
4	Deutsche Bank	34,721,726,000	5%
5	Wachovia Securities	28,313,845,000	4%
6	Wells Fargo & Co.	23,479,389,325	3%
7	Royal Bank of Scotland	21,929,595,361	3%
8	BNP Paribas	17,921,375,000	2%
9	Barclays Bank Plc	17,595,818,418	2%
10	Goldman Sachs & Co.	15,455,503,334	2%

表 6: 2008 杠杆贷款发放前十名

排名	贷款机构	贷款金额	市场 份额
1	Bank of America	\$59,548,992,127	20%
2	J.P. Morgan	50,498,081,000	17%
3	Citi	19,835,753,443	7%
4	Wachovia Securities	15,678,795,000	5%
5	Deutsche Bank	14,101,476,000	5%
6	Wells Fargo Company	13,064,996,544	4%
7	GE Capital Corp.	11,964,089,129	4%
8	Goldman Sachs & Co.	11,855,503,334	4%
9	BNP Paribas	10,188,875,000	3%
10	Barclays Bank Plc	8,947,132,379	3%

表 7: 2007 年贷款发放前十名

排名	贷款机构	贷款金额	市场 份额
1	J.P. Morgan	449,372,593,168	25%
2	Bank of America	293,393,467,960	17%
3	Citi	280,455,334,471	16%
4	Wachovia Securities	92,064,651,358	5%
5	Credit Suisse	81,250,529,163	5%
6	Deutsche Bank	71,748,433,853	4%
7	Goldman Sachs & Co.	62,234,426,596	4%
8	Lehman Brothers	46,235,382,679	3%
9	Merrill Lynch & Co.	40,591,062,892	2%
10	Wells Fargo & Co.	32,450,081,017	2%

表 8: 2007 杠杆贷款发放前十名

排名	贷款机构	贷款金额	市场 份额
1	J.P. Morgan	148,988,173,255	20%
2	Bank of America	100,465,998,620	13%
3	Citi	89,149,042,471	12%
4	Credit Suisse	73,340,529,163	10%
5	Deutsche Bank	44,868,433,853	6%
6	Goldman Sachs & Co.	43,631,926,596	6%
7	Wachovia Securities	36,463,695,308	5%
8	Merrill Lynch & Co.	33,676,062,892	4%
9	Lehman Brothers	26,905,182,679	4%
10	UBS AG	20,692,403,419	3%

美国经济衰退正在加剧，经济前景依然黯淡，就业形势愈加严峻，房地产市场尚无回暖迹象，消费市场持续低迷。

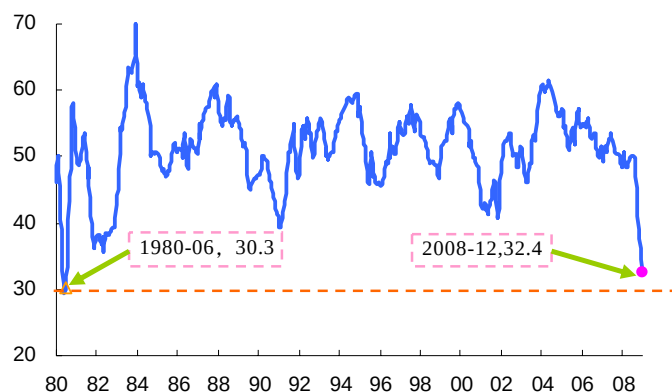
4. 实体经济：衰退加剧

4.1. 经济前景依然黯淡

12 月份，美国供应管理协会（ISM）发布的制造业指数从 11 月份的 36.2 下挫至 32.4，低于此前市场平均预期 35.5，为自 1980 年 6 月份以来的最低水平。这是该指数连续第 6 个月下降，而且当月没有一个独立的制造业部门报告了增长。

同时，美国民间研究机构经济评议会公布的 12 月份消费者信心指数从 11 月份的 44.7 跌至 38.0，创下该指数汇编以来的历史新低。这两个领先指标同时预示着美国的经济衰退正在不断加剧。

图 11 美国 ISM 制造业指数



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

图 12 世界大企业联合会的消费者信心指数

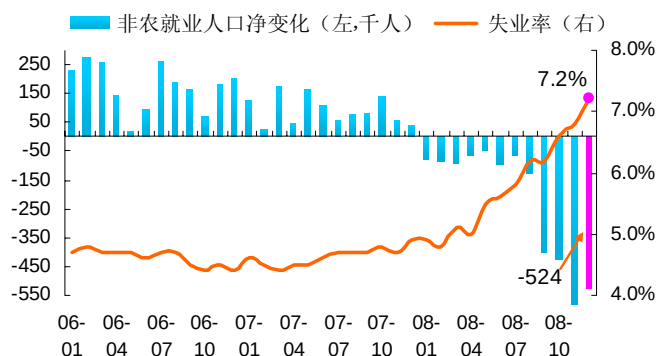


数据来源：Bloomberg，国泰君安。

4.2. 就业形势愈加严峻

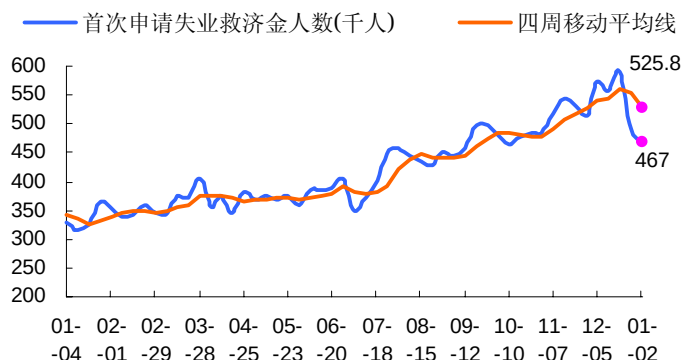
美国劳工部公布的数据显示：08 年 12 月份美国非农就业人数减少 52.4 万人，稍好于此前市场预期的 52.5 万；失业率从 11 月份的 6.7% 飙升至 7.2%，为 16 年来的最高点，超过此前市场预期的 7%。08 年，美国的失业总人数累计高达 258.9 万，创下 1945 年以来的最高水平。在 09 年 1 月 2 日前的一周里，美国首次申领失业救济金的人数下降了 2.4 万，降至 46.7 万人。该数字的下降很可能是因为是在年底假日期间，很多人暂时推迟了递交失业救济申请，并非反映就业市场的好转。恰恰相反，美国的就业市场形势已变得愈加严峻。

图 13 美国失业率及非农就业人口净变化



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

图 14 美国首次申请救济金的人数



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

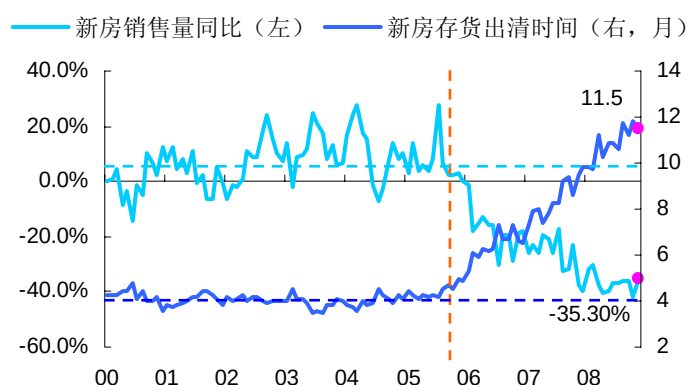
4.3. 房市尚无回暖迹象

美国全国房地产经纪人协会公布的数据显示，08年11月份，占美国房屋总销量八成的美国旧房销售量经季节调整按年率计算为449万套，环比下降8.6%，同比下降10.6%；同时，旧房销售中间价同比骤降13%，是1968年有统计以来的月度同比最大降幅，堪比上世纪30年代大萧条时期的房价跌势。

美国商务部公布的数据显示，08年11月份美国新房销售量经季节调整按年率计算仅为40.7万套，环比下降2.9%，同比下降35.30%。无论旧房还是新房，其积压待售住房数量均为11个月以上的销量，远远超过历史平均4个月左右的出清时间。

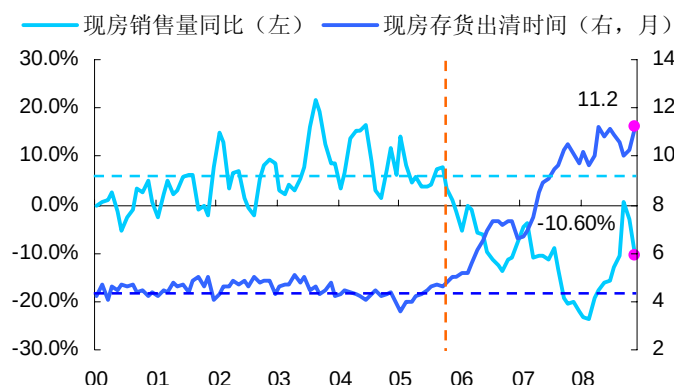
由此看来，美国房屋供给仍然过多，但由于信贷紧缩、筹集预付资金存在困难以及对房价仍将继续下跌的担忧会限制美国房屋需求，美国房地产市场尚无回暖迹象。

图 15 美国新房销售同比及存货出清时间



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

图 16 美国现房销售同比及存货出清时间



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

4.4. 消费市场持续低迷

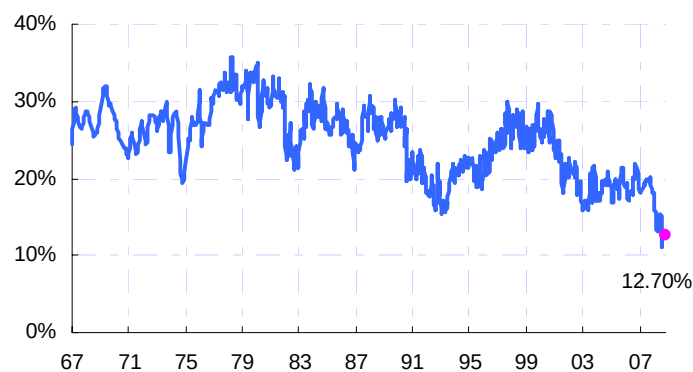
经济前景黯淡，失业率上升，房市持续低迷，消费市场亦在劫难逃。11 月份，美国个人实际消费支出同比下降 0.9%，连续第 4 个月同比下降。美国民间研究机构经济评议会公布的数据显示，08 年 12 月美国民众预期未来 6 个月收入会增加的受访者比例为 12.7%，为历史第二低水平。收入预期的降低会直接影响美国民众的消费行为，美国消费市场还将继续低迷。

图 17 美国个人实际消费支出月同比增速



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

图 18 预期未来 6 个月收入会增加的受访者比例



数据来源：Bloomberg，国泰君安。

作者简介:**伍永刚:**

1997年毕业于南开大学，并获经济学博士，随即加盟原君安（后合并为国泰君安）证券研究所。先后从事宏观经济、国际市场、券商研究、银行及金融业研究，曾多次获中国证券业协会重点科研课题一等奖、二等奖，目前侧重银行、保险业研究。

邱冠华:

2008年7月毕业于南京大学商学院会计学系，管理学硕士，会计学专业，现为银行业研究助理。

免责声明

本报告的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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;

谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;

中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;

减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com