

2010 年 01 月 18 日

刘 杰，经济学硕士，金融学硕士
国联证券特聘首席宏观研究员

加拿大皇家银行全球研究部研究员
前美国标准普尔企业信用评级师

电话：(001) 416-409-3859
电邮：jieliu13@yahoo.ca

联系人：何冰冰
电话：0510-82833217
电邮：hebb@glsc.com.cn

Think Globally, Act Locally



该报告中所提及价格数据均为 2010 年 01 月 15 日市场收盘价。如无特别说明，数据均来源于 Bloomberg。

有关免责声明，请参考第 3 页。

Before Market Open

市场对摩根大通业绩反应过度了吗？

摩根大通（JPMorgan）周五开盘前公布了四季度净利润达 33 亿美金，超过了市场普遍预期，然而欧美股市和商品市场纷纷下挫，美股甚至创造了 2010 年单日内下跌的最大幅度，标普 500 和道指均下挫近 1%。高收益货币也遭到投资者的抛售，而美元和美国债继续扮演着市场的反向指标，双双走强。

究其原因，作为第一个公布业绩的美国主要银行，虽然它最终的净利润超出预期，但 JPMorgan 四季度的总收入低于了市场的预期，而更为重要的是：它的零售业务（retail financial services）出现了亏损，其商业银行部门继续持有很多问题贷款。这说明了美国消费领域的信贷情况依然不容乐观，投资者从而进一步担忧经济的复苏也并不像其他指标显示的那样健康。

JPMorgan 的零售金融业务去年四季度亏损额环比，同比均有上升趋势

\$ in millions			
	\$ O/(U)		
	4Q09	3Q09	4Q08
Retail Financial Services			
Net income	(\$399)	(\$406)	(\$1,023)
ROE ^{1,2}	(6)%	-	10%
EOP Equity (\$B) ¹	\$25	\$25	\$25
Retail Banking			
Net Interest Income	2,716	(16)	29
Noninterest Revenue	1,804	(40)	(30)
Total Revenue	\$4,520	(\$56)	(\$1)
Credit Costs	248	40	(20)
Expense	2,574	(72)	41
Net Income	\$1,027	(\$16)	(\$13)
Consumer Lending			
Net Interest Income	2,354	(68)	331
Noninterest Revenue	795	(425)	(1,345)
Total Revenue	\$3,149	(\$493)	(\$1,014)
Credit Costs	3,981	201	673
Expense	1,728	178	215
Net Income	(\$1,426)	(\$390)	(\$1,010)

消费者信贷业务的信用损失在四季度达到了近 40 亿美金，从而导致该业务部门的净亏损为 14 亿美金，高于三季度仅 3.9 亿美金的亏损，也高于去年同期 10 美金的亏损。

资料来源：JPMorgan 公司网站

除了股市之外，商品市场和货币市场也受到了明显的负面影响：油价再跌近 2% 至 78 美金，黄金也下挫了 1%，铜、铝等商业金属的价格也纷纷下跌了 1% 左右。美元则受到投资者避险的追捧，DXY 指数上涨了 0.7%，报收于 77.3。澳元在周一开盘时下跌了近 1%，延续了周五北美洲高风险资产价格的弱势。

整个市场对 JPMorgan 的“消极”反应让我们感觉到市场情绪的不安。我们认为在未来一段时间内市场的变动将在很大程度上被美国企业四季度业绩所影响，金融业在 2009 年最后一个季度的盈利情况很有可能不及其在前两个季度的表现，而零售银行业务将会左右市场的情绪。

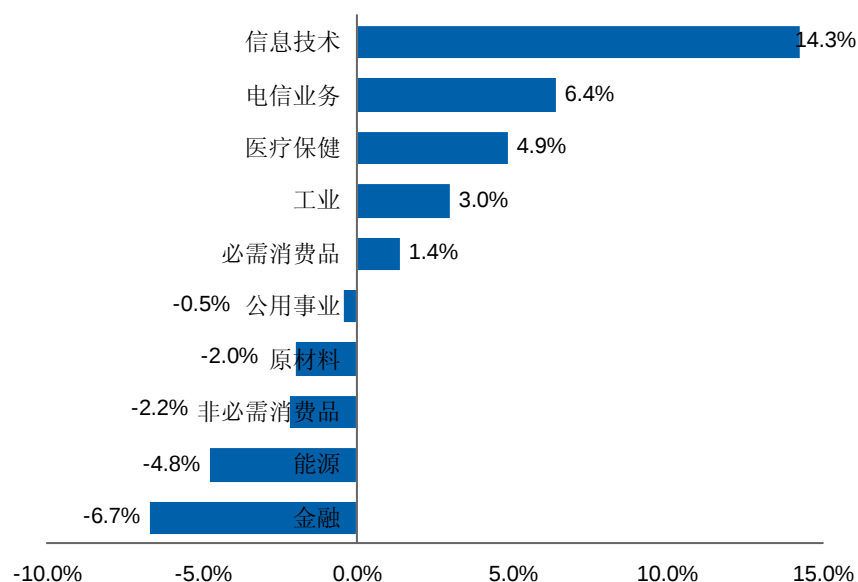
欧美股指收盘情况

1/15/2010	PE	PB	昨日变化	2010年变化	指数收盘
道指	16.4	2.8	-0.9%	1.7%	10609.7
标普500	24.6	2.3	-1.1%	1.9%	1136.0
纳指	43.6	2.8	-1.2%	0.8%	2288.0
欧洲富时100	62.3	2.0	-0.8%	0.8%	5455.4

黄金，石油，美元，美国债收盘情况

1/15/2010	收盘价	昨日变化	2010年变化
黄金(\$/oz)	1130.9	-1.0%	3.1%
原油(\$/barrel)	78.0	-1.8%	-1.7%
美元指数(DXY)	77.3	0.7%	-0.7%
美国10年期国债收益率	3.67%	-1.7%	-4.2%

沪深 300 各行业 2010 年至今变化情况 – 防御性行业表现优于周期性行业



免责声明

本研究报告中关于任何公司或证券所发表的观点均如实反映刘杰的个人观点，不代表其所就职公司意见。刘杰获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及国联证券股份有限公司的整体收益。刘杰保证其报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

本报告信息均来源于公开资料，国联证券对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价和询价。国联证券及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。国联证券或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国联证券所有，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。

国联证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

分析师简介

刘杰，现任加拿大皇家银行全球研究部高级研究员，国联证券特聘首席宏观研究员，曾任美国标准普尔企业信用评级师和纽约证券交易所股票交易员。拥有加拿大多伦多大学（University of Toronto）经济学硕士和新不伦瑞克大学（University of New Brunswick）金融学硕士学位。