## 温,松淺兼姤缃。長温,泫鏃ユ湰鏂伴椈鏃朵簨

到6757万字1057万字1天 美国经济至少还有1-2年的下行空间 中国难以独善其身

理财 浣滆

鍙戝竷浜庯細2008/05/19 21:30

2007年12月初,雷曼兄弟对2008年的全球经济形势进行展望时,用了"黑云压城"四个字来形容世界经济所面临的严峻形势。当时很多人都怀疑我们是不是太悲观了。但国际金融市场在随后的3-4个月内经历了有目共睹的巨大波动,投资者对美国及世界经济形势的信心曾一度变得比我们还要悲观。在美联储为了维持金融体系的稳定而采取了一系列非常规的拯救措施之后,市场的信心得到了稳定和提升。

有意思的是,在最近几周内,投资者对美国及世界经济的信心似乎又突然好了起来,尤其表现在对美联储减息的预期和金融市场的反弹上。现在市场上对美国减息的预期是到1.75%就会结束,明年第一季度就会开始加息。还有人认为,美联储今年第四季度就会开始加息。我们认为这些判断过于乐观

从多个角度讲,美国及世界经济步入下行轨道才刚刚开始,至少还有1-2年的下行空间。

## 症结还会暴露

很多人评论说,"次贷危机"的最坏日子已经过去。纯粹就"次贷危机"而言,也许这一判断是正确的。但这并不意味着美国金融体系中的问题都已暴露,金融资产价格的调整已经结束,以及经济增长的下滑会停止。在我看来,"次贷危机"仅仅是一个导火索,金融体系中的很多其他问题还会逐步暴露。

首先,次级贷款(sub-primeloan)的高违约率也会逐步扩散到优质贷款(primeloan)中。在美国,次级与优质贷款的区别在于贷款发放时借款人的信用评级。而借款人的信用评级是每月变化的。如果容易获取信用,人们的还款记录往往也会比较好(通过借新还旧),所以其信用评分会逐步提高。在2003年后,由于美国利率偏低,金融机构业务扩张迅速,许多机构采用房地产再融资(re-finance)或账户转移(balancetransfer)等形式吸引借款人,以扩大业务,这在客观上给借款人提供了更多的信用额度,使很多人可以在那段时间里利用新增的贷款额度偿还掉从其他机构所借的贷款。其结果是,许多本来可能处于或接近还款困难期的借款人因此得到了喘息的机会,使其信用记录得到了维持或改善。换句话说,很多本应落入次级客户的借款人因此变成了优质客户。这意味着很多当时被归类为优质类的贷款,现在随着经济的恶化和信贷的紧缩,可能会暴露其本来的"次级"面目。但由于贷款的分类是按照贷款发放时的信用评分,而不是贷款人现在的信用评分,所以这些贷款目前仍归为优质贷款。但是,这意味着我们很快也会看到优质贷款的坏账率上升,以及与此相关的金融衍生产品的价格调整。

其次,目前所出现的"次贷危机"主要表现为与次贷有关的金融衍生品(如房贷抵押债券,CDO,等等)的大幅度贬值导致其持有者(即金融机构)出现大幅度亏损。这些衍生产品往往都采用市价评估(mark-to-market)的方法,因此其价格受市场预期的影响很大。许多衍生产品的价格在与其相连的住房贷款的违约率上升之前就已经因为预期的恶化而出现了大幅度的下调。一定程度上讲,这些产品的价格下降甚至有可能出现了"超调"。但另一方面,这也表明,目前出现的次贷危机还主要表现在

衍生品市场上,很多金融机构(尤其是商业银行)的那些没有证券化的贷款(包括房地产,工商和消费者贷款),随着经济的恶化将来也存在着坏账率大幅度上升的可能,只不过是因为这些贷款不必采用市价评估(mark-to-market)的方法,其坏账问题目前尚没有完全暴露。待其暴露之时,我们也许会看到新一轮的商业银行的坏账危机(过去几个月的危机尚主要集中在投资银行,风险套利基金等投资者中)。

第三,随着经济增长的放缓和信用的紧缩,企业投资和居民消费的都会明显疲弱,因此企业的盈利增长无疑会受到影响。如果股票市场对美国经济增长的前景过于乐观的话,其隐含的对企业盈利的预期也会过高。因此,随着美国企业和消费者逐步降低投资和消费的话,股票分析师们估计还会不断地下调其对上市公司盈利的预期,与之相伴随的无疑将是股票价格的进一步回落。而这通过股市的财富效应和融资效应还会反过来进一步影响经济的成长。