

HIGH GROWTH

under the Structure

Adjustment

结构调整下的高增长

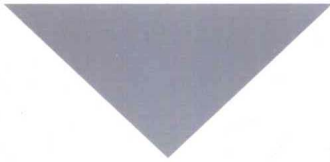
——2010年资本市场与行业展望

■ 主 编/李 勇

CAPITAL MARKET

and Industry Outlook

2010



 中国金融出版社

结构调整下的高增长

——2010 年资本市场与行业展望

主编 李 勇



中国金融出版社

责任编辑：褚蓬瑜

责任校对：李俊英

责任印制：尹小平

图书在版编目 (CIP) 数据

结构调整下的高增长：2010 年资本市场与行业展望 (Jiegou Tiaozhengxia de Gaozengzhang: 2010nian Ziben Shichang yu Hangye Zhanwang) /李勇主编. —北京：中国金融出版社，2010.3

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5415 - 2

I. ①结… II. ①李… III. ①资本市场—研究—中国—2010②经济发展趋势—中国—2010 IV. ①F832.5②F123.2

中国版本图书馆 CIP 数据核字 (2010) 第 028947 号

出版
发行 **中国金融出版社**

社址 北京市丰台区益泽路 2 号

市场开发部 (010)63272190, 66070804 (传真)

网上书店 <http://www.chinafph.com>
(010)63286832, 63365686 (传真)

读者服务部 (010)66070833, 62568380

邮编 100071

经销 新华书店

印刷 利兴印刷有限公司

装订 平阳装订厂

尺寸 169 毫米 × 239 毫米

印张 29.25

字数 550 千

版次 2010 年 3 月第 1 版

印次 2010 年 3 月第 1 次印刷

印数 1—3500

定价 60.00 元

ISBN 978 - 7 - 5049 - 5415 - 2/F.4975

如出现印装错误本社负责调换 联系电话 (010)63263947

编 委 会

主 编：李 勇

副主编：张都兴

编 委：陈耀刚 马筱琳 柳春明 史晨昱
张贻伦 林 涛 陈振锋

在金融危机的冲击下，2008 年底全球经济出现衰退，金融市场动荡不定。世界经济发展的不平衡，尤其是在投资、贸易以及一些重大国际性事务如碳排放等方面表现出的地区间不平衡、发达经济体与不发达经济体间的不平衡都抑制或延缓着世界经济的复苏。随着各国经济刺激政策效果的逐步显现，世界经济复苏迹象在 2009 年日趋明朗，虽然进程是缓慢、复杂和曲折的，但目前看来复苏的势头比较强劲，增长可期。

我国以外需为主要动力的增长模式在金融危机中受到了挑战，经济增长受到明显冲击，但国家采取积极的财政政策和适度宽松的货币政策，实施一篮子刺激经济举措，已经初现成效，经济率先实现回升。尽管仍存在经济回升内在动力不足和外需不振并存、产业投资增速较快与产能过剩并存、经济回升与资产价格快速上涨和通货膨胀预期明显并存等结构性问题，但总体已经呈现出投资快速增长，消费平稳运行，进出口下滑趋势得到抑制的良好局面。经济的持续回升势头不容置疑，结构调整将成为未来主要任务。

金融危机虽然大震已过，但余波未了。迪拜世界事件以及希腊主权评级下降都警示人们金融危机的滞后效应依然存在，尚不可掉以轻心。同时，危机所带来的金融格局的变化，将对金融机构的经营模式

产生深远影响：一是从区域层面来看，美国作为世界金融中心的地位并未动摇，强有力的自我恢复能力保证了其中心地位的稳定性；二是监管层面开始从重新思考向再平衡过渡，严格的金融监管趋势更加明显，国际货币基金组织（IMF）、国际清算银行（BIS）和金融稳定论坛都在进行改革，美国金融监管改革法案已获国会通过，全球金融监管调整与整合之路刚刚开始；三是金融机构层面综合化与垄断化已成趋势，危机是弱者的危机，强者虽然受损仍能在市场渐趋活跃之时获得先机，通过并购、重组和调整，综合化经营与扩张逐步展开，高盛、摩根大通等通过转变经营模式和收购破产机构的方式获得了更快的发展。

在世界金融格局逐步变化、世界经济与金融虽有不确定性但恢复势头明显的今天，我国经济发展环境总体向好，各种积极因素和有利条件增多，这为我国银行业调整结构和促进创新提供了契机。

调整结构是银行业经营的主线，无论是中央还是企业都将结构调整放在了突出重要的地位，银行业的发展更不能例外。一是收入结构向多元化调整。金融危机中国外大型银行的生存实践表明，单一的业务收入来源对危机的抵御能力相对较弱，业务多元化将增强抵御风险的能力。我国银行业目前仍是以利息收入为主的经营模式，中间业务收入占比不到17%，相比国外大型银行高达30%~40%的中间业务收入比重而言仍有很大提升空间。二是信贷结构调整以产业发展调整为先导。根据国家在应对金融危机中出台的区域发展规划、十大产业振兴规划和产业政策，以支持实体产业发展为基础，调整区域和行业信贷政策将增强信贷业务的可持续发展能力。一方面配合政策导向将能实现信贷结构的快速调整，比如积极配合国家政策推进节能减排、循环经济、低碳经济等的战略支持；另一方面通过调整信贷品种结构、创新信贷产品和服务将能促进中小企业发展并开拓以产业链、供应链和物流链等为基础的链融资业务，进一步提高银行的收益能力。三是中间业务收入结构调整以创新为基础。包括资金结算、理财、卡业务等在内的传统中间业务已经为银行业带来了可观的收入，但由于我国

经济社会各领域的发展程度不一，做大“蛋糕”难度较大，开发投资银行业务等新型中间业务领域将创造出另一片“蓝海”。

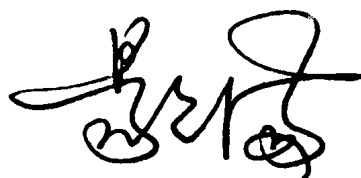
促进创新是银行业发展的源泉，金融危机在某种意义上给创新扣上了罪魁祸首的帽子，但我们要清醒地认识到，创新并不是洪水猛兽，而是发展之源。离开了创新，业务发展将停滞不前，最终脱离不了被淘汰的命运。银行业促进创新，一是强化产品创新，进一步促进收益结构优化。在投资银行、理财、银行保险、电子银行、现金管理、金融衍生品等新兴业务领域创新的加强将能通过新业务的高速增长带动收入和盈利水平的不断提高；通过推动信贷产品的创新，比如推出中小企业、贸易融资以及“三农”发展等创新型信贷产品，将能应对由于企业融资方式改变而形成的信贷被动替代问题，并更加适应产业发展。二是开拓营销创新，进一步促进银行业务推进模式的转化。由单一的业务营销向多条业务线的融合营销转化是未来银行业发展的方向。近十年来，国际领先金融机构纷纷以客户为中心，整合公司与投资银行业务板块，为大型优质客户提供了从信贷、投资银行到风险管理的全方位综合金融服务。一方面通过开展交叉销售和组合营销，将进一步提升信贷批发业务和投资银行业务的综合贡献度；另一方面借助银行业固有的融资优势能进一步促进投资银行业务发展。三是推进风险管理创新，进一步提升银行业管理资产质量的能力。后危机时代国际国内金融监管将不断改进和加强，当前经济金融中种种风险的积聚都对银行业的风险管理提出了更高要求。结合我国实际，转变风险管理理念，紧密跟踪国际先进的风险管理技术，创新性地改进风险管理制度、流程、技术手段和方式方法，将促进整体银行业竞争发展能力的增强。

应该看到，在全球经济初现恢复但金融危机余波不断的关键时期，以独到的眼光正确把握经济动向至关重要。经济发展的周期、行业发展的趋势、金融市场的波动都深深影响到银行的信贷结构调整方向、产品创新步伐和资产质量改善进度。与之对应地，投资者和企业更离不开经济和金融的前瞻性判断。综览全局方知世界有高有低，研

判市场才晓趋势有涨有跌。在波动的市场中，如何把握经济整体走向、洞悉行业前景、把脉公司发展将关系到投资者资产的损益、企业经营的成败。更为重要的是，无论是投资战略的制定还是经营策略的规划都离不开对经济金融趋势的准确判断，也只有准确判断发展趋势，且顺势而为，才能使企业发现机会、提升价值。

本书通过对2009年经济发展、金融运行和行业发展状况的总结分析，对2010年经济增长、资本市场、行业发展等进行前瞻性探讨。《礼记·中庸》有言“凡事预则立，不预则废”。2010年，希望我们能以“预”开头统筹全年，通过本书以一家之言抛砖引玉，为国内银行结构调整、创新发展以及转型战略提供一点参考，为广大投资者和客户的价值提升再添微薄之力。

是为序。



二〇一〇年三月

目 录

第一章 金融危机后的经济走向	1
第一节 金融危机再思考	1
第二节 全球经济开启新一轮斯密周期	16
第三节 中国经济后危机时代谋均衡发展	41
第二章 资本市场动荡中的机会	70
第一节 股市在业绩增长与政策退出博弈中震荡	70
第二节 债市多重利空中仍存机会	90
第三节 美元走强人民币依然紧盯	106
第四节 基金投资阶段性关注大盘指数基金	122
第五节 理财产品短期震荡不碍长期发展空间	135
第三章 金融地产增长依然可期	152
第一节 银行业宽货币紧信贷量价齐升	152
第二节 保险业快速增长中结构变化可期	181
第三节 房地产业政策调整中的增长转变	200
第四节 PE 将为下轮增长提供金融支持	231
第四章 低碳经济下基础产业谋变	240
第一节 低碳经济引领新能源行业理性回归	240

第二节	煤炭产能释放成上升周期难以承受之重	252
第三节	电力结构调整及电价改革仍是主题	268
第四节	石化需求转暖渐进回升	287
第五节	钢铁在供给压力下弱势复苏	307
第六节	运价改革与低碳概念重估铁路价值	321
第七节	2012 年航空业将面临高铁和碳排放双重夹击	336
第五章	面临新机遇的消费产业	347
第一节	汽车政策护航延续景气周期	347
第二节	家电高端产品加速增长	373
第三节	纺织服装品牌带动复苏值得期待	395
第四节	食品饮料需求增长下提价动力充足	412
第五节	商业零售政策刺激催生新一轮高增长	431
后记		456

第一章 金融危机后的经济走向

第一节 金融危机再思考

次贷危机引发的金融危机已经过去一年多了。一年前，人们纷纷将其与 20 世纪 30 年代的经济大萧条相比较，认为全球至少萧条十年，“崩溃”、“倒塌”等词不绝于耳，恐慌氛围弥漫世界。美国五大投资银行或灭或转，大型银行在资本市场上表现惨淡，仅在 9 个月之前，股价曾经高达 50 美元以上的花旗集团也跌到了 1 美元之下。然而，在短短半年之后，“通胀预期”、“政策退出”又频现市场，似乎一轮通胀和经济过热又马上来临。那么，危机是否已经过去？是何机制让经济恢复得如此之快？会有“金融危机第二波”冲击吗？世界经济金融格局会如何变化？中国金融业应作何应对？这些问题是判断宏观经济、资本市场和行业发展的基础，需要用客观和发展的眼光来重新审视。

一、危机简要回顾

（一）爆发：次贷危机演化为金融危机

2007 年 4 月，美国第二大经营次级抵押贷款的新世纪金融公司破产事件拉开了次贷危机的序幕，几个月后随着世界顶级评级公司穆迪和标准普尔公司宣布下调与次级抵押贷款相关的各类金融产品的评级，美国最大经营次级抵押贷款的全国金融公司和华尔街第五大投资银行贝尔斯登宣布次贷损失惨重，美国次贷危机进一步深化。2008 年 4 月，贝尔斯登不得不由于次贷危机带来的流动性困境宣布破产保护。在美联储连续下调利率并对市场实施注资举措后，美国次贷危机暂时得到了缓解，并且当欧美多家金融机构计提次贷损失后，市场上充斥着次贷危机即将结束的论调。但是危机在表面上的结束实质上酝酿着更深层次的危机。2008 年 9 月，随着雷曼兄弟的破产、美林和贝尔斯登的被收购、高盛与摩根士丹利转为银行控股公司，美国投行业的五大巨头或灭或转；美国的银行业也同样自身难保，2008 年有 26 家银行宣布破产，2009 年这个数字已经达到 140 家；保险业巨头 AIG 也因金融危机而摇摇欲坠，只能接受救援。

次贷危机乃至金融危机的爆发，主要是因为：一是信贷利率的调整成为危机爆发的导火索。次贷危机爆发的浅层因素是美国信用风险积累后的集中爆发，

具体而言，利率上升后，房价下降、房贷违约上升和债务逾期、违约和丧失抵押品赎回权的情况增加。二是房地产价格高涨的泡沫破灭成为危机爆发的直接因素，房地产价格的下降使得对次贷基础资产的预期价值体系崩溃，连锁反应到衍生品价格的大幅下降，使得金融机构资产负债表迅速向大额负债倾斜，加速倒闭。

（二）蔓延：金融衍生品的传导

金融危机在短时间内从美国迅速蔓延到全球，这是经济金融全球化的结果，而究其更深层次的原因，主要包括以下两个方面。

一是危机在金融体系内部的快速传导。这主要是由于金融产品在不同地域、不同企业、不同投资者之间的强关联度所致，次级贷款市场的繁荣形成了证券部门创造衍生产品的基础，随着“次级贷款—担保债务凭证（CDO）—CDO平方—CDO……”这种次贷链条的逐步扩张，再加上评级公司对金融衍生品的分层评级，所有次级贷款经过金融创新后都获得了较高的信用等级，不同风险承受能力的投资者选择了不同的金融创新产品，而随着次贷危机的爆发，这条产品链条中基础收益资产的收益保障不复存在，金融衍生品在链条内部开始迅速传导。

二是金融体系危机向实体经济的传导。金融体系和实体经济是相辅相成的，金融体系的产品最终都需要实体经济资产作支撑，形成了金融体系与实体经济的变化之间互相影响。金融危机的爆发从实体经济的角度来讲源于实体经济价格泡沫的过度膨胀，尤其是房地产泡沫的破灭。之所以是房地产行业，是因为房地产行业在实体经济运行中其上下游行业关联度强，包括建筑、钢铁、水泥等，同时房地产具有相当强的金融属性。实体经济的过度膨胀和泡沫推动市场利率逐步走高，最终压破资产泡沫，金融危机爆发。在金融危机爆发后，另一个循环又开始了，即危机对资产市场带来沉重打击，投资者对资产价格的下降愈发担忧，投资开始萎缩，流动性吃紧，再加上信贷紧缩，进一步压制了经济的增长，衰退弥漫整个世界。

（三）应对：财政政策与货币政策的并举

危机的蔓延对全球经济带来巨大挑战，各国政府在财政政策和货币政策方面均出台了多项措施。一是采取积极的财政刺激计划促进经济快速恢复。无论是美国还是欧洲在财政刺激上都不遗余力。美国政府曾通过了约 8 190 亿美元的经济刺激计划，其中包括 5 440 亿美元的投资基金及 2 750 亿美元的退税资金，期望通过政府投资和大规模退税来推动经济恢复；欧洲也推出了 2 000 亿欧元的财政刺激计划，广泛涉及基础设施建设、减税计划等。二是通过货币政策的调整来促进经济恢复。危机爆发后，各国的货币政策均有调整，2008 年 10 月，全球六大中央银行，美联储、欧洲中央银行、英格兰银行、加拿大中央银行、瑞

典中央银行、瑞士中央银行，宣布联合降息。在 2008 年底到 2009 年上半年这段时间内世界各国均维持低利率水平运行，各国货币政策大都鼓励货币投放，通过信贷扩张以遏制危机带来的经济衰退，力促经济恢复。三是通过流动性注入降低投资者对市场流动性的担忧，稳定资产价格，保证企业正常运转。美国财政部出台了 7 000 亿美元的 TARP（问题资产救助计划）资金，重点是稳定金融与房地产市场；与此同时，美联储在 2008 年 10 月斥资 8 000 多亿美元稳定金融市场，包括 6 000 亿美元直接购买抵押贷款证券和 2 000 亿美元向消费性债券持有者提供贷款；欧洲为保证大型金融机构的正常运转也在危机爆发后进行了大规模的救市计划，资金总额约 2 万亿美元，如德国 6 400 亿美元的银行业拯救计划、法国通过 4 910 亿美元资金帮助银行渡过危机、英国约 630 亿美元的注资方案等。另外，为改善全球金融市场的流动性状况，各国中央银行紧密合作，美联储联合加拿大银行、英格兰银行、欧洲中央银行、日本中央银行及瑞士中央银行通过货币互换安排对全球金融市场注资。

二、金融危机大震已过 余波未了

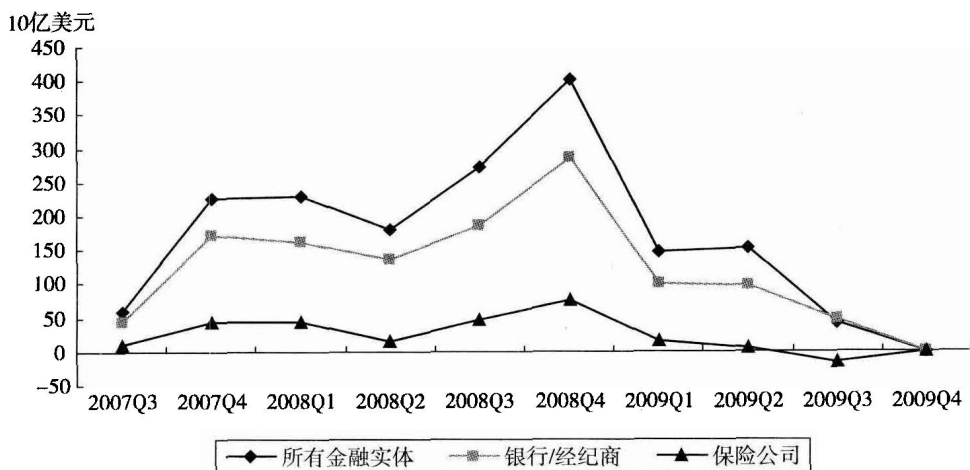
（一）金融危机对全球经济带来巨大冲击

1. 美欧受金融危机冲击明显

美国金融危机更多地表现为金融市场危机。金融市场是信心、信用和信息的市场。雷曼兄弟倒闭等极端利空事件的突然发生，往往使市场情绪自然趋向极度悲观，市场容易呈现急速“超调”反应，在以市值计价的会计准则下，形成“价格下跌→资产减记→恐慌性抛售→价格进一步下跌”的恶性循环。根据彭博的统计，截至 2009 年 12 月 31 日，全球金融业在本轮危机中已确认的损失达到 1.74 万亿美元，其中银行、保险分别占到 1.26 万亿美元和 0.23 万亿美元，其他行业为 0.25 万亿美元。

整个美洲市场，据彭博统计，在危机中资产减记和损失约 1.14 万亿美元，占到全球金融业损失的 66%。作为危机源头的美国金融动荡更是剧烈。危机发生后，2008 年全年道琼斯工业指数下挫 34%，仅 2008 年第四季度就下挫 24%；金融机构持续倒闭，五大投行或灭或转，大型银行需要救助，中小型银行倒闭数量增加，2008 年达 26 家，而截至 2009 年已有 140 家倒闭；随着危机的蔓延和深化，美国实体经济也受到影响，到 2008 年末美国 GDP 环比折年率负增长 5.40%。

从 2008 年第三季度开始，欧洲金融市场率先受到美国次贷危机传染，成为重灾区。欧洲金融机构大量投资于美国次贷金融产品，购买了约美国 40% 的结构性产品。IMF 估计，欧洲金融业损失约达 1.4 万亿美元。欧洲实体经济对银行融资的依赖程度远高于美国。一旦商业银行集体陷入危机，欧洲的实体经济就面临强烈冲击。次贷危机爆发后，欧盟各国各自为政，短时间内难以形成一个



资料来源: Bloomberg, 中国工商银行 (以下简称“工行”) 投行研究中心。

图 1-1-1 金融机构损失状况

统一的跨国财政刺激计划, 导致危机迅速蔓延与深化。欧元区早在 2008 年第二季度就陷入负增长。2009 年第一至第三季度, 欧元区季度 GDP 同比增长率分别为 -4.99%、-4.83% 和 -4.06%。

2. 新兴市场经济体受到牵连

由于欧美金融机构均遭受大量亏损, 所以不得不主动去财务杠杆。新兴市场经济体的资金撤出现象十分明显, 2009 年可能撤出约 610 亿美元的外资, 而 2008 年为净流入 1 670 亿美元。受冲击最大的是外贸依存度高、出口制造加工品并进口大宗产品、有大量外汇储备的新兴国家。根据亚洲开发银行报告, 除去日本外的亚洲新兴经济体的金融资产缩水高达 9.6 万亿美元, 拉美新兴国家金融资产损失为 2.1 万亿美元。

发达国家实体经济增速的下降通过进口渠道影响了发展中国家, 进而又通过后者的进口渠道影响到原材料与能源出口国。未来一段时间内, 新兴市场国家的经济增长也将显著低于危机爆发前的水平。根据 IMF2009 年 10 月 1 日发布的《世界经济展望报告》预测, 全球经济在 2009 年收缩 1.1% 之后, 2010 年将增长 3.1%。在 2010 年之前的大部分时间里, 发达经济体预计将呈现疲弱扩张, 继 2009 年经济收缩 3.4% 后, 2010 年会增长 1.3%; 在中国、印度等国经济增长的带动下, 2009 年和 2010 年新兴经济体经济将分别增长 1.7% 和 5.1%。

3. 金融危机对中国产生了多方面冲击

第一, 中国金融机构持有的海外资产虽直接损失不大, 但浮亏严重, 估值效应更使持有的外汇资产贬值。一是国内商业银行投资次级债及相关资产的已

实现损失大约达 48 亿元人民币。二是国内各类金融机构海外直接投资的账面损失巨大，中国持有全球股票规模约 2 000 亿美元，按照亏损约 25% 计，相应账面亏损额约合 3 900 亿元人民币，包括国家开发银行投资巴克莱、平安投资富通、民生银行投资美国联合银行等相关账面损失大约为 310 亿元人民币，中投公司全球投资组合账面浮亏 330 亿元人民币，此外还有国家外汇管理局投资华盛顿互惠银行、澳大利亚国民银行、澳新银行和澳联邦银行、法国石油公司道达尔股权等领域的损失。三是两类 QDII 产品投资账面损失，约为 700 亿元人民币。四是美国实施的弱美元政策使得我国以本币计价的外汇储备的资产价值缩水约 5 000 亿元人民币。2008 年底，中国的外汇储备已达到 19 500 亿美元，而中国的美元资产估计高达 17 000 亿美元。2009 年以来，美元贬值超过 4.3%，这 1.7 万亿美元储备已出现 730 亿美元或相当于 5 000 多亿元人民币的汇兑损失。国内上市银行 2008 年底有接近 400 亿美元的外汇资产，相关汇兑损失超过 120 亿元人民币。

第二，全球金融危机通过企业渠道对实体经济产生一定的负面影响。一方面，中国企业在全球产业链上被动挨打。一是海外买家信用状况恶化，外贸坏账快速增加，出口企业不得不支付额外成本。截至 2009 年 12 月 18 日，中国出口信用保险公司的短期出口信用保险共承保金额 862.3 亿美元，同比增长 121.5%，支付赔款约 1.6 亿美元；中长期出口信用保险承保金额 66.1 亿美元，同比增长 155.2%，支付赔款约 2.8 亿美元。二是国际套期保值亏损逾 70 亿元人民币。截至 2009 年 7 月底，国航套期保值浮亏 30 亿元人民币；东航套期保值浮亏 31 亿元人民币；中国远洋所持有的 FFA（远期运费协议）亏损约 4 亿元人民币。另一方面，金融危机使实体经济增长放缓。一是外需放缓和贸易条件恶化导致中国进出口贸易和 FDI 的大幅下降。2009 年我国外贸顺差累计 1 961.07 亿美元，比上年下降 1 020.20 亿美元；实际利用外资金额 900.30 亿美元，比上年下降 24.03 亿美元。二是出现了明显的资本外逃。这一点在 2008 年底表现得最为明显，大量资本外逃使经济形势进一步严峻。

第三，金融危机的突然来临使得中国经济增长模式更显不均衡，这个结构变化实际上是美国风险的中国化过程。金融危机的突然爆发延缓了中国经济的结构化改革之路，使中国必须继续走投资拉动的旧有增长道路。中国依靠大手笔的投资尽管能够保持 8% 的增长底线，但经济失衡状况将进一步恶化，中国对美国经济的依赖恐将加深。我国在 2009 年新增银行贷款达到 9.59 万亿元，固定资产投资增速短时间内从 26% 以下蹿至 30% 以上，但消费数据并未发生实质性变化，出口形势尽管稍有回暖，但依然不容乐观。由过度流动性推动的资产价格泡沫已经出现苗头。2009 年全年，上证综指增长了 79.98%，房地产市场迅速结束下跌走势，上涨幅度超过 20%。如果泡沫还将在未来一段时间内扩张，那

么经济结构的优化和产业的升级之路将更加漫长。

（二）全球金融市场开始逐步恢复

随着美国为首的各国政府采取一系列救市措施，重新大量注入流动性，在熨平信心起伏导致的大幅波动之后，国际金融市场再膨胀速度也超乎预期。金融危机的风险出清总体上已基本完成，金融危机似乎来得快，去得也快。

股市方面，截至2009年底全球股市市值较年初膨胀了41%。至2009年12月31日，道琼斯工业指数较2009年初上涨了15%，伦敦金融时报指数、法国巴黎CAC40指数、德国法兰克福指数和日经225指数也分别上涨了19%、18%、20%和17%，这些涨幅甚至在历史上都能排在比较靠前的位置。信用市场方面，金融体系已经恢复至危机前的正常水平。至2009年底，代表市场避险情绪的指标TED利差已收于20个基点，不仅低于2007年8月危机爆发初期的72.21个基点，更远低于2008年9月危机升级阶段近360个基点。

从金融机构来看，在美国政府的大规模救护计划支持下，一些大银行迅速恢复元气，而且成为2009年以来新一轮流动性过剩行情的最大受益者。其一，接受政府注资的各大银行纷纷开始归还政府的援助资金。截至2009年12月4日，美国已有49家参与资本购买计划（CPP）的金融机构提前还清政府注资，涉及金额707亿美元，占全部注资额的35%；另外，美国财政部于2009年12月23日公布其TARP计划回收情况，TARP计划收回的资金总额已经达到1640亿美元。美国财政部预计，到2010年底，受救助银行偿还的资金总额将超过1750亿美元，使得纳税人对银行业的风险敞口减少3/4。其二，2009年全年，美国银行业实现净利润58.4亿美元，较2008年的亏损额已有大幅改善。其三，银行新坏账较年初有所抑制，尤其是房贷坏账储备金已降低。虽然在今后去杠杆化的过程中，可能还有小型金融机构受累而倒闭，但高盛、摩根士丹利、摩根大通、美国银行、花旗集团和富国银行等大型机构的一级资本充足率已大幅提高，其中高盛和摩根士丹利的一级资本充足率已分别高达15.6%和17.9%。金融机构已确认的损失呈不断下降趋势。

表1-1-1

美国五大银行盈利情况

单位：亿美元

银行	2009年第四季度	2009年第三季度	2009年第二季度	2009年第一季度	2008年第四季度
花旗银行	-172.6	1.0	42.7	15.9	-172.6
高盛	-21.2	31.9	34.4	18.1	-21.2
富国银行	-25.5	32.4	31.7	30.4	-27.3
美国银行	-17.9	-10	32.2	42.5	-17.9
摩根大通	7.0	35.9	27.2	21.4	7.0

资料来源：Bloomberg，工行投行研究中心。

虽然危机肇始于美国，但金融危机对美国的冲击似乎被高估。究其原因，财富换手、损失外输和美元本位是美国免受重伤的三大原因。

首先，金融损失更多为财富在国内机构间的换手，从美国整体而言损失并未像账面那么严重。很多衍生产品实际上是交易对手之间的零和博弈，一方的损失即为另一方的盈利。理论上来说，只要双方均留在美国，那美国整体并无损失。只是在危机中，损失方更容易引起各界的关注，而盈利方则往往较为“低调”。与实体经济不同，金融领域的赔、赚非同时发生，且中间环节极多，而且时间上也会有较大的跨度，这是人们看不清赚钱者的原因。在次贷危机的传导链上，以常识判断，评级机构、贷款经纪商、抵押物评估人和房地产商应该事发前就赚到钱了。在空前广泛而惨烈的金融市场下跌中，最大的赢家无疑是利用期货、衍生品做空的金融机构。从2008年9月到2009年4月止，美国股票指数的市值蒸发了约40%，而迷你标准普尔500的期货产品每天的平均交易量却比上年同期上涨了12.3%。很多对冲基金凭借敏锐的嗅觉利用各类金融衍生品做空，在下跌中套利。全球最赚钱的25名对冲基金经理，2007年共赚225亿美元，即使2008年收益仍达到116亿美元。

其次，美国将近一半的实际损失转移到了境外。尽管次贷危机直接导致金融资产缩水15万亿美元之多，实际冲击力似乎可以和大萧条类比，但此次金融危机却对美国造成了不对称影响。虽然美国经济衰退以及失业率的升高也是不争的事实，但目前美国经济下降的幅度并不是很大。其主要原因是此次危机造成的经济损失向外分摊了。一直以来，美国都是净资本流入国，2007—2008年，海外净持有美国金融资产分别增加6122亿美元、6641亿美元。净资本流入使得金融危机虽爆发在美国，但危机损失却由世界埋单，特别是导致亚洲经济体蒸发大量外汇储备。这就是和大萧条同量级的次贷危机造成美国经济金融不对称影响的本质。

最后，美元本位已经成为美国进攻的利器和防卫的坚盾。迄今为止，美国政府用来挽救金融危机的救市总金额已达到12.8万亿美元。美国此番对付危机无疑多了美元本位制的利器。其一，由财政部借危机发行新国债转移他国财富，让全世界为危机埋单。巴克莱资本公司曾预测2009年美国财政部发行的国债将达2万亿美元，而新增国债中外国持有比例高达90%。其二，由美联储发行新美元创造财富。2009年3月18日，美联储40年来首开先河宣布直接从一级市场购买国债。截至2009年12月16日，美联储资产负债表中总资产余额已由雷曼事件爆发时的10311万亿美元增至227697万亿美元。美元印钞机毫无顾忌地启动，必然导致美元的长期贬值，也就意味着所有持有美元的国家、机构、个人都在替美国还债。至于美国的实体经济，不仅有部分指标开始转好，而且在绿色能源等方面美国以龙头自居，也为下一轮增长做好了铺垫。