

美国宏观经济及债市半年度分析

分析师:

张乐
0755-83199083
arielzhang@cmbchina.com

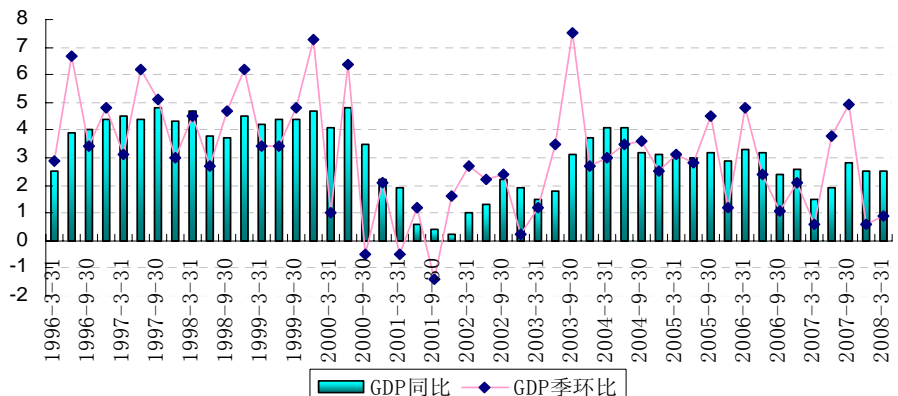
宏观经济分析

- 房地产市场尚未见底，下半年调整仍将继续
- 次贷危机进一步蔓延，金融机构流动性仍面临考验，在此情况下的信贷紧缩更加大了恶性循环的风险
- 经济增长内在动力依然脆弱，净出口的增长不足以抵消消费和投资的负面影响
- 下半年通胀的严峻形势将不亚于上半年，美国经济仍未摆脱滞涨的风险
- 年底之前的大选引人关注，选举结果将对美国甚至全世界产生截然不同的影响

联储货币政策及利率走势预测

- 目前脆弱的经济基本面及市场环境无法承受加息带来的后果，年底前联储加息还为时过早
- 下半年国债收益率波动仍然较大

图1：美国GDP增长走势

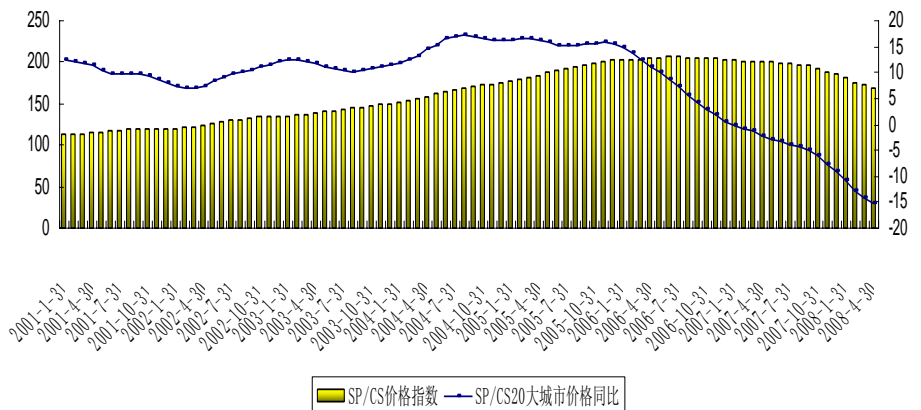


一、宏观经济分析

1、房地产市场仍未见底，调整仍将继续

美国房地产市场从2005年中见顶调整至今已历时近三年的时间，仍然尚未见底。而房地产市场的萧条及其调整所带来的影响仍然是美国经济目前面临的巨大威胁。

图2：标普/CS价格指数及20大城市价格同比



房地产市场供大于求的局面仍未得到缓解。一方面，今年上半年，不论是新房还是二手房的销售，仍然出现下降。销售量的下滑导致房屋严重积压的问题仍然没有得到缓解，而按照目前的销售速度，现存的新房和二手房大约需要10-11个月左右才能完全卖掉。从供给与需求的基本关系来看，在房屋空置水平依然高企的情况下，即使代表房屋市场需求即房屋销售量有所上升也不会对价格起到支撑作用。

图3：二手房销售及均价

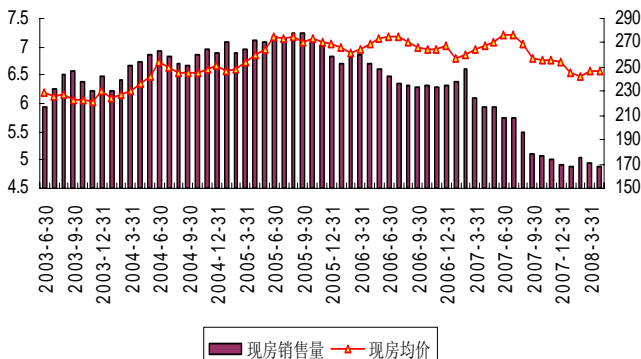
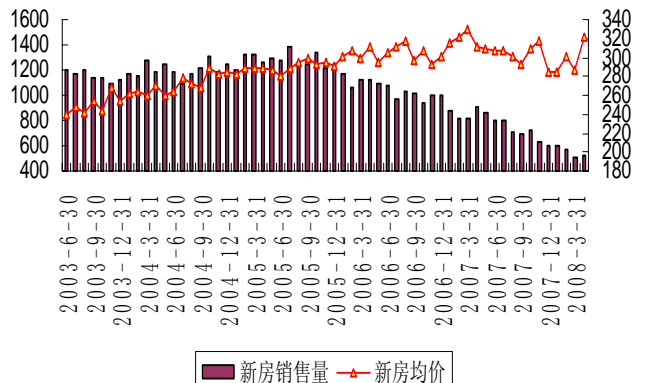


图4：新房销售及均价



另一方面，房屋存货的积累加上重新投入市场的没收房屋将进一步扩大供给与需求之间的缺口。持续下跌的房价同时也损害了抵押贷款人的还款意愿，导致房屋止赎率及抵押贷款违约率均持续大幅上升。根据美国抵押贷款银行协会(MBA)的调查显示，2008年1季度的总体抵押贷款违约率为6.35%，创下自1979年该机构开始调查房屋违约情况以来的最高值；1季度次级抵押贷款违约率同样升至18.79%的记录高位；而更加值得注意的是，优质抵押贷款违约率也出现大幅攀升，从07年4季度的3.24%飙升至3.71%的创记录水平。

图5：待出售房屋

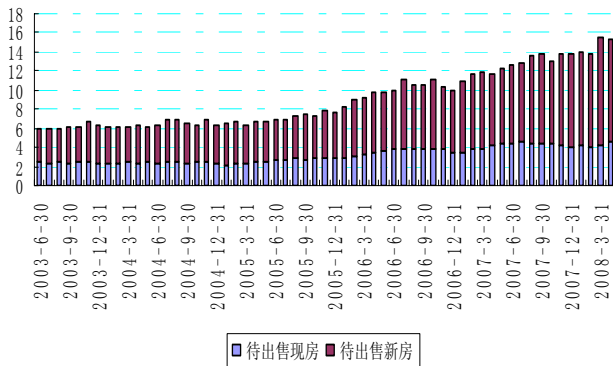
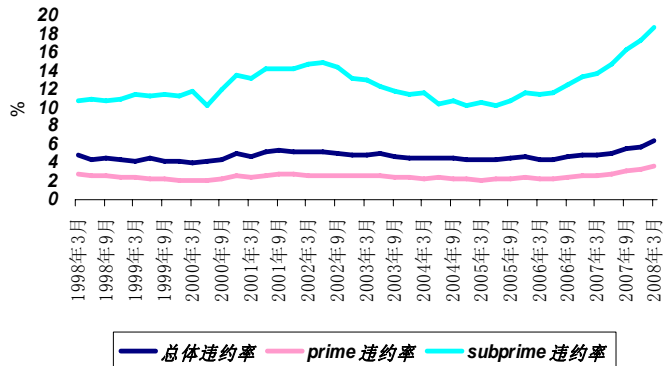


图6：MBA抵押贷款违约率



由此可见，放贷机构将抵押房产变现的速度远远赶不上他们收回房屋的速度。随着即将迎来的房屋拍卖的高峰的到来，房地产市场的供需缺口还将进一步扩大，从而令房价仍然面临较大的下行空间，预计至少在08年年底前房地产市场的萧条仍将持续。

2、次贷危机的扩散

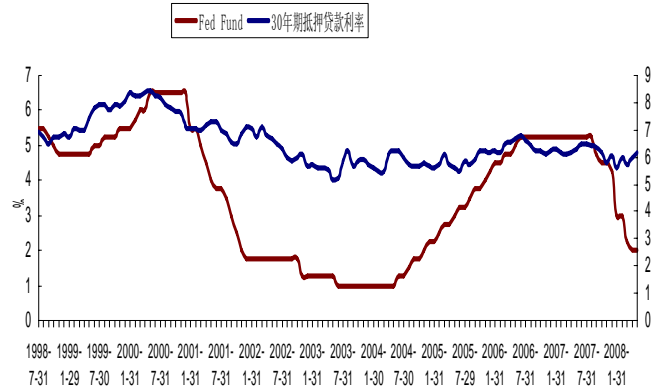
房价的下滑导致了07年次贷危机的出现，而持续到现在的次贷危机也对房价造成了进一步的打压。随着次贷危机的进一步蔓延，金融机构继续大规模计提损失，截至08年6月底，全球金融机构次贷相关损失已逾4000亿美元。大幅的减值除了引发市场进一步的恐慌，也进一步加剧了信贷紧缩、导致金融机构提高信贷审查标准，其结果是，除了拒绝一些风险较高的信贷申请，也使得一些高质量贷款被拒之门外。在Fed已经将基准利率置于2.0%的低位的情况

下，抵押贷款利率却仍在上升。Freddie Mac提供的数据显示，08年6月份30年期抵押贷款平均利率为6.32%，远高于1月时的5.76%，并已上升到与去年10月份几乎持平的水平。

图7：次贷危机传导链条



图8：Fed Fund与30年期固定抵押贷款利率



这些事实都证明了联储这次为应对市场动荡而采用的利率和贴现工具对解决当前问题成效不佳，尽管这些措施在很大程度上解决了银行的流动性问题，但是这些银行未能或是不愿意将其获得的流动性传递出去。

金融机构蒙受的巨大损失导致其市场风险承受能力大幅下滑，而因此造成的信贷紧缩则使房地产市场调整的影响从金融市场扩散至实体经济。由此，金融市场与房地产市场之间的这种不良循环还在继续扩散。随着经济增长的放缓和信贷紧缩，企业投资和私人消费都会因为“缺血”而出现明显疲弱。银行未来因次贷危机及其损失而被迫收紧信贷的可能性越大，出现第二轮拖欠的风险也就越大，从而产生恶性循环的风险也就越大。

由于房地产市场仍未见底，在房价的进一步下跌、债券保险商评级进一步被下调、违约率进一步上升的情况下，金融机构的信用利差有可能会再次进一步扩大。而在房地产市场和信贷市场均未见底的情况下，金融市场的动荡注定并未结束。

3、消费与投资持续疲弱，经济增长前景仍不确定

房价及股价的下跌产生的负财富效应、持续恶化的就业市场以及不断下挫的消费者信心均给消费前景蒙上了阴影。从历史数据来看，80年代初和90年代初的两次房地产市场的调整均出现消费的大幅下滑，而此次房地产市场的调整也不会例外。

美国08年第一季度的GDP虽然使得市场认为美国经济摆脱了可能陷入经济衰退的可能性，但是从分项数据来看，占GDP约70%的消费支出仅增长1.1%，为95年1季度以来的最小增幅。消费者信心指数也连续跌创历史新低。尽管占GDP总额0.8%的退税刺激计划的提前启动加上人们的提前消费心理将有助于减少第二季度私人消费的萎缩程度，但是预计该政策的积极效果持续时间较短，三季度和四季度的个人消费仍不乐观。

图9：个人消费与住房价格

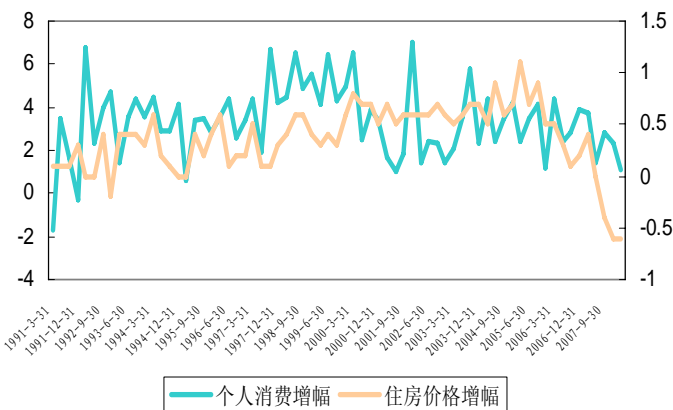
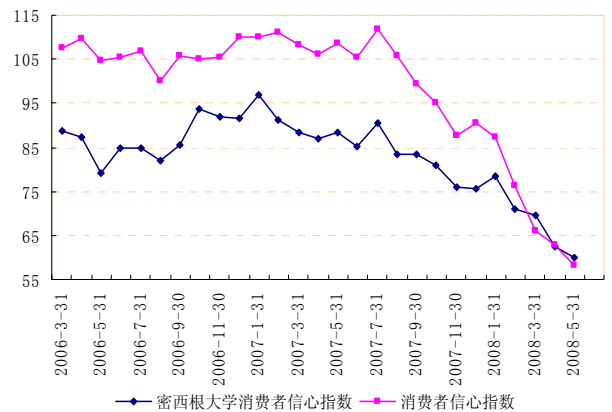


图10：消费者信心指数



美国经济在今年下半年仍然面临较大的下行风险。

图11：各项目占GDP比重

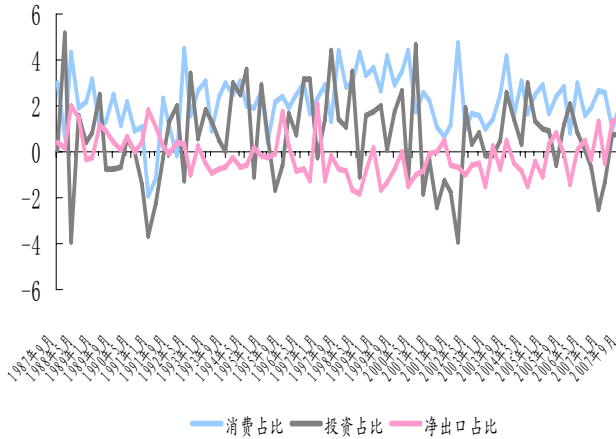
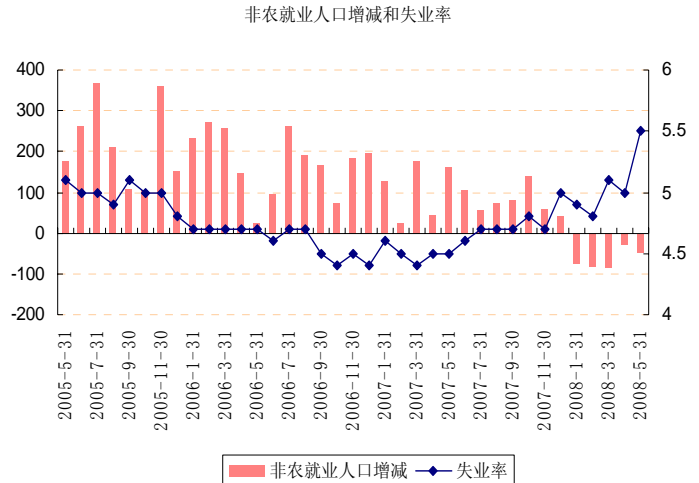


图12：非农就业及失业率



4、通胀形势未有减弱迹象，滞涨风险犹存

我们相信，下半年通胀的严峻形势将不亚于上半年。今年以来，整体物价指数普遍高于核心物价指数，尽管核心数据的温和显示出除了食品和能源以外的商品价格涨幅在消费者和生产者层面都较缓和，但整体数据普遍高于预期也显示出因能源和食品价格的上扬导致整体价格压力进一步增大。今年上半年，石油和农产品价格涨幅均逾50%，而受石油和粮食价格跌创新高的推动，大宗商品价格亦猛增超过30%。IMF日前表示全球经济正面临自70年代初以来最广泛、最猛烈的大宗商品价格上涨行情。

当前面临的通胀是一个全球性问题，而非局部现象。全球通胀在今年上半年创下9年来的新高，多数国家通胀率已高过央行的目标区间，且短期内仍难有所回落。导致石油价格高企并且还将继续上涨的主要原因，除了受供求基本面因素的影响，还包括甚至可能是更重要的推动因素，即近年来全球央行过于宽松的货币政策造成的全球流动性泛滥，由此几乎必然导致全球通胀的结果。

在最近的半年里，全球经济已经经受了数次油价飙升的情况，但本轮飙升在两个方面与以往有所不同：其

一，本次飙升的幅度远远大于之前的上涨幅度；其二，本轮飙升冲击着远远更加脆弱的全球经济。预计08年后两季仍是艰难的两季，食品和原油价格的高企、房价下跌仍会进一步侵蚀消费者的购买力，从而加重经济的下行风险，美国经济仍然没有摆脱面临滞涨的风险。

图13：大宗商品去年以来涨幅

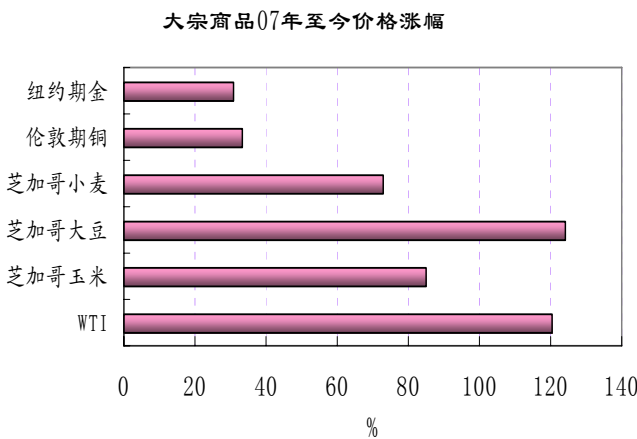
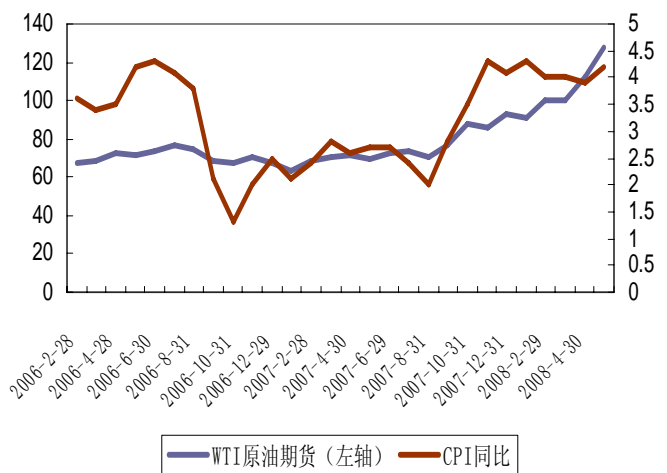


图14：原油与CPI走势的关系



5、大选之后的政策变动引人关注

在整体经济飘摇动荡的关键时刻，年底前的大选就显得格外引人关注。民主党候选人奥巴马与共和党候选人麦凯恩虽然各自奉行不同的经济政策，但均与布什政府的政策有诸多不同。由于民主党目前在国会具有领导权，同时民意调查显示奥巴马保持较为明显的领先优势，均加大了奥巴马当选的可能性。奥巴马在房地产市场和能源方面的政策均被认为更为有效，所以如果奥巴马可以当选，他所奉行的政策将有助于房地产市场的企稳、抵制原油市场的投机活动从而有助于抑制油价的飙升。麦凯恩较奥巴马在政策方面更接近布什政府，如两人主要分歧的个人所得税方面，麦凯恩支持布什政府现行的减税政策。如果麦凯恩当选，其在税收方面的政策实施将加重财政赤字，同时其政策在国会环节也会受到较多阻挠与质疑。

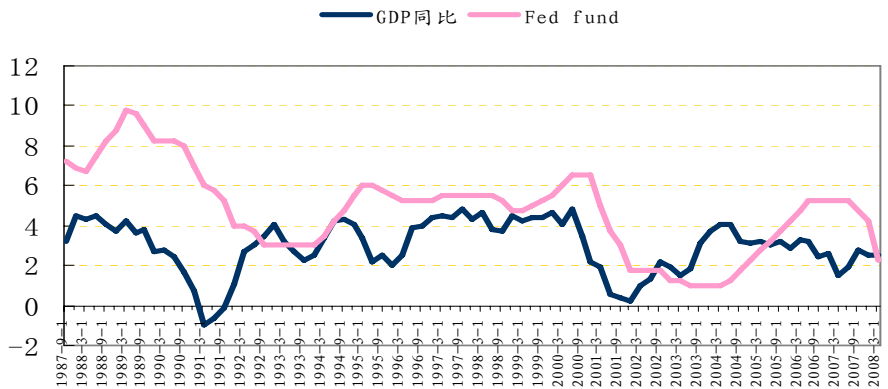
由于他们各自的政策主张代表着不同的方向，两位候选人的竞争将会决定未来美国的发展方向，选举结果也将对美国甚至全世界产生截然不同的影响。

二、联储货币政策及利率走势预测

由于货币政策发挥作用有1-3个季度的时滞，如果今年上半年联储的大幅降息对于房地产市场的积极影响在3季度开始体现，那么美国经济增长出现相对好转的时间最早也将从09年1季度开始。

如果从历史数据来看，由于货币政策的滞后效应，利率见底时经济已经开始回暖，且见底时利率通常都高于经济周期谷底时实际GDP同比增长的水平。

图15：货币政策与经济周期的关系

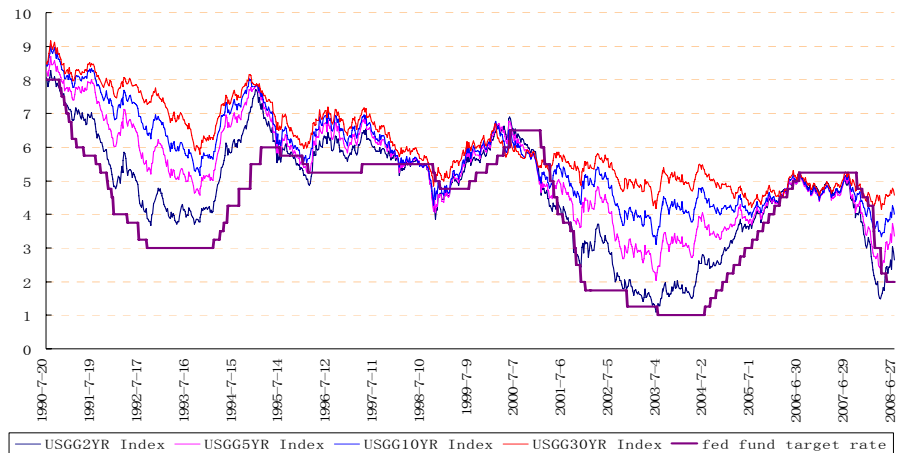


目前联邦基金利率期货市场定价预示联储最早在8月5日联邦公开市场委员会上加息，从Fed fund与GDP的历史关系来看，未来半年加息的可能性较小。一方面，目前经济仍未回暖，虽然出现了一些企稳的迹象，但是在信贷进一步紧缩的情况下，缺少信贷支持的家庭与企业想从低谷中走出来仍将面临重重困难；另一方面，美国目前的经济基本面和市场环境仍然过于脆弱，无法承受过快加息带来的后果，联储加息还为时过早。

尽管无论从近期联储官员的讲话还是委员会的会议声明中均显示出联储对通胀的忧虑有所上升，然而在核心物价指数均呈现较温和态势且薪资压力有限的情况下，以整体物价的大幅上涨为理由加息似乎很困难。种种迹象表明，联储为挽救受到严重冲击的金融体系和滑向流动性陷阱的经济，选择了放弃通胀的宽松货币政策。

从利率期限结构理论来看，长期利率反映了市场对短期利率的预期，因此国债利率的变动总是以联邦基金目标利率为基准。从历史数据来看，在投资者认为减息周期结束时开始押注降息见底并且可能在不久的将来开始升息，此时市场利率将先于联邦基金利率反弹，且各期限国债收益率均高于基准利率。

图16：联邦基金目标利率与国债收益率关系



联储自6月25日宣布维持基准利率于2%不变的决定是自去年9月一连串降息以提振经济后首度维持利率不变，由此导致市场预期减息周期结束而预计未来升息的可能性。我们认为目前市场对升息的预期有些过度，所以导致目前各期限国债收益率出现回调上升的情况。

我们认为年底之前联储加息的可能性极低，且不排除市场情况进一步恶化导致联储再次减息的可能性，预计今年下半年收益率的波动仍然较大。由于短债受基准利率影响偏低，长债在通胀高企的情况下回调幅度受限，我们建议在下半年继续缩短投资组合的久期，投资一些信用级别较高的公司债。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的担保，据此投资，责任自负。

本报告版权归本公司所有，未获得本公司事先书面授权，任何机构和个人不得对本报告进行任何形式的复制、发表或传播。如需引用或获得本公司书面许可予以转载、刊发时，需注明出处为“招商银行”。任何机构、个人不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。

本公司可发出其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析师的不同设想、见解及分析。为免生疑，本报告所载的观点并不代表招商银行，或任何其附属或联营公司的立场。本公司以往报告的内容及其准确程度不应作为日后任何报告的样本或担保。本报告所载的资料、意见及推测仅反映编写分析师于最初发布此报告日期当日的判断，可随时更改。

招商银行2008版权所有。保留一切权利。