

2009年第二季度美国市场展望

分析师：

张乐
0755-83199083
arielzhang@cmbchina.com

迄今为止，真正被这种刚刚变得无法治疗的病菌感染的人，其实只是少数；但对于我们中间目前为止还算幸运的人而言，聪明的做法应当是不惜一切代价寻找新疗法、新预防方案，以免我们最终也沦为它的猎物。

不过，我们并不聪明。而现在，瘟疫已然将临。

——保罗·克鲁格曼

宏观经济分析 2

消费支出前景依然黯淡，第二季度走势是关键；资本支出则将持续更长时间的下滑。

美联储的货币政策 9

政策重心转向刺激信贷，独立性再受质疑，通缩风险有所减轻。

新一届政府的财政政策 13

新政府援救计划总体来讲尚未显现新思路，公共部门债务累积的加速弥补了私人部门的去杠杆化，对当前经济增长的可持续性持疑问的观点。

宏观经济分析

消费

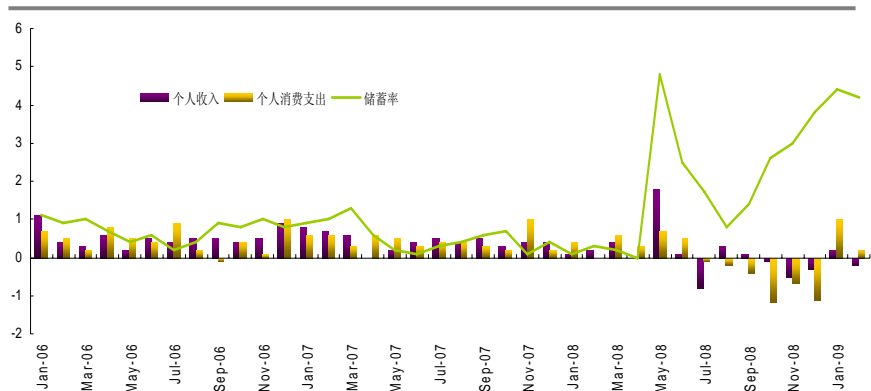
- 消费支出前景依然黯淡
- 第二季度走势是关键

在3个月之前的2009年年度展望中我们认为实体经济的危机才刚刚开始，消费前景极度疲弱。3个月过去了，我们再来重新审视一下美国现在的消费前景。

从商务部公布的2009年前两个月的个人收入和支出数据来看，个人消费支出一改2008年下半年的颓势转而进入上升区间(见图1)，因此仅从表面来看，似乎消费支出最黯淡的时日已经过去，从市场的反应和美国一些官员的讲话来看，似乎对经济的看法还是比较乐观。在这里，我们仍然维持年报中的看法，即消费前景不乐观，预计在2009年第二季度中消费支出仍将出现负增长的情况，经济企稳还为时尚早。

对消费前景悲观的看法来源于以下几个原因。其一，个人实际收入前景不乐观。从图2我们可以看出，自1965年以来，代表消费能力的个人实际平均单位收入是消费的主要驱动力，平均单位时间收入同比增长率一般领先消费支出同比增长率6-9个月的时间。结合上述统计数据得出的相关性，从2008年第四季度和2009年第一季度的个人收入数据来看，2009年第二季度的消费支出前景不甚乐观，极有可能重回负增长区间。其二，非耐用

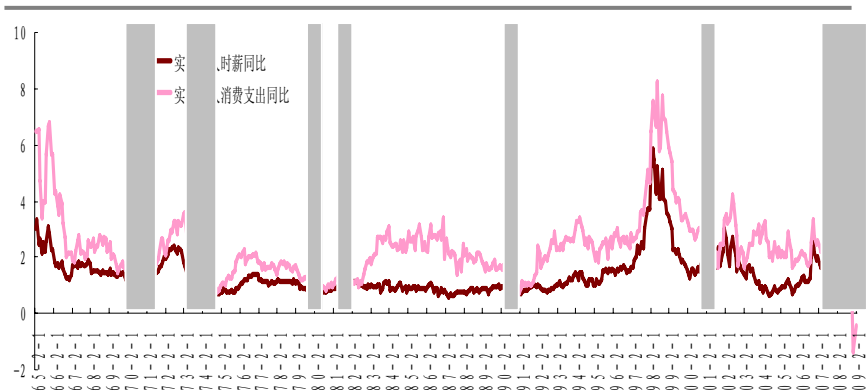
图1：个人收入、支出以及储蓄率



资料来源：Bloomberg、招商银行

宏观经济分析

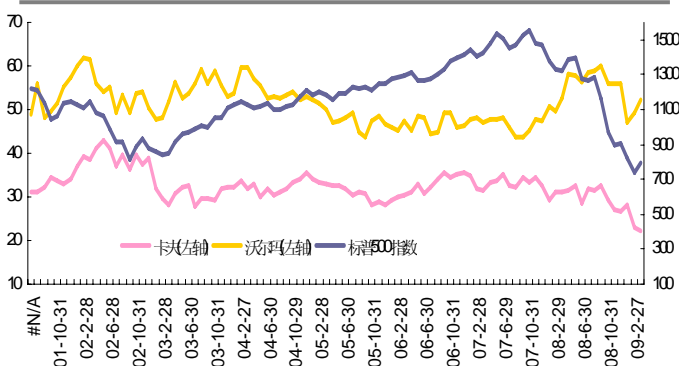
图2：实际个人时薪与实际个人消费支出同比



资料来源：Bloomberg、招商银行

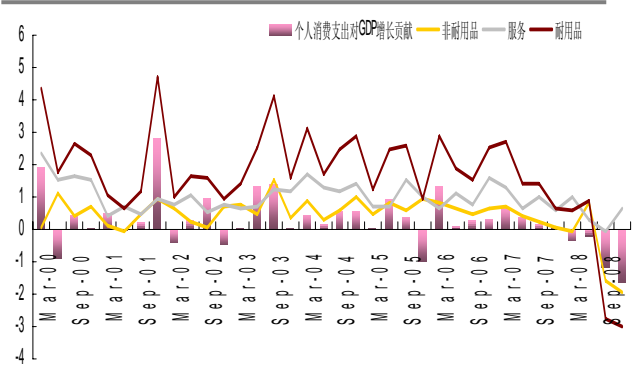
品消费的防御性开始减弱。一般来讲，不管经济的好坏，消费者对非耐用品的采购都以较为稳定的速度增长。从历史数据来看，非耐用品消费的增速一般会在经济彻底进入衰退之后才有可能明显放缓，且会在衰退结束后的一段时间之后才会出现回暖。这种特点在食品消费的领域表现尤其明显。以沃尔玛和卡夫食品这种低端必需品为例，这两家公司的股价曾在2008年股市大跌的情况下表现亮丽，但自2009年1月以来伴随着这两家公司分别公布其业绩不及预期的财报，沃尔玛累计下跌7.63%，卡夫食品累计下跌16.57%，标普500指数同期累计下跌12.96%。美国2008年第四季度GDP大幅下滑6.3%，个人消费支出环比下滑6.3%，其中非耐用品消费大幅下滑9.4%，对经济增长的贡献率达到-1.97个百分点。因此从

图3：标普500指数、沃尔玛及卡夫食品股价走势



资料来源：Bloomberg、招商银行

图4：个人消费支出各分项对GDP增长贡献率

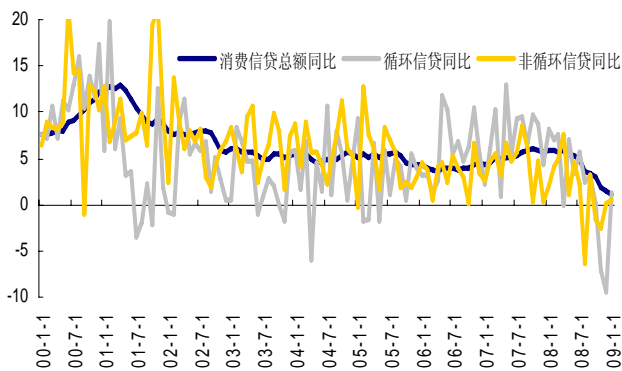


资料来源：Bloomberg、招商银行

宏观经济分析

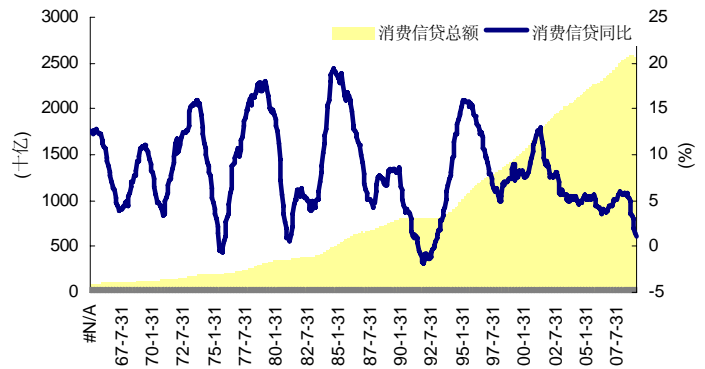
第四季度的非耐用品消费来看，其下跌趋势还远未回稳。结合非耐用品行业公司的股价走势，第一季度衰退还未见底。其三，消费信贷持续紧缩，消费者被迫继续去杠杆化将进一步导致其减少消费、增加储蓄。在消费信贷领域，接近60%的银行宣布已经收紧对消费贷款和信用卡的政策。首先，在消费者贷款方面，1月份消费信贷同比增长1.1%，增幅继续收窄；循环信贷(以信用卡融资为代表)虽然增长1.2%，结束了之前两个月的负增长，但其恶化程度仍然异常明显。尤其值得注意的是，高端信用卡市场继续显著恶化，显示出高端零售业放缓更加明显的趋势，持卡人继续大幅削减非必要消费。美国的六家主要信用卡经营商在进入2009年以来违约率均继续大幅走高，鉴于未来失业率的再度走高以及违约率的继续大幅攀升，消费者所能依赖的最后一根稻草摇摇欲坠，因此

图5：消费信贷总额同比



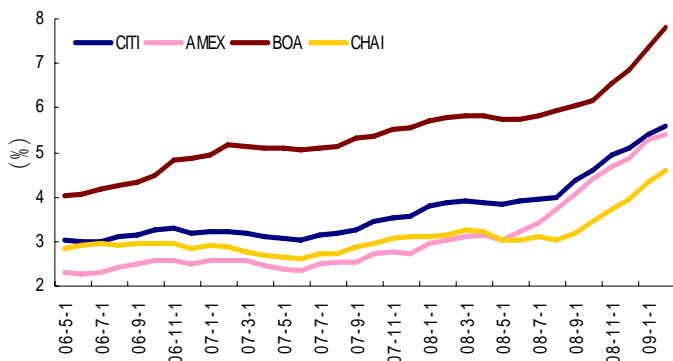
资料来源：Bloomberg、招商银行

图6：消费信贷总额与其同比



资料来源：Bloomberg、招商银行

图7：主要信用卡发卡商违约率

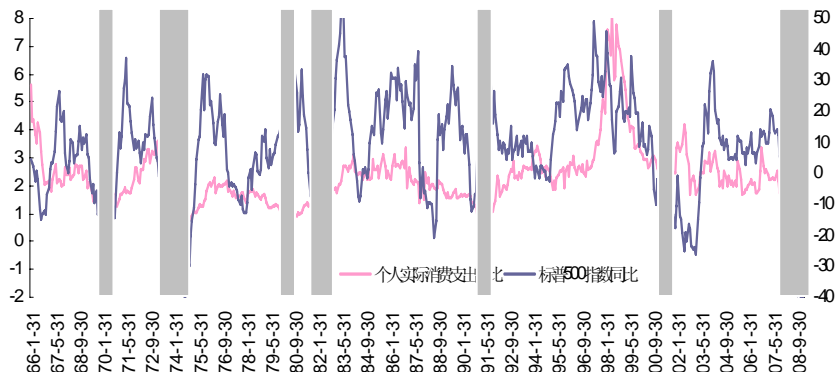


资料来源：Bloomberg、招商银行

宏观经济分析

我们预计2009年信用卡贷款问题的高峰很有可能会在未来2个季度内发生，为消费再添下行压力。另一方面，非循环贷款(以汽车贷款为代表)总体情况与循环贷款大致相同，再加上汽车市场不景气以及银行信贷紧缩的问题，预计非循环贷款在短期内扭转势头亦十分困难。其四，负财富效应加剧财富缩水。从股票市场来看，结合自1965年以来的数据，我们发现实际消费支出温和变化的同时会导致公司利润随后出现大幅度波动，并且在大多数谷底消费支出同比增长率接近于0的时候股票市场已经开始上扬。由于我们之前的分析认为消费支出同比增长率仍未见底，因此从统计结果的经验上来看，股市在第二季度仍有可能继续震荡。另一方面，从房地产市

图8：个人实际消费支出同比与标普500指数同比增长率

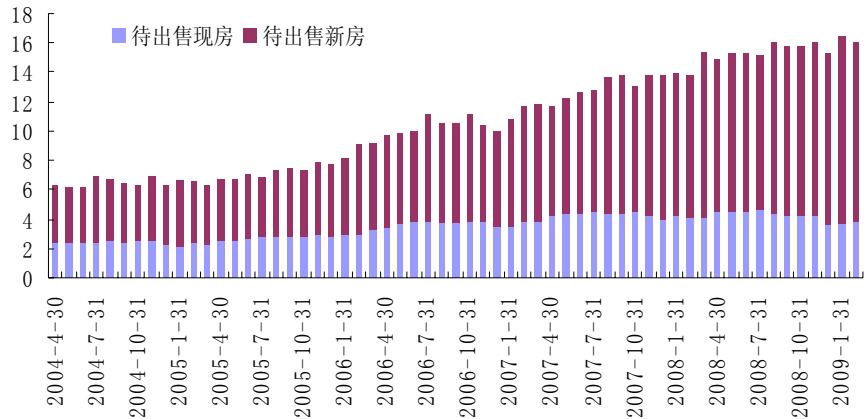


资料来源：Bloomberg、招商银行

场来看，虽然2月份的数据不论是来自需求方面还是供给方面均呈现难得的增长苗头，但是供需缺口仍在扩大，难言房价真正企稳。预计未来房屋库存的挤压仍将继续拖累房地产市场，并在未来一段时间内对价格和供给构成下行压力，与此同时，房价的企稳仍面临来自个人收入方面的制约。综上所述，在信贷紧缩以及消费者对于自身消费能力信心缺失的双重压力之下，消费的复苏尚待时日。

宏观经济分析

图9：待售房屋



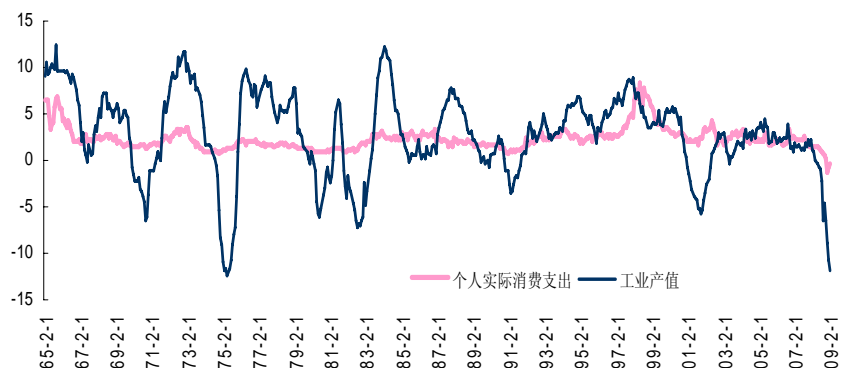
资料来源：Bloomberg、招商银行

需求下滑的速度远高于去存货的速度

- 资本支出将持续更长时间的下滑
- 净出口前景持续黯淡

消费支出的减速通常伴随着库存清仓从而导致工业产值大幅度下降，且下降的幅度要远高于消费支出的降幅(见图10)；2009年前两个月，美国工业产值同比下滑幅度加剧，由于对第二季度消费支出前景的悲观，因此我们预计工业产值在第二季度仍将继续下滑。

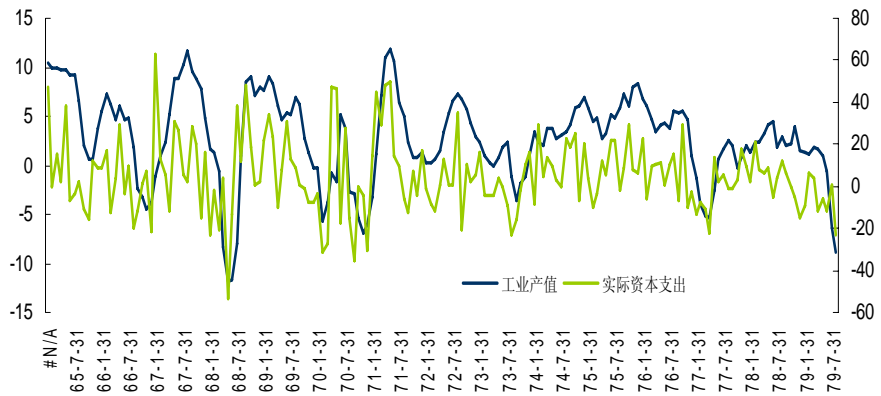
图10：个人实际消费支出与工业产值



资料来源：Bloomberg、招商银行

宏观经济分析

图11：工业产值与实际资本支出



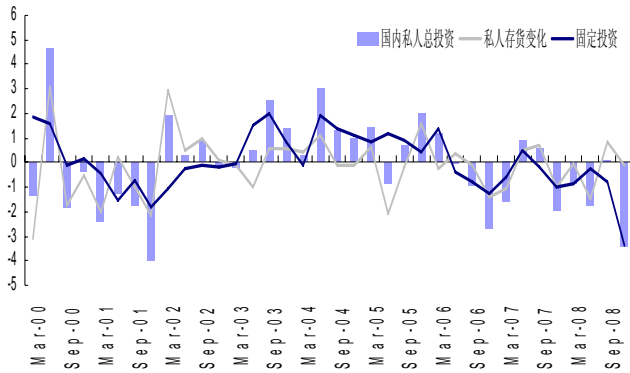
资料来源：Bloomberg、招商银行

另一方面，工业生产较大幅度的波动又导致资本支出的周期性变化。一般来讲，资本支出变化通常滞后于工业生产2-4个季度；工业产值自2008年5月份以来即开始持续下滑，美国私人总投资自2008年第三季度其即开始出现负增长。值得注意的是，进入2008年第四季度以来，私人总投资项下分项全部实现负增长；鉴于资本支出滞后于消费支出和工业产值的逻辑关系，预计第二季度资本支出仍将继续下滑，下滑时间将长于消费支出。

信贷和房地产双泡沫破灭导致消费支出下滑美国经济最终进入衰退，而经济萧条时期需求常常无影无踪，因此贸易在经济衰退时期通常出现放缓。但是此次经济衰退的特殊性在于，几乎很少会在全球范围内发生贸易负增长。由于美国之外的其他经济体均出现经济大幅下滑，因此虽然截至2009年2月份贸易余额得到连续6个月的改善，但是由于进口额的下滑不足以弥补出口额的下滑，从而令净出口成为拖累美国第四季度GDP下滑的最主要原因。根据世界银行作出的预测，预计全球贸易在2009年将下滑2.1%，超过创记录的1975年1.9%的降幅。由此可见，美国需求的疲弱导致其他主要经济体出口黯淡从而导致进口需求急剧下滑，这反过来又影响到美国的出口，因此美国出口严重下滑的问题短期内还不能得到有效改善。在这里，我们维持3个月前年报中的观点，

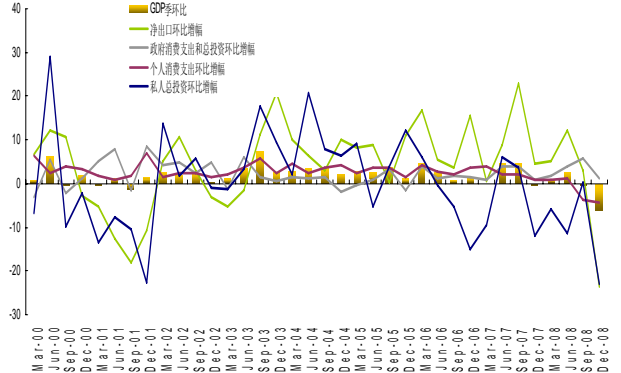
宏观经济分析

图12: 私人总投资对经济增长贡献率



资料来源: Bloomberg、招商银行

图13: GDP各分项增幅



资料来源: Bloomberg、招商银行

2009年上半年，即第二季度的经济走势是观察本轮经济衰退持续时间的关键时期。

救助政策分析

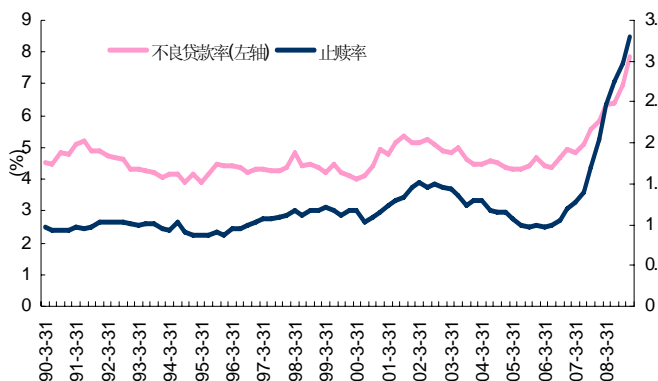
美联储的货币政策

- 政策重心从向市场注资转向刺激信贷
- 开始购买国债，独立性再受质疑
- 通缩风险有所缓解

总体来说，经济的复苏除了取决于金融市场和房地产市场的企稳、信贷市场的回暖之外，宏观经济政策的实施是否恰当在每轮经济复苏中亦都起到至关重要的作用。

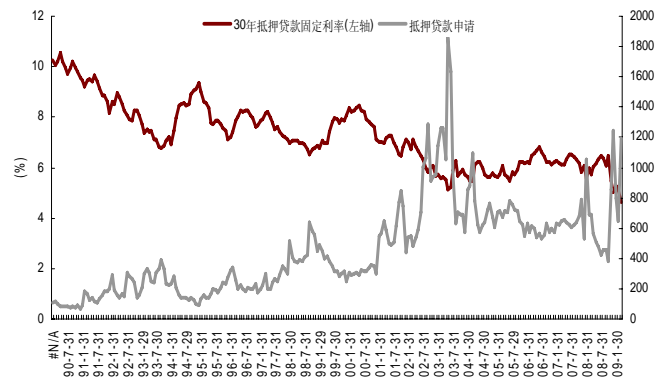
第一季度中，联储与财政部联手支持信贷，一方面扩大对消费者和中小企业贷款的支持(金融稳定计划中财政部动用TARP剩余资金中的1000亿美元，联储则在这1000亿美元的基础上提供总额最高达1万亿美元的信贷支持)；另一方面，联储与财政部共同承诺将购买最多7500亿美元MBS以促进抵押贷款利率的下降。

图14：不良贷款率与止赎率



资料来源：Bloomberg、招商银行

图15：30年抵押贷款利率与MBA申请指数

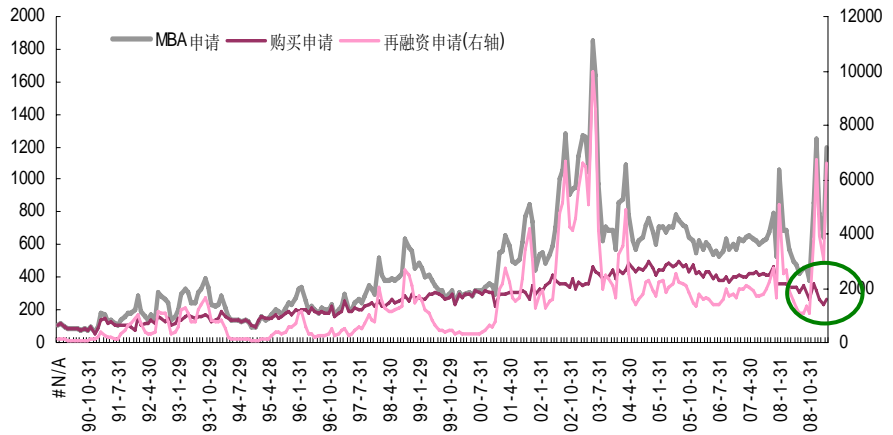


资料来源：Bloomberg、招商银行

从图15可以看出在联储采取行动以来，抵押贷款利率已经连续四周大幅下降，抵押贷款申请总体指数似乎亦有所上升。值得关注的是，虽然抵押贷款利率直线下滑，但是却对购房贷款的需求影响甚微，图16显示出增加的抵押贷款申请主要来自于再融资申请，而购买申请仅仅小幅抬头，因此联储在降低抵押贷款利率的努力成

救助政策分析

图16: MBA抵押贷款申请



资料来源: Bloomberg、招商银行

果还不能称之为有成效; 由于长期国债利率在未来不可避免将大幅攀升, 抵押贷款利率再次走高的风险亦不容忽视。从表1我们可以看出, 联储在第一季度已经购买了2364亿的MBS, 相当于其计划的1/3。

表1: 美联储资产负债表2009Q1变化

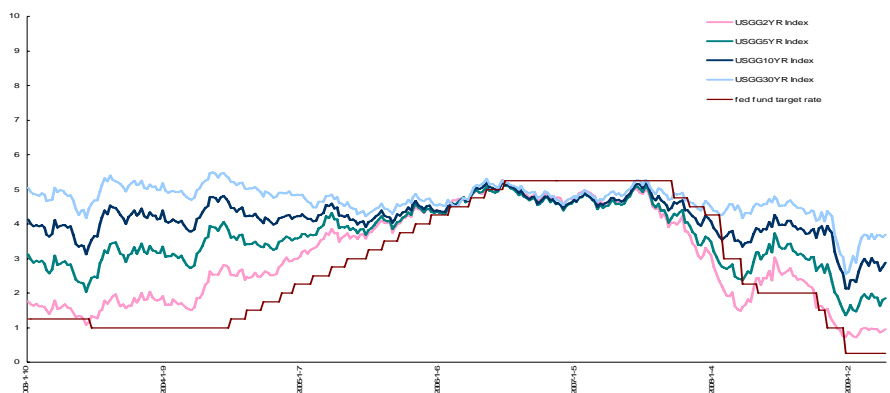
Fed资产负债表		单位: 十亿	
	2008年12月31日	2009年4月1日	
资产			
美国国债	476	486.2	
MBS	0	236.4	
正回购协议	80	0	
TAF	450.2	467.3	
其他贷款	187.8	135.3	
商业票据融资机制	332.4	244.3	
持有贝尔斯登投资组合	27	26.3	
持有AIG投资组合	48	46.1	
黄金	11	11	
特别提款权	22	22	
财政部现金余额	38.9	38.9	
总资产	2298.6	2100.7	
负债			
流通货币	888.9	899.2	
逆向回购协议	84.4	69.5	
财政部现金存款	3	3.1	
地方联储储备	847.9	269.8	
其他负债	79.3	55.5	
总负债	2298.6	2100.7	

资料来源: Federal Reserve、招商银行

救助政策分析

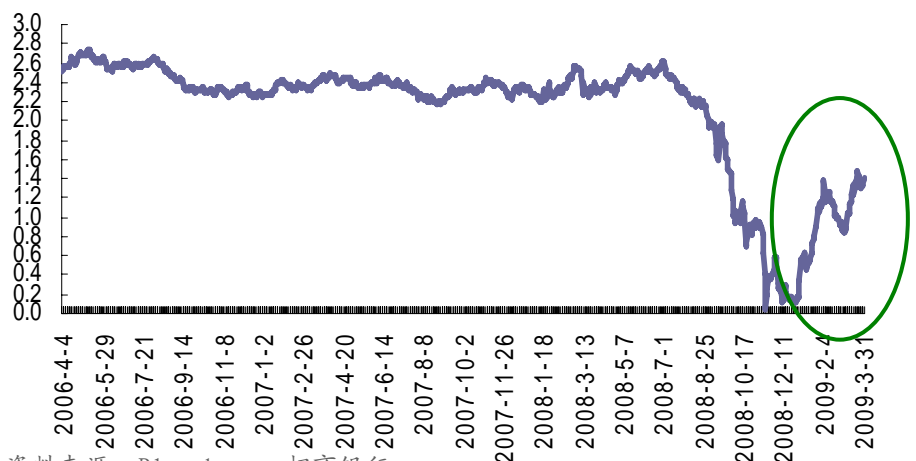
联储在第一季度终于开始购买国债，计划在未来6个月内购买总量达3000亿的国债，为上世纪60年代以来首见。从表1来看，截至2009年第一季度，联储已经购买了约100亿美元的国债。购买国债这一举措不仅令联储货币政策的独立性受到更大的质疑，而且市场对其所能取得的效果也表示怀疑。由于联储表示主要将购买2-10年期的国债，在发表声明之后虽然此期限内的国债收益率大幅下滑，但随后转而上升(见图17)。而由于对未来巨额国债发行的预期，加上对未来高通胀预期的愈演愈烈，高通胀率将推升名义收益率，虽然降低了经济陷入通缩的风险，但对降低长期收益率不利。

图17：各期限国债收益率走势



资料来源：Bloomberg、招商银行

图18：2009年以来通胀预期重新抬头



资料来源：Bloomberg、招商银行

救助政策分析

另一方面，3000亿美元的购买量对于庞大的美国国债市场而言可能只是杯水车薪。

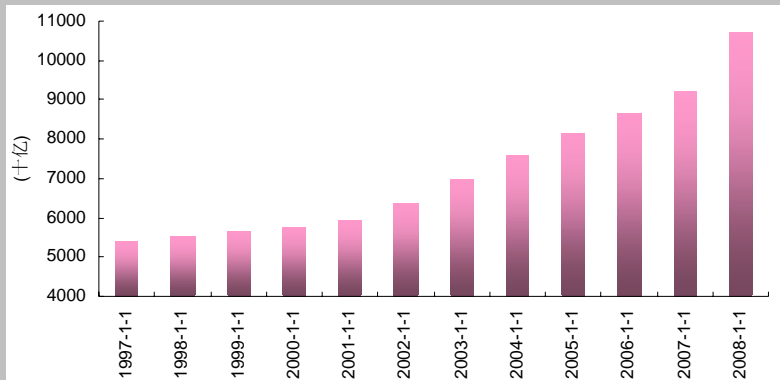
再次与日本“失去的十年”相比较

我们曾在年报中将此次危机中的联储与90年代日本央行的“定量宽松(QE)”政策进行了对比，相比而言，美国的金融体系更加完善、市场机制也更加灵活，实体经济的弹性和联储丰富的经验都很有可能是使美国避免陷入长期衰退的重要体制变量。同时，日本的经验教训也将为联储货币政策的实践提供一个很好的前车之鉴。

日本央行自2001年起连续4次提高对国债的购买额度，从实施定量宽松政策之前的每月购买上限4000亿美元增至美元1.2万亿日元，其所持国债占国债总额从之前的8%升至2003年的11.4%。日本央行对国债的购买确实对日本经济改善、结束长期通缩的局面产生了效果。

然而，美国与日本的国债市场存在本质区别，美国国债市场是当今世界上最大的国债市场，3000亿美元的购买量仅占庞大的国债市场总额(10.699万亿)的2.8%，不足以刺激对国债的有效需求。

图19：美国国债未偿还总额



资料来源：Bloomberg、招商银行

救助政策分析

综上，联储在第一季度旨在引导市场降低对长期收益率预期方面的努力未见成效，长期收益率的走高不仅将在长期抑制经济复苏，也将在短期内令联储全力刺激信贷的政策措施效果事倍功半。我们维持对联储将在2009年全年维持基准利率于接近0水平不变的预期，也相信联储会在未来继续不遗余力的刺激信贷市场并试图压低长期利率，预计将在未来将继续扩大对信贷市场救助的范围，其政策效果主要取决于长期利率的走势，而我们对长期利率走势的看法不甚乐观。

新一届政府的财政政策

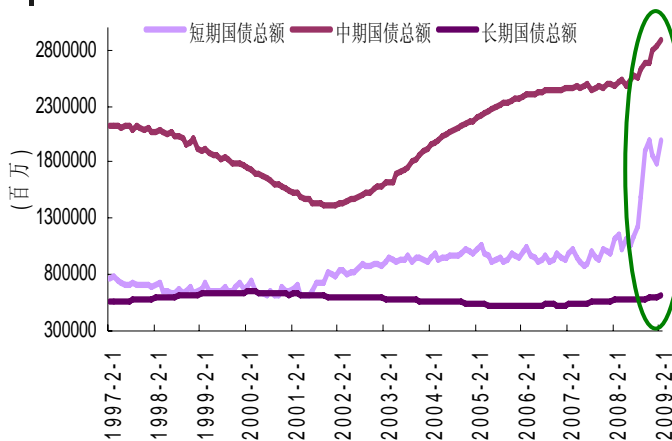
- 新政府援救计划总体未显现新思路
- 仍将发行国债作为主要筹资渠道
- 公共部门债务累积加速弥补了私人部门的去杠杆化

2009年伊始，新一届政府上台之后对经济援救政策的出台可谓迅速，在奥巴马正式就职后的2个月之内，已经陆续出台了7872亿版本的新版刺激法案、总计可能高达2万亿美元的金融稳定计划、2750亿美元的房地产救助计划、以及高达1万亿美元的公私合作投资计划。

美国政府仍然将发行国债作为筹资的主要渠道，我们并未在新政府的这些计划中看到什么援助经济的新思路，也符合我们之前的判断，即美国不会抛弃这种廉价信贷和高负债的经济推动模式。似乎美国的政策决策者相信这种储蓄和经常帐户的失衡可以无限期的调整下去，而令人担忧的是目前政府所采取的主要措施仍是通过减税和刺激其他收入的办法来维持过度消费，企图通过制造更多的债务来战胜危机。

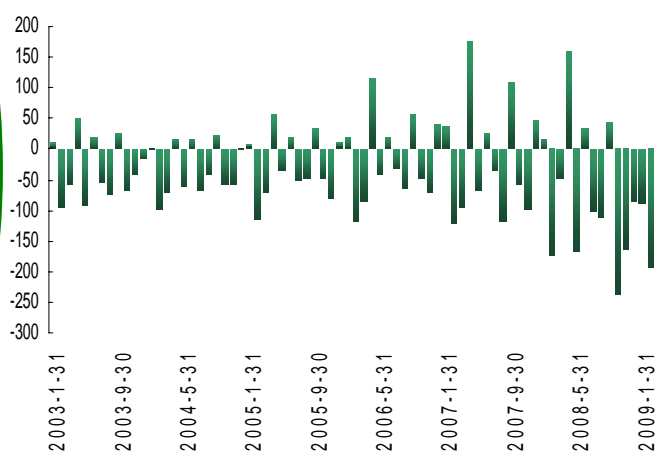
救助政策分析

图20: 各期限国债总额



资料来源: Bloomberg、招商银行

图21: 预算赤字

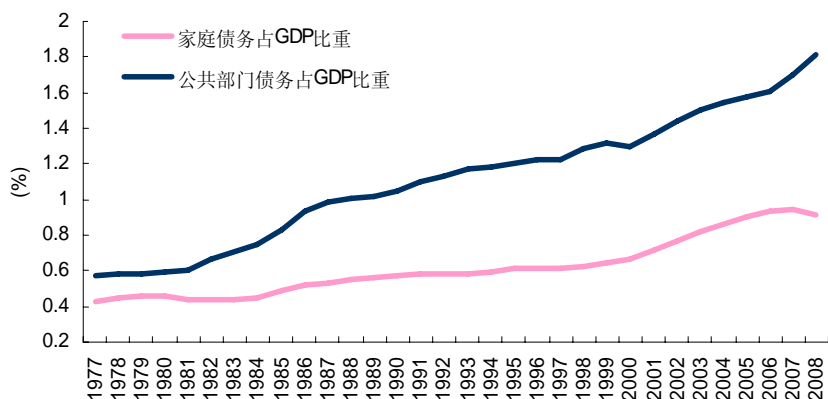


资料来源: Bloomberg、招商银行

2009年1月以来，中短期国债发行量大幅飙升(见图20)；而根据美国管理和预算办公室的测算，预计美国2009年国债发行余额占GDP比重将高达90%的水平，国债发行总余额有可能在未来10年达到100%的水平。

从图22可以看出，虽然美国家庭抵押贷款和消费信贷占GDP比重有所下滑，但公共部门债务累积的加速弥补了私人部门债务累积的放缓。而这一趋势在2009年全年将会在此基础上有所增强。

图22: 各部门债务总额占GDP比重



资料来源: Bloomberg、招商银行

救助政策分析

而我们对这一趋势深表忧虑，解决此次经济衰退的办法不应该是回到使我们陷入危机的不平衡的经济增长模式。历史经验证明，人民普遍储蓄和投资的国家经济会增长和繁荣，反之则会衰退、恶化乃至崩溃。

迄今为止，政府的援救思路和政策都不利于鼓励储蓄或投资，而是推进了消费。在这种情况下，财政政策也许只能起到平缓经济震荡波幅的作用，对亟需调整的经济结构以及扭转经济形势则助益甚小。

因此，在不对经济结构进行调整的情况下，我们对不平衡经济模式下经济增长的可持续性持疑问的观点。

虽然奥巴马表示要实施的公共建设项目一揽子投资计划——尤其是在基础设施的建设和替代能源技术方面——尤其令人振奋，但是值得注意的是，财政政策在减小经济冲击的同时，应该要以不妨害未来经济增长为前提，因为其本身并不创造新的经济增长，只是将未来的产出提前实现。而由于未来几乎不可避免的高通胀，将导致这一超前实现的产出必然以未来产出的下降为代价。

综上，我们对第二季度美国整体经济持悲观态度，经济增长的拐点远未到来，即使经济在2009年有望企稳，但距离复苏还有一段漫长的道路要走。

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的主观与公正，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。

招商银行版权所有。保留一切权利。