

早春二月？亦或春寒料峭？

——2009年下半年全球宏观经济展望

分析师：

刘东亮

0755-83195919

liudongliang@cmbchina.com

内容摘要：

经济危机结束了吗？经济已经开始复苏了吗？这是 2 季度被问到最多的问题。我们的答案很明确，那就是“不”。经济复苏的“绿芽”确实已经出现，但太过初级且脆弱，美国居民的储蓄率仍在攀升，负债比率和杠杆比率持续下降，主要经济体的失业率均在迅速攀升。看起来，温度依然很低，“绿芽”随时可能被扼杀。

中国依靠高投资和高信贷投放，经济数据逐渐扭转下滑趋势，但鉴于中国多年来形成了对出口和投资的高度依赖，而消费迟迟不能启动，我们认为中国不太可能引领下轮经济复苏，也不太可能率先复苏。

我们仍看好美国在全球经济中扮演的角色，尽管其像极了泥足巨人，但世界经济必须依赖美国消费者来产生需求，迄今为止还没有其他经济体的消费者能够取而代之。

美国房地产市场经过数年的调整，无论从销量还是从房价收入比判断，已经具备了形成底部的条件，我们预期美国楼市在今后半年到一年中将逐渐回暖，并引领美国经济走向复苏。

全球主要经济体预计仍将经历 1 - 2 个季度的负增长，才有可能逐步摆脱此轮衰退带来的阵痛。

在接下来的数月中，市场将会在复苏预期的乐观与衰退现实的悲观中反复摇摆，从而导致主要金融市场陷入大幅振荡，包括美国债市、国际汇市、大宗商品市场。

美国国债市场经历了惊心动魄的大幅下挫，但接下来很可能会再度经历一轮强势，随后陷入宽幅振荡；欧元目前的汇率已经较好的反映了自身价值，由于欧元区实在缺乏亮点，如果欧元延续 2 季度的趋势继续上扬，我们认为欧元将被高估，而如果欧元下跌，则我们并不会感到惊讶；人民币兑美元将在未来半年内维持在目前水准做小幅区间波动，我们预期中国出口不会很快扭转跌势，人民币也不大可能重启升值。

一 经济复苏在向我们招手吗？

就在一个季度前，恐慌情绪仍弥漫在全球市场，投资者关注的焦点仍是危机何时会见底，会不会爆发第二波金融危机，但现在人们似乎已将危机抛到九霄云外去了，谈论最多的话题，已经转为全球经济的复苏前景，即“绿芽”。

出现如此戏剧性的变化，真是令人始料未及，从悲观到乐观似乎只是一念之间。金融市场直接体现了这种乐观情绪的变化，美国国债收益率大幅飙升，创下数年来的最大半年跌幅，衡量恐慌情绪的VIX指数也持续回落，基本接近了雷曼破产前的水平。

图1：美国10年期国债收益率（红）与VIX指数（蓝）



图2：美欧消费者信心指数



很多数据都可以支持经济在好转，比如美国和欧元区的消费者信心，自春季以来出现了持续的强劲反弹，尽管这两项数据仍远低于平均值，但假如欧美消费者，特别是美国消费者重新开始消费，那么世界经济前景确实会非常光明，我们在稍后将对此做出判断。

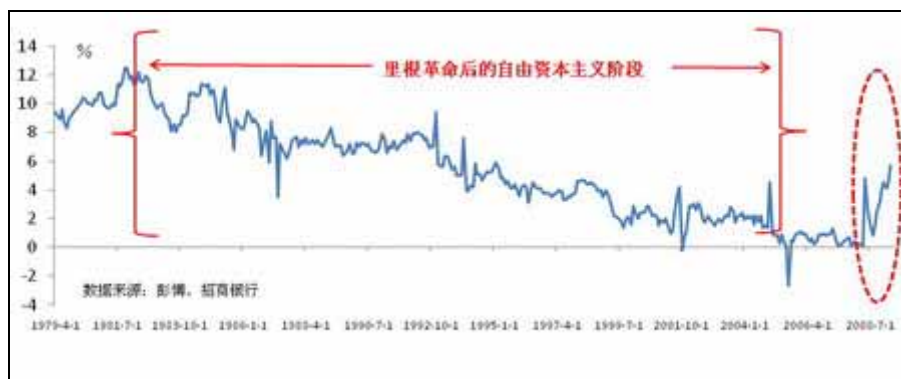
美国 1 季度的 GDP 数据终值被大幅上修，尽管仍有 5.5% 的跌幅，但却极大鼓舞了市场，此外，诸如全球股市的强劲反弹，美国非农就业人数持续好转，中国房地产市场大涨等，都被视为经济复苏的先兆，市场甚至还出现了针对美元的加息预期。

我们的观点是，市场太过乐观，目前只能看作是经济开始脱离最低点，而不能看作是复苏信号，脱离低点与复苏，仍是两个不同的概念。

市场对本次经济衰退有一个普遍共识，即本次衰退不止是一次单纯的衰退，而是一次数十年来经济失衡增长积累矛盾的总爆发，经济若要从本轮衰退中恢复，除了一般意义上的回暖外，还会伴随对经济增长模式——主要是过度负债、过度消费模式——的调整。

这一调整在美国已经出现了明显信号，美国居民的储蓄率以令人吃惊的速度上升，远远脱离了本世纪初的历史低点，正在对“里根革命”后储蓄率长期走低的趋势进行强力调整。尽管在历次经济危机时，储蓄率都会上升，但此轮上升的幅度和速度几乎都创下了记录。

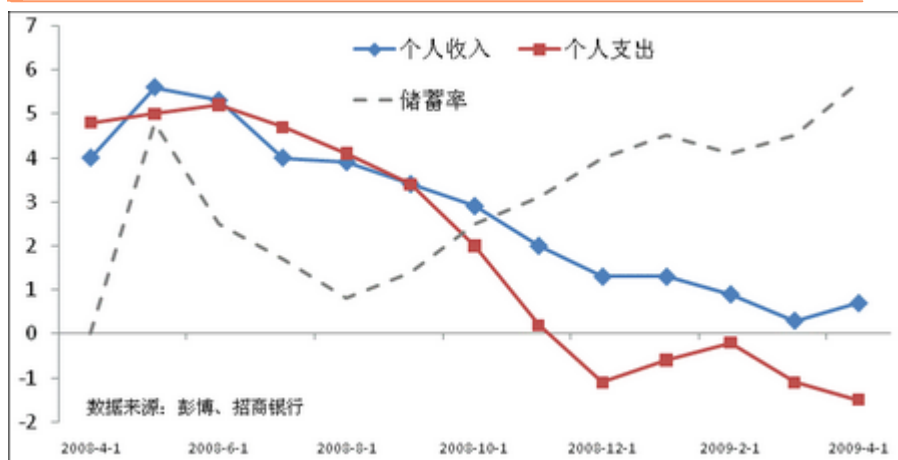
图3：美国居民储蓄率的变化



更关键的是，美国居民似乎并不打算停止这一进程，图 4 显示，近期美国居民的个人收入已经止跌企稳，但个人支出的跌幅却在加大，这是不同寻常的信号，在以往的历次危机中，个人支出的跌幅通常都要好过个人收入的跌幅。

从 6 月份美国非农数据看，就业市场并没有人们想象的那么乐观，依历史经验而言，过去三次大规模经济衰退中，非农数据都呈现双底型态，因此今年春季该数据的好转，很可能只是两次低谷间的反弹，而 6 月数据再次恶化，则有可能揭开二次探底的序幕。

图4：美国个人收入、支出与居民储蓄率的变化



过去三次衰退中，非农负增长的平均时间为 27.3 个月，此次仅有 18 个月，因此衰退可能只是刚刚过半，未来失业率将会进一步上升，这将进一步抑制美国居民的消费欲望，储蓄率料会进一步攀升。

图5：美国居民的去负债化



储蓄率的提升意味着居民部门的去负债化远未结束，从图 5 可以看到，美国消费者信贷总额已经出现了负增长，而家庭负债/家庭收入的比率也出现了罕见下滑，值得注意的是，在次贷危机爆发之前，这一指标已经出现了回落迹象，表明居民户的负债压力已经达到极限，无法再维持下去。我们预计美国居民的去负债化仍将持续很长一段时间。

这很可能意味着，未来的经济复苏将是缓慢的，持续的去负债化将引发消费不振及产能过剩。

二 经济复苏路径推测

美国居民的去负债化，金融部门的去杠杆化，将会持续对实体经济带来影响。预计未来的全球经济复苏可能是一种比较缓慢的形态，不太可能出现美国 2004 年夏季那种爆发式的复苏。

从美国本次衰退持续的时间来看，无论季度 GDP 环比或同比，较历次衰退仍偏短，这也符合一般的经济规律，即一次大范围的经济衰退，不可能在 1 个季度的时间内就扭转趋势。预计美国 GDP 至少仍有 1-2 个季度的负增长，2010 年有望转入正增长。

图6：二战后美国季度GDP环比

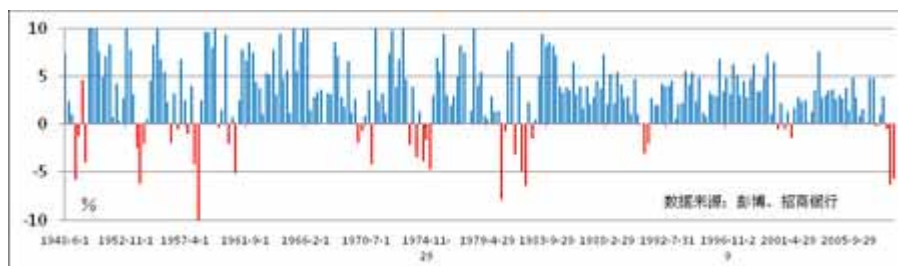
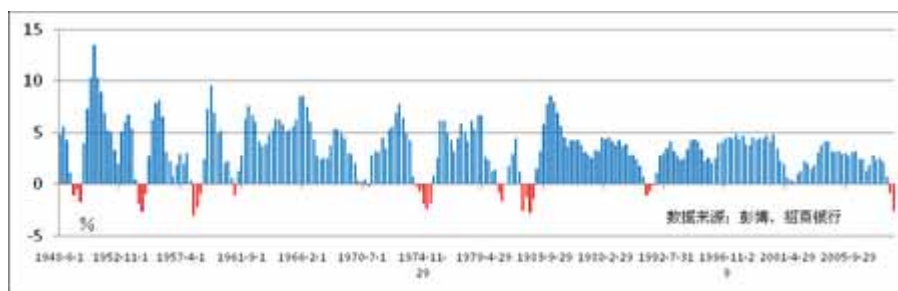


图7：二战后美国季度GDP同比



目前世界对中国率先复苏寄予厚望，并希望依靠中国的复苏来将世界经济拽出泥潭。但我们对此不抱乐观看法，中国经济可以自保，但无暇他顾，出现实质性复苏，可能还需等待海外经济回暖之后。

中国经济的确出现了很多复苏信号，但这并不是可持续性的复苏，因过去中国过于依赖海外市场（详见图8），如今外部需求大幅萎缩，内部需求无法在 1-2 个季度内急速扩大，产能严重过剩是不争的事实。目前中国经济复苏的迹象，更多的是依靠高投资和高信贷投放所带来的效果，如果依靠这一模式进行下去，中国经济可能再次面临资产泡沫及更严重的产能过剩。

图8：中国出口与美国储蓄率的关系



对于经济复苏，鉴于在过去数十年里，全球经济的增长模式、经济分工并未出现大的变化，因此我们认为仍将与历次衰退后的复苏一样，首先从欧美复苏，随后传导到新兴市场，我们并不赞成所谓的新兴市场与发达经济体的“脱钩”论。

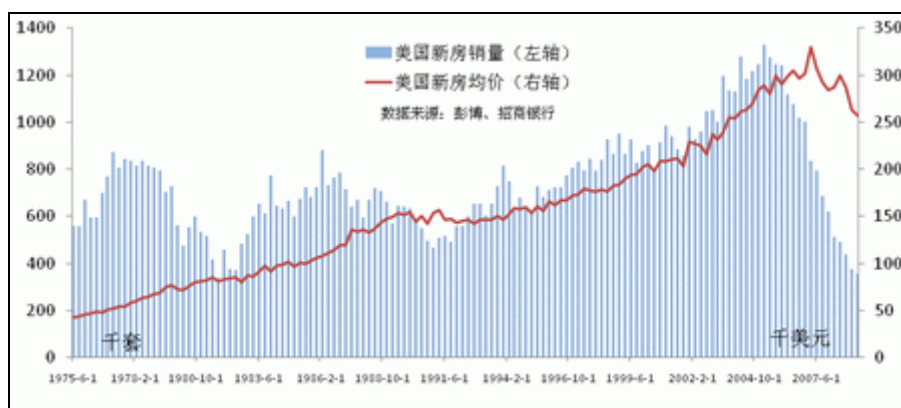
美国经济在复苏进程中很有可能再次扮演领头羊，主要基于以下理由：

(1) 美国市场带来的需求是如此巨大，以致没有其他任何经济体能够取代，美国市场不复苏的话，将直接拖累其他经济体复苏。

(2) 美国经济在此轮衰退中率先调整，且调整幅度最充分，政府的拯救计划规模最大、最全面，同时美国经济的弹性又好于其他多数发达经济体，有理由率先复苏。

(3) 美国的房地产市场值得密切关注，尽管其自06年以来便陷入调整，但我们认为美国地产市场已经见底，未来继续调整的空间不大。

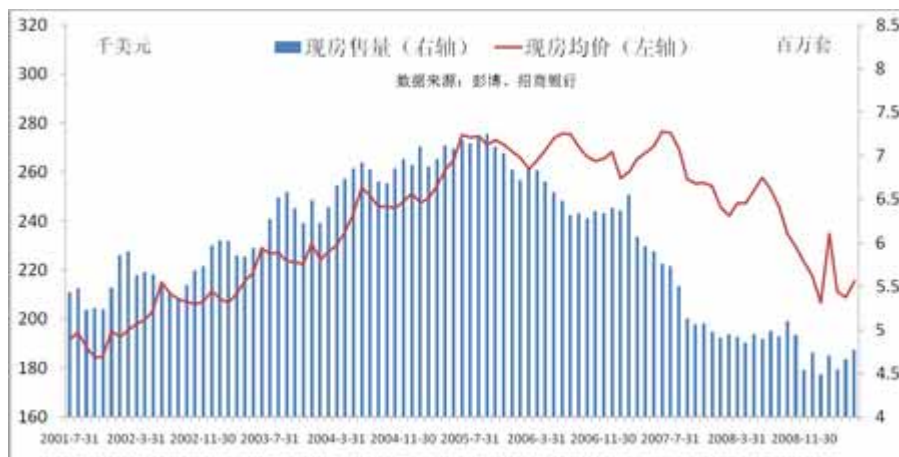
图9：美国新房销量与均价



美国新房销量已跌至上个世纪70年代以来的新低，考虑到人

口仍在增加，可以认为销量处于超跌区，而均价跌幅也超过 20%，在历次衰退中，新房价格并未见到如此幅度的下跌。

图10：美国现房销量与均价



而美国现房市场已经出现企稳迹象，价格开始回升，销量已连续四个月没有创出新低。

更关键的是，美国的房价收入比，已经跌到了 40 年来的最低水平，仅为 7.3，不仅远低于次贷危机爆发前的 9.9，也低于前几次经济衰退期间的表现。

图11：美国房价收入比



我们认为，美国楼市的销量和房价收入比表明，目前已经具备了投资价值，具备了形成底部的条件，今后半年到一年，反转向上的几率将不断增加。

三 货币政策——危险的跷跷板

此前出现的针对美元的加息预期，显然太过超前，尽管全球央行都在向经济体注入巨额流动性，但我们认为暂时还看不到主要经济体收紧货币政策的可能性。

实际上，由于主要政府、央行对经济实施了史无前例的拯救刺激计划，全球的货币政策未来将面临骑虎难下的局面。鉴于目前各国经济还没有表现出实质性复苏的迹象，因此主要央行应不会贸然加息，如果过早加息，则可能会扼杀复苏的“绿芽”；但如果回收流动性过迟，则经济一旦复苏，投放的巨额流动性将会不可避免的引发一场通胀狂潮。如何拿捏回收流动性与经济复苏之间的微妙关系，将成为主要央行面临的艰巨挑战。

从近期陆续举行的领导人峰会、央行行长会议和财长会议可以发现，政策制定者们一致认为现在不应该采取回收流动性的举措，但对于何时开始调整政策，以及如何回收天量流动性，则束手无策。

欧洲央行此前显然低估了经济危机对欧元区的冲击，所以不得不在6月份匆匆忙忙的向金融体系注入了巨额的一年期贷款，这也可以看作是对欧元区统一财政政策缺失的补偿，但实际上却严重削弱了欧洲央行以往坚持的审慎原则，损害了欧元汇率得以坚挺的重要支柱。

美联储则对过度泛滥的流动性既感到无奈，又保持警惕，在7月初的议息会议上，美联储决定不再继续扩大对国债和抵押资产支持证券的购买。

中国央行的政策则颇令人玩味，近期重启了暂停数月的1年期央票发行，政策上似有做出微调的迹象。中国上半年信贷投放创出天量，若继续发展，则有失控风险，且助长资本市场泡沫，但中国实体经济并未见到持续转暖的迹象，因此预计至少半年内中国货币政策不会出现大的调整，利率料继续维持按兵不动。

四 美国债市展望

美国国债市场在2季度的大幅下跌令人印象深刻，但很快企稳反弹，且反弹力度强劲。

美债的大幅下跌，在很大程度上是对此前恐慌性泡沫的修正——过多的资金在短期内涌入美债避险而导致泡沫，同时也是对未来通胀预期的提前反映。目前美债收益率已基本回到了雷曼破产前的水平，我们认为这一水平基本处在一个相对平衡的位置上，除非全球经济再度出现意想不到的恶化，否则收益率在中期内继续大幅攀升的概率不大。

目前对美债不利的因素是，美联储没有继续扩大购买规模，这对中长债的走势构成利空，而利好因素是，市场逐渐意识到经济复苏尚未来临，真正的通货膨胀可能要到 2010 年才会出现，抛售美债的时机尚不成熟。

因此，我们预计未来 1-2 个季度内，美债可能缺乏明确方向，从而陷入宽幅区间振荡。以 10 年期美债收益率而言，在 3.0% -4.0% 之间波动的几率较大。

图12：10年期美债收益率周K线图



五 主要汇率展望

对美元后市的方向，目前市场分歧非常大。我们的观点是不宜押注美元单边下跌，中期内美指更有可能做大幅区间波动。

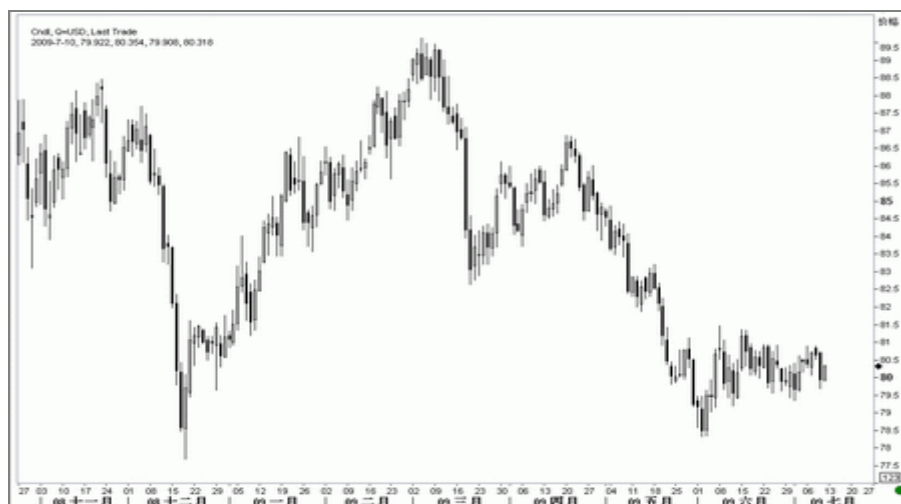
从历史数据来看，欧美债券的利差与美指有较强的正相关，目前该利差出现明显上升趋势，假如美国经济如我们所预期的率先复苏，相信这一利差优势会得以保持，从而对美元形成支撑作用。

图13：欧美债利差对美元有重要影响



由于避险情绪弱化，美元指数在 2 季度出现大幅下挫，但 6 月份后逐渐企稳，陷入区间振荡。鉴于市场对经济复苏的热情逐渐降温，预计避险需求可能较 2 季度抬头，美指在 3 季度继续下行的空间有限。而目前市场对宏观经济的观望气氛逐渐浓厚，如果没有意外事件的推动，预计多空双方都难以推动美元出现实质性变化，美指很可能在 77-82.5 之间陷入宽幅区间振荡。

图14：美元指数日K线图



对于人民币汇率，我们仍坚持年内维持稳定的观点。此前市场一度预期人民币会重启升值趋势，但我们一直强烈反对这一观点，在中国实体经济并未完全恢复，外部需求依然萎靡不振的形势下，重启人民币升值将是一件匪夷所思的事情。

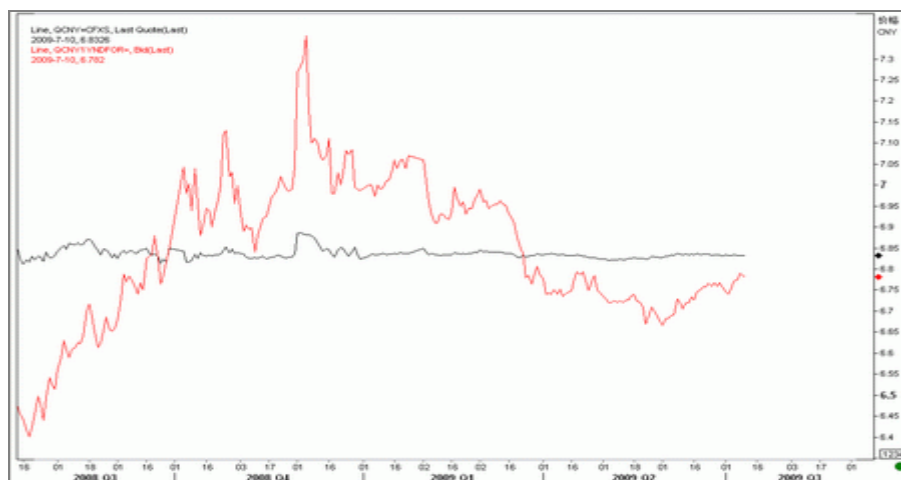
从春季广交会的成交来看，预计中国出口在 3、4 季度很有可能还是维持负增长，4 季度形势或能略有好转，但至少仍将维持个

位数的跌幅。

图15：广交会成交额与中国出口



图16：人民币1年期NDF（红）与即期汇率（黑）



人民币1年期NDF在2季度一度出现明显升值预期，但近期升值预期已明显收敛。随着即期汇率持续保持稳定，预计NDF市场的升值预期还有可能进一步降温，从而使得利差进一步收窄，加大NDF套利的难度。

欧洲货币在2季度经历了大幅反弹，但这一趋势在3季度很可能暂停。

尽管6月份后欧洲货币陷入大幅区间振荡，但整体上行势头依然得以保持。现在的问题是，如果要继续推高欧洲货币，多头会发现找不到足够的理由，欧洲的经济并不比美国更好，失业率和美国一样高，更糟糕的是，欧元区缺乏统一的财政部，没有统一的财政

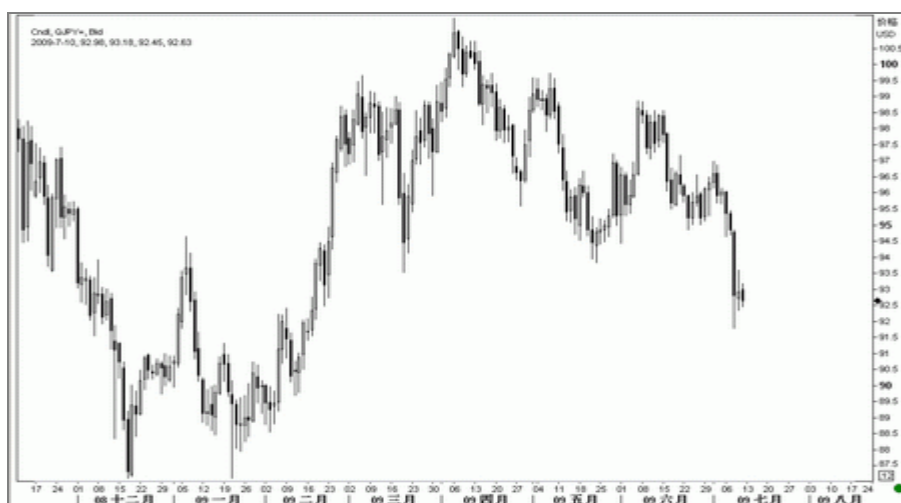
刺激政策，欧洲央行又坚持不再降息；英国倒是推出了财政刺激计划，英国央行也开始购买国债，但英国的步子似乎比美国迈的还要大。

我们认为，欧洲货币目前的汇率，已经比较好的反映出了目前的价值所在，继续大幅走高的空间有限，中期内陷入宽幅区间振荡的概率较大，欧元可能会在 1.35-1.44 间运行。

图17：欧元日K线图



图18：美元/日元日K线图



日元在 2 季度自低点反弹，期间经历了大幅振荡，并经受了朝鲜半岛局势恶化的考验。

美元/日元在 7 月初跌破了 94 一线，从技术上跌破了长达 4 个

月的重要支撑，技术指标也支持汇价继续下行，理论上美元/日元有跌向前期低点 87 一线的风险。

但地缘政治将在 3 季度对日元构成重大考验，朝鲜半岛局势持续紧张，未来走向不甚明朗，一旦出现突发事件，可能打压日元兑美元大幅下挫。

重要免责声明

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应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 2009 版权所有。保留一切权利。