

2009年3月12日

宏观策略部

美国经济何时复苏

◆ 开放度的提高，使我们与世界更加融合

最新公布的2月份美国失业率达到8.1%，远超出市场普遍预期，结合此前美国对2008年第四季度GDP增速数据的修正（由此前公布的-3.8%修正为-6.2%），以及目前愈演愈烈的商业银行危机，让人们美国经济的前景充满忧虑。

美国经济要迈入复苏，首先需要银行信贷资金的配合，而信贷投放需要商业银行走出低谷。目前，尽管美国正对商业银行不断注资，但银行问题层出不穷，并未脱离困境。尽管美联储已经把利率降至零附近，但企业贷款和消费贷款利率并没有同步快速下移。依照货币学派的逻辑，从金融系统企稳到信贷投放还有一段时滞，而银行信贷恢复到实体经济企稳还需要6-9个月。因此，目前就说美国经济企稳还为时尚早，至少也是2010年的事。

美国在2000年后同样面临下滑，但时任总统布什通过不断降税和降息，来刺激消费，美国经济随后开始逐步回升。当时，布什政府的成功，得益于当时美国“国富民强”的盛况。但这已今非昔比，当前的美国经济状况是“国穷民贫”，奥巴马政府就是想通过刺激消费来保持经济的平稳，也是“心有余而力不足”。因此，奥巴马难以复制布什成功救经济之路，美国经济要真正复苏，只能转变到依靠科技的转化拉动经济增长的轨道上来。技术转化成生产力，也即新型产业兴起，并非能一蹴而就的，需要经济调整后技术的不断转化。

因此，在我看来，美国经济短期企稳需要到2010年，而真正复苏则还需要3-5年的时间。短期内（也许今年2季度或者3季度会像08年2季度一样）由于刺激政策让经济指标出现短暂回升，但这种回升并非完全意义上的企稳复苏，只不过是刺激政策引致的昙花一现。

首席经济分析师

潘向东

(8610)68561122-1788

Panxiangdong@ebsecn.com

相关报告：

美国经济何时复苏

最新公布的2月份美国失业率达到8.1%，远超出市场普遍预期，结合此前美国对2008年第四季度GDP增速数据的修正（由此前公布的-3.8%修正为-6.2%），以及目前愈演愈烈的商业银行危机，让人们对美国的前景充满忧虑。

有悲观者认为，当下的全球经济犹如1929年的大萧条，将衰退10年。有乐观者却相信，在奥巴马政府强有力的财税激励和宽松的货币政策支持下，美国经济有望在2009年年底开始迈入复苏。

在我看来，美国经济企稳需要到2010年，而真正复苏则还需要经过3-5年的修整。

短期经济企稳先要金融企稳

美国经济要迈入复苏，首先需要银行信贷资金的配合，而信贷投放需要商业银行走出低谷。目前，尽管美国正对商业银行不断注资，但银行问题层出不穷，并未脱离困境。尽管美联储已经把利率降至零附近，但企业贷款和消费贷款利率并没有同步快速下移。

我们看到，目前15年期固定利率抵押贷款的利率为5.06%，比10年期国债收益率高出2.59个百分点，金融机构惜贷现象显著。这说明目前美国信贷的萎缩，主要并非需求萎缩，而在于银行系统没能走出困境。

当然，奥巴马政府也试图通过经济激励计划来“保增长”，但若缺乏资金供给方（即商业银行系统）的有力支持，那么这一激励计划拉动经济的乘数效应也会小于1，从而很难使经济企稳、复苏。

毋庸置疑，短期内商业银行的困境仍会延续，当前失业率的不断攀升也会进一步恶化商业银行的资产负债表。这一冲击有两方面：一是经济恶化导致企业破产风险不断加大，其贷款最后会演化成不良贷款；二是失业率攀升和居民收入恶化，以及房地产市场和股市的交易萎靡，会导致以前信用良好的一些消费信贷演化成不良贷款。

在经济步入衰退之时，实体经济与金融机构之间存在“负向反馈循环”（即金融机构紧缩信贷会导致实体经济衰退，反过来，实体经济衰退又会导致金融机构进一步紧缩信贷）。由于此轮美国经济衰退是“休克”式的，这在2008年第四季度和2009年第一季度对商业银行机构的冲击将最为剧烈。

但美国商业银行并非不可救药，我觉得在今年二季度，当实体经济对金融系统的影响加剧时，美国会启动商业银行国有化进程。当然，私人企业国有化会降低运行效率，但这一举措短期内有利于金融系统企稳，一旦危机度过，经济步入平稳，国有资本选择退出，也并不是一条良策。

依照货币学派的逻辑，从金融系统企稳到信贷投放还有一段时滞，而银行信贷恢复到实体经济企稳还需要6-9个月。因此，目前就说美国经济企稳还为时尚早，至少也是2010年的事。

复苏要靠增长方式转变

众所周知，美国经济在2000年后同样面临下滑，但时任总统布什通过不断降税和降息，来刺激消费，美国经济随后开始逐步回升。

当时，布什政府的成功，得益于当时美国“国富民强”的盛况。但这已今非昔比，当前的美国经济状况是“国

穷民贫”，奥巴马政府就是想通过刺激消费来保持经济的平稳，也是“心有余而力不足”。

面对当前百年难遇的金融危机，美国为了救助那些受困企业，即便不考虑新增因素，2009 年的财政赤字占 GDP 之比也已经达到了 8.3%，远超出 3% 的警戒线。财政状况恶化必将抑制政府“还富于民”（即通过降税等财政激励措施刺激消费）的施政空间。

美国居民现在也处于历史上少有的“贫困”之中。经过长期过度消费，美国居民储蓄水平已经降至历史低点，而股市和房地产市场快速下滑也使居民财富急剧缩水。此时，即便政府出台降税措施以刺激消费，居民也无法再透支。

因此，奥巴马难以复制布什成功救经济之路，美国经济要真正复苏，只能转变到依靠科技的转化拉动经济增长的轨道上来。技术转化成生产力，也即新型产业兴起，并非能一蹴而就的，需要经济调整后技术的不断转化。

由此，我们认为，从增长方式转换角度来看，去谈 2010 年前美国经济会步入复苏之路也为时尚早。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志	010-68561122-1717	13810794466	lidz@ebscn.com
	王汗青	010-68561122-1777	13501136670	wanghq@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68561122-1779	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561122-1732	13718402651	wujiang@ebscn.com
上海				
	李松	021-22169999-9090	15821882803	lisong@ebscn.com
	戴茂戎	021-22169999-9086	13585757755	daimr@ebscn.com
	王莉本	021-22169999-9083	13641659577	wanglb@ebscn.com
	杨日昕	021-22169999-9082	13817003122	yangrx@ebscn.com
深圳				
	陈扬	021-22169999-9080	13916187675	chenyang@ebscn.com
	高峥	021-22169999-9085	13585940280	gaozheng@ebscn.com
	凌洁	021-22169999-9087	15921780908	lingjie@ebscn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。