

2009. 3. 23

数量宽松、房地产和 G20 展望

SIGNAL in Noise

张晗

021-38676675

zhanghan@gtjas.com

王成

021-38676820

wangcheng6461@gtjas.com

张贇

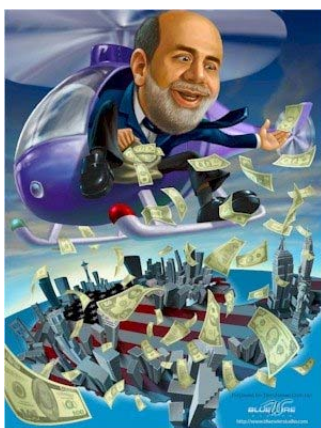
021-38676053

zhangyun007589@gtjas.com

本报告导读：

- 其实早已开始的数量宽松现在难以传导至通胀，而房地产市场的扰动仍需观察
- G20会议不容乐观，欧盟单一市场四大支柱摇摇欲坠

正文：



投资者对于美联储购买 3000 亿美国国债的最初反映近乎疯狂，SIGNAL in Noise 表示理解，但是各类市场投资者的理性判断程度存在差异。美国 10 年期国债收益率的 40 个基点的下降是理所当然，股票市场的上扬只会是短期现象，和商品的表现一样，短期肾上腺激素分泌过多带来了波动的加大，这两个市场恢复的时点还没有到，现在就是在区间震荡。外汇市场的表现继续偏离 SIGNAL in Noise 对于美元相对欧元年内大幅升值的判断，并不意外，金融板块引领标普 500 在一周内最高涨幅达到 17%，这轮熊市反弹是肯定会发生的，也缺乏基础，起因就是美国的银行们表示盈利恢复。但这足够将外汇市场的注意力从欧洲内部问题中暂时吸引过来，注意这只是暂时，反弹也只是反弹。

于是，A 股市场的投资者将有色这类资源股再次推高，SIGNAL in Noise 觉得逻辑可能有两个：美元贬值和大通胀再现。现在可能出现大通胀吗，3 个月前我们还沉浸通缩的恐惧之中，而且美联储也不是现在才开始数量宽松政策的，联储资产负债表的大幅扩张从雷曼兄弟破产后就已经开始了，没有必要去咬文嚼字认为数量宽松必须是购买国债。

而从俗称的印钞票到大通胀还需要跨越影子金融系统的收缩所留下的大坑。还记得全球流动性的到金子塔结构吗，基础货币只占全球流动性的 1%，而证券化信用占 13%，衍生品占 75%（这块无需担心，只是合约的名义价值）。

图 1 美国国债市场反应合理，股市反弹动力不在

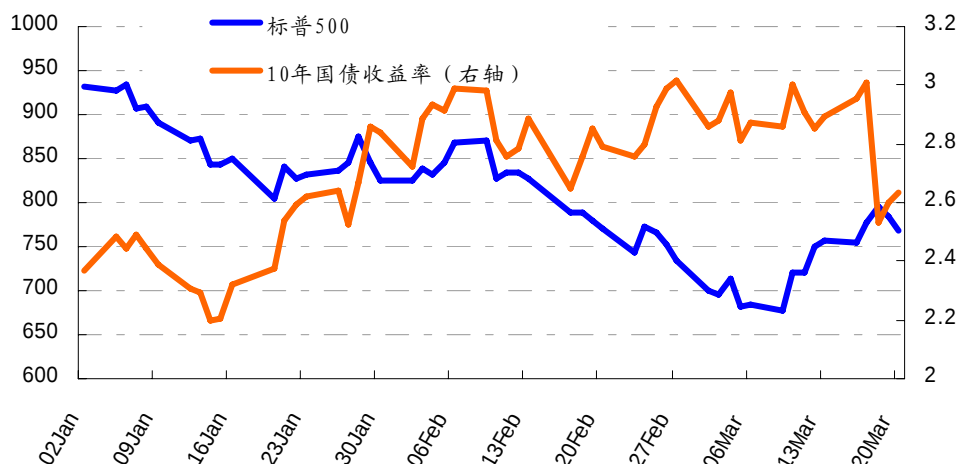
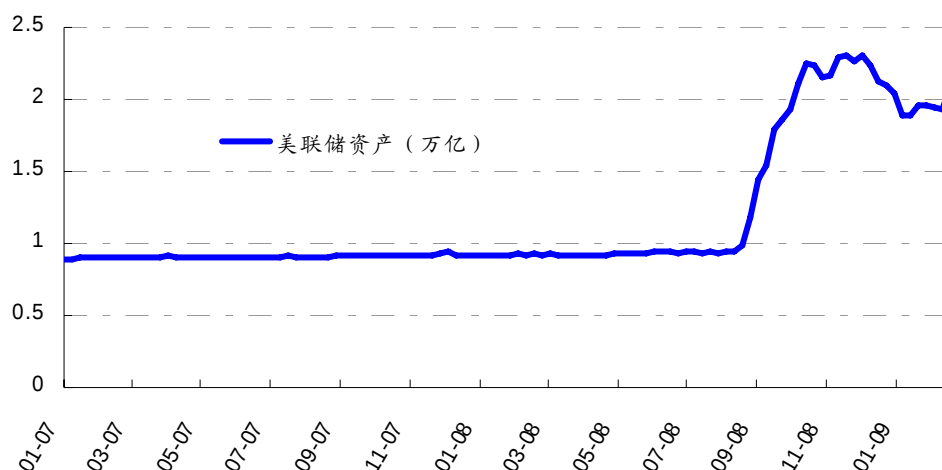


图2 美联储的资产早已开始扩张

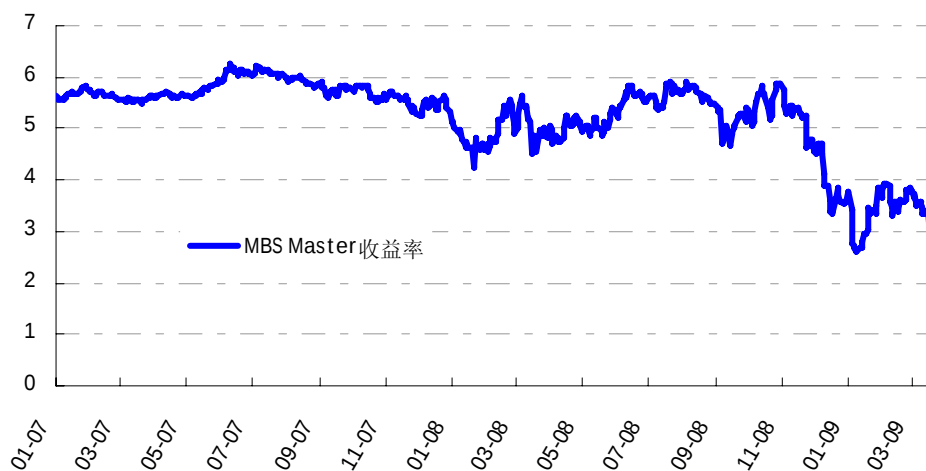


数据来源: Bloomberg

美联储的数量宽松本质上关注的是信用成本

所以伯南克只是试图去为流动性的收缩兜兜底,他关注的焦点还是利率,尤其是私营部门的利率。所以开始购买 3000 亿美元国债的同时,新增加了 7500 亿美元住房抵押贷款支持证券的购买,原先的购买计划是 5000 亿美元,同时将购买 GSE 债券的数额从 1000 亿美元扩大到 2000 亿美元。

图3 MBS 收益率



数据来源: Bloomberg

但流动性收缩留下的大坑是不可能通过联储来填满的

因为伯南克关心的经济的恢复,而影响经济的是信用的价格。流动性的收缩会导致信用价格的上升,信用收缩的贡献来源之一就是影子银行系统,影子银行系统通过短期借贷(例如资产支持的商业票据)购买证券化资产,所以在影子系统垮台后,证券化市场也开始停摆,伯南克所做的就是通过各种工具来创造证券化市场的新需求。这是冲击经济的流动性收缩,缺口有多大呢,原始的证券化市场规模在数十万亿美元,美联储资产负债表扩大了多少,1 万亿美元,加上新增的 1.15 万亿美元和未来的 TALF 等等,不在一个数量级上。

图4 ABCP容量下降是银子银行系统崩溃的指标



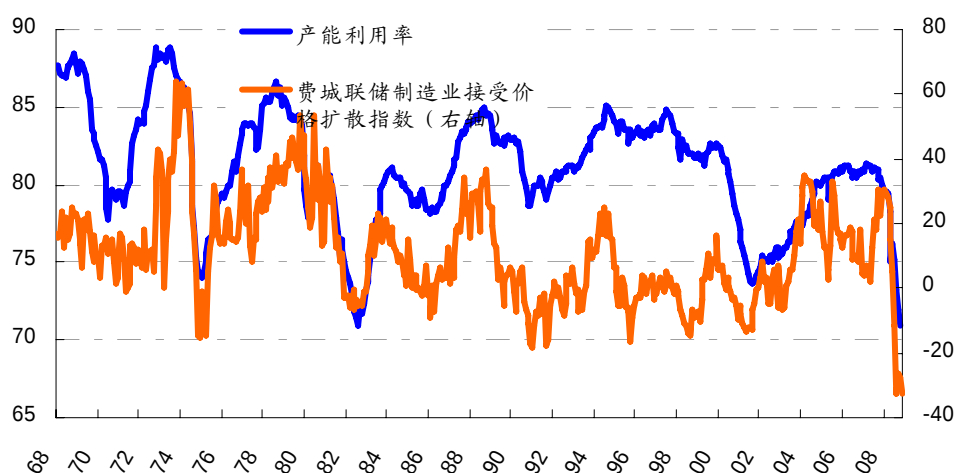
数据来源: Bloomberg

所以, 只靠美联储的定量宽松是无法导致大通胀的, 至多只是降低信用价格, 这一点 *SIGNAL in Noise* 认为可以达到效果。只有在看到了私营部门信用供给的恢复以后, 而且不仅仅是传统银行体系, 还包括银子银行体系, 才能说大通胀出现迹象。

实体经济的产能过剩仍在恶化, 通缩压力犹在

从实体经济角度, 我们现在面临的仍旧是产能过剩。美国 2 月份的产能利用率下降到 70.9%, 是数据历史的最低水平, 低于 82 年, 制造业的产能利用率下降到历史最低的 67.4%。价格领先指标也仍然在下降, 费城联储调研报告显示制造业的接受价格扩散指数继续下降, 说明价格下降程度没有好转。

图5 美国产能利用率和费城联储接受价格指数说明通缩压力犹存



数据来源: Bloomberg

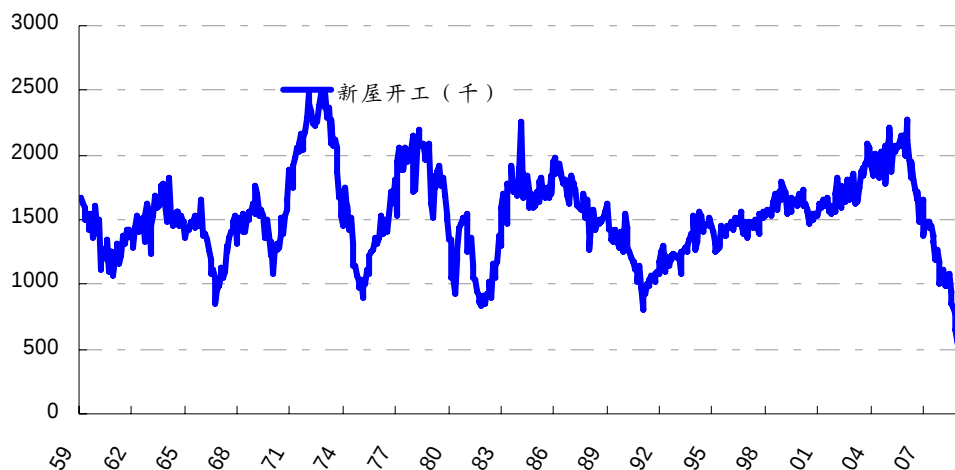
美股仍将维持震荡, 下半年政策效果释放才可能带来上升趋势

这次美国股市的上涨仍然是反弹, 部分经济指标的好转很可能是一个扰动因素, 反而被市场夸大了。 *SIGNAL in Noise* 之前判断标普最低在 625 点, 市场从现在这个点位很可能再跌下去, 股票市场还将游离于好消息和坏消息之间而来回震荡, 下半年才可能是财政刺激和数量质量宽松货币政策释放效果的契机, 是好消息战胜坏消息的时候, 对于美国市场。

勿轻言房地产恢复，现在的信号是交织的，需要时间判断趋势

现在说危机源头的房地产将要恢复尚为时过早，不错，新屋开工确实是超预期恢复，环比增长 22%，但核心的独居家庭住宅环比只是增长了 1.1%。有报道称主要是 2 月气候异常转暖和降水减少导致超预期的增长。开工许可数据则与气候无关，2 月环比增长 3%。在 06 年开始的开工下跌趋势中，SIGNAL in Noise 看到很多次这样的反弹，在看到趋势扭转过来之前，SIGNAL in Noise 仍然认为现在房地产建筑犹未见底，而房价见底则更远。

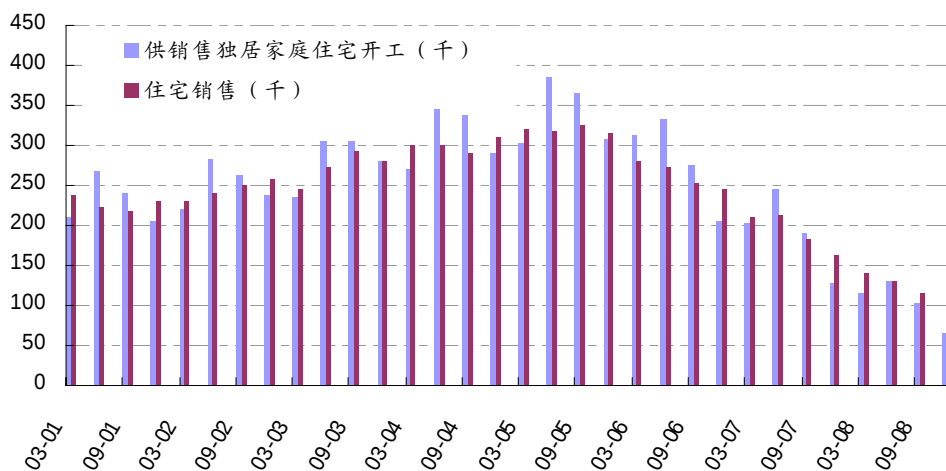
图 6 新屋开工的反弹是扰动



数据来源：Bloomberg

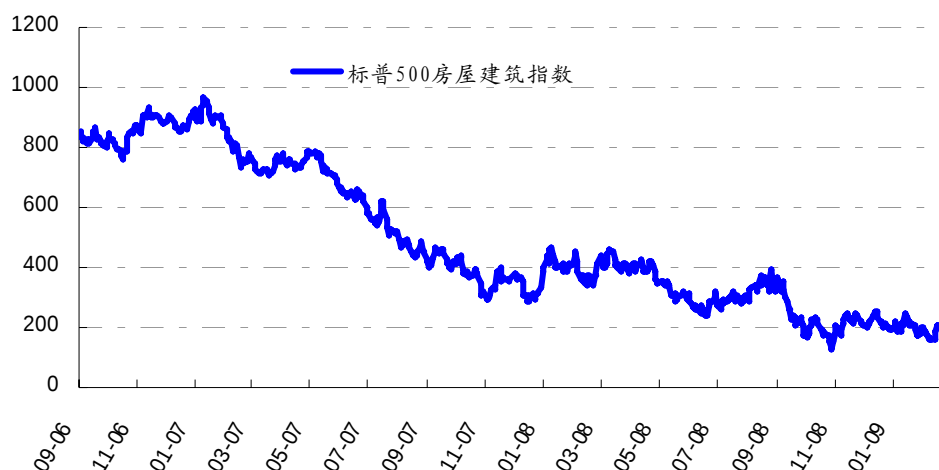
独居家庭住宅指标是以消费者的信心和需求为基础的，而 2 套以上的单元住宅则存在很多扰动因素，所以，SIGNAL in Noise 比较新屋开工中的供销售的独居家庭住宅和新屋销售数据，不错的信号是从 07Q4 开始，开工开始低于销售，所以我们看到库存开始下降，但销售下降得更快，因而库存月数仍在上升。所以现在的信号是交织的，股票市场的反应恰恰如此（图 8）。

图 7 但开工低于销售却是有利的信号



数据来源：Bloomberg

图 8 然而标普 500 住宅建设指数难言上涨



数据来源: Bloomberg

G20 会议展望并不乐观

展望即将到来的 4 月初 G20 会议, *SIGNAL in Noise* 越发感觉一个能够众望所归地达成世界主要国家齐心协力抗击衰退共识的 G20 会议正越来越变得遥不可及。其中一个很重要的因素在于: 共识应该是什么。很显然, 现在世界主要国家在这个问题上已经基本分裂了。每个国家对于当前国际协调最需要解决的问题都有自己的看法。基本的分歧是以美国为代表的政府救市派和欧洲主导的制度重塑派, 以及新兴市场国家主导的权力再分配派。

表 1 已知的 G20 会议的主要参与者对于会议应有的主要议程的设想

欧洲	重构全球金融(监管)体系, 扩大监管的范围, 加大 IMF 的作用, 法德应该作为欧盟在 IMF 中的代表
美国	共同出台更大规模的刺激方案
俄罗斯	重构全球金融体系, 促进结算货币多元化, 改革 IMF 的权力分配, 制定国际公认的宏观经济和预算政策标准, 避免其对中长期的宏观经济稳定的冲击
英国	重构全球金融(监管)体系, 扩大监管的范围, 支持建立新的欧盟金融机构
日本	支持美国
中国	??

美国和欧洲对于政府救助措施分歧产生的原因 *SIGNAL in Noise* 觉得这可以有两方面的解释:

一是欧洲政府已经投入了太多的成本用于稳定市场, 在没有看到明显成效之前他们不敢再投入更多。本周举行的欧盟成员国峰会上欧盟委员会透露出来的数字是包括现有的财政刺激方案, 以及未来会发生的财政的“自动稳定器”(Automatic Stabilizer, 包括失业补助, 以及税收减少等), 09 年和 10 年的累计财政刺激成本将达到欧盟 GDP 的 3.3%, 而一旦再加上对银行的政府担保, 这个数字将达到 23%。尽管政府对银行的担保只是或有负债, 但是欧洲央行行长巴罗佐指出这已经对政府的融资成本造成了不良影响。在今年的头两个月, 德国国债发行出现了两次流标。所以欧洲央行认为他们能够做的事情已经“到头了”。

图9 欧元区内部公债利差



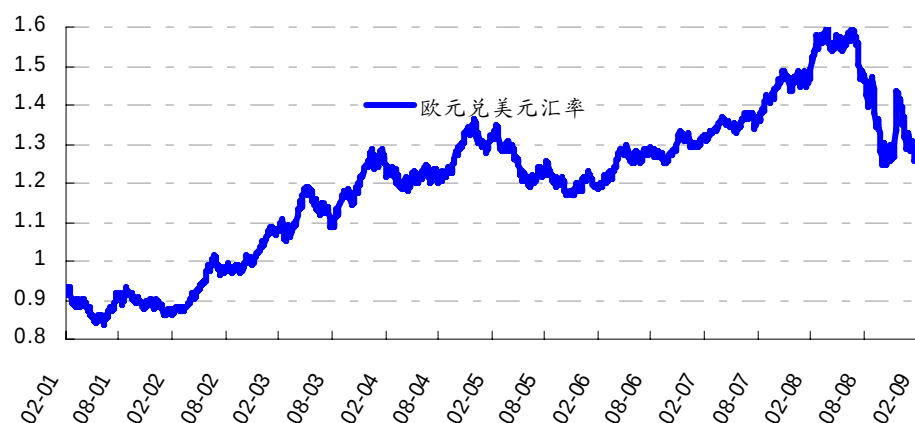
数据来源: Bloomberg

欧盟单一市场四大支柱摇摇欲坠，欧元前景渺茫

另一种解释是，欧盟内部的自我保护意识阻碍了任何协同的救助努力。欧盟国家遇到的问题是共同的：严重的失业和飙升的社会福利支出。痛苦是本国的，但是成功救助的效应是全球化的。欧洲单一市场的四项基本经济自由：劳动力，资金，商品和服务的自由流动，保证了成功救助的溢出效应是巨大的。在本次峰会上，德国委婉地表达了希望能够授予德国电信在本国农村宽带网的建设上的临时垄断力，这和欧洲单一市场的竞争规则直接违背。而 Signal in Noise 在前几期谈到东欧问题的时候也指出了西欧国家对于本国银行业的救助措施被传导至东欧的忧虑。

但是比起对 G20 领导人会议的核心议题的争议，更令人担忧的是许多国家把这次会议看作是一个扩大自己影响力的机会。在欧洲内部，德国和法国在本周的欧盟领导人峰会上的野心已经暴露无疑。继本周英国金融服务局 FSA 的主席特纳勋爵抛出了英国版本的国际金融监管的蓝图之后，法国央行前行长拉罗西埃尔也抛出了一份欧洲版本的蓝图，在本次峰会上得到了法德两国的力捧。当中一段关于欧洲监管和国际组织协调的设想耐人寻味：方案认为欧盟在 IMF 的声音过于分散，鉴于此，在未来的国际协调架构中欧盟在重组后的 IMF 的执行委员会中的代表最多不超过两个，欧盟在其他国际组织中的代表权也应照此整合。

图10 我们看空欧元



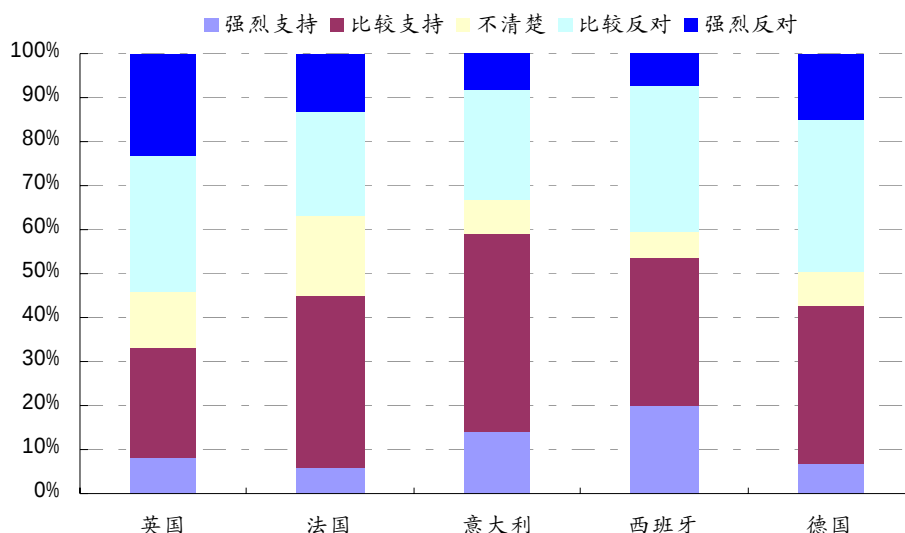
数据来源: Bloomberg

德法两国的野心更多集中在寻求在欧盟内部更大的发言权，而发展中国家则更试图扩大自身在国际组织中的影响力。俄罗斯的野心并没有受到石油价格暴跌以及经济大幅度衰退的影响。本周俄罗斯也给出了自己对于未来的国际金融体系改革的设想，包括要促进国际金融中心和国际储备货币的多元化，而 *Signal in Noise* 也在前几期的周报中表达了对于俄罗斯是东欧局势动荡的潜在不确定因素的担忧。在 *Signal in Noise* 所寄予重望的中国对 IMF 的资金支持上，中国的表态也是出乎意料地模糊，可能也是为了把这作为争取在 IMF 更大发言权的棋子。

所以 *Signal in Noise* 现在能够看到的 G20 最有可能取得的成果是：以中国为代表的发展中国家会得到在 IMF 中更大的话语权（*Signal in Noise* 的估算是，年初 IMF 的贷款资金池大约有 2000 亿美元左右，本周欧盟同意增加对 IMF 的资金支持 1000 亿，而 IMF 现在的目标是要维持 5000 亿的资金规模，那么中国需要拿出的资金至少需要在 1000 亿美元以上，所以中国达到获得更大发言权的目的几乎是必然的，问题只在于程度多少），而权力的再分配可能就是重组的全部内容；美国呼吁的更大规模的协同经济刺激计划被类似于“各个国家继续尽自己最大努力维持经济稳定”之类的表述一笔带过；同时各个主要国家继续重申对于支持自由市场的承诺，然后加快保护主义措施的实施。

保护主义的蔓延几乎是难以避免的，因为随着失业率的攀升，民众会要求政府对本国就业市场进行保护，而政府很难有能力拒绝这种要求。虽然现在法国失业民众的怒火是指向了他们认为政府的不作为，但是一旦他们意识到政府的援助在欧洲单一市场的规则下都流向了欧洲的穷邻居们，他们的怒火会不可避免地转移到劳动移民上。

图 11 Harris International 和英国金融时报三月初在欧洲进行的网上调研：你支持还是反对其他欧盟国家的劳工在你所在的国家获得工作



数据来源：FT

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为国泰君安证券，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码：200120

电话：(021) 38676666

深圳

深圳市福田区益田路 6009 号新世界中心 34 层

邮政编码：518026

电话：(0755) 23976888

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码：100140

电话：(010) 59312799

国泰君安证券网址：www.askgtja.com

E-MAIL：gtjaresearch@ms.gtjas.com