

宏观研究
2009 年 2 月份美国经济新动向
主要经济领先指标

领先指标	1 月份	2 月份
LEI	98.9	98.5
利差	237 基点	265 基点
住房建筑许可	53.1 万	54.7 万
M2	6.821 万亿	6.827 万亿
	2 月份	3 月份
信心指数	56.3	57.3

联系人

张莹花

电话：0755-83706284

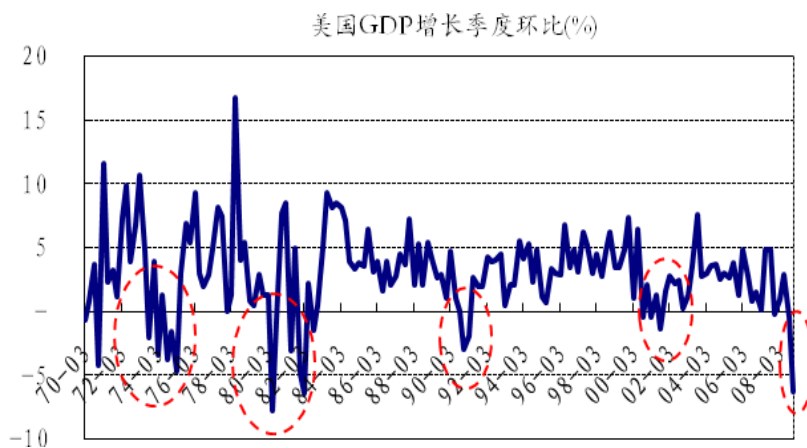
分析师申明：

分析师在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了分析师对上述行业、公司或其证券的看法。此外，分析师薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

- 从 2007 年持续到 2009 年的经济衰退，根源在于美国过度借贷的信贷环境吹大了房地产泡沫，同时金融机构又利用衍生工具将房产债券规模扩大化。因此，美国经济要走出衰退的两个必要条件是：房价停止下跌和银行系统的稳定并恢复借贷。
- 目前银行系统恢复借贷的必要条件已经具备：美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差是美国经济领先指标的重要成分指标之一，占领先指标的 10.4%。今天的银行贷款正变得有利可图，因为经过美联储的多次降息，经典的超过 200 个基点的 10 年国债和联邦基准利率利差周期正在出现，利差的扩大将吸引银行逐步恢复借贷。
- 购买房产正变得有吸引力：房地产的下跌已创下了 50 年以来的最大的幅度，住房建筑许可从 2006 年 1 月顶点以来已经下跌了 77%。目前美国 2009 年 1 月底的房价收入比已经下降到 3.2，比 2005 年底的 4.7 的水平已经下降了 32%，低于 2000 年房产上涨前的 3.4 的水平。正在接近 80 年代以来的历史低点，房价收入比为 3.0。近期美联储购买 3000 亿美元长期国债更是使 30 年房贷固定利率下降到 40 年新低，房产购买力指数为 167，为 1989 年有数据以来最高水平。
- 2 月份公布的 LEI（经济咨商局领先指标）值为 98.5（2004=100），比一个月前的 98.9 略微下降，本次 LEI 的下跌主要由于与经济发展相对同步的指标下跌造成，对经济复苏更具前瞻性的指标和权重更大的指标则出现了好转的迹象。多项指标预示着美国经济有可能在 2009 年底复苏。

美国国民经济研究局宣布，美国经济自 2007 年 12 月陷入衰退。从 2007 年持续到 2009 年的经济衰退，根源在于美国过度借贷的信贷环境吹大了房地产泡沫，同时金融机构又利用衍生工具将房产债券规模扩大化，房产止升回跌与美国以市场计价的会计准则的转变引爆了二战以来最为严重的房地产危机和金融危机双危机——次贷危机。美国经济要走出衰退的两个必要条件是：房价停止下跌和银行系统的稳定并恢复借贷。

图 1 美国经济从 1970 年到 2008 年共经历了五次衰退

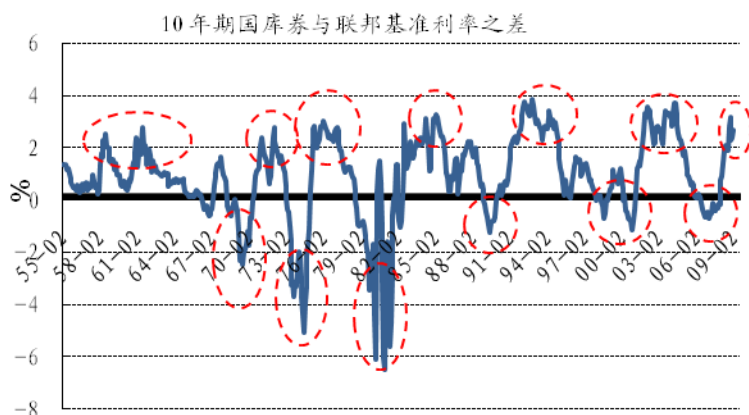


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

银行系统恢复信贷的必要条件已经具备

花旗银行近期宣布的头两个月的盈利给投资者很大的信心，产生花旗银行将在第一季度实现盈利的预期。同时摩根大通也相继公布了类似的盈利预告。股票市场录得自 2008 年 11 月以来的周最大涨幅，银行股领涨。有人认为这可能是经济复苏的前兆，但大多数人则认为现在下结论未免太早。我们认为银行系统已经具备了复苏的必要条件——美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差已经高于 200 个基点，银行惜贷的局面将会由于利润的吸引慢慢得到转变。

图 2 目前处于利差在 50 年代以来第 7 次高于 200 个基点时期



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差是美国经济领先指标的重要成分指标之一，占领先指标的 10.4%。10 年期国库券与联邦基准利率之差对于预测银行系统的稳定性的关键作用在于银行的利润来源主要是存贷利差，其运作的模式是在同业市场上拆借短期资金，转贷给有长期资金需求的客户。这就是为何负的 10 年国债和联邦基准利率利差对经济来说如此致命，因为当短期利率高于长期利率的时候，银行无法通过放贷盈利，自然收缩信贷；而当短期利率大大低于长期利率的时候，贷款变得盈利可观，在高收益的促使下，银行将会逐渐恢复对客户的借贷。

自 1954 年以来，美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差出现过 5 次低于零的情况，分别是在 1974 年，1979-80，1990，2000 和 2007 年，每次都提前于经济衰退出现。同样美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差出现过 7 次高于 200 个基点的情况，每次都促使了经济的复苏。在 70 年代以来的 5 次经济低谷中，美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差平均提前约 9 个月预示了经济的复苏。

美国 80 年代至 90 年代金融危机和房产泡沫破灭引致的衰退为本次分析提供了很好的参照，亦帮助解释了为何美国 10 年国债和联邦基准利率利差的走高对本次银行系统的稳定至关重要。

90 年代初房产和金融危机的原因在于美国储贷机构在不具备相应风险管理能力的情况下，大肆开展新型业务，结果在利率环境发生逆转、房地产泡沫破灭的背景下，整个行业几乎灰飞烟灭，最后由政府用纳税人的钱“保释”出来。

导致损失的原因并不复杂：资产与负债不匹配、大量投机于垃圾债券、欺诈、以及对商用房地产的巨额投资。危机来源于 19 世纪 70 年代

两位数的通货膨胀伴随着美国利率市场的放松管制, 引发利率市场剧烈变动。至 70 年代末, 储贷机构开始不断流失储户, 因为人们去追求其他新的短期市场基金, 这部份投资虽然没有存款保险保障, 但利率要高得多。为了吸收存款, 储贷机构获准提高存款利息, 但却没有获准提高贷款利息。存款利率从 1979 年底的 13% 飙升到 1980 年的 20%。但在支付给新储户两位数的利率的同时, 储贷机构从原有的 30 年按揭贷款人身上只能收取 8% 甚至更少的利息。到了 1981 年, 85% 的储贷机构资产大幅缩水。这就是由于银行在利率急升的情况下导致资产负债表的 mismatch, 成为了 80 年代初美国储贷危机发生的主要原因。

为了促进经济复苏, 1981 年《经济复苏税收法案》则放松了对金融部门的监管, 实行减税与低利率方案, 允许美国储贷机构在不具备相应风险管理能力的情况下, 大肆开展新型业务, 导致 80 年代早期和中期的房地产泡沫。1986~1992 年房地产泡沫破灭, 这就是美国 90 年代的房产危机。直到 1992 年以后, 当短期利率低于长期利率, 银行逐渐实现盈利的时候危机才告结束。

经过美联储的多次降息, 目前利差已经达到 265 个基点, 经典的超过 200 个基点的 10 年国债和联邦基准利率利差周期正在出现, 2006 年和 2007 年利差处于负的局面已经大大改善, 放贷对银行的吸引力正不断增加。

目前高盛、摩根士坦利、美林、花旗、摩根大通和美国银行 6 大金融机构财务状况都出现了好转的迹象。美联储的总资产与 6 大机构的总负债存在负相关的关系, 目前美联储总资产已经从 08 年第四季度的大幅增加转成目前大幅减少的情况, 6 大机构的总负债已经大幅增加。同时目前 6 大机构的财务杠杆倍数已经降低到了 4.5 倍, 有些机构下降的幅度高达 10-20 倍, 处于相对安全的范围。

我们认为, 美国银行系统企稳, 实现盈利的必要条件正在出现。同时美国的稳定对于欧洲金融机构将有重要意义, 因为欧洲三大股指基本是美股的附庸, 而且欧洲金融机构发生的损失大部分来自美国市场, 只有约 40% 的次贷不良资产由美国金融机构承担。

购买房产正变得有吸引力——房价收入比正在接近历史低点

作为本次危机的源头, 房地产价格不停止下跌, 银行资产负债表上的不良资产将无法定价, 难以估量其损失, 市场将一直处于未知的恐慌当中。

本轮房地产泡沫是二战以来最严重的, 美国房地产自 2000 年开始上涨至 2006 年达到顶峰, 已经连续上涨超过 5 年。而本次房地产的下

跌亦创造了 50 年以来的最大的幅度。住房建筑许可从 2006 年 1 月顶点以来已经下跌了 77%；远远大于 1973 年的石油危机中住房建筑许可证下跌的 64%；而 1979 年的能源危机住房建筑许可证则下跌了 58%。而随着房价的急速下跌，房价收入比正在不断地变小，美国人的购买能力指数则达到了 40 年以来的新高。

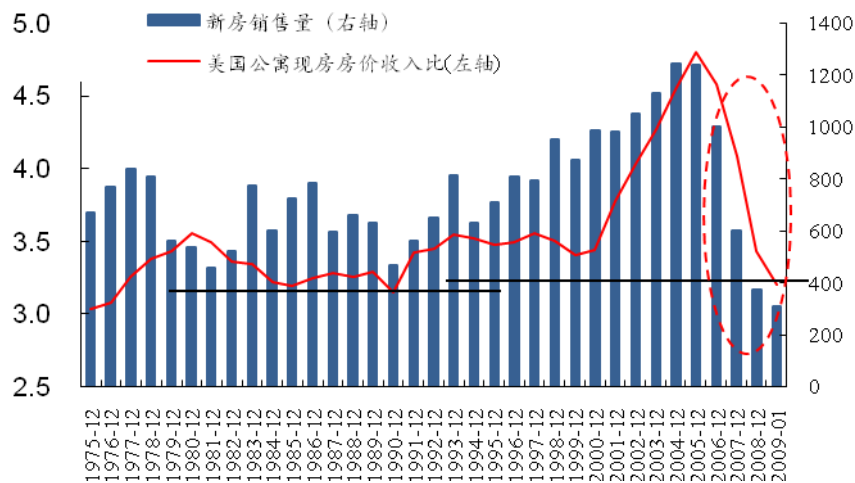
表 1 美国历史住房建筑许可变动一览

主要事件	时间	高点/低点	%变动
肯尼迪减税衰退	1959 年 2 月	1667	
	1960 年 12 月	1063	-36
	1973 年 1 月	2481	
1973 年石油危机	1975 年 2 月	904	-64
	1978 年 4 月	2197	
	1980 年 5 月	927	-58
1979 年能源危机	1989 年 1 月	1621	
	1991 年 3 月	921	-43
	1999 年 1 月	1748	
世界金融危机	2000 年 7 月	1463	-16
	2006 年 1 月	2292	
	2009 年 1 月	521	-77

资料来源：国海证券研究所

目前美国 2009 年 1 月底的房价收入比（美国家庭收入中位数/公寓现房销售中位价）已经下降到 3.2，比 2005 年底的 4.7 的水平已经下降了 32%，低于 2000 年房产上涨前的 3.4 的水平。从历史上 GDP 季度环比增长的速度来看，目前的经济情况远差于 2000 年的情况，但跟美国 80 年代初的经济危机的 GDP 下跌幅度非常地接近。因此，我们可以假设美国房产价格继续下跌到 80 年代以来的历史低点，房价收入比为 3.0，下降 6.7%，会是一个怎样的情况。从美国近期统计数据可以看出，美国家庭收入 2009 年 1 月底达到 51187 美元的水平，比 2007 年 12 月底的 50233 美元还略有上涨。在假设家庭收入不变的情况下，房价收入比下降 6.7%，意味着房价要下降 6.7%。美国房价自 2008 年 7 月份以来，已经形成了下跌的趋势线，2008 年 7 月份至今已经下跌了 23%，平均每月下跌 2.9%。2008 年 10、11 和 12 月分别下跌 2.4%、3.1%和 2.7%。如果我们按照该速度计算房价下跌幅度那么房价下跌 6.7%只需要大约 3 个月时间就可以使房价收入比达到 3.0 这个 80 年代以来的底部。

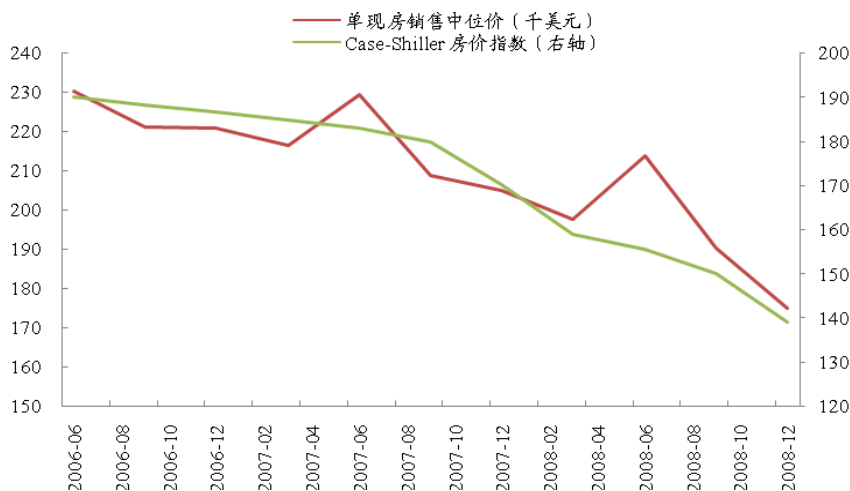
图3 美国房价收入比正下降到历史低点



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

注释：房价收入比= 美国家庭收入中位数/公寓现房销售中位价

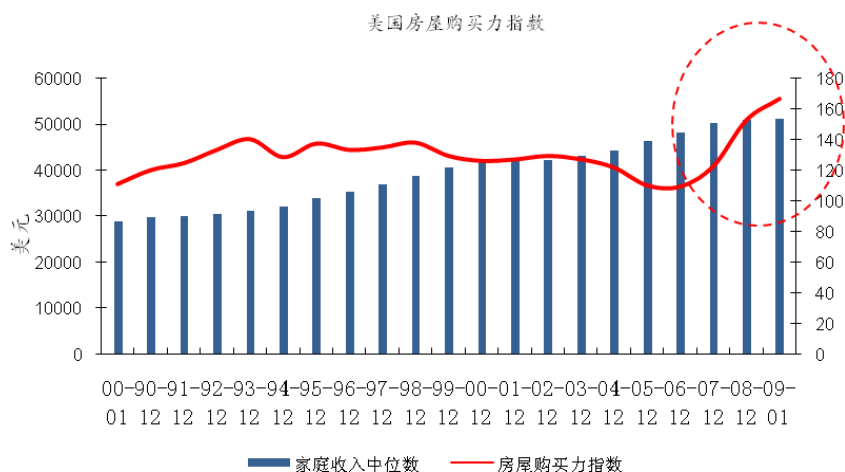
图4 美国房价在08年6月份以后加速下跌



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

另外，新房（new home）销售量从2005年夏季见顶以来已经下跌了77%，但2月份销售量环比上升4.7%，从1月份的32.2万套上升到33.7万套，超出了大多数人的预期。同时不断下跌的房价和贷款利率使房屋购买力指数不断上升，2009年1月份的房屋购买力指数为167，是美国房屋购买力指数1989年有数据以来的最高水平，比2006年底最低水平109已经上升了34.7%。

图 5 美国房屋购买力指数已经上升到历史新高



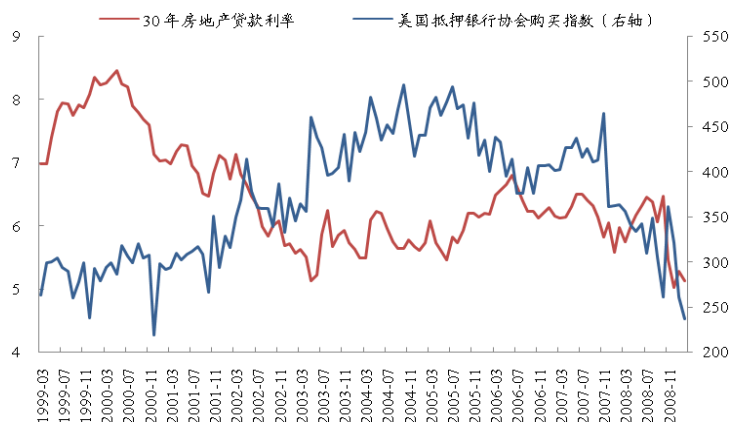
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

而且 3 月份美联储宣布额外投入 7500 亿美元从房第美和房利美购买抵押债券和 3000 亿美元购买美国长期国债更是使购房 30 年固定利率从 4.98% 下降至 4.85%，处于 40 年以来的历史低位。从下图美国 30 年固定利率与抵押银行协会购买指数负相关关系可以看出，30 年固定利率的下跌将会促使购买指数的上升。低利率将会提高美国人购房能力的同时，有助于降低房产库存，房价也将因此获得支撑。目前申请抵押贷款的申请已经显著上升。

但目前不断上升的失业率使人们未免对房屋购买力指数的提高产生了疑问。通常首次申请失业救济人数的上升，是衡量劳动力市场活跃程度的很好的指标，但并不是衡量新屋销售的前瞻性指标，通常落后 6 个月。比如新屋销售在 2005 年夏季见顶，而失业率则在 2006 年秋天见底。因此我们认为目前高企的失业率并不构成房地产市场复苏的阻力。

目前新独栋家庭别墅 (new single family houses) 存量需要 12.2 个月消化，现有家庭房屋 (existing single-family homes) 存量需要 9.1 个月消化，公寓 (condos) 存量则需要 14.7 个月来消化。一般认为库存降到了 7-8 个月水平的時候是房价见底的时候，美国的房产仍处于去库存阶段。

图 6 美国 30 年固定利率与抵押银行协会购买指数呈负相关关系

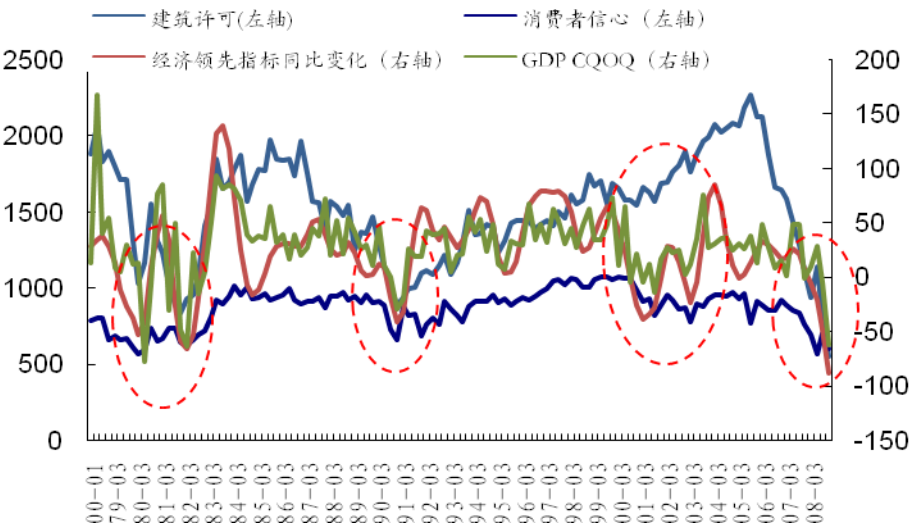


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

经济领先指标预示 2009 年底可能复苏

为了考察美国在本次危机中的复苏拐点，我们通过研究 1978 年以来的 3 个经济周期发现住房建筑许可、消费者信心指数和经济咨商局领先指标 (LEI) 在 3 轮经济周期中均能提前经济复苏出现拐点，对预测经济复苏的准确性最高。分别平均早于经济复苏前 7 个月、4 个月和 6 个月出现拐点。而作为经济领先指标中权重最大的 M2 供应量，在本次金融危机信贷紧缩中将对经济复苏出现拐点起到重要的作用，平均提前于经济复苏 4 个月出现拐点；美国 10 年期国库券与联邦基准利率之间的利差在前面的分析中也详细解释了该指标对银行恢复借贷的关键作用，平均早于经济复苏 9 个月出现拐点，可以说是在所有指标中最具前瞻性的指标，在本轮金融海啸中也将起到至关重要的作用。而剩余指标占经济指标权重较小，而且就业指标与制造业指标基本与经济周期同步，非防御型资本货物新订单甚至滞后于经济复苏。

图 7 经济领先指标与 GDP 增长关系图



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

表 2 美国经济咨商局 10 大领先指标

领先指标	占比
美国经济咨商局领先指标	100%
美国 10 年期国库券与联邦基准利率之差	10.4%
住房建筑许可	2.7%
消费者信心预期指数	2.8%
M2 货币供应量	35.3%
周平均工作时间	25.7%
消费品与原材料新增订货量	7.6%
供货方交货业绩	6.7%
前 500 家公司股价	3.8%
周平均首次申请失业救济人数	3.1%
非防御型资本货物新订单	1.9%

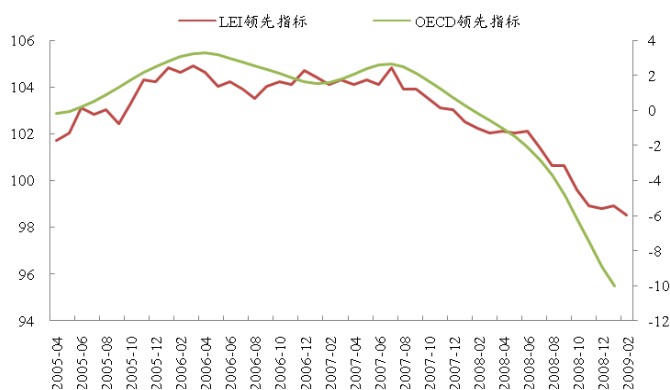
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

2 月份公布的 LEI 值为 98.5(2004=100), 比 1 月份的 98.9 略微下降。主要是由于首次申请失业救济人数、周平均工作时间、前 500 家公司股价和消费者信心预期指数 4 个指标推动, 而作为成分指标占比较大的利差、住房建筑许可、M2 供应量、供货方交货业绩、消费品与原材料新增订货量和非防御型资本货物新订单 6 个指标则出现了好转的迹象。另外 3 月份的密西根消费者信心指数意外好转, 从 2 月份的 56.3 上升到 57.3。

目前虽然 LEI 持续下跌,但下跌的速度已经有所放缓。本次 LEI 的下跌主要由于与经济发展相对同步的指标下跌造成,对经济复苏具有更长时间前瞻性的指标和权重更大的指标出现了好转的迹象。

住房建筑许可达到 54.7 万,环比上涨 3%。这是自 2008 年 7 月以来的首次上涨。同时新屋开工更是环比上涨 22%,同样是 2008 年 7 月份以来的首次上涨,达到 58.3 万。但是观察美国自 1990 年以来的数据,我们发现 14 年的时间里,2 月份的数据都是环比上涨的,极有可能是因为冬天转春天的缘故导致开工量上涨。因此我们对于住房数据的立即好转还有待时间的确认,同时一般认为住房建筑许可连续 2 个月上涨才可以确定上涨形成。

图 8 LEI 领先指标下跌速度有所放缓



资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

图 9 住房建筑许可自 2008 年 7 月份以来首次上涨



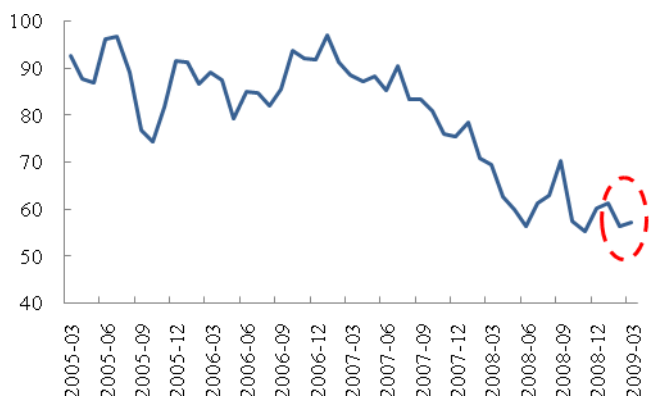
资料来源: Bloomberg、国海证券研究所

密西根消费者信心指数 3 月份数据意外上升至 57.3。由于密西根消费者信心指数 3 月份数据已经公布,且具有代表性,因此我们这里用它代替经济咨商局消费者信心指数。密西根消费者信心指数 3 月份数据意外上升,从 2 月份的 56.3 上升到目前的 57.3。我们预计该指数在 4 月中会继续上升,因为 4 月中以后,由于新的减税政策的实施,个人收入所得税将显著下降,在同等收入的情况下,将增加个人的可支配收入,消费者信心将得到增强。

M2 供应量 2 月份只达到了 6.83 万亿美元,环比小幅上升了 62 亿美元。作为领先指标的第一权重指标,占到权重的 35.3%。自 2008 年 9 月份以来为解决市场流动性缺乏问题,以

月平均 1.8% 的速度急剧上升，从 2008 年 8 月底的 6.2 万亿美元上升到了 1 月底的 6.82 万亿美元。但 2 月份只达到了 6.83 万亿美元，环比上升了 62 亿美元，增速大大放缓，折射出市场急剧失血的局面已经有所缓和，美联储没有继续采取急剧增加货币量为市场增加流动性。同时，目前 M2 比 2000 年的水平已经上升了 40% 以上，这将对未来的经济复苏，尤其是通货膨胀将产生不可忽视的影响，增加美元贬值的压力。

图 10 密西根消费者信心指数意外小幅反弹



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 11 M2 供应量增速有所下滑

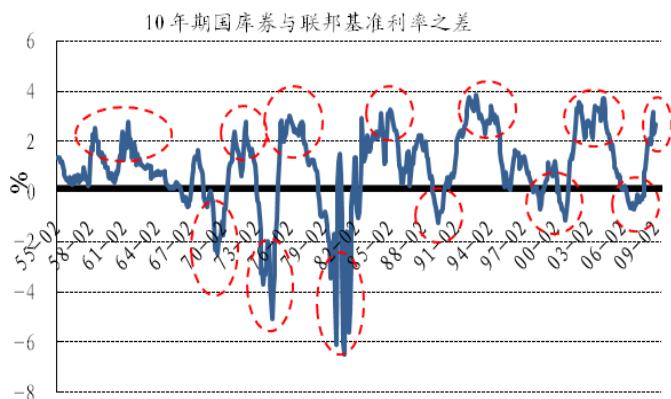


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

目前 10 年国债和联邦基准利率利差为 265 个基点。2006 年和 2007 年基本处于负的局面已经扭转，经典的超过 200 个基点的 10 年国债和联邦基准利率利差周期正在出现，银行借贷的利润将大大增加，这为经济复苏提供了必要条件。

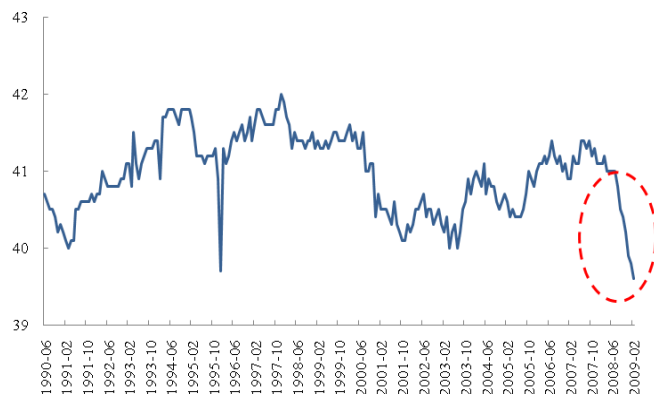
而制造业周平均工作时间 2 月份的数据为 39.6 小时，环比下降 0.2 小时。在 2007 年 11 月达到顶点 41.3 小时以来一直处于下降通道中，我们认为该数据反映了企业对在职雇员采取了减少工作时间的办法来减低成本，以应对下降的需求。该指标反映了目前的经济情况。

图 12 10 年国债和联邦基准利率利差为 265 个基点



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

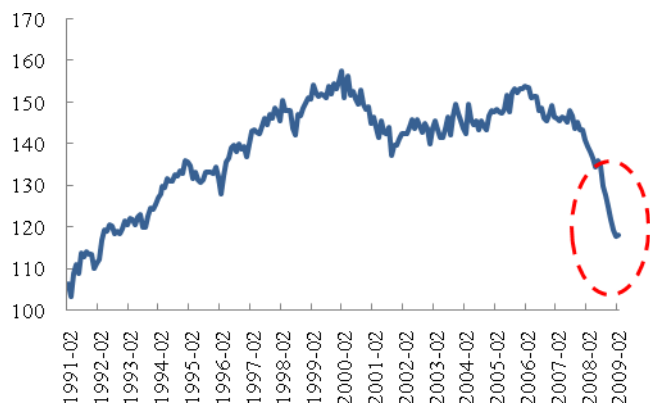
图 13 制造业周平均工作时间持续下跌（小时）



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

消费品与原材料订单2月份为1.18亿美元，环比略微下降175万美元。在2007年7月份达到顶点1.48亿美元以来，本月降幅首次下降。而供货方交货业绩从2008年6月份以来一直处于下降通道，而2月份数据出现好转的迹象，为46.7%，环比上升了1.4%。

图 14 消费品与原材料新增订单环比下降 175 万美元



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 15 供货方交货业绩环比上升 1.4%

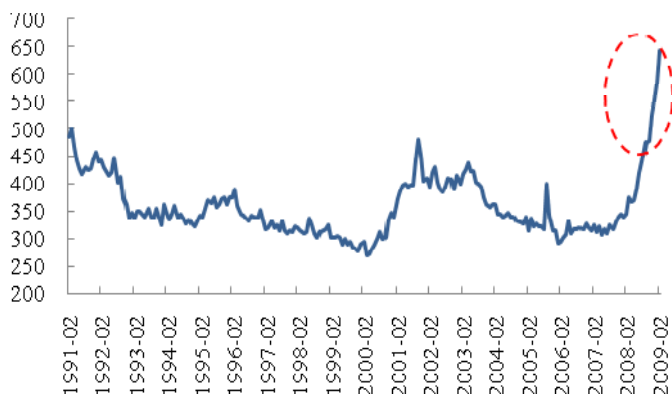


资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

首次申请失业救济人数为64.3万个，环比上升5980个。主要是由于经济下探的压力迫使企业不断增加裁员人数，本次裁员领域主要来自制造业和服务业，服务业正在进入裁员的中心。而以往认为在经济衰退中就业较有保障的医疗和教育行业在3月份也放缓了招聘的速度，因此我们预计3月份的失业率将比2月份的8.1%的失业率进一步上升，反映目前美国经济仍处于恶化阶段。该指标更多被认为是同步指标甚至滞后于经济

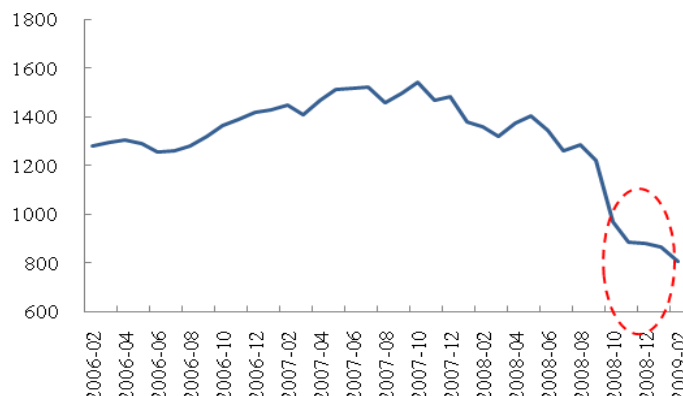
复苏，在企业感觉到经济回暖之前将不会增加招聘，失业率将一直维持在高位。

图 16 周平均申请失业救济人数为 64.3 万个（千人）



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

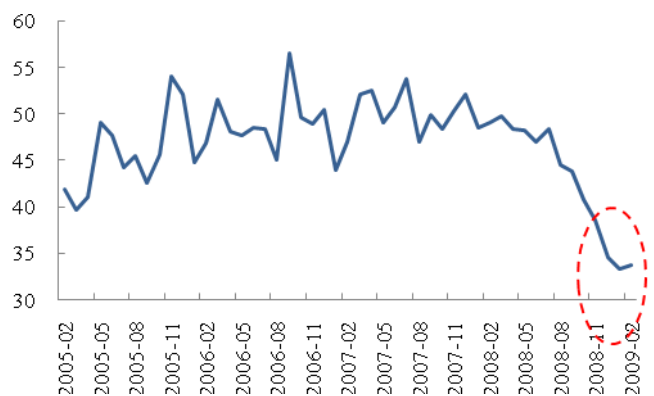
图 17 前 500 家公司股价下跌幅度有所放缓



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

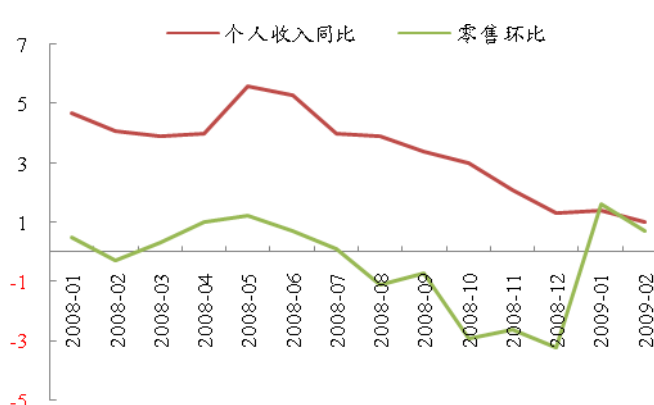
非防御型资本货物新订单2月份为3373万美元，环比略微上升44万美元。由于资本品订单与企业投资联系紧密，单月上升并不能表明企业投资得到实质的好转，但是至少出现了稳定的迹象。该指标一般是被认为对经济复苏预测相对滞后的指标。

图 18 非防御型资本新订单环比略微上升(百万美元)



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 19 个人收入同比与零售环比(%)



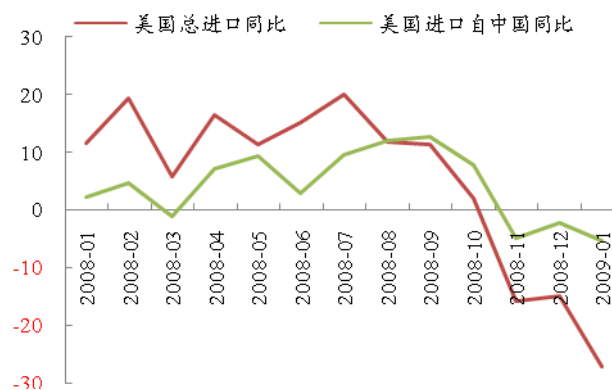
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

另外，2月份的零售环比下降1%，汽车销售的疲软是阻碍零售总额的复苏主要因素。汽车销售环比下降4.3%，同比下降26%；衣服销售环比上升2.8%；电子类零售环比上升1.2%；百货商店销售环比上升1.1%；普通商品销售环比上升1.3%；汽油

销售环比上升3.4%；家具销售环比第一次上升0.7%，但同比仍然下降10.7%；建筑材料销售环比下降0.2%，但比1月份的环比下降1.3%已经大大降低。

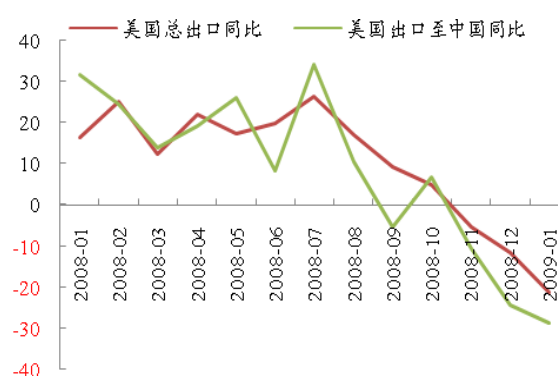
同时，美国1月份的进出口值继续急剧下降，但从中国进口下跌幅度放缓。进口值为1225亿美元，同比下跌27%，有加剧的趋势。但进口自中国同比下跌5%，下跌幅度小于美国总进口下跌幅度，反映出中国对美国出口以必需品为主，受美国经济下滑影响相对小；但出口值为778亿美元，同比大幅下跌21%，而出口至中国的下跌幅度更大为29%；贸易赤字为447亿美元。

图 20 美国总进口同比下跌与进口自中国同比下跌



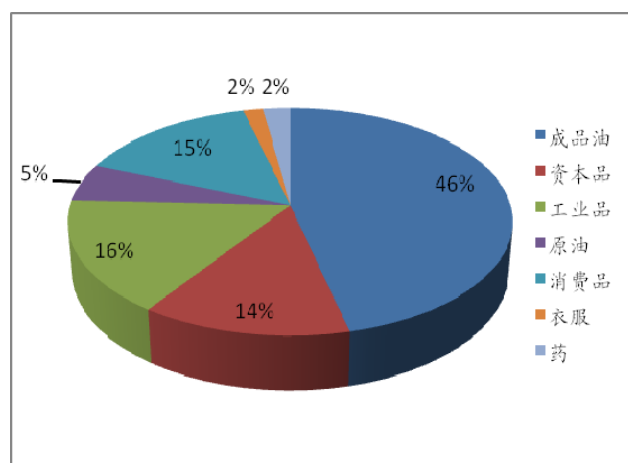
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 21 美国总出口同比下跌与出口至中国同比下跌



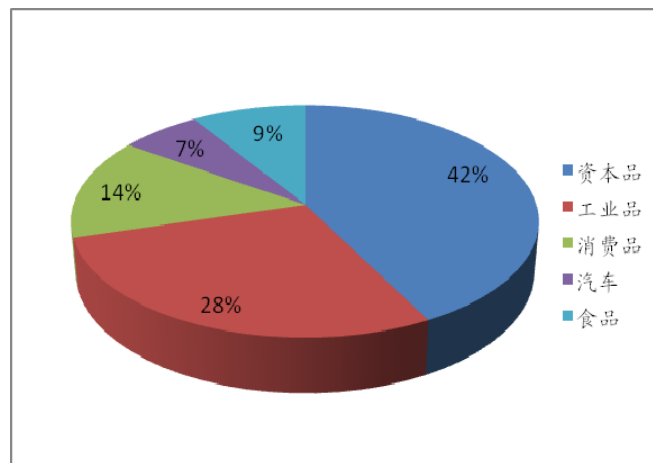
资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 22 美国 1 月份进口结构



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 23 美国 1 月份出口结构



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

从结构上看，汽车及其零配件的减少是进出口值下降的主要原因。从出口结构上看，汽车出口环比下降22亿美元，出口

下降的另外一个原因在于资本品出口环比下降19亿美元；从进口结构来看，汽车进口环比下降33亿美元，工业产品和原材料进口环比下降46亿美元。而衣服和消费品进口并没有出现很大的变化。我们可以分析看出，经济下探的压力正在对工业生产持续产生影响，但是个人消费已经下降到一定的幅度以后，继续急剧下降的可能性已经不大，这也在另外一方面解释了为何美国进口自中国的产品同比下跌幅度小于美国总进口。

美国经济极有可能在 2009 年底复苏

尽管目前美国经济仍然处于恶化阶段，但一些较具前瞻性的指标已经出现了好转的迹象：2月份美国10年期国库券与联邦基准利率的利差已经出现拐点，该指标平均早于经济复苏9个月；2月份房价收入比按目前房价下跌速度只需3个月就可以完成，住房建筑许可已经出现反弹迹象，该指标可以提早经济复苏7个月出现拐点；3月份消费者信心指数出现反弹，该指标可以提早经济复苏4个月出现拐点；M2供应量也持续多月上升。多项指标预示着美国经济极有可能最晚在2009年底复苏。

免责声明

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国海证券所有。