

[2009. 04. 02]

美国经济：即便见底又如何

✍ 李迅雷

☎ 021-38676523

✉ lixunlei@gtjas.com

徐琳琳

021-38676913

xulinlin@gtjas.com

本报告导读：

- 美国经济见底言之过早，即使经济见底企稳，美国经济的增长速度也只能在低位徘徊。

摘要：

1. 房地产市场和信贷市场是美国经济是否见底的两个观察窗口。需求是美国房地产市场走向的决定因素，尽管 2 月份经济数据显示美国房地产市场有回暖迹象，但失业率、私人债务等多重因素制约需求的进一步增长，房地产市场见底言之尚早。
2. 信贷市场方面，尽管美国政府的救助政策极尽所能，但银行依旧不愿放贷，同时贷款需求进一步萎缩，消费信贷持续低迷，信贷市场的恢复需要时间。美国经济在寻底的过程之中。
3. 房地产去库存时间、首次申请失业救济金人数、消费者信心指数等指标是观察美国经济是否见底的有效领先指标，通过对这些指标的分析，我们认为美国经济将最早在 09 年底或 2010 年初见底。
4. 美国经济已经见底言之尚早，即便见底企稳美国经济也将很难维持高速增长的态势。次贷危机的爆发是对美国经济增长模式的质疑，当低储蓄、过度消费难以为继，当传统制造业衰落，信息技术产业高增长时代逝去，美国经济高速增长“引擎”要去哪里寻找？
5. 高效的货币政策与财政政策是本次危机区别于 29 年大萧条的“核武器”，然而多重因素制约政策效果的发挥：尽管利率水平已接近于零，商业票据的发行量依然继续下降；美国政府部门大肆借款，而企业和家庭却大幅缩减借款，这与 90 年代日本的情况极为相似，可以预见，美国经济企稳后将维持低速增长。

相关报告

保增长与扩内需之间量化分析

(09.03.25)

缺乏效益的增长模式下更需注重草根研究

(09.03.13)

用“广义流动性”来评价经济质量

(09.03.10)

靠信贷促增长作用有限

(09.02.23)

做好低端：中国同样能崛起

(09.02.12)

中国能否摆脱土地困局

(09.01.21)

一、房地产市场与信贷市场是美国经济是否见底的关键

2月美国经济数据为市场带来一份“惊喜”，新屋与成屋销售环比上扬，房地产市场初露曙光，零售数据超出市场预期，耐用品订单环比反弹，诸多领先指标的良好表现让市场对美国经济重燃希望，最起码美国经济自由落体式下滑得到了抑制；与此同时，失业率依旧居高不下，工业活动依旧低迷，那么美国经济是否已经见底？

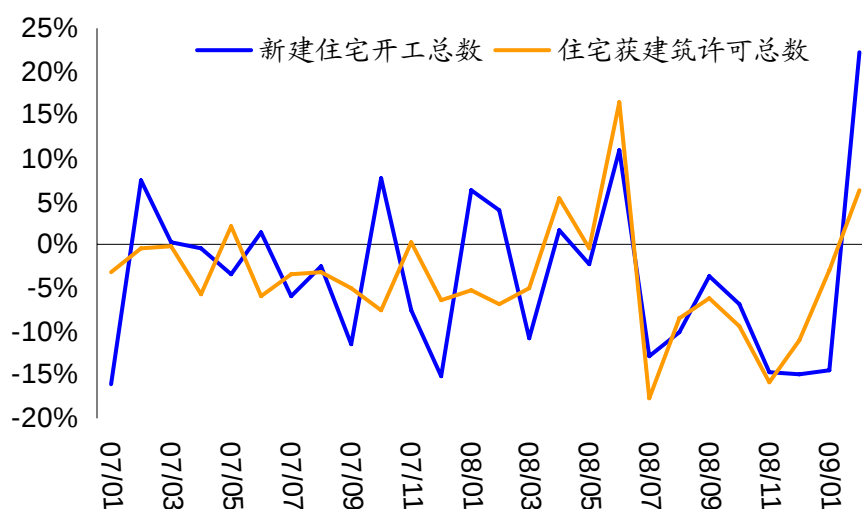
此次危机起源于房地产市场的崩溃，表现为信贷市场功能的衰退，前美联储主席格林斯潘表示，事实上次贷危机的“底”在哪里，主要取决于贷款利率和房价。持相同观点的还有美联储理事普罗索，拖累美国经济的主要因素一是信贷市场的问题，二是房地产市场的负面影响，住房和信贷市场的好转对经济复苏至关重要。

1、房地产市场初露曙光，但见底言之过早

2月美国房地产市场数据喜人，新屋开工数环比上涨22.2%，新屋销售337千套，环比上涨4.66%，实际成交均价环比上涨5%；现房销售月环比增长5.1%，实际成交均价环比上涨1.9%。房地产市场的转暖，尤其是占市场份额80%以上的成屋销售回暖及价格上扬，使得市场普遍认为美国房地产市场已接近底部。

我们认为美国房地产市场的确进入寻底过程，但仍存在以下几点担忧：首先，住宅建筑许可获批数的上涨幅度远小于新屋开工量的增幅，新屋开工量的进一步上涨缺乏动力。

图1 美国2月新建住宅开工总数与获建筑许可住宅总数环比增长

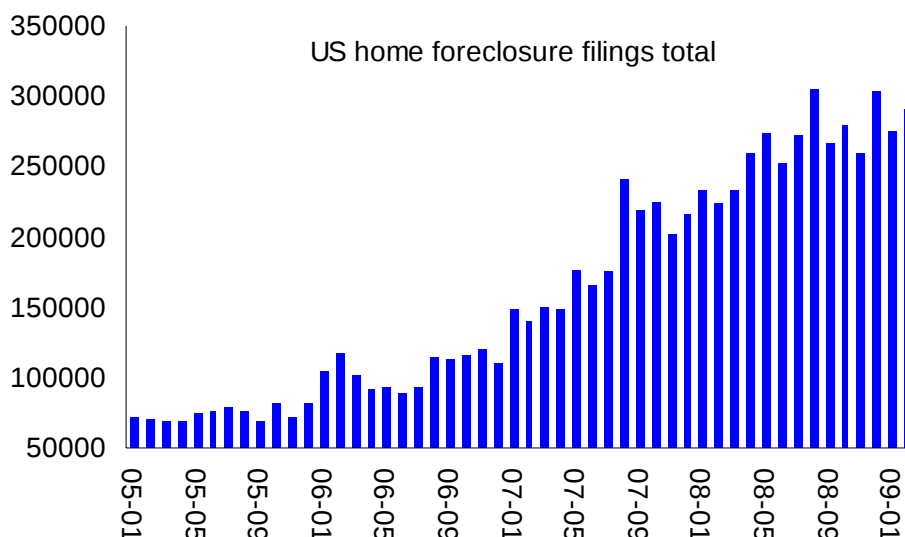


数据来源：BLOOMBERG，国泰君安研究所

其次，观察美国楼市的另一有效指标是丧失住房赎回权案例数量，这一指标表明当购房者以房屋作为抵押品进行贷款时，如果不能如期还贷，放贷机构将驳回购房者“赎回”房屋的权利，房屋所有权归放贷机构所有；07年中期以来这一数量一直未见明显回落，尽管09年2月份房地产市场有回暖迹象，但这一指标却仍在环比攀升。只要这一数量居高不下，美国房价就有进一步下降的动力。而房价启稳与否对信贷市场及美国经济有至关重要的作用。

图 2 美国丧失住房赎回权案例数量

单位：个

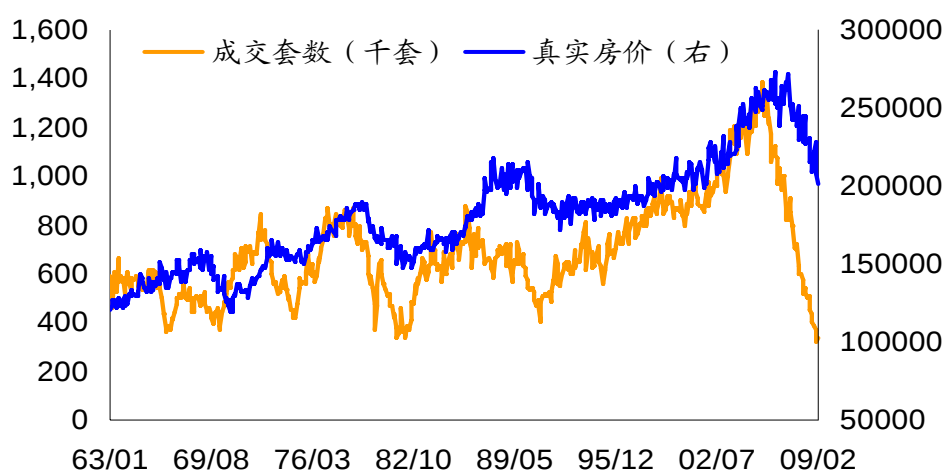


数据来源：BLOOMBERG, 国泰君安研究所

再次，需求是美国房地产市场的决定性因素，房价由成交量决定，房价相对于成交量有一定的滞后性。

图 3 新屋成交量与房价趋势对比

单位：美元（右轴）



数据来源：BLOOMBERG, 国泰君安研究所

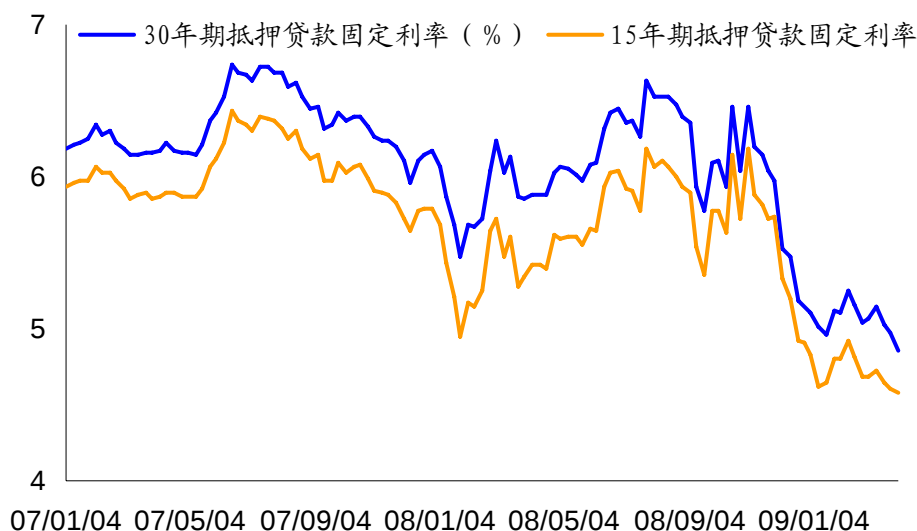
2月新屋成交均价的反弹速度超过销售量的反弹，缺少成交量支撑的价格上涨是很难持续的。可喜的是，成屋成交量的反弹明显强劲于房价的反弹，这与美国政府压低抵押贷款利率的经济刺激政策有关，预计成屋价格仍有进一步上升的空间，但是在私人债务居高不下，失业率未有改善，经济前景仍不明朗的情况下，消费者忙于修复自身的资产负债表，需求的进一步提升仍旧缺乏动力。

2、信贷市场救助政策发挥极致，银行仍旧不愿借贷

为挽救信贷市场，美国政府已采取了极尽所能的措施，联邦基准利率接近零区间，银行间借贷成本与08年初相比跌幅超过90%。3月18日美联储宣布再次购买7500亿美元由“两房”担保的抵押贷款支持证

券，抵押贷款利率应声而降（见图 4）；同时，美国政府公布总规模达 1 万亿美元的有毒资产收购方案，旨在修复银行坏账；而 3000 亿美元的长期国债购买计划，将“数量宽松”货币政策发挥极致。

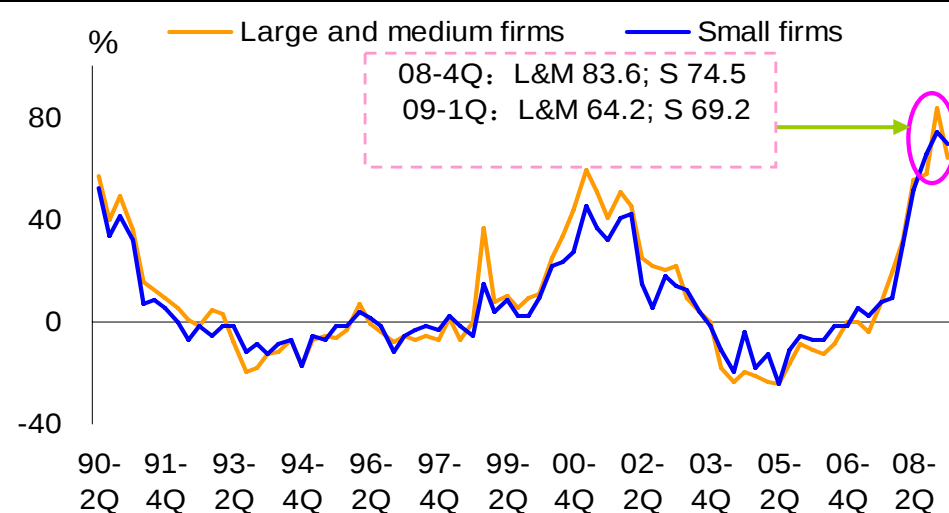
图 4 美国抵押贷款固定利率



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安研究所

美国政府一系列政策的实施旨在提升银行的借贷能力，帮助信贷市场和金融体系尽快复苏。然而美国政府可以拯救银行的借贷能力，却无法在短时间内拯救银行借贷的意愿。银行是此次危机的急先锋，在经济未见企稳之时加大放贷力度，银行必然担忧新一波有毒资产的侵噬。根据美联储最新发布的高级信贷官调查报告，09 年 1 季度银行贷款标准，尤其是对小企业的贷款标准仍然收紧，贷款意愿依然不强。

图 5 银行收紧对企业贷款标准的比重

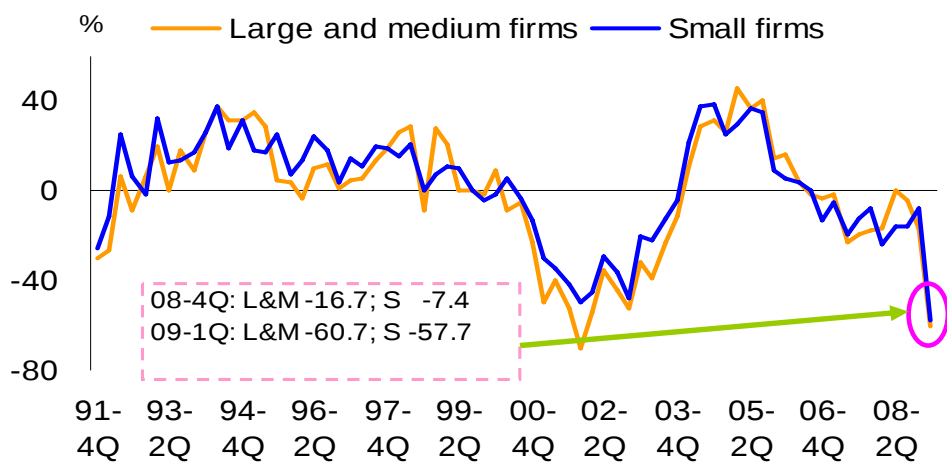


数据来源：FED，国泰君安研究所

信贷市场并不会随着银行资产负债表的修复而自动复苏，这场危机带来的影响要远远深于有毒资产的破坏力。改善银行的资产负债表对于信贷市场复苏是必要的环节，但这并不足够有效。只有当经济状况企稳，当私人投资者取代政府占据信贷市场的主导地位，企业、投资者、贷款

方才会增加信贷需求，而非像现在这样担忧风险而增加储蓄。正如美联储调查报告中显示的那样，1 季度贷款需求急剧下降。

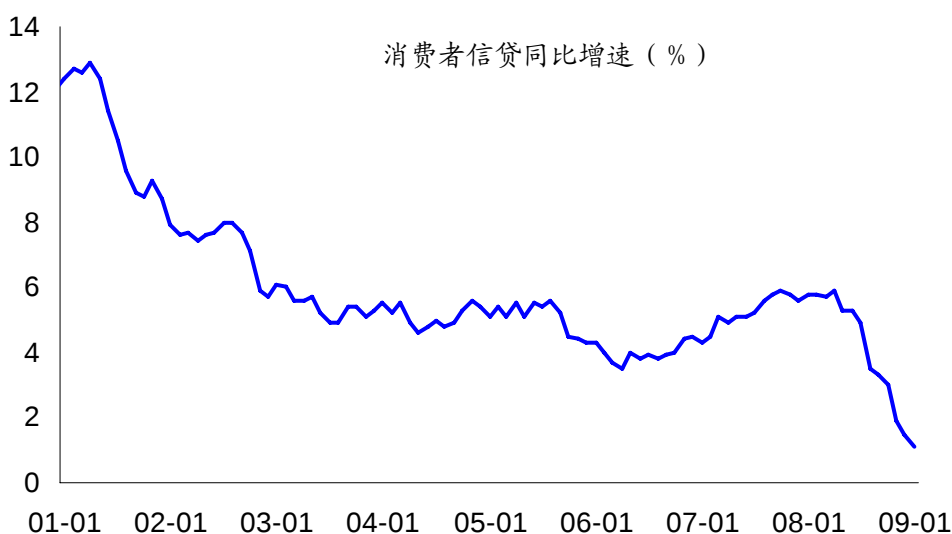
图 6 企业贷款需求增加的比重



数据来源：FED，国泰君安研究所

在失业率居高不下的情况下，受私人债务所累的消费者必然会增加储蓄，减少支出，而消费支出不振势必会影响实体经济复苏的信心。消费信贷市场的解冻是带动实体经济复苏的必经之路。

图 7 消费者信贷依然低迷



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安研究所

从房地产和信贷市场的情况来看，美国经济见底言之尚早，房价能否触底，房地产需求能否持续增长尚需进一步观察；信贷市场中银行的放贷意愿不佳，企业和消费者借贷需求依旧低迷，实体经济的恢复需要时间。

二、美国经济何时见底？

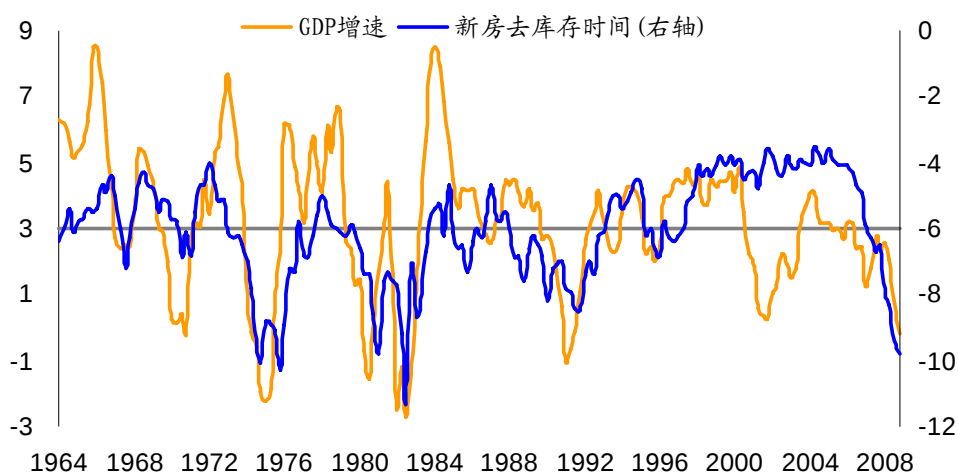
既然美国经济仍处在寻底的过程之中，那么何时会见底？我们试图

通过一些领先指标观察经济波动的特点，以期找到经济触底反弹的时间。

首先，本次危机源于房地产市场的崩溃，只有房地产市场企稳，经济才会触底。而房地产去库存时间是很好的经济领先指标，如果我们将新房去库存时间与滞后一年期的美国 GDP 增速作比较，可以发现二者拟合度相当高（见图 8），只有 2001 至 2006 年二者走势出现偏差，而这段时期刚好是美国政府为拉动消费大肆发展次级贷款，房地产市场异常繁荣。依照这一指标来判断，新房去库存化时间一直处于上升通道之中，直至 09 年 2 月份环比减少 0.7 个月，而同比仍上升 2.5 个月；如果这一指标从现在见顶，经济将于 2010 年初见底。

图 8 房地产去库存时间与 GDP 增速之间的关系

单位：年（右轴）

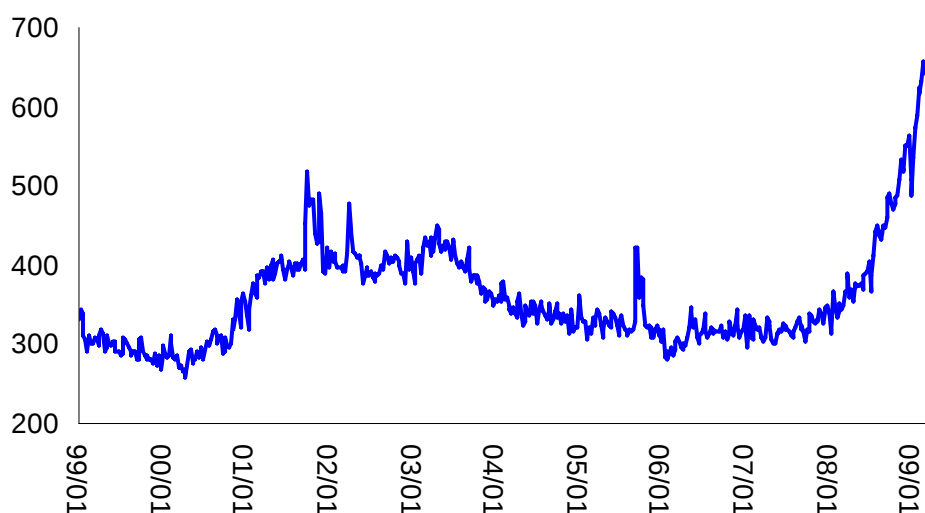


数据来源：BLOOMBERG，国泰君安研究所

其次，新申请失业救济人数是较失业率更加敏感的经济领先指标，美国经济研究局（NBER）指出，按过去经验，新申领失业救济通常会经济到底前 4 星期见顶，而这一数据自 08 年以来不断攀升，09 年 3 月 27 日达到 652 人，同比上涨 68%，上涨趋势仍未得到抑制。

图 9 首次申请失业救济金人数

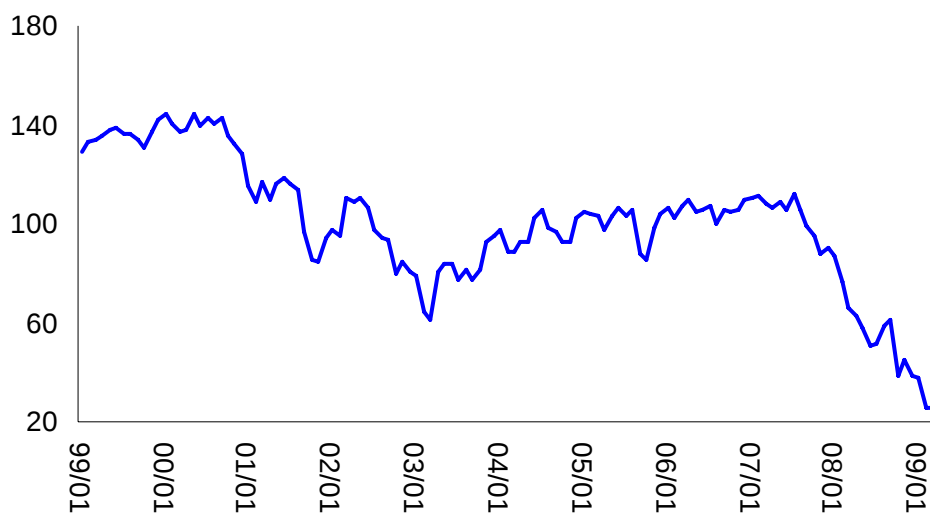
单位：人



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安研究所

消费占美国 GDP 比重达 70% 以上，个人消费支出增速与 GDP 增速高度吻合，美国经济能否见底与消费息息相关，只有消费需求触底反弹，才能带动美国经济见底。消费者信心指数是基于消费者调查问卷做出的对未来消费状况的预期，能较好的反映未来消费支出的变化。目前看不到这一指标有启稳的态势(见图 10)，如果这一指标连续数月反弹，则表明经济见底可能性大增。

图 10 消费者信心指数



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安研究所

结合以上分析，美国经济最早将在 09 年底或 2010 年初见底。

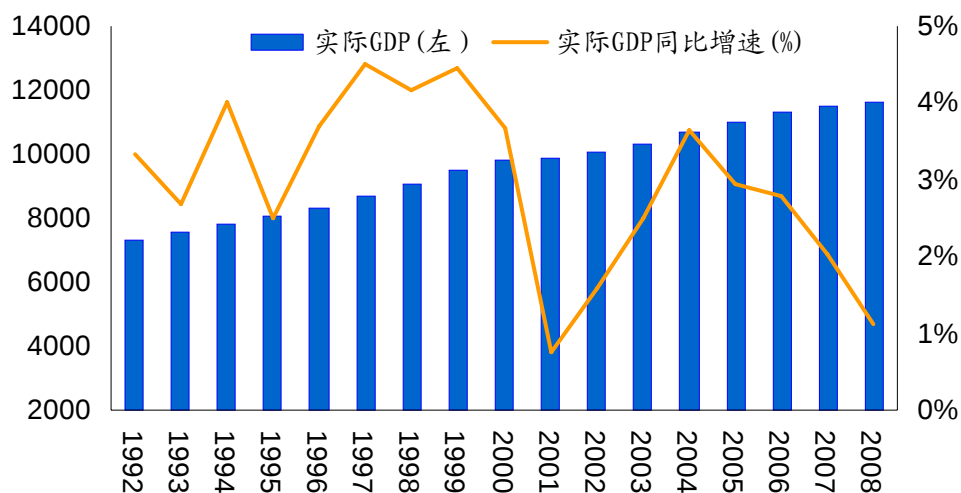
事实上，单凭一、两个指标很难判断经济的走势，我们会密切关注各项经济领先指标的情况，例如 ISM 制造业指数何时回归 50 以上，银行信贷恢复情况（信贷恢复到实体经济企稳需 6-9 个月时间），以及美国经济领先指标（LEI）的变动，同时掌握房地产市场与信贷市场的最新动向，以期做出更为准确的判断。

三、经济见底又怎样：长期低增长恐难避免

1、寻找经济高速增长的“引擎”

次贷危机的根源在哪里？我们认为本轮危机的根源不能单纯地归结于虚拟经济层面上衍生产品的过度使用，事实上，从 2000 年网络股泡沫破灭后，美国实体经济就出现了急速下滑（见图 9）：投资不振（当时在 NASDAQ 上市的公司中很难找到美国公司），出口低迷，消费是唯一能够拉动经济增长的动力所在，而住房在消费中占据举足轻重的地位，美国政府紧抓住这根“救命稻草”，从法律、资金、税收等多方面刺激住房消费，次级贷款大规模发展起来，从这个角度上来说，次级贷款是为提振美国实体经济的产物。

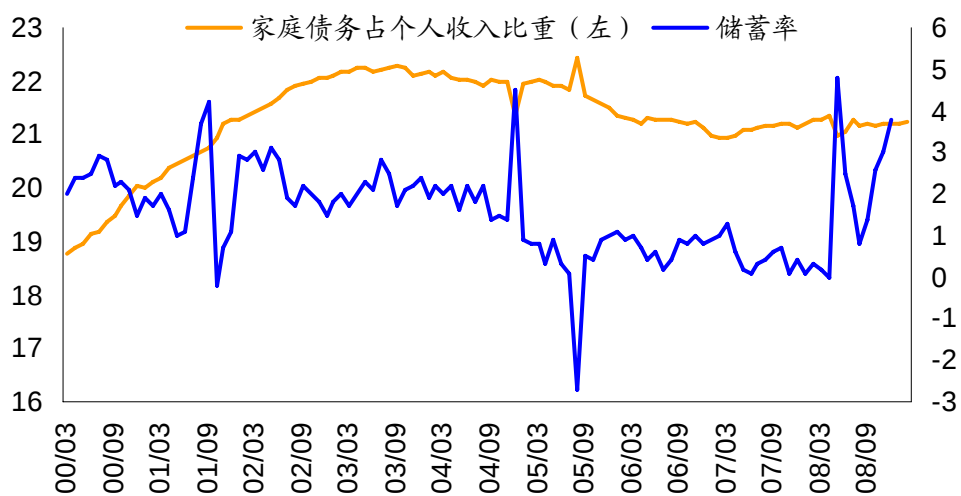
图 11 美国实际 GDP 增速



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安研究所

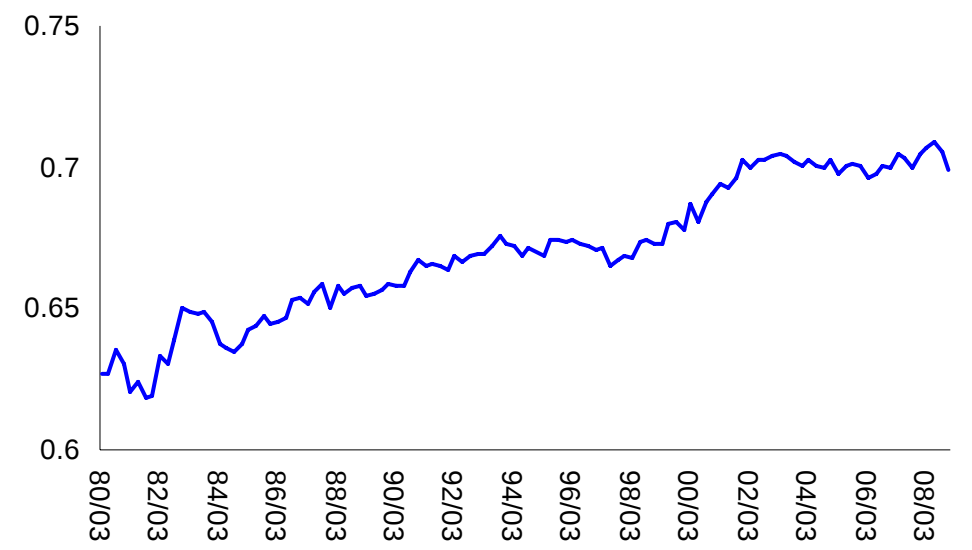
在房价推高的刺激下，大量衍生产品应运而生，同时，举债消费成为美国政府、企业、居民的共同选择，过度消费、提前消费拉动了美国 GDP 的快速增长，同时也为危机埋下隐患。

图 12 美国家庭债务状况与储蓄状况对比



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安研究所

图 13 消费占 GDP 份额



数据来源：BLOOMBERG，国泰君安研究所

次贷危机的爆发，不仅仅是对衍生产品滥用的否定，更大程度上是对美国经济增长模式的质疑，当低储蓄、过度消费难以为继，当传统制造业衰落，信息技术产业高增长时代逝去，美国经济高速增长的引擎要去哪里寻找？新能源吗？我们暂且不论新能源是否能像网络技术那样对生产力的提高产生革命性的影响，其产业化的过程非一两年可以完成，那么我们怎能盼望美国经济发生 V 型反转？当一种经济发展的模式受到冲击，实体经济的恢复恐怕不会那么迅速，低位增长恐难以避免。

2、救市政策推动美国经济 V 型反转？

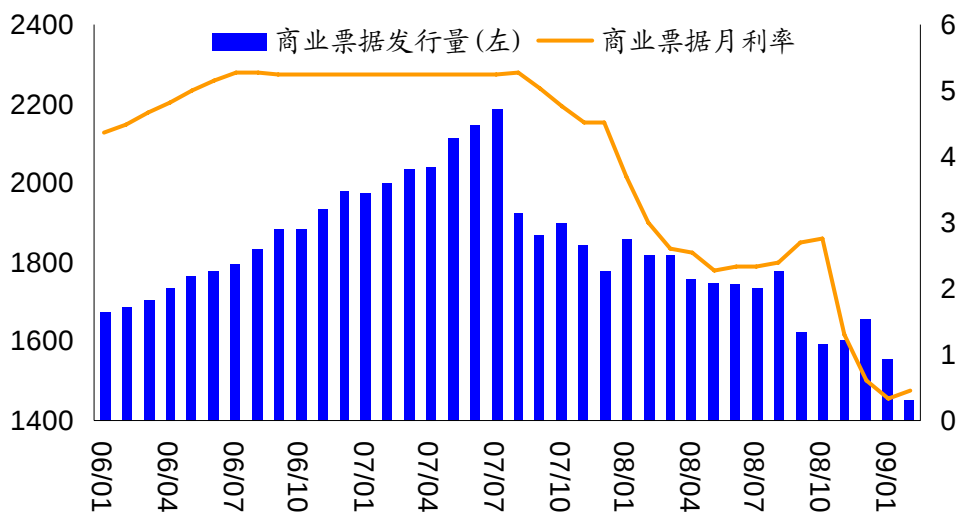
与大萧条相比，强有力的财政政策和货币政策是本轮危机一个明显的优势所在，美国政府为救助经济采取了一系列措施：降息、数量宽松的货币政策、救助金融机构、减税、增加政府支出等政策无疑将对稳定实体经济起到一定作用，但仍有一些因素制约财政政策和货币政策的效果。

首先，美国政府为救助经济“不惜代价”，但消费者明白今天高额的政府支出，预示着用未来的高额税收来平衡经济，消费者势必会降低当期消费，增加储蓄，以应付未来的支出，这势必会抑制政策对经济的刺激效果。消费是拉动美国经济增长最主要的动力，只有消费者需求产生强劲反弹经济才会产生 V 型反转。

其次，尽管利率已接近于零，但商业票据的发行仍然在下降，企业的融资环境继续恶化。

图 14 美国商业票据发行情况

单位: 十亿美元(左轴)

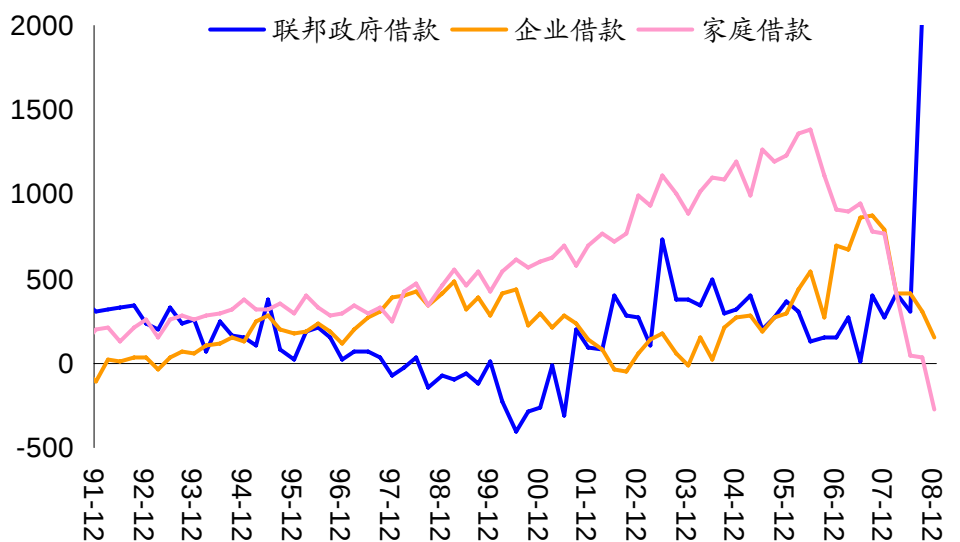


数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安研究所

美国政府的借款在大幅增长, 而企业和家庭却在大幅缩减借款(见图 13)。这与日本经济的情况极为相似, 90 年代日本经济泡沫破裂后, 企业和家庭几乎不借款, 而政府却大举借款, 增加支出, 而日本经济一直维持低速增长。可以预见, 美国经济企稳后也将进入低速增长的区间。

图 15 美国政府与私人部门借款情况比较

单位: 十万美元



数据来源: BLOOMBERG, 国泰君安研究所

可以肯定的是, 次贷危机一定会终结, 美国经济一定会企稳, 经济领先指标也表明, 美国经济正在寻底的过程之中, 去杠杆化的过程还远远没有结束; 但稳定并不等于增长, 预计美国经济见底企稳后将维持一段时期的每年 1-2% 的低速增长。

作者简介:

李迅雷: 国泰君安证券总经济师, 首席经济学家

徐琳琳: 经济学硕士, 毕业于同济大学, 2008 年 6 月加入国泰君安, 从事宏观经济研究。

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研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券研究所

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 号新世界商务中心 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

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.com

EMAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com