

2009. 4. 20

点点绿意难破冰封

Signal in Noise

✍ 张晗 张贇
 ☎ 021-38676675 021-38676053
 ✉ zhanghan@gtjas.com zhangyun007589@gtjas.com

本报告导读:

- 经济数据透露出的点点绿意难改衰退的前景
- 银行利润的泡沫和压力测试的闹剧深藏陷阱

正文:

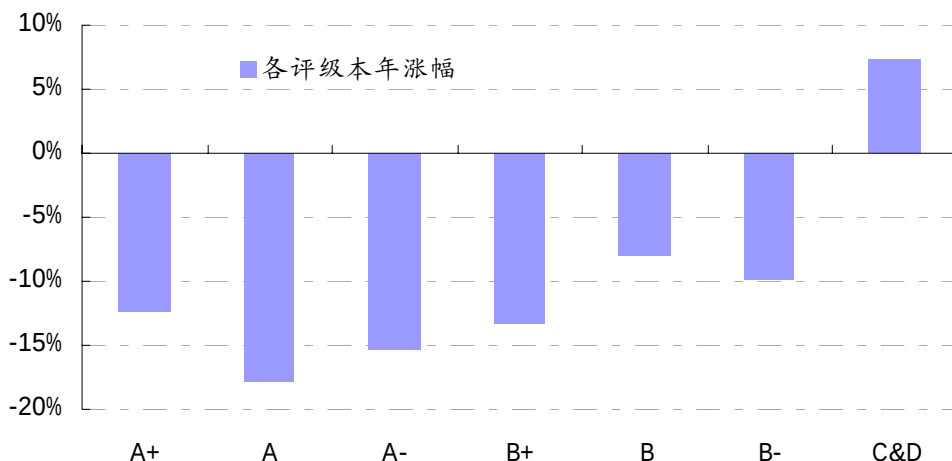


奥巴马和伯南克相继表示看到美国经济的希望曙光。SIGNAL in Noise 可以肯定这不是真正曙光的降临，如果这样的下落趋势减缓能够称之为曙光的话。历史上的大熊市总是会出现很多次下跌、希望的曙光、希望的破灭循环，直到希望完全破灭后才会见到底部。

所以 SIGNAL in Noise 中期都会维持谨慎。但是全球股市现在基本都在短期泡沫之中，并且这一度得到了经济数据和利润的支持，不过读者可能已经看到，许多经济数据没有能够如市场所预期地那样确认回暖的趋势。SIGNAL in Noise 对支撑上周美国股市上涨的银行利润好转的第一反应就是不可信，首先这是未审计的会计结果，而且很可能是政府默许或是合谋来欺骗投资者的手段之一。看看那些利润的来源，看看国会如何在银行的游说下对美国财务会计委员会施压迫使其放宽会计准则。

这样我们就可以理解压力测试这一出闹剧给我们呈现出的曲曲折折，政府依然对银行们施加着不加选择的“溺爱”，不过这也是与金融业所占据的结构性权力相称的，汽车业显然不能相提并论，股票市场也欣然吞下了这甜蜜的毒药，但是这样的市场必然是畸形的。

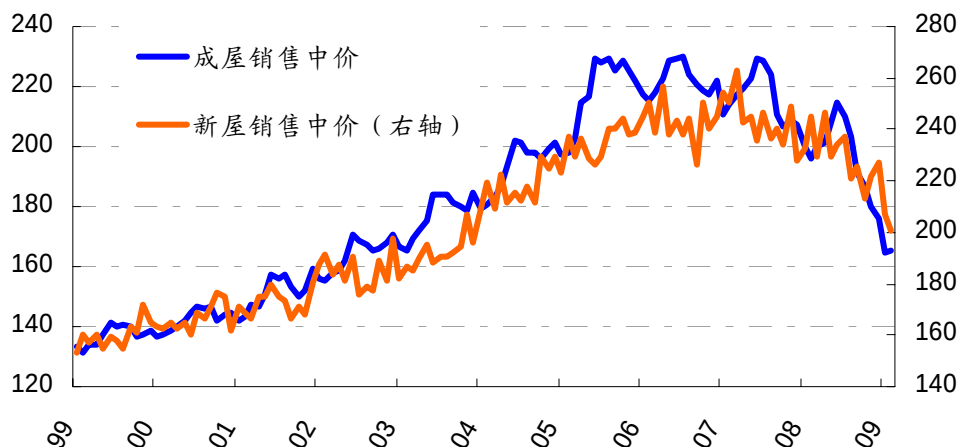
图 1 市场不相信评级了吗？



房价下跌将由最悲观的止赎拍卖决定

泡沫是由最乐观的人决定的，而恐慌和下跌则是由最悲观的人决定的。美国房价现在仍然走在均值回复的道路之上，并且历史的经验告诉我们回复不可能在均值处停止，新一轮房屋止赎拍卖将会引来房价新一轮的下跌趋势（《每日酷图，4.17》）。下跌空间还有多少，只是回归趋势也还需要 15%。

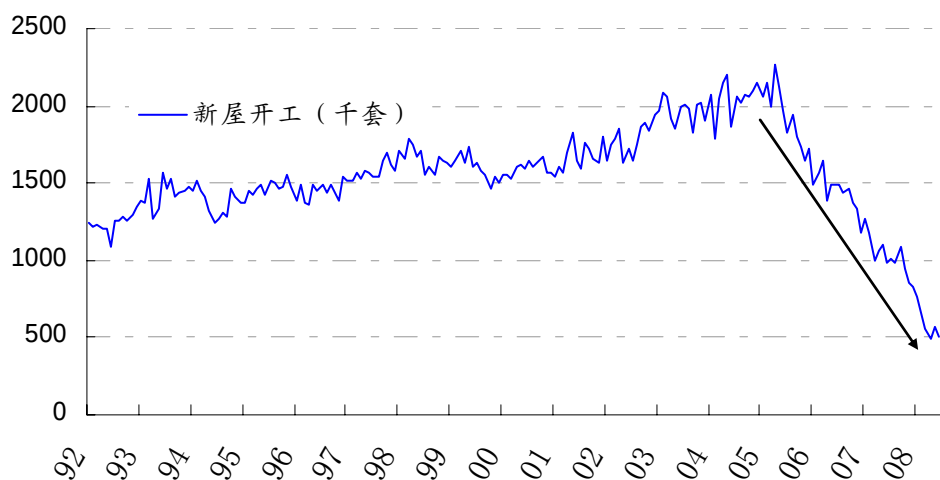
图 2 止赎拍卖使得成屋价格下跌超过新屋



数据来源: Bloomberg

而房地产的营建活动现在已经成为了多头专家聊以慰藉的对象了。2月开工上升被解读为房地产见底，3月开工下降可以被理解为供给端的库存压力将会加速下降，SIGNAL in Noise 继续对营建活动的底部表示怀疑，即使是底部，51 万套这样的 50 年数据历史第二差值得乐观吗？

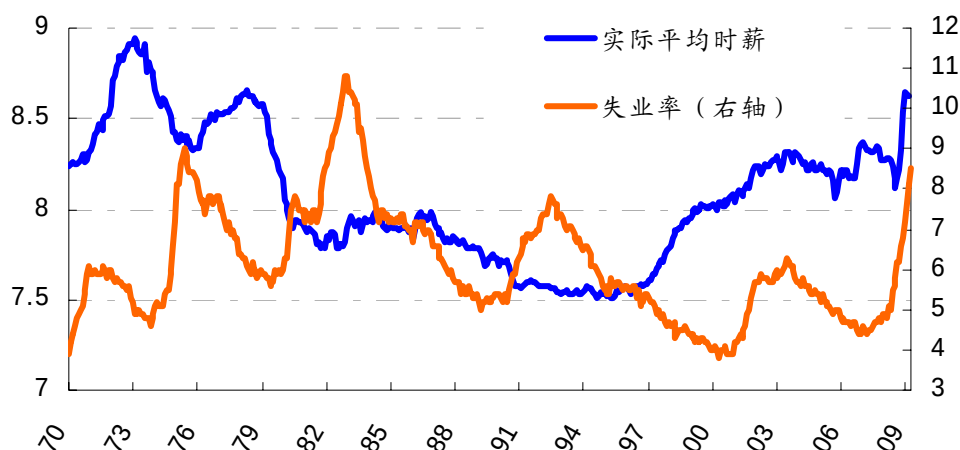
图 3 新屋开工不断制造假底部



数据来源: Bloomberg

央行们已经无法推动利率和投资消费之间的那根绳子了。SIGNAL in Noise 无意再去强调我们对房地产的观点。转到失业问题，失业率确实是经济滞后指标，但是别忘了，这是银行压力测试的变量之一，而且消费模式已经由信用和资产升值驱动转变为收入驱动。

图4 失业率的上升会工资收入调整来临



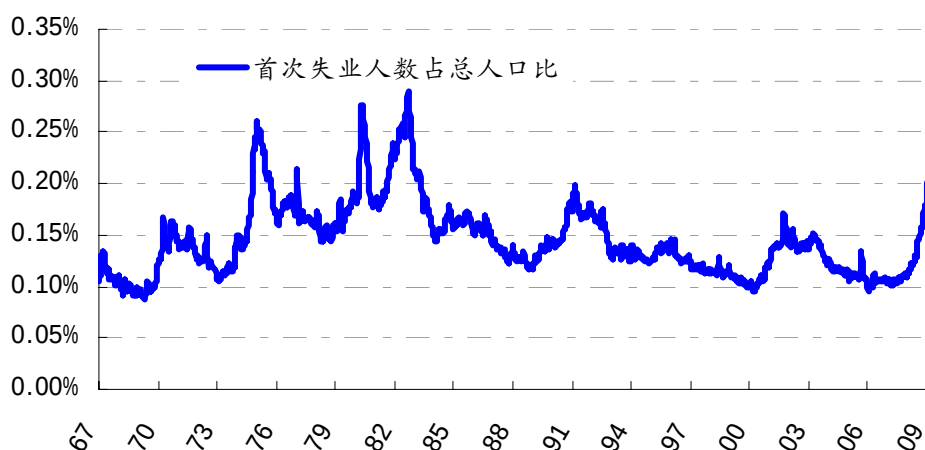
数据来源: Bloomberg

而且工资刚性还将使得收入调整落后于失业率。大萧条也是如此，失业率在 30 年开始大幅飙升，工资收入在 31 年开始下降，失业率见顶和收入见底都是在 33 年，经济见底是在 32 年，不过那是由于罗斯福清理银行体系的结果。

失业至关重要，将影响
家庭支出和家庭负债
偿付能力

所以，失业问题将对本次大衰退至关重要，没有稳定的收入，家庭的支出，也就是消费，和负债，就是银行的资产质量，都会下降。首次失业救济申请是经济的领先指标，上周首次失业救济的下降并没有改变上升的趋势，并且没有得到持续申请失业救济的确认。40 万是经济衰退和复苏的分界线，而现在的首次失业救济申请是 61 万。

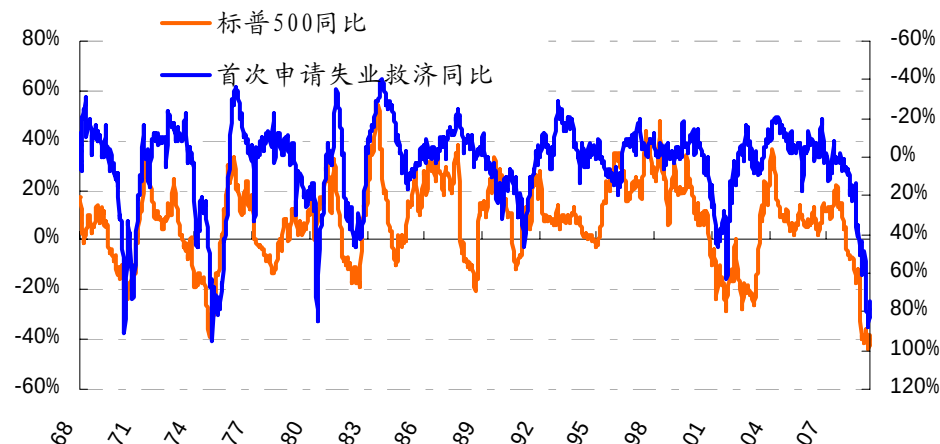
图5 首次失业救济占总人口的比重还没达到 82 年的最高水平



数据来源: Bloomberg

首次申请失业救济和标普 500 也有着很高的相关性，所以，失业上升将给股市形成向下的压力，对可选消费而言，可选消费与必选消费的对比是与失业相关性的，这样。

图6 首次失业救济申请是标普500的同步指标



数据来源: Bloomberg

图7 首次失业救济申请继续上升不能支持可选消费相对必选消费的持续反弹



数据来源: Bloomberg

SIGNAL in Noise 对上周一系列调研指数的好转并不意味。在经历了垂直下落后，看到微弱的缓和迹象后，情绪是会大幅提升的，但这显然是不会持续，也不可能反映到消费之上的。通过历史数据分析，投资者会发现消费者信心调研和消费之间其实没有强烈的相关性，与股市倒是有些相关。纽约州和费城联储的制造业调研确实与 PMI 有一定的相关性，但联储指数波动太大，据此判断 PMI 可能会出错。

虽然说美联储的褐皮书给出了一些衰退缓和的迹象，但是具体分析各个行业的表现，SIGNAL in Noise 发现只有食品制造、制药、化工、国防装备和保健产品透露出积极的信号，这些都是防御性行业，而诸如电子设备、商业地产、交运等仍然是消极的信号。

图8 消费者信心与消费常常背道而驰

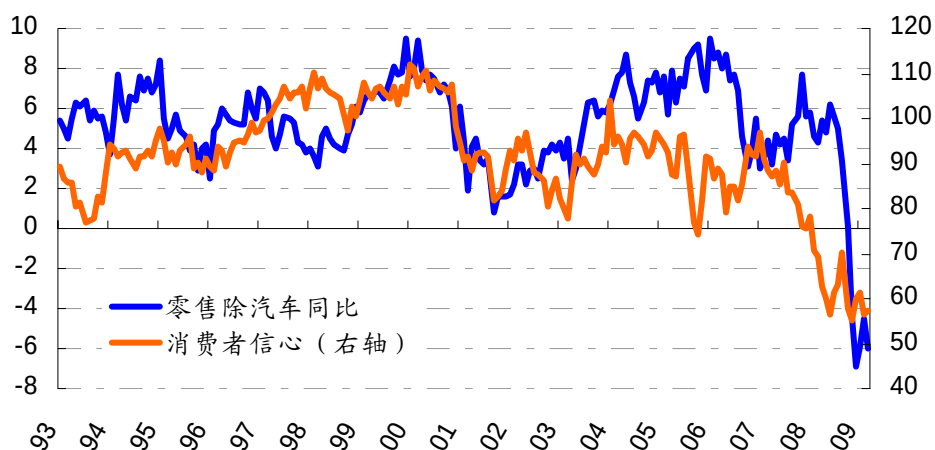
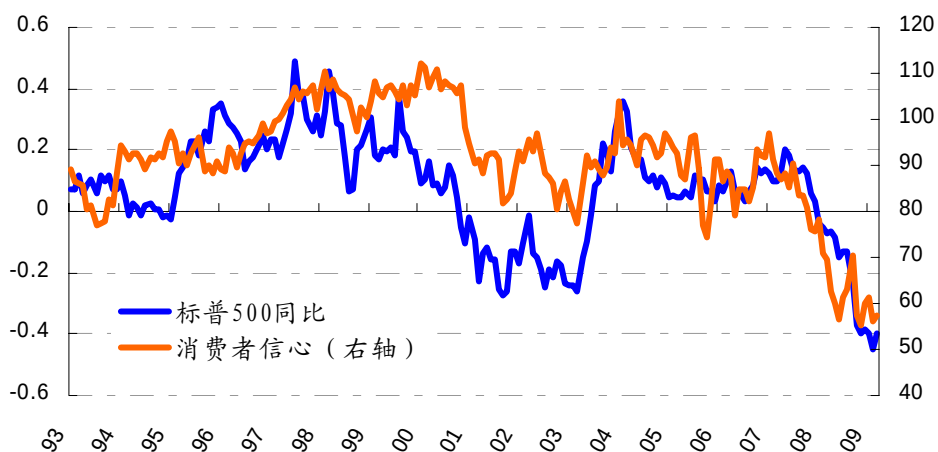
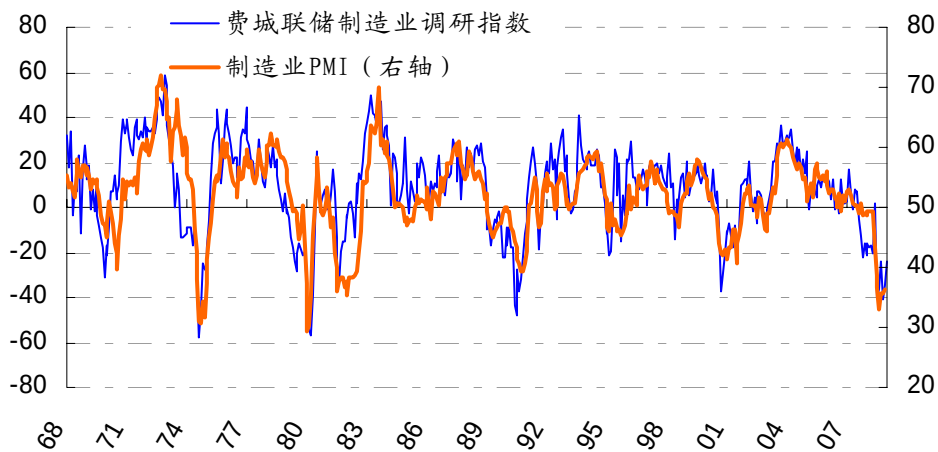


图9 消费者信心与股市相关性稍强一些



数据来源：Bloomberg

图10 联储调研与PMI相关，但联储指标波动太大，降低了判断的信度



数据来源：Bloomberg

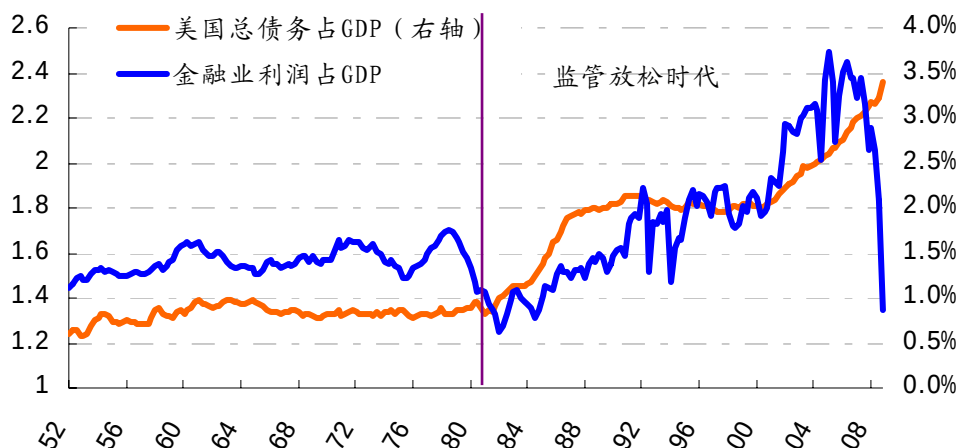
所以，在这样的背景下，怎么可能期待低质量公司的上涨可以引领指数继续上涨。银行利润的“恢复”并不能让 *SIGNAL in Noise* 看到什么值得乐观的因素，因为相比于这些表面会计数字的改善，*SIGNAL in Noise* 更为关心数字背后所隐藏的博弈逻辑。

银行利润增长基本来源于交易部门

首先，这些利润的来源如何，以高盛为例，在把一季度向后平移一个月后，也就是剔除利润很差的 12 月（8 亿美元的亏损），纳入 3 月，结果是 18 亿美元的盈利，利润增长的全部来源就是 FICC（商品、外汇、利率）的交易和资本投资，其他业务的利润仍然在下降，这样的目的是为了融资吗。摩根大通和花旗的利润增长也是基本来源于交易部门。这部分来自于 1 季度市场恢复稳定和反弹，但 *SIGNAL in Noise* 同时也将此归功于银行对会计方法操作的自由度上升。如果我们数算银行们的劣迹历史的话，相信读者对于利润增长就会心存怀疑了。

金融业利润占 GDP 的比重在 80 年监管放松和加杠杆化后一路上升，但这在去杠杆化的过程中是不能维持的，去年 4 季度的事实正说明此，不过今年 1 季度的利润将被证明是一个人为反常。

图 11 金融利润怎么可能这么快恢复



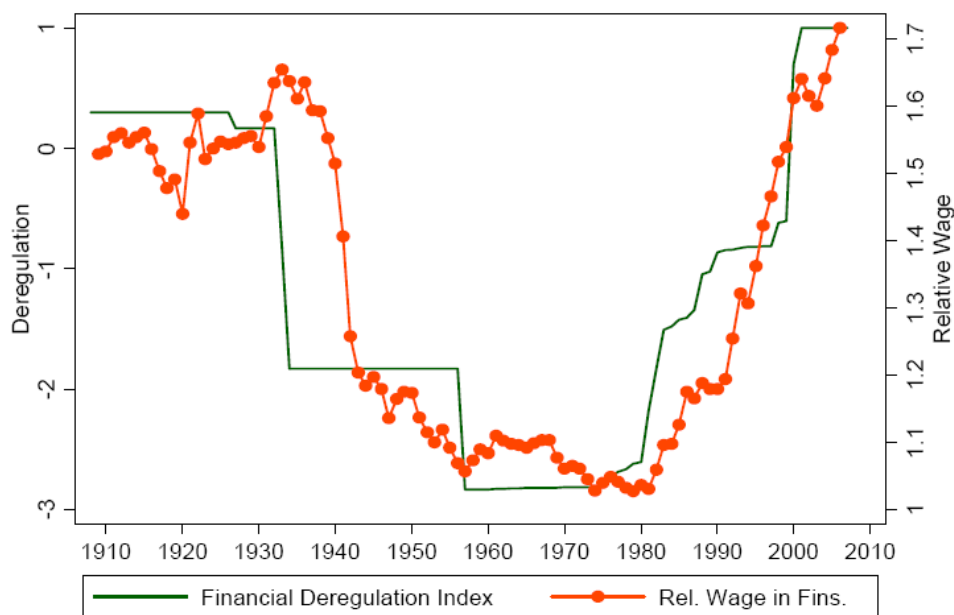
数据来源：Bloomberg

压力测试可能是陷阱重重

现在投资者都在猜测推迟到 5 月 4 日公布的压力测试结果会是怎样。可能基本就是有好有坏，市场会惩罚坏的银行，这正是盖特纳所担心的，市场基本不会给失败者以融资的机会，所以，*SIGNAL in Noise* 非常钦佩高盛选择此时融资。但同时，也抱有怀疑，压力测试的结果是否可能会是一片大好，压力测试的初衷是为了增强银行的资本实力，可以采取政府注资或市场融资，而政府是不愿意出钱，这是必然的，考虑到不情愿国有化和国会的阻力，即使是愿意拿出来剩下的那些钱也是不够填补资本漏洞的。那只能是通过市场融资，这首先需要政府遮住大漏洞，才能诱使私营资本进来。这周五公布的压力测试方法将会给我们厘清博弈的前景提供线索。

从银行的角度，是不愿意政府注资和接受监管的，因为这意味着工资的下降。退还 TARP 注资的表态一方面是为了摆脱政府的严厉管制，一方面是传达出拥有“强劲资本实力”的信号。

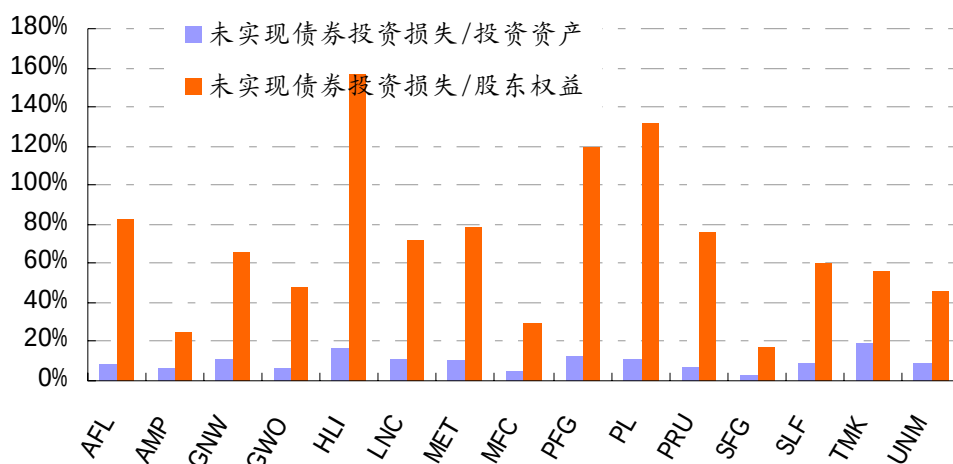
图 12 银行试图避免监管将会带来的金融业收入的下降



数据来源: NBER

但事实是在政府真正开始为银行注资来解决资本漏洞之前, 将会埋有很多个陷阱, 泡泡是用来吸引投资者步入陷阱的诱饵, 你可以去投身泡泡之中, 但需要提防掉入陷阱。相比于银行, 与美国家庭息息相关的人寿保险存在的未减记损失让 SIGNAL in Noise 无法想象谨慎投资的人寿保险竟然会在高风险资产中投入如此比例, 还有希望的曙光吗?

图 13 人寿保险的问题将会很严重



数据来源: Bloomberg

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 号新世界商务中心 34 楼

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