

海外宏观经济

流动性由虚拟进实体之时 美国经济
由迷局入佳境之势

—— 从信贷看美国经济复苏

东方证券
ORIENT SECURITIES

研究结论

- 近期美国数据的疲软部分受到暂时负面因素影响,但就这些突发的负面事件还不能完全解释近期经济的疲软走势。通过对比 QE1 结束后与 QE2 退出后两个阶段的经济表现,我们认为近来各项指标回调的更深层次原因是市场和投资者对 QE2 结束后美国经济能否继续维持在上行通道缺乏足够的信心
- 在次贷危机后相当长的一段时间内, 尽管美联储向市场注入了巨额的资金, 美国银行业信贷紧缩的状况没有明显的改观, 制约了流动性由金融虚拟经济向社会实体经济的传输, 需求殷切的小企业在信贷渠道和资金融集方面困难重重, 因而一旦联储的刺激政策面临结束而下一步走向不明的话, 就会引起市场的恐慌和经济增长的放慢
- 但是我们发现近来银行信贷数量和质量已有一定程度的提高, 工商业贷款总额已经率先实现回升, 银行加大信贷投放力度的意愿正在逐步增强, 有助于缓和虚拟经济“金融流动性”与“实体经济流动性”冷热不均的状况
- 如果美国信贷周期继续好转, 受益于业务盈利的增加和信贷资金的获得, 企业尤其是带动美国经济增长的主动力—中小企业加速恢复生产、扩张规模, 从而创造新的就业机会, 最终将受益延伸至受雇工人的借贷和消费, 拉动美国“消费—经济增长”的重要经济模式
- 美联储出于巩固前期经济复苏刺激成果和推动经济、就业市场、房地产市场等继续改善的考虑, 应会选择维持宽松的流动性政策, 不排除再次出台创新型政策工具的可能性, 从而支持流动性进一步向实体经济的传输
- 投资建议: 美股在 QE2 结束前后将面临震荡回调的压力, 但二季度公司季报公布会对股市有正面的刺激。美元指数长期趋势走弱, 但短期地缘政治风险、欧债危机及其他突发事件引发的避险需求可能会在短期内提振美元走强, 通胀的大背景下重申对黄金走势的看好, 提醒投资者把握经济政策推出前后存在的机会

报告发布日期

2011 年 6 月 3 日

东方证券研究所海外经济及资本市场研究团队

周 静

021-63325888-5152

zhoujing2@orientsec.com.cn



东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此, 投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突, 不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明, 见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分, 或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

美国经济目前低迷走势来源于投资者对“后 QE2”时代流动性情况的担忧

美国近期经济数据疲软

自 2011 年以来美国经济仍旧保持低迷走势。美国今年第 1 季度几乎各项经济指标都令人失望，并呈现出明显的增速放缓。第 1 季度 GDP 环比增幅只有 1.8%，远低于去年第 4 季度的 3.1%。不仅如此，至今公布的今年第 2 季度的经济数据在消费、投资和制造业方面也仍没有明显回升的迹象。ISM 制造业 PMI 从 4 月的 60.4 下跌到 5 月的 53.5，接近经济扩张定义边界值 50。芝加哥联储全国活动指数从 3 月的 0.32 下滑至 4 月的 -0.45，而 PMI 也从 4 月的 67.6 降至 5 月的 56.6，同时其他美联储分区（纽约、费城、费城、里士满、堪萨斯）这两项指标也都有不同程度的下滑。而芝加哥联储全国活动指数的 3 月期均线也降到从 3 月的 0.08 降到了 4 月份的 -0.12。上述指标的下调让投资者对于美国经济复苏的前景产生了一定程度的怀疑。

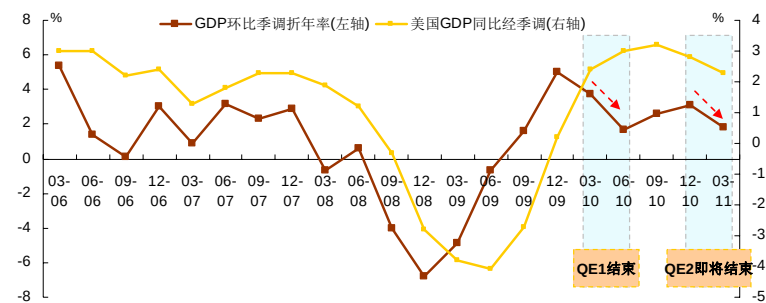
市场上普遍把近期数据的疲软归因于暂时的负面因素，比如油价走高、日本地震、以及南部的水灾等。但我们认为就这些突发的负面事件还不能完全解释近期数据的疲软走势。特别在经济环境改善的大趋势，如私营企业去杠杆化以及就业环境的改善在 2011 年依旧存在的情况下，近期数据的疲软程度的确有些超乎预期。那美国经济恢复目前面临的主要障碍是什么呢？美国经济的走势是否会应验投资者对于“二次触底”情形的担忧呢？

QE 2 虽作用明显，但并未完全实现推出目标

我们认为，近来各项指标回调的更深层次原因是市场和投资者对 QE 2 结束后美国经济能否继续维持在上行通道缺乏足够的信心。美联储在 4 月底的议息会议上已经正式宣布将在 6 月结束 QE2，但对于下一步的货币政策走向并没有给出明确的方向。未来美联储政策的灵活性为其发挥刺激的职能预留了足够的空间，但造成的不确定性也成为了额外的风险，从而进一步使得个人与企业在近期的消费和投资活动上表现得相对保守。

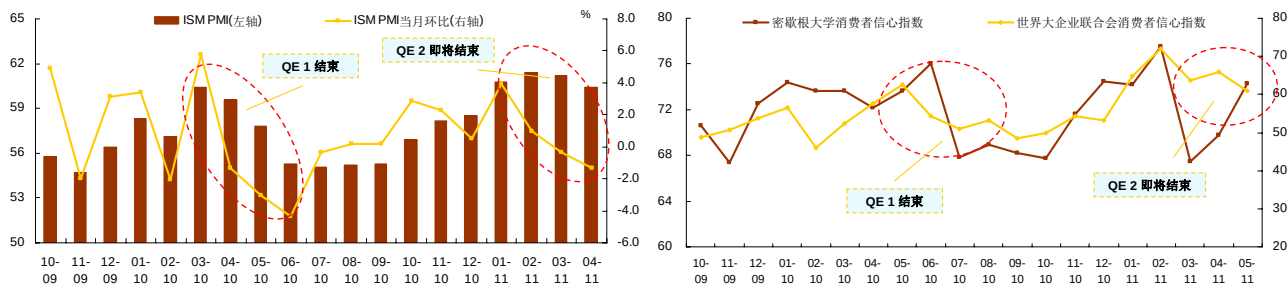
历史常常有惊人的相似。我们回顾 2010 年 3 月 QE 1 结束时的美国经济表现，会发现与现在的情况有诸多相似之处（见图 1~4）。我们认为其根本原因都是出于对宽松货币政策和财政刺激措施停止、经济复苏步伐由此趋缓、就业市场和房地产市场回暖受限等方面的担忧，市场的信心受到负面影响。在当时对负面信息较为敏感的市场环境下，相继公布的部分经济数据也令投资者感到沮丧而转向谨慎情绪和观望态度，“二次触底”的悲观情绪对金融市场的表现造成了暂时的冲击。

图 1：美国 GDP 增速



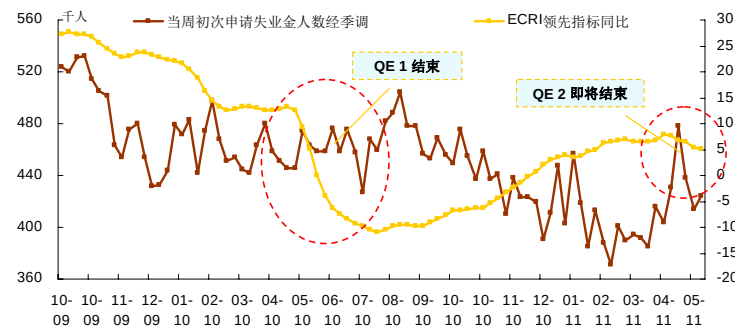
资料来源：彭博，东方证券研究所

图 2：ISM PMI 指数和世界大企业联合会消费者信心指数



资料来源：彭博，东方证券研究所

图 3：ECRI 领先指标和当周首次申请失业金人数



资料来源：彭博，东方证券研究所

图 4：股市表现—QE1 结束后至 QE2 推出前的一段时间内美股震荡下行


资料来源：彭博，东方证券研究所

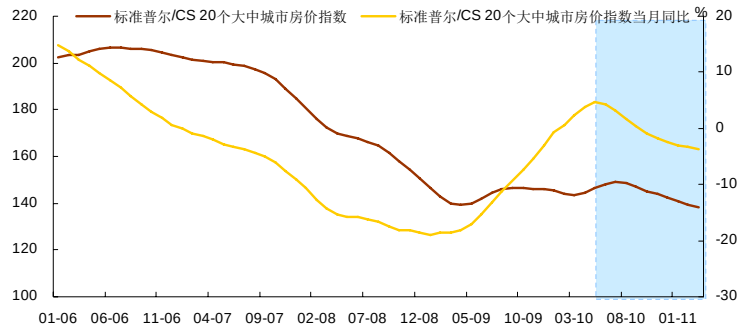
美联储根据经济复苏在产出、就业方面速度仍较为缓慢的情况下于 2010 年 11 月正式公布开始实施第二轮量化宽松，决定在 2011 年 6 月之前购买总计 6,000 亿美元的各种美国国债，伯南克先生决定继续坐在他发起的豪赌桌上。

图 5：黄金和大宗商品价格走高受到美国量化宽松政策的助推


资料来源：彭博，东方证券研究所

该政策刺激经济主要途径有三项。一是增加市场流动性，推动借贷，从而刺激投资和消费，改善就业和房地产市场。二是提高通胀预期，刺激投资者对于风险资产的偏好和预期，从而推动股市的上涨，增加国民的财富，拉动消费和经济的增长。三是通过促使美元贬值，增强美国的出口能力，从而推动 GDP 的增长。

从目前的情况看来，美联储的量化宽松政策的确有所效果，但远没有达到预期目标。自 2010 年 8 月伯南克对外暗示美联储将实施第二轮量化宽松政策至今，美国股市标普 500 指数上涨近 20%，黄金价格和高盛大宗商品指数也都上涨约 30%。但就业市场的复苏还是非常缓慢，失业率仍然徘徊在 9% 左右，另外，房地产市场依然没有走出低谷。

图 6：房价指数仍未止跌，房地产市场尚需较长时间方能走出困境


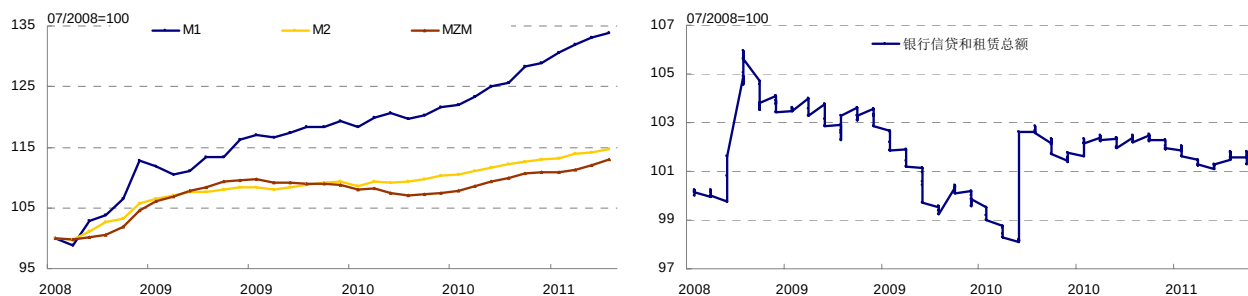
资料来源：彭博，东方证券研究所

我们认为其根本原因在于尽管联储向市场投放了巨额的资金，但是流动性并没有从金融虚拟经济传输到实体经济，美国银行业信贷紧缩的状况没有明显的改观，需求殷切的小企业在信贷渠道和资金融集方面困难重重，因而一旦联储的刺激性政策面临结束而下一步走向不明的话，就会引起市场的恐慌和经济增长的放慢。不过我们发现近来银行信贷数量和质量已有一定程度的提高，工商业贷款总额已经率先实现回升，银行加大信贷投放力度的意愿正在逐步增强，缓和虚拟经济“金融流动性”与“实体经济流动性”冷热不均的状况。如果美国信贷周期继续转好，美国经济将持续复苏。我们将在下一部分详细分析如何从信贷来看美国的经济复苏。

“信贷紧缩”顽疾的改观或将助力美国经济复苏渐入佳境

银行过度的信贷紧缩制约了流动性由金融虚拟经济向社会实体经济的传输

在次贷危机后相当长的一段时间内，美国银行业信贷紧缩的状况没有明显的改观，对经济复苏的进程构成较大的威胁。银行业放贷意愿疲弱，需求殷切的小企业在信贷渠道和资金融集方面困难重重，其银行信用额度显著下降，除非接受更多的限制性条款，否则很难获得亟需的信用。美联储和财政部也一直在促进银行系统的信贷流动，设法破解“如何向小企业提供复苏成长以促进经济将来走强所需要的资本”的政策难题。我们可以观察到，以 M1、M2 和 MZM（即 Money Zero Maturity，零期限货币，是衡量一个经济体系内流通货币供应量的指标，相当于 M2 减定期存款，另加货币市场基金）衡量的货币供应量增速均显著高于银行业对社会的信贷和租赁信用供给（银行业的信用供给自 2008 年中以来的近 3 年时间内即使在高位，其相对于 2008 年 7 月时的增幅也不超过 5%），对许多企业（尤其是小企业）来说资金紧张、向金融系统融资困难的状况没有根本的好转，这在很大程度上制约了美国实体经济自身复苏的恢复和调节能力。

图 7：货币供应量 M1、M2、MZM 增速均显著高于银行业对社会的信贷和租赁信用供给


资料来源：彭博，东方证券研究所

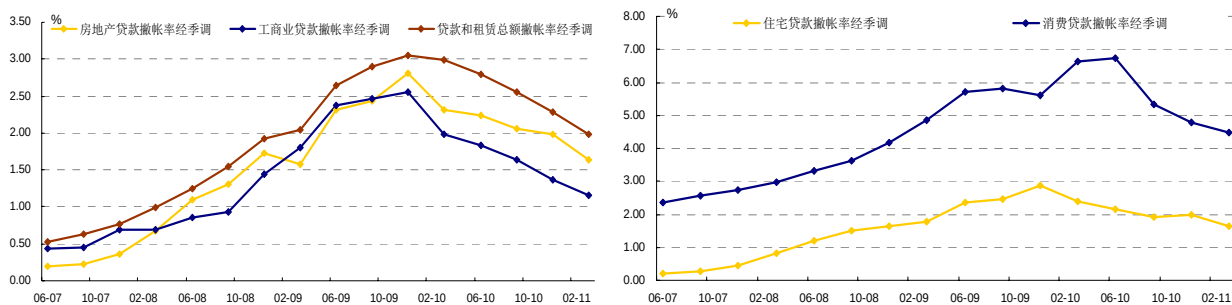
一个恰当的总结是：自金融危机爆发以来，银行对于信贷标准的收紧似乎远远超过了仅经济活动下降应造成的收缩规模。有几个因素有助于解释尽管财政状况、银行股票价格和收入等都有普遍改善，银行为什么还不愿意发放贷款：

- 银行融资市场一度面临重大危机并受到重创，一些银行据此决定（或在政府监管部门的敦促下、新法规的颁布实施的压力下）比以前需要掌握更多的流动资产作为缓冲资本
- 由于贷款损失依然很高，在当前的环境中很难对未来进行准确的预测，未来资本监管标准变化也存在较大的不确定性，银行对于承担更大的风险显得尤为保守
- 许多证券化市场仍然受损，减少了银行贷款的重要资金来源。
- 此外，次贷危机以来会计准则曾多次调整，其中要求银行把大量的证券化资产纳入资产负债表，各项硬性指标对于银行来说实际上造成了较以前更大的监管压力。

信贷质量好转、信贷投放增加、企业活动扩张，有望再现“就业—消费”良好增长模式

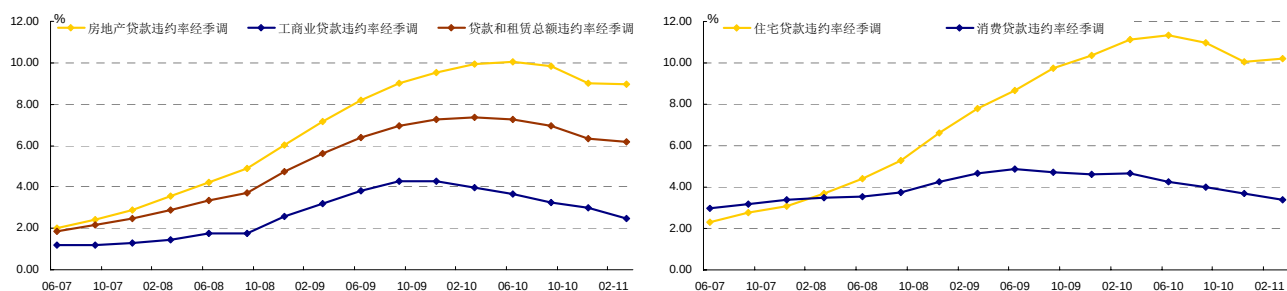
近来我们发现了一些有关美国信贷周期令人欣喜的利好信号。作为对美国商业银行信贷质量的研究，我们分别考察了以下美国所有商业银行各类信贷经季调后的违约率和撇帐率（“撇帐”指银行将账面上确定已无法收回的资产业务予以核销）：商业银行贷款和租赁总额、房地产贷款、工商业贷款、住宅贷款和消费贷款。从撇帐率来看，除消费贷款在 2010 年中触顶并一直保持下降趋势外，其余四项信贷的撇帐率均已在 2009 年底、2010 年初前后触顶并持续回落。从违约率来看，除住宅贷款外，其余四项信贷的违约率都保持着稳定的下降趋势。住宅贷款的违约率在今年 1 季度出现了环比的上升，且总体来看仍处于显著高于次贷危机前的水平，这与目前营造许可、新屋开工、住宅价格指数、新屋销售等数据传达出的信号是一致的，即现阶段美国房地产市场的复苏仍相对缓慢，完全回暖尚需要一段较长的时间。但总体而言，银行信贷质量已有一定程度的提高，这将增强银行加大信贷投放力度的意愿，吹响资金和流动性进入实体经济的集结号，缓和虚拟经济“金融流动性”与“实体经济流动性”冷热不均的状况。

图 8：各类贷款的撇帐率均呈良好的下降趋势



资料来源：彭博，东方证券研究所

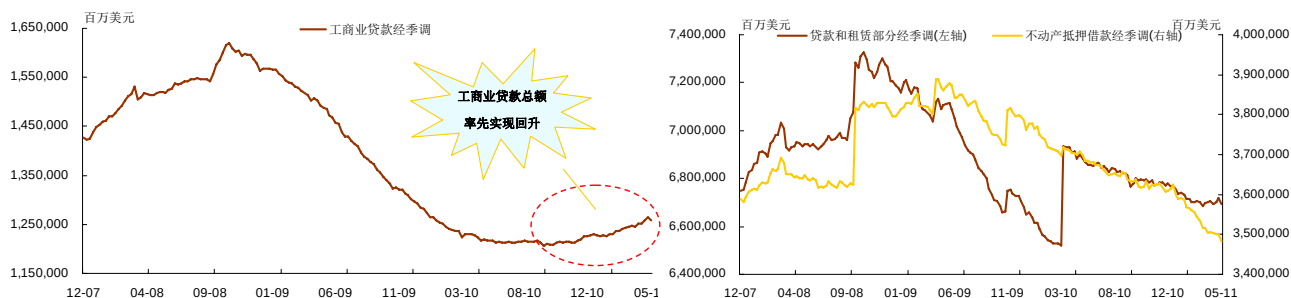
图 9：除住宅贷款仍受房地产市场拖累外，其余各类贷款的违约率均呈良好的下降趋势



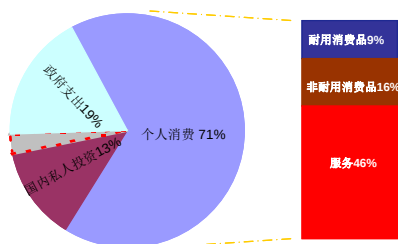
资料来源：彭博，东方证券研究所

在商业银行的信贷投放数据上，我们也找到了一些令人欣喜的利好数据。在重点考察了贷款和租赁部分、工商业贷款、不动产抵押借款和消费贷款之后，我们发现：不动产抵押借款受房地产市场现状拖累，仍在延续之前的下滑趋势；贷款和租赁部分总额在经历了前一段时间的下跌之后，在与金融危机前顶峰 2007 年 12 月水平大致相当的位置上出现了窄幅的震荡，有望在此处企稳、结束下滑的颓势。特别值得投资者留意的是，工商业贷款总额已经率先实现回升，。

图 10：工商业贷款总额率先实现回升

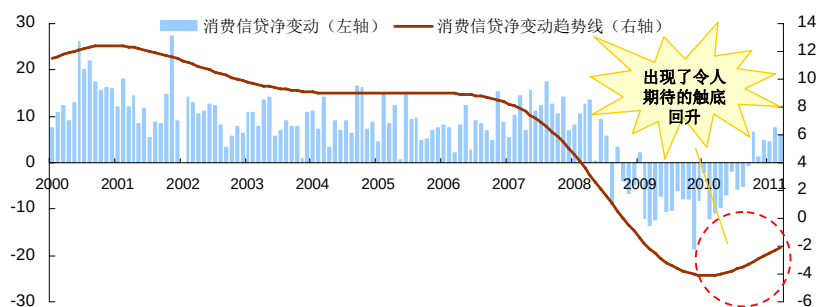


资料来源：彭博，东方证券研究所



工商业贷款的增加对经济来说无疑是个有意义的积极信号，公司可能会利用这些贷款恢复生产、扩大业务，从而有可能创造新的就业机会，最终将受益延伸至受雇工人的借贷和消费。美国的消费信贷在 2010 年底出现了令人期待的触底回升，这对美国消费的持续增长起到了支撑的作用。在缺乏新的经济增长点的情况下，个人消费增长是美国经济增长最重要的原动力，其对美国 GDP 增长的贡献率超过 70%。而美国经济最有活力的大动脉“就业—消费”也将有机会被释放出来的流动性打通。

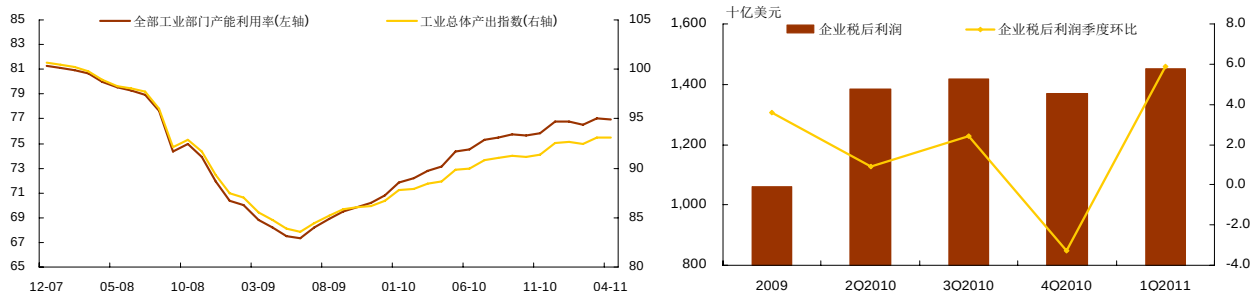
图 11：消费信贷温和回升，有助于消费数据未来的继续增长



资料来源：彭博，东方证券研究所

另外，今年 1 季度美国全行业公司的利润率及累计利润已经达到或超过历史高位，盈利的增加也有助于巩固企业扩张规模的信心和动力，同时也是我们对于企业业务扩张、投资增加将提振就业市场并间接刺激消费这一预判的一个事实支撑点。

图 12：工业部门产能利用率和产出指数保持回升，企业利润 1 季度再创新高



资料来源：彭博，东方证券研究所

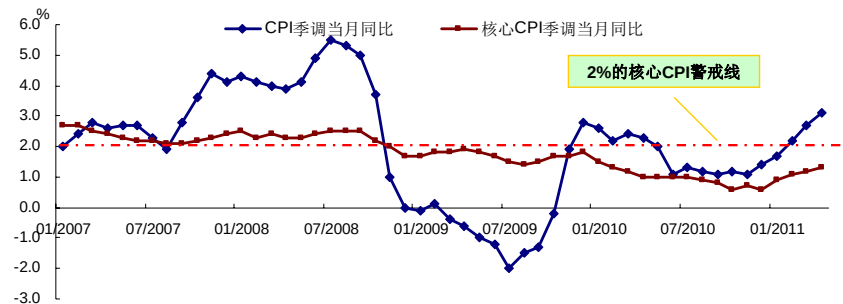
美联储创新依旧，应会继续维持宽松的流动性政策

美国信贷周期的进一步好转还要依托美联储宽松的货币政策。我们认为近期经济数据走势疲弱，外部环境不确定性因素增加，美联储出于巩固前期经济复苏刺激成果和推动经济、就业市场、房地产市场等继续改善的考虑，应会选择维持宽松的流动性政策。

有别于欧洲央行只关注价格稳定一个目标，美联储需要权衡经济增长和价格稳定两个目标。尽管现在和 2010 年相比，受大宗商品和油价推高的影响，通胀水平极大提高，但美联储关注的核心通胀率（不包含食品和能源价格的影响）现在为 1.3%，仍低于美联储 2% 的警戒线。因此美联储现在

的工作重心应该仍是推动经济增长。市场上广泛流传一种说法：如果全球金融系统有“创新奖”的话，美联储凭借在金融危机爆发后的积极表现获得这一殊荣当之无愧。和其他国家的中央银行相比，在传统的货币政策之外，美联储将货币政策工具的创新发挥到了极致。在金融危机中货币政策传导机制不能有效运转，传统价格型货币政策工具失效的情境下，美联储成功运用面向存款机构的流动性救助工具、面向一级交易商的流动性支持工具和货币市场流动性支持工具等创新性手段。因此，我们有理由相信，尽管 QE 3 渐行渐远，但美联储仍有可能以创新性和充满勇气的行动，开发非常规武器维持流动性并刺激经济。

图 13：通胀虽出现抬头走高，但核心 CPI 仍低于 2% 的警戒线



资料来源：彭博，东方证券研究所

投资建议

展望 2011 年接下来的美股走势，我们认为美股会面临震荡回调的压力，建议投资者采取防御性策略。美联储释放流动性与资金注入实体经济之间存在一定的时差，现在很可能就处在这一传输过程的“真空期”阶段，以致政策面的宽松无法立即驱生经济面的强劲。但随着银行信贷投放积极性的提高，美联储前期向市场释放的流动性将有可能由此注入经济实体、促进基本面实际情况的转好，令人乐观的经济数据“千呼万唤始出来”。美元指数长期趋势走弱，但短期地缘政治风险、欧债危机及其他突发事件引发的避险需求可能会在短期内提振美元走强，投资者可把握短线波段操作的机会。我们在通胀的大背景下重申对黄金走势的看好，提醒投资者把握经济政策推出前后存在的机会（如美联储推出新的宽松措施，通胀预期攀升但经济情况并未好转），并注意实际通胀低于预期通胀情况下黄金价格的短时下行风险。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn