

卢燕津 贾潇君
 张忆东
 宏观研究团队
 021-38565965

luvj@xyzq.com.cn

SAC: S0190510110012

下半年美国经济强势反弹可期，何谈 QE3？

2011 年 6 月 21 日

相关报告

110616
 德法扯皮致欧债短期风险上升
 110614
 CPI 不超预期，投资升温
 110612
 进口初显积极信号，外需短期放缓后 3Q 或走强
 110610
 外需短期放缓 内需初显企稳
 110610
 外需短期放缓 内需初显企稳
 110606
 全球经济同步放缓，但 QE3 推出概率不大
 110606
 民间资金面趋紧，部分区域供求双升
 110606
 结构性主动去库存已悄然开始
 110603
 5 月中国经济数据预测
 110601
 工业生产平稳回落，后续动力不足
 110531
 希腊债务问题在 7 月之前有望初步解决

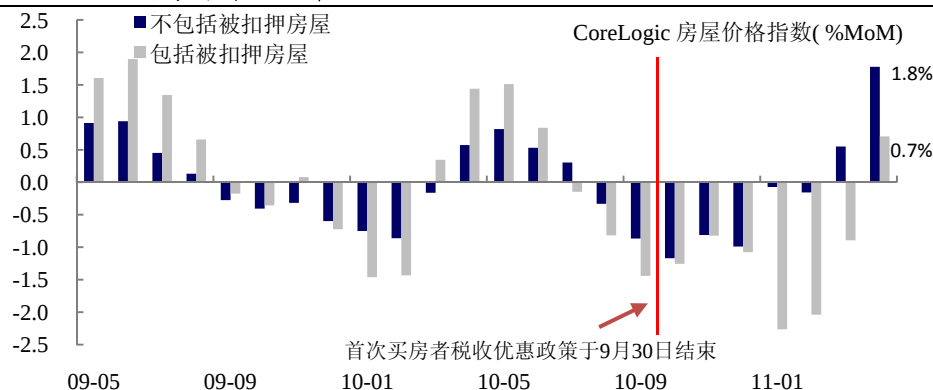
要点：

- 近期美国经济数据不利表现令市场担心 QE2 之后美国经济再次衰退，然而我们认为对美国经济不必过度悲观，看好 3 季度美国经济强劲复苏。我们曾在多篇报告中重申（参见 6 月 6 日《全球经济同步放缓，但 QE3 推出概率不大》；6 月 10 日《外需短期放缓，内需初显企稳》）：美国 2 季度经济增速放缓由短期因素导致，并不会延续至 3 季度，而美国经济短板的补足过程奠定美国复苏基础。
- **美国经济短板补齐——房价回升，银行资产负债表修复。**2008 年金融危机对美国冲击最大的是其银行业和房地产业。然而，CoreLogic 调查显示 4 月房屋价格已经出现回升，尤其扣除止损类房屋，地产销售价格已经连续 4 个月上涨，地产市场复苏可期。美国 1 季度银行坏账率和逾期还款比率持续下降，银行资产负债表修复，使得工商业和消费信贷解冻。**地产、银行两大行业的修复，为经济复苏奠定基础。**
- **美国经济 2 季度主要是短期因素导致——关键字：油价、天气、日本。**汽油价格高企挤压了二季度美国居民消费，创纪录的龙卷风肆虐也使得二季度南部地区房屋开工受到影响，日本地震所带来的零件供应短缺则抑制了汽车厂商的开工率。然而，上述负面因素都是短期问题，不应制约美国中长期复苏进程。
- **短期制约因素消失后，下半年美国的反弹必然强劲！**日本制造业已从谷底反弹，供应链正快速修复，日本三大车厂纷纷表示 3 季度将逐步复产，而极低的汽车库存意味着 3 季度美国汽车行业的补库存将异常强劲。汽油价格近期的回落使得美国居民消费需求有望在 3 季度释放。地产开工情况在恶劣天气过后也将逐步恢复。种种迹象表明，短期内负面数据“利空出尽”之后，三季度美国的反弹可能超预期。如果再考虑到 4 季度美国企业可能会赶在设备购置免税政策结束前集中进行固定资产投资，美国下半年的增长前景都较为乐观。
- **风险：经济复苏和货币紧缩“时间差”。**1 季度油价的上升制约了美国经济增长。下半年如果美国经济在此加速，则“美国需求拉动油价”的预期将再次回升。理论上说，由于联储将在某个时点上进入紧缩周期，从而会对油价产生抑制。但经济反弹明显、政策尚未紧缩的阶段，有可能会出现油价快速上升的情况。这种经济和政策“时间差”所带来的风险，值得关注。

美国经济短板正在补足——房价回升、银行资产复制表修复

- 4月CoreLogic房屋价格回升，地产市场出现复苏迹象。**CoreLogic公司统计的房屋价格指数显示，包括被银行扣押地产的房屋价格指数自去年6月以来首次回升，4月环比0.7%。这是买房税收优惠政策结束后房价的首次回升，暗示房地产市场初显好转迹象。事实上，如果将止赎房产扣除（这部分大约占销售的40%），其余房屋的销售价格今年前4个月已经回升了3.6%。地产市场可能已经在复苏的轨道上。地产这一“短板”的补齐，将消除经济中长期复苏的一大障碍。

图 1：刺激政策退出后，美国房价首次回升



数据来源：CoreLogic，兴业证券

- 银行资产负债表修复奠定美国经济复苏。**本轮金融危机中美国银行业资产负债表的恶化是制约其经济复苏的又一因素。去年QE1结束时，无论是消费还是工商业信贷都处于环比负增长的状态。少了量化宽松的拉动，美国经济在去年2-3季度急转直下。然而，当前美国银行业的资产负债水平显著好于去年。一方面美国1季度坏账率和逾期还款率持续下降。而从金融部门向私人部门融资的角度来看，**工商业和消费信贷环比增速已复苏至金融危机前的正常水平**。金融行业复苏将对美国经济中长期复苏带来动力。

图 2：坏账率和逾期还款比率均持续下降

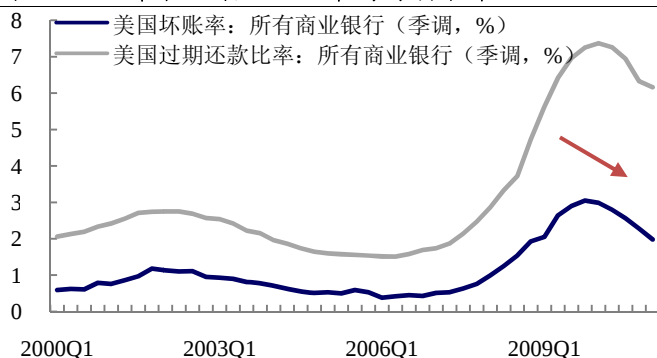


图 3：消费信贷环比增速复苏至正常水平

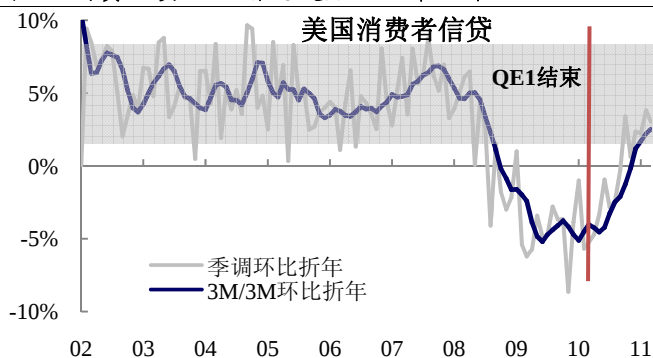


图 4：对工商业企业的贷款逐步回升

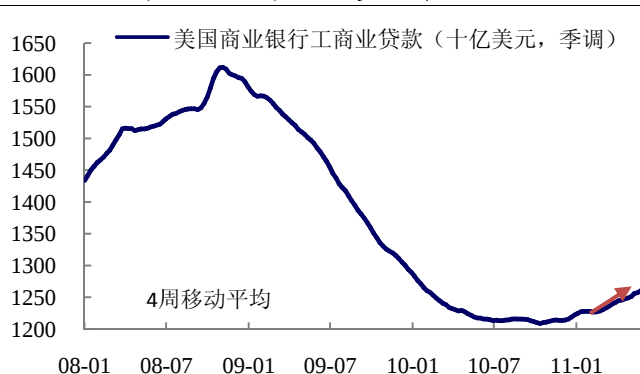
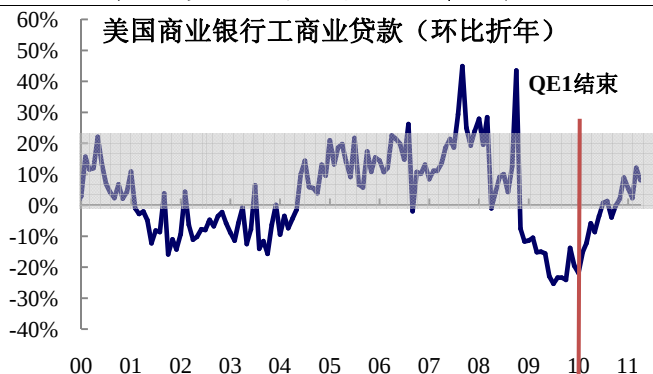


图 5：工商业信贷环比增速复苏至正常水平



数据来源：CEIC，美联储，兴业证券

2 季度美国经济低迷的原因：都是短期因素！

1) 日本地震致供应链断裂造成制造业特别是汽车制造业的大幅减产；从数据来看，美国4月汽车销售、库存和产能利用率均大幅下降，供应链断裂对汽车生产造成明显影响。而且，由于零件供应不足，三大车厂将其在北美年度的检修从7月提前至6月份，进一步对2季度汽车生产带来负面压力。

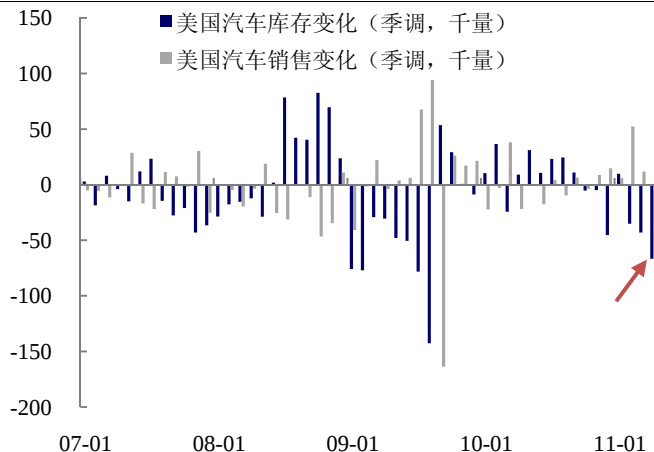
2) 4、5月罕见极端天气影响地产相关行业。美国二季度恶劣天气不断。4月27-28日的24个小时之内，南部连续发生300多起龙卷风。肆虐的天气使得4月南部地区新屋开工环比创纪录新低，进而影响相关产业，最新数据显示，5月南部地区新屋开工已从谷底回升。

3) 汽油价格对经济的制约。1季度美国经济增速仅为1.8%，油价高企制约消费的原因不容忽视。然而，近期美国汽油价格已有松动，国际原油价格也出现下滑，能源价格对消费的制约应该是短期因素。

图 6：汽车库存接近前期低点



图 7：4 月汽车库存大幅下降并非销售拉动



数据来源：Bloomberg, CEIC, 兴业证券

图 8：供应链断裂致汽车生产不足，4 月大幅下降，但 5 月降幅有所缓和

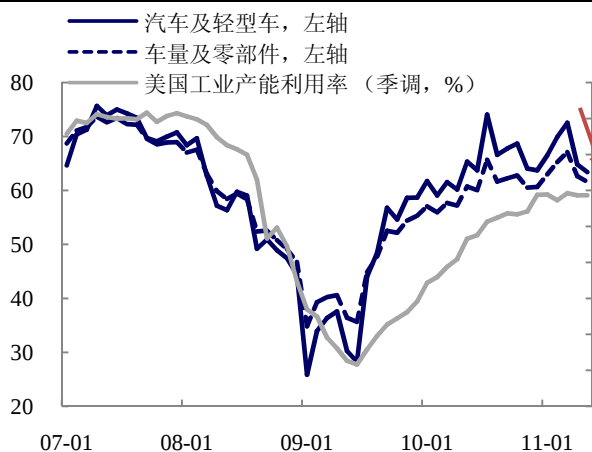
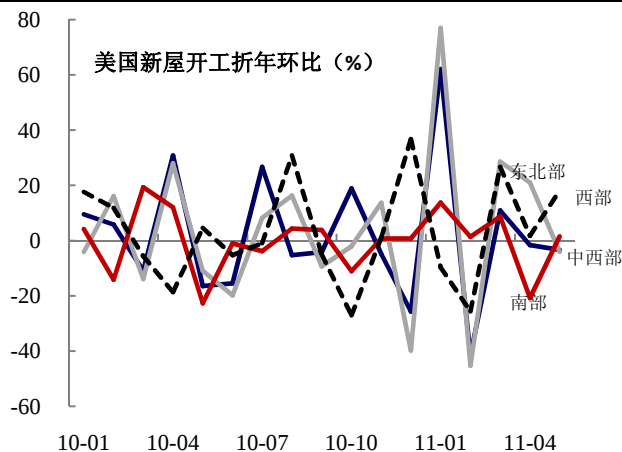


图 9：4 月份罕见极端天气拖累南部新屋开工及相关产业，5 月反弹



数据来源：Bloomberg, CEIC, 兴业证券

短期负面因素消失后，3 季度美国经济有望强劲复苏，QE3 无望。

- 日本三大车厂在美生产 3 季度逐渐恢复致正常水平，3 季度美国汽车业将出现一轮补库存现象。在 1 季度，汽车生产对 GDP 的贡献为 1.28 个百分点。而在 4 月份，由于日本各大车厂在日本的生产巨幅下滑：丰田下滑 78%，尼桑下滑 49%，而本田甚至下滑 81%，2 季度汽车制造对美国经济增速将会形成较为明显的拖累。然而，从日本 5 月制造业 PMI 和 4 月工业产值的数据来看，日本已经逐渐从灾难中恢复。根据最新报道，丰田在美国的生产在 6 月份有望恢复至正常水平的 70%，而在 5 月份只为 30%。本田预期在美国的汽车生产在 8 月份恢复至正常水平，3 季度美汽车业将出现一轮补库存现象。
- 就业仍在改善，只是速度放缓。4、5 月失业率回升可能是由于此前制造业就业人数中大部分属于临时工，当制造业不景气时，制造业就业人数立即下降，工厂对工人的调配更为灵活造成失业率快速反弹。总体来看，就业市场仍然在改善中，周度的失业金申请人数 4 周移动平均值已从高点回落。

随着对经济造成拖累的短期因素的消失，当前经济增长疲软不会延续致 3 季度，美国经济有望在 7 月份之后显著走强。在此形势下，QE3 出台的可能性微乎其微。

图 10：日本制造业 PMI 重回 50 以上，工业生产转正

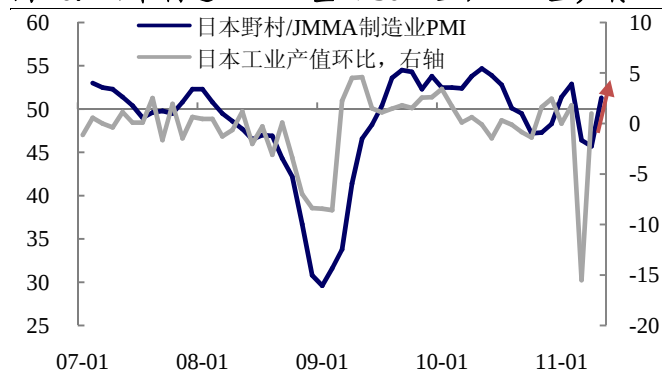


图 11：日本三大车厂在美生产能力 3 季度恢复正常

丰田	4 月在日生产能力下降 78%，6 月在美生产能力有望恢复至正常水平的 70%。
尼桑	4 月在日生产能力下降 49%。
本田	4 月在日生产能力下降 81%，致 8 月在美生产能力有望恢复至正常水平。

数据来源：CEIC, Wind 资讯, 兴业证券

图 12：6 月制造业 PMI 见底，后期将回升

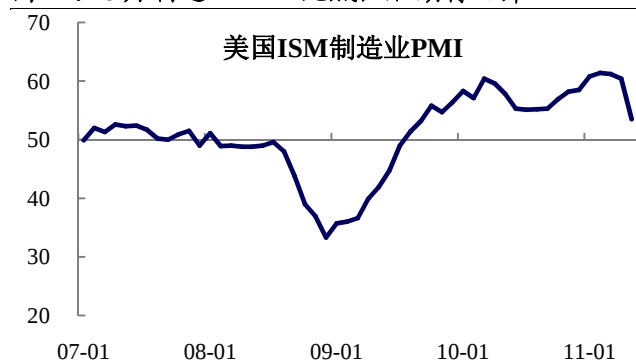


图 13：就业市场将随制造业改善而改善

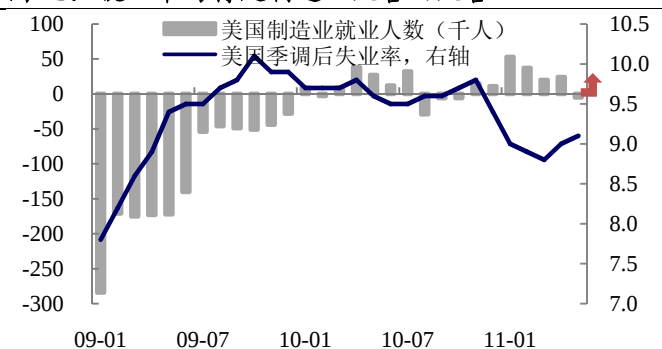
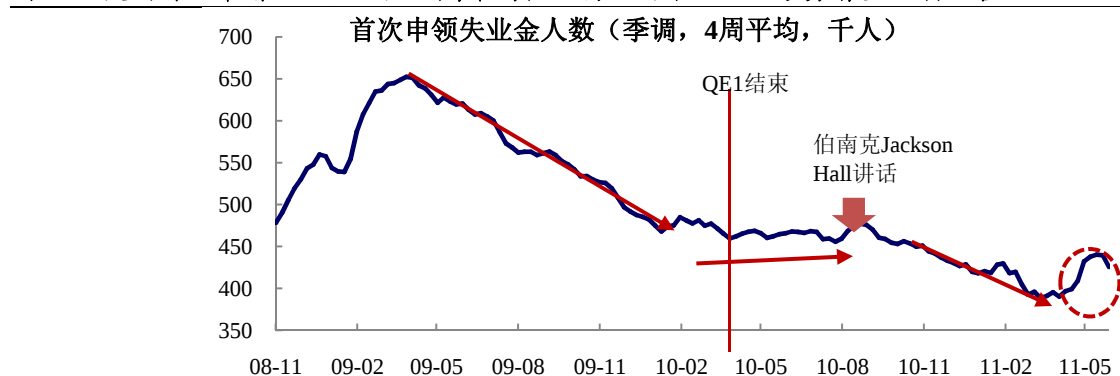


图 14：美国首次申请失业金人数 4 周平均值已拐头向下，就业形势有望继续改善

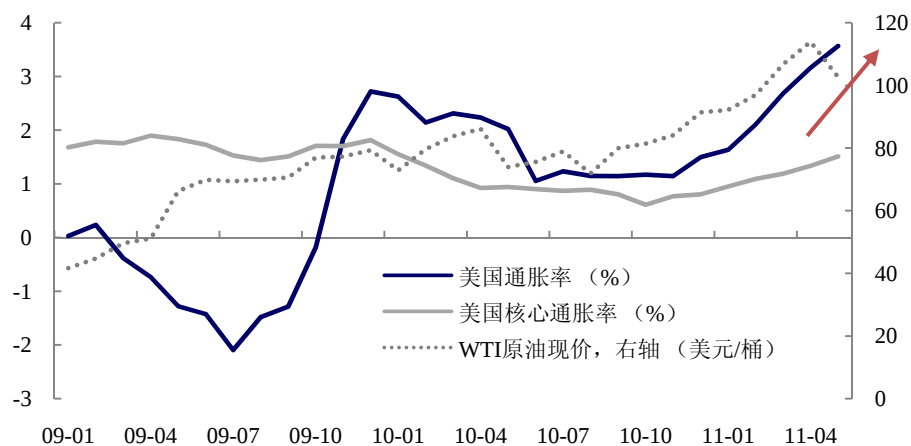


数据来源：CEIC, 兴业证券

风险：基本面走强与联储紧缩“时间差”

- 需求复苏提升油价，油价回升抑制需求。**今年年初油价的大幅上涨主要受到美国需求复苏的提振。而4月份以来美国经济数据走软、欧债担忧重燃是油价回落的主要因素。若美国经济如我们预期在7月份之后走强，需求回暖（假设中东北非不会出现新的战局，供给面稳定），则原油价格可能出现新一轮的上涨。如果联储收缩过慢，能源通胀传导至核心通胀，则不仅会对短期内的经济带来负面影响，而且会使得后期联储货币政策被迫收紧，从而对内需造成负面影响。今年下半年联储货币政策决策的难度很大。

图 15：实体经济走强、需求回暖将提振油价，货币政策退出过慢、油价抑制消费再次重演的风险值得关注



数据来源：Bloomberg, CEIC, 兴业证券

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投

资建议的评级标准为:

推荐: 相对表现优于市场

中性: 相对表现与市场持平

回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的

评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间

中性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间

回避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。