

年度报告

2010 年 12 月 27 日

美国经济有望加速 欧债危机波澜不惊

随着再库存效应的减弱，美国经济在 2010 年下半年以来出现了放缓迹象。我们通过数次衰退后复苏的经验观察，认为本次复苏期间存在的最大的不同在于住宅投资的停滞不前。

购房税收优惠政策仅短暂地推升住宅投资，而难以改变政策到期后低迷的走势。作为经济增长的重要驱动，住宅投资引擎的动力不足将抑制经济加速复苏。这是美国经济增长缓慢的一个源头。

与 1991 - 1992 年老布什任期类似，本次复苏面临的另一障碍是积极但受限的财政政策，7870 亿美元的刺激计划和美联储大规模资产购买的最大作用是拯救了金融信贷渠道和逐步恢复了市场流动性，避免了美国经济陷入长期的萧条。但是，高企的政府负债降低了复苏之后进一步大规模财政刺激的可能。这是美国经济增长缓慢的另一源头。

从前几次复苏和大萧条时期的经验借鉴中，我们能得出一个结论：消费是经济增长背后最坚强的后盾，经济要恢复到正常轨道必须依赖消费的复苏。一方面，当前房地产市场的低迷抑制了消费的加速增长；另一方面，政府对收入的支撑也不会让消费过度下滑。综合来看呢，消费的缓慢增长虽然使得复苏引擎动力不足，但也令经济不至于二次探底。

我们认为，2011 年下半年房地产去库存会进入尾声阶段，此时将是美国经济加速复苏的起点。消费增速在 2011 年下半年有所上升的可能性较大，会推动 GDP 增长率略微加快至 3% 左右的水平。因此，我们看好明年下半年的美国经济。

是否会发生第二轮大规模的欧洲债务危机主要看西班牙的局势演变。从西班牙当前的财政状况和银行体系及更深层的经济增长数据来看，当前西班牙并不需要外界救助。即使西班牙万一需要救助，由于其经济在欧元区发挥着系统性的作用，虽然救助成本偏高，但欧盟、IMF 和欧洲央行也会尽快实施援助以防西班牙危机扩散带来的传染效应。

欧洲边缘国家的债务问题会时不时地令市场避险情绪略有上升，但其造成的负面影响远不会如希腊债务危机时那么大。

相关研究

美联储量化宽松、美国中期选举与美元走势

2010 年 11 月 4 日

美联储即将推出第二轮量化宽松的货币政策

2010 年 10 月 12 日

美联储进一步宽松的货币政策渐行渐近

2010 年 9 月 27 日

对美联储 8 月份 FOMC 会议纪要的解读与评论

2010 年 9 月 1 日

对 8 月 27 日伯南克“经济形势和货币政策”讲话的解读与评论

2010 年 8 月 30 日

宏观经济高级分析师
SAC S0850203100099
李明亮
021-2321 9434
lml@htsec.com

联系人
高远
gaoy@htsec.com

目 录

1. 2011 年美国经济复苏的路径——盘整后加速.....	5
1.1 再库存效应减弱是重复出现的历史现象.....	5
1.2 再库存效应减弱后的财政政策和货币政策.....	9
1.3 本次复苏与以往几次最大的不同.....	13
1.4 经济恢复正轨的主引擎：消费、消费还是消费！	15
1.5 看好明年下半年的美国经济.....	18
2. 明年海外经济蕴含的风险——第二轮欧洲债务危机？	19
2.1 西班牙经济在欧元区的地位较高.....	19
2.2 西班牙政府债务状况好于其它边缘国.....	19
2.3 西班牙银行体系的风险处于可控范围.....	21
2.4 欧债危机造成的负面效应会逐渐减弱.....	22

图 目 录

图 1 库存变化对 GDP 的贡献（1982 年至 1984 年，%）	5
图 2 库存变化对 GDP 的贡献（1991 年至 1993 年，%）	5
图 3 库存变化对 GDP 的贡献（2001 年至 2002 年，%）	5
图 4 库存变化对 GDP 的贡献（2007 年底至今，%）	5
图 5 1982 年至 1984 年，在再库存中后期，消费和政府购买贡献最大（%）	6
图 6 1991 年至 1993 年，在再库存中后期，消费和固定资产投资贡献最大（%）	6
图 7 2001 年至 2003 年，在再库存中后期，消费和政府购买贡献最大（%）	7
图 8 大萧条后，在再库存中后期的 1936 年，GDP 各项全面拉动增长（%）	8
图 9 大萧条后，GDP 各项的同比增长率（%）	8
图 10 2008 年底至今的 GDP 各分项贡献，目前已进入再库存中后期阶段（%）	9
图 11 失业率居高不下（%）	10
图 12 核心物价指数持续走低（%）	10
图 13 联邦债务占 GDP 的比重（%）	12
图 14 美国历年财政赤字率（%）	12
图 15 投资分项对 GDP 的贡献（1982 年至 1984 年，%）	13
图 16 投资分项对 GDP 的贡献（1991 年至 1993 年，%）	13
图 17 投资分项对 GDP 的贡献（2001 年至 2002 年，%）	14
图 18 投资分项对 GDP 的贡献（2007 年底至今，%）	14
图 19 实际个人消费支出同比增长率与 Case-Shiller 房价指数同比增长率（%）	14
图 20 新屋和成屋的可供销售月数还在正常水平之上	15
图 21 未决房屋销售指数	16
图 22 家庭持有的房地产价值（十亿）	16
图 23 实际个人可支配收入已连续数月实现正增长（%）	17
图 24 德国、法国及边缘国家 GDP 占欧元区 GDP 的比重（%）	19
图 25 欧元区几个国家政府负债占 GDP 的比例（%）	20

图 26 西班牙财政收入的累计同比增长率 (%)	20
图 27 西班牙的基本财政赤字率 (%)	21
图 28 西班牙和爱尔兰商业银行的资本充足率 (%)	22
图 29 西班牙和爱尔兰银行体系对私人部门贷款的同比增长率 (%)	22
图 30 欧元区各国在 2010 年和 2011 年的经济增长率 (%)	23

表 目 录

表 1 再库存效应减弱后的经济复苏引擎，都依赖消费.....	9
表 2 按财年划分的经济刺激计划年度预算表（十亿美元，总计 7870 亿美元）.....	11
表 3 再库存效应减弱后的财政政策和货币政策	13
表 4 房地产去库存化的历史经验	15
表 5 个人消费支出的计量模型检验结果	17
表 6 对 2011 年消费的敏感性分析.....	17
表 7 2010 年，2011 年美国宏观经济数据预测	18
表 8 外国投资者在欧洲边缘国国债中的持有比例（%）	21

明年海外经济最受关注的焦点是美国经济复苏步伐是否会加快以及会不会出现第二轮的欧洲债务危机。以下我们分两部分进行详细地分析。

1.2011 年美国复苏的路径——盘整后加速

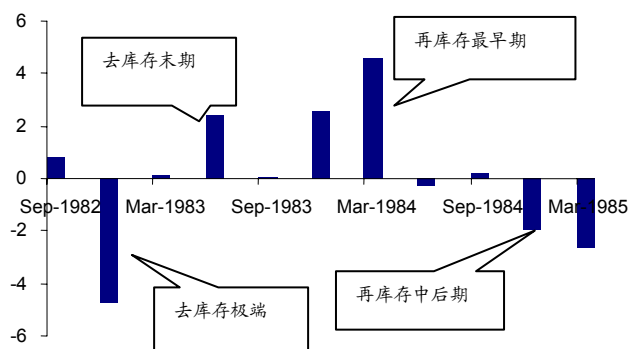
2010 年 7 月底，美联储主席伯南克在国会做半年度报告时表示：“财政政策和再库存效应将比前几个季度为经济复苏提供更小的驱动力，这是美国经济放缓的主要因素”。美国经济复苏放缓已经成为了市场共识，而我们关心的是，在再库存效应放缓的背景下，2011 年美国复苏的驱动力是什么？美国经济是继续放缓还是会有所反弹？

历史在发展中往往蕴含着重复与特例，我们从美国经济所经历的多次复苏过程，来看本次复苏与历史上的几次复苏存在哪些相同之处与不同之处，这有助于我们回答以上问题。

1.1 再库存效应减弱是重复出现的历史现象

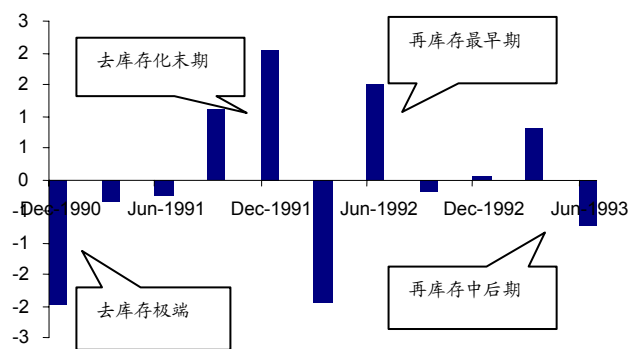
再库存效应减弱是个重复出现的历史现象。在经济复苏最早期，由于之前库存调整至过低位置，企业会增加较多库存。而之后企业将走一步看一步，渐进地增加库存，这就使得再库存化的力度逐渐减弱。我们从下图可以看到，在 1982 年后的三次衰退期过后的复苏过程中，库存的增长幅度是逐渐放缓的（虽然季度之间会有波动）。本次复苏期也不例外，再库存已经进入了中后期阶段。

图 1 库存变化对 GDP 的贡献（1982 年至 1984 年，%）



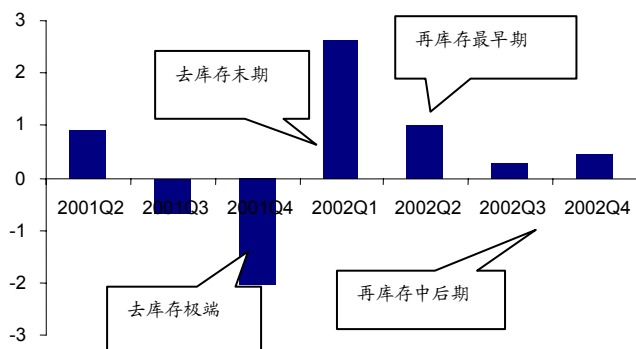
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 2 库存变化对 GDP 的贡献（1991 年至 1993 年，%）



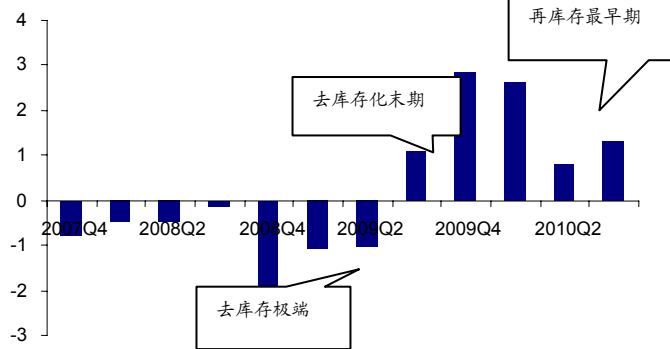
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 3 库存变化对 GDP 的贡献（2001 年至 2002 年，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 4 库存变化对 GDP 的贡献（2007 年底至今，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

1.1.1 再库存效应减弱后的经济驱动力——1980 年代以来三次复苏的经验

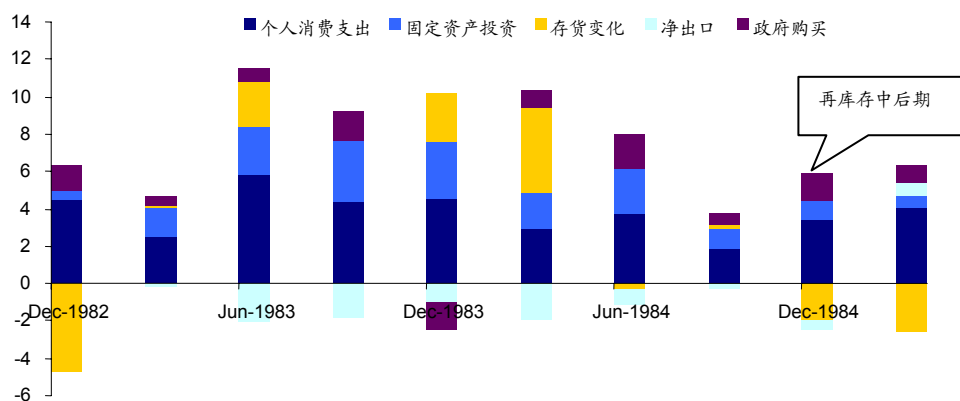
在再库存效应减弱后，如果经济要实现较快复苏，需要依靠哪些驱动力？我们先来观察 1980 年代以来三次衰退后复苏的历史经验。我们根据 NBER 测定的衰退底部作为考察起点。

1982 年衰退期的低谷是在 1982 年四季度，之后经济呈现强劲复苏的走势，主要驱动力来自消费和固定资产投资，其中消费对增长的拉动最早也最明显（图 5）。在再库存的中后期，消费在经济增长中仍然扮演了最重要的角色，对拉动 GDP 的贡献超过了一半。同一时期，政府购买也有所表现，而其它要素包括投资对 GDP 的贡献小得很多。

1990 至 1991 年衰退期的低谷是在 1991 年一季度。从图 6 看，消费仍然是经济复苏的主要推动力，固定资产投资也起了一些作用，但没有上一次复苏那么明显。在再库存的中后期，消费和投资作为主导力量，而其它因素对 GDP 的贡献几乎可以忽略不计。

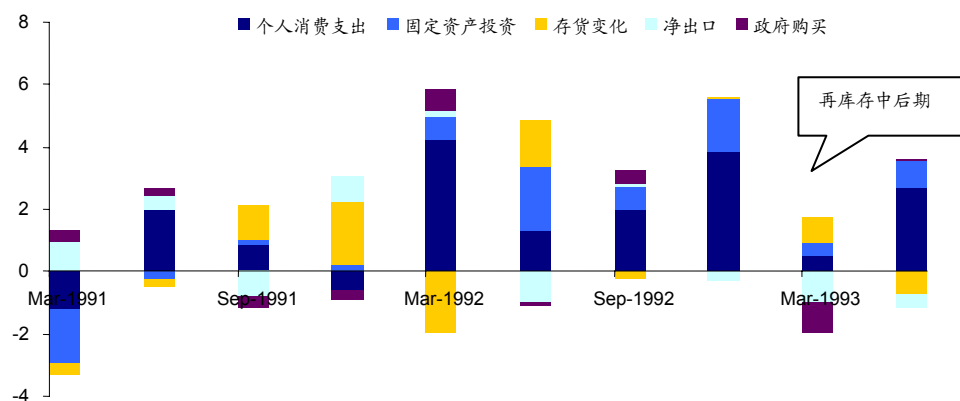
本世纪初的衰退是由 1990 年代末的 IT 泡沫破灭造成的。在复苏初期，对与高科技相关的投资仍然持续萎缩，这时消费和政府购买为 GDP 回暖做出了最大的贡献。在再库存的中后期，经济增长依然严重依赖消费，消费走强与 GDP 回升基本上是一致的。

图 5 1982 年至 1984 年，在再库存中后期，消费和政府购买贡献最大（%）



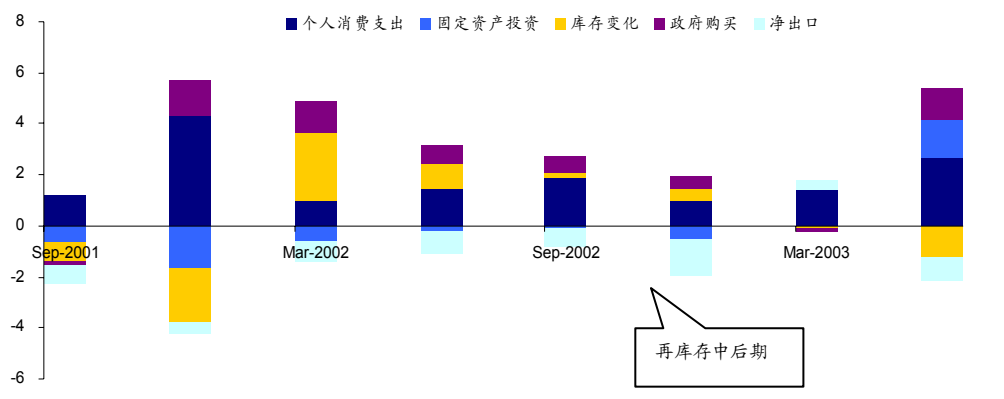
资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 6 1991 年至 1993 年，在再库存中后期，消费和固定资产投资贡献最大（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 7 2001 年至 2003 年，在再库存中后期，消费和政府购买贡献最大（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

1.1.2 再库存效应减弱后的经济驱动力——大萧条后复苏的经验

本次衰退的严重程度只有大萧条时期能与之相比，所以我们必须考察大萧条时期的历史经验。

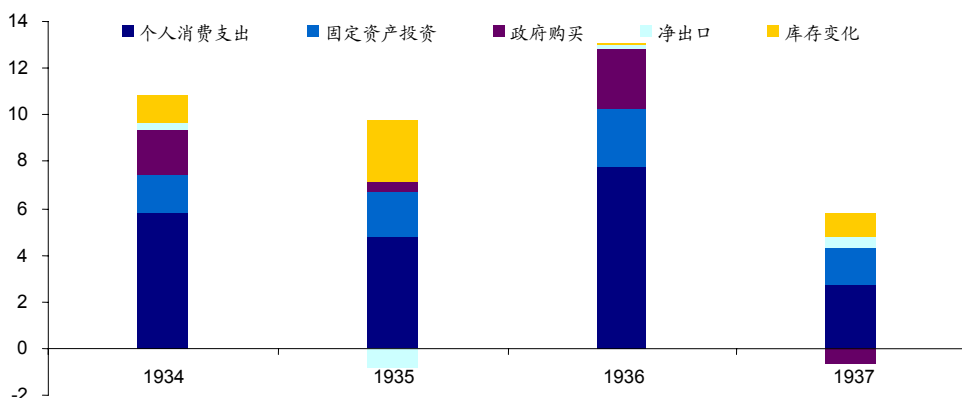
根据弗里德曼货币主义的观点，在罗斯福总统上台后，货币政策方面，美国放弃了金本位制，大量黄金涌入美国，货币存量大幅增加，最终降低了实际利率从而刺激了投资。同时，美国存款保险公司、证监会等制度建设也对信贷渠道的正常化，促进经济增长起到了相当重要的作用。罗斯福新政另一个刺激经济的有效措施是积极的财政政策，政府购买在 1934 年大幅上升了 12.8%，且它对 1934 年 GDP 增长的贡献达到了 20%。虽然在 1935 年，政府购买的力度有所回落，但 1936 年它对经济增长存在明显的拉动。

在积极财政政策和宽松货币政策的主导下，个人消费支出在大萧条的经济复苏过程中发挥了最重要的作用，从下图看出，在 1934-1937 年，消费对 GDP 拉动的贡献超过一半。消费年增长率在 1934 至 1936 年呈逐年上升的趋势。

再库存的效应在 1936 年明显减弱，此时消费、固定资产投资、政府购买对 GDP 的拉动比前两年更强，使得 1936 年的增长率创新高。GDP 各项构成的全面拉动非常有效地抵消再库存效应减弱可能带来的经济放缓压力。

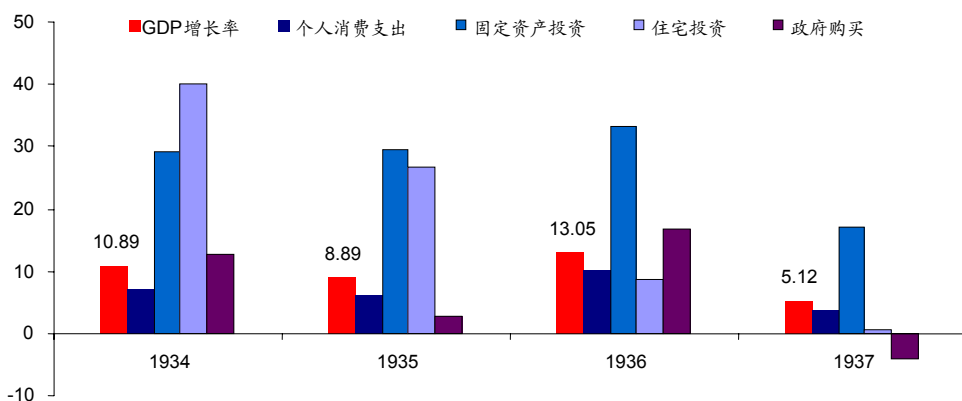
总结来看，美国经济走出大萧条依赖的是金融信贷渠道的正常化和一系列的经济制度建设，在积极财政政策、宽松货币政策的推动下，消费坚实增长，私人投资活跃推升了经济在 1934 至 1936 年强劲复苏。直到 1937 年，由于积极财政政策面临平衡预算的压力，政府购买大幅减少影响了经济增长。

图 8 大萧条后，在再库存中后期的 1936 年，GDP 各项全面拉动增长（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 9 大萧条后，GDP 各项的同比增长率（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

1.1.3 消费尚未给予本次复苏较大驱动力

前几次经济复苏都依赖消费的回暖，它的回升幅度在很大程度上决定了经济的整体增速。在“1983 至 1984 年”和“2002 年至 2003 年”这两次再库存化效应减弱后的复苏过程中，经济复苏主要依靠消费和政府购买，而 1991 至 1993 年则主要依靠消费和固定资产投资。令人眼前一亮的是，罗斯福新政下的复苏同时汇聚了消费、固定资产投资、政府购买等各个驱动力，经济实现了高速增长。

由表 1 可以看出，在再库存化减弱后，各次复苏都依赖消费。因此，观察和预测消费的走势是判断复苏速度的基础。

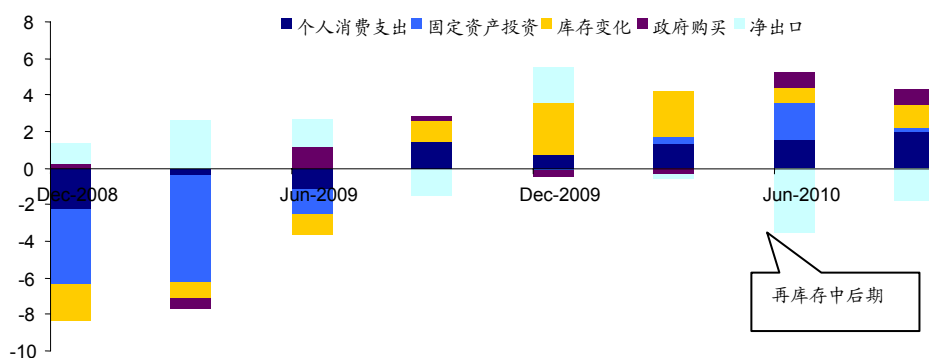
表 1 再库存效应减弱后的经济复苏引擎，都依赖消费

再库存中后期对应时间段	消费	固定资产投资	政府购买
1984 年二季度至年底	√	×	√
1992 年下半年至 1993 年	√	√	×
2002 年下半年至 2003 年	√	×	√
大萧条后的复苏（1936 年）	√	√	√
2010 年下半年开始	?	?	?

次贷危机造成的本次衰退是大萧条以来最严重的一次。在衰退期，消费、投资均大幅下降。2009 年二季度是本次衰退的低谷，我们发现，2009 年下半年以来，库存变化对 GDP 的贡献最为明显，而消费的贡献为其次，这和以往三次衰退后的复苏初期有所不同，这是由于本次危机的严重程度远高于之前的几次，使得库存出现了大幅度的超调，库存变化对 GDP 的影响很大。

2010 年以来，随着复苏进入中后期阶段，库存调整对 GDP 的贡献逐渐减弱（图 10）。从今年二季度 GDP 数据来看，固定资产投资、政府购买表现靓丽，然而，以往成为经济复苏最主要引擎的消费的表现乏善可陈，净出口的拉动力更是呈现负向拉动，这是否意味着未来一年的复苏引擎只能依赖固定资产投资和政府购买呢？我们接下来先深入探讨本次复苏和以前复苏的政策背景存在什么不同，即政府的财政政策和货币政策有什么区别。

图 10 2008 年底至今的 GDP 各分项贡献，目前已进入再库存中后期阶段（%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

1.2 再库存效应减弱后的财政政策和货币政策

1.2.1 货币政策

货币政策方面，1982 年衰退期过后，美联储很快就加息，加息考虑的主要因素是通胀水平仍处于高位，当时美国 CPI 和核心 CPI 的同比增长仍在 4% 以上。根据美联储在 1983 年 3 月底的“Record of Policy Actions”显示，当时的公开市场委员会寻求培养有助于进一步降低通胀的货币和金融环境，并促进产出增长重返可持续轨道。因此，这就不奇怪为什么美联储为什么在经济复苏的最早期，即使失业率仍然高达两位数时就采取加息的手段了。

而 1991 年和 2001 年的衰退期过后，因为美联储考虑到未来的通胀压力将会逐步减小，而当时仍存在较高的失业率。最终，美联储直到工业产能利用率和失业率恢复到正常水平后，才逐步加息。

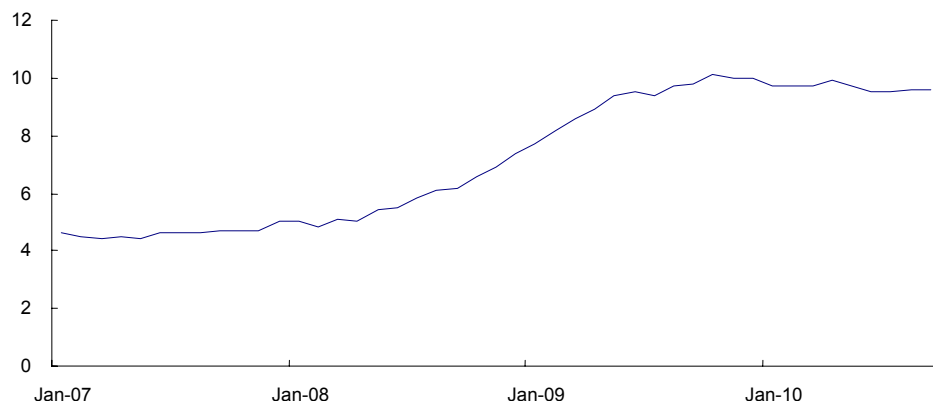
除了 1982 年那次复苏期货币政策偏紧外，最近几次经济复苏过程中，美联储都执

行了较为宽松的货币政策。在本次复苏中，通胀率不断走低而失业率持续高企，这些严重偏离了美联储的物价稳定和就业最大化这两大政策目标，因此，在今年 11 月初，美联储推出了第二轮量化宽松的货币政策，这也为明年的宽松货币政策打下了基调。我们认为，第二轮量化宽松能让通胀预期在几个月内恢复至正常水平，核心 CPI 和核心 PCE 物价指数也会出现缓慢的回升，但失业率仍会处于高位仍会低于美联储成员预期。2011 年，二次量化宽松仅在提升物价水平方面有明显效果。

美联储成员对经济增长风险和通胀风险存在较大分歧。经济增长方面，认为增长缓慢但平稳的成员占多数，但也有不少成员认为存在下行风险。在物价水平方面的分歧更大，认为存在下行和上行风险的成员都有一些。这也决定了在未来的货币政策决策中，实际的经济数据会影响到量化宽松的执行甚至第三轮量化宽松的出台。从当前经济数据和明年预测来看，美联储会切实执行第二轮量化宽松货币政策，而推出第三轮量化宽松的概率较小。

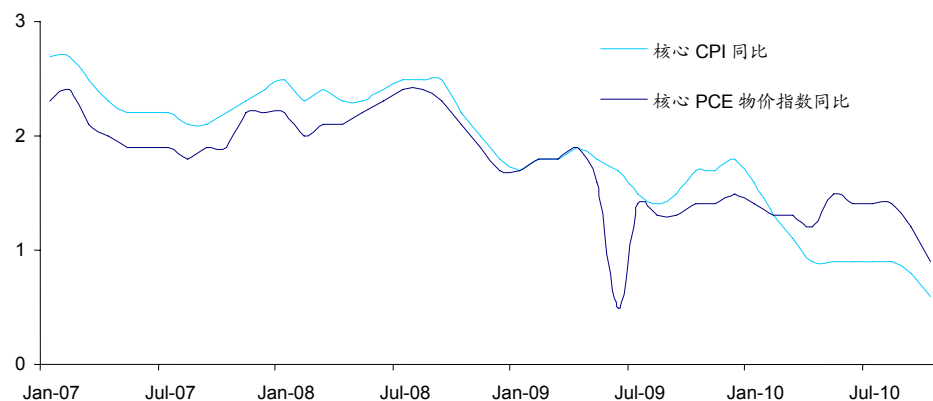
总的来看，美联储仍将在较长时间内维持联邦基金利率于 0 - 0.25 的极低水平，我们认为在 2011 年美联储加息的概率非常小。

图 11 失业率居高不下 (%)



资料来源：CEIC,海通证券研究所

图 12 核心物价指数持续走低 (%)



资料来源：CEIC,海通证券研究所

1.2.2 财政政策

在前几次复苏期中，美国的财政政策面临的环境也有所不同。在 1982 年后的复苏过程中，里根政府通过大规模削减个人和企业所得税，刺激投资增加供给，推动经济复苏。与此同时，里根政府扩大军费开支，逐步带动了科技和民用经济的发展。由于减税带动了财政收入下降和军费等支出扩大，联邦政府债务呈上升趋势。直到 1985 年 12 月，美国国会通过平衡预算方案，要求政府缩减赤字。

对比里根享受了数年无财政约束的环境，老布什政府面临的是庞大赤字的困扰，这是 1991 年后的美国经济复苏速度没有里根执政期间快的一个重要原因。由于 1985 年 12 月通过的平衡预算法修正案要求美国政府逐年削减财政赤字，老布什上台前两年不折不扣地执行。然而，伊拉克战争和 1991 年的经济衰退使得政府不得不增加开支，但平衡预算法修正案仍然是积极财政政策的“紧箍咒”，限制了老布什政府实施类似于里根第一任期的财政刺激政策。

2001 年小布什上台后，为了应对经济衰退，采取大幅度减税等措施，导致财政状况由克林顿时期的盈余转为赤字。这个时期美国政府积极财政政策并没有遇到很大的阻力，政府购买对经济增长的拉动也较老布什时期明显。

因此，当美国财政遇到较大的预算约束时（例如老布什时期政府债务占 GDP 比重超过 60% 的警戒线），政府不得不在短期经济增长与长期预算平衡之间进行审慎权衡，这就限制了积极财政政策的空间。本次复苏也遇到这个问题。

财政方面，当前的美国政府债务高企，但中期选举后两党都没有提出具体的财政巩固计划。民主党仍然认为在短期内应当进一步增加开支和减税，奥巴马前段时间提出企业研发抵税计划和基础设施更新计划以刺激经济。而共和党是“为反对而反对”，共和党的政纲没有明确的财政紧缩计划，只是批评奥巴马政府 7870 亿美元的刺激方案没有效果，要删除尚未支出的部分，承诺削减 1000 亿美元预算相对于庞大的债务也是杯水车薪。

表 2 按财年划分经济刺激计划年度预算表（十亿美元，总计 7870 亿美元）

	09FY	10FY	11FY	12FY	13FY	14FY	15FY	16FY 后
预计花费	185	399	134	36	28	22	5	-22
占比	23%	51%	17%	5%	4%	3%	1%	-4%
实际花费	193	404	截止 11 月 19 日花费 57.2					

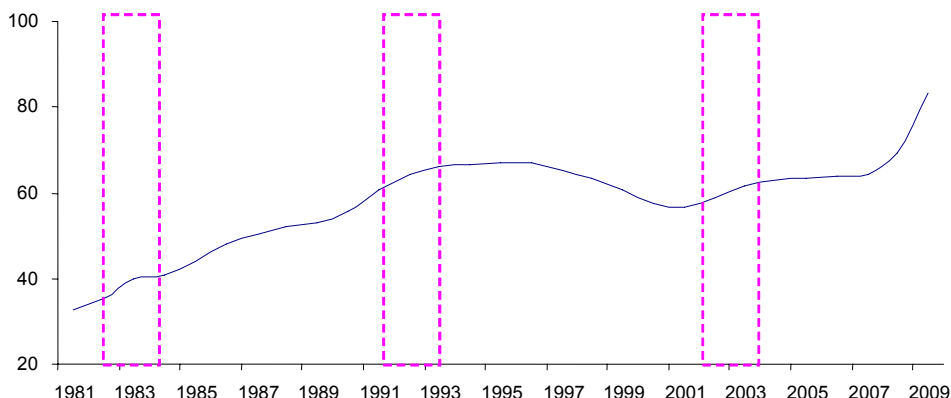
资料来源：CBO、Stimulus.org

注：美国财年是前一年的 10 月 1 日开始至当年 9 月 30 日。如 2010 年财年覆盖时段是 09 年 10 月 1 日至 10 年 9 月 30 日

从 7870 亿元的花费来看，2009 财年联邦政府预计花费 1850 亿美元，而实际花费 1930 亿美元，说明刺激政策的支出基本上按照先前的预算方案来进行。2010 财年是支出最高的年份，占总预算的 51%，实际花费为 4040 亿美元。然而，2011 年财政刺激会大幅减弱，2011 年财年仅仅有 1340 亿美元的预算，相对 2010 年下降幅度超过 60%，积极财政政策将后续乏力。

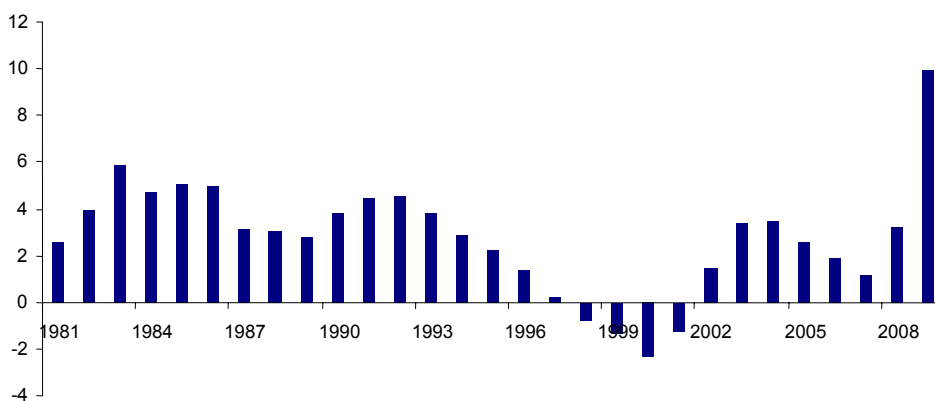
我们认为，财政赤字高企和两党分歧加大会使进一步的财政刺激方案将难以出台，但美国在 2011 年也不会进行进一步的财政紧缩。美国积极财政政策这张牌基本上已经出完了，只能无奈地依赖美联储进一步量化宽松。

图 13 联邦债务占 GDP 的比重 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 14 美国历年财政赤字率 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

1.2.3 小结

在表中，我们总结了几次复苏期的财政政策和货币政策，与本次复苏期进行对比。可以看出，本次复苏期面临的政策约束和 1991 至 1993 年期类似。

在二次量化宽松的货币政策下，信贷逐步正常化，较低的利率能在一定程度上刺激家庭的一些耐用品消费，也能刺激企业的投资需求。虽然当前利率已经降低到了历史极低水平，但当前家庭的资产负债表仍在修复当中，购房需求仍受到抑制，而企业的投资需求要较快复苏也有待金融信贷状况的持续改善。

财政政策提高了政府购买拉动经济增长的空间，给个人的减税和增加失业保险等转移支付能增加其可支配收入，促进个人消费支出的增长。针对个人的购房税收优惠政策能刺激购房支出进而提高住宅房地产的投资。给企业减税例如购买投资品的税收减免能有效刺激私人的投资需求。然而，当前的经济复苏面临的是积极但受限制的财政政策，由此我们预期，它对经济增长的拉动效果没有大萧条后复苏期、里根时期及小布什时期所采取的积极财政政策那么明显。

表 3 再库存效应减弱后的财政政策和货币政策

时期	财政政策	货币政策
1982 至 1984 年	积极	偏紧
1991 至 1993 年	积极但受限制	宽松
2001 至 2003 年	积极	宽松
大萧条后的复苏 (1934 - 1936 年)	积极	宽松
本次衰退后的复苏	积极但受限制	宽松

资料来源：海通证券研究所

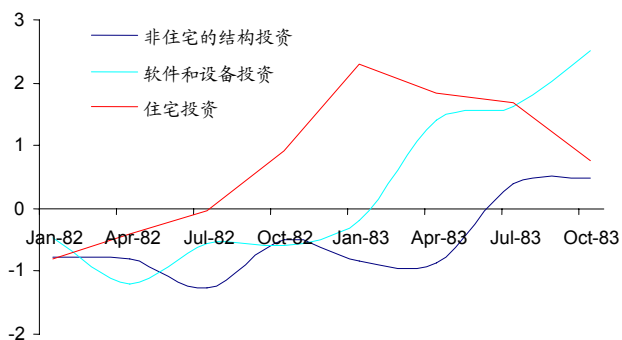
1.3 本次复苏与以往几次最大的不同

本次复苏和大萧条后的复苏有何明显不同？我们认为，最明显的不同是住宅投资的低迷趋势难改。如图 9 所示，在大萧条期间，住宅投资先期恢复，其增速远高于其它项的增速。

我们再来看几次复苏期中投资分项对 GDP 的贡献。总体上看，私人投资中的住宅投资、软件和设备投资、非住宅的结构投资分别是 GDP 先行、一致和滞后指标。从下图我们可以看到，前几次复苏都遵循了住宅投资先行、软件和设备投资跟进、非住宅的结构投资殿后的这个规律。

而在本次复苏中，住宅投资并非是最先启动，且仅在购房税收优惠政策的作用下对 GDP 有正拉动，在短期的刺激政策结束后，住宅投资立即陷入低迷。我们认为，这种特殊情况是本次复苏速度缓慢的最大原因。

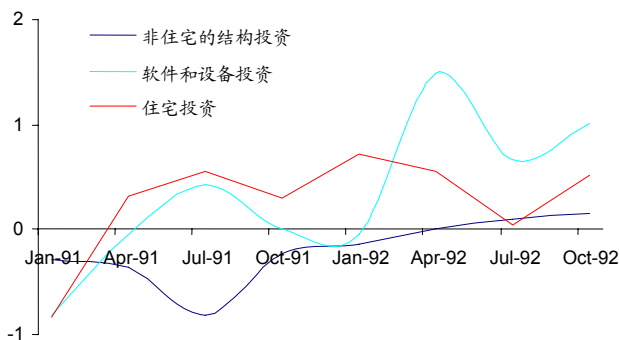
图 15 投资分项对 GDP 的贡献（1982 年至 1984 年，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

注：Jan-YY、Apr-YY、Jul-YY 及 Oct-YY 分别代表某年的一二三四季度

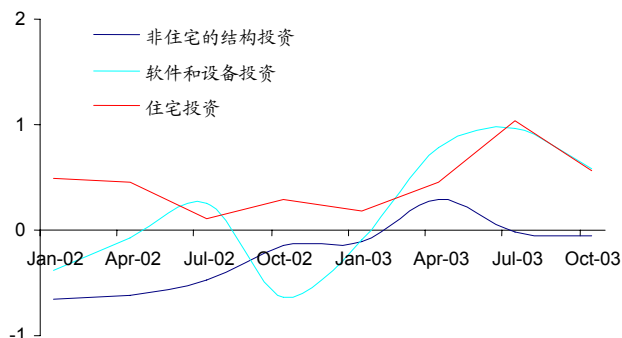
图 16 投资分项对 GDP 的贡献（1991 年至 1993 年，%）



资料来源：CEIC，海通证券研究所

注：Jan-YY、Apr-YY、Jul-YY 及 Oct-YY 分别代表某年的一二三四季度

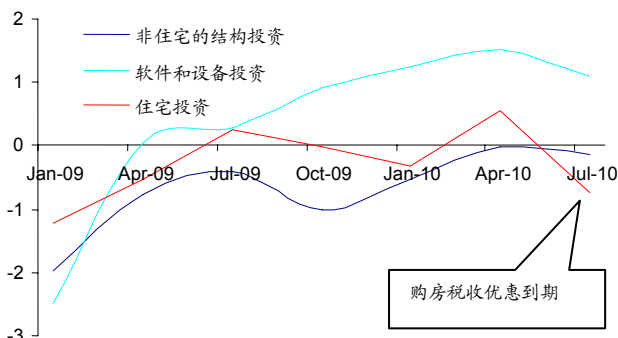
图 17 投资分项对 GDP 的贡献 (2001 年至 2002 年, %)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

注: Jan-YY、Apr-YY、Jul-YY 及 Oct-YY 分别代表某年的一二三四季度

图 18 投资分项对 GDP 的贡献 (2007 年底至今, %)



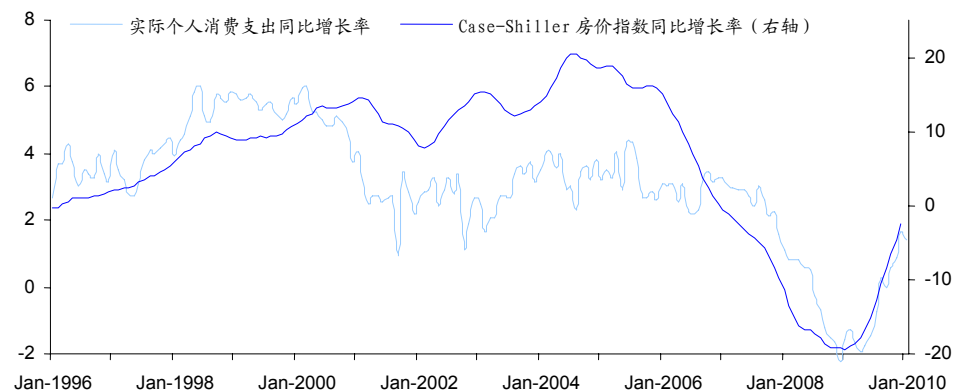
资料来源: CEIC, 海通证券研究所

注: Jan-YY、Apr-YY、Jul-YY 及 Oct-YY 分别代表某年的一二三四季度

虽然住宅投资占 GDP 的比重不高, 但它对经济增长的影响巨大。它对消费具有“财富效应”和“乘数效应”。

房地产市场对消费产生的财富效应非常显著。根据美国各州面板数据检验结果显示, 10% 的住房财富上升对消费有 0.4% 的刺激效应, 而股市对消费的财富效应基本没有影响。根据房地产对消费的财富效应和乘数效应, 我们可以解释 1998 年初到 1999 年底出现的“收入与消费走势不一致”的现象。在这期间, 虽然个人实际收入增长率大幅下降, 但房价同比增长率达到两位数, 房地产财富的上升和房产交易的活跃在一定程度上抑制了消费的下滑。

图 19 实际个人消费支出同比增长率与 Case-Shiller 房价指数同比增长率 (%)



资料来源: CEIC, 海通证券研究所

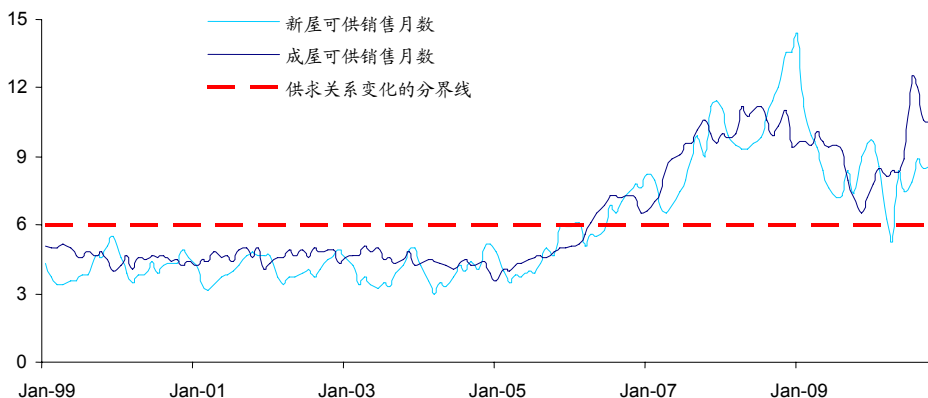
房地产对消费还存在乘数效应, 因为房地产将带动建筑材料、家电等消费支出。全美住宅建筑商协会 (NAHB) 曾经测算过, 建造 1000 套独栋住宅能够创造出 2448 个全职工作岗位、提供 7940 万美元的工资并为政府创造 4250 万美元的税收。房地产业的兴盛与衰退将显著影响消费支出。

另外, 住宅投资的上升对软件和设备投资也有推动作用, 住宅开工的增加会大幅增加相关机械设备的的需求, 拉动设备投资。

因此, 住宅投资能够撬动整体经济增长。然而, 由房地产泡沫破灭触发的次贷危机, 住宅投资的恢复远较前几次晚, 2009 年下半年和 2010 年上半年的两次购房税收优惠政策仅短暂地推升住宅投资, 而难以改变政策到期后大幅收缩的趋势。作为经济增长的重要驱动, 住宅投资引擎的动力不足将抑制经济加速复苏。

什么时候出现房地产市场复苏的拐点呢？我们认为，住房税收优惠政策对市场仅是数个月的短期扰动，新屋和成屋可供销售月数实质性地下降至历史正常水平（六个月之内），才会迎来房地产市场复苏的拐点。

图 20 新屋和成屋的可供销售月数还在正常水平之上



资料来源：CEIC，海通证券研究所

从数次房地产去库存化的经验来看，1970 年代以来三次去库存均用了一年以上的时

间，最长的一次是在 1975 - 1976 年间，历时 22 个月才完成去库存化过程。本次的房

地产调整幅度是二战以后最剧烈的一次，我们认为，从 2009 年 1 月的峰值时点至今仅

有 22 个月，应该要比前几次更久一些，房地产去库存化仍需“时间换空间”。

表 4 房地产去库存化的历史经验

新屋可供销售月数峰值的时点	峰值水平	降至历史正常水平的时点	耗时
1975 年 2 月	10.4	1976 年 11 月	22 个月
1981 年 9 月	11.3	1982 年 12 月	15 个月
1991 年 1 月	9.4	1992 年 2 月	13 个月
2009 年 1 月	12.1	?	?

资料来源：海通证券研究所

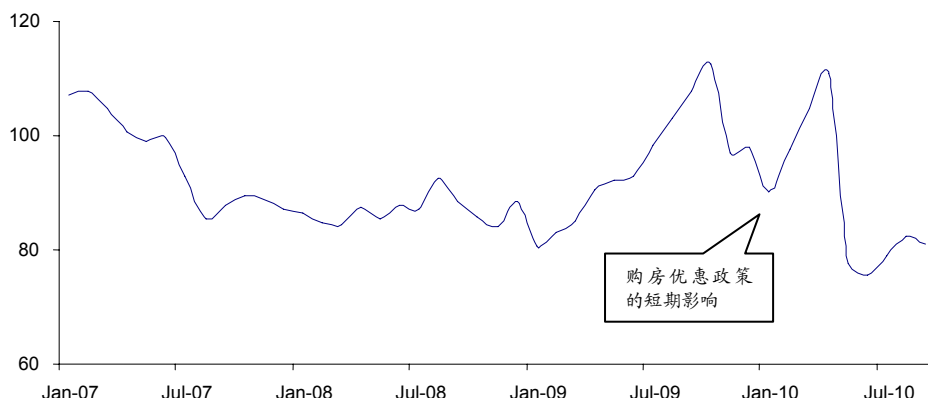
注：可供销售月数连续两个月降至 6 以下，我们才认为是降至历史正常水平。

1.4 经济恢复正轨的主引擎：消费、消费还是消费！

从上述的历史经验总结来看，在再库存化效应减弱后，当固定资产投资、政府购买疲软时，消费是经济增长背后最坚强的后盾，经济要恢复到正常轨道必须依赖消费的复苏。多角度地考察消费的决定因素对判断消费走势和美国经济前景来说是必备的一步。我们用经济理论解释和历史数据证明，持久收入和房地产财富是影响消费的主要因素。

近期房地产市场各项指标都未显示利好信息。房地产刺激政策方面，随着抵押贷款证券购买计划的终止和购房税收优惠政策的结束，对房地产业的刺激效果会逐渐减弱。房地产供求关系方面，房屋止赎申请数居高不下带来的供给压力和价格压力，成屋库存和可供销售月数也仍处于历史高位。另外，对房地产市场最为敏感的建筑商信心指数也徘徊在低谷。因此，我们认为美国房地产低迷趋势难改（未决房屋销售指数模拟了近期的走势），对消费支出的“乘数效应”在中短期内难以发挥。

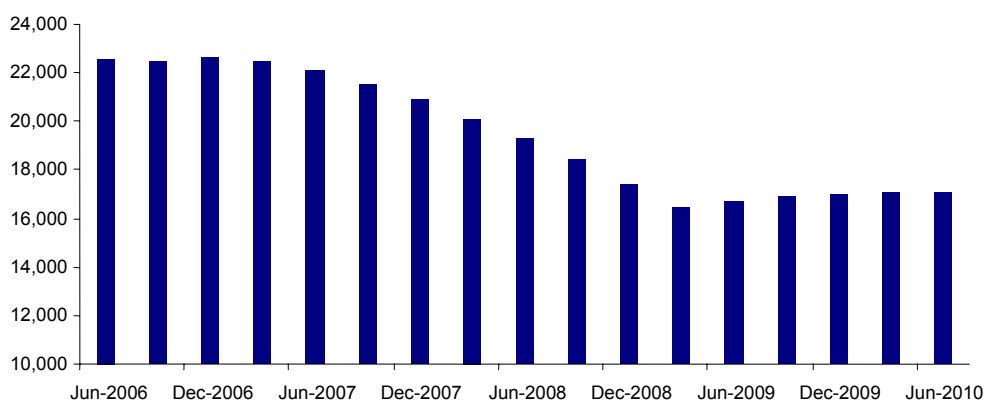
图 21 未决房屋销售指数



资料来源：CEIC，海通证券研究所

由于房地产市场的低迷，房价的环比增长幅度仍很低，如下图所示，家庭持有的房地产价值相对 2009 年的低谷仅略有改善。因此，“财富效应”对消费支出的刺激效果也很弱。

图 22 家庭持有的房地产价值（十亿）

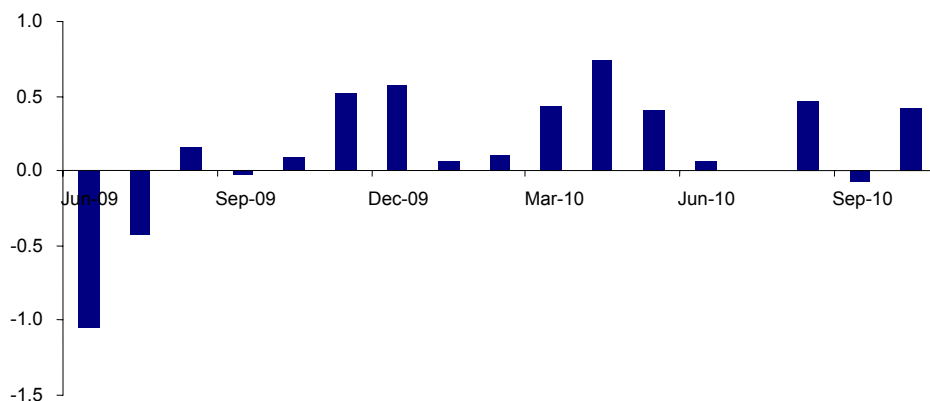


资料来源：CEIC，海通证券研究所

虽然房地产对消费的推动力不足，但收入对消费的支撑仍比较明显。今年以来，就业缓慢改善，雇佣成本指数也呈上升的趋势，实际个人可支配收入已连续数月实现正增长。7 月底，美国总统奥巴马 22 日正式签署了总额达 339 亿美元的延长失业救济法案，这使得在今年 12 月之前约 250 万失业人口重新获得救济金。粗略估算该法案将推升今年下半年消费支出 0.3 个百分点。另外，在众议院金融服务委员会上，伯南克也表示：“我们已经准备好，若经济没有持续改善，若未见到我们希望的就业市场改善情况，我们就会采取行动。”从以上信息可以看出，虽然财政刺激力度会有所减弱，但美国政府首先保障与就业相关的刺激政策，以支撑就业进而消费。

我们认为，考虑以上所述的多项因素，在 2011 年上半年，消费的增幅及它对 GDP 的贡献将保持平稳。由于消费占 GDP70%的权重，消费维持在 2%左右的增速将大大降低经济二次探底（GDP 增速由正转负）的风险。

图 23 实际个人可支配收入已连续数月实现正增长 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

那么，在前面我们所述的背景下，在 2011 年下半年，我们能对消费有多少期待呢？以下是用计量模型对消费的决定因素进行检验的结果。可支配收入、房地产财富和消费者信心指数作为因变量，各变量系数的检验结果都显著。可支配收入确实是第一影响因素，它上升 1%，将推动消费支出上升 0.19%。

由此模型，我们对 2010 年上半年和下半年消费进行了敏感性分析。我们预期，2011 年上半年，房地产的高位库存仍有待消化，房地产财富增长率为 0，而政府的转移支付很可能避免可支配收入出现负增长，而在就业率居高不下的背景下收入增幅也很缓慢，假定可支配收入增长率为 3%，据此推算，2011 年上半年个人消费支出增长率为 1.94%。

同样，我们预期 2011 年下半年，随着去库存的时间推移，房地产市场微幅改善，假定增长率为 5%。同时仍预期就业的改善速度缓慢，可支配收入增长率仍为 3%，据此推算，2011 年下半年个人消费支出增长率为 2.92%，由于它占 GDP70%，拉动 GDP 增长率 2 个百分点。

表 5 个人消费支出的计量模型检验结果

变量	系数	t 值	检验结果
可支配收入	0.189	3.04	显著
房地产财富	0.0857	3.29	显著
密歇根大学消费者信心指数	0.0011	2.66	显著
常量	0.0192	6.24	显著

资料来源：CEIC，海通证券研究所

注：因变量个人消费支出为环比折年率数据。自变量可支配收入和房地产财富为环比折年率数据，消费者信心指数为季度之差值。使用的统计软件为 STATA 10。

表 6 对 2011 年消费的敏感性分析

个人消费支出增长率		可支配收入增长率		
		0	3%	6%
房地产财富增长率	0	0.82%	1.94%	3.05%
	5%	1.78%	2.92%	4.03%
	10%	2.78%	3.89%	5.01%

资料来源：CEIC，海通证券研究所

注：假设消费者信心指数在收入低增长时下降 5 个点，中等增长时不变，高增长时上升 5 个点。对房地产也是如此。

1.5 看好明年下半年的美国经济

美国在 2009 年下半年和 2010 年一季度呈现较为好看的反弹走势,数据的靓丽在很大程度上归因于库存变化。随着再库存效应的减弱,美国在 2010 年下半年以来出现了放缓迹象。我们通过数次衰退后复苏的经验观察,认为本次复苏期间存在的最大的不同在于住宅投资的停滞不前。购房税收优惠政策仅短暂地推升住宅投资,而难以改变政策到期后低迷的走势。作为经济增长的重要驱动,住宅投资引擎的动力不足将抑制经济加速复苏。与 1991 - 1992 年老布什任期类似,本次复苏面临的另一障碍是积极但受限的财政政策,7870 亿美元的刺激计划和美联储大规模资产购买的最大作用是拯救了金融信贷渠道和逐步恢复了市场流动性,避免了美国经济陷入长期的萧条。但是,高企的政府负债降低了复苏之后进一步大规模财政刺激的可能。以上两点是美国经济增长缓慢的源头。

从前几次复苏和大萧条时期的经验借鉴中,我们能得出一个结论:消费是经济增长背后最坚强的后盾,经济要恢复到正常轨道必须依赖消费的复苏。一方面,当前房地产市场的低迷抑制了消费的加速增长;另一方面,政府对收入的支撑也不会让消费过度下滑。综合来看呢,消费的缓慢增长使得复苏引擎动力不足,也令经济不至于二次探底。我们认为,房地产去库存结束时,将是美国经济加速复苏的起点。消费增速在 2011 年下半年有所上升的可能性较大,会推动 GDP 增长率略微加快至 3%左右的水平。因此,我们看好明年下半年的美国经济。表 7 为我们对明年年美国宏观经济数据的预测。

表 7 2010 年, 2011 年美国宏观经济数据预测

	2010 年	2011 年	2011 年上半年	2011 年下半年
GDP 增长率(%)	2.8	2.6	2.0	3.0
个人消费者支出增速(%)	1.7	2.4	1.9	2.9
固定资产投资增速(%)	3.6	5.0	3.0	7.0
其中: 住房投资增速(%)	-3.5	3.1	0.5	5.7
政府购买增速(%)	5.0	3	4.0	2.0
出口增速(%)	11.5	6.0	5.0	7.0
进口增速(%)	13.4	4.5	4.0	5.0
核心 CPI(%)	0.9	1.1	1.0	1.2
失业率 (%)	9.6	9.3	9.5	9.2
利率 (%)	2.25	3.06	3.06	3.06
汇率 (美元/欧元)	1.35	1.47	1.43	1.50
联邦基金利率 (%)	0-0.25	0-0.25	0-0.25	0-0.25

资料来源: CEIC, 海通证券研究所

2. 明年海外经济蕴含的风险——第二轮欧洲债务危机？

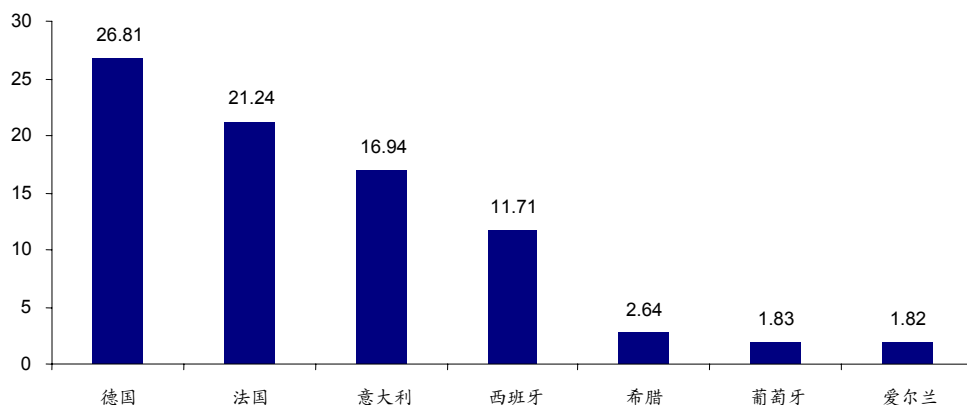
2.1 西班牙经济在欧元区的地位较高

希腊债务危机对 2010 年上半年的全球经济造成了困扰，爱尔兰债务危机也让投资者在 2010 年年末恐慌情绪有所上升。然而，市场担忧的情绪并没有完全消散，市场又把目光转移到了葡萄牙和西班牙。

西班牙是欧元区第四大经济体，居于德国、法国和意大利之后（图 24），其经济规模是希腊、爱尔兰和葡萄牙三者之和的两倍。基于此，如果葡萄牙出了问题，欧盟和 IMF 可比照爱尔兰进行援助，对市场影响会比爱尔兰还小，我们不用过度担心。

然而，如果西班牙在未来出现巨额财政赤字或银行出现大规模倒闭而欧盟、IMF 和欧洲央行未给予及时有效的援助，那么欧洲将会迎来第二轮债务危机，同时对全球金融市场产生重大影响。因此，我们要特别地关注西班牙。

图 24 德国、法国及边缘国家 GDP 占欧元区 GDP 的比重（%）



资料来源：Eurostat，海通证券研究所

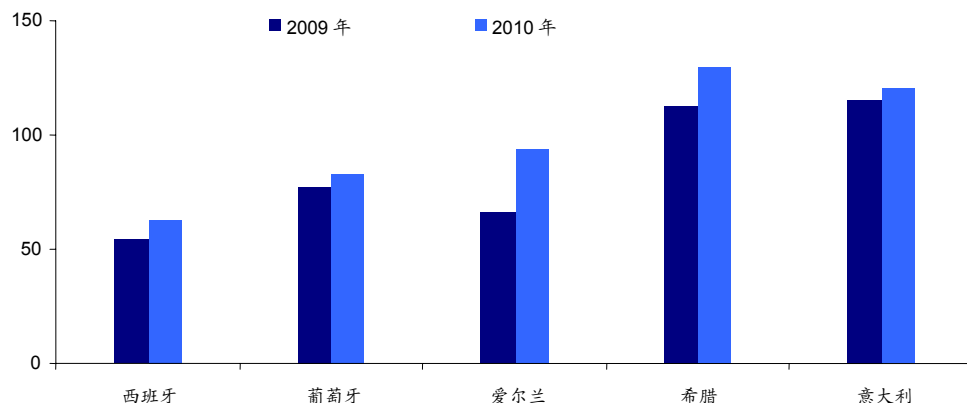
2.2 西班牙政府债务状况好于其它边缘国

对于西班牙政府债务的状况，我们从多个角度进行分析。

首先，西班牙政府债务占 GDP 的比重目前仅略高于国际公认的 60% 警戒线，比欧洲其它边缘国家都低。根据 IMF 估计，2010 年西班牙政府债务占 GDP 的比例将在 63%，远低于葡萄牙的 83%、爱尔兰的 94% 和希腊惊人的 130%（图 25）。我们认为，随着西班牙财政巩固计划的推行，财政赤字率降低，政府债务占 GDP 的比重不会像前几年那样大幅上升。

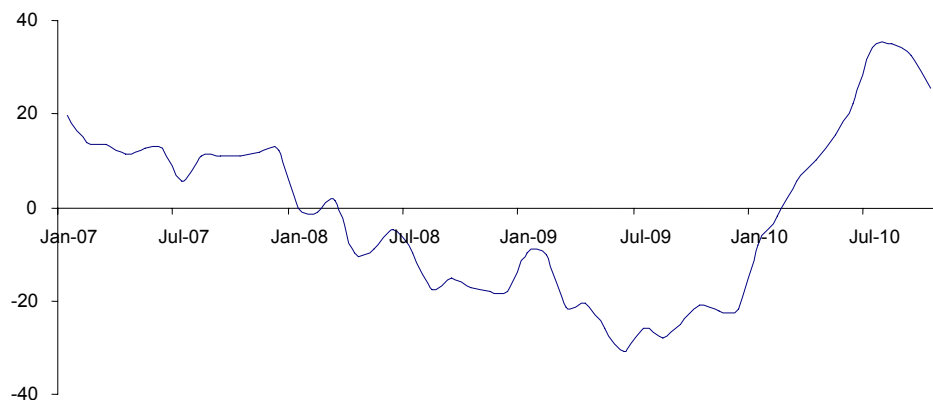
第二，西班牙的财政收入状况良好，能为未来几年财政巩固计划执行奠定基础。在经历了 2008 年和 2009 年财政收入惊人地下滑后，2010 年西班牙财政收入出现了明显的反弹，前 10 个月的财政收入与去年同期相比大幅上扬了 25.6 个百分点（图 26）。财政收入的上升离不开经济的好转，我们认为，西班牙经济正增长的趋势会持续（详见第 4 部分），有利于进一步削减政府债务。

图 25 欧元区几个国家政府负债占 GDP 的比例 (%)



资料来源: Eurostat, 海通证券研究所

图 26 西班牙财政收入的累计同比增长率 (%)

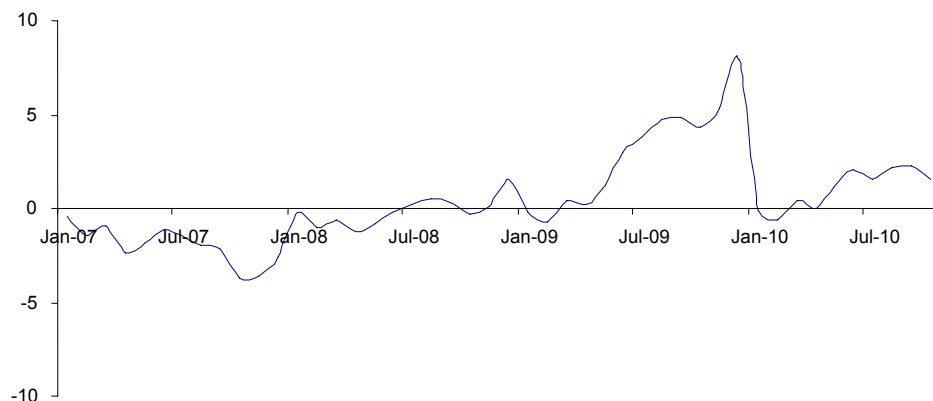


资料来源: Eurostat, 海通证券研究所

第三, 西班牙的财政赤字在近几个月已经处于下降的趋势。政府的财政赤字在今年前 10 个月与去年同期相比下降了 47%。2010 年前 10 个月的基本财政赤字占 GDP 的比重也从去年同期的 4.35% 大幅下降至 1.58% (图 27)。我们认为, 西班牙政府目前正在切实执行财政巩固计划, 并在一定程度上取得了积极效果。

最后, 西班牙政府债务由外国投资者持有的比重较小, 在一定程度上能抑制恐慌造成的非理性抛售行为。希腊债务危机爆发时, 不确定性带来的恐慌抛售造成了希腊国债价格暴跌, 这部分归因于希腊国债 70% 由外国投资者持有, 因为外国投资者相对非理性且投机成分较大。一个鲜明的反例是, 虽然 2009 年日本政府债务占 GDP 比重高达 180%, 但由于 95% 是为本国持有, 所以日本国债风险很小, 一旦发生外生冲击也不会产生多大的传染效应, 这也很有效地限制了外国投资者非理性卖空债券造成的负面影响。

图 27 西班牙的基本财政赤字率 (%)



资料来源：Eurostat, 海通证券研究所

目前西班牙国债的外国持有比例比爱尔兰和葡萄牙小很多, 和美国差不多。在欧洲债务危机肆虐的 2 季度, 西班牙、爱尔兰、葡萄牙和希腊分别减少了 5%、12%、8% 和 15% (表 27), 随着外资持有比重的下降, 恐慌抛售带来的负面效应也随之减弱。

表 8 外国投资者在欧洲边缘国国债中的持有比例 (%)

	西班牙	爱尔兰	葡萄牙	希腊
2010 年 1 季度末	43	77	70	70
2010 年 2 季度末	38	65	65	55

资料来源：CEIC, 海通证券研究所

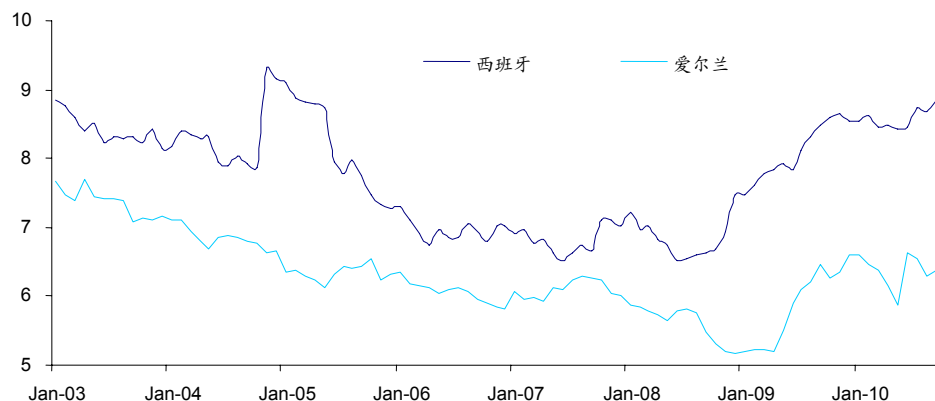
只要西班牙、葡萄牙、爱尔兰和希腊确实有效地执行财政巩固计划, 相信穆迪、标准普尔等信用评级机构会逐渐上调各国主权债务的评级, 同时大大缓解市场的担忧。

2.3 西班牙银行体系的风险处于可控范围

市场还担心西班牙的银行体系出现严重问题, 这会造成巨大的负面外溢效应。那么, 西班牙银行体系到底有脆弱呢?

从图 28 中可以看到, 西班牙的银行体系受到本国房地产破灭和美国次贷危机的双重影响, 在 2007 年和 2008 年的银行体系的资本充足率出现了明显的下跌。2009 年以来, 西班牙银行体系的资本充足率呈现了快速回升的趋势, 目前已经回复到了历史正常水平, 在巴塞尔协议的 8% 以上。相比较而言, 爱尔兰银行体系的状况不佳, 在政府先前注资之后, 银行体系恢复较慢, 资本充足率仍然低于巴塞尔协议规定的水平, 需要欧盟和 IMF 伸出援手也是顺理成章了。

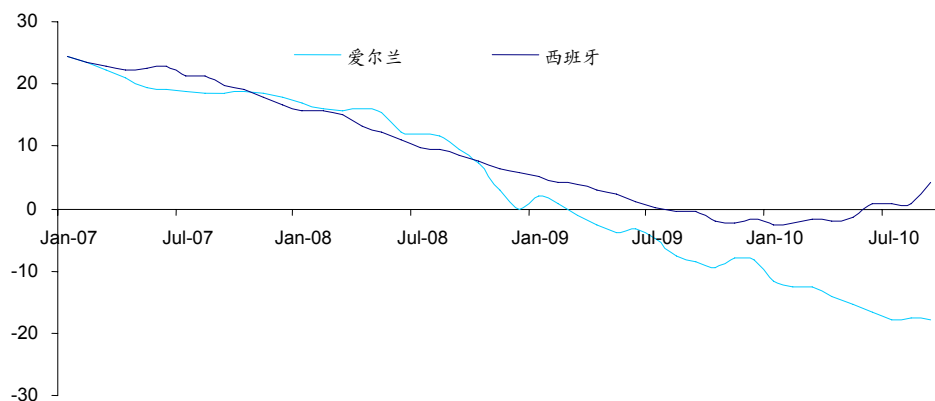
图 28 西班牙和爱尔兰商业银行的资本充足率 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

从另一个角度看，西班牙银行体系的信贷功能恢复得较好，其对私人部门贷款的同比增长率在 2010 年出现了正增长，对经济增长的支持增强（图 29）。相比之下，爱尔兰银行体系的信贷功能未能恢复甚至变差，其对私人部门贷款的同比增长率一直呈下滑趋势。从信贷功能的角度也可以看出，西班牙银行体系较为健康，是朝好的方向发展。

图 29 西班牙和爱尔兰银行体系对私人部门贷款的同比增长率 (%)

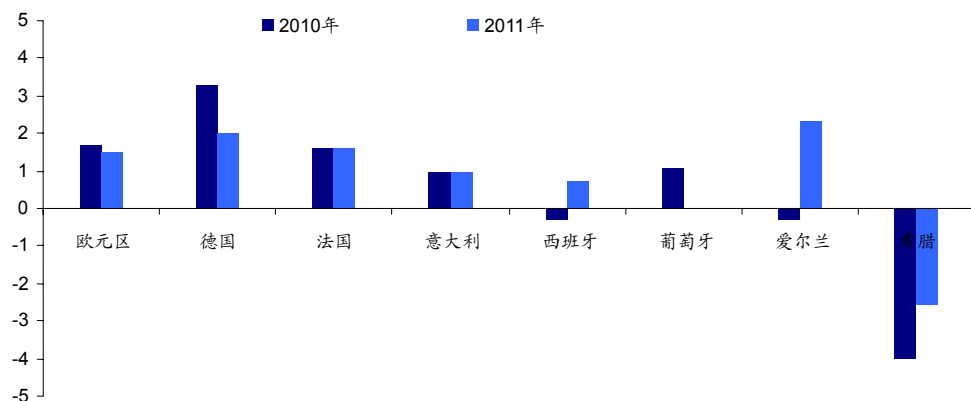


资料来源：CEIC，海通证券研究所

2.4 欧债危机造成的负面效应会逐渐减弱

西班牙要消除国债投资者的担心，本质上需要经济从衰退中走出来，因为强劲的经济增长是财政收入持续回升的基础，而财政稳固能有效降低国债收益率的风险溢价。我们观察了西班牙的一些经济先行指数，发现近期的工业新订单、消费者信心指数和企业信心指数相比 2009 年都出现了明显的好转。从 GDP 同比增长率来看，西班牙处于漂亮的复苏趋势中。根据 IMF 的预测，西班牙经济在 2011 年整体上还是处于向上趋势的。我们也认为西班牙的经济增速会逐渐回暖。

图 30 欧元区各国在 2010 年和 2011 年的经济增长率 (%)



资料来源：IMF, 海通证券研究所

我们认为，从西班牙当前的财政状况和银行体系及更深层的经济增长数据来看，当前西班牙并不需要外界救助。即使西班牙万一需要救助，由于其经济在欧元区发挥着系统性的重要作用，虽然救助成本偏高，但欧盟、IMF 和欧洲央行也会尽快实施援助以防西班牙危机扩散带来的传染效应。

因此，欧洲边缘国家的债务问题会时不时地令市场避险情绪略有上升，但其造成的负面影响远不会如希腊债务危机时那么大。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人

高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
单磊 (021) 23219428

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
shanl@htsec.com

联系人

汤慧 (021) 23219733

tangh@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
吴先兴 (021) 23219449
倪韵婷 (021) 23219419
杨俭秋 (021) 23219605

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
wuxx@htsec.com
niyt@htsec.com
yangjq@htsec.com

联系人

唐洋运 (021) 23219004
徐益璠 (021) 23219443
陈瑶 (021) 23219645

tangyy@htsec.com
xuyj@htsec.com
chenyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686
周健 (021) 23219444
丁鲁明 (021) 23219068

zqyong@htsec.com
zhouj@htsec.com
dinglm@htsec.com

联系人

郑雅斌 (021) 23219395

zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445
邱庆东 (021) 23219424

jiangjx@htsec.com
qiuqd@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400
刘惠莹 (021) 23219441

zghan@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404

dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411
方维 (021) 23219438
舒灏 (021) 23219171

longh@htsec.com
fangw@htsec.com
shuh@htsec.com

联系人

何继红 (021) 23219674

hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405

dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407
联系人
唐爽爽 (021) 23219716

ouzh@htsec.com
tangss@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389
谢盐 (021) 23219436
联系人
董乐 (021) 23219374

panhw@htsec.com
xiey@htsec.com
dl5573@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935
联系人
白洋 (021) 23219646

wangry@htsec.com
baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com

罗少平 (021) 23219390
虞楠 (021) 23219382

luosp@htsec.com
yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473

zhaocx@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (0755) 82775282

zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391

liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269

jiangwn@htsec.com
liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406
联系人
刘博 (021) 23219401

yanghj@htsec.com
liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244

chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054

pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383
联系人
房青 (021) 23219692

zhangh@htsec.com
fangq@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业

涂力磊 (021) 23219747
联系人
贾亚童 (021) 23219421

tl5535@htsec.com
jiayt@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381
胡雪梅 (021) 23219385
毛艺龙 (021) 23219373
辜丽娟 (021) 23219397

hzh@htsec.com
huxm@htsec.com
maoyl@htsec.com
gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386
季唯佳 (021) 23219384
黄 毓 (021) 23219410
朱 健 (021) 23219592
肖文宇 (021) 23219442

gaoq@htsec.com
jiwj@htsec.com
huangyu@htsec.com
zhuj@htsec.com
xiaowy@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454
殷怡琦 (010) 58067944

sunj@htsec.com
yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com