

美国经济-流动性依然充裕，或结构改变

基本结论

- 对于美国市场而言，我们认为流动性指标分为两个层次：市场的流动性指标 Libor、实体经济的流动性 M2 或信贷增速。
- 在“次贷危机”之初，Fed 的量化宽松政策使银行间流动性大为改善，低 Libor 推动投行的交易类业务增加，推高商品、股票等风险类资产价格，但受制于居民高失业、银行资产负债表修复，实体经济中信贷的改善相当有限。
- 未来一段时间，随着银行间市场正常化，Libor 将逐步上行，进一步降低美元作为融资货币的魅力，并可能带动工业金属、股票等资产价格的调整。当然这并非唯一因素，欧洲债务危机、新兴市场刺激政策的加速退出和美国监管政策的趋严亦是我们对商品和股市表现保持谨慎的原因。
- 同时，我们认为美国银行的信贷紧缩在未来有望缓解，这将推动消费增长的延续。
- 从资产配置来看，我们建议如下：
 - 对工业金属表示谨慎。受中国需求影响大的品种可能价格回落较大，如铜和锌；
 - 受美国复苏推动，原油价格有望保持稳定。高库存、金融属性趋弱亦抑制其价格上涨，维持在 80-85 美元的区间震荡；
 - 对于美国股票市场，我们建议关注与制造业复苏和消费回暖有关的行业，如可选消费品、工业、电子、信息科技等；短期回避金融、能源、原材料行业

曹阳 联系人
(8621)61038299
caoyang@gjzq.com.cn

付雷 联系人
(8621)61038324
ful@gjzq.com.cn

刘刚 分析师 SAC 执业编号：S1130209030282

内容目录

本月焦点：美国经济—流动性依然充裕，或结构改变	4
美国市场流动性依然，但结构或将改变	4
流动性结构改变对美国经济、金融市场的影响	7
我们建议的配置	9
美国经济 制造业引领经济走在复苏途中	10
欧洲经济 经济虽改善 债务危机引发的金融动荡加剧	13

图表目录

图表 1：Ted 利差下降市场风险偏好上升	4
图表 2：美国货币供给量和信贷余额仍下行	5
图表 3：美国银行体系超额准备金有所下降	5
图表 4：银行存款下降，Libor 上行	5
图表 5：美国商业银行资产构成情况（2008 年 7 月=100）	6
图表 6：美国各类银行表现再次分化或预示流动性的结构改变	7
图表 7：Libor 在一定程度上与风险资产价格负相关（2008 年 7 月=100）	8
图表 8：美元将不再成为“carry trade”的融资货币	8
图表 9：实际利率走低促进 GDP 同比增速上行	9
图表 10：信贷增加促进消费上行	9
图表 11：信贷增长有利于汽车销售增加	9
图表 12：标普指数部分股票概述	10
图表 13：PMI 指数	10
图表 14：工业生产和产能利用率	10
图表 15：消费者信心与个人支出变化	11
图表 16：居民收入上升带动零售销售增加	11
图表 17：非农就业数据变化	11
图表 18：新屋与成屋销售有所回升	12
图表 19：抵押贷款利率与申请指数变化	12
图表 20：美债收益率小幅反弹（F）	12
图表 21：美国股票市场的涨势趋缓	12
图表 22：对外贸易收支变化(YOY%)	13
图表 23：国际资本流动情况	13
图表 24：PMI 指数持续回升	14
图表 25：工业产量和新订单变化（2002=100）	14
图表 26：消费者信心与零售销售	14

图表 27：M3 与信贷仍在下行.....	15
图表 28：欧元区整体国债收益率维持低位	15
图表 29：欧洲部分股票市场表现（2004=100）	15
图表 30：希腊与德国 10 年期国债利差走扩	16
图表 31：主权债务危机引发 CDS 点差跳升	16
图表 32：欧元区对外贸易情况（十亿欧元）	17

本月焦点：美国经济—流动性依然充裕，或结构改变

美国市场流动性依然，但结构或将改变

与以银行间接融资为主导的中国金融体系不同，美国更多以股票、债券市场的直接融资为主，该比例达到 74%，而银行贷款占到的比例仅为 16%。

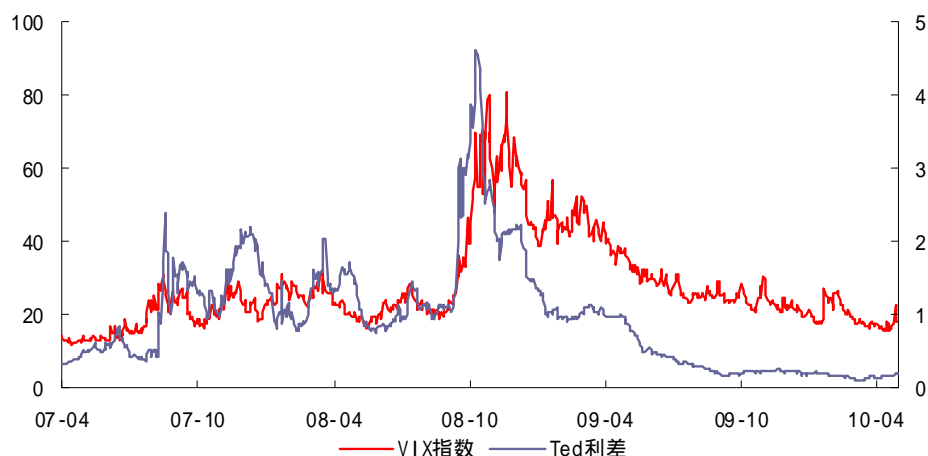
对于美国市场而言，我们认为流动性指标分为两个层次：市场的流动性指标 Libor、实体经济的流动性 M2 或信贷增速。

- Libor 反映了银行间流动性的充裕程度，对股票、债券或商品等交易的活跃度、价格的变化有很大影响。
- 从实体经济的流动性指标来看，我们更关注 M2 或信贷增速，其反映商业银行对私人、工商企业信贷的意愿和能力。

“次贷危机”中，Fed 的量化宽松政策使银行间流动性大为改善，但实体经济中信贷改善却相当有限。

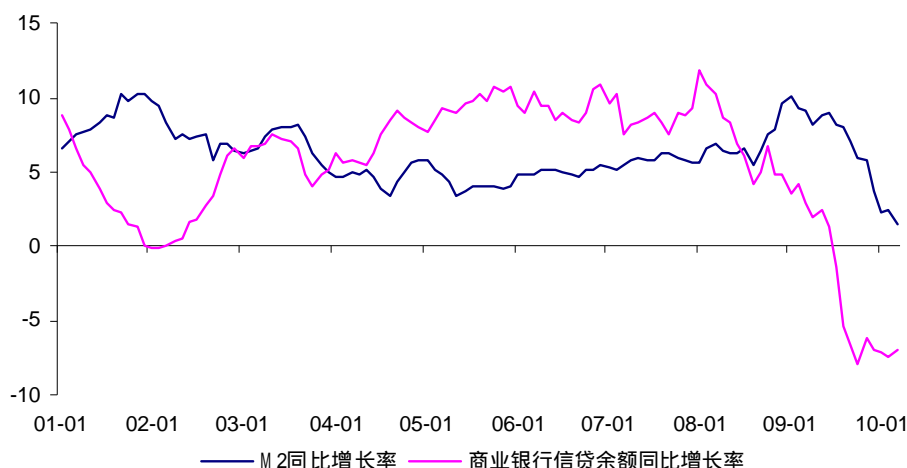
- 从银行间流动性来看，我们发现 Ted 利差在 08 年 9 月“雷曼破产”后达到顶点，然后一路走低。与之相伴，VIX 波动率指数同样大幅下行，市场风险偏好情绪上升，推动股票、商品等风险类资产价格迅速回升。
- 反观实体经济流动性，M2 和信贷余额增速却均在下滑，也就是说，家庭、非金融企业部门的去杠杆化依然没有结束。原因有以下几点：
 - 国内失业率依然维持在 9.7% 的高位，居民收入上升缓慢，借贷消费意愿不足；
 - 企业现金流非常充裕，虽然设备、软件投资将有所上升，但对于经济前景不明，其贷款投资意愿有限；
 - 商业银行在资产负债表修复的过程中，以补充资本为主，企业赢利、私人主体收入的不稳定性亦制约了信贷发放规模。

图表1：Ted 利差下降市场风险偏好上升



来源：国金证券研究所

图表2：美国货币供给量和信贷余额仍下行



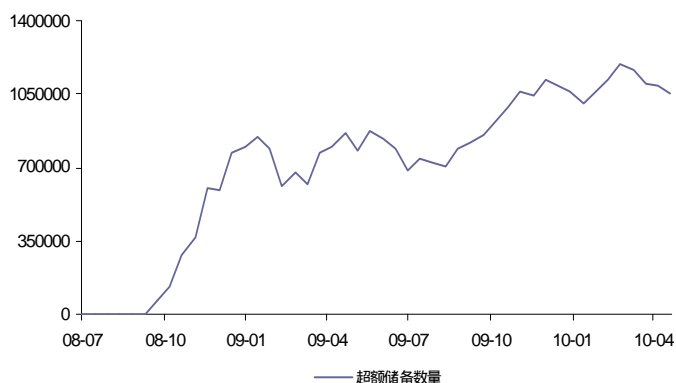
来源：国金证券研究所

我们认为，未来一段时间 Fed 量化宽松政策依然维持的情况下，总体流动性仍然充足，但结构趋向改变：

银行间流动性指标 Libor 将趋于上行；随着经济复苏，实体经济的流动性可能有所增加，反映为信贷或 M2 增速的上升。

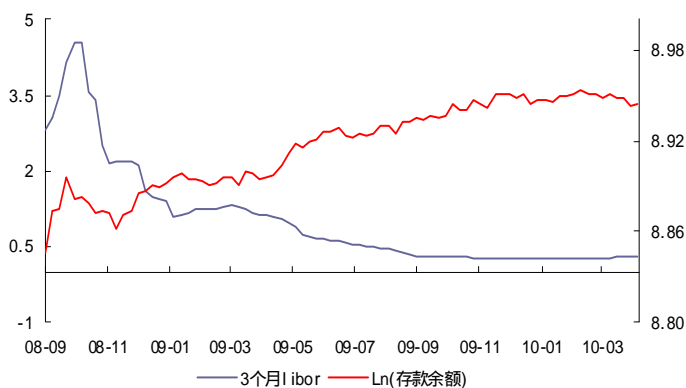
- 观察美国银行体系的超额准备金情况，我们发现在 09 年最高达到 1.1 万亿美元之后，逐渐回落至目前的 1.05 万亿，下降幅度约为 5%。超额储备下降一方面可能是 Fed 回收部分流动性所致，但更可能的原因是信贷市场的好转。
- 从商业银行流动性管理的角度来看，银行体系对存款的依赖有所下降，更多依赖正常化后的银行间市场进行流动资金调配，并推动 Libor 利率的渐进走高。这表明美国银行业的信心正在恢复，“挤兑”风险下降，因此在资金管理不再刻意囤积存款，转而利用流动性强的银行间市场进行资金管理。
- 从银行体系的资产构成来看，我们同样发现了改善信号，比如房地产相关贷款小幅增加，而消费者信贷在 09 年 3 月后出现了明显的大幅跃升。

图表3：美国银行体系超额准备金有所下降

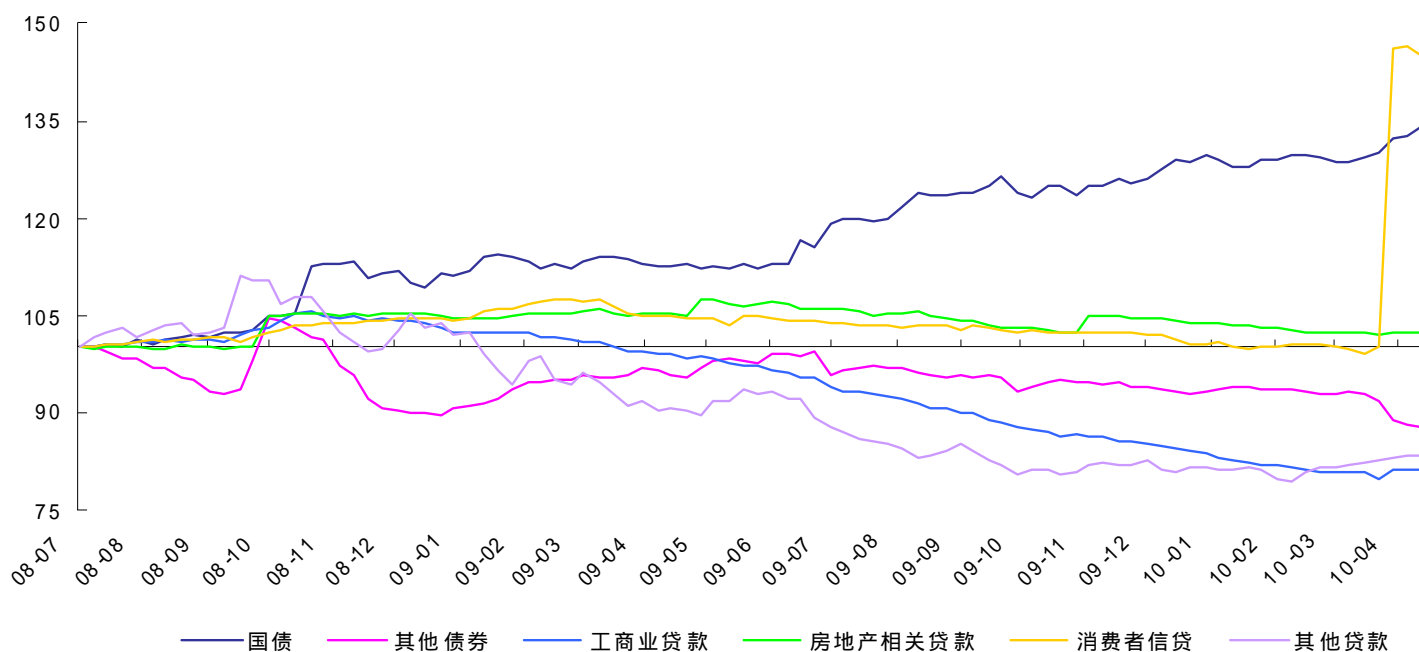


来源：国金证券研究所

图表4：银行存款下降，Libor 上行



图表5：美国商业银行资产构成情况（2008年7月=100）

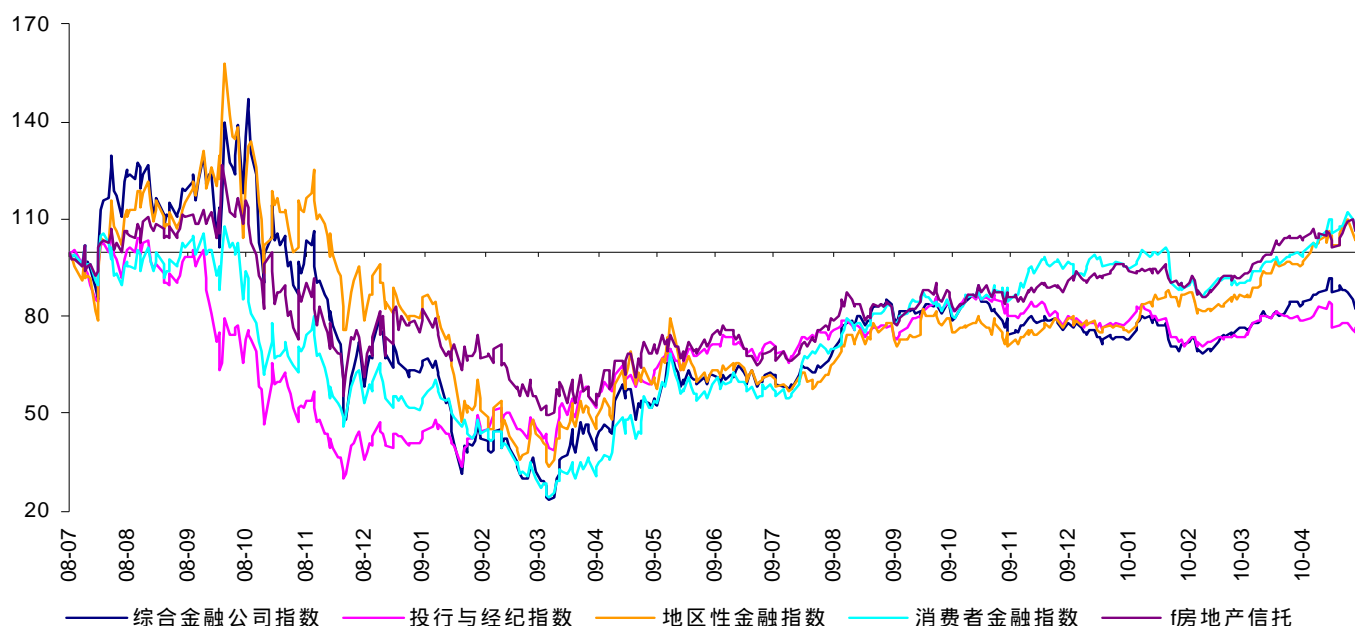


来源：国金证券研究所

如果资本市场是有效的前瞻指标，那么我们从各类金融机构股价的相对变化也可以捕捉到美国经济、流动性变化的信号。

- 08年7月至09年初，银行间流动性枯竭，大量风险类资产难以以市值定价（marked to market），高盛、摩根士丹利等投行类公司股价下挫最快。
- 09年初至年末，在Fed量化宽松货币政策推动下，Libor大幅下行，银行间流动性充裕，投行交易类业务收益颇丰，其股价大幅反弹。
与实体经济相关的地区性银行、消费者金融公司受制于信贷紧缩，坏账增加，股价表现疲弱。
- 09年末，欧洲主权债务危机爆发，风险类资产价格出现了第一轮调整，投行指数表现呈现弱势；
10年初，奥巴马宣布将对美国银行业做重大改革，力图通过“沃尔克法则”来实现金融业的“去杠杆化”。投行指数进一步滑落，而综合性金融、地区性金融和消费者金融公司的股价随经济改善而走高。
- 以上的变化在一定程度反映了实体经济的好转，我们判断未来一段时间的信贷和M2增速可能上行，而银行间市场流动性的正常化亦会推高Libor。

图表6：美国各类银行表现再次分化或预示流动性的结构改变



来源：国金证券研究所

流动性结构改变对美国经济、金融市场的影响

我们认为流动性结构的改变将产生两个方面影响：

- 第一，银行间市场流动性的正常化和 Libor 走高，将抑制资产价格过快上涨；
- 第二，联邦基金利率的低位，信贷市场的解冻有利于美国经济的内生性增长。

银行间市场 Libor 将上行，风险类资产价格或在未来承压

审视 2008 年 7 月以后工业金属、贵金属、能源与股票等风险类资产价格变化与 Libor 的关系，两者呈现出比较明显的负相关。在低 Libor 的推动下，投行交易类业务大幅增加，并推高风险类资产价格。

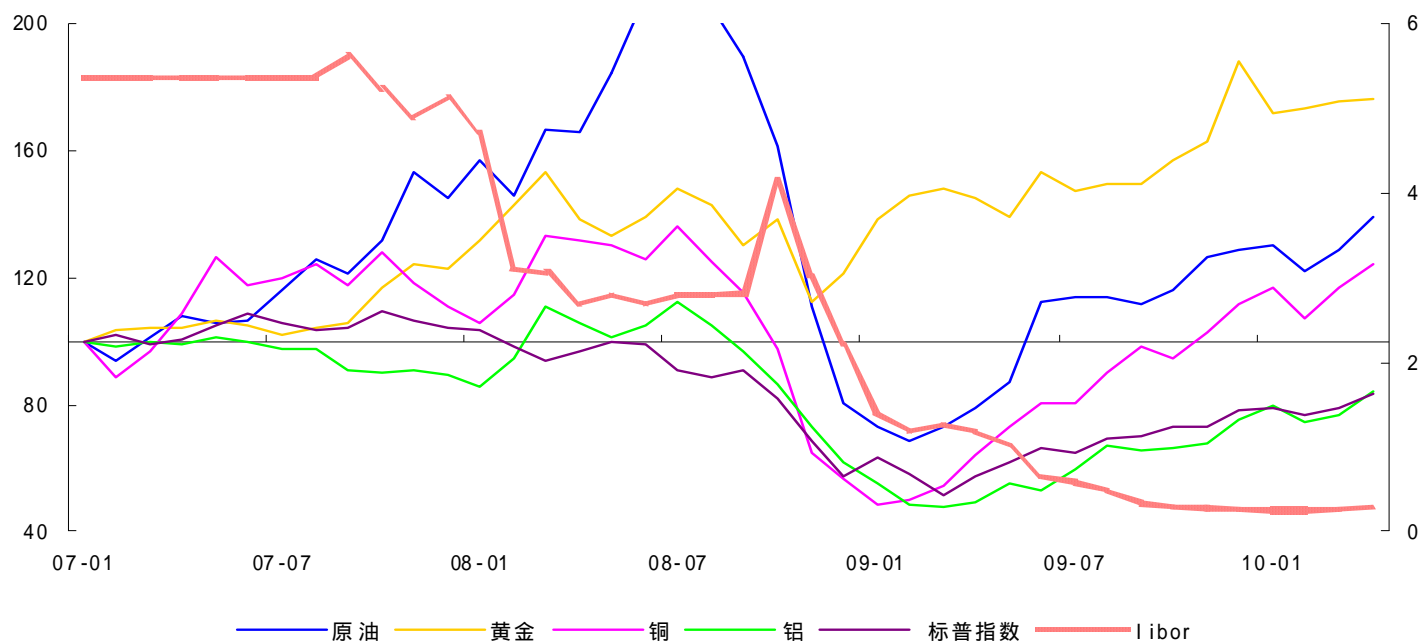
考虑到美元 Libor 未来的上行，美元将不再成为套息交易中的融资货币。美元的走强或使风险资产在未来一段时间出现多调整，少上涨的趋势。实体经济复苏的力度、企业赢利的持续性使不同类风险资产走势出现分化。

当然 Libor 并非是制约风险资产价格的唯一因素，以下的因素同样需要考虑：

- 欧洲主权债务危机引发投资者风险偏好下降，资金流向收益稳定的美国国债市场；
- 更多的新兴市场国家退出经济刺激计划，对大宗商品需求下降；如中国在下半年的固定资产投资出现放缓；
- 美国金融监管法案引发更大市场震动，对高盛等大型投资银行的交易进行限制；

因此，从以上因素看，风险类资产在未来 3-6 个月的表现将受到多方面因素的制约，上行空间比较有限。

图表7：Libor 在一定程度上与风险资产价格负相关（2008 年 7 月=100）



来源：国金证券研究所

图表8：美元将不再成为“carry trade”的融资货币



来源：国金证券研究所

联邦基金利率持续维持低位，信贷市场解冻有利于私人消费上行

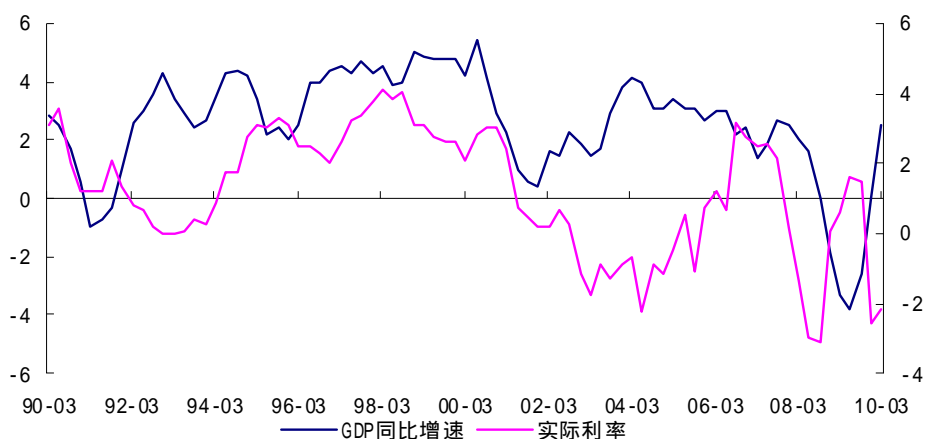
从 1990 至今的数据来看，实际利率（以联邦基金有效利率与通胀率的差来表示）与实际 GDP 同比增速呈现负相关的联系。

在信贷市场正常的前提下，低实际利率有利于借款人的实际负债下降，促进居民消费增长、企业投资增加。

我们从图 10 和 11 的微观层面也可找到类似的证据，在信贷增长时，居民的消费会有所上升；当汽车相关贷款可得性增加时，汽车销售增加比较迅速。

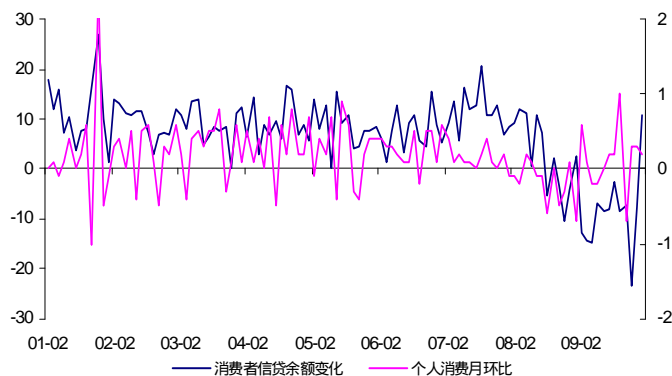
结合先前的判断，我们认为信贷市场的逐渐好转将促进美国经济增长走上可持续的轨道。

图表9：实际利率走低促进 GDP 同比增速上行



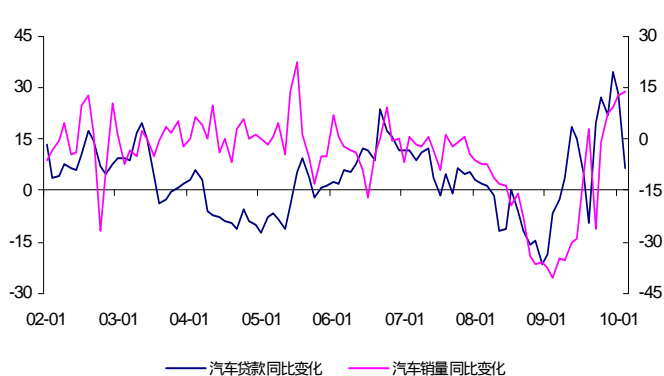
来源：国金证券研究所

图表10：信贷增加促进消费上行



来源：国金证券研究所

图表11：信贷增长有利于汽车销售增加



我们建议的配置

- 对于商品市场，我们认为随着商品金融属性减弱、投资风险偏好的下降和中国需求的波动，其价格将整体趋于下行，但美国、欧洲的制造业复苏或对其形成一定支撑。总体判断如下：
 - 对工业金属表示谨慎。受中国需求影响大的品种可能价格回落较大，如铜和锌；
 - 受美国复苏推动，原油价格有望保持稳定。高库存、金融属性趋弱亦抑制其价格上涨，维持在 80-85 美元的区间震荡；
- 对于美国股票市场，我们建议关注与制造业复苏和消费回暖有关的行业，如可选消费品、工业、电子、信息科技等；短期回避金融、能源、原材料行业。

图表12：标普指数部分股票概述

代码	公司名称	总市值	EPS	5年平均 ROE	PB	PE	远期 PE	Price/EBIT DA
HD	HOME DEPOT INC	58274.98	1.58	18.53	3.10	21.60	16.09	9.01
DIS	WALT DISNEY CO	68875.81	1.78	12.07	1.90	19.46	15.85	9.01
F	FORD MOTOR CO	159428	0.91	-	-	4.74	7.97	6.01
HON	HONEYWELL INTL	44530	2.86	24.38	4.00	14.29	15.60	7.95
FLS	FLOWERVE CORP	5562.724	7.66	19.33	3.39	12.90	12.71	8.72
CAT	CATERPILLAR INC	72525.95	1.45	37.35	4.68	32.22	14.42	11.46
MCHP	MICROCHIP TECH	3757.96	1.36	18.72	3.58	35.16	16.66	19.69
IBM	IBM	211445.6	10.12	45.01	7.46	12.49	10.43	7.64

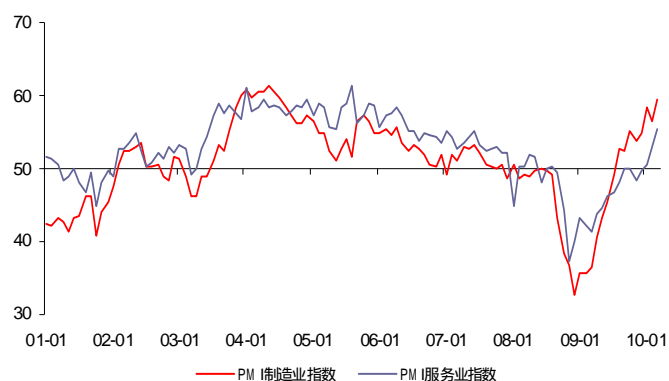
来源：国金证券研究所

美国经济 制造业引领经济走在复苏途中

领先指标与工业生产

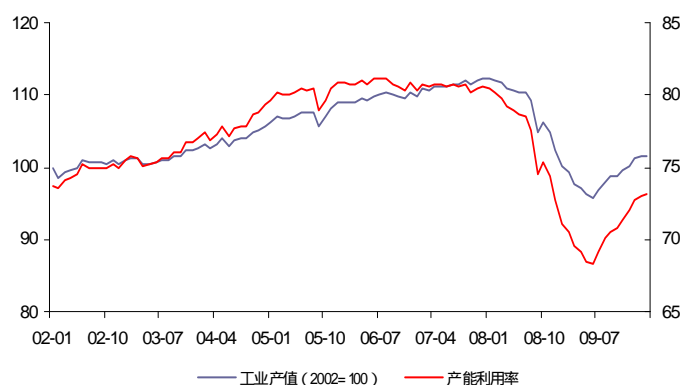
- 4月 PMI 指数从上月的 59.4 升至 60.4，创下自 2004 年 6 月份以来新高，显示美国制造业在二季度正加速扩张。
- 工业产出在 3 月份微升了 0.4%，一季度同比增长 7.8%。产能利用率总体上提升 0.2%至 73.2%，低于 1972 至 2009 年的平均水平 7.4%，但高于去年同期 3.7%。

图表13：PMI 指数



来源：国金证券研究所

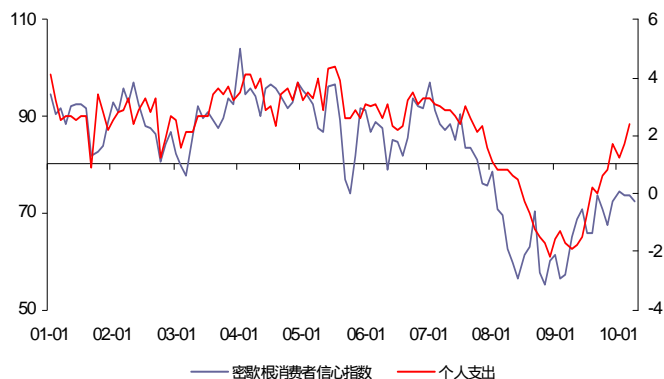
图表14：工业生产和产能利用率



消费市场

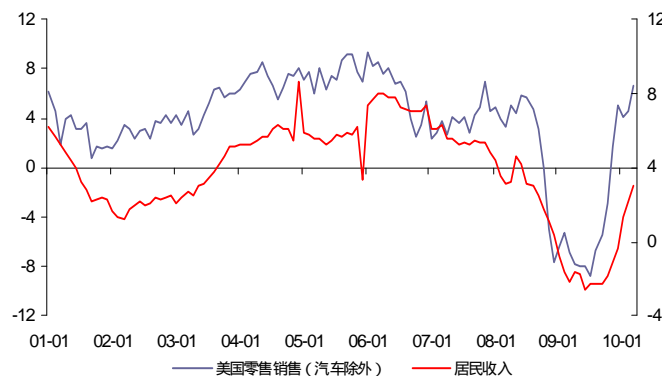
- 3 月份消费者支出创 6 个月来最大增长，显示经济扩张创造更多就业，复苏可能会加速。4 月份密歇根消费者信心指数为 72.2，较上月的 73.6 有所下降。
- 3 月美国除汽车外的零售销售继续扩张，同比增长 6.6%，较上月提高 2%。居民收入同比增长 3%，较上月提高 0.8%。

图表15：消费者信心与个人支出变化



来源：国金证券研究所

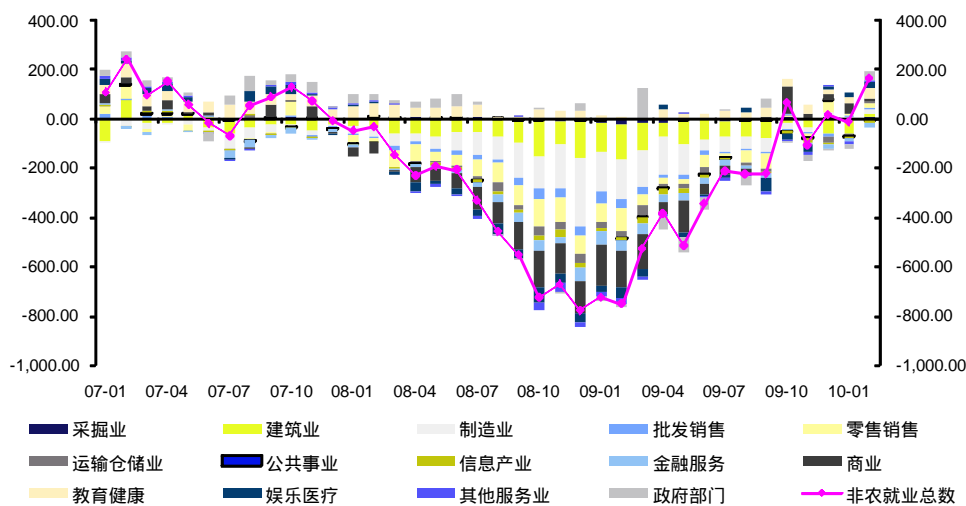
图表16：居民收入上升带动零售销售增加



就业市场

- 3 月非农就业增长 16.2 万人，其中私人部门就业上升 12.4 万人。
- 制造业就业增长 1.7 万人，建筑业新增 1.5 万人。未来一段时间，伴随制造业复苏的延续，新增就业将逐步改善。
- 失业率依然维持高位 9.7%，劳动参与率的提高将在今后令该指标改善有限。

图表17：非农就业数据变化

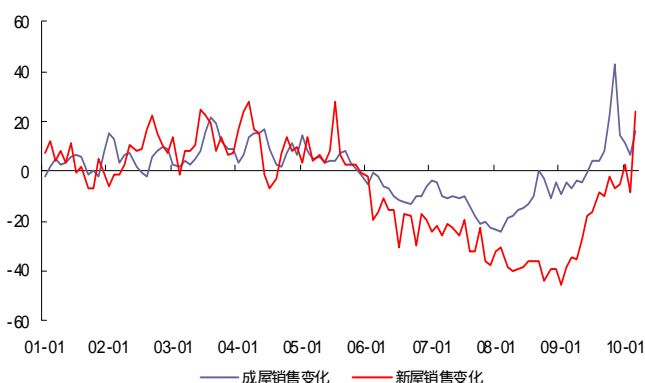


来源：国金证券研究所

房地产市场

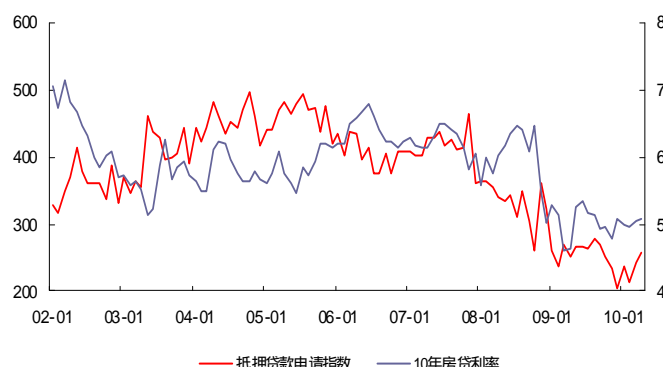
- 受益于购房退税政策和天气转好，3 月美国新屋销售自 2005 年 12 月以来首次同比转正，达到 23.8%，成屋销售同比增长 16.1%，较上月提高 9.3%。
- 3 月美国抵押贷款申请指数连续第三个月继续回升至 257.9，较上月提高 6%。房贷利率上升趋势较为缓慢。

图表18：新屋与成屋销售有所回升



来源：国金证券研究所

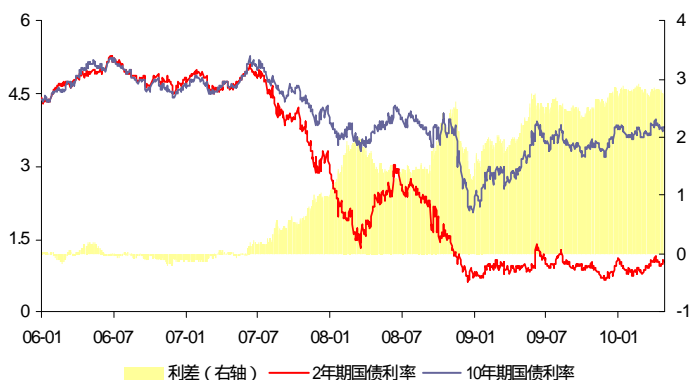
图表19：抵押贷款利率与申请指数变化



金融市场

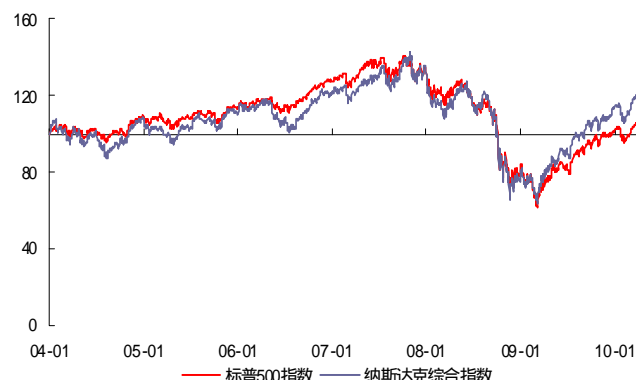
- Fed 资产购买计划结束后，国债收益率小幅走高，希腊债务危机导致避险资金流入国债市场，债券收益率从 4 月的近 4% 回落，在 5 月初维持在 3.60%。
- 企业赢利上升与利好财报数据，推动美股上扬，标普指数站上 1200 点整数关口，但 5 月初随希腊债务危机出现一定调整。

图表20：美债收益率小幅反弹 (F)



来源：国金证券研究所

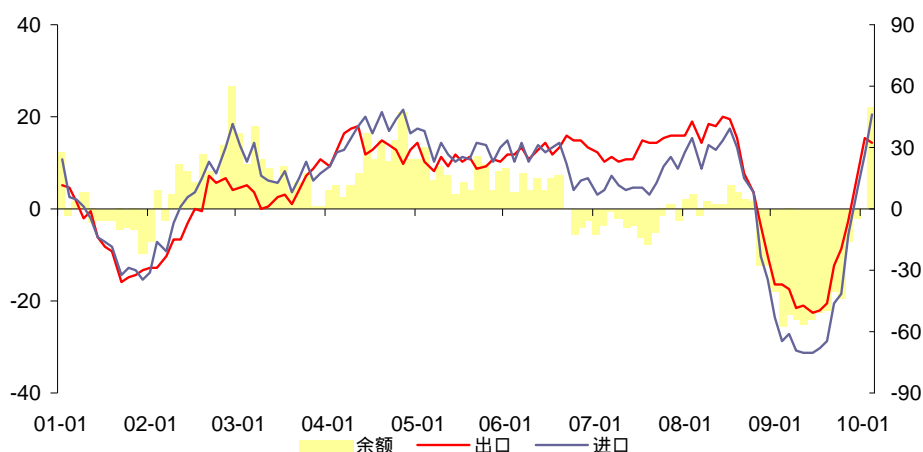
图表21：美国股票市场的涨势趋缓



对外贸易和国际资本流动情况

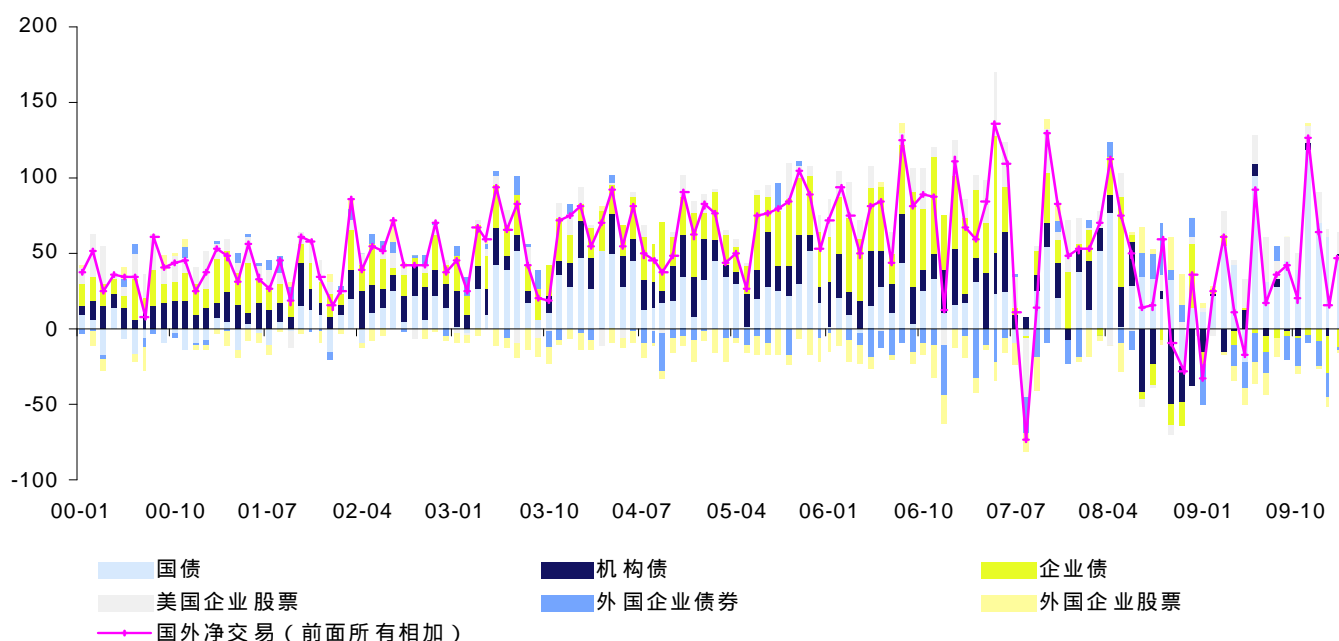
- 2 月美国进口增长 1.7%，推动贸易逆差扩大 7.4% 至 397 亿美元，超过此前预期，进一步证明经济复苏的延续。
- 2 月海外资本流入美国达到 90 亿美元，其中长期债券购买达到 471 亿美元。中国减持国债 115 亿美元，至 8775 亿，日本出现净买入，持有量达 7685 亿美元。

图表22：对外贸易收支变化(YOY%)



来源：国金证券研究所

图表23：国际资本流动情况



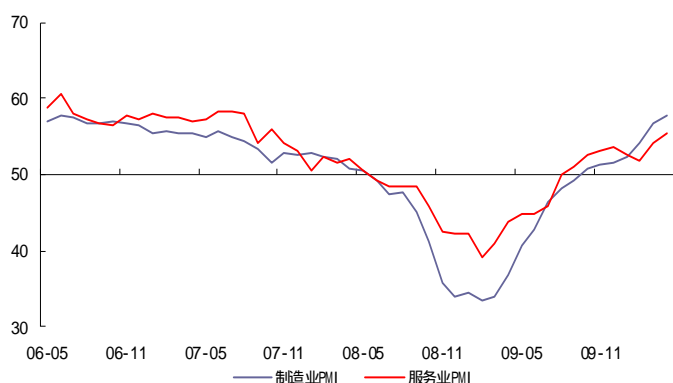
来源：国金证券研究所

欧洲经济 经济虽改善 债务危机引发的金融动荡加剧

领先指标与工业生产

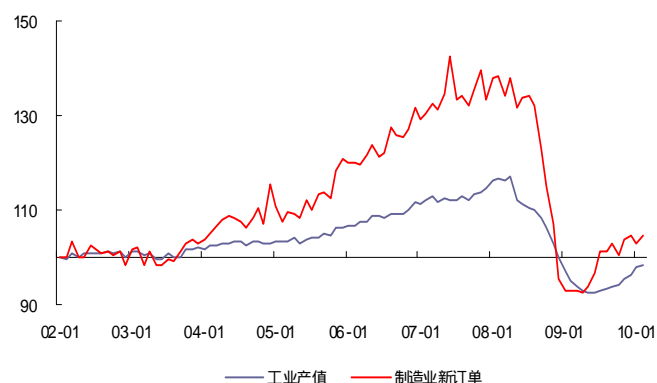
- 受出口增长推动，4 月份欧洲制造业扩张达到近 4 年内最快水平，制造业 PMI 增加值 57.6，服务业 PMI 亦上升至 55.5。
- 受钢铁和汽车引擎需求的上升，2 月份欧洲工业产值超预期增长，制造业新订单也延续了前期的增长趋势。

图表24：PMI 指数持续回升



来源：国金证券研究所

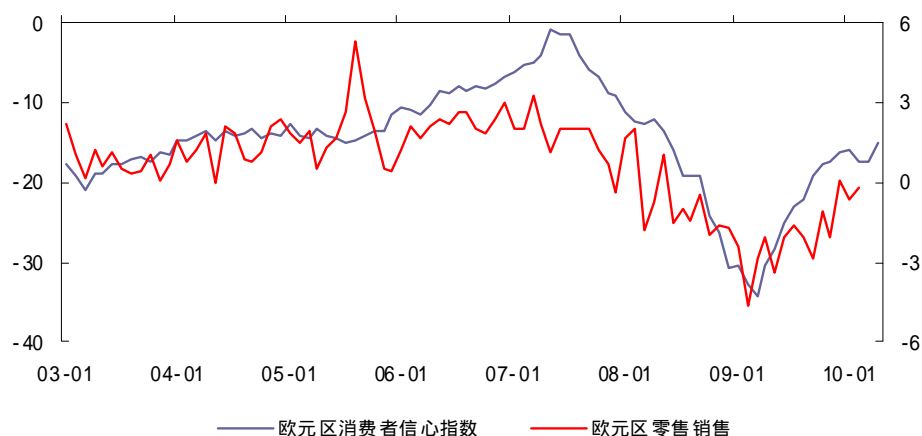
图表25：工业产量和新订单变化（2002=100）



消费市场

- 欧元区消费信心有所回升，从 3 月底-17.3 小幅回升到-15。同时零售销售相比危机时亦出现比较明显的反弹。

图表26：消费者信心与零售销售

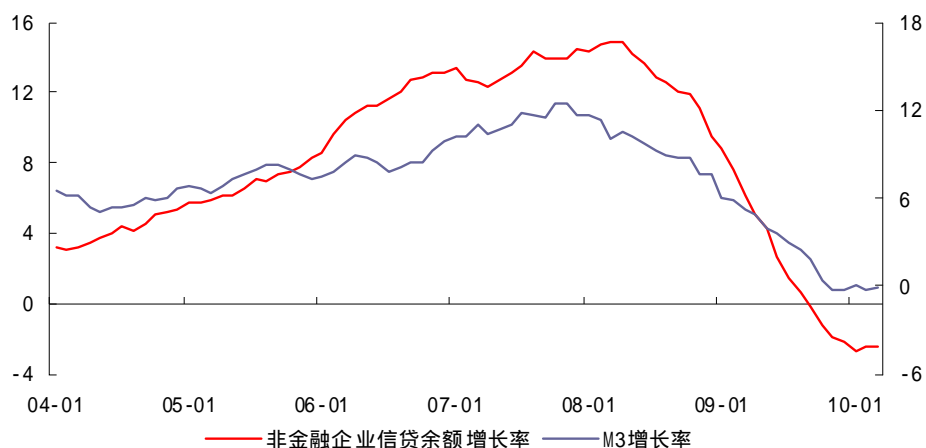


来源：国金证券研究所

货币与信贷市场

- 经济复苏缓慢、银行信贷紧缩未有改观。3 月份信贷进一步降低，广义货币 M3 也在 3 月份进一步下降 0.1%。

图表27：M3与信贷仍在下行

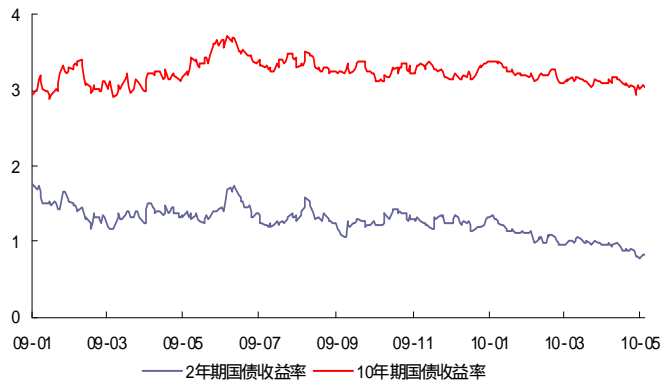


来源：国金证券研究所

金融市场

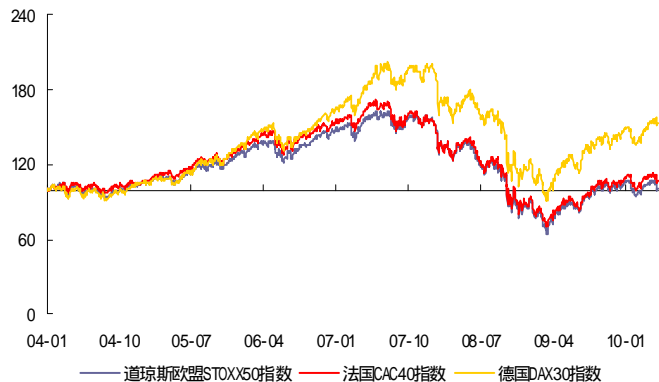
- 整体看，欧元区 10 年期国债利率没有明显变化；受困债务危机国家的债券收益率明显上升，希腊 10 年期国债与德债利差大幅走扩。
- 尽管 IMF 和欧元区就救助希腊已达成一致，但政治决策的拖延、贷款紧缩性条件所引发的希腊民众不满，乃至债务问题在葡萄牙、西班牙等国扩散的恐慌情绪使得欧洲各国的 CDS 点差大为提高。

图表28：欧元区整体国债收益率维持低位

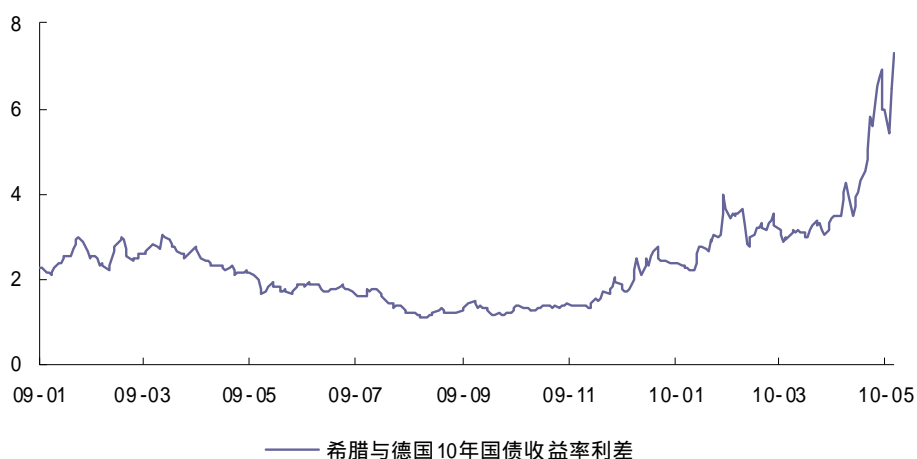


来源：国金证券研究所

图表29：欧洲部分股票市场表现（2004=100）

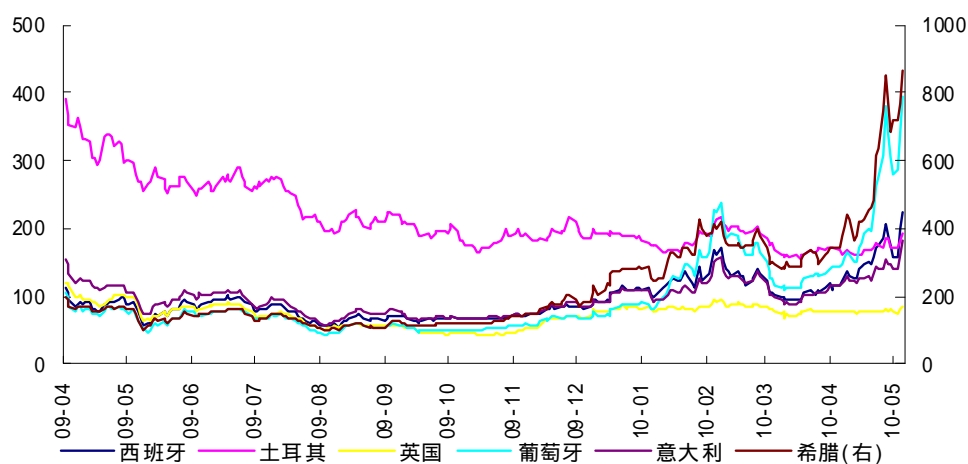


图表30：希腊与德国 10 年期国债利差走扩



来源：国金证券研究所

图表31：主权债务危机引发 CDS 点差跳升

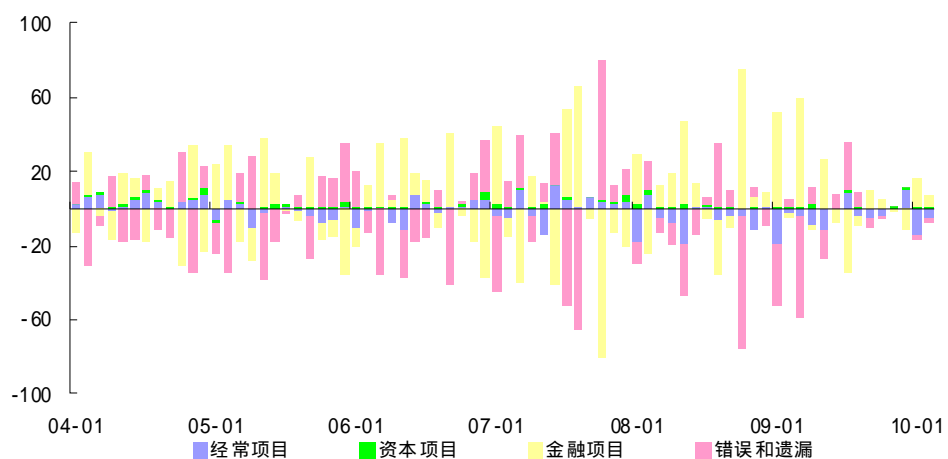


来源：国金证券研究所

对外贸易情况

- 欧元的疲弱，使得经常项目的逆差明显改善，从 1 月底的 147 亿欧元大幅收窄为 52 亿欧元。
- 欧元区金融市场不稳定性加剧，金融项目顺差大为减少至 72 亿欧元左右。

图表32：欧元区对外贸易情况（十亿欧元）



来源：国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：中国上海黄浦区中山南路 969 号
谷泰滨江大厦 15A 层**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室