

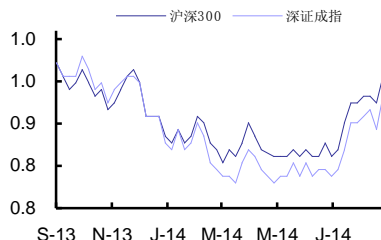
证券研究报告—深度报告

投资策略

利率市场化与信用冲击专题研究（上篇）

2014年09月15日

一年沪深 300 与深圳成指走势比较



市场数据

中小板/月涨跌幅(%)	5.449/4.71
创业板/月涨跌幅(%)	1.274/4.59
AH 股价差指数	
A 股总/流通市值 (万亿元)	29.35/21.62

相关研究报告:

《策略周报: “非典型” 复苏下的股市》——2014-09-01

《策略周报: 反弹已界不惑》——2014-08-24

《策略周报: 不悲不喜》——2014-08-18

《策略周报: 回调应是调仓良机》——2014-08-11

《策略周报: 大票搭台, 主题唱戏》——2014-08-03

证券分析师: 郇彬

电话: 021-6093 3155

E-MAIL: libin1@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513070001

证券分析师: 孔令超

电话: 021-60933159

E-MAIL: konglc@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980513120001

联系人: 马韬

电话: 021-60933157

E-MAIL: matao@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。



专题研究

信用冲击和市场繁荣并非不能并存

——美国储贷危机启示录

●以史为鉴: 美国 80 年代储贷危机信用风险爆发案例研究

利率市场化进程中, 信用风险集中爆发对金融市场的影响是国内投资者普遍关心的问题, 我们选取了 80 年代末美国储贷危机时期经济与金融市场表现进行案例研究, 以此得出事件演进的可能路径。美国 80 年代后期利率市场化、房地产景气下滑以及政府最初对储贷业采取的类似刚性兑付措施, 都和我国当前格局较为相似。作为资产负债天然期限错配的储贷公司在这样的宏观环境中盈利不断收到挤压, 逐渐亏损破产, 在联邦储贷保险公司的兜底下维持生存。1987 年底联邦储贷保险公司的最终破产揭示了储贷危机的不可挽回。1989 年老布什政府上台后着手清算已经资不抵债的储贷公司, 拉开了储贷危机全面爆发的序幕, 1989 年出现了 1929 年大萧条与 2008 年金融危机之间美国银行倒闭的最高峰。

●1989-1990 年信用风险爆发与市场繁荣并存, 实体经济率先完成去产能、全社会杠杆率保持稳定是金融市场未被击溃的主要原因

美国政府在 1989-1993 年分四批法案对资产重组托管公司(RTC)注入总计 910 亿美元的资金后, RTC 通过出售资产、机构托管和兼并重组成功完成了破产储贷公司的清算。通过政府兜底、财政支持的强制出清方式, 美国政府主导了储贷危机的解决。尽管损失巨大, 1989-1990 年储贷危机爆发期间美国金融市场整体保持了繁荣: 垃圾债与公司债信用利差扩张, 国债与公司债收益率大幅下降, 同时股市一路上扬, 直到 1990 年 7 月海湾战争爆发原油价格飙升、同时全球出现经济危机时才出现明显调整。

信用风险爆发未能击溃金融市场的主要原因在于: 在美国房地产进入下滑周期、信用风险大规模爆发前, 美国实体经济已率先经历了去产能, 实现了产能利用率恢复带来的盈利回升。通过将需求端的房地产周期与供给端的制造业产能周期分离, 美国经济调整的代价得以降低。同时美联储保持了较为宽松的货币政策, 经济体杠杆率未显著去化。整体杠杆率的稳定使得房地产周期出现下滑时, 居民消费、非住宅投资与净出口的相对景气为经济增长提供缓冲。

美国解决储贷危机的历史告诉我们: 1) 信用风险引爆和市场繁荣并非不能并存; 2) 实体经济过剩产能的去产能必须早于房地产泡沫破裂与信用风险排雷, 或者说政府排雷之前应首先完成制造业产能周期的去地化; 3) 清算破产金融机构和不良资产应由政府财政支持兜底, 实现快速强制出清, 政府应保持相对宽松的货币政策, 主动加杠杆对冲, 以保证全社会经济杠杆率不出现断崖式下跌, 减轻缩短危机对实体经济的冲击。仿效这样的组合, 避免无序去杠杆的出现, 是当前中国金融环境下可供参考的一种路径。

●美国储贷危机时期的市场风格: 股债双牛, 消费与转型为王

美国储贷危机时期的市场风格为可控信用风险爆破情景下的投资提供了参考。我们整理了经济趋缓、股债双牛的 1989-1990 时期股票行业表现, 股票板块涨幅前 10 的行业主要是可选消费以及医疗、电信等转型行业, 也基本是同期板块 ROE 排名前 10 的行业, 市场风格体现了当时的消费升级、经济转型的宏观格局。同时, 经济放缓状态下大宗商品走势出现分化。工业原料受制于经济增速放缓整体走熊, 直到原油受到海湾战争地缘政治风险支撑表现强势, 引发对一系列大宗商品的通胀保值需求。储贷危机期间美元指数受到经济拖累走势疲弱, 贵金属在信用危机爆发期间显示出较好的配置价值。

内容目录

储贷危机形成原因:利率市场化叠加房地产下滑周期	5
1989 年以前美国政府对储贷业危机的拖延和纵容	7
1989-1990:信用风险爆发与市场繁荣并存	8
危机未击溃市场源自房地产周期与产能周期分离	11
储贷危机时期市场风格:股债双牛,消费与转型为王	16
国信证券投资评级	19
分析师承诺	19
风险提示	19
证券投资咨询业务的说明	19

图表目录

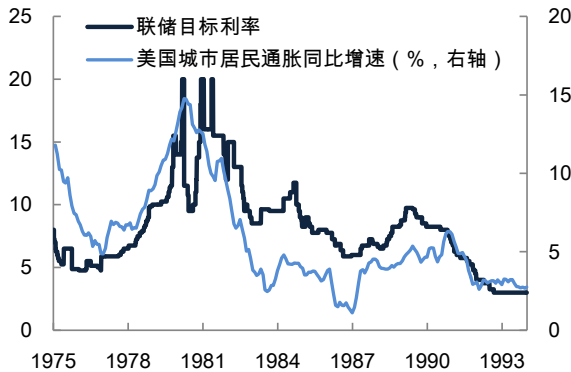
图 1: 高通胀使得美国 70-80 年代基准利率高企	5
图 2: 基准利率高企使得美国收益率曲线扁平乃至倒挂	5
图 3: 美国 80 年代商业银行存款利率上限 (红) 显著低于市场利率水平 (蓝)	5
图 4: 美国 80 年代利率市场化期间小型银行盈利能力下滑大于大型银行	6
图 5: 美国 80 年代非住宅投资完成额 (十亿美元)	6
图 6: 美国非住宅投资完成额分项 (十亿美元)	6
图 7: 美国 80 年代办公用地产供需格局与空置率	6
图 8: 美国 80 年代零售用地产供需格局与空置率	6
图 9: 美国 80 年代银行贷款占资产比例向房地产领域倾斜	7
图 10: 美国 80 年代房地产坏账率与冲销率	7
图 11: 美国储贷危机中历年破产储贷公司数量与资产	7
图 12: 美国倒闭储贷公司金融资产占比	8
图 13: 美国银行倒闭与救援数量	8
图 14: 美国政府对 RTC 注入资金法案一览	8
图 15: RTC 清算金融机构进度	9
图 16: 美国标普 500 指数与巴克莱高收益债相对国债利差指数	9
图 17: 储贷危机前后美国企业债信用利差呈现先收敛后扩张的格局	9
图 18: 美国国债与高低等级企业债收益率	10
图 19: 美国储贷危机时期的股市繁荣直到海湾战争触发油价大涨才告终结	10
图 18: 美国垃圾债发行量 (十亿美元)	10
图 21: 美国 GDP 季环比折年率与同比	11
图 22: 1982 年美股超级大牛市启动	11
图 23: 1989-1990 年标普 500 指数逆势上行	11
图 24: 美国全市场 ROE 落后美国全产业产能利用率 1-2 年	12
图 25: 受益于 1988 年强劲的产能利用率, 1989-1990 股市 ROE 高于往年	12
图 26: 就业数据与工业生产同比增速显示美国 80 年代经历两次集中去产能	12
图 27: 非住宅固定资产投资集中衰退之后美国产能利用率达到高位	13
图 28: 美国房地产周期与产能利用率周期高度相关但不完全重合	13
图 29: 80 年代后期美国房地产开工与产能利用率分道扬镳	13
图 30: 美国就业人口占总人口比例与失业率	14
图 31: 美国失业率与新增非农就业人口	14
图 32: 美联储在解决储贷危机时连续下调基准利率	14
图 33: 美国信贷市场未偿债务同比与占 GDP 比例	14
图 34: 美国非金融部门与联邦政府负债占总资产比例	15
图 35: 美国居民和非营利组织与地方政府负债占总资产比例	15
图 36: 美国在解决储贷危机时居民消费、非住宅投资与出口对 GDP 贡献明显	15
图 37: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时整体表现为股债双牛	16
图 38: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时股市行业涨幅前 10	16
图 39: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时股市行业 ROE 前 10	16

图 40: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时工业原材料表现不佳.....	17
图 41: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时原油价格受地缘政治风险支持.....	17
图 42: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时美元指数随经济下滑.....	17
图 43: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时金价收到弱美元支撑.....	18
图 44: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时金价收到信用风险爆发支撑.....	18

储贷危机形成原因:利率市场化叠加房地产下滑周期

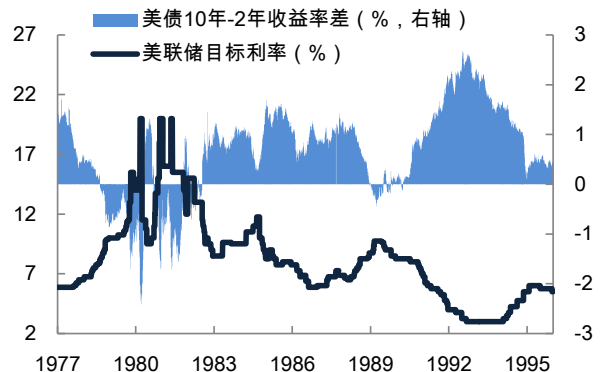
利率市场化进程中,信用风险集中爆发对金融市场的影响是国内投资者普遍关心的问题,我们选取了 80 年代末美国储贷危机时期经济与金融市场表现进行案例研究,以此得出事件演进的可能路径。美国储贷公司 (Savings and Loan Association, 简称 S&L) 是美国最初为解决居民房地产按揭贷款来源而鼓励发展的类银行金融机构。美国设立联邦住房贷款银行 (FHLB) 作为储贷公司的最后贷款人,联邦住房贷款银行委员会(FHLBB) 管理和审核储贷公司,联邦储贷保险公司(FSLIC) 为储贷公司提供存款保险。储贷公司天然存在着资产负债期限错配的问题,负债端是短期存款,资产端是长期固定利率按揭贷款,本质上蕴涵着较大的市场风险。80 年代美国经历了高通胀冲击,美联储被迫数次提高基准利率以平抑通胀,导致美国收益率曲线扁平甚至倒挂,期间资产负债期限错配的金融机构承受了较大压力。同时美国在 80 年代经历了利率市场化的过程,随着 1986 年规定存款利率上限的“Q 条例”彻底取消,金融机构融资成本普遍上移、盈利受到挤压,其中小型金融机构的 ROE 压力更是远大于大型金融机构。不利的市场环境使得储贷公司盈利能力整体恶化,危机的种子已经埋下。

图 1: 高通胀使得美国 70-80 年代基准利率高企



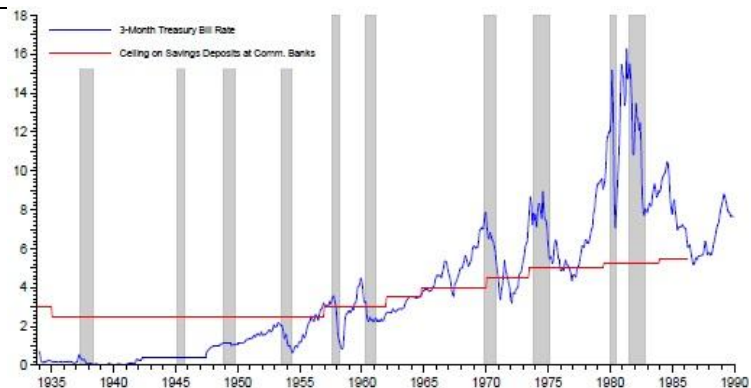
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 2: 基准利率高企使得美国收益率曲线扁平乃至倒挂



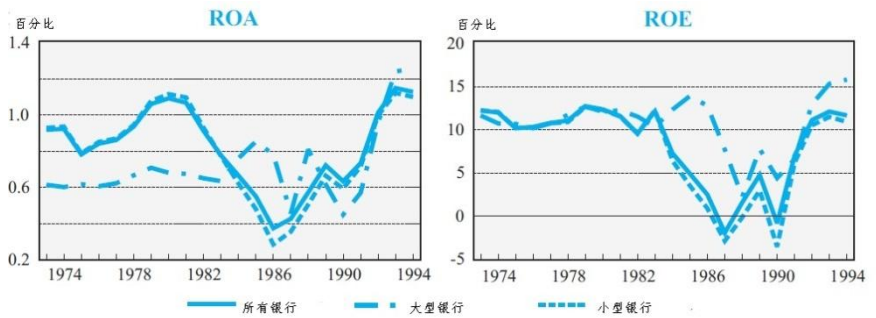
资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 3: 美国 80 年代商业银行存款利率上限（红）显著低于市场利率水平（蓝）



数据来源: 达拉斯联储、国信证券经济研究所整理

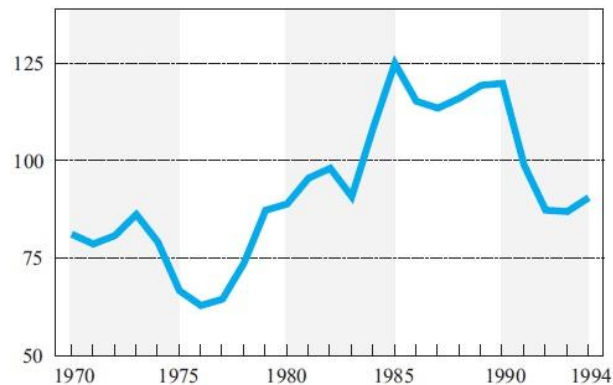
图 4: 美国 80 年代利率市场化期间小型银行盈利能力下滑大于大型银行



数据来源: FDIC、国信证券经济研究所整理

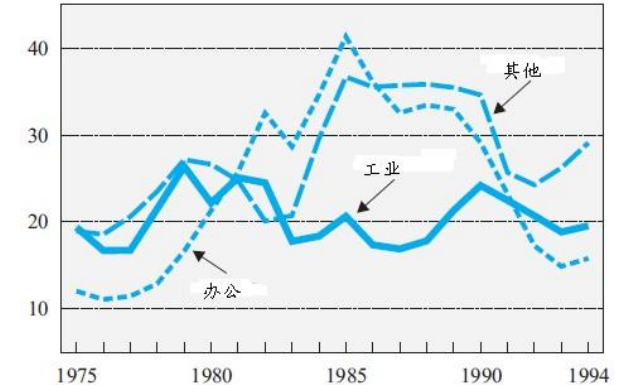
进一步引爆储贷危机的是 80 年代后期美国房地产周期的见顶回落。80 年代早期高通胀催生的房地产繁荣使得地产投资进入非理性扩张, 而商业地产尤为突出。即使不断上升的空置率显示商业地产早已呈现供过于求的状态, 商业地产投资持续保持高位, 占据和捆绑了美国银行业的投资组合。随着房地产行业受到供需基本面与免税政策取消等因素冲击, 银行的房地产贷款健康情况急剧恶化, 危机一触即发。利率市场化叠加房地产下滑周期, 储贷危机爆发前夕和我国当前格局十分相似。

图 5: 美国 80 年代非住宅投资完成额 (十亿美元)



资料来源: FDIC、国信证券经济研究所整理

图 6: 美国非住宅投资完成额分项 (十亿美元)



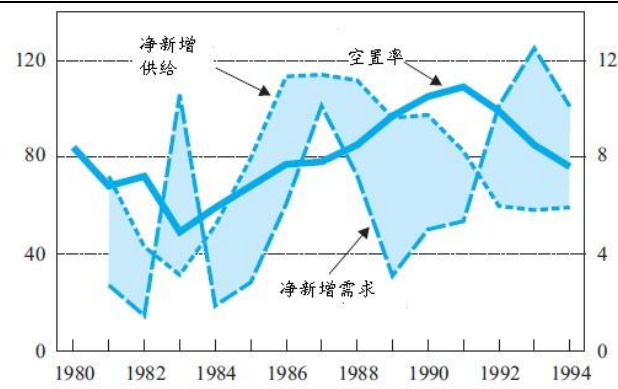
资料来源: FDIC、国信证券经济研究所整理

图 7: 美国 80 年代办公用地供需格局与空置率



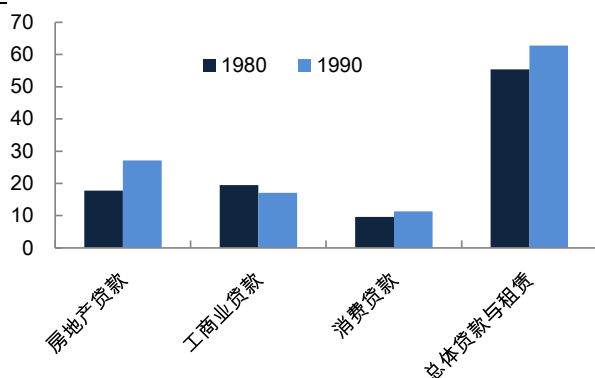
资料来源: FDIC、国信证券经济研究所整理

图 8: 美国 80 年代零售用地供需格局与空置率



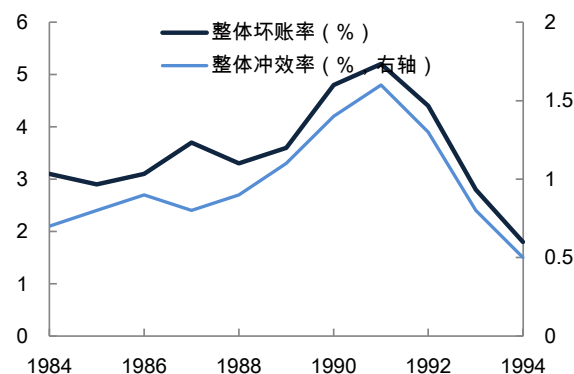
资料来源: FDIC、国信证券经济研究所整理

图 9: 美国 80 年代银行贷款占资产比例向房地产领域倾斜



资料来源: FDIC、国信证券经济研究所整理

图 10: 美国 80 年代房地产坏账率与冲销率



资料来源: FDIC、国信证券经济研究所整理

1989 年以前美国政府对储贷业危机的拖延和纵容

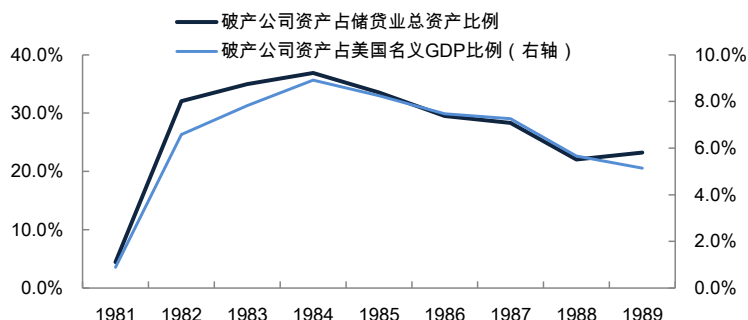
尽管储贷业盈利低迷甚至大范围帐面破产, 1989 年前美国政府对储贷业问题整体采取了拖延和纵容的态度, 具体政策包括允许储贷公司投资垃圾债等高风险高收益资产、不断降低资本充足率要求、通过会计手段高估商誉等。储贷公司甚至可以发行收入资本凭证 (Income Capital Certificate), 由联邦储贷保险 (FSLIC) 使用现金或票据购买, 以此提高储贷公司的资本充足率。联邦储贷保险几乎成为对储贷公司兜底的刚性兑付环节, 这酿成了 1987 年底联邦储贷保险公司的最终破产。危机已难以避免, 1989 年老布什政府上台后着手清算已经资不抵债的储贷公司, 立即出现了 1929 年大萧条与 2008 年金融危机之间美国银行倒闭的最高峰。

图 11: 美国储贷危机中历年破产储贷公司数量与资产

	储贷公司数量	总资产 (十亿美元)	净收入 (十亿美元)	账面破产储贷数量	破产储贷资产 (十亿美元)	FSLIC 储备 (十亿美元)
1980	3993	604	0.8	43	0.4	6.5
1981	3751	640	-4.6	112	28.5	6.2
1982	3287	686	-4.1	415	220.0	6.3
1983	3146	814	1.9	515	284.6	6.4
1984	3136	976	1.0	695	360.2	5.6
1985	3246	1068	3.7	705	358.3	4.6
1986	3220	1162	0.1	672	343.1	-6.3
1987	3147	1249	-7.8	672	353.8	-13.7
1988	2949	1349	-13.4	508	297.3	-75.0
1989	2878	1252	-17.6	516	290.8	NA

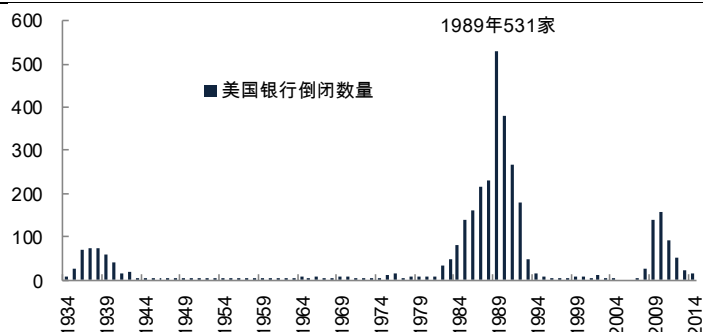
数据来源: FDIC、国信证券经济研究所整理

图 12: 美国倒闭储贷公司金融资产占比



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 13: 美国银行倒闭与救援数量



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

1989-1990:信用风险爆发与市场繁荣并存

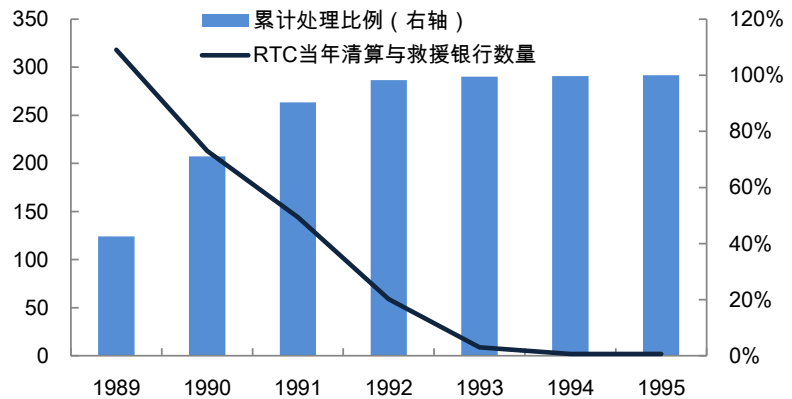
1989年6月美国国会通过《金融机构改革、复兴和实施法》(Financial Institutions Reform, Recovery, and Enforcement Act, 简称 FIRREA), 并在8月由总统签字通过, 拉开了美国全面着手清算储贷业问题的序幕。在联邦储蓄贷款保险破产后, 美国政府组建了资产重组托管公司 (Resolution Trust Corporation, 简称 RTC) 集中重组和清算破产储贷公司。经过 1989-1993 年分四批法案对 RTC 注入总计 910 亿美元的资金后, RTC 通过出售资产、机构托管和兼并重组成功完成了破产储贷公司的清算, 其中前两年 RTC 就完成了清算进度的 71%。通过这样的政府兜底、财政支持的强制方式, 美国政府主导了储贷危机的解决。

图 14: 美国政府对 RTC 注入资金法案一览

注资法案	纳税人损失资金 (十亿美元)	法案时间
FIRREA法案	50.1	1989年8月9日
RTC资产注入法案	30	1991年3月23日
RTC再融资、重组与改进法案	6.7	1991年12月12日
RTC清算法案	18.3	1993年12月17日
总计批准注入资金	105.1	
总计实际注入资金	91.3	

数据来源: FDIC、国信证券经济研究所整理

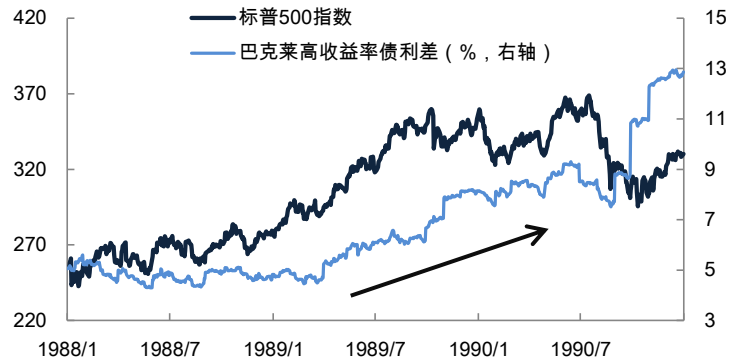
图 15: RTC 清算金融机构进度



数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

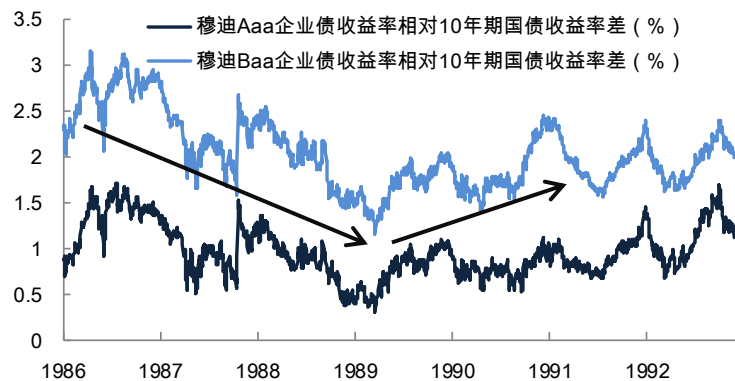
1989-1990 年储贷公司集中倒闭期间美国垃圾债与公司债信用利差扩张, 国债与公司债收益率大幅下降, 同时股市一路上扬, 直到 1990 年 7 月海湾战争爆发原油价格飙升、同时全球出现经济危机时才出现调整。1989-1990 年美国信用风险集中爆发时期, 金融市场整体保持了繁荣, 即使是垃圾债市场也在 1990 年短暂沉寂后迅速恢复。

图 16: 美国标普 500 指数与巴克莱高收益债相对国债利差指数



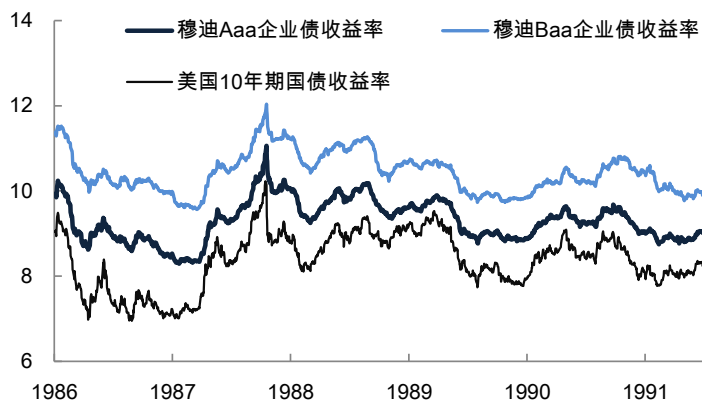
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 17: 储贷危机前后美国企业债信用利差呈现先收敛后扩张的格局



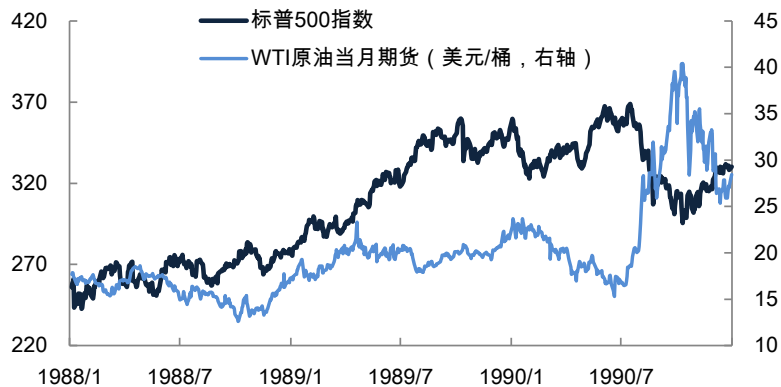
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 18: 美国国债与高低等级企业债收益率



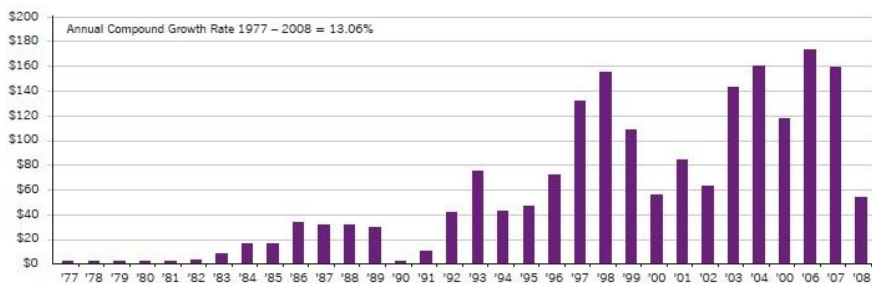
数据来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 19: 美国储贷危机时期的股市繁荣直到海湾战争触发油价大涨才告终结



数据来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 20: 美国垃圾债发行量（十亿美元）

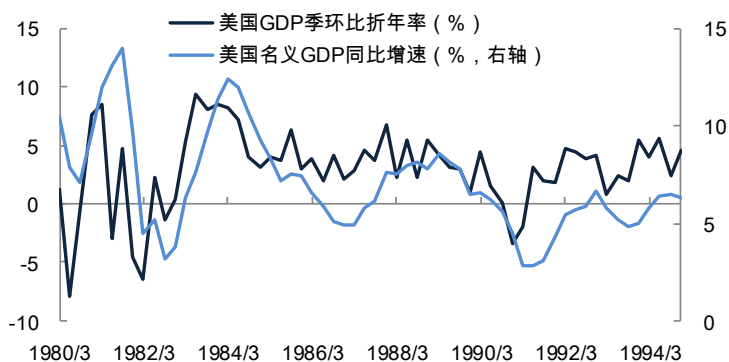


数据来源：Historic Changes in the High Yield Bond Market *Journal of Applied Corporate Finance* 2009、国信证券经济研究所整理

危机未击溃市场源自房地产周期与产能周期分离

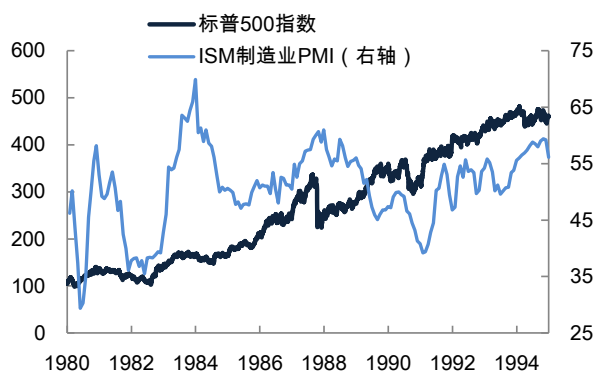
金融机构大规模破产不可避免地使得美国在 1989-1990 年全面走弱，GDP 同比增速从 1989 年一季度的 8.6% 下滑至 1990 年四季度的 4.5%。然而，80 年代美国股市在 1982 年超级大牛市启动之后整体保持强劲，在 1985-1986 年经济不景气周期时也相对活跃，1989-1990 年更是逆势上涨，收复了 1987 年股灾的全部失地。我们认为，在房地产进入下滑周期、信用风险大规模爆发前，实体经济已率先经历去产能、实现产能利用率恢复带来的盈利回升是储贷危机期间金融市场逆势繁荣主要原因。通过将需求端的房地产周期与供给端的制造业产能周期进行分离，以时间换空间，美国经济调整转型的代价得以降低。

图 21: 美国 GDP 季环比折年率与同比



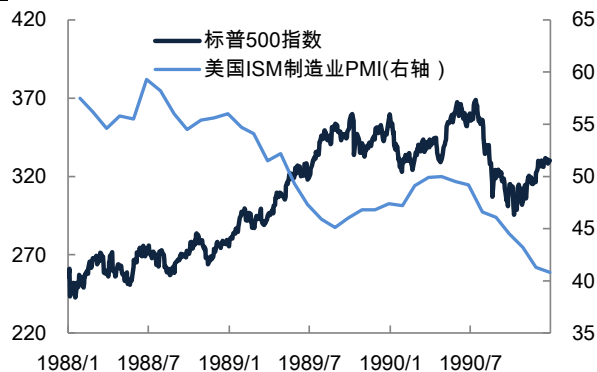
数据来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 22: 1982 年美股超级大牛市启动



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

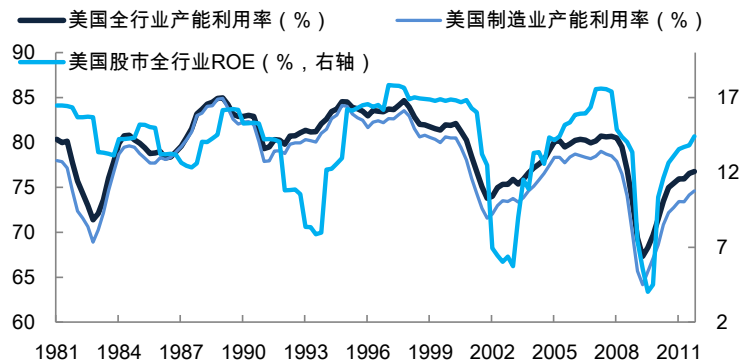
图 23: 1989-1990 年标普 500 指数逆势上行



资料来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

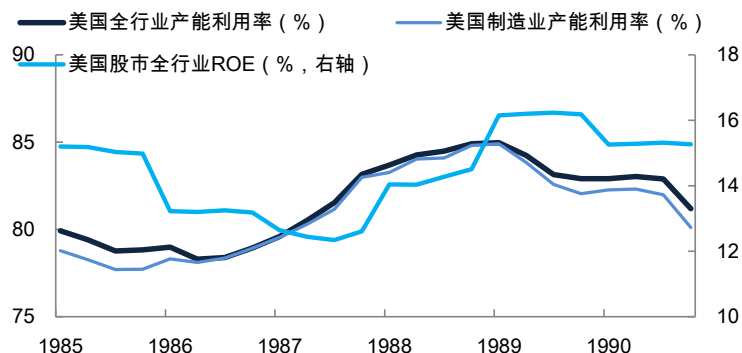
由于美国股市全市场 ROE 落后于美国全产业产能利用率 1-2 年，因此尽管 1989 年经济动能已经走弱、产能利用率下滑，股市 ROE 却达到了前所未有的高位，并保持到 GDP 增速几乎腰斩的 1990 年。由此可见 1989-1990 年的金融市场繁荣应归功于 1986-1988 年美国产能利用率全面提升，而这又是建立在 1980-1982 年和 1985-1986 年集中去产能的背景下。去产能后，产能利用率领先盈利见底回升。

图 24: 美国全市场 ROE 落后美国全产业产能利用率 1-2 年



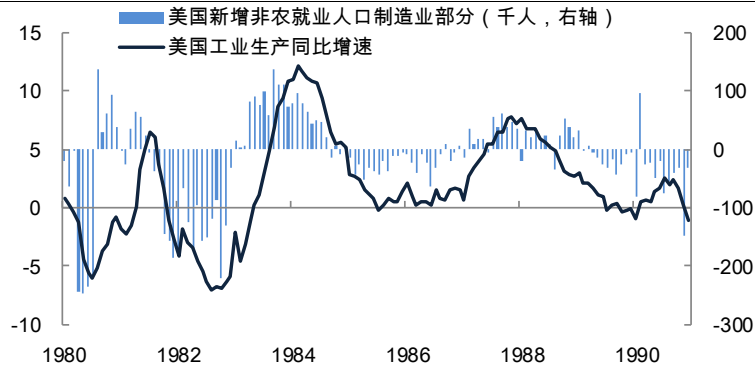
数据来源：Bloomberg、DataStream、国信证券经济研究所整理

图 25: 受益于 1988 年强劲的产能利用率，1989-1990 股市 ROE 高于往年



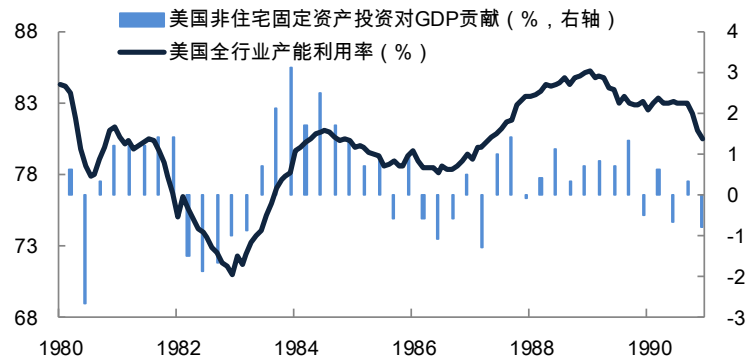
数据来源：Bloomberg、DataStream、国信证券经济研究所整理

图 26: 就业数据与工业生产同比增速显示美国 80 年代经历两次集中去产能



数据来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

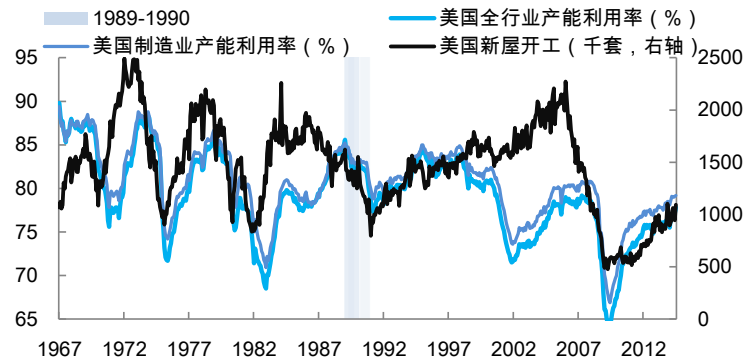
图 27: 非住宅固定资产投资集中衰退之后美国产能利用率达到高位



数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

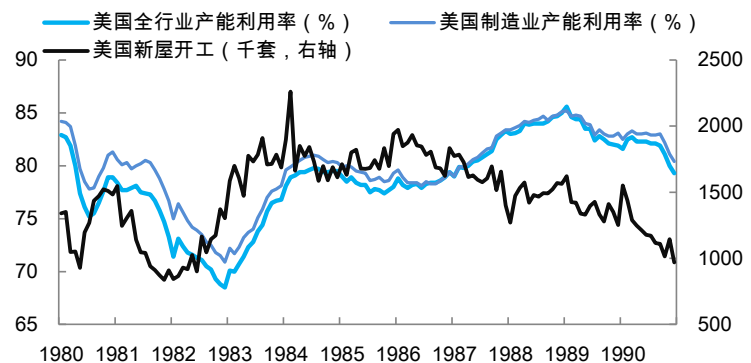
美国历史上，供给端的产能周期与需求端的房地产周期高度相关但不完全重合。1989-1990年储贷危机爆发正是发生在房地产周期业已下滑、但产能利用率仍保持高位的时点，此时需求尽管萎缩，但供给端利润仍有较大空间。类似情况发生在就业端，受益于较高的产能利用率，虽然新增就业在1989-1990年出现下滑，就业人口占总人口比例与失业率并未显著恶化，美国就业率整体保持平稳。

图 28: 美国房地产周期与产能利用率周期高度相关但不完全重合



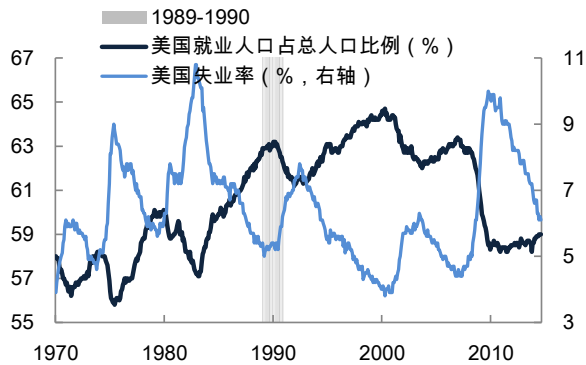
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 29: 80年代后期美国房地产开工与产能利用率分道扬镳



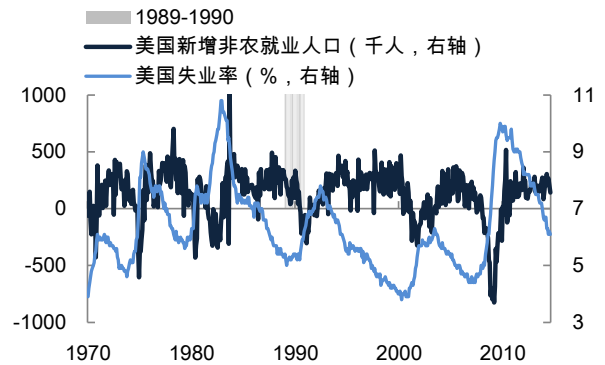
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 30: 美国就业人口占总人口比例与失业率



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

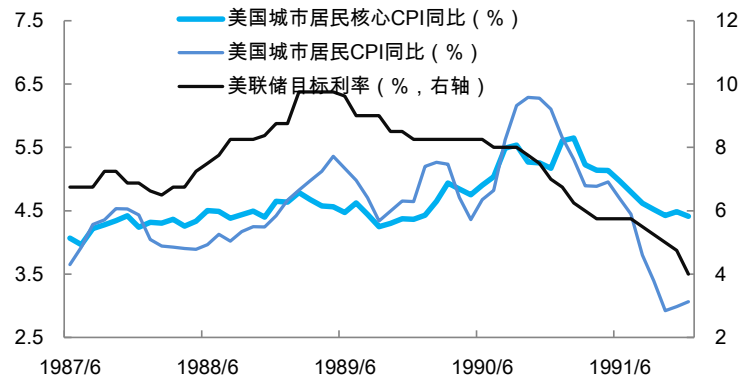
图 31: 美国失业率与新增非农就业人口



资料来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

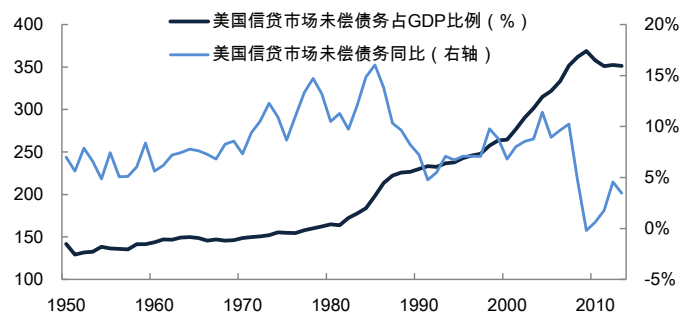
美国 80 年代储贷危机属于信用危机爆发，但经济体并未去杠杆的可控危机。处理储贷危机期间美联储提供了较为宽松的货币政策环境，即使面对通胀的短期强势仍连续下调基准利率，维持了债务水平的减速上行，经济体及各个部门杠杆未见显著去化。整体杠杆率的稳定使得房地产周期出现下滑时，居民消费、非住宅投资与净出口的相对景气为经济增长提供缓冲。

图 32: 美联储在解决储贷危机时连续下调基准利率



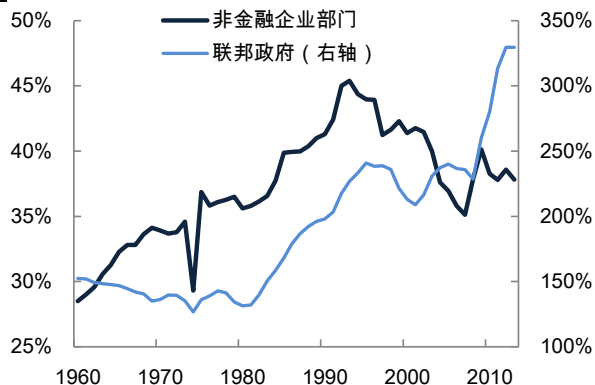
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 33: 美国信贷市场未偿债务同比与占 GDP 比例



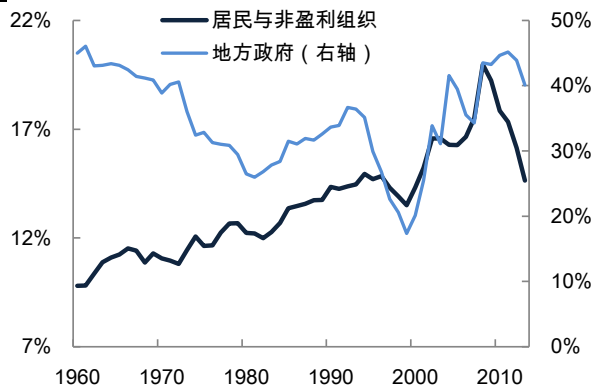
数据来源: Wind、国信证券经济研究所整理

图 34: 美国非金融部门与联邦政府负债占总资产比例



资料来源: 美联储 Z1 金融统计表、国信证券经济研究所整理

图 35: 美国居民和非营利组织与地方政府负债占总资产比例



资料来源: 美联储 Z1 金融统计表、国信证券经济研究所整理

图 36: 美国在解决储贷危机时居民消费、非住宅投资与出口对 GDP 贡献明显

	居民消费	非住宅固定资产投资	住宅固定资产投资	净出口	政府开支
1989Q1	2.93	0.80	-0.19	-0.21	1.56
1989Q2	1.18	0.68	-0.59	0.85	-0.35
1989Q3	1.20	1.29	-0.08	1.35	1.34
1989Q4	2.52	-0.52	-0.38	0.44	0.70
1990Q1	1.13	0.63	0.16	-0.20	0.45
1990Q2	2.21	-0.66	-0.68	0.25	1.30

数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

美国解决储贷危机的历史告诉我们:

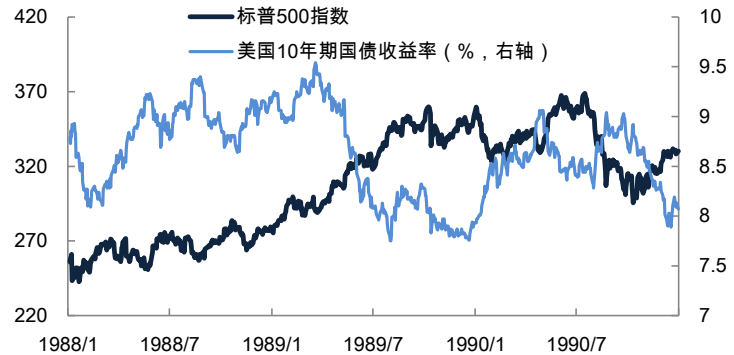
- 1) 信用风险引爆和市场繁荣并非不能并存;
- 2) 实体经济过剩产能的出清必须早于房地产泡沫破裂与信用风险排雷, 或者说政府排雷之前应首先完成制造业产能周期的去地化;
- 3) 清算破产金融机构和不良资产应由政府财政支持兜底, 实现快速强制出清, 政府应保持相对宽松的货币政策, 主动加杠杆对冲, 以保证全社会经济杠杆率不出现断崖式下跌, 减轻缩短危机对实体经济的冲击。

仿效这样的组合, 避免无序去杠杆的出现, 是当前中国金融环境下可供参考的一种路径。

储贷危机时期市场风格：股债双牛，消费与转型为王

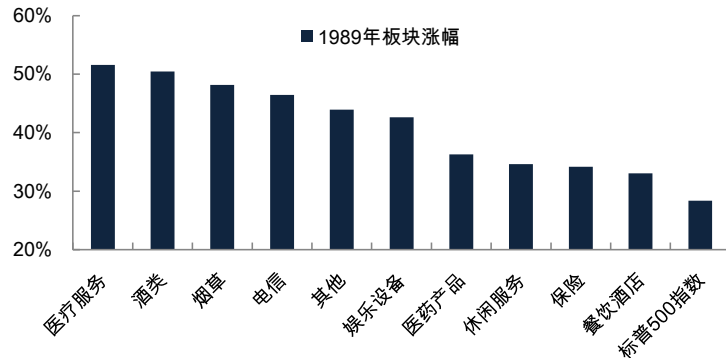
美国储贷危机时期的市场风格为可控信用风险爆破情景下的投资提供了参考。我们整理了经济趋缓、股债双牛的 1989-1990 时期股票行业表现，股票板块涨幅前 10 的行业主要是可选消费以及医疗、电信等转型行业，也基本是同期板块 ROE 排名前 10 的行业，市场风格体现了当时的消费升级、经济转型的宏观格局。

图 37：美国 1989-1990 年解决储贷危机时整体表现为股债双牛



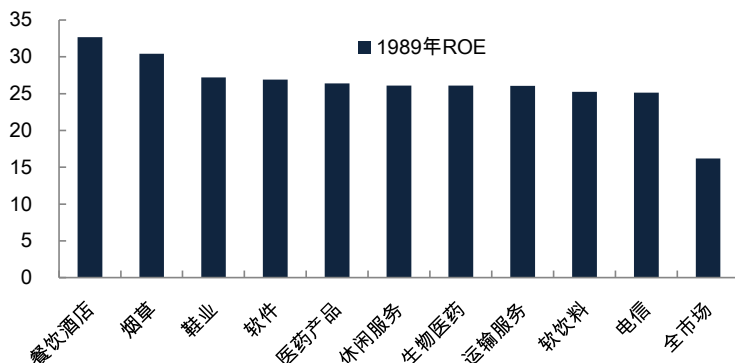
数据来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 38：美国 1989-1990 年解决储贷危机时股市行业涨幅前 10



数据来源：DataStream、国信证券经济研究所整理

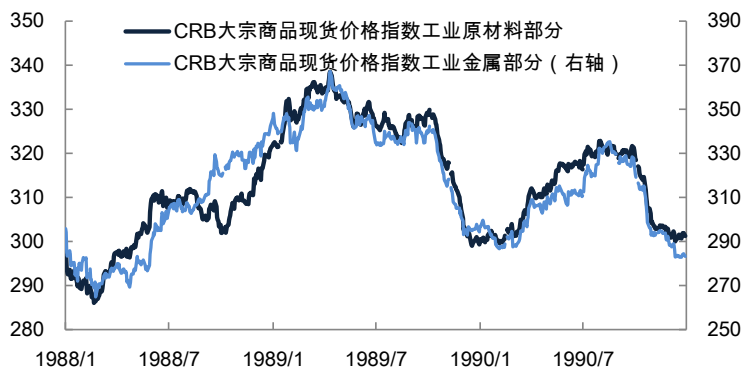
图 39：美国 1989-1990 年解决储贷危机时股市行业 ROE 前 10



数据来源：DataStream、国信证券经济研究所整理

同时，经济放缓状态下大宗商品走势出现分化。工业原料受制于经济增速放缓，整体走熊，直到原油受到海湾战争地缘政治风险支撑表现强势，引发对一系列大宗商品的通胀保值需求。储贷危机期间美元指数受到经济拖累走势疲弱，贵金属在信用危机爆发期间显示出较好的配置价值。

图 40: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时工业原材料表现不佳



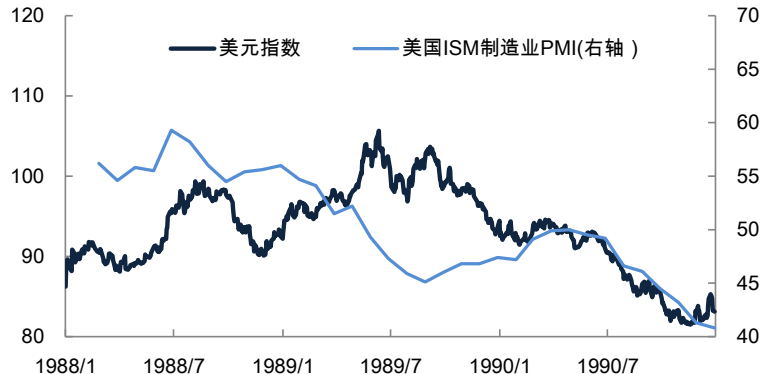
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 41: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时原油价格受地缘政治风险支持



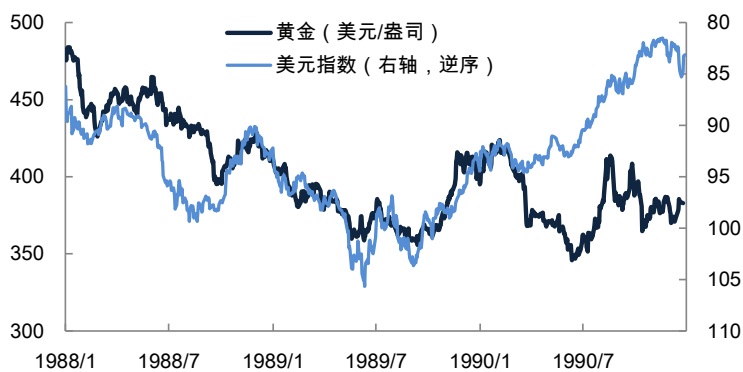
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 42: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时美元指数随经济下滑



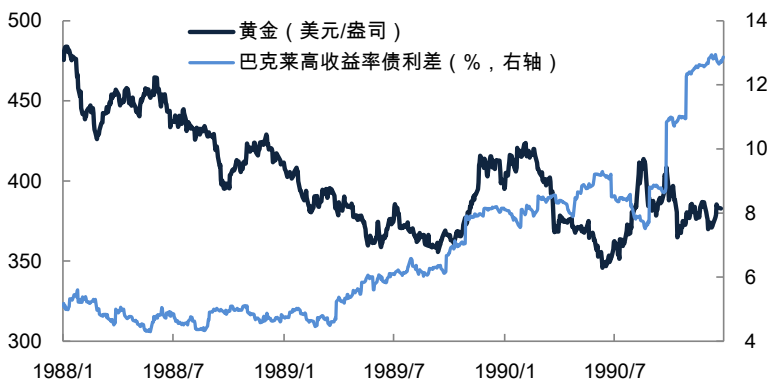
数据来源: Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 43: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时金价收到弱美元支撑



数据来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

图 44: 美国 1989-1990 年解决储贷危机时金价收到信用风险爆发支撑



数据来源：Bloomberg、国信证券经济研究所整理

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	邴彬	021-60933155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		互联网	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	邴彬	021-60933155	郑剑	010-88005307
刘鹏 09587	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
医药生物		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
军工		机械		非金属及建材	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
房地产		食品饮料		汽车及零配件	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 09660	021-60933167	丁云波	0755-22940056
朱宏磊	0755-82130513	龙飞	0755-82133920		
电力设备				建筑工程	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678
传媒与文化		零售、纺织服装及快销品		基础化工	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
农林牧渔		轻工造纸			
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706		
赵钦	021-60933163				
银行		金融工程			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn		郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn	
甄艺	010-66020272 18611847166		汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn		颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
王耀宇	18601123617							
陈孜譞	18901140709							