

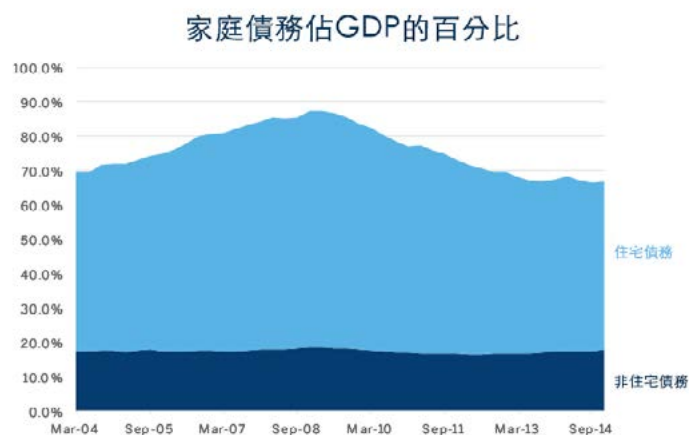
去槓桿化大勢已定，家庭部門是否會重新舉債？

此報告中所有示例均為對各種情況的虛擬解釋，僅作說明之用。此報告中的觀點僅反映作者的看法，未必是芝商所或其關聯機構的看法。此報告及其中所載資訊不應視為投資建議或實際市場經驗的結果。

據紐約聯邦儲備銀行估算，家庭於2014年繼續對資產負債表去槓桿化。按佔名義GDP的百分比計，消費者債務從2013年第4季度的67.5%略降至2014年第4季度的66.8%。這表示，自2009年上半年達到87.1%的高位以來，消費者債務在名義GDP中所佔百分比已下降逾20%。

家庭的大規模去槓桿化主要表現在按揭債務領域，此類債務於2008年末至2009年初達到高位，佔GDP的68.5%，到2014年底已降至僅佔GDP的49%。非按揭債務（汽車貸款 + 信用卡債務及其他消費者貸款）的降幅較小，從2008年底佔GDP的18.6%降至2012年中期16.5%的低位。此後有所回升，佔GDP的17.8%（圖1）。

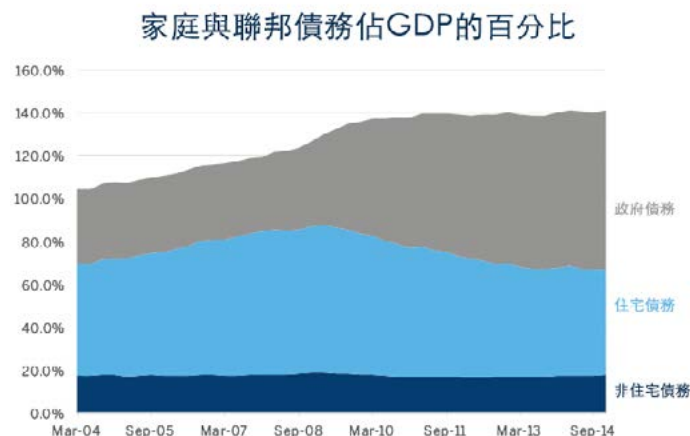
圖 1



資料來源：紐約聯邦儲備銀行2015年5月12日發佈的「家庭債務與信用報告 (Household Debt and Credit Report)」，彭博專業服務 (代碼GDP CUR\$)

不過，認為經濟整體上去槓桿化的觀點並不準確：在家庭債務減少的同時，政府債務激增。公眾持有的聯邦債務從2007年底佔GDP的35.2%增至2014年底的大約74.1%，原因是赤字高企，加上利率較低，促使家庭部門去槓桿化，同時經濟避免出現20世紀30年代那樣的崩盤。因此，家庭和聯邦債務合計從2008年底的126.4%增至2014年底佔GDP的大約141%（圖2）。即便如此，大部分增長均發生在2011年之前，當時家庭和聯邦債務總計佔GDP的139.5%。按佔GDP的百分比計，聯邦債務目前增長相當緩慢，因為聯邦預算赤字最近幾年大幅減少，從2009年佔GDP的10.1%降至2014年末和2015年初僅佔GDP的2.8%（圖3）。

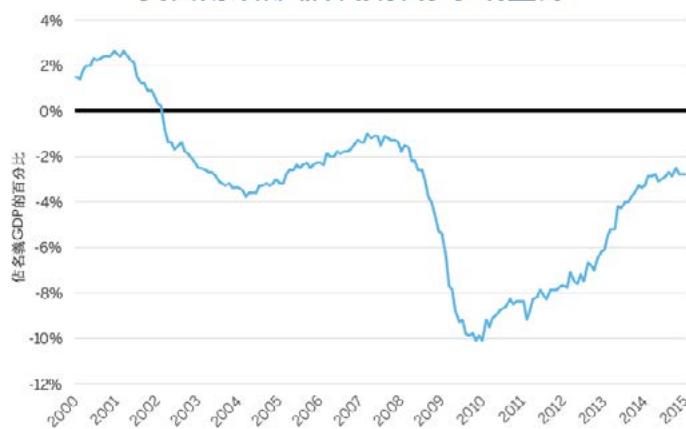
圖 2



資料來源：紐約聯邦儲備銀行2015年5月12日發佈的「家庭債務與信用報告 (Household Debt and Credit Report)」，彭博專業服務 (代碼GDP CUR\$和FEDDHPBP)

丑3

美國財政部聯邦預算赤字或盈餘



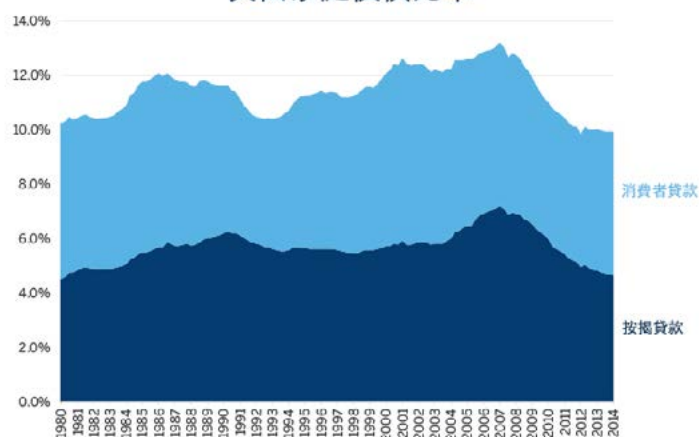
資料來源：彭博專業服務（代碼：FDDSGDP）

由於住宅部門崩盤，加上消費支出增長速度慢於個人收入增長，因此家庭部門去槓桿化拖累經濟增長，導致儲蓄率從2005年至2007年期間平均佔可支配收入的大約3%增至2008年至2013年期間平均佔可支配收入的大約6%。不過，家庭去槓桿化目前似乎大多已經結束。事實上，由於勞動收入增長和利率居低，如果不出意外，家庭部門或許將在今後五年再度舉債。

此外，債務減少和利率居低導致償還家庭債務的成本降至自1980年聯儲局開始跟蹤該數據以來的最低位（圖4）。在2014年第4季度期間，消費者支出僅佔其償債收入（按平均計）的9.9%，與2007年底13.2%的高位相比有所下降。

丑4

美國家庭償債比率

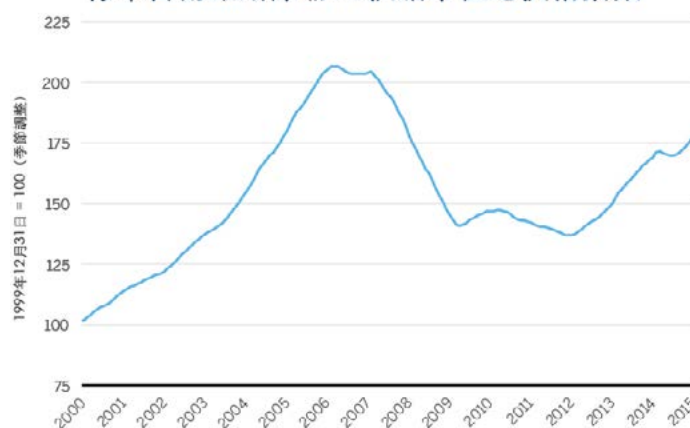


資料來源：彭博專業服務（代碼：DSPBMORG和DSPBCONU）

由於消費者債務和償債成本下降，加上銀行系統調整資本結構，可能導致消費者心理發生變化，提振將來的家庭借貸。特別是，住宅升值可能鼓勵按揭借款人和放款人借入/發放更多的債務。標準普爾凱斯席勒指數(S&P Case Schiller Index)已收復2007年至2009年住宅市場崩盤期間失去的三分之二價值（圖5）。

丑5

標準普爾凱斯席勒20個城市住宅價格指數



資料來源：彭博專業服務（代碼：SPCS20SA）

如果家庭部門確實開始借入更多債務，則消費者支出、住宅開工率和稅收歲入（包括州和地方歲入）今後五年預期會繼續回升。這反過來應當有助於聯儲局採取正常的利率政策，至少將政策利率上調至核心通脹率水平，按消費者物價指數計，目前核心通脹率大約為GDP的1.8%，按核心個人消費支出平減指數計則為1.3%。當然，利率上升將限制消費者支出的增長，並且還會導致公營和私營部門的利率成本逐步緩慢上升，增加削減聯邦預算赤字的難度。即便如此，我們認為聯儲局可能逐步採取正常的利率政策（首先在今年的某個時間大幅加息），並且適度收緊政策應當不會對經濟造成驟然的負面影響。即使聯儲局將利率上調至核心通脹率的水準，實際利率仍然低於歷史標準，家庭有足夠的餘地逆轉危機後的去槓桿化趨勢，在資產負債表上重新開始舉債。

亞洲地區免責聲明

期貨與掉期交易具有虧損的風險，因此並不適於所有投資者。期貨和掉期均為杠桿投資，由於只需要具備某合約市值壹定百分比的資金就可進行交易，所以損失可能會超出最初為某壹期貨和掉期頭寸而存入的金額。因此，交易者只能使用其有能力承受損失風險但又不會影響其生活方式的資金來進行該等投資。由於無法保證這些資金在每筆交易中都能獲利，所以該等資金中僅有壹部分可投入某筆交易。

本資料中所含信息與任何資料不得被視作在任何司法管轄區買入或賣出金融工具、提供金融建議、創建交易平臺、促進或吸收存款、或提供任何其它金融產品或任何類型金融服務的要約或邀請。本資料中所含信息僅供參考，並非為了提供建議，且不應被解釋為建議。本資料並未考慮到您的目標、財務狀況或需要。您根據本資料採取行動前，應當獲得適當的專業建議。

本資料中所含信息均如實提供，不含任何類型的擔保，無論是明示或暗示。芝商所對任何錯誤或遺漏概不承擔責任。本資料也可能會包含或涉及到未經芝商所或其管理人員、員工或代理設計、驗證或測試的信息。芝商所不對該等信息承擔任何責任，也不認可其信息的準確性或完整性。芝商所對該等信息或向您提供的超級鏈接並不擔保不會侵犯到第三方權利。如果本[資料類型]含有外部網站的鏈接，芝商所並不對任何第三方或其提供的服務及/或產品予以認可、推薦、同意、保證或推介。

CME Group和“芝商所”是CME Group Inc.的註冊商標。地球標誌、E-mini、E-micro、Globex、CME和Chicago Mercantile Exchange是Chicago Mercantile Exchange Inc. (“CME”)的註冊商標。CBOT是Board of Trade of the City of Chicago, Inc. (“CBOT”)的註冊商標。ClearPort和NYMEX是New York Mercantile Exchange, Inc. (“NYMEX”)的註冊商標。此商標未經所有者書面批准不得修改、複製、儲存在可檢索系統里、傳遞、複印、發佈或以其它方式使用。

Dow Jones是道瓊斯公司的註冊商標。所有其它註冊商標為其各自所有者的產權。

所有關於規則與細節之事項均遵循正式的CME、CBOT和NYMEX規則，並可被其替代。在所有涉及合約規格的情況裏，均應參考當前的規則。

CME、CBOT及NYMEX均分別在新加坡註冊為註冊的認可市場運營商以及在香港特區註冊為認可的自動化交易服務提供者。除上述內容之外，本資料所含信息並不構成提供任何境外金融工具市場的直接渠道，或《金融工具與交易法》（1948年第25條法律，修訂案）界定之境外金融工具市場交易的清算服務。CME歐洲交易所股份有限公司註冊及受權的服務並不涵蓋以任何形式在亞洲任何管轄區內（包括香港、新加坡及日本）提供金融服務。芝商所實體在中華人民共和國或台灣概無註冊、獲得許可或聲稱提供任何種類的金融服務。本資料在韓國及澳大利亞境內根據《金融投資服務與資本市場法》第9條第5款及相關規則、《2001年企業法》（澳洲聯邦）及相關規則的規定，將發佈受眾僅限於“職業投資者”；其發行應受到相應限制。

2015年CME Group©和芝商所版權所有，保留所有權利。