

弱势均衡下的强势美元回归

——美元贬值结束后大宗商品的回落宿命

报告要点

■ 流动性和复苏预期博弈决定大宗短期波动

在经济衰退触底反弹的拐点、出现之后，市场会出现流动性和经济复苏预期两大支撑因素，这两个支撑因素虽然在不同的周期中影响有主有次，但是都影响着大宗商品和资本市场的方向选择和波动空间。当然，决定着商品和资本市场的中期因素还是在于美国经济真实复苏的进程，但是作为短期扰动，不同阶段流动性状况与复苏预期期间的博弈也就成为判断大宗走势重要因素。

■ 流动性推动主因成为制约复苏瓶颈

大宗商品反弹的因素同时受到复苏预期与通胀预期两种因素的推动。复苏预期会带动需求回暖，引起大宗商品价格上升，而这会导致通胀预期，进一步推动物价的环比回升，这种自我强化因素来自流动性的阶段性转移。而一旦通胀成为制约全球经济复苏的瓶颈，那么二次探底是必然结果。与 70 年代不同的是，本轮经济周期中需求推动因素远远弱于流动性推动因素，因此，通胀预期的制约也来得更为迅速。

■ 美国经济基本面体现出弱势均衡特征

美国经济的真实复苏在中期内难以发生，这取决于消费和投资。消费恢复取决于家庭的资产负债表、收入增长和就业好转，但是从目前的情况来看，短期内的消费增长缺乏收入和信贷支持，而对于美国经济模式而言，投资主要受到消费的拉动，这与其产业结构和在全球共生模式中所处地位有关，但是目前的投资增长更多地来自于财政政策的拉动，私人部门的收入、利润依然低迷不振，因此生产领域的暂时扩张并不能体现经济主体的信心恢复。

■ 回归强势美元：美元结束贬值后大宗商品的回落宿命

不论未来的政策面如何变化：继续维持适度宽松的货币政策或者调整收缩逐渐退出，经济复苏必然是依靠美元的重新升值，这是由美国的经济结构所决定的。大宗商品是否会回落，这取决于新兴国家的经济承受能力和需求恢复程度，目前的情况就在于中国能否承受通胀压力而继续维持进口需求。短期内通胀预期延续会导致资源价格的惯性上涨。但是国际大宗商品价格持续上升的负面效应会在 8 月份以后随着翘尾因素减弱而逐渐释放，这对于美国乃至世界经济在三季度可能面临的二次探底无异于雪上加霜，随着主要国家真实需求的持续滑落和经济基本面的低迷，流动性从大宗商品转向美元迟早会发生。我们认为接下来三季度这一切都会得到验证。

分析师：

钟华

联系人：

李冒余

(8621) 63238478

limy@cjsc.com.cn

正文目录

观点与逻辑陈述	5
弱势美元引起流动性扩张	6
国际体系演化下的美国经济：基于 70 年代的经验	11
通胀归来前的美国经济基本面	14
私人投资复苏迹象并不明显	14
收入减少下的终端消费反弹依然微弱	17
回归强势美元：美元贬值后大宗商品的回落宿命	21
总结	23

图表目录

图目录

图 1: 74~75 年美国实际 GDP 拐点 (单位: %)	5
图 2: 2004 年以来的美国实际 GDP (单位: %)	5
图 3: 国际石油价格走势	6
图 4: 2006 年以来美元指数周度数据	7
图 5: 75~76 年真实经济复苏下的强势美元	7
图 6: 货币供给变化 (单位: 十亿美元, %)	8
图 7: 73~76 年大宗商品与股市	8
图 8: 2007 年以来大宗商品与股市	8
图 9: 2000 年以来美国货币政策变化 (单位: %)	8
图 10: 73~76 年美国货币政策变化 (单位: %)	9
图 11: 2007 年以来主要发达国家的通胀指标 (单位: %)	10
图 12: 1975 年美国 CPI 变化 (单位: %)	10
图 13: 2008 年以来的美国 CPI 变化 (单位: %)	10
图 14: 两次长波衰退期美国实际 GDP 衰退程度对比	13
图 15: 2000 年以来美国投资增长季度数据 (单位: %)	14
图 16: 73~76 年美国投资增长季度数据 (单位: %)	14
图 17: 70 年代美国制造业利润变化 (单位: %)	15
图 18: 2004 年以来美国制造业利润变化 (单位: %)	15
图 19: 70 年代美国企业销售收入变化 (单位: %)	15
图 20: 2004 年以来美国企业销售收入变化 (单位: %)	15
图 21: 70 年代美国政府采购支出增长 (单位: %)	16
图 22: 2007 年以来政府采购支出增长 (单位: %)	16
图 23: 75~76 年美国 PPI (单位: %)	16
图 24: 2004 年以来美国 PPI (单位: %)	16
图 25: 美国税收负担占个人收入的比重变化	17
图 26: 2000 年以来美国个人工资变化 (单位: %)	17
图 27: 70 年代美国居民收入增长 (单位: %)	18
图 28: 2004 年以来美国居民收入增长 (单位: %)	18
图 29: 70 年代美国失业率 (单位: %)	18
图 30: 2004 年以来美国失业率 (单位: %)	18
图 31: 美国社会的债务危机 (单位: %)	19
图 32: 2000 年以来美国家庭负债变化 (单位: %)	19
图 33: 2007 年以来美国个人储蓄变化 (单位: 十亿美元, %)	19
图 34: 2007 年以来美国居民消费增长 (单位: %)	20
图 35: 70 年代美国居民消费增长 (单位: %)	20
图 36: 75 年美国私人消费稳中有升 (单位: %)	21
图 37: 2008 年以来美国财政余额 (单位: 十亿美元)	22
图 38: 2008 年以来中国各类大宗商品进口量同比增长 (单位: %)	22

图 39: 2009 年美国通胀翘尾因素计算	22
------------------------------	----

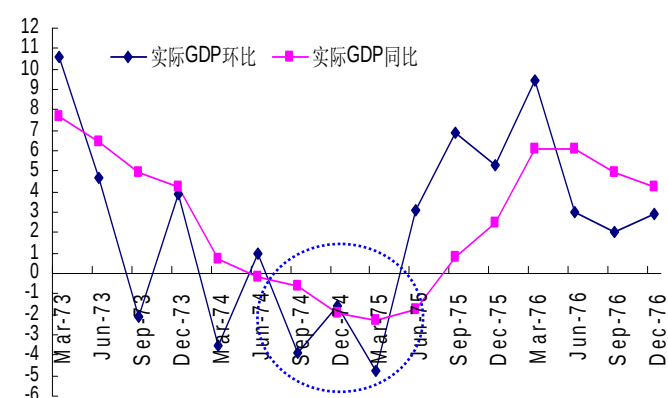
表目录

表 1: 70 年代国际体系和当前国际体系	11
表 2: 美国财政—货币政策组合演化	12
表 3: 经济长波周期表	12

观点与逻辑陈述

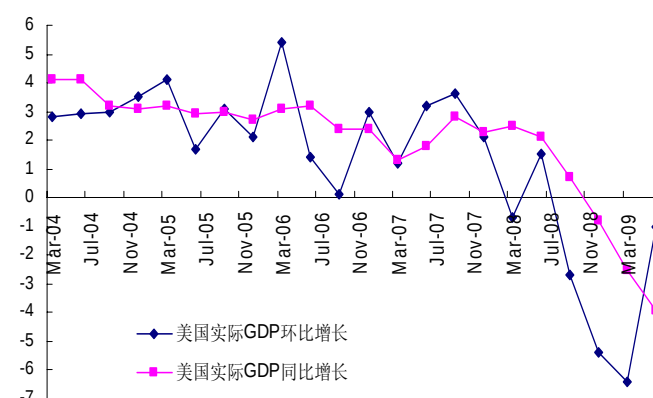
自 2008 年下半年开始世界经济陷入深度衰退以后，政府的介入使得经济自身的力量必须依靠政策扩张来实现弱势均衡——也就是我们反复强调的，经济衰退触底反弹的拐点。在这个拐点出现之后，市场会出现流动性和经济复苏预期两大支撑因素，这两个支撑因素虽然在不同的周期中影响有主有次，但是都影响着大宗商品和资本市场的方向选择和波动空间。当然，决定着商品和资本市场的中期因素还是在于美国经济真实复苏的进程，但是作为短期扰动，不同阶段流动性状况与复苏预期期间的博弈也就成为判断大宗走势的重要因素。

图 1：74-75 年美国实际 GDP 拐点（单位：%）



资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

图 2：2004 年以来的美国实际 GDP（单位：%）



资料来源：Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

延续我们在前面系列报告中的逻辑，从经济的基本面出发，中国未来的外需恢复受制于美国的经济复苏，这种复苏来自于消费、投资的顺序增长。

消费能否首先恢复取决于家庭的资产负债表、收入增长和就业好转，但是从目前的情况来看，短期内的消费增长缺乏收入和信贷的可持续支持。接下来看投资，对于美国的经济模式而言，投资主要受到消费的拉动，这与其产业结构和在全球共生模式中所处地位有关，但是目前的投资增长更多地来自于财政政策的拉动，私人部门的收入、利润依然低迷不振，因此生产领域的暂时扩张并不能体现经济主体的信心恢复。在后面我们将通过对比 70 年代的美国经济，来分析美国实体经济难以复苏的根本原因。

由于实体经济的缓慢恢复，全球产能过剩和真实需求的低迷造就了目前通缩的国际环境，而政策调整的弱化使得政府的扩张立场在短期内无法改变，这也就意味着在通胀尚停留在预期阶段时，政府仍然可以维持宽松的流动性以推动经济的扩张，这必然引起目前的美元贬值与大宗商品、全球股市上涨的反向联系。我们认为在流动性扩张的初期阶段，美元与大宗商品之间存在明显的标价因素，但是随着通胀预期的强化，这种联系将被逐渐淡化，更多的是将二者都作为避险保值的投资标的，因此我们在反思财政—货币双扩张政策对于经济基本面的影响的同时，必须考虑另外一种可能性——在流动性过度扩张的后期，当实体经济遭遇通胀瓶颈时，经济的复苏可能会更多地来自于货币因素，而缺乏基本面支撑。这种情况对于发达国家和新兴国家而言，都是在考验其经济体的抗通胀能力。由于美国的产业结构以服务业为主，制造业所占比重并不大，因此流动性推动下资源价格的上涨，未必会干扰其经济正常复

苏进展，但却会威胁严重依赖制造业的新兴国家的经济复苏。

图 3：国际石油价格走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

在这种逻辑下，由于发达国家真实需求复苏的缓慢，以石油为代表的资源价格的过度上涨无法长期维持，目前的情况更多的只是超跌后的触底反弹，同时受到来自中国的率先复苏的暂时拉动。由于美元作为国际通货继续享有铸币税，而制造国和资源国不得不迫于美元本位的制约而继续承担起为美国债务融资的负担。这意味着下一阶段如果美国经济不能得到彻底扭转，那么原来的共生模式很可能会再次复燃。而无论美国走上何种复苏路径，强势美元是必须的条件，对于美国目前存在的种种问题而言，低利率环境下的弱势美元政策只是过渡期的代价，未来的增长依然需要回归强势美元所带来的流动性回流和资金支持，这也意味美元在经历实际 GDP 回归弱势均衡的调整阶段后，中期内的贬值压力已经充分释放，未来的美元走势可能会维持平稳过渡，逐渐恢复在发达世界的强势货币地位，所以我们只需要静静地等待美元的最后一跌。

由于历史阶段的不同，1974~1976 年的美国无论是从国际货币体系、经济增长方式以及衰退程度等各方面，都与今天的情景存在巨大的差异，因此那一时期经济复苏的经验并不完全适用于今天的状况。但是作为对比的参照系，我们能够理清美国经济的基本线索，考察两次长波衰退后期美国经济的相同点与不同点，从而发掘美元、大宗商品以及股市波动的基本逻辑。即使 74 年美国的基本面与今天存在本质的区别，我们认为未来在通胀再次来临前，美元的重新恢复强势具有一致的逻辑：扩张政策下的经济复苏预期。只不过今天的过度扩张局面使得流动性因素对经济的影响变得更加突出也更加复杂，从而掩饰了真实经济的运行状态。

弱势美元引起流动性扩张

在美国经济从衰退转向弱势均衡的过程中，我们认为预期的作用将是十分强大的，因为这会在短期内引起市场上流动性的转移。

在经济运行的不同阶段性，可能会由不同的市场预期占据主导地位，身处宽松的流动性环境，我们往往都在预期未来的好转，这种看不清的逻辑使得流动性的变化显得额外复杂，比如在 2008 年下半年开始的美元升值周期中，我们认为 08 年 7 月到 11 月的上涨动力来自于经济

深度衰退阶段市场对于未来经济的担忧，这种不确定预期放大了美元的避险保值作用，而同一时期的大宗商品价格从 08 年 7 月的高位回落后就一直处于下跌过程。这一阶段二者之间的标价因素是比较明显的，对于真实经济衰退引起需求下滑的担忧推动流动性从大宗商品转向美元。而 2009 年 1 月到 3 月美元的二次反弹则受到经济衰退减缓和基本面数据好转带来的复苏预期，这种情况和 75 年一季度美国经济触底反转的逻辑比较接近：在衰退的初期，决定美元走势的主要因素往往来自于政策放松引起的经济复苏预期，而通胀的惯性回落则降低了复苏的成本，在此基础上信贷扩张及流动性释放会引起资金逃离持续回落的大宗商品市场而转向美元资产。

图 4：2006 年以来美元指数周度数据



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

但是今年 3 月以后的情形就跟 1975 年下半年出现了差异。75 年一季度经济触底反转后，美元维持强势上升，并且在下半年随着经济的继续增长而持续升值，在这种情形下美联储开始政策调整，在 5 月份采取加息回收流动性。在经济基本面好转的阶段，我们观察到大宗商品价格的持续回落，以及股市的震荡上涨。这说明流动性在那一时期并不是主要的影响因素，经济的基本面尚能够支撑通胀回落阶段的持续复苏。

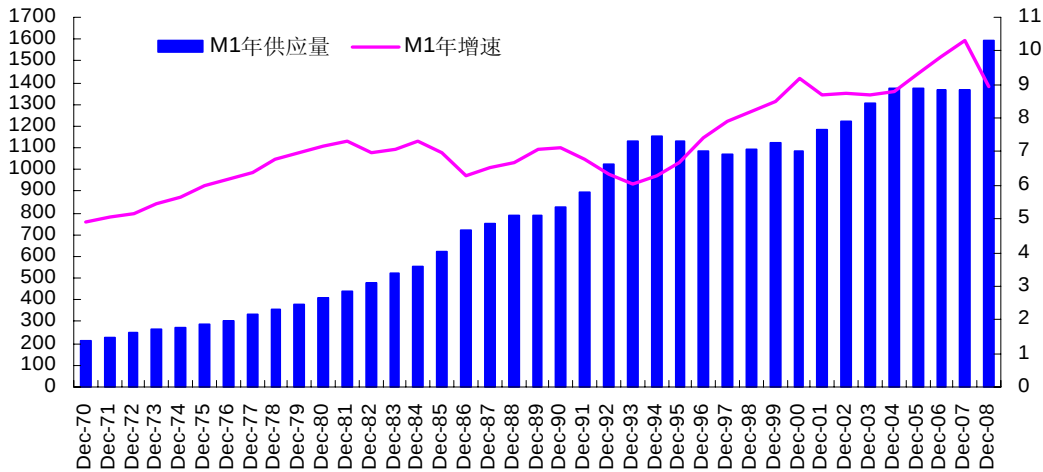
而 2009 年 3 月份以来，基于类似的逻辑，美元的下跌并非来自经济自身增长的乏力，事实上这一时期正处于财政—货币刺激的初期，美国家庭收入和消费是略有所回升的。我们认为美联储采取更加扩张的零利率政策导致的通胀预期才是弱势美元的主要原因，这使得政府陷入从维持强势美元吸引资金流入转向依靠弱势美元刺激经济的尴尬局面，这种极度宽松的政策并不意味着美国放弃美元的国际地位，我们只能认为这是放弃拉动真实经济复苏的可能性——美联储的态度更多的体现出依靠美元赤字融资的极端路径，可能是解决美国长期积累的债务危机的最后选择，而这与 2001 年以后美国经济增长方式的转型有关，在流动性极度扩张下经济复苏预期的逻辑分化——1975 年更多的来自基本面的真实复苏，而目前的复苏主要还是货币因素的干扰。

图 5：75~76 年真实经济复苏下的强势美元



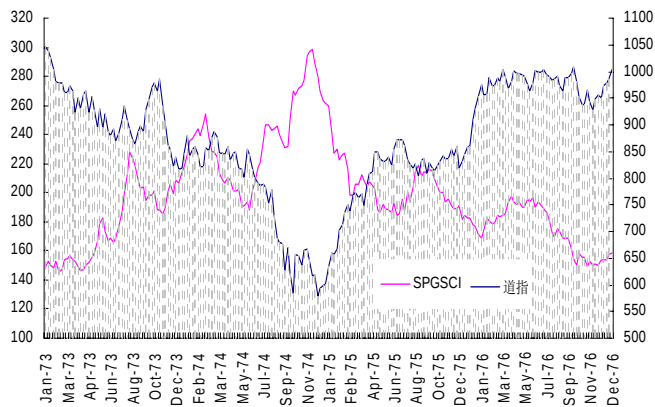
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 6：货币供给变化（单位：十亿美元，%）



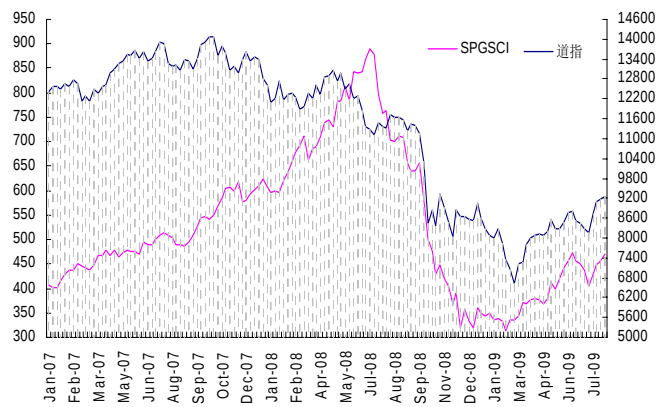
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 7：73~76 年大宗商品与股市



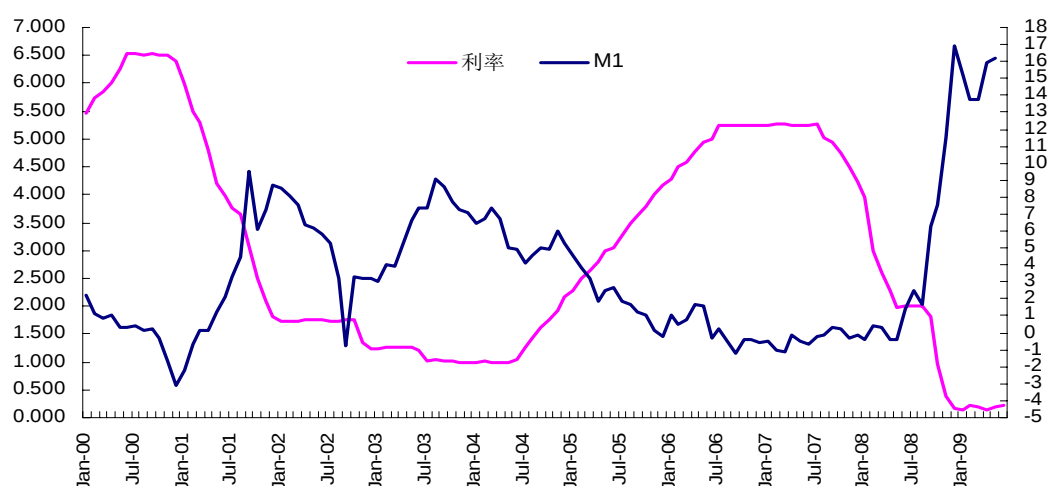
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 8：2007 年以来大宗商品与股市



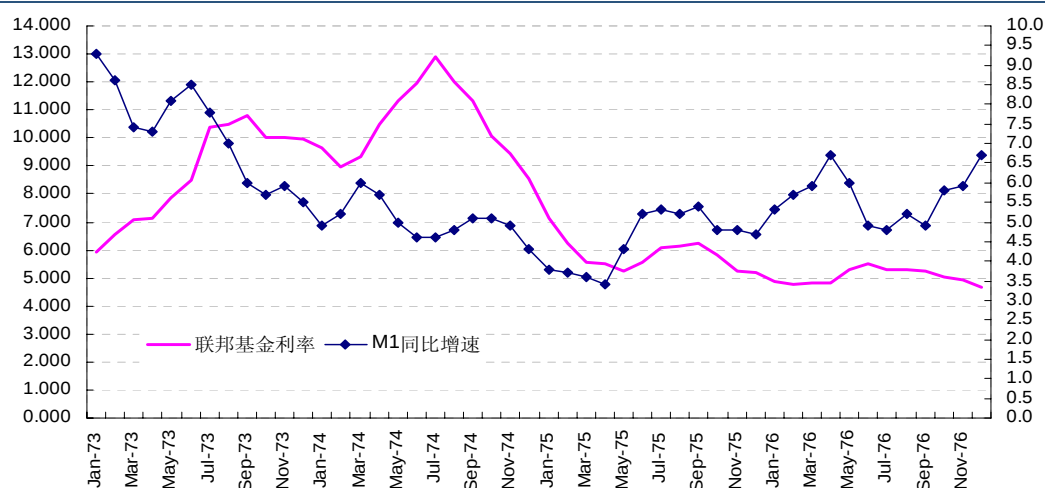
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 9：2000 年以来美国货币政策变化（单位：%）



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 10: 73-76 年美国货币政策变化 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

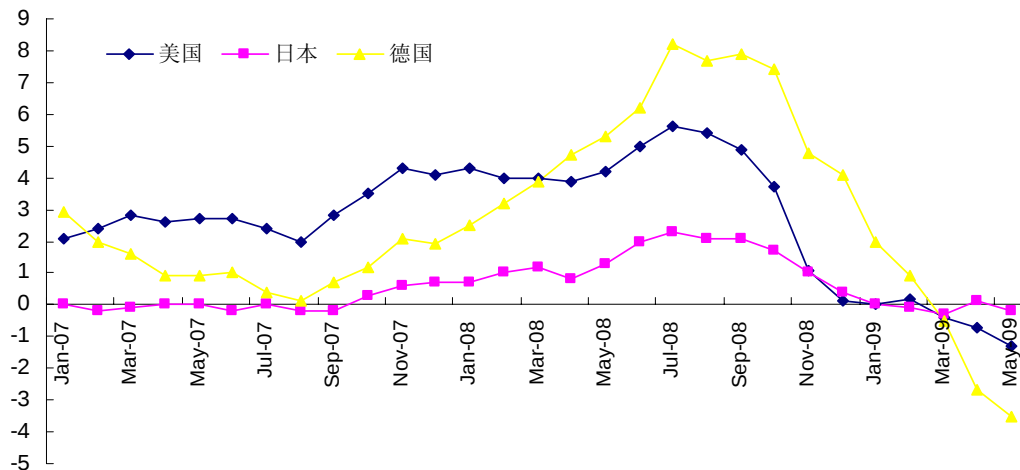
根据前面的逻辑，由于真实经济自身的深度衰退，弱势美元直接引发信贷扩张下复苏预期和通胀预期并存的矛盾状态。

一方面，复苏预期会带动需求首先回暖，从而引起大宗商品价格上升，而这会导致通胀预期，又进一步推动物价的环比回升，这种自我强化因素恰恰来自流动性的阶段性转移。与此同时，复苏预期也会引起美元的升值，尤其是作为主导国地位的特殊性，往往会引起全球范围流动性的关注。然而，到目前为止我们尚无法确认有多大规模的经济复苏是来自于真实需求的回暖，还是单纯的货币干扰因素，也无法确定在政策刺激因素逐渐被市场所消化后，真实消费、投资的复苏将以何种形式出现。我们只能确认采取流动性扩张来拉动经济增长，往往会使使得通胀成为制约经济复苏的瓶颈，这体现出主导国与追赶国之间的此消彼长的力量对比。

接下来的问题就在于，流动性扩张会在推动经济复苏预期出现的同时也引起通胀预期，使得复苏的基本面因素遭遇价格上涨所带来的风险，比如物价的上升会降低居民真实收入从而削弱消费，资源价格的上涨会增加企业扩张的成本，降低私人投资等等。在这种情形下，对未来的判断，关键在于经济复苏和通胀预期之间的力量对比，扩张政策的目的在于经济复苏，因此只有在经济确认复苏的条件下才会出现政策转向。然而我们无法预知未来的政策究竟会

不会调整,就像我们难以预测三季度美国经济同比是否会触底一样,但是更大的可能性在于美国的主导国地位决定其会依靠强势美元政策来实现复苏。

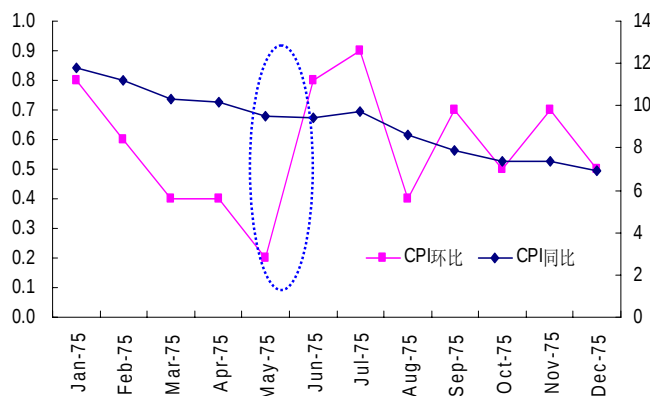
图 11: 2007 年以来主要发达国家的通胀指标 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

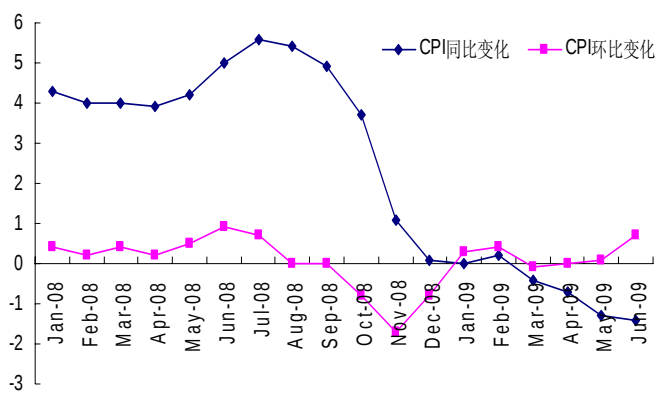
我们简要回顾一下当前流动性问题的发生。本轮政策扩张开始于 2007 年 8 月份美联储的降息,随着 08 年下半年开始联邦基金利率多次下调,美元供给快速上升,在经济复苏并不能像 75 年初那样确认触底的情况下,短期内宽松的流动性成为引发通胀预期的主要因素。区别于 70 年代的情况,目前的实体经济依然处于衰退的状态,这一点与 75 年 3 月~76 年 3 月之间的美元反转具有类似的背景:大宗商品价格前期的冲高回落,基本上在两次美元升值之前我们都发现了资源价格的顶部回调,那么资金面短期内的转移就合乎逻辑了。而目前美元的回落更多的在于经济复苏预期所引发的对未来通胀的担忧,即使数据的同比通缩依然在延续,但是近期环比数据的上升在 6 月 25 日已经引起了美联储货币政策的微调,这也预示着流动性扩张对于实体经济的负面效应开始显露征兆:通胀的再次来临的预期成为制约未来世界经济基本面好转的瓶颈。

图 12: 1975 年美国 CPI 变化 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 13: 2008 年以来的美国 CPI 变化 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

国际体系演化下的美国经济：基于 70 年代的经验

对比 70 年代和今天的全球经济问题，相同之处在于今天我们所面临的危机和 70 年代的危机一样都是长波衰退期的必然结果，同样都出现了经济增长中的资源价格约束，而且都经历了由于石油、粮食价格剧烈上涨所带来的外部供给冲击，从而使得输入型通胀严重制约经济增长而陷入衰退。

而不同之处在于，70 年代世界经济剧烈波动的背后，隐藏着国际货币体系的深刻变化——1971 年 8 月 15 日的“尼克松冲击”终结了金本位制度，并于 1973 年彻底将全球经济体推向浮动汇率的美元本位时代。这种质变以 1969 年 SDR 的出现为预兆，使得美元最终成功实现了与黄金脱钩，成为完全不受约束的信用货币。这种背景与目前的国际体系变化有着很大的区别。基于我们的观察，目前的情况更多的并非彻底推翻原有制度，而只是体系内部的结构调整，在今年 4 月份召开的 G20 峰会中，中国率先提出利用 SDR 建立“超主权储备货币”的目的依然在于从单一以美元为主向多元化货币过渡，提高欧元、日元、英镑等其他发达国家货币的比例，扩大国际储备货币篮子。在类似的长波衰退期的美元贬值趋势下，这种演化差异从宏观层次导致了经济的不同运行态势，当前国际制度的渐变主义决定了美元核心地位的延续，而资源价格还将长期受到美联储扩张计划带来的美元贬值预期的影响，各国对于美元信用的妥协使得现行体系下世界范围内的经济政策仍然受制于美国；另外一方面，全球的同步货币扩张周期将引起世界性的流动性泛滥问题，客观上导致经济复苏并不确定时期的资源及资产价格上涨。

表 1：70 年代国际体系和当前国际体系

	70 年代	当前
国际储备货币	黄金 → SDR → 美元	美元 → SDR
国际贸易体系	互助合作 → 对立冲突	全球化时代下贸易合作与摩擦并存
国际政治格局	美苏两极对立	一超多强
汇率体系	固定汇率 → 浮动汇率	浮动汇率
主导国家	美国	美国
追赶国家	日本和欧洲	金砖四国

资料来源：长江证券研究部

在不同的国际体系安排下，长波主导国的财政—货币政策组合对于汇率和资源价格会产生不同的影响，而在经济运行的不同阶段，增长与通胀的逻辑是不一样的，我们认为在衰退的后期，二者之间的博弈更多的取决于政府应对经济周期的政策态度和刺激力度，这与目前面临的情况颇为类似。因此美元币值将直接受到财政—货币政策、汇率政策以及经济增长预期等多种因素的干扰，而资源价格则受到两种因素的影响：第一是扩张性政策推动的经济复苏以

及需求回升；第二在于美元贬值引起的通胀预期和流动性追逐。前者就是经济自身的基本面因素，而后者则主要来自于货币扩张的负面效应。这两大因素在 70 年代中后期和 2008 年以来的惯性衰退过程中，都有类似的表现。但是 75 年初经济触底的情形为美联储货币政策调整提供了空间，这一点和目前经济继续衰退失业上升的情形有着很大的差异。同样是担忧通胀再次来临制约未来经济基本面的好转，政策面调整的相反逻辑从根本上受到经济基本面运行不同趋势的影响。我们在后面对美国实体经济的分析将有详细论述。

表 2：美国财政—货币政策组合演化

	60-70 年代	1978-1982 年	1983-1992 年	1993-2004 年	2004-2008 年	2008 年-?
财政政策	松	松	松	先紧后松	松	松
货币政策	松	紧	松中有紧	灵活调整	先紧后松	松

资料来源：长江证券研究部

在 60 年代末到 70 年代初的第四波衰退期，建立在美苏两极对立格局下的布雷顿森林体系，其宗旨在于维护美国在资本主义世界的领导地位，并且帮助主要国家的战后重建。从 60 年代开始，随着战后黄金时代进入尾声，以日本和德国为代表的发达国家的崛起对美国的经济、政治地位构成威胁，而出于维护世界经济秩序稳定和自身利益的目的，美国必须承担起稳定美元币值的义务——这种固定汇率下的稳健模式帮助日本和欧洲依靠对外贸易和吸引外资实现了战后经济的复苏，却直接导致美元信用过度扩张所带来的贬值趋势。我们认为 70 年代以后的制度变迁从根本上是为了解决战后过度扩张的美元信用问题，而美国长期奉行双扩张政策在很大程度上是导致美元泛滥的根源。在 60~70 年代美国政府采取的财政赤字货币化理念的指导下，美联储必须通过增加货币供给以维持较低的利率水平，从而避免财政扩张挤出民间投资，但是这也直接引起了美元的长期贬值预期。

表 3：经济长波周期表

次序	繁荣	衰退	萧条	回升	技术创新
第一波	1782-1802	1815-1825	1825-1836	1838-1845	纺织机, 蒸汽机
第二波	1845-1866	1866-1873	1873-1883	1883-1892	钢铁, 铁路
第三波	1892-1913	1920-1929	1929-1937	1937-1948	电气, 化学, 汽车
第四波	1948-1966	1966-1973	1973-1982	1982-1991	汽车, 计算机
第五波	1991-2004	2004-?	?	?	信息, 生物技术

资料来源：《技术进步与经济波动》，长江证券研究部

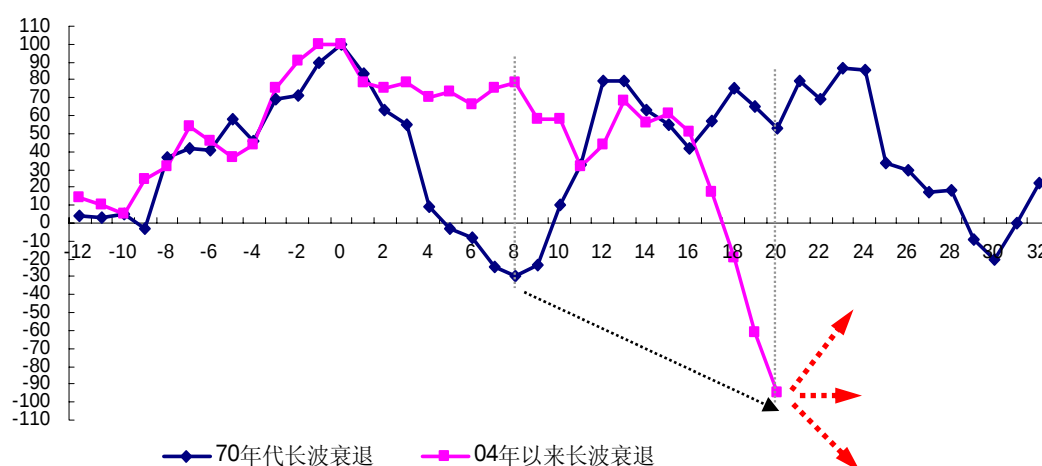
那么在美元贬值的背景下，资源价格的持续上涨就具备了逻辑基础，由于美元的国际通货地位，主要国际大宗商品都是以美元计价和结算的，美元贬值带来的黄金价格上涨将直接导致中东石油出口国的利益受损。因此随着美元贬值的加剧引发全球范围的通胀预期，经济的衰退成为必然结果。我们认为 70 年代衰退初期的动因仍然来自于经济自身的周期性调整要求，即由于过度扩张的投资需求加深了主要发达国家对于海外资源的依赖程度，同时全球产能过剩的恶化持续降低制造业的利润率，因此当资源价格上涨对于扩张需求的约束越来越强烈时，固有的单纯以靠制造业和出口的增长模式是无法维持的。而且，由于战后特殊的制度安排导致的美元汇率高估而其他国家汇率低估问题，在较长时期内都是美国制造业在日本、欧洲出口冲击下持续衰退的直接原因，因此汇率政策的调整更多的是为了扶持美国本土制造业

的复苏，同时削弱日本和欧洲的经济力量。但是政策调整所无法解决的矛盾就在于，在长波衰退期，原来的经济增长动力已经衰竭，在新的经济增长点尚未出现之前，美元贬值政策只会导致通胀的上升和资源价格的继续上涨，最终引发全球经济的衰退。

这和 2000 年互联网泡沫破裂后的情形颇为相似。2000 年以后，在股市低迷和 911 事件的冲击下，美联储为了拉动经济增长而采取的低利率政策，可以认为是推动美元贬值和大宗商品价格上涨的直接动力，但是更为根本的因素还是在于美国新经济模式的衰竭。事实已经证明，1995 年以来的信息技术革新和互联网经济，并不能带来世界经济增长方式的彻底转变，也不能将美国 90 年代的长期“高增长、低通胀”带入 21 世纪，而新的生物基因以及新能源技术则仍然处于基础创新的研究阶段，并不能在短期内形成新的经济增长点。基于此，由于国内制造业利润率的下滑无法延续过度扩张的消费和投资需求，所以只能依靠低利率条件下的信贷扩张和负债增长，而在经济增长的动力已经衰竭的阶段，采取过度扩张政策的结果只能是全球通货膨胀和经济深度衰退。这就是我们总结的长波衰退初期的逻辑，也是我们在 2004 年到 2008 年之间所经历过的情形。

这里我们还要强调 70 年代和今天的区别。70 年代的衰退期，也是美国产业升级和结构调整的过渡期，即使资源价格的上涨严重削弱了制造业的基础，但是大量的技术和设备投资的沉淀使得这一时期的美国依然要靠制造业和出口的复苏来推动经济的重新增长。而 70 年代美元的长期贬值为出口的复苏和制造业的恢复提供了必要条件。因此美国经济在 70 年代的衰退程度其实远没有今天严重（参见图 14）。目前的美国在产业结构上已经完全不同 70 年代，金融服务业占据了 80% 的经济量，制造业在国民经济的比重降至 15%，生产完全依赖于私人消费的增长，在收入增长缓慢的新经济时代，美国家庭消费增长更多地依靠债务杠杆和透支储蓄，这种差异直接决定了我们前面提到的经济复苏的逻辑不同，基于此，我们在下面将深入分析美国经济的基本面因素。

图 14：两次长波衰退期美国实际 GDP 衰退程度对比



资料来源：长江证券研究部

通胀归来前的美国经济基本面

私人投资复苏迹象并不明显

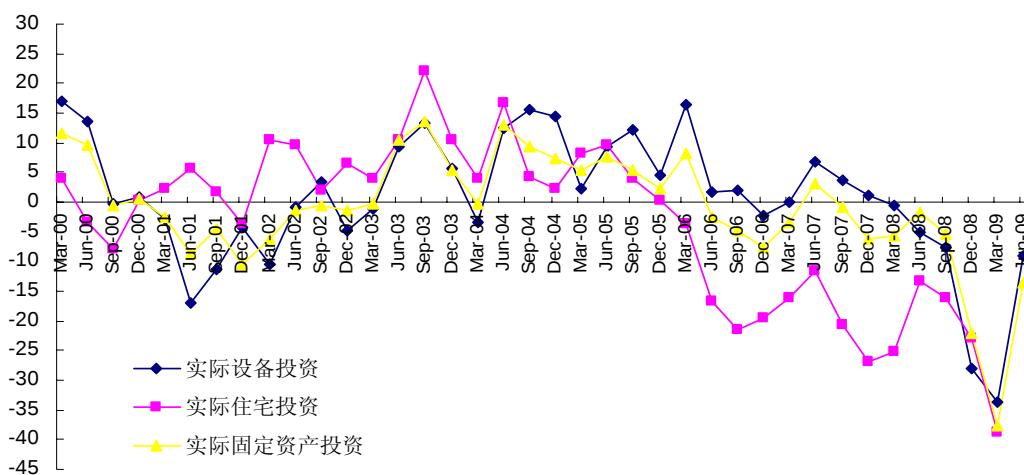
我们前面的分析都是基于 70 年代和当前的差异性，主要是涉及国际体系、经济政策以及经济运行状态的变化。然而不论 V 型、U 型或者 W 型何种情况会发生，衰退后期的资源价格在流动性干扰下的反转总会出现，进而形成制约经济中期复苏的瓶颈。

在 70 年代以来衰退转向复苏的回升过程中，从双松向一紧一松的政策调整往往预示着政府干预力量的退出，而经济体自身调整的力量在加强，这种逻辑存在的基础必须是经济确认触底反转而通胀迹象显现，更为长远的考虑还包括新的经济增长点是否开始出现并且能够带动经济未来的继续复苏。我们认为在这个过渡期，由于美国社会普遍存在的家庭债务问题、失业率上升带来的收入降低，以及政府赤字的持续恶化等多种因素的影响，如果政府降低对经济的后续刺激力度，那么在未来出现二次探底的回落是大概率事件。

但是本轮危机经济增长动力的转移过程并不会马上来临，因为目前的情形更多的还是停留在体系内部的结构调整，美国经济依然处于衰退之中，而且私人部门的投资增长并没有明显改善。我们通过考察美国实际投资数据、企业销售收入和利润变化，发现目前的制造业扩张呈现两个特点：

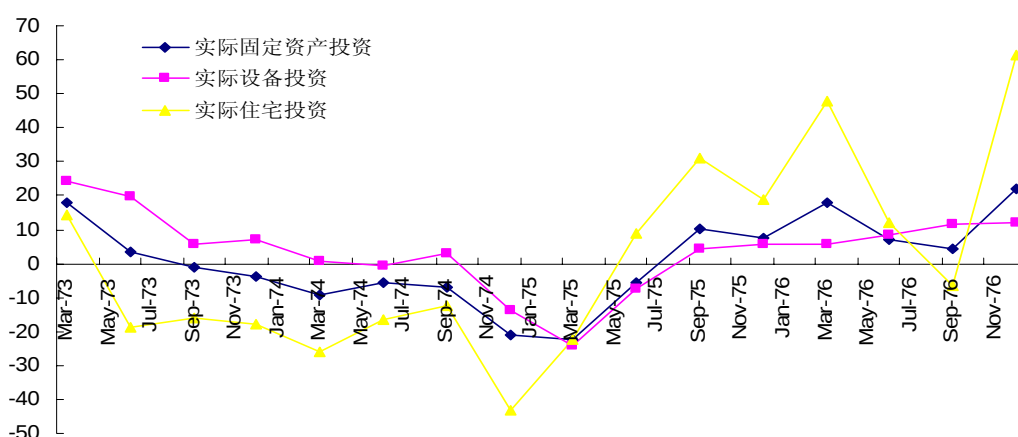
- 1、今年二季度的主要投资数据同时出现了触底反弹的迹象，这和 75 年初经济刚刚触底反转的情况比较相似；

图 15：2000 年以来美国投资增长季度数据（单位：%）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 16：73-76 年美国投资增长季度数据（单位：%）

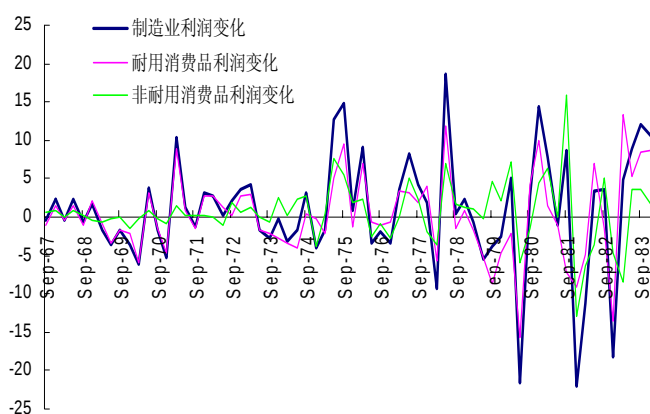


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

2、在固定资产和设备投资都出现大幅回升时，我们发现企业的名义销售收入总额和利润增长数据依然处于下滑的不确定状态，这和 75 年复苏的情形有所区别，那时的利润数据基本处于高位，而目前依然在低部徘徊；在销售数据方面，75 年一季度后同比降幅已经触底起稳，而目前仍然在下滑阶段，企业的收入和利润都没有明显好转的迹象。

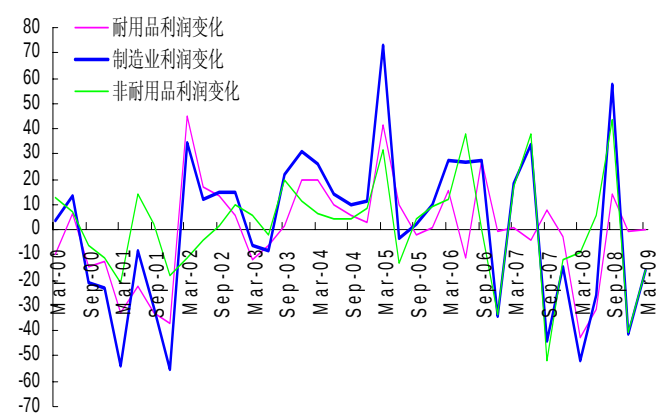
图 17: 70 年代美国制造业利润变化 (单位: %)

图 18: 2004 年以来美国制造业利润变化 (单位: %)



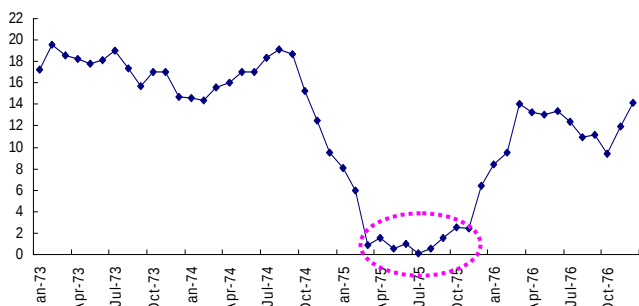
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 19: 70 年代美国企业销售收入变化 (单位: %)

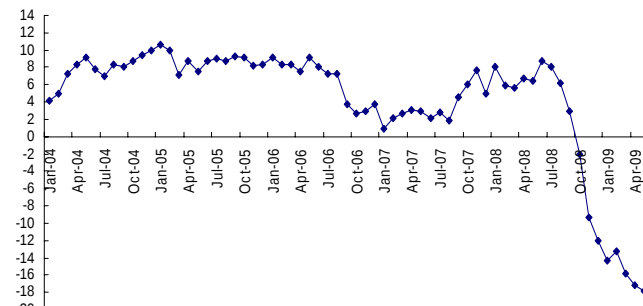


资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 20: 2004 年以来美国企业销售收入变化 (单位: %)



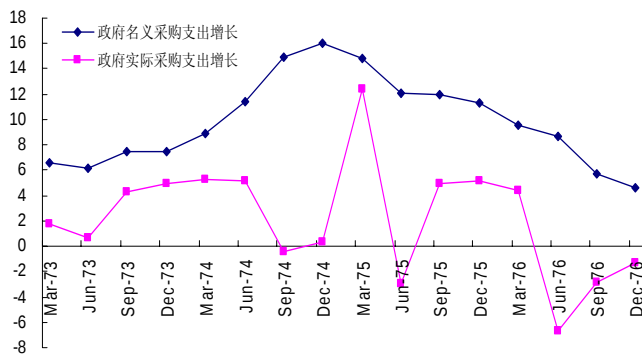
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

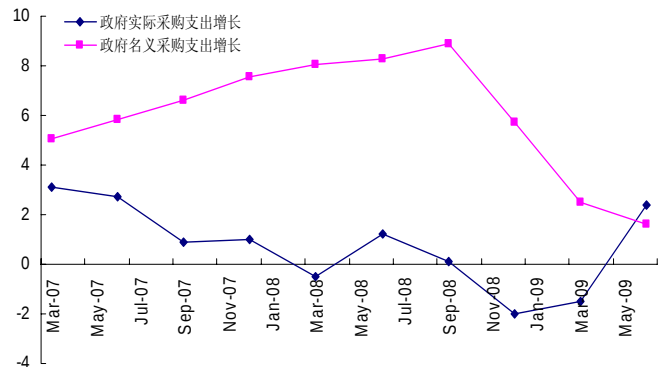
针对前面的异常情况,我们认为投资数量的反弹可能受到政府采购政策和刺激消费措施的短期拉动,并不能代表私人部门投资热情的持续复苏,也无法体现美国制造业目前已经好转。在下图中通过对比 75 年和目前的政府名义和实际采购支出的增长,可以发现在经济衰退的底部,政府实际支出会出现大幅度的异常增长,从而出现名义采购下降而实际采购上升的情形,这对于制造业投资的拉动是显然的。但是这也引起上半年美国生产领域的反弹拉动大宗商品价格的上涨问题,导致了全球对于美国经济复苏的强烈预期,近期 PPI 数据的环比上升可以体现出制造业需求回升的迹象,但这与 75 年美国真实复苏的物价环境产生了差异,那一时期的资源价格处于总体回短期略有反弹的状态,而今年 2 月份以来出现的情形是主要国际大宗商品价格的全面上涨,这对于未来通胀预期的提前来临起到了催化作用,而依照我们的逻辑,资源价格在长波衰退后期的异常上涨往往会形成对经济复苏的瓶颈,这也是 76 年以后美国经济重新陷入滞胀的根本原因。

图 21: 70 年代美国政府采购支出增长 (单位: %)



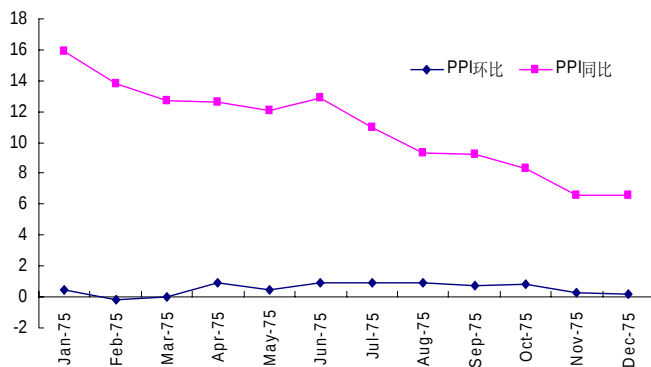
资料来源: Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

图 22: 2007 年以来政府采购支出增长 (单位: %)



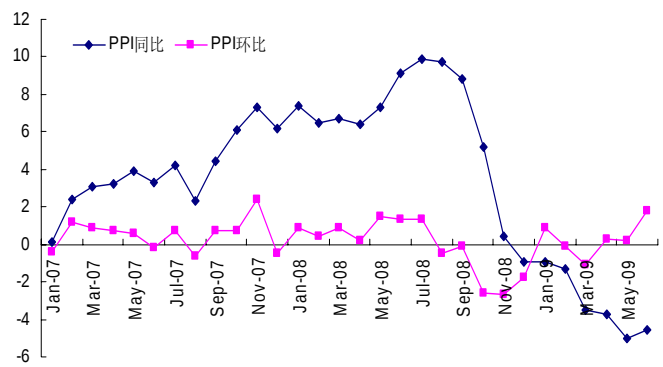
资料来源: Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

图 23: 75-76 年美国 PPI (单位: %)



资料来源: Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

图 24: 2004 年以来美国 PPI (单位: %)

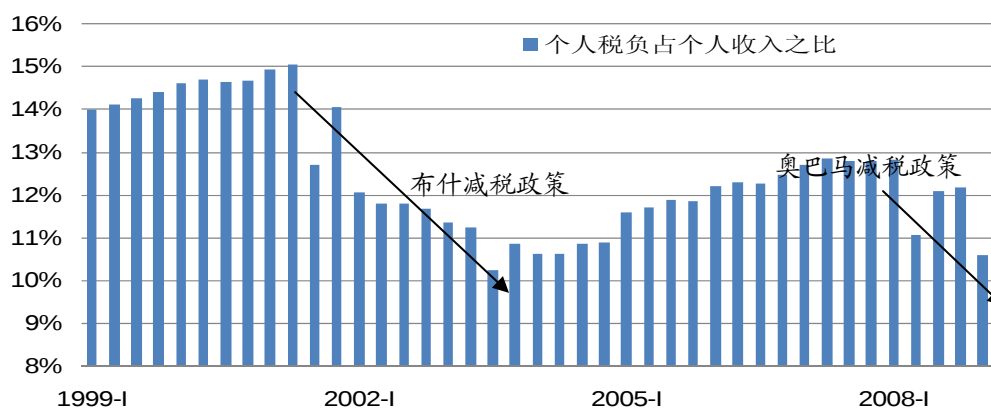


资料来源: Bloomberg, CEIC, 长江证券研究部

收入减少下的终端消费反弹依然微弱

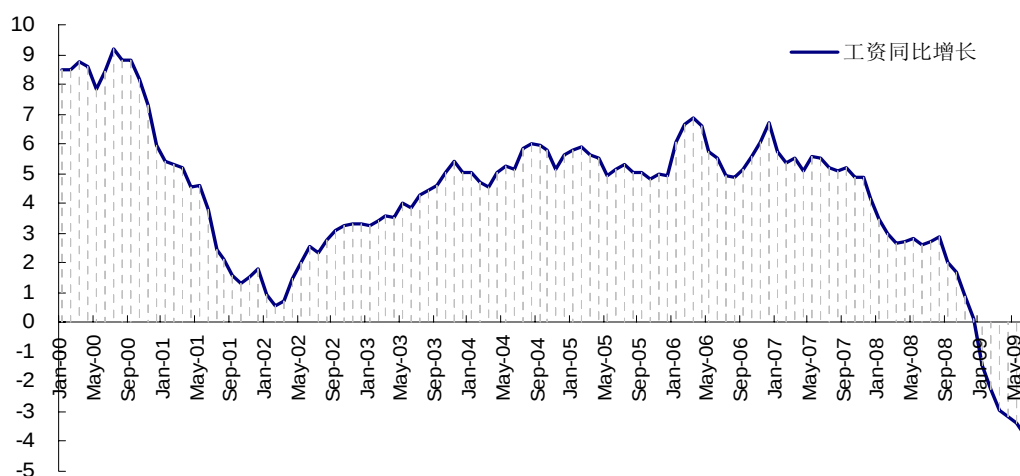
根据我们之前的报告所提出的观点：对于当前美国经济中期复苏而言，至关重要的问题在于其经济结构中的主导力量即居民消费的复苏。实际上这也是我们对于美国未来经济趋势判断的关键，将直接影响中国外需未来复苏的趋向。从目前最新公布的数据来看，美国居民消费在第一季度出现了环比的回升，我们需要思考的是消费是否已经见底，未来消费的延续有能否得到支撑，而一季度的走势与年初美国政府启动的大规模财政刺激方案密切相关。我们认为政府对失业救济金的补助以及减税规模的大幅增加，在很大程度上支撑了个人可支配收入维持稳定，在下图中可以看到财政刺激使得个人税负在今年一季度占收入的比重下滑到 10% 左右。但是随着失业率持续上升带来的工资下滑趋势，支撑目前个人可支配收入的主要因素除了主要是政府干预力量，除了减税之外，还有政府的转移支付和社保养老金的缴纳，因此现有的支撑更多的来源于短期的税负减少影响，这更多的是一种不确定的政策行为，而决定收入主体真实收入的工资水平则不可避免的处于下滑状态。

图 25：美国税收负担占个人收入的比重变化

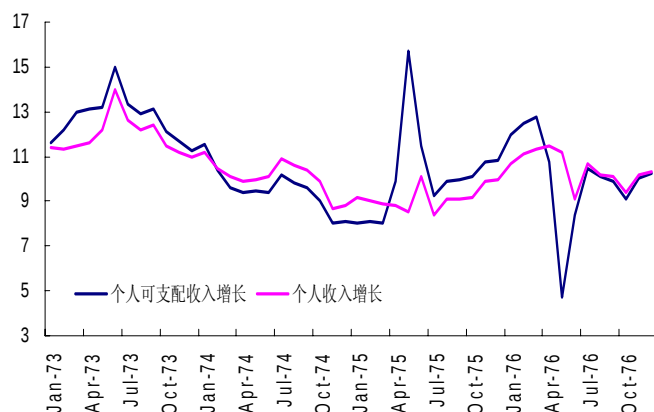


资料来源：Bloomberg, CEIC, DataStream, 长江证券研究部

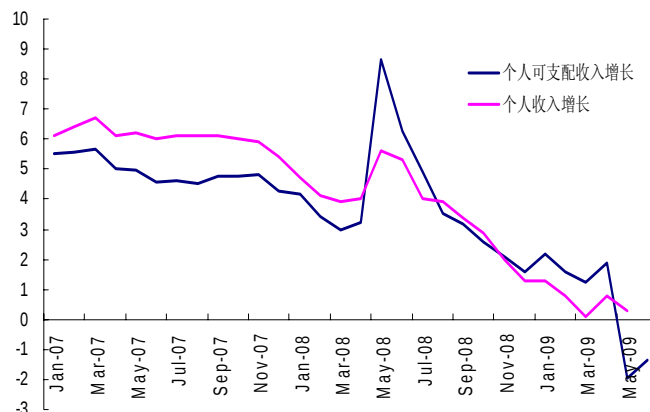
图 26：2000 年以来美国个人工资变化（单位：%）



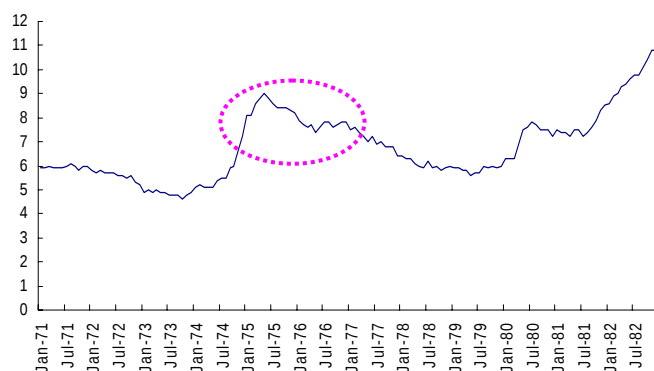
资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

图 27：70 年代美国居民收入增长（单位：%）


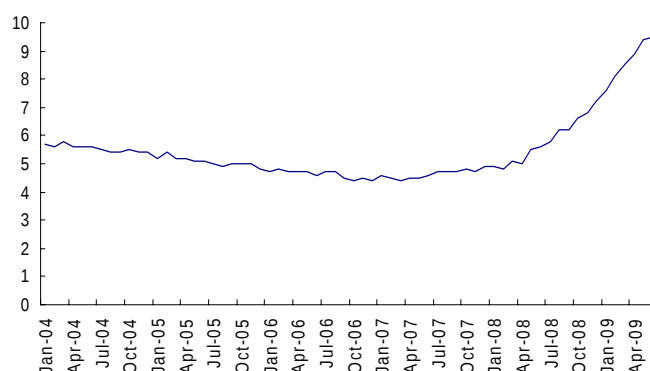
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 28：2004 年以来美国居民收入增长（单位：%）


资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 29：70 年代美国失业率（单位：%）


资料来源：Bloomberg，CEIC，长江证券研究部

图 30：2004 年以来美国失业率（单位：%）


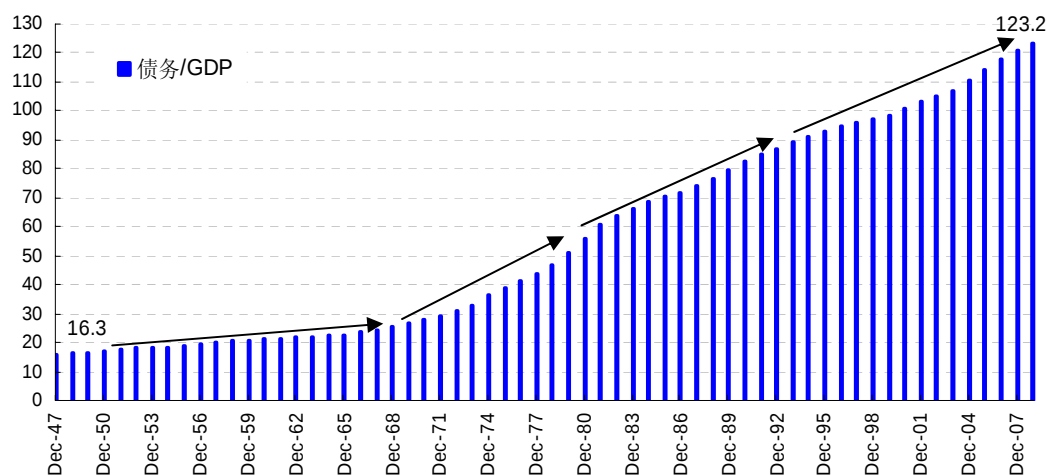
资料来源：Bloomberg，CEIC，长江证券研究部

在前面分析的真实收入的持续下滑之外，还有其他因素将导致美国居民消费难以延续 2009 年初以来的强劲反弹趋势，从而会在下半年抑制美国经济的复苏势头。

第一个因素在于美国社会面临的债务危机，而家庭资产负债表的“去杠杆化”调整仍在继续。

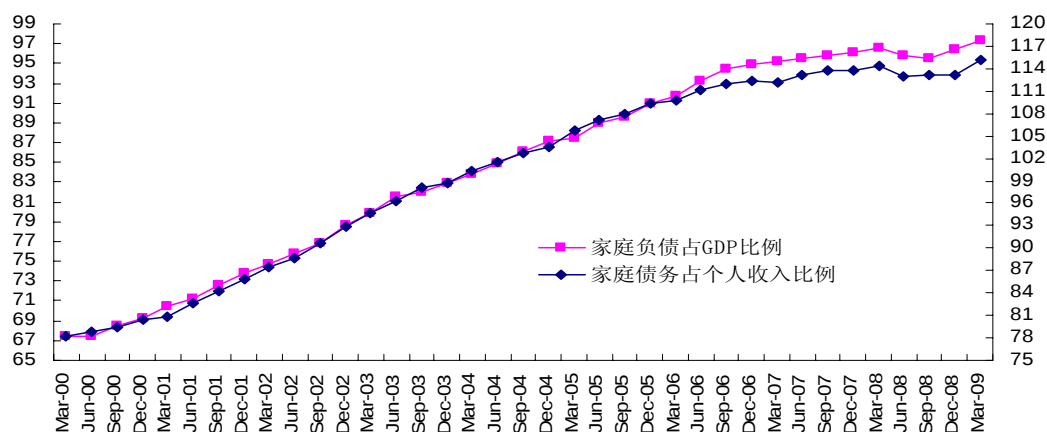
在图 31 中我们可以看到 2008 年美国的总债务占国内生产总值的比例已经达到 123% 的历史高位，而家庭负债占 GDP 的比例在时隔近 80 年后再次回到了 100% 的峰值，这一趋势显然是不可持续的，这意味着家庭债务的削减将继续提高个人储蓄，从而降低消费支出，根据我们之前的预测，在未来三至五年内，居民负债占 GDP 的比重将逐步回落至 84% 附近，这一 15% 的下滑将足以导致 2 万亿消费杠杆的丧失。

图 31: 美国社会的债务危机 (单位: %)



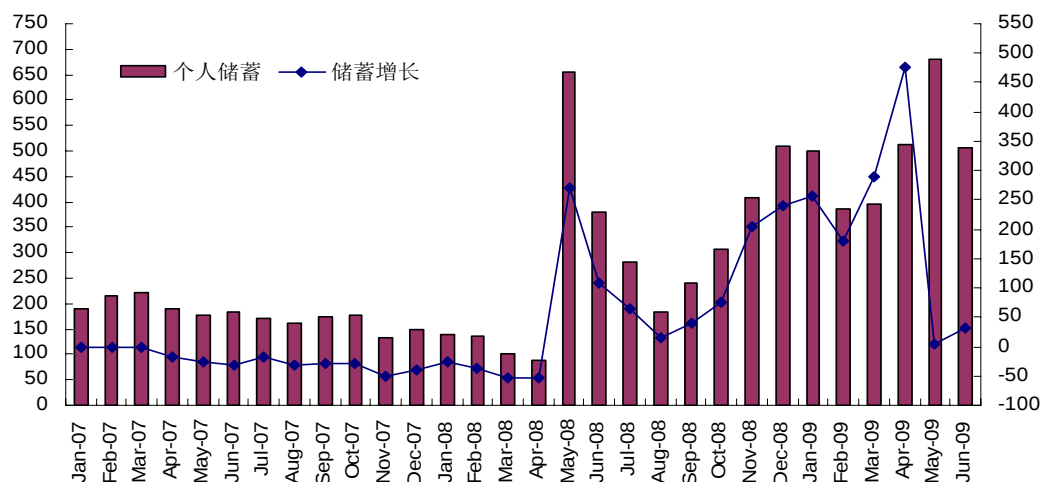
资料来源: CEIC, Bloomberg, 长江证券研究部

图 32: 2000 年以来美国家庭负债变化 (单位: %)



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

图 33: 2007 年以来美国个人储蓄变化 (单位: 十亿美元, %)



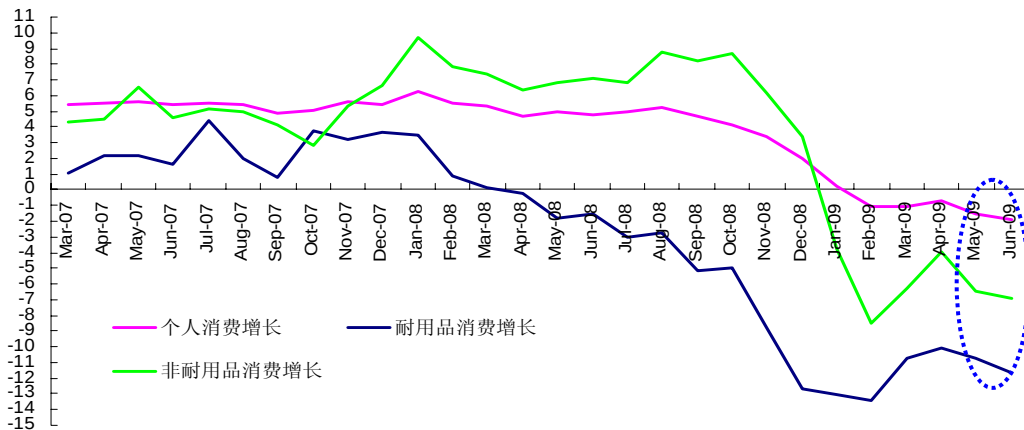
资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

第二个问题在于耐用品消费的复苏相对疲弱，严重限制了消费反弹的高度。

从数据可以看到，非耐用消费品与耐用消费品在今年一季度环比回升后，二季度出现了全面回落的情形，因此直接导致近期私人消费的降温。而 75 年虽然非耐用用品的消费同比持续下滑，但是消费升级带来的耐用品高涨有效抵补了消费缺口，总体上 75~76 年的消费处于稳中有升阶段，这是到目前为止我们是尚未观测到的迹象。

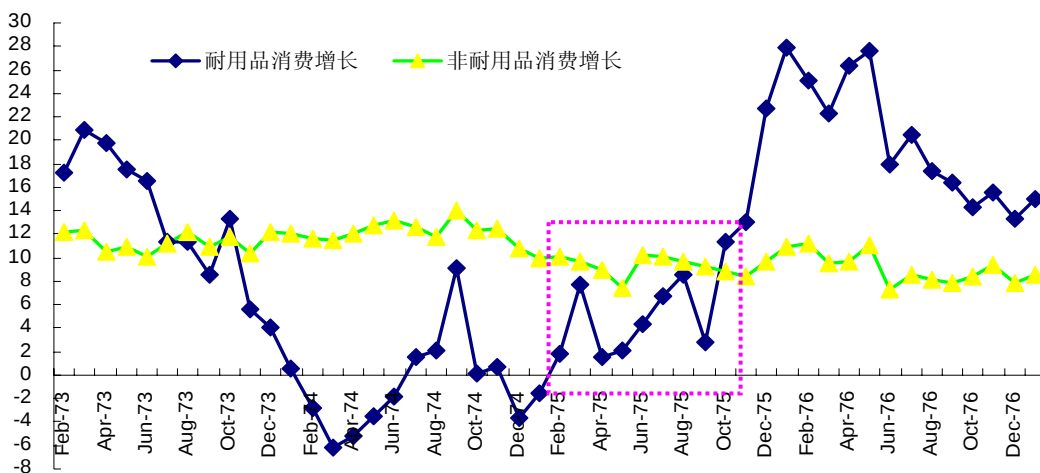
根据我们之前的判断，只有在耐用消费品起稳并且明显回升的背景下，美国的消费底部才将出现。74 年底的情况正是如此，随着耐用品消费回暖，75 年上半年的连续增长带动美国经济的触底反转，基于此，我们认为非耐用消费品与耐用消费品可能将呈现一个明显的 W 型走势，目前正处于二次探底阶段。同时，与中国不同的是，美国从住房消费的角度来讲，同样面临着需求不足的境况，预计美国的设备投资有望在下半年对 GDP 产生正贡献，而住宅及非住宅投资则将在明年上半年才可能真正见底，此后，住宅投资在未来两年仍将较为疲弱，这反映了居民对住房需求的不足。住房需求疲弱的同时还将拖累其他包括家具家电在内耐用品消费的增长。

图 34：2007 年以来美国居民消费增长（单位：%）



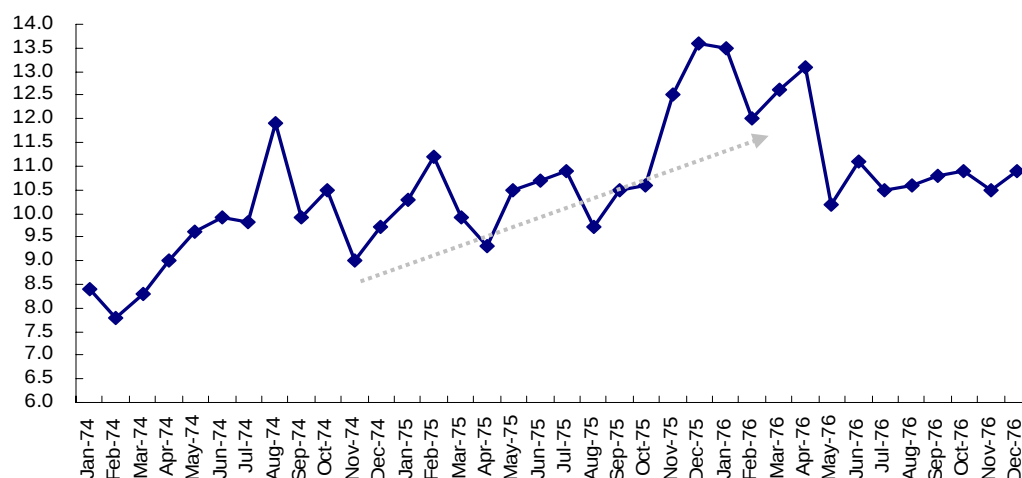
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 35：70 年代美国居民消费增长（单位：%）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 36：75 年美国私人消费稳中有升（单位：%）



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

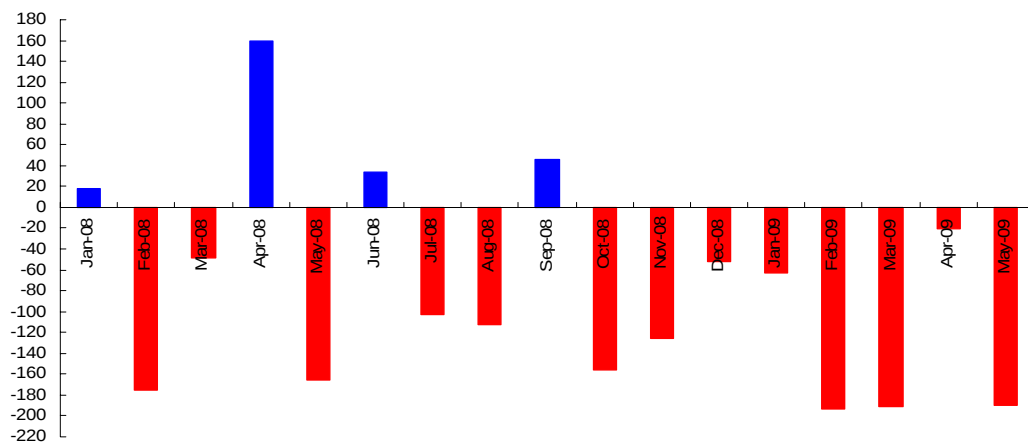
综上所述，从家庭资产负债表调整、失业率储蓄率上升以及消费品复苏结构的角度出发，我们的判断是，今年上半年消费的支撑受益于财政政策支持下的真实收入的稳定，但就复苏的强度和持续性而言，我们则相对谨慎，在即将来临的巨大的财政预算缺口和政策调整预期，以及缺乏信贷和就业支撑的背景下，工资收入短期稳定的不可延续性决定了耐用品消费将难以出现大的好转，而未来的居民消费很可能会二次探底。相应的，这也会影响到美国经济复苏的进程，从而影响到美国的资本市场及国际大宗商品价格波动，同时作为长波衰退期的主导国，进一步影响到追赶国中国未来的经济复苏预期。

回归强势美元：美元贬值后大宗商品的回落宿命

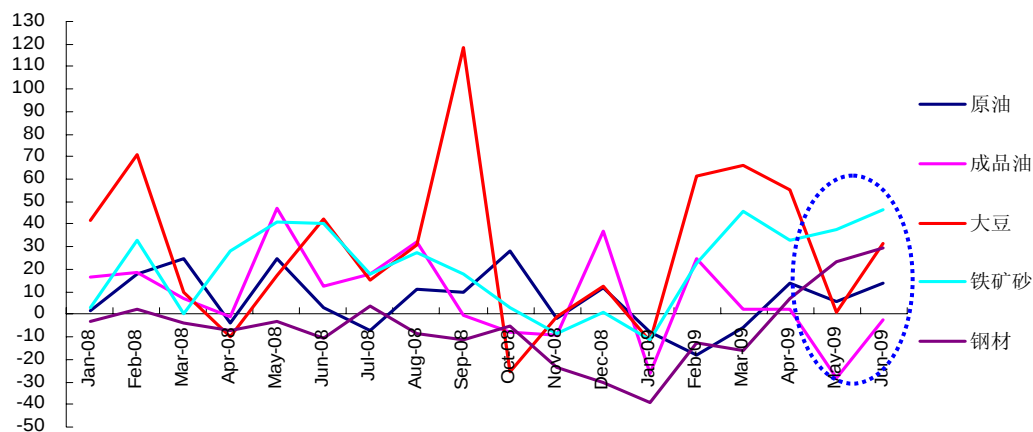
结合前面我们对经济基本面的探讨，当前美国政府和家庭所存在的债务危机，使得政府平衡财政赤字的压力严重削弱未来财政扩张的力度，从而将货币政策推上了两难境地——随着政策引致的复苏预期的强化，经济运行快速转向通胀预期阶段是当前和未来一个时期最大的瓶颈。在缺乏未来可持续扩张空间的政策背景下，平衡预算的压力和通胀预期的上升将迫使政府采取果断措施进行调整，对此我们预期三季度将是重要的时间窗口，随着 PPI 和 CPI 环比转正并且上升幅度扩大所带来通胀预期的加强，美联储在 9、10 月份采取微调措施进一步回收流动性的可能性增大。

这种调整除了回收过度扩张的美元流动性，缓冲世界范围的通胀预期，更为重要的在于转向强势美元以吸引海外资金的回流，从而推动中期内实体经济的真实复苏。对于核心制造国而言，资源价格的上升会成为制约经济未来上升空间的瓶颈，而一旦新兴国家的经济无法承受高涨的物价，那么需求的骤然下滑会迫使流动性撤离商品市场而转向美元，这也会推动美元的强势。

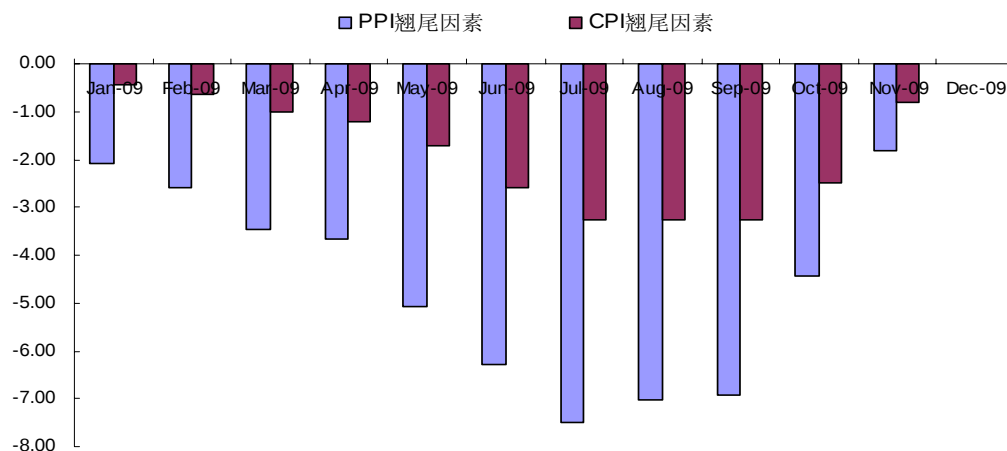
因此从两个角度考虑不同的复苏路径，其逻辑是一样的，对于美国而言，不论政策面如何变化——继续维持适度宽松的货币政策也好，开始调整收缩逐渐退出也罢，经济复苏必然是依靠美元的重新升值，这是由美国的经济结构所决定的。至于大宗商品是否会回落，这取决于新兴国家的经济承受能力以及需求恢复程度，目前的情况就在于中国能否承受通胀压力而继续维持进口需求。

图 37：2008 年以来美国财政余额（单位：十亿美元）


资料来源：Bloomberg, 长江证券研究部

图 38：2008 年以来中国各类大宗商品进口量同比增长（单位：%）


资料来源：中国海关数据统计, 长江证券研究部

图 39：2009 年美国通胀翘尾因素计算


资料来源：长江证券研究部

综合前面的分析，我们认为本轮美国经济的真实复苏在中期内难以发生。在这种逻辑之下，

短期内通胀预期的延续会导致资源价格的惯性上涨，大宗商品维持上升行情。但是物价持续上升所带来的负面效应则会在 8 月份以后随着翘尾因素减弱而逐渐释放，这对于美国乃至世界经济在三季度可能面临的二次探底无异于雪上加霜，随着主要国家真实需求的持续滑落和经济基本面的低迷，流动性从大宗商品转向美元迟早会发生。我们认为接下来三季度这一切都会得到验证。

总结

基于我们前面的研究，极度宽松的政策意味着美联储放弃拉动真实经济复苏的可能性，而转向依靠美元赤字融资的以解决美国长期积累的债务危机，这就要求恢复原来的共生模式——美国延续其核心消费国的地位，依靠美元本位实行扩张的货币政策来增加负债，另一方面维持强势美元来吸引海外资金的流入。尽管 2000 年以后我们更多的观察到美元的贬值，但是这并不能降低作为核心制造国的金砖四国，以及作为核心资源国的中东及俄罗斯对于美元资产的依赖程度。在目前中期内美元依然作为主导货币，而全球实体经济难以快速好转的背景下，维持旧体系的增长方式也许是国际体系在未来一段时间内最不差的选择。

这也意味着随着美国经济拐点的出现，弱势美元将难以维持，由于流动性推动实际 GDP 的反弹，一旦真实经济回归弱势均衡，那么前期基于复苏和通胀预期而转移的流动性会快速回流的美元市场，推动美元汇率的重新升值，这也将使得美元重新回归强势。在美元流动性依然泛滥的环境下，弱势均衡的美国实体经济无法独自支撑股市的上涨空间，而美元的升值以及真实需求不足所引起的大宗商品价格回落，以及政策面可能面临的调整，往往会降低市场对于未来复苏的进一步预期，这会更加强化美元的避险保值效用，这种替代性不可避免的会造成股市和资源价格的中期调整。根据我们前面的分析，预计这个拐点会在三季度出现。

分析师介绍

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券研究部高级宏观策略分析师，研究领域为宏观经济和投资策略。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 68753198	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。