

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

相关报告

《爱尔兰危机突袭 美元反转 商品行情告一段落》2010-11-18

《美国 10 月就业数据超预期 商品短多长空》2010-11-7

《美联储公布 6000 亿美元 QE2 计划》2010-11-4

《静待美国经济二次复苏—3 季度 GDP 点评》2010-10-31

《美新屋销售数据打压 QE2 预期 短期商品承压》2010-10-27

《制造业将带领美国二次复苏》2010-8-18

《债务危机见顶 欧元、商品反弹》2010-7-8

《2010 年海外中期报告——欧洲债务危机难挡全球复苏》2010-6-3

《欧盟重拳捍卫欧元 债务危机见顶: 欧元、商品将反弹》2010-5-10

《4 月美国非农超预期 就业市场强劲复苏》2010-5-8

《美国经济进入有就业复苏—有利美元 不利商品》2010-5-4

《美国 3 月耐用品订单与新房销售强劲反弹》2010-4-25

《美国 3 月成屋预售超预期 房地产再拾升势》2010-4-19

海外经济年度报告

美国经济二次复苏 全球流动性面临拐点

分析要点:

- 虽然爱尔兰危机有扩散迹象, 但若未来欧盟出台更有力的救援方案, 市场信心将逐步恢复, 届时危机将逐步平息

➢ 虽然爱尔兰已接受救援, 德国也放弃了对违约国和债券投资者的强硬立场, 但市场不买账。为防止危机扩散至西班牙, 欧盟或扩大 7500 亿欧元稳定资金; 欧洲央行或加大对欧债的购买并延长该计划的到期时间

➢ 只要爱尔兰危机不升级影响到银行拆解利率, 欧元区经济受到负面影响都不大, 预计欧元区经济 2010 年增长 1.7%, 2011 年 1.5%

- 美国经济正从复苏的第一阶段“消费复苏”向第二阶段“就业复苏”过渡, 和大萧条阶段类似, 未来两年美国都将处于衰退后的复苏期, 预计 2010 和 2011 年经济增速分别为 2.9% 和 3%

➢ 经济原动力的消费将保持强劲; 在经过两年蛰伏后, 随着资产负债表改善和就业市场复苏, 消费能力和消费意愿大幅好转, 信贷也明显恢复, 储蓄率将趋势下降, 消费将增长 2.9%

➢ 企业手持巨额现金, 需求的回暖和信贷的改善将刺激企业扩大生产和投资, 受此影响, 就业市场复苏在即

➢ 虽然这次衰退导致的失业需要 4-5 年才能消化, 但随着企业增加临时工以及服务业 PMI 的回升, 就业复苏速度势必加快

➢ 美住宅价格泡沫消失, 违约高峰期结束, 新增二手房供应压力下降, 收入上升将刺激房地产销售和投资二次复苏, 商业地产也将随着经济走好

- 一旦美国就业数据趋势好转, 美联储或提前终止 QE2, 导致美元反转和全球流动性拐点

➢ 未来两年美国双赤字状况好转, 复苏快于欧洲、日本, 会率先进入紧缩周期, 一旦 QE2 预期落空, 预计 2011 年美元指数将升至 90

➢ 原油有足够剩余产能, 未来中国经济增速放缓, 商品过多透支基本面而未预期流动性拐点, QE2 预期落空将引发商品中期调整

➢ 政治压力的减轻和美元强势预示 2011 年人民币升值幅度难超 2%

目 录

一、爱尔兰危机无碍全球经济复苏.....	5
1.1 德国强修里斯本条约引爆爱尔兰危机.....	5
1.2 市场期待更多政策平息危机.....	6
1.3 欧元区经济将保持复苏	8
二、美国经济二次复苏.....	9
2.1 收入和资产增值共同促进消费增长.....	12
2.2 企业手持巨额现金 就业加速扩张在即	14
2.3 2011 年就业市场或加速扩张	15
2.4 供需改善 就业复苏推动房地产	16
三、美经济复苏或引发全球流动性拐点.....	18
3.1 美国经济二次复苏推动美元反转	19
3.2 全球流动性面临拐点	20
3.3 流动性预期拐点将引发商品中期调整	21
3.4 美元反转降低人民币升值压力	23

图 表

图 1: 德国强推危机应对措施 爱尔兰成众矢之的	5
图 2: 11 月份小猪五国债券发行超额认购倍数大幅下降	6
图 3: 爱尔兰 GDP 和财政赤字占欧盟比重很小	7
图 4: 希腊与爱尔兰赤字问题最严重	7
图 5: 希腊与爱尔兰深陷衰退	8
图 6: 希腊与爱尔兰深陷衰退 其他国家尚好	8
图 7: 欧洲银行间拆解利率与国债之差有所上升但尚不严重	8
图 8: 德法意企业信心保持强劲	8
图 9: 德法意经济复苏持续	8
图 10: Q4 欧洲经济保持温和增长	9
图 11: 市场对年欧元区经济预测未受影响	9
图 12: 预计美国 2010 年增长 3.1%	9
图 13: 消费是美国经济的主动力 政府是催化剂	9
图 14: 刺激政策结束汽车销量依旧快速攀升	10
图 15: 8140 亿美元刺激计划已用 80%	11
图 16: 2011 年刺激资金将下降 64%	11
图 17: 经济超跌反弹时增速都比较高	11
图 18: 预计 2010 年增长 2.9%, 2011 年 3.0%	11
图 19: 工资取代政府补贴拉动收入增长	12
图 20: 4 季度零售明显加快	12
图 21: 股市反弹带动美国家庭资产回升	13
图 22: 2010 年底家庭资产负债率将下降至 19.6%	13
图 23: 储蓄率有下降趋势	13
图 24: 消费者信心复苏预示良好的消费前景	14
图 25: 消费信贷供需改善	14
图 26: 美国企业囤积了巨量现金	14
图 27: 企业债为企业提供流动资金	14
图 28: PMI 指数再度攀升	15
图 29: 未来六个月企业投资仍将高速增长	15
图 30: 中小企业贷款情况有所好转	15
图 31: 就业呈现加速复苏态势	16
图 32: 临时工加速增加预示非农就业有望加速	16
图 33: 就业每月增加 20w 失业率在半年内降至 9%	16
图 34: 到 2014 年失业率或将回到 5% 左右	16
图 35: 住房深跌后反弹、库存仍在高位	17
图 36: 长期来看美国住宅已较安全	17
图 37: 房价收入比和利率大幅提升购房能力	17
图 38: 按揭贷款重置高峰期已过	18
图 39: 房价走稳违约率下降	18
图表 40: 建筑业投资有望再度上升	18
图 41: 美国经济领先欧元区 1-2 个季度	19
图 42: 紧缩预期或提振 2011 年美元指数至 90	19

图 43: 非农持续超预期将确立美元反转	20
图 44: 美联储资产购买计划进行尚未达到预期	21
图 45: 通胀预期反弹	21
图 46: 2009 年 12 月就业数据超预期引发美元反转 1 个月后商品进入中期调整	22
图 47: 剩余产能巨大 产量也有提升空间	22
图 48: 未来两年原油不存在供需缺口	22
图 49: 高库存和低中国增长前景 但铜价却在高位	23
图 50: 黄金处于历史大顶 经济复苏将戳破泡沫	23
图 51: 升值或贬值预期引发热钱进出	24
图 52: 人民币即期汇率决定 NDF 反之则未必然	24
图 53: 内因而非外因推动国内流动性过剩	24
图 54: 脱钩后美元指数和人民币负相关	24

一、爱尔兰危机无碍全球经济复苏

1.1 德国强修里斯本条约引爆爱尔兰危机

自6月份欧洲经济数据超预期和西班牙等国成功发债以来，欧债危机本已逐渐走出市场关注焦点，但随着10月下旬欧盟布鲁塞尔秋季峰会的临近，德国应对赤字失控国和投资者的态度日趋强硬，市场对“小猪五国”主权债的担忧再度升温（图1）。由于爱尔兰除国家赤字问题外，还在9月30日宣布为拯救国内商业银行合计需500亿欧元，加上10月6日FITCH刚下调完爱尔兰评级，这次危机在爱尔兰身上爆发。

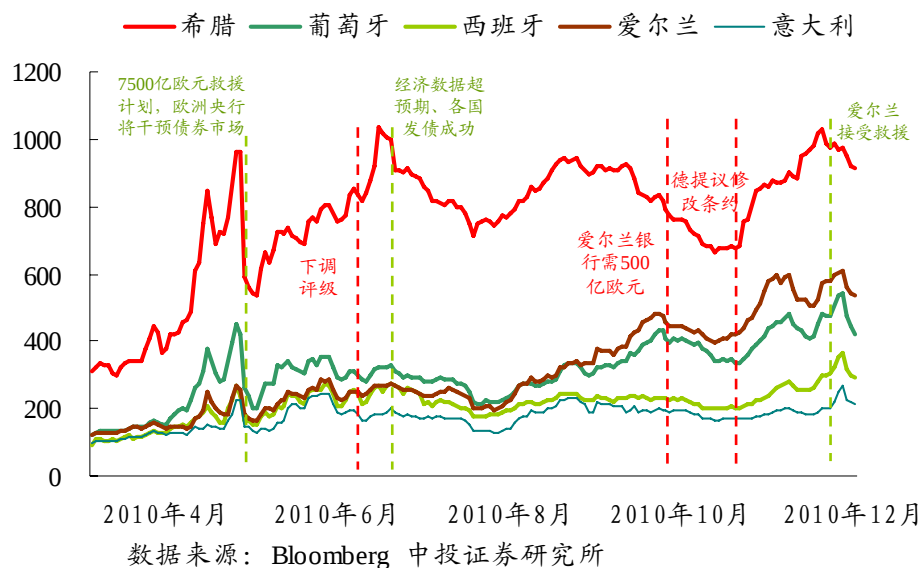
1997年通过的《稳定与增长公约》虽对赤字超标的欧元区国家规定了惩罚措施，但由于缺乏强制可操作性从未实施过，并最终导致了这次欧债危机。为防止危机重演，欧盟成立专门小组讨论建立危机长效应对机制。本来专门小组的建议只是对《稳定与增长公约》进行操作层面的修补，使惩罚更容易通过（将目前的多数表决同意机制为“反向多数”——即对违反财政纪律的欧元区国家，欧盟委员会将有权建议处罚措施，除非欧盟成员国以有效多数表示反对，否则处罚自动生效）。但德国认为仅此不足以对抗成员国的违约动力。在德法强推下，10月29日欧盟秋季峰会达成一致将对《里斯本条约》¹进行修改，对违反财政纪律的欧元区成员处以中止表决权等更加严厉的政治性惩罚；并让债券投资者也承担未来再有国家需要救援时承担部分救助成本。

此提案一出，立马引发二级市场的恐慌。若修改里斯本条约，意味着未来持续不能将赤字降到3%以下的国家将被剥夺表决权，甚至被“踢出”欧元区。这对依靠欧盟救援缓过来的希腊等国债券持有人信心打击巨大。另外，要求债券投资人和纳税人一样承担债务危机国家救助成本则直接引起投资者用脚投票。市场恐慌情绪迅速从爱尔兰蔓延至希腊、葡萄牙、西班牙等国，逼得德国政府一边敦促爱尔兰接受欧盟救援，一边向二级市场澄清2013年后发行的债券持有人才有救助义务，存量债务免责。

图1：德国强推危机应对措施 爱尔兰成众矢之的

¹ 《里斯本条约》为欧盟花费10年完成的重要立法，2007年12月13日由欧盟各国首脑签署，经各国批准后，于2009年1月生效。条约赋予欧盟法律人格，欧盟自身可以根据国际法有所作为，如签订国际协议等

“小猪五国”信用违约风险



1.2 市场期待更多政策平息危机

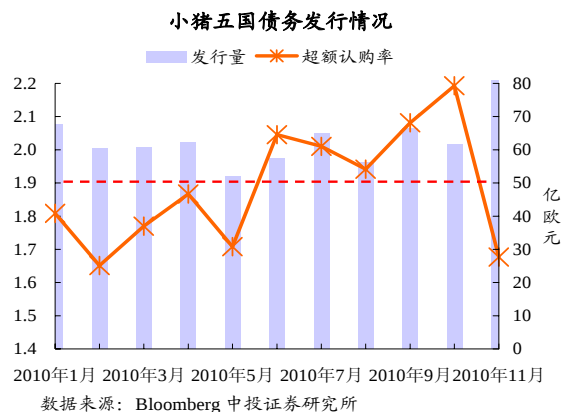
我们认为，金融危机如何演绎更多看的是市场和政府政策的博弈：

正如我们在 11 月 18 报告《爱尔兰债务危机突袭 美元反转商品行情告一段落》中预测的“爱尔兰政府很快将接受欧盟 500-1000 亿欧元的救援，德国立法改革的立场会软化”。11 月 28 日，经过周末的紧急磋商，爱尔兰接受 850 亿欧元救援，同时德国也基本放弃了前期主张的修改里斯本条约对高债务国家进行剥夺投票权的自动惩罚、让债权人承担救援成本以及坚决不延长 7500 亿欧元救援计划等主张（希腊救援资金延长到 2017 年）。另外，欧洲央行也暗示如有必要，救援金额也可能扩大。

和今年 5 月 10 日欧盟出台 7500 亿欧元的救助计划²一样，这次救援方案出台后，市场情绪立即开始担忧葡萄牙、西班牙，以及 7500 亿欧元的救援资金不够用。虽然德国基本放弃了 10 月中旬的主张，但市场信心已经逆转，无法一夜之间回到德国提出强硬政策之前，可见市场和政府的博弈绝对不是“1-1=0”，现在市场需要政府做更多。

图 2：11 月份小猪五国债券发行超额认购倍数大幅下降

²该救援计划包括 7500 亿欧元信贷池，供有债务困难的国家申请有条件使用。其中，4400 亿欧元将由欧元区国家提供，600 亿欧元将由欧盟委员会从金融市场上筹集，国际货币基金组织将提供 2500 亿欧元



我们认为,接下来欧洲政府能做的主要是出台更多赤字消减计划以安抚市场信心。

由于爱尔兰政府对财政赤字问题一向重视,市场信誉较希腊强。这次危机爆发后,爱尔兰政府立即宣布将把2011年财政预算削减60亿欧元,使财政赤字占国内生产总值的比例降9.5%。为稳定市场信心,爱尔兰需要公布更激进、更长期的赤字消减方案。但由于危机已有向葡萄牙、西班牙扩散的迹象,因此欧盟层面的措施更为重要。

与2010年2季度危机刚爆发时欧盟各国一盘散沙状况不同,这次欧盟一定会竭尽全力不让欧元崩溃。若危机进一步恶化,欧盟或将扩大现有7500亿欧元金融稳定资金以防止欧元区第四大经济体西班牙被攻击后可能产生的资金缺口。另外,今年5月10日欧洲央行推出了两项措施稳定市场,其一是为金融机构提供短期的无限额度贷款,其二是购买欧债各国国债。12月2日欧洲央行宣布延长对金融机构的短期流动性供应一个季度,对市场信心产生了较大的提振。我们预计,接下来欧洲央行或将加大对欧债的购买(目前仅购买了670亿欧元),甚至延长该计划的到期时间(原定2011年1季度到期)。

在这些政策出台后,市场信心将逐步恢复,小猪五国的债券又会获得市场追捧,届时爱尔兰危机将逐步平息。

图3: 爱尔兰 GDP 和财政赤字占欧盟比重很小

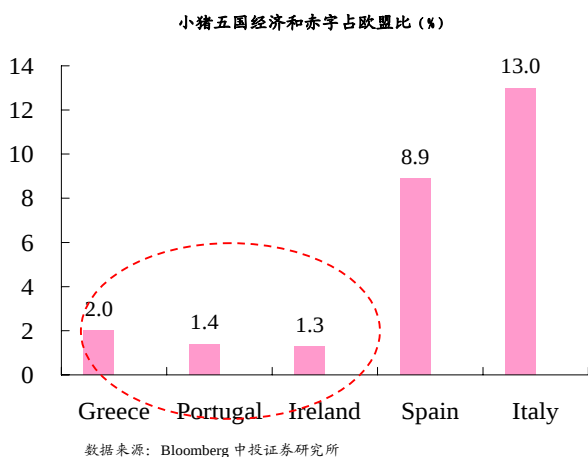


图4: 希腊与爱尔兰赤字问题最严重

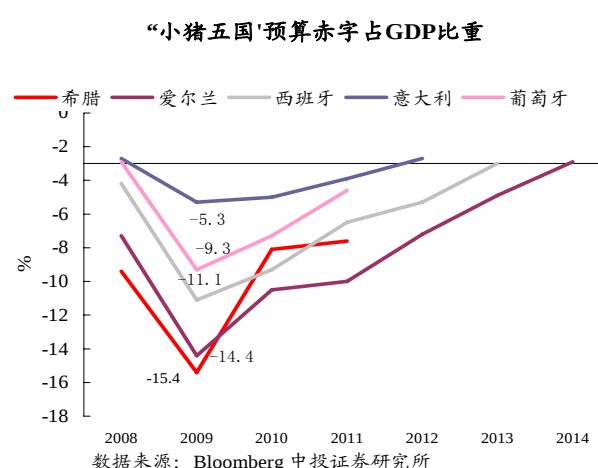


图 5: 希腊与爱尔兰深陷衰退

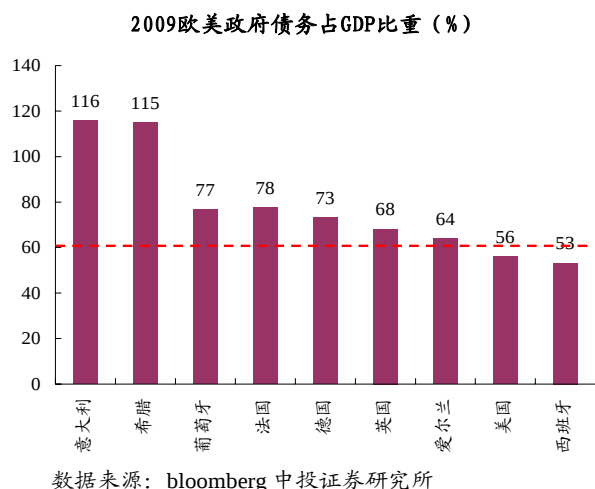
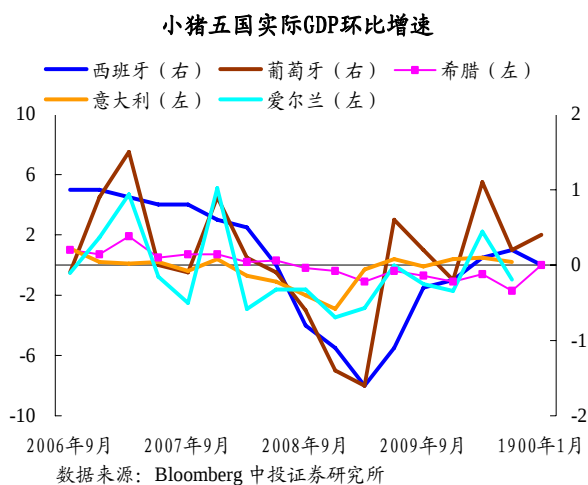


图 6: 希腊与爱尔兰深陷衰退 其他国家尚好



1.3 欧元区经济将保持复苏

只要欧债危机不严重到影响整个欧元区金融体系的程度,对德法意这三大欧洲经济火车头的经济影响就比较有限。如图 7 所示,衡量欧洲金融体系稳定性的拆解利率和国债之差目前处于 0.52%,尚未超过 1%的分界线和希腊危机时创下的 0.66%。只要欧洲银行间市场不像 08 年那样惜贷,对欧洲私人经济影响就有限。

实际上,德法意三国私人企业信心在年初希腊危机和目前爱尔兰危机中都保持强劲(图 8)。三国 GDP 增速在 2 季度大幅反弹后,3 季度开始回落,但仍将保持复苏态势。另外,到目前为止市场对欧元区今明两年经济增速预测均有所上调(图 11)。

图 7: 欧洲银行间拆解利率与国债之差有所上升但尚不严重

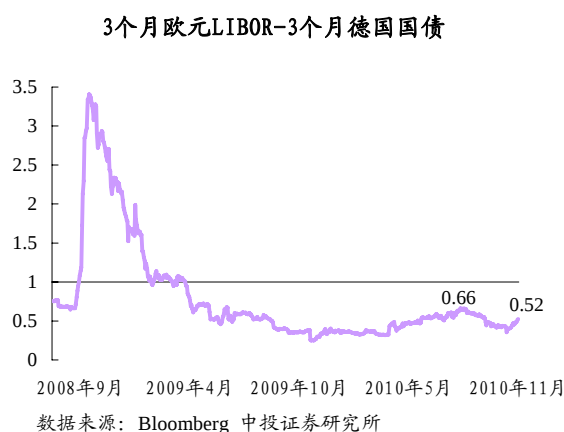
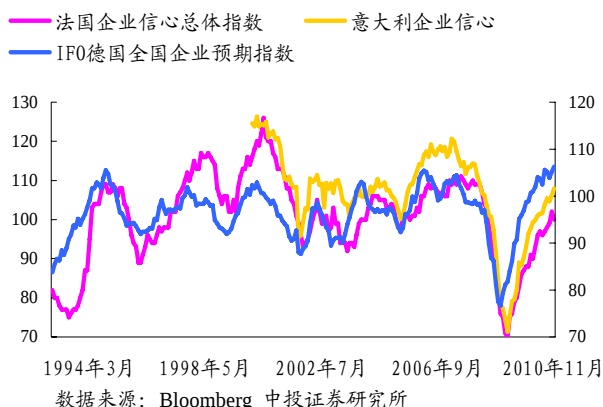


图 8: 德法意企业信心保持强劲

图 9: 德法意经济复苏持续

德、法、意企业信心指数



德法意实际GDP环比(%)

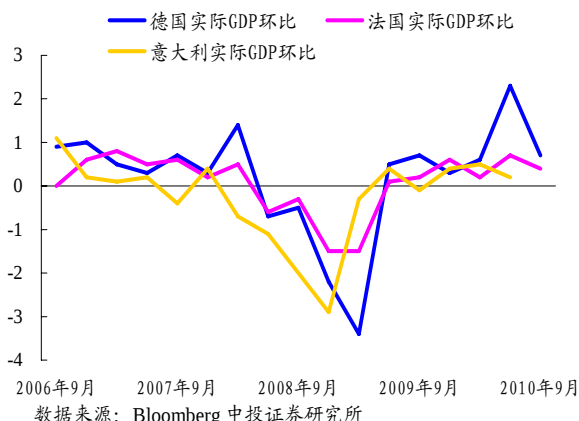
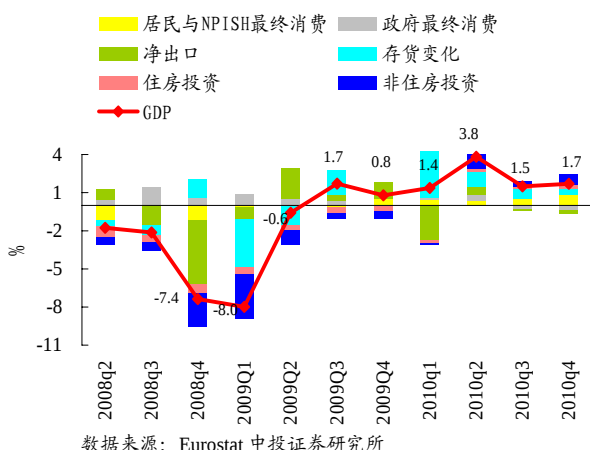


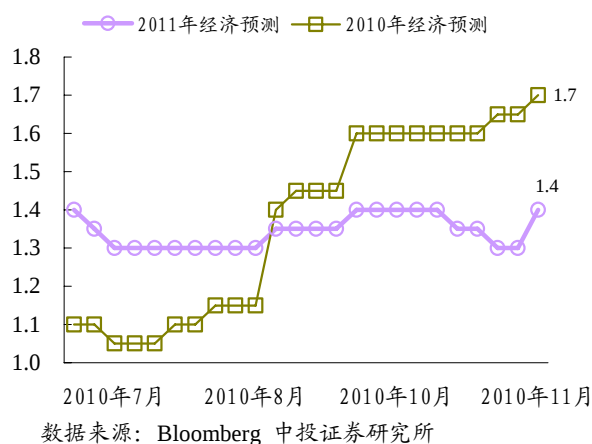
图 10: Q4 欧洲经济保持温和增长

图 11: 市场对欧元区经济预测未受影响

欧元区经济预测



市场对欧元区经济预期(%)



二、美国经济二次复苏

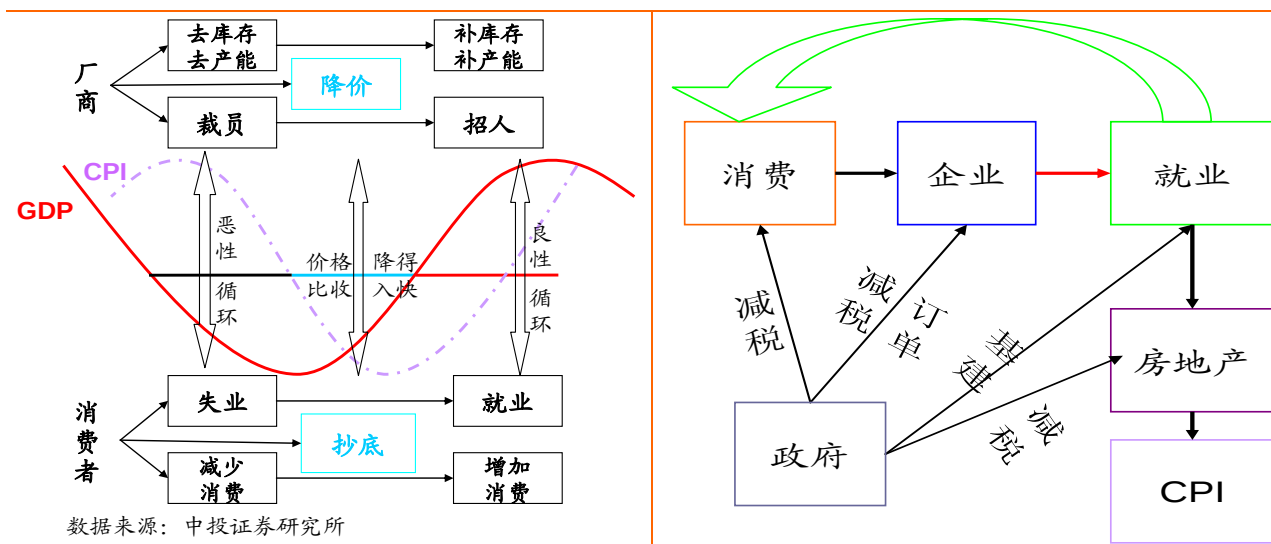
在市场经济体中,经济从衰退到复苏通常是由厂商和消费者博弈而非政府投资完成的,并不是每次都需要科技革命或新的支柱产业。经济见顶通常是某个行业泡沫过大导致衰退,这时过剩行业厂商将价格降到消费者满意的水平,供需双方在一个更低水平(价格、产量)达到均衡,经济止跌回升,这时产能过剩和需求泡沫都已经挤掉,经济由此复苏。具体而言,经济复苏分为消费复苏和有就业复苏两个阶段(图 12):

经济复苏第一波:过剩的行业经过大幅的减产和降价,刺激需求见底反弹。虽然这个时候工资收入还在下降,但由于产品价格跌的比工资更快,供需在低位达到新的均衡。

经济复苏第二波:过剩行业调整完毕后,随着需求的复苏,企业开始增加生产、补库存,并最终传导到就业市场,居民购买力随之上升,促使消费进一步上升,然后再带动企业进一步复苏——经济由此进入可持续发展阶段。

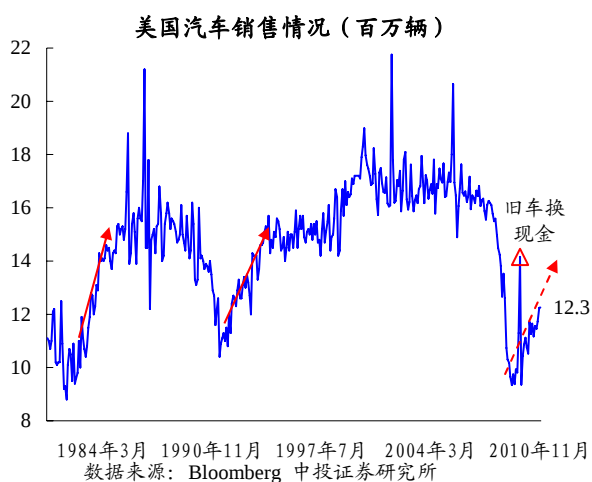
图 12: 经济周期是企业与消费者博弈结果

图 13: 消费是美国经济的主动力 政府是催化剂



美国经济能在 2009 年 3 季度走出衰退正是遵循这个逻辑，并不是靠的政府刺激和补库存（图 13）。这就是为什么我们能在市场普遍认为美国就业市场没好转经济就起不来时指出，**消费会领先企业投资和就业复苏**；以及 2009 年 9 月“旧车换现金”到期后，市场认为美国汽车行业会重新低迷时，我们则认为汽车销量将“75°”角趋势性复苏（图 14）。

图 14：刺激政策结束汽车销量依旧快速攀升



今年 7 月份后，美国经济数据显示复苏有放缓趋势，市场开始担忧美国经济将减速甚至“二次探底”。我们认为，这只是复苏过程中常有的“中场休息”。说白了，就是消费和企业的复苏尚未传导到就业市场性，经济没有顺利从复苏第一阶段过渡到第二阶段。但近期就业数据显示，厂商招人再度扩张，预示图中红色部分的传导终于打通。另外，年底购物季的来临使得经济复苏的主动力——居民消费再度发力，可以预见美国经济或已进入有就业的二次复苏阶段。

2010 年 3 季度美国经济环比增长折年率增长 2.5%。从图 1 中可以看出 1 季度 GDP 增长的主动力是个人消费（贡献 2%）、存货调整（贡献 1.3%）、

非住宅投资（贡献 1%）。净出口以及住宅投资对 GDP 是负贡献。

展望明年，经济刺激计划资金将大幅下降 64%，市场或担忧美国经济将受到拖累。我们认为今年下半年政府刺激资金已经开始下滑（图 15），但个人减税与援助金额的下降并没有明显影响到收入复苏趋势；公司税减免的下降也没有影响到企业生产和投资活动。根据上文的分析，财政政策做为经济复苏过程中的催化剂而非决定因素，未来美国经济如何走，更多取决于私人部门。

图 15: 8140 亿美元刺激计划已用 80%

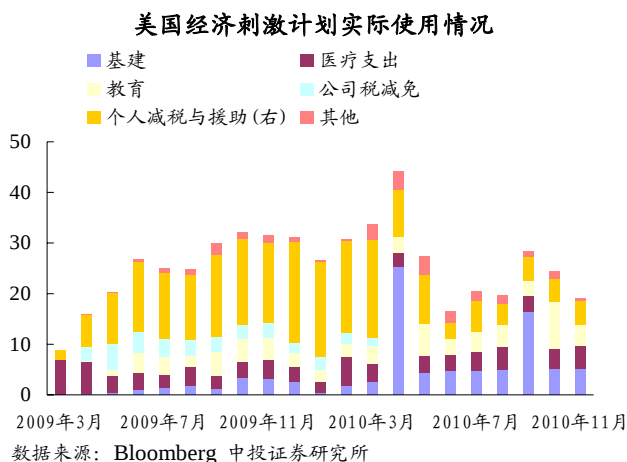
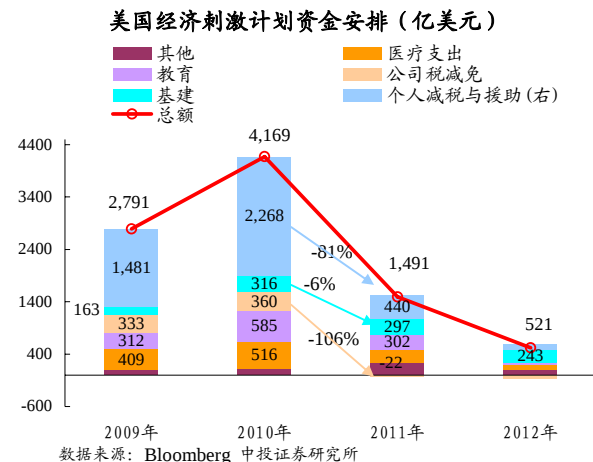


图 16: 2011 年刺激资金将下降 64%



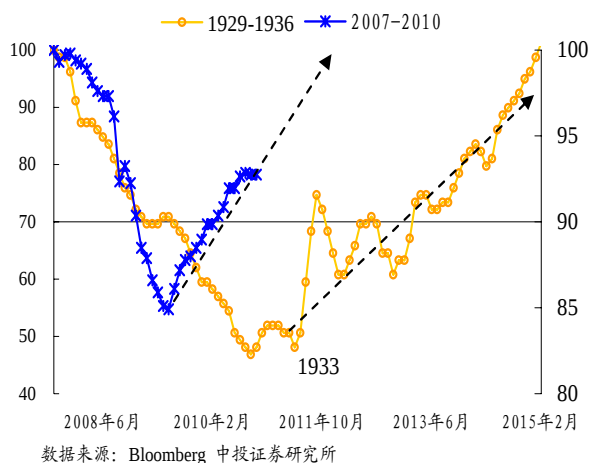
我们预计未来两年美国经济仍将处于超跌复苏期（图 17），经济增速会高于潜在增长率。如图所示，大萧条 1933 年 3 月见底后，美国经济（以工业产值衡量）迅速展开超跌反弹，到 1936 年 12 月回到危机前水平。这次美国经济衰退程度小于大萧条时期，2009 年中期见底，反弹速度也快于上次，按照目前的速度预计，工业产值将在 2012 年初回到危机前水平。

预计 2010 和 2011 年经济增速分别为 2.9% 和 3.0%（图 18），主要的拉动力是消费和企业投资。

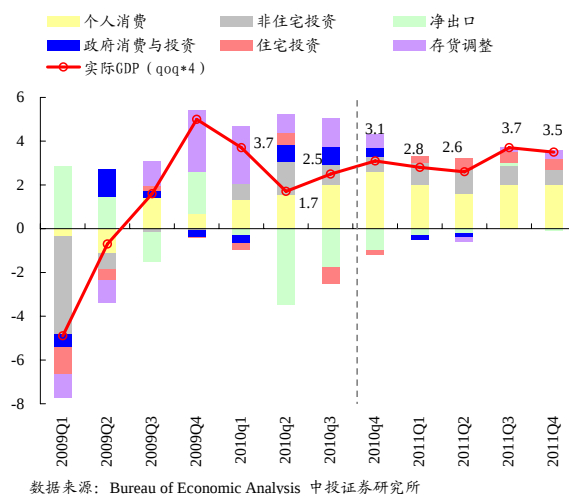
图 17: 经济超跌反弹时增速都比较高

图 18: 预计 2010 年增长 2.9%，2011 年 3.0%

2007年来工业产量与大萧条时比较



美国经济现状与预测(%)



2.1 收入和资产增值共同促进消费增长

如图 19 所示, 2009 年 9 月份以来, 经济与股市的回暖使得居民工资性和财产性收入趋势性改善。11 月份感恩节来临, 零售商提前打折引发消费者追捧, 11 月 30 家连锁店零售额同比上升 5.3% (Retail Metrics 统计), 超出市场预期的 3.5%。随着圣诞打折季的临近, 预计 12 月零售将更上一层楼。今年 4 季度实际居民消费环比折年率或增长 3.7%, 为 2006 年底以来最大涨幅。

图 19: 工资取代政府补贴拉动收入增长

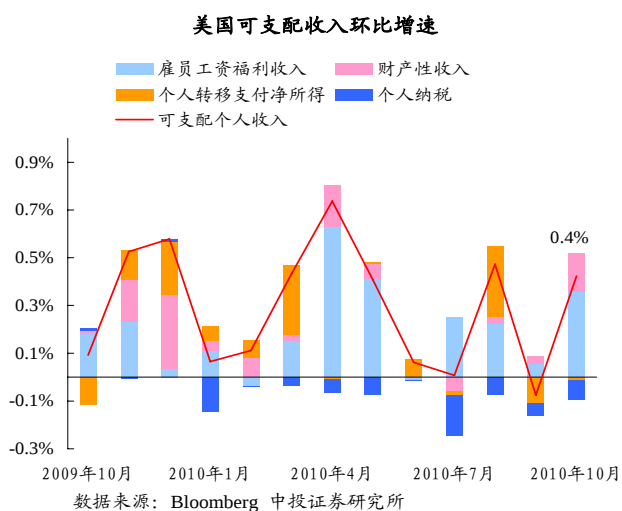
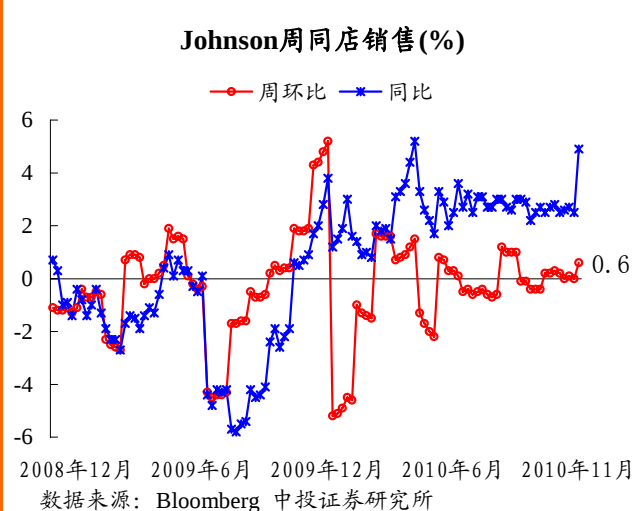


图 20: 4 季度零售明显加快



展望明年, 消费能否持续回升取决于就业 (下一节论述)、消费者资产状况、消费者信心以及消费信贷。如图 21 所示, 自 2009 年 1 季度美股见底回升以来, 美国家庭资产状况在股票、基金以及保险带领下显著回升。考虑到下半年美股较 2 季度上涨 15%, 可以预计 2010 年底美国居民总资产将再回升 4%。假设家庭负债以每季度-0.4%的速度下降, 则年底居民资产负债率将降至 19.6%。若 2011 年股市真如国际投行预期的能上涨 20%, 则到 2011 年底时家庭资产和负债率将修复至金融危机前水平 (图 22)。

从图 21 家庭资产负债表中的居民流动资金（储蓄+信贷市场工具）表现可以看出，金融危机到来时，家庭降杠杆并增加流动资金；当金融危机过去后，家庭又降低流动资金进行消费或者投资。从金融危机刚开始时，我们就认为过去 20 年金融创新已从根本改变了美国居民的消费习惯，从而系统性降低了“均衡”储蓄率。虽然危机爆发导致储蓄率暂时回升，但随着经济的回暖，储蓄率还将回复到 4% 以下（图 23）。

对居民长期消费能力的定性分析显示过去系统性制约消费的因素已基本消失，接下来消费的走势就取决于和经济周期相关的因素——消费者信心、信贷以及就业。

图 21：股市反弹带动美国家庭资产回升

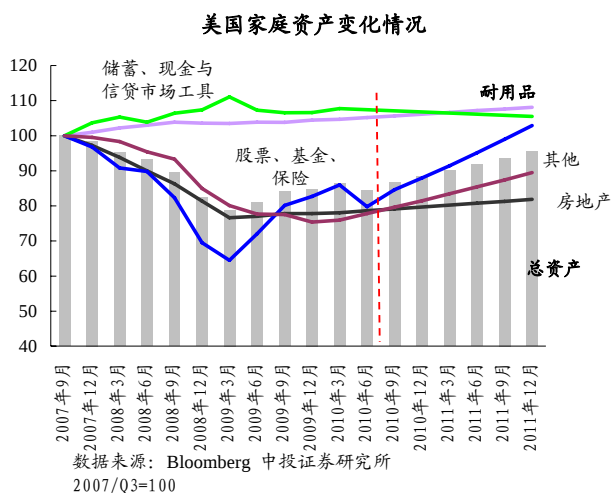


图 22：2010 年底家庭资产负债率将下降至 19.6%

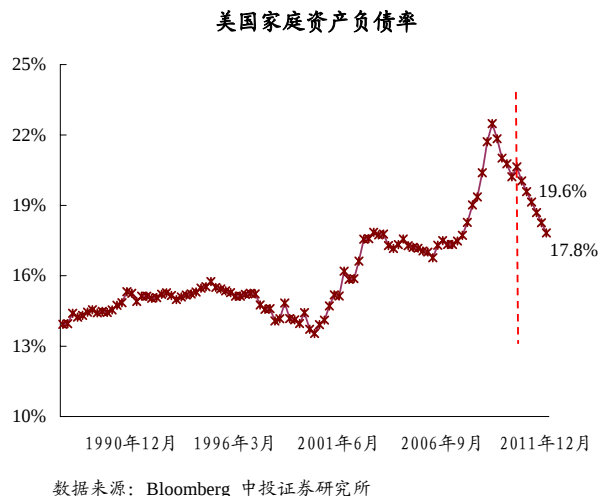
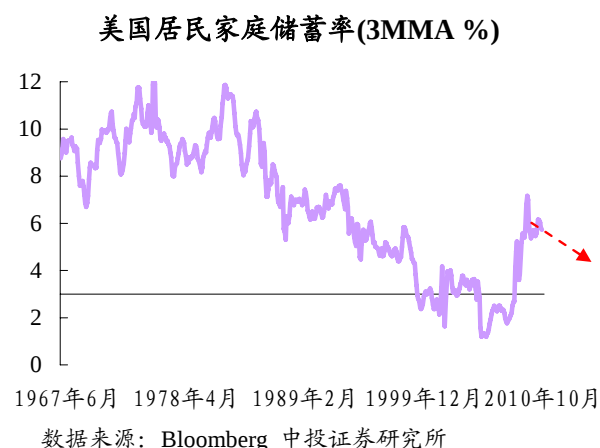


图 23：储蓄率将趋势下降



消费者信心的提升和信贷市场的好转确保居民消费将逐季加快。在经历 3 季度就业复苏放缓和 10 月份税收改革不确定打击后，4 季度居民消费者信心复苏（图 24）。2010 年 4 季度的联储问卷调查显示（图 25），有 5.6% 的机构在放松消费信贷。消费需求下降的程度也较 3 季度好转。

图 24: 消费者信心复苏预示良好的消费前景

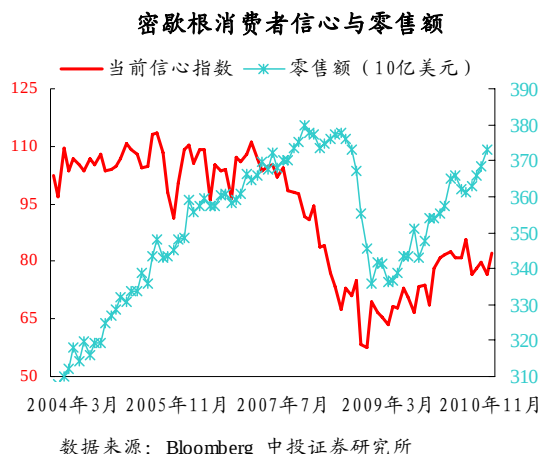
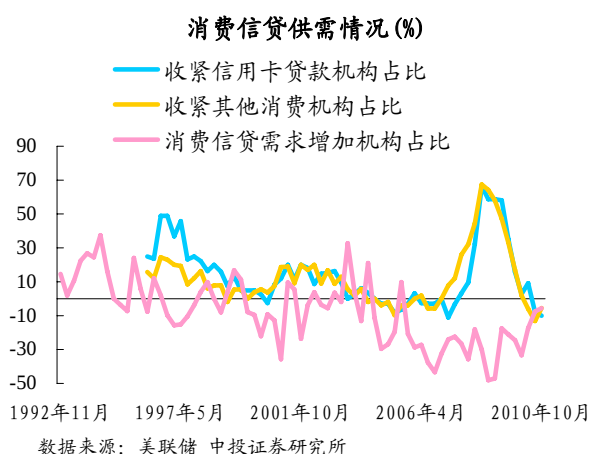


图 25: 消费信贷供需改善



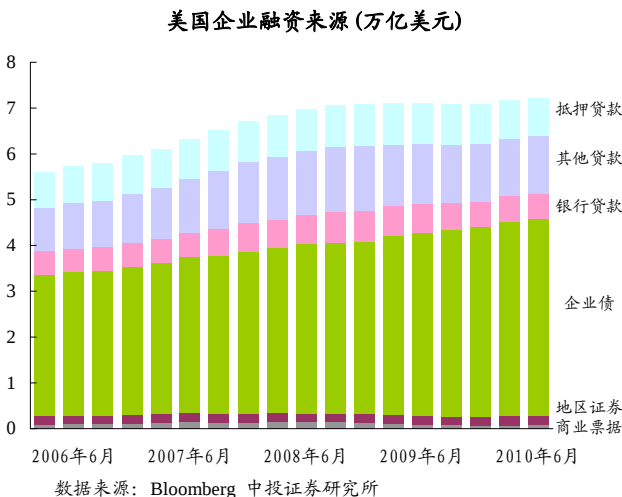
2.2 企业手持巨额现金 就业加速扩张在即

过去两年经济衰退时, 美国企业通过裁员、减少对工厂和设备投资和精简业务等措施提高了现金持有量; 另外企业债券市场的重新开放使得企业通过销售债务和再融资到期的短期债务来提高现金水平(图 27)。截止 2010 年 2 季度, 美国企业共持有 1.84 万亿现金, 同比上升 18%, 占总资产比重达 7%, 为 1960 年代以来最高点。这些现金足以支付一年的资本和股息支出(图 26)。

图 26: 美国企业囤积了巨量现金



图 27: 企业债为企业提供流动资金



我们认为, 持有现金只是企业权益之计, 随着消费的加速, 企业看到更多经济将可持续发展的迹象时, 会将逐渐加大生产和投资活动。11 月 PMI 数据显示企业的经验状况活动有加速迹象(图 28)。另外, 反映企业未来 6 个月资本开支指数显示, 经过 3 季度的下滑后近期显著抬升(图 29)。由于该数据领先 GDP 中的企业投资至少 2 个季度, 可以预计明年上半年企业投资增速将加快。

设备使用率仍处于上升通道意味着产能逐渐恢复, 企业需要更新设备和厂房应对更高的需求。另外, 结合强劲的消费数据可以得知, 和衰退时的被

动增加不同，目前的补库存仍是企业为了应对未来消费增加而主动进行的。因此可以预见，随着消费的增加，企业的补库存或延续到 2011 年 1 季度。

图 28: PMI 指数再度攀升

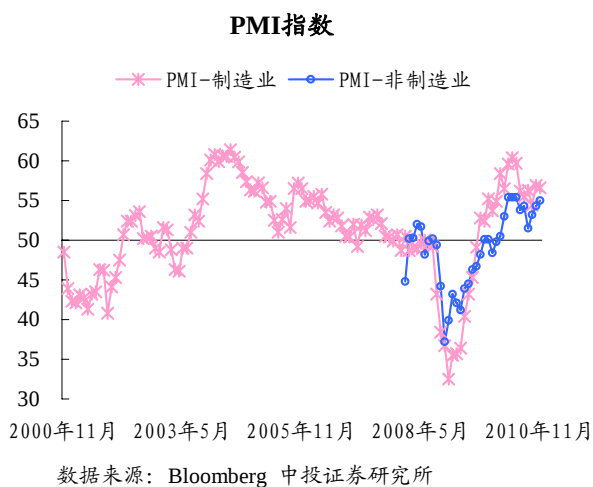
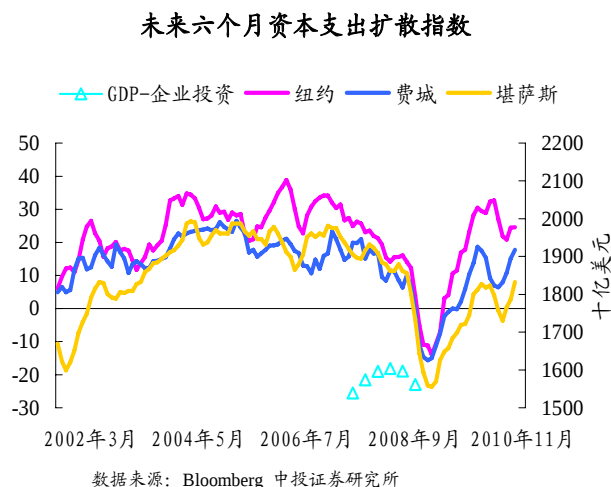
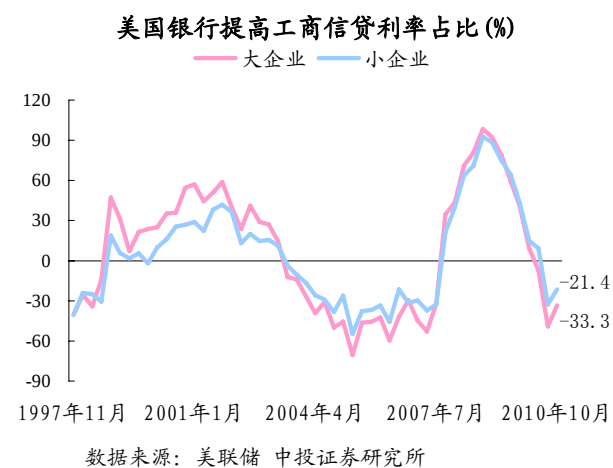
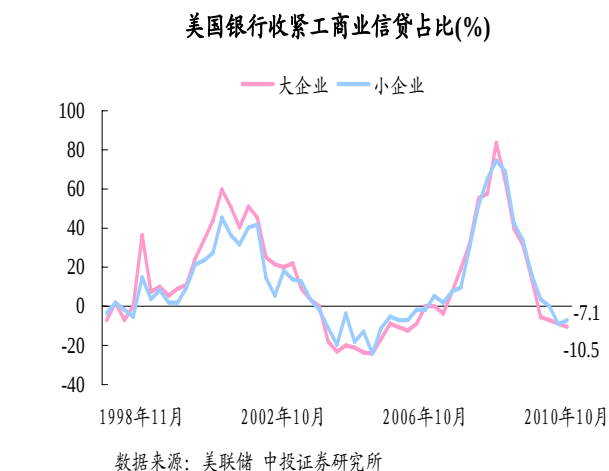


图 29: 未来六个月企业投资仍将高速增长



中小企业信贷状况也开始好转。4 季度调查显示 10.5%和 7.1%的受访机构已放宽大中型企业和小企业的工商业贷款标准，为连续第 4 次和第 2 次放宽标准；另有 33.3%和 21.4%的机构降低了大企业和小企业的贷款利率，基本回到危机前水平（图 29）。信贷状况的好转对企业增加投资将起到锦上添花的作用。

图 30: 中小企业贷款情况有所好转



2.3 2011 年就业市场或加速扩张

如图 31-32 所示，自年初以来，就业人口已经增加 95 万人：服务业增加 83 万人，主要集中在专业及商业服务、教育及卫生、娱乐及酒店、零售批发等；制造业增加了 11.4 万人，主要集中在金属制品、运输、机械等；自然资源及采矿增加了 8.7 万；建筑业下降了 8.7 万人。

展望未来一年，若企业的生产与投资扩张活动持续，就业市场回暖趋势有望加快。由于企业在正式招人前通常增加临时工（领先非农就业 1 个季度），

该指标在 2010 年 4 季度明显加快，这意味着非农就经历 11 月份短暂放缓后有望再度加速上升（图 33、34）。

我们预计 2011 年就业数据复苏将加快至 20w 人/月。按照 1982 年的经验，若就业以每月 20 万人的速度复苏，失业率将在 2011 年下半年降至 9% 以下，全年失业率均值 9%。更长期看，由于这次衰退导致了 812 万人失业，136 万人离开就业市场，这 948 万人大致需要 4-5 年的时间才能消化完毕（图 34）。虽然失业率的下降不会一挫而就，但有这个趋势也将改变消费者和市场对美国经济的预期。

图 31: 就业呈现加速复苏态势

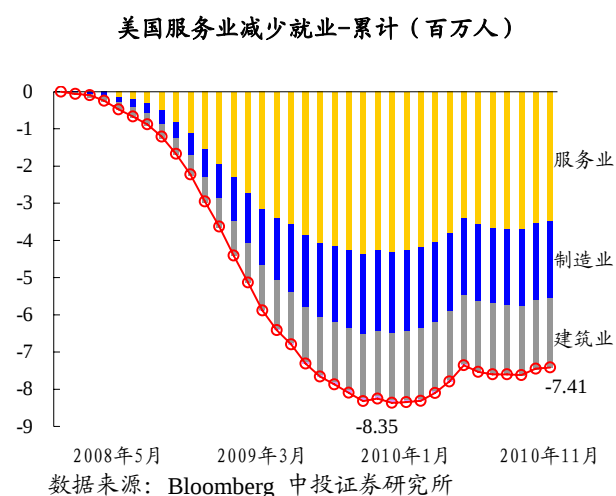


图 32: 临时工加速增加预示非农就业有望加速

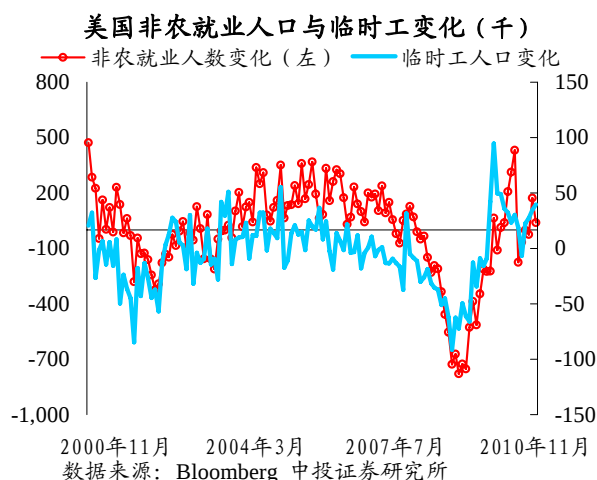


图 33: 就业每月增加 20w 失业率在半年内降至 9%

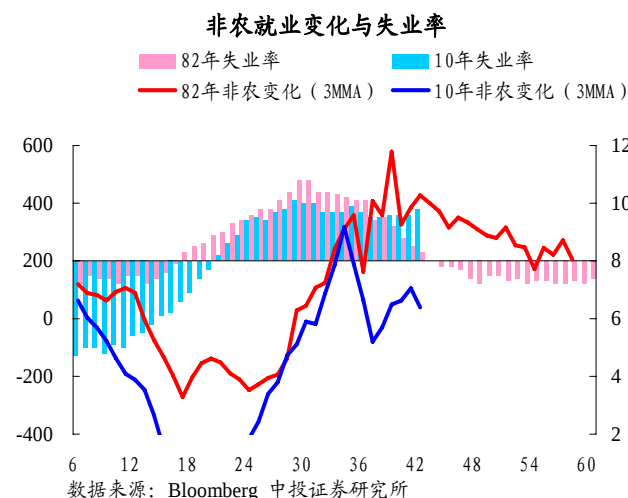
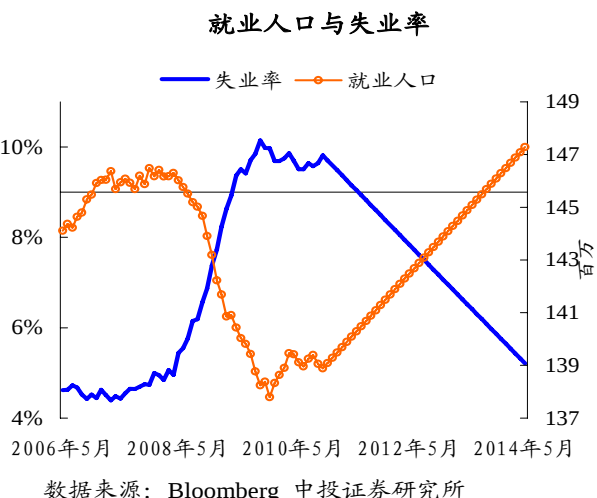


图 34: 到 2014 年失业率或将回到 5% 左右



2.4 供需改善 就业复苏推动房地产

受购房退税优惠计划到期及存货积压影响，美国房地产市场成交量在 2010 年中期创出历史新低。最近成交量有所反弹（图 35）。

从更长期的角度看，我们认为美国房地产市场已经触底。我们比较了美国地产租金收益率和 10 年期美国国债收益率利差发现，当房地产泡沫时利差

为负—>房价下跌—>租金收益率上涨—>利差持续为正—>房地产见底复苏。另外，1988年以来美国的租金收益率均值为6%，经过2007年以来的房价下跌，目前的租金收益率已经接近均值水平。从这两个屡试不爽的先行指标看，美国房地产价格已回落至安全水平（图36）。另外，不断上升的居民收入和被美联储压低的按揭贷款利率共同推高居民购房能力指数（图37）。随着就业市场的好转，2011年住房成交量势必趋势性上升。

图 35：住房深跌后反弹、库存仍在高位

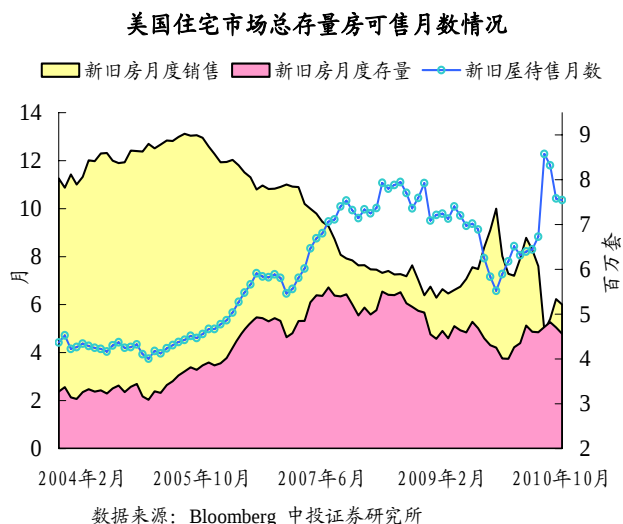


图 36：长期来看美国住宅已较安全

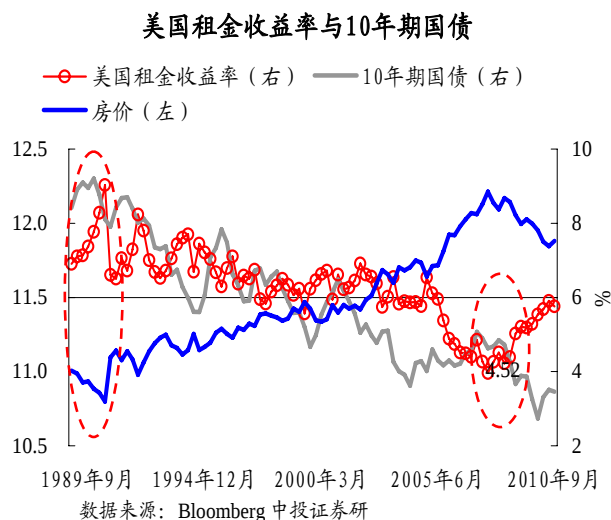
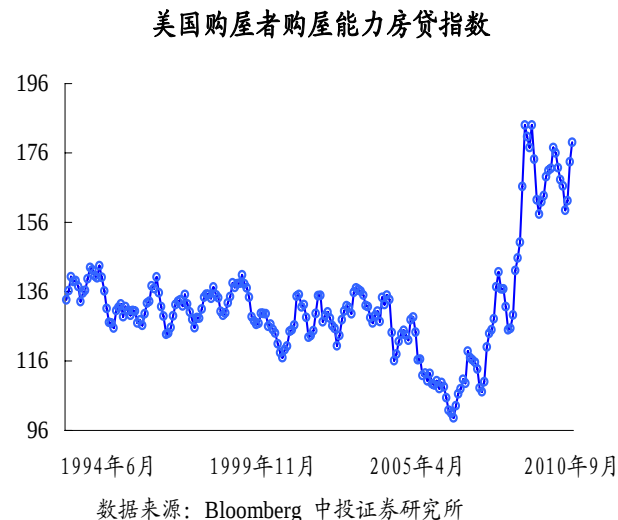


图 37：房价收入比和低利率大幅提升购房能力



二手房进入市场压力释放，未来库存压力下降。如图38所示，2005-2007年发放的可调整利率抵押贷款利率重置最高峰期已经过去（回收房进入市场要滞后6-12个月）。另外随着房价走稳，因房价下跌导致负资产的情况有所好转，违约率显著下降。由于期货市场预测未来两年房价处于震荡态势（图39），因此可以预计2011年新入市回收房对房地产市场的冲击将显著缓解。

图 38: 按揭贷款重置高峰期已过

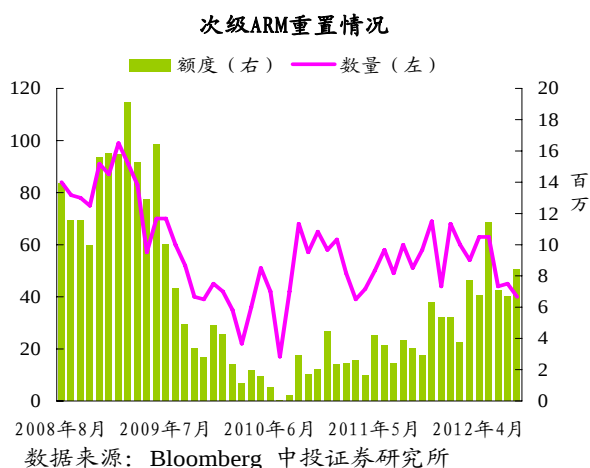
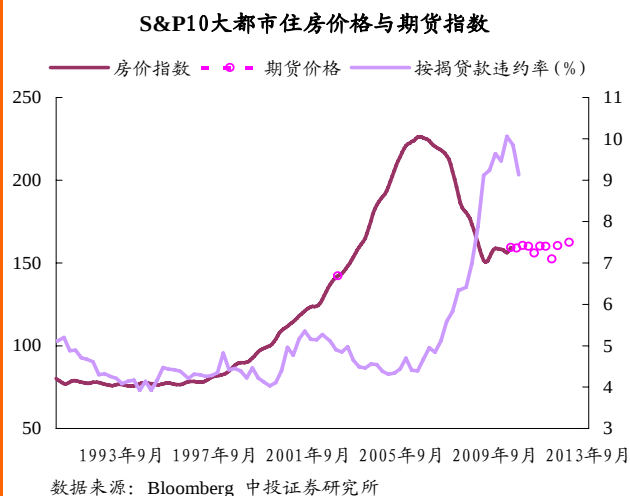
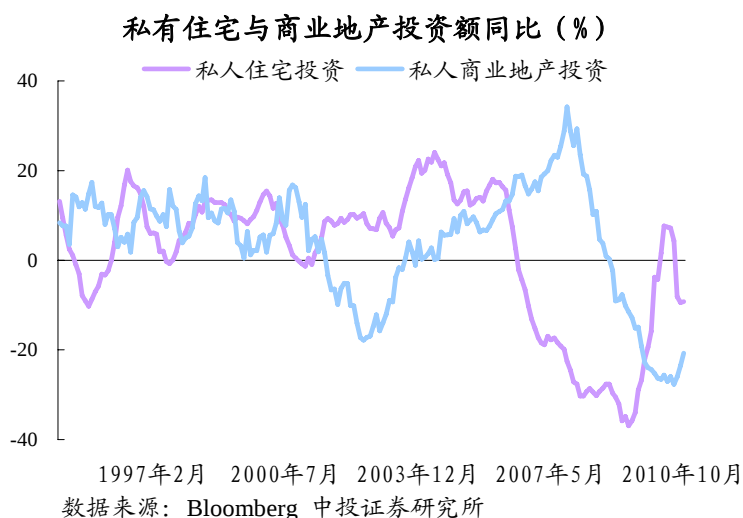


图 39: 房价走稳违约率下降



若 2011 年销量上升, 库存压力减少, 2011 住宅投资有望再度正增长; 另外, 滞后经济周期一年的商业地产投资也有望发力, 共同推动建筑业复苏。届时, 持续衰退 5 年的建筑业就业也有望好转 (图 40)。

图表 40: 建筑业投资有望再度上升



三、美国经济复苏或引发全球流动性拐点

我们认为, 今年中期美国经济的放缓是经济复苏过程中的正常波动, 随着消费的强劲复苏和企业再投资的跟进, 美国经济终将步入有就业复苏。一旦就业数据趋势好转, 美联储在经济数据和强大的国内外甚至美联储内部的反对声中, 或将放缓 QE2 资产购买并于 2011 年 3、4 月份提前终止 QE2, 到了下半年甚至可能采取资产出售以回收流动性。总之, 美国经济二次复苏意味着全球流动性拐点。

3.1 美国经济二次复苏或推动美元升至 90

汇率最终要反映两国经济的相对强弱，欧洲经济增速的放缓和美国经济增速的加快将修正前期因美联储 QE2 引发的美元对欧元贬值。

欧美经济体因贸易及金融的联系，存在一荣俱荣，一损俱损的共振。从历史上看美国经济周期通常领先欧洲半年到一年，而 2007 年开始的这轮经济衰退中，无论是从进入衰退-复苏-复苏见顶，美国都比欧洲领先 1-2 个季度（图 41）。美国在 2009 年 Q4 创下阶段性顶点后，经济增速连续下滑两个季度，今年 3 季度才开始加速，我们预计今年 4 季度美国经济增速将达 2.8%。美国经历过的经济阶段性放缓正在欧洲经济上体现。

更长远的看，美元只是正处于历史大底，而无论是从外汇交易员角度看，还是从过去表现看，美元走势都是由其基准利率及美元指数成分国家利率之差决定的（图 42）。现在市场预期未来 2 年美国都会强于欧元区和日本（图 41），因此美国必然会在欧洲和日本之前紧缩。一旦市场看到美国就业数据加速上升，对联储货币政策预期的拐点或将出现，从而引发美元的反转，如同 2009 年 12 月一样（图 42）。我们预计 2011 年美元指数或升值至 90。

图 41: 美国经济领先欧元区 1-2 个季度

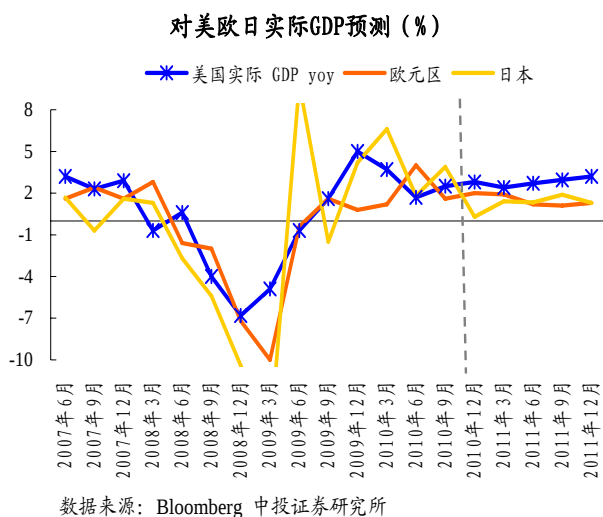


图 42: 紧缩预期或提振 2011 年美元指数至 90

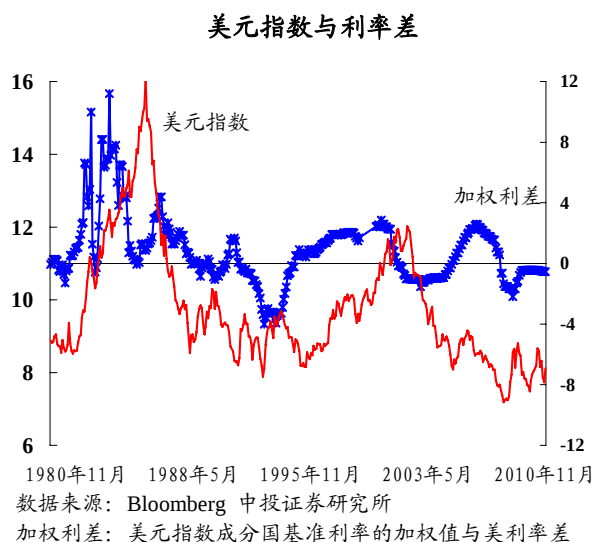


图 43: 非农持续超预期将确立美元反转



数据来源：道通期货 中投证券研究所

3.2 全球流动性面临拐点

由于美国经济数据超预期引发美元反转同时，还会改变市场对美联储出台进一步宽松措施预期的逆转，从而结束 2007 年 9 月份开始的史无前例的流动性宽松状态的拐点。

11 月 4 日美联储在 FOMC 声明中表示将“根据未来情况定期回顾其债券购买进度和资产购买计划总规模并根据需要进行调整以实现最大化就业和价格稳定”。也就是说如果未来失业率大幅下降，通胀水平上升（或预期上升），美联储有可能提前终止 QE2 计划。实际上 QE2 实施以来美联储仅购买了 570 亿美元国债，扣掉同期到期的 277 亿美元 MBS，联储目前 QE2 执行慢于市场预期（图 44）。

自 8 月 10 日美联储重启国债购买以来，通胀预期已经大幅跳升（图 45）。接下来就看就业，由于我们预测明年就业市场会以每个月 20 万人的速度复，下半年失业率将下降至 9% 以下，美联储继续执行 QE2 的必要性不大。我们预计美联储或将于 2011 年 3、4 月份提前终止 QE2，到了下半年升值甚至可能采取资产出售以回收流动性。考虑到期货市场从来都是提前反应，绝对不会等到失业率开始大幅下降，或者美联储自己说要中止 QE2 才去反向操作。因此我们认为一旦市场看到就业数据持续超预期，就会同 2009 年 12 月-2010 年 3 月那样导致对流动性预期的逆转，从而导致资金撤离风险资产。

图 44: 美联储资产购买计划进行尚未达到预期

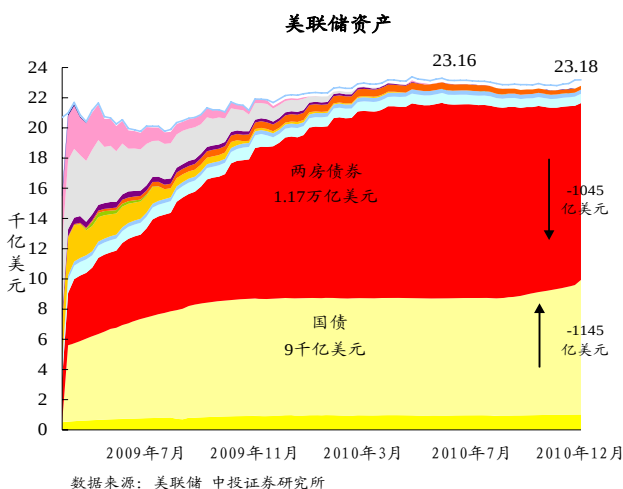
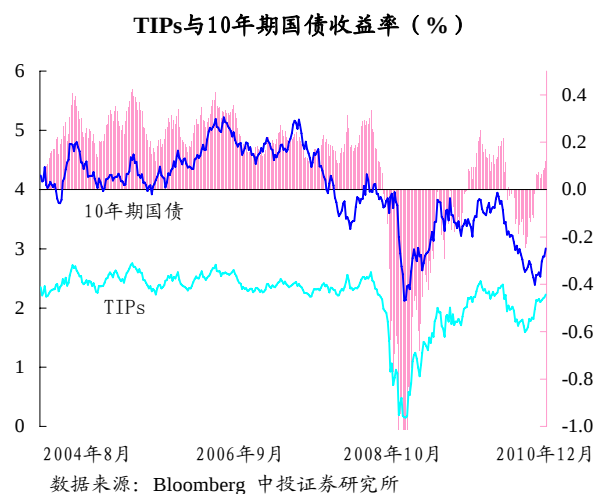


图 45: 通胀预期反弹



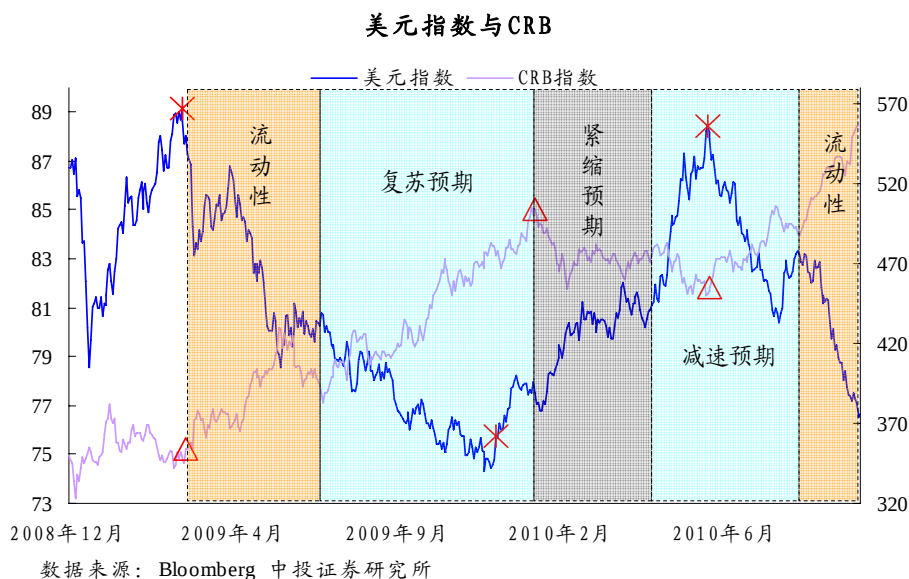
3.3 流动性预期拐点将引发商品中期调整

定性的说，我们认为自从2007年9月份联储减息开启全球央行史无前例的流动性释放以来，实体经济的低迷和基础货币的泛滥促使大量投机资金进入商品市场，从那时起，商品价格就开始脱离基本面支撑。一个典型的例子即是2008年上半年，无视需求已经萎缩的事实，原油价格被资金推到147\$/桶，当金融海啸发生后，资金又反手做空将原油价格砸到33\$/桶，完全无视OPEC的减产协议。随后，资金又在经济复苏预期推动下大肆做多商品。明年将是央行货币政策紧缩元年，这样在期货市场“翻云覆雨”的资金势必减少，商品价格在经历“去虚火”的中期调整后，方能恢复到真正反映基本面的定价方式。

由于这波商品的上涨主要是QE2预期推动，一旦美元反转，QE2预期落空，商品不可避免的将面临中期调整压力。有人认为，如果欧洲没大问题，美国就业数据好转说明基本面好转，商品不会跌反而会和美国同涨。但从去年12月——2010年3月欧债危机爆发前美元和商品走势可以看出（图46灰色部分），流动性紧缩预期笼罩下，基本面复苏难以独撑商品泡沫，商品价格将下跌。

简单说就是市场早已充分透支了基本面复苏预期，但完全没有考虑到流动性逆转的预期，一旦流动性预期逆转，商品必然要跌倒符合基本面价格的水平。我们认为基本面决定的原油合理价格在75\$/bbl。铜的泡沫比原油更大，中国紧缩预期强化后，铜也会下跌到6000\$/lb。

图 46: 2009 年 12 月就业数据超预期引发美元反转 1 个月后商品进入中期调整



以原油为例，经过 2006-2007 年原油价格的大幅上涨，全球对原油产能的投资加速并终于在 2008 年转为产能，但很不幸的遇上金融危机，这部分产能闲置。需求方面，虽然今年石油需求强劲反弹，但明年这种超跌反弹或将结束，同比增速将回落至经济较为温和的水平——1.3%。按这样增速，到 2012 年石油需求或将上升至 8940 千万桶/日，但仅仅考虑 OPEC 目前 560 万桶/日的剩余产能（OPEC 产量仅占全球 34%）也可以满足未来两年全球需求的增长（图 47、48）。

图 47: 剩余产能巨大 产量也有提升空间

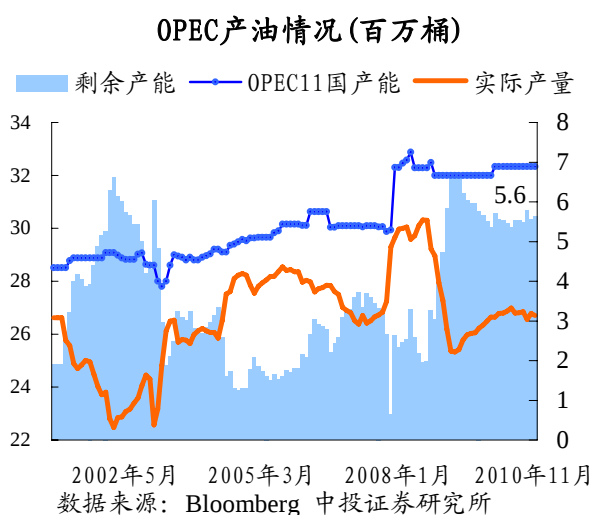
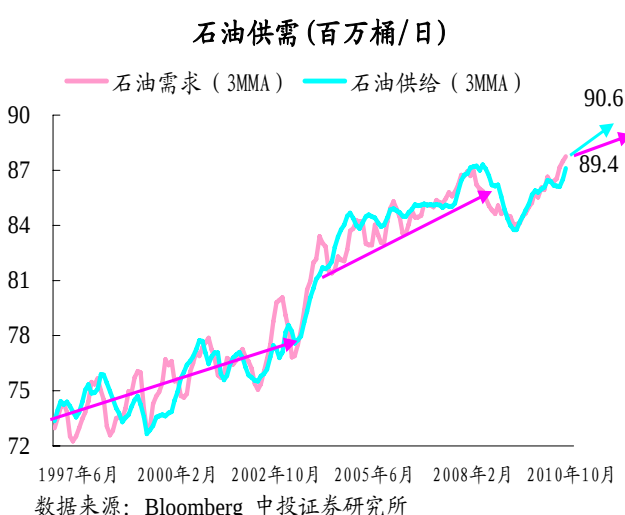


图 48: 未来两年原油不存在供需缺口

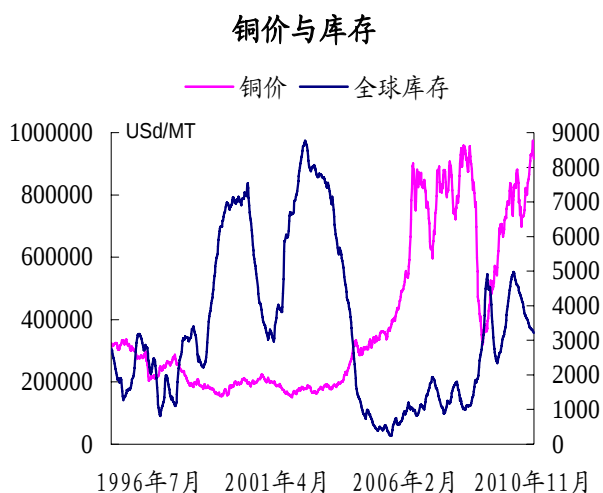


2008 年铜在强大的中国需求和弱势美元共同推动下涨至 8900\$/吨。一方面当前看未来 5 年中国经济增速肯定小于在 2007 年时每年 10% 的预测，另一方面铜交易所期货库存尚在历史高位，而价格已经涨过 2008 年高点，泡沫化程度严重（图 49）。由于铜价主要看中国，考虑到明年中国政府投资将回落而紧缩力度将加大，中国故事在金属领域作用下降。如果在这个背景下美元再走强，

势必引发铜价调整。

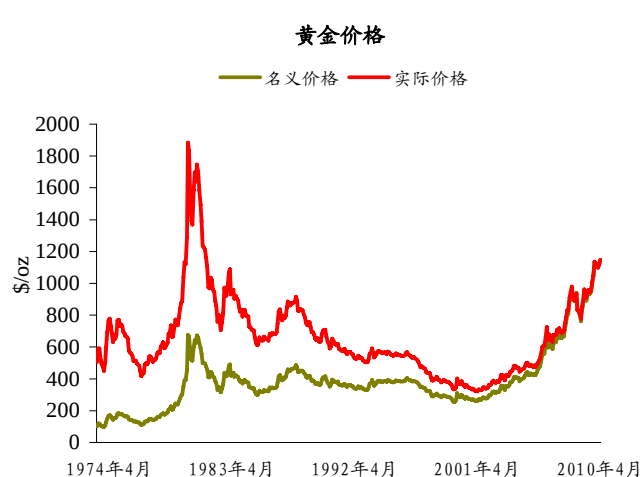
商品中泡沫最大的是黄金，和原油不同，从 07 年危机以来黄金炒完危机炒货币泛滥，基本没有大跌过（图 50）。只要欧债危机爱尔兰危机不升级，按照美国目前复苏态势，市场对美联储紧缩预期早晚会出现，也就是说危机和货币泛滥两大黄金价格支柱都会消失，因此我们认为黄金已经见了历史大顶。未来几年美联储终将进入加息周期，黄金跌回 07 年的 600\$/盎司只是时间问题。

图 49：高库存和低中国增长前景 但铜价却在高位



数据来源：Bloomberg 中投证券研究所

图 50：黄金处于历史大顶 经济复苏将戳破泡沫



3.4 美元反转降低人民币升值压力

11 月 2 日美国大选胜负已分，国会议员为争取选民而对人民币做出的强压姿态将无必要，另外控制众议院的共和党将对民主党未来政策造成更大制衡。考虑到共和党代表大企业、崇尚自由贸易，其上台将限制代表工会利益的民主党继续推行过于激烈的贸易保护主义政策。未来中国人民币升值问题而面临来自美国的政治压力将下降。

若来自美国政治压力减少，人民币升值的主动力将会消失，人民币升值将放缓。6 月份人民币和美元脱钩以来呈现出对美元被动升值态势，即美元走弱、人民币走强；美元走强、人民币走弱，并没有形成对美元持续升值的态势。这是因为人民币市场化程度有限，升值是政府不得已的选择，因此并不会像其他市场化货币那样因为加息、顺差而升值。

我们认为人民币或快或慢的升值并不会打消资金对人民币升值的预期，只要是单边的升值只会引发热钱加速流入。假设央行让人民币一次性升值 10%，热钱可能还会指望 20%；给 20%，热钱可能又会指望 30%。因此央行让人民币兑美元双边大幅波动是打击热钱最好的选择。

从图 51 可以看出，NDF 的升值/贬值预期会引发热钱的进/出，而 NDF 又是围绕真实的人民币汇率波动而波动。08 年 9 月份后，金融海啸袭击全球，新兴市场国家货币暴跌，人民币 NDF 预期也大幅下降，但实际上人民币汇率稳定了一年。2010 年年初，NDF 升值预期再起，但由于人民币继续横盘，市场预期也随之打消（图 52）。因此，未来 NDF 怎么走，及未来热钱的大方向，

由人民币对美元的即期汇率决定，即央行决定。

图 51: 升值或贬值预期引发热钱进出

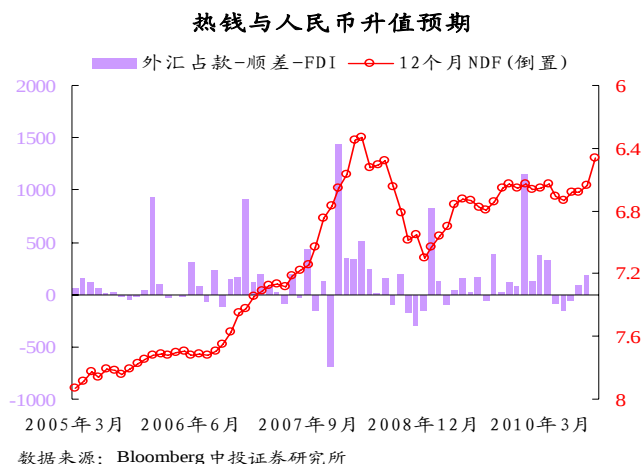
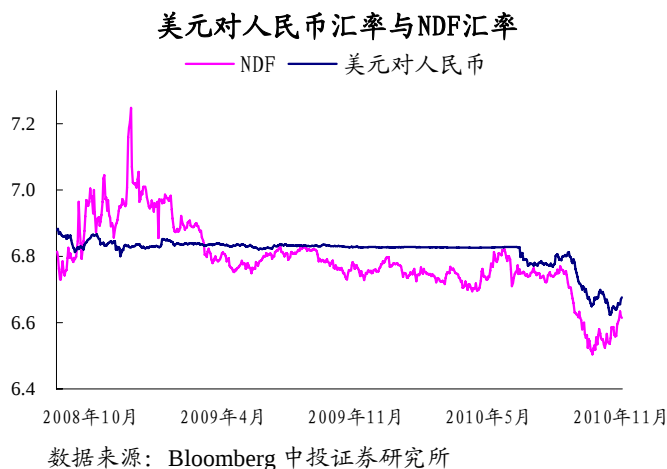


图 52: 人民币即期汇率决定 NDF 反之则未必然



我们认为，央行应对国内流动性过剩要解决的最大问题是利率而非汇率。

如图 53 所示，07 年以来所有的外汇占款占 M2 比重在 30% 左右，剩下的大部分都是贷款。09 年以来，国内新增信贷达 17 万亿(合计 2.5 亿美元)，比深受金融危机之害的美联储投放的货币都要多（美联储增加了 1.7 万亿美元）。天量的信贷投放在去年推升房地产和股市等资产价格之后，今年终于传导至普通消费品，引发 CPI 的上升。8 月份后美联储 QE2 预期再起对中国的流动性压力而已只是压断骆驼背的最后一根稻草。因此，我们认为相对提升汇率减少因人民币低估造成的被动流动性投放，央行不如限制信贷、增加利率来解决通胀问题。

图 53: 内因而非外因推动国内流动性过剩

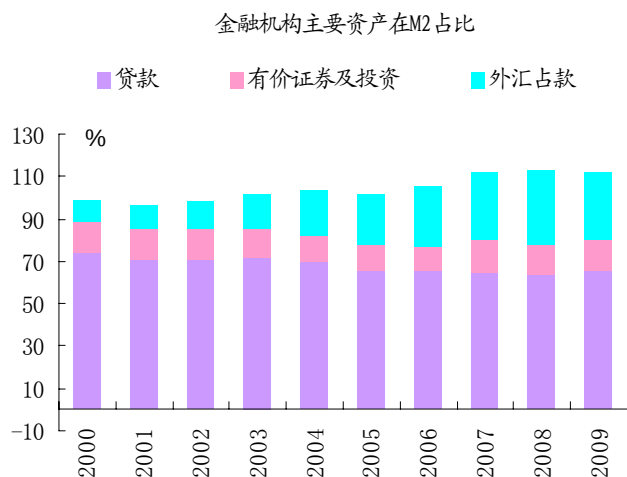
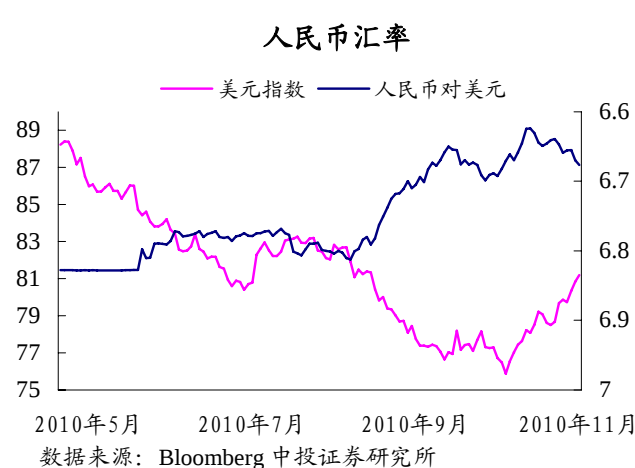


图 54: 脱钩后美元指数和人民币负相关



如图 54 所示，6 月份人民币对美元脱钩以来，美元指数与人民币显著负相关，并且拐点提前人民币汇率。我们预计明年美元会趋势性升值，因此人民币对美元只能艰难保持小幅上涨 1-2%。

综合考虑，我们认为未来人民币升值幅度会显著放缓，若明年美元反转，人民币对美元甚至可能会阶段性贬值。2011 年 1 季度人民币 NDF 也会大幅下跌，热钱可能会失望而归。

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 12 层北翼 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434