

美国经济、美元汇率与大宗商品价格

之一 —— 在近忧远虑中蹒跚前行的美国经济

莫倩¹ 尤宏业² 高伟栋³

2011 年 5 月 10 日

内容提要

大宗商品价格和美元汇率在上周经历了戏剧性的变化。身处其中的投资者面对暴跌的商品和明显反弹的美元，在惊心动魄之余，也不可遏制地陷入深深的迷惑与思考：美元的反弹能否持续？大宗商品是调整还是雪崩？美国经济迎来的是黎明还是“伪黎明”？

本文为这一系列报告的第一篇，主要侧重于对美国经济的考察，关于美元汇率和大宗商品的讨论请参考我们即将推出的报告。

- 我们认为当前的美国经济类似于 1992-1994 年的情况。经济从信贷紧缩中恢复过来，但复苏的力度仍比较弱，也未能有效转为就业的明显提升。
- 在新的技术力量仍未能浮出水面的情况下，也许至少在未来 1-2 年的时间里，美国经济可能仍维持目前的格局：即经济温和复苏，但就业市场的改善有限，整体上美元汇率低位徘徊。
- 回顾历史经验，只有比较快速的技术进步，才能推动美国经济出现比较强劲的增长和强势美元的局面。不过这一点还存在巨大的争议和不确定性。

¹ 高级宏观分析师，moqian@essence.com.cn，S1450511020021

² 宏观分析师，youhy@essence.com.cn，010-66581625，S1450511020028

³ 联系人，gaowd@essence.com.cn，010-66581626

引言

大宗商品价格和美元汇率在上周经历了戏剧性的变化。身处其间的投资者面对暴跌的商品和剧烈反弹的美元，在惊心动魄之余，也不可遏制地陷入深深的迷惑与思考：美元的反弹能否持续？大宗商品是调整还是雪崩？美国经济迎来的是黎明还是“伪黎明”？

本文为这一系列报告的第一篇，主要侧重于对美国经济的考察，关于美元汇率和大宗商品的讨论请参考我们即将推出的报告。

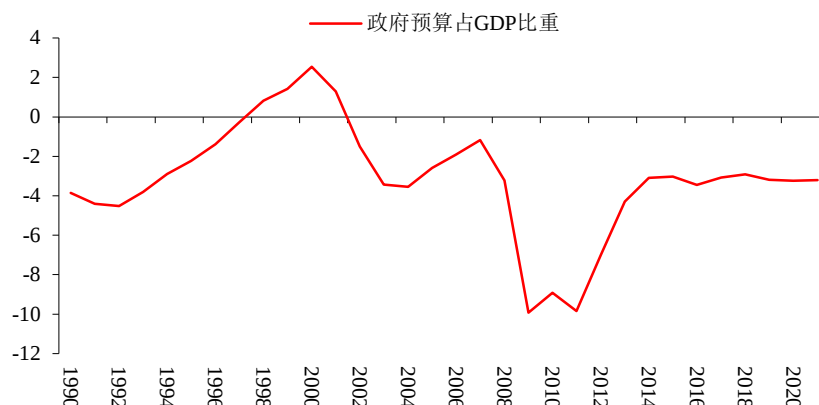
在经历去年 2 季度之后的节节攀升后，今年 1 季度美国经济出现了明显的放缓，其 GDP 环比折年率的增速为 1.8%，较去年 4 季度 3.1% 的水平出现了明显的下降。实际上，美联储近期下调了 2011 年美国经济增速的预期，经济学家们的一致预期也下调了 2011 年的美国经济增速。

在黯淡、毫无亮点的经济数据之下，美国经济到底怎么了？复苏的前景又如何呢？

从一些分析人士的评估来看，1 季度美国经济的放缓可能主要和一些短期的和临时性因素有关，包括今年早些的恶劣天气，高油价对汽车等消费的抑制，以及政府开支的短期放缓等。尽管这些短期因素可能仍然会影响 2 季度的经济增长，但看起来大多数经济学家预期下半年后美国经济可以重新回到 3% 左右的水平。

需要说明的是，尽管 1 季度明显回落的政府开支可能在今年年内可以得到恢复，但从中期角度来看，政府开支的收缩将会是一个趋势，并可能会对中期内的经济增长产生一定的负面影响。在此背景下，我们有必要来检查一下美国经济增长两大支柱——投资和消费未来的前景。

图 1：美国政府预算赤字占 GDP 的比重（%）

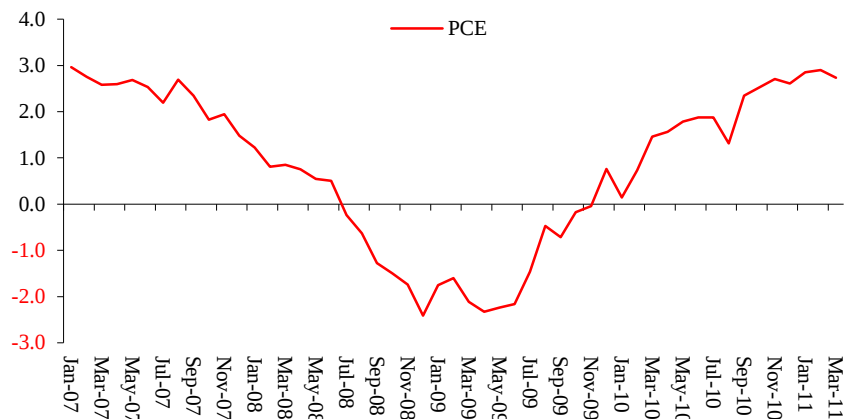


数据来源：CEIC，安信证券

1、消费

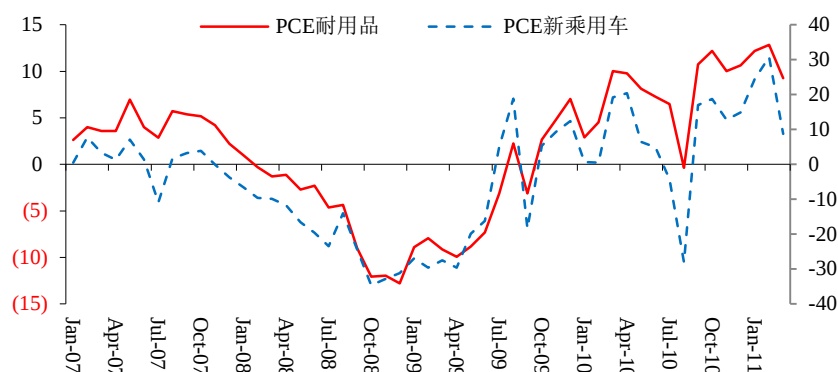
自去年下半年以来，美国消费出现了稳步上升的局面，增速回到经济危机前的水平。但今年一季度，消费出现了一定放缓，特别是 3 月份消费增速较 1、2 月份有所下滑。从细项数据来看，服务的消费增速在上行，但商品特别是耐用品的消费则出现了明显的下降。汽车等耐用品消费的下降也许和高油价、以及较往年异常寒冷的天气有关。

图 2：美国个人消费同比（%）（2005 年不变价）



数据来源：CEIC，安信证券

图 3: PCE 耐用品和 PCE 新乘用车同比 (2005 年不变价)

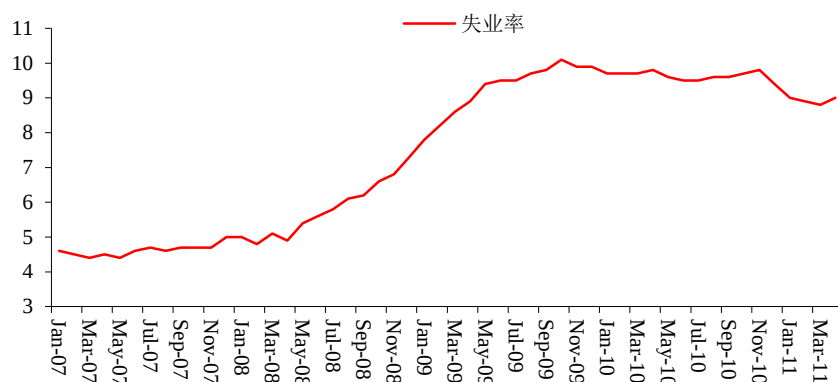


数据来源: CEIC, 安信证券

从支持消费的基本面力量来看,随着美国就业市场的逐步改善和消费信贷的温和回升,我们相信美国的消费数据将继续增长。

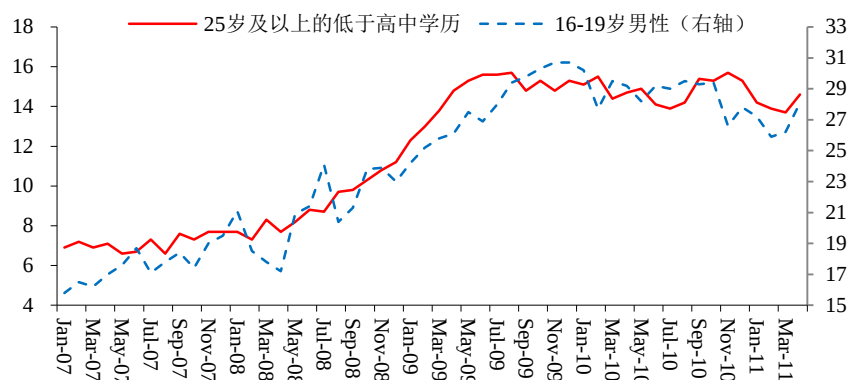
迄今为止,美国的劳动力市场可能仍然遭受一些结构性问题的影响。例如,美国就业市场的参与率仍然很低,几乎是发达经济体中最低的;在失业人口中,大约有一半以上是在过去 6 个月中未曾工作的;失业的人口主要集中在受教育水平较低的男性人群等等。

图 4: 美国失业率 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

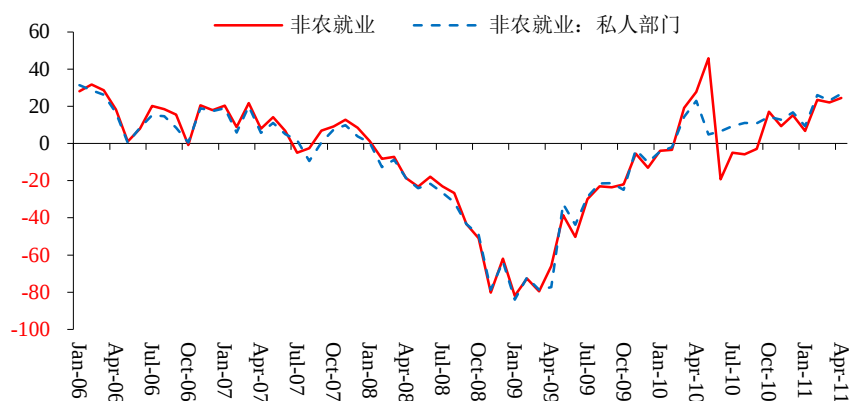
图 5：美国 25 岁以上低于高中学历和 16-19 岁男性失业率（%）



数据来源：CEIC，安信证券

然而，在这些结构性因素之外，如果我们追踪周度和月度的就业数据，可以看到随着美国经济的逐步恢复，美国新增就业人口保持一定数量的稳定增长，并带来工资的上升和失业率的下降。

图 6：美国非农和私人部门新增就业人数（万人）



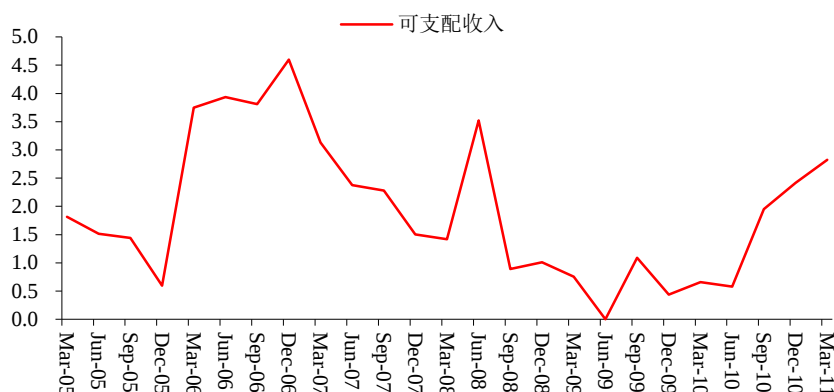
数据来源：CEIC，安信证券

美国劳工部最新公布的 4 月份的就业数据显示，美国 4 月份增加就业 24.4 万人，其中，私人部门新增就业 26.8 万人，为 2006 年 2 月份以来的最高水平。此外，美国劳工部还调高了 2 月份和 3 月份的新增就业数据。实际上，大约自去年

4 季度以来，美国新增就业人数一直处在稳定的上升过程中⁴。

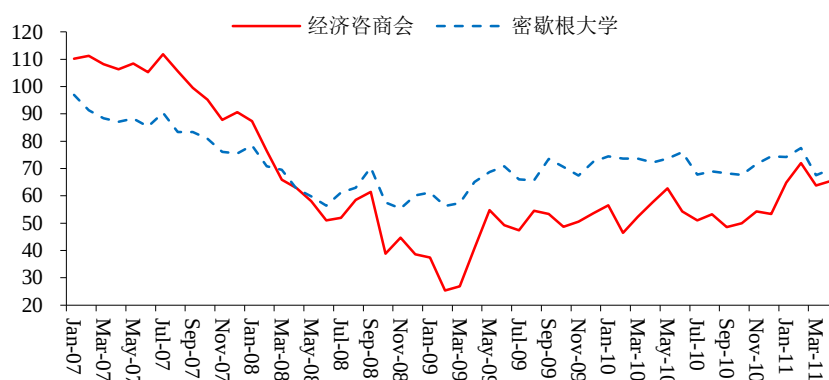
在就业稳步改善的情况下，美国住户部门的可支配收入的实际增速和实际工资增长均出现了一定的回升。随着工资的回升，消费者信心数据在拾级而上。最新公布的美国主要消费者信心数据也处在相对不低的水平。

图 7：美国个人可支配收入同比（2005 年不变价计算）



数据来源：CEIC，安信证券

图 8：美国主要的消费者信心指数



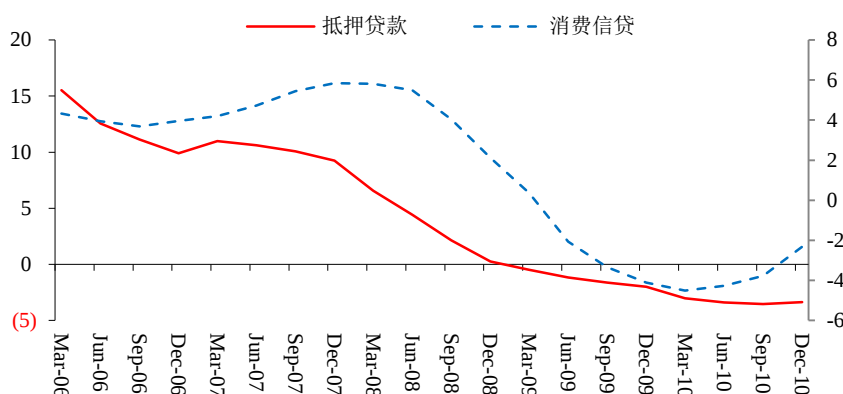
数据来源：CEIC，安信证券

此外，金融条件的缓解也将有助于消费的提升。美联储 5 月 2 日公布一项调

⁴稍微令人困惑的是失业率数据：美国 4 月份的失业率从此前 8.8% 的水平上升到 9% 左右的水平，并且其失业总人数还处在上升的过程中。这一数据与 4 月份新增就业人员数据出现背离。但考虑到新增就业人数来自于企业调查，其样本范围要大于失业率数据基于入户调查，因此，我们更加看重新增就业人口这一数据。

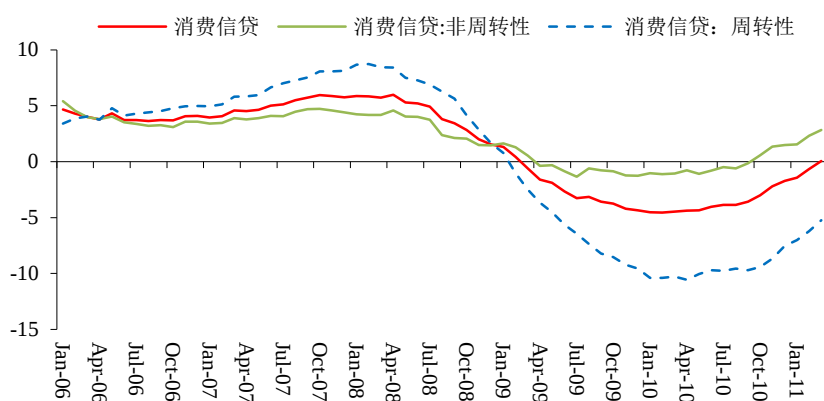
查显示，越来越多的银行放松了他们自 1994 年以来对消费信贷的审核标准。而近来，剔除掉住房贷款之外的美国消费信贷数据则出现了稳步回升的局面。从细项数据来看，消费信贷的回升主要来自于教育和购买汽车的非周转性信贷；而周转性的信用卡信贷仍处在持续收缩的过程中，但是其程度已经较前期明显放缓了。

图 9：美国抵押贷款和消费信贷同比增长（%）



数据来源：CEIC，安信证券

图 10：美国消费信贷同比增长（%）



数据来源：CEIC，安信证券

2、投资

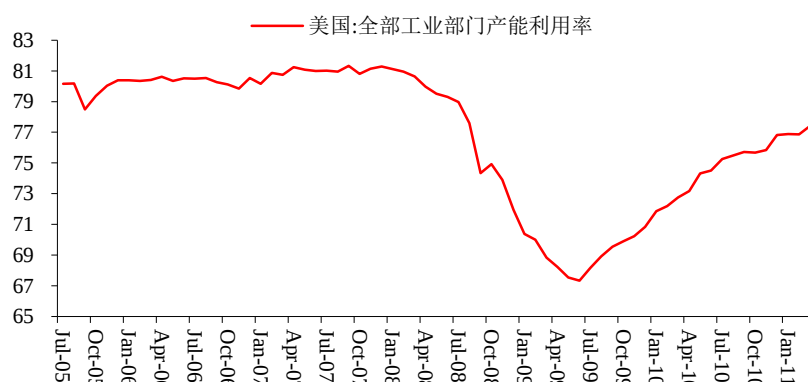
(1) 私人部门投资

1 季度的私人部门投资偏弱，但如果考虑到美国企业部门强劲的盈利水平，不

断抬升的产能利用率，以及不断好转的融资情况，私人部门的投资需求应该会逐步启动。

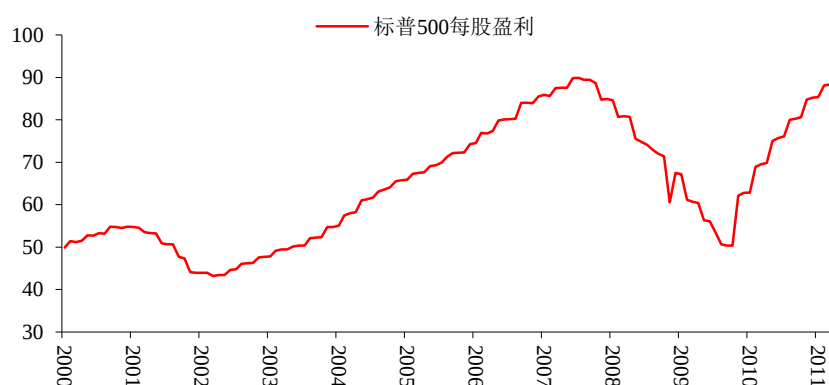
从美国企业部门的盈利来看，标准普尔衡量的每股盈利已经创下了危机后的新高，离危机前的水平也相差无几。这么高的企业盈利水平无疑和企业部门产能利用率的抬升是有关系的。

图 11：美国工业部门产能利用率（%）



数据来源：Wind，安信证券

图 12：标普 500 每股盈利（美元）



数据来源：Wind，安信证券

此外，美国企业部门的融资情况近来也出现了一定的恢复。我们可以看到，企业在债券市场的发债和再融资金去年四季度以后出现明显地回升。

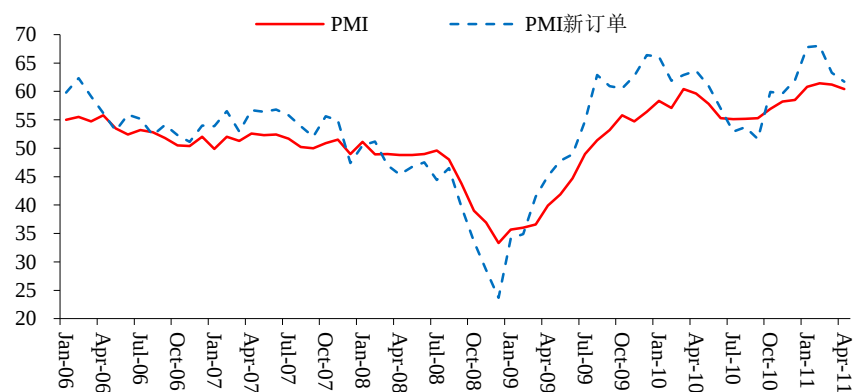
图 13：美国企业新债券发行额月度（百万美元）



数据来源：Wind，安信证券

从新近公布的 4 月份的美国 PMI 数据来看，尽管较前期的高点有一些回落，但整体而言美国的新订单情况仍处在高于历史较好的水平。

图 14：美国 PMI 和新订单指数



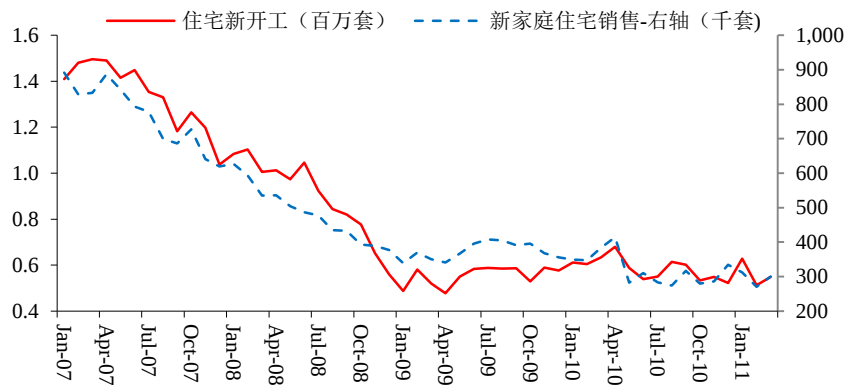
数据来源：CEIC，安信证券

（2）房地产市场的情况则令人担忧

但令人担忧的是美国房地产市场情况。尽管美国房地产市场的调整也有数年的时间，但房地产市场的成交量以及新屋的开工量一直处在比较低的水平，而且房地产价格尚处在下降的通道之中。当然，这可能在一定程度与美国就业市场改善

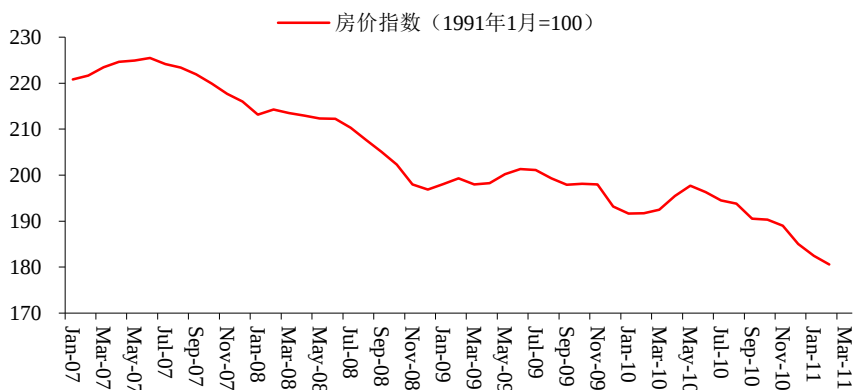
程度偏弱有关。

图 15：美国房地产住宅新开工和新住宅成交量



数据来源：CEIC，安信证券

图 16：美国房地产住宅新开工和新住宅成交量



数据来源：CEIC，安信证券

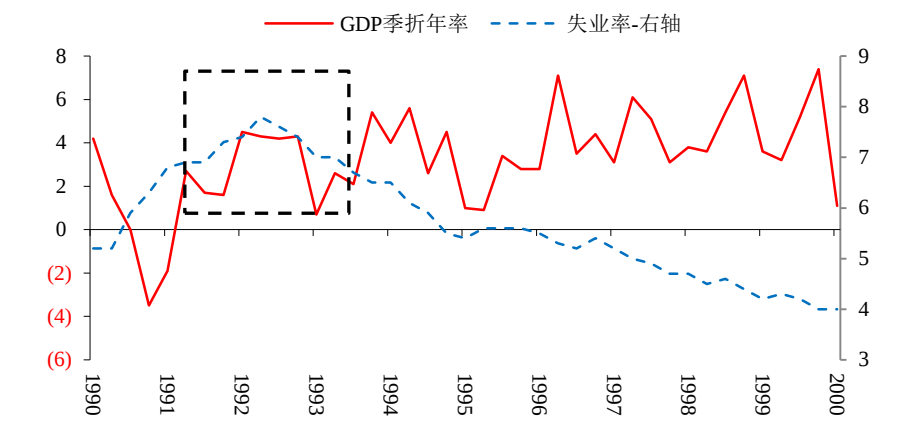
3、未来美国经济趋势

总体来看，当前的美国经济类似于 1992-1994 年的情况。经济从信贷紧缩中恢复过来，但复苏的力度仍比较弱，也未能有效转为就业的明显提升，因此被称为“无就业的复苏阶段”。

我们可以看到,1991 年下半年美国的 GDP 增速回到历史平均水平,并且在 1992 年上升至 4%左右的高增速。但同期，美国失业率是在 1992 年 6 月份才见顶，直

到 1994 年才逐渐回落到 1991 年之前的水平。

图 17：美国 GDP 折年率和失业率 (%)



数据来源：CEIC，安信证券

如果我们的上述猜测是正确的，在新的技术力量仍未能浮出水面的情况下，也许至少在未来 1-2 年的时间里，美国经济可能仍将维持目前的格局：即经济温和复苏，但就业市场的改善有限，整体上美元汇率低位徘徊。

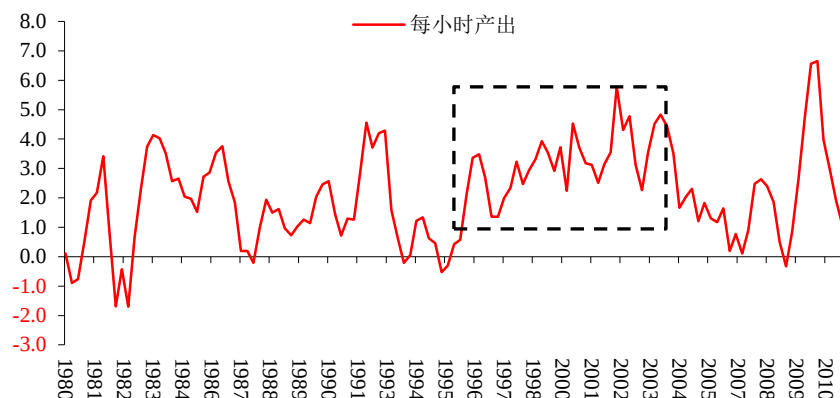
那么接下来的问题自然是，美国经济何时能够出现比较强劲的增长呢？从过去几十年美国的经济的历史来看，只有技术进步才是美国经济强劲增长和强势美元的真正动力。但在这一点上目前还存在巨大的争议和不确定性。

近来，美联储主席伯南克和美国财政部长盖特纳在不同场合提出了“强势美元”的概念，但几乎具有讽刺效果的是，美元汇率近期不断创出新低，并接近最近 3 年的低点。从最近 40 年美元汇率波动的历史来看，只有信用的剧烈收缩或者强劲技术进步，才会促使强势美元的出现。

在目前美国的信用创造功能正在从危机后逐步恢复的情况下，看起来只能依靠比较快速的技术进步，才能出现美国经济比较强劲的增长和强势美元的局面。实际上，如果我们回顾 1990 年代的历史，正是 1995-2000 年期间美国异常高的生产

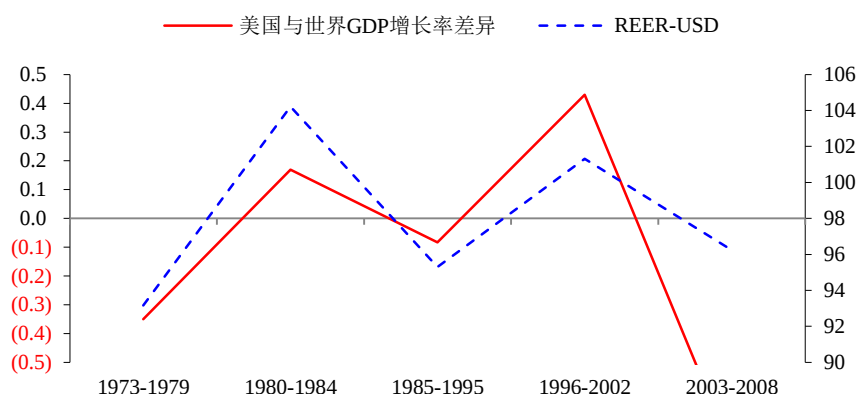
率，才是美元走强和美国经济强劲增长的基石。

图 18: 美国单位劳动力每小时产出同比 (%)



数据来源: CEIC, 安信证券

图 19: 世界实际 GDP 增长率的差异与美元趋势 (右轴) (%，1973 年 3 月=100)

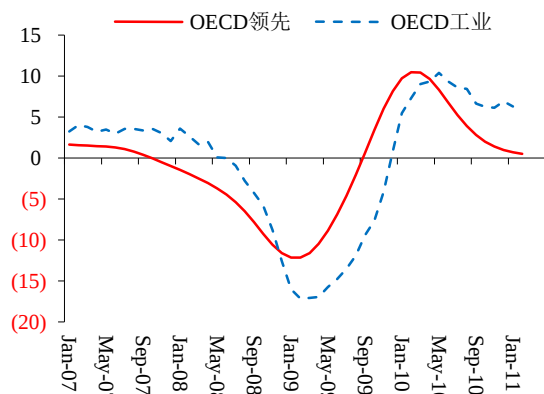


数据来源: World Development Indicator 2009, CEIC, 安信证券

那么，这一轮，技术进步会很快发生吗，并继续充当美国经济的救世主吗？尽管奥巴马总统在持续推进他的创新战略，但看起来目前美国生产率的进步仍比较有限，尚未出现明显的技术突破领域。有关这些方面的数据发展，我们会持续跟踪。需要强调的是，一旦出现了这一情况，那么美元汇率会终结弱势的格局，出现明显的上升，并对全球资产价格和新兴市场的资本流动等形成深远的影响。

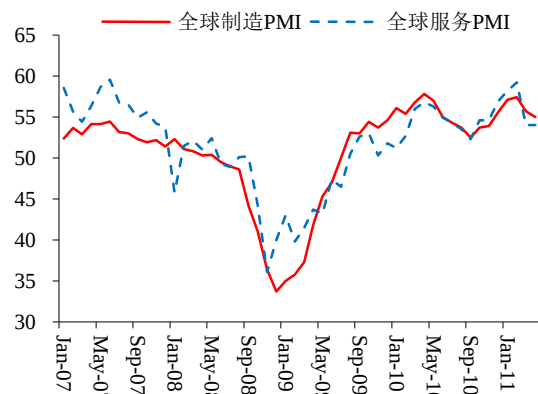
图 1: OECD 领先和工业指数同比

%



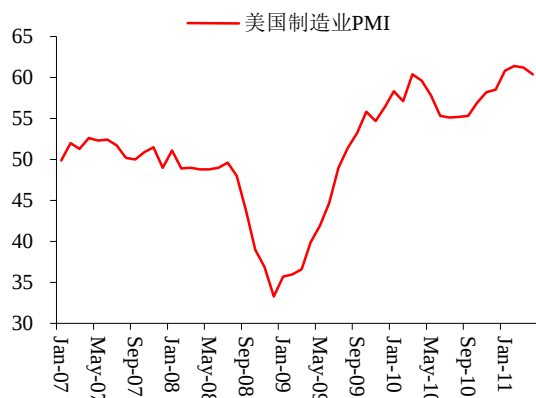
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 2: 全球 PMI 指标



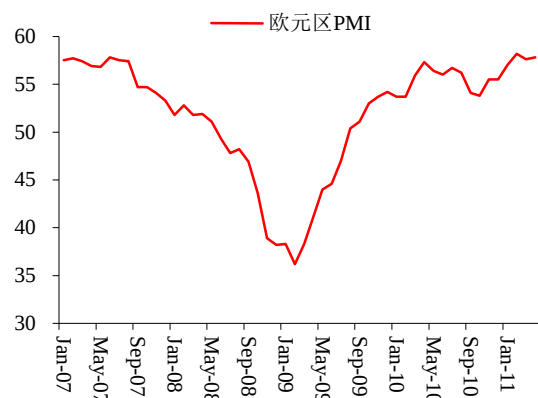
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 3: 美国制造业 PMI



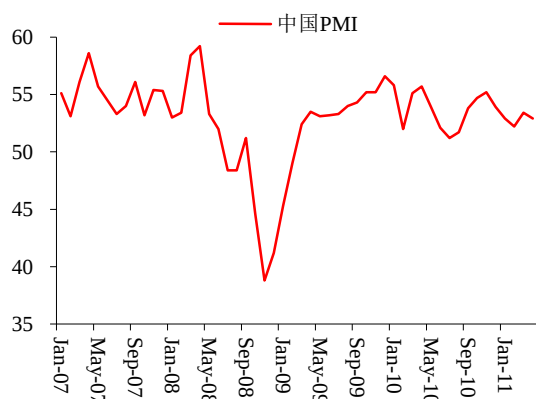
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 4: 欧元区 PMI



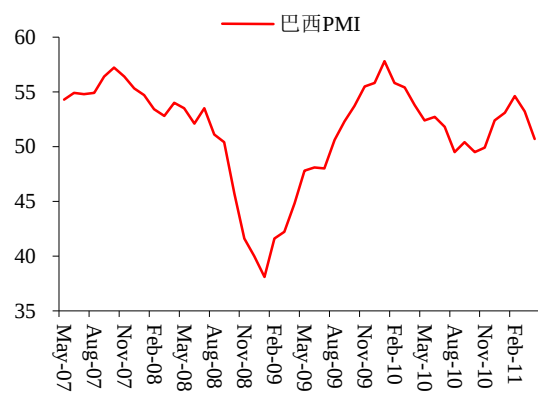
数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 5: 中国 PMI



数据来源: Bloomberg, 安信证券

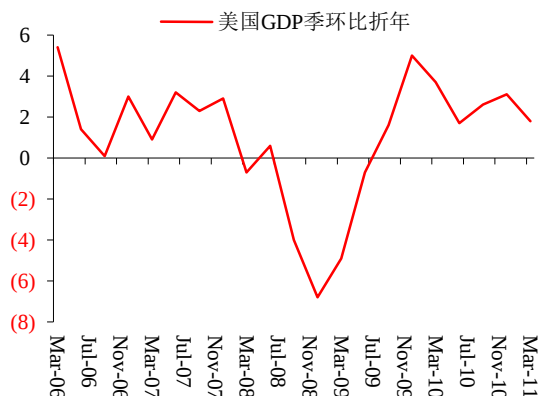
图 6: 巴西 PMI



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 7：美国 GDP 季环比折年

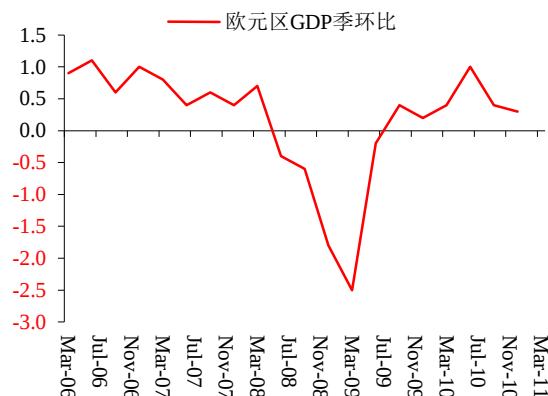
%



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 8：欧元区 GDP 季环比

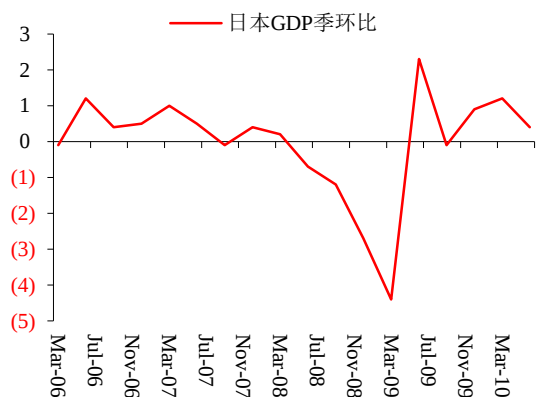
%



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 9：日本 GDP 季环比

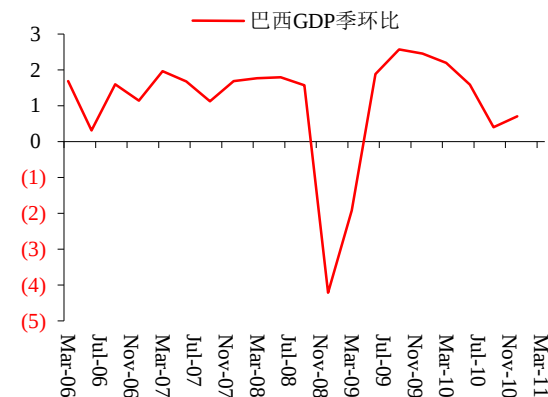
%



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 10：巴西 GDP 季环比

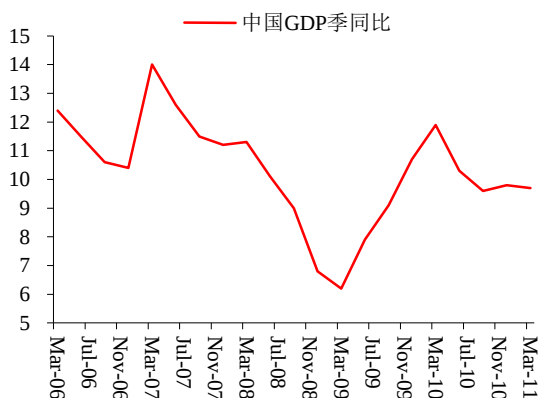
%



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 11：中国 GDP 季同比

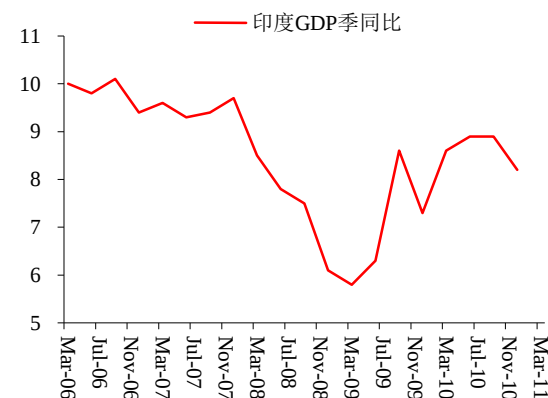
%



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 12：印度 GDP 季同比

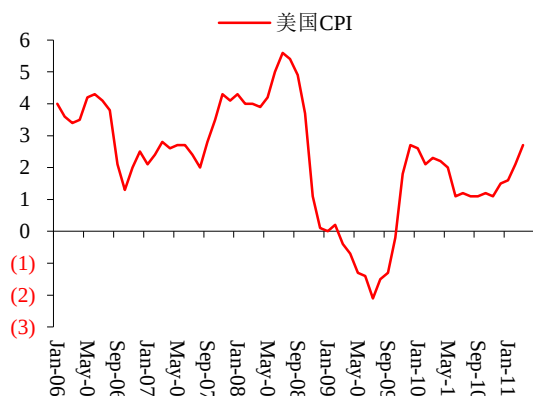
%



数据来源：Bloomberg，安信证券

图 13: 美国 CPI

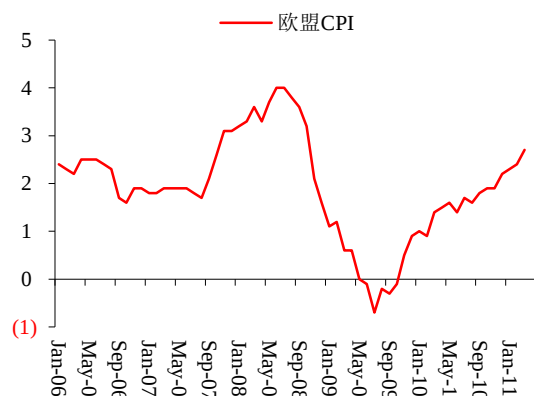
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 14: 欧盟 CPI

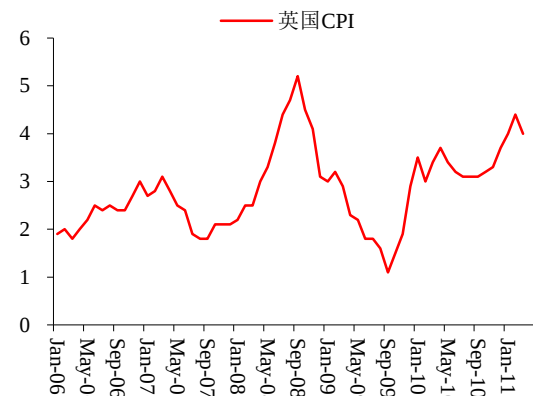
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 15: 英国 CPI

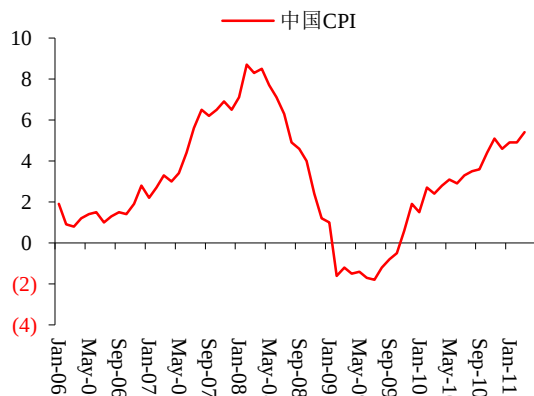
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 16: 中国 CPI

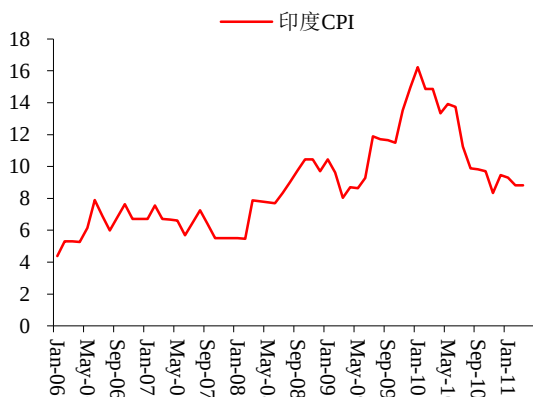
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 17: 印度 CPI

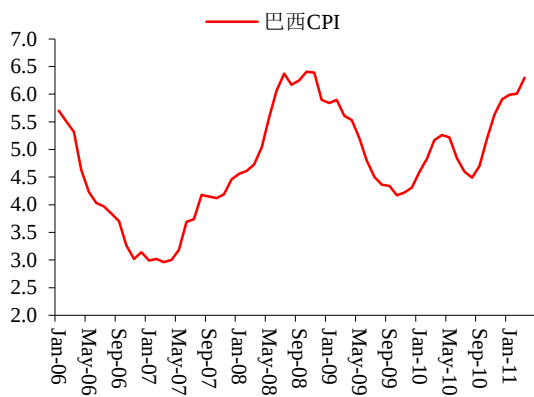
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 18: 巴西 CPI

%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 19: 美国失业率

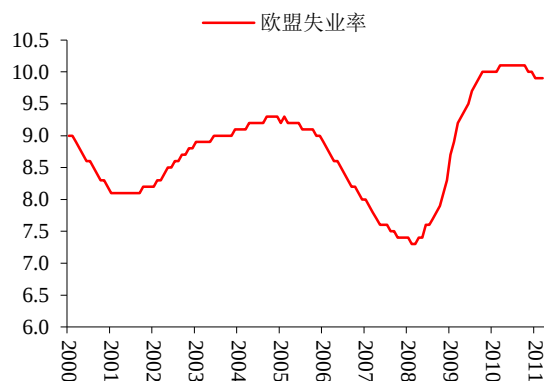
%



数据来源: CEIC, 安信证券

图 20: 欧盟失业率

%



数据来源: CEIC, 安信证券

图 21: 德国失业率

%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 22: 英国失业率

%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 23: 日本失业率

%



数据来源: CEIC, 安信证券

图 24: 韩国失业率

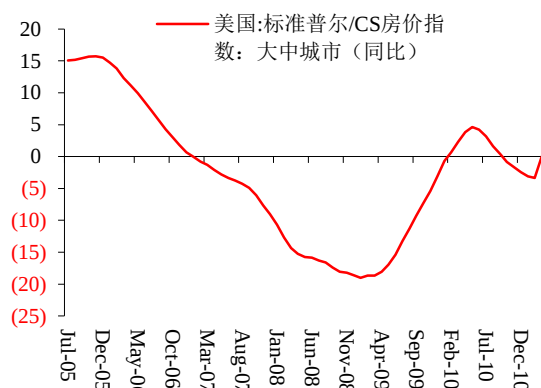
%



数据来源: CEIC, 安信证券

图 25: 美国标准普尔/CS 房价指数: 大中城市

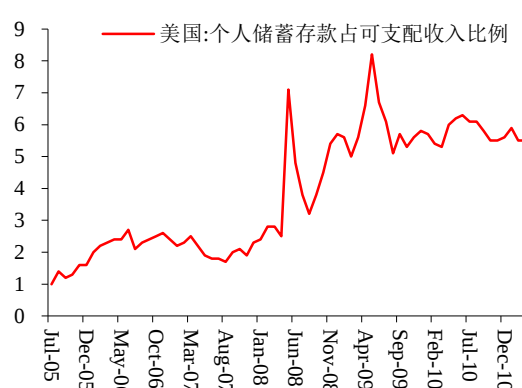
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 26: 美国个人储蓄存款占可支配收入比例

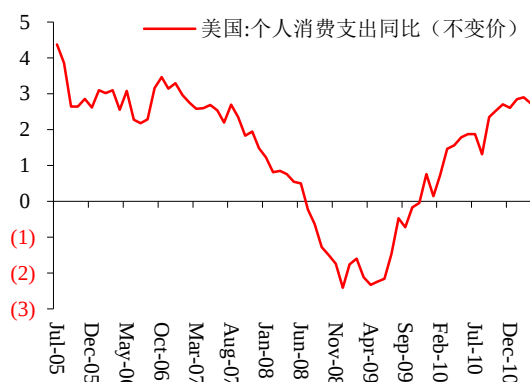
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 27: 美国个人消费支出同比 (不变价)

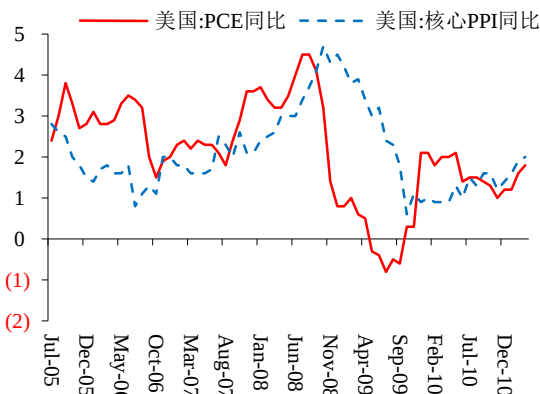
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 28: 美国 PCE 和核心 PPI 同比

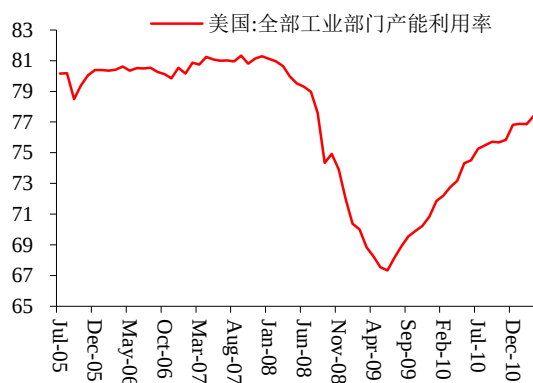
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 29: 美国全部工业部门产能利用率

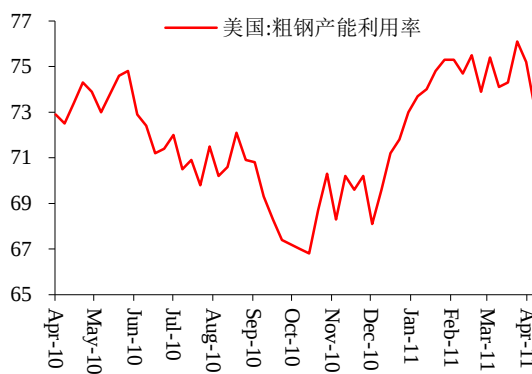
%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

图 30: 美国粗钢产能利用率 (周)

%



数据来源: Bloomberg, 安信证券

分析师简介

高善文，首席经济学家，北京大学理学学士、经济学硕士、中国人民银行研究生部博士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

莫倩，高级宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2007 年 4 月加盟安信证券研究中心。

高伟栋，宏观分析师，北京大学理学学士、经济学硕士。2009 年 7 月加盟安信证券研究中心。

尤宏业，宏观分析师，北京大学理学学士、经济学双学士。2008 年 5 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

莫倩、尤宏业 分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
南方	上海联系人	黄方禅	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编：100034