

美债评级事件性冲击过后美元走强可能性大

民生精品---宏观深度报告

2011 年 07 月 20 日

报告摘要:

● 实体经济缓慢复苏及通胀上行压力制约美国推出 QE3

私人部门就业增加表明美国实体经济仍在复苏,随着核心通胀率上行,未来美国依然面临物价上涨压力,美联储不具备推出 QE3 的条件。

● 调高政府债务上限只是时间问题

提高债务上限符合美国两党利益,债务上限谈判更多表现为政治问题,再次提高政府债务上限只是时间问题。

● 美债评级下调不会对全球金融市场带来巨大冲击

美元仍是全球最主要储备货币,美债评级下调是极小概率事件,一般政府及货币当局持有的中长期美债比例持续上升,即便美债评级下调不会导致官方持有的美债大幅抛售。

● 美债评级事件性冲击过后美元走强可能性大

美联储继续推行 QE3 的可能较为渺茫,美元供给增长放缓有望推动美元阶段性走强;美债危机更多的表现为事件性冲击,受债务危机压制而走弱的欧元会成为推动美元上行的动力;美债持有者仍面临重新资产配置的要求,或导致美元回流,推动美元走强。

民生证券研究所

郝大明 宏观分析师
执业证号: S0100210110001
电话: (8610)85127658
邮箱: haodaming@mszq.com

联系人: 张 磊
电话: (8610)85127662
邮箱: zhanglei_yj@mszq.com

地址: 北京市东城区建国门内大街 28 号
民生金融中心 A 座 16 层 100005

相关研究

- 1.《四层过滤模型:劳动力成本上升对物价影响有限》2011.2
- 2.《四层过滤模型:输入原材料价格上涨对物价影响有限》2011.2
- 3.《四层吸收模型:2011 年货币因素对物价影响小于 2010 年》2011.2
- 4.《中国货币流向对物价和资产价格的影响及预测》2011.5
- 5.《投资驱动与消费拉动:PPI 对 CPI 的传导》2011.6
- 6.《食品绝对价格下半年稳定,同比涨幅回落》2011.6

目 录

一、实体经济缓慢复苏及通胀上行压力制约美国推出 QE3.....	3
（一）消费拉动美国经济三季度加速复苏	3
（二）美国物价仍面临上涨压力	5
（三）物价高企制约 QE3 推出	6
二、调高政府债务上限只是时间问题	6
三、美债评级下调不会对全球金融市场带来巨大冲击	7
（一）美元仍是全球最主要储备货币	7
（二）美债评级下调是极小概率事件	8
（三）即便美债评级下调不会导致官方持有的美债大幅抛售	8
四、美债评级事件性冲击过后美元走强可能性大	9
插图目录	10

一、实体经济缓慢复苏及通胀上行压力制约美国推出 QE3

上周二美联储公布 6 月 FOMC 会议纪要；Bernanke 在周三的半年度国会证词陈述上明确表示，若经济放缓，通胀下行，美联储准备好进一步放宽货币政策。我们认为，美国实体经济有望保持继续低位复苏，未来通胀面临继续上涨压力，美联储不具备推出 QE3 的条件。

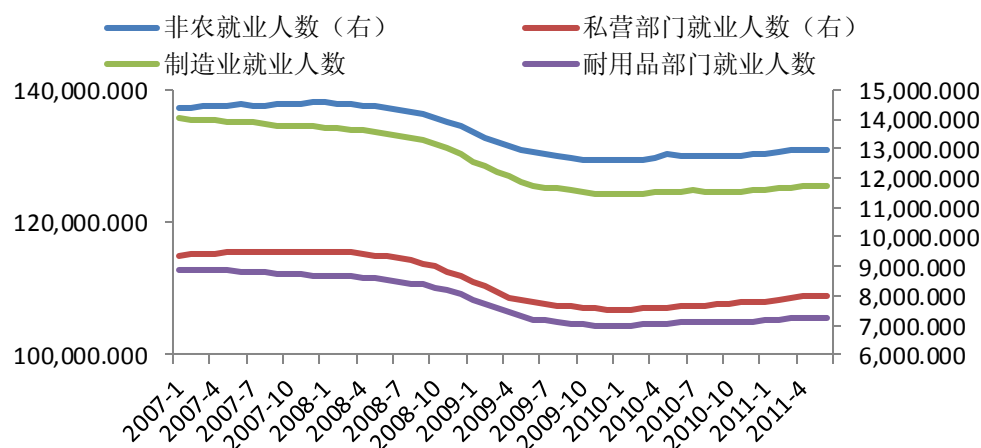
（一）消费拉动美国经济三季度加速复苏

1、私人部门就业增加表明美国实体经济仍在复苏

美国 6 月份私营部门新增就业 5.7 万人。其中，医疗保健行业增加 1.4 万个工作岗位，餐饮酒店和娱乐业增加 3.4 万个工作岗位，采矿业增加 8000 个工作岗位，制造业新增就业岗位速度放缓，当月创造 6000 个工作岗位。

耐用品生产部门就业人数自 2010 年以来，持续上升，尽管增长缓慢，依然反映出美国实体经济仍处于复苏状态。

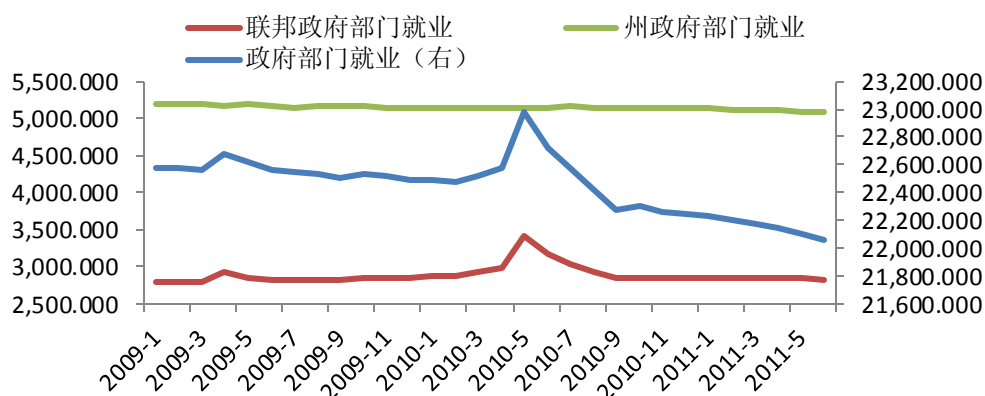
图 1：2010 年以来美国私人就业人数持续上升



资料来源：CEIC，民生证券研究所

6 月美国失业率回升至 9.2%，主要原因在于政府部门就业率大幅缩减，抵消了私营部门就业人数的增加。受财政支出约束，各级政府大幅削减了 3.9 万个工作岗位，其中联邦政府削减了 1.4 万个工作岗位，地方各级政府削减了 2.5 万个工作岗位，政府部门就业连续第八个月下降。私营部门就业人数的小幅增加被政府部门就业人数的减少所抵消。

图 2: 美国政府部门就业人数持续下降



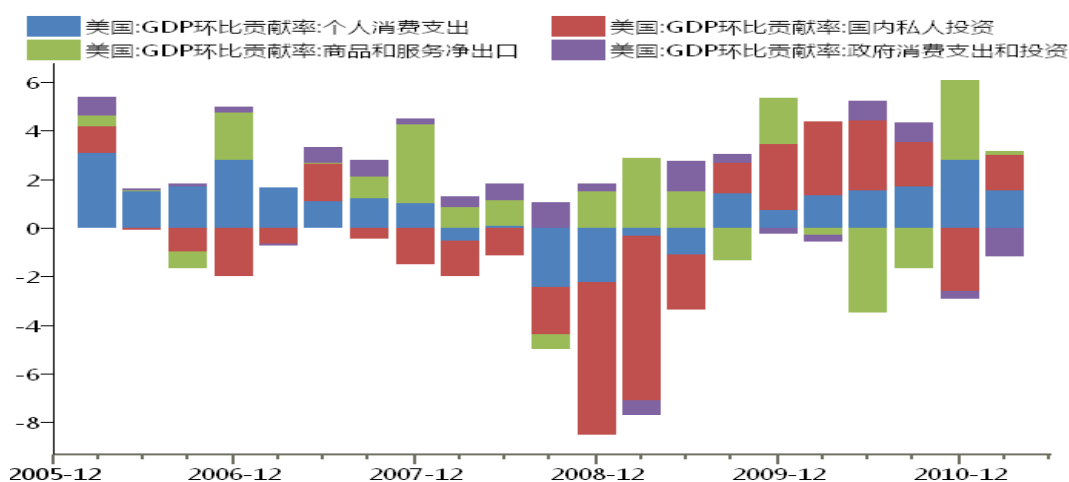
资料来源: CEIC, 民生证券研究所

2、批发库存增加反映消费复苏预期

美国商务部 8 日公布的数据显示, 今年 5 月份, 美国批发库存环比增加 1.8%, 至 4563 亿美元, 与去年同期相比, 增幅达到 15.5%, 显示美国经济仍在持续复苏。当月, 美国批发销售总额环比下降 0.2%, 降至 3937 亿美元; 但与去年同期相比, 批发销售增长 14.5%。其中, 耐用消费品销售环比下降 0.7%, 但同比增幅为 8.8%; 非耐用消费品销售环比上升 0.1%, 同比增幅为 19.2%。

企业增加库存是对经济前景信心增强的反映。库存和销售增加是此轮美国经济复苏的重要动力。随着三季度美国开始步入消费季, 万圣节及圣诞节都是促使零售库存上升及消费增长的重要动力, 三季度消费对美国 GDP 的贡献度将会显著上升。

图 3: 3 季度消费对 GDP 贡献有望提高



资料来源: Wind, 民生证券研究所

3、制造业继续低位复苏

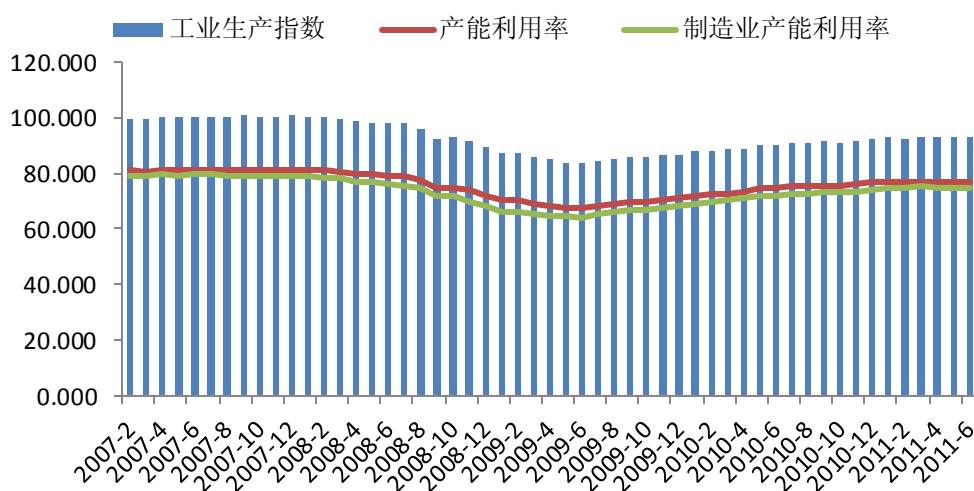
美联储数据显示, 6 月份, 包括工厂、矿业和公共事业企业在内的美国工业生产比前一个月上升 0.2%。5 月份数据经修正后为环比下降 0.1%。尽管美国经济复苏动力依然较

弱，但依然保持复苏态势。

数据显示，6 月份，美国制造业工厂生产与上个月持平，低于 5 月份的增长 0.1%。今年第二季度，工业生产整体同比增长 0.8%。美联储称，受今年早些时候日本地震对全球供应链造成的影响，汽车及相关产业生产下降。6 月份，美国汽车生产环比下降 2.0%。不过，当月采矿业生产增长 0.5%，公共事业生产增长 0.9%。

6 月份美国工业总的设备开工率为 76.7%，与 5 月份经修正后的数据持平，尽管仍低于 1972 年至 2010 年间美国工业总的设备开工率 80.4% 的平均值，但自 2009 年 6 月份低点 67.3% 以来，保持持续复苏态势，累计提高幅度达 13.9%。

图 4：3 季度消费对 GDP 贡献有望提高

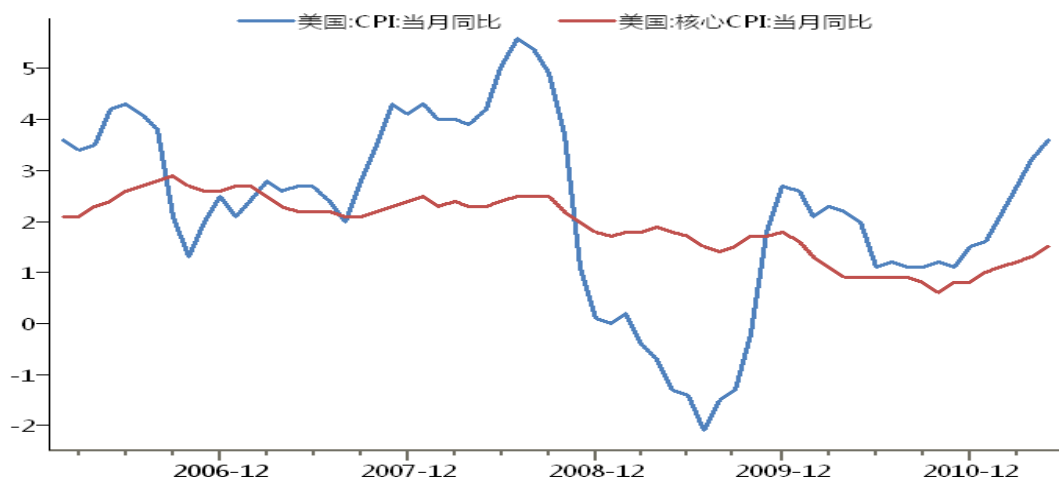


资料来源：Wind，民生证券研究所

（二）美国物价仍面临上涨压力

美国劳工部最新公布的数据显示，美国 6 月核心 CPI 已连续两个月上涨，季调环比上涨 0.3%，为 2008 年 6 月以来最大环比增速，显示未来通胀依然有高企压力。

图 5：美国未来物价面临上涨压力



资料来源：Wind，民生证券研究所

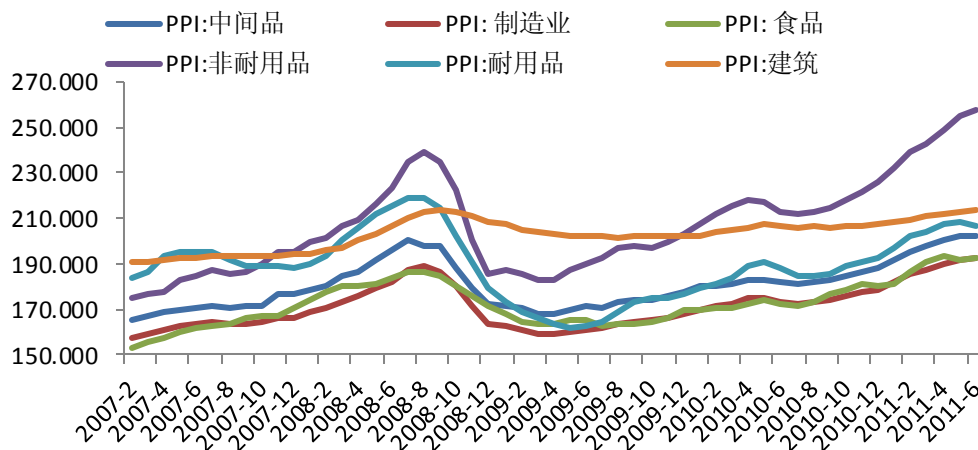
本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

宏观研究报告

5

从工业品出厂价格角度看,2009年下半年以来,美国主要工业品出厂价格持续攀升。出建筑业 PPI 上升较为缓慢外,以非耐用消费品为代表的主要工业产品出厂价格均呈现较快增长。在以消费为主的美国,作为消费上游的工业生产环节产品出厂价格上涨,必然导致下游最终消费价格的上涨,从而为 CPI 带来继续攀升压力。

图 6: 工业品出厂价格持续攀升推高 CPI 上涨压力



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

(三) 物价高企制约 QE3 推出

美联储会议纪要及 Bernanke 国会证词均表明, QE3 的推出需具备两个条件: 美国经济继续恶化及物价不会上涨乃至通缩。但两者均不具备条件支持 QE3 的推出。

避免通缩、通过国债购买压低基准利率促进投资、修复家庭资产负债表以改善消费是美国前期 QE1 及 QE2 的主要动机。在次贷危机后, 前期量化宽松货币政策的确发挥了危机期间熨平金融波动的效果。

但 QE2 后期, 随着道琼斯指数跃上 12000 点, 量化宽松货币政策对美国家庭资产负债表的修复效应已减弱, 0-0.25% 的基准利率已经难以再降, 货币的宽松对实体经济的刺激效果已经越来越有限, 并实实在在推高美国未来物价压力。因此, 在物价依然高企的压力下, 不具备进一步推出 QE3 的条件。

二、调高政府债务上限只是时间问题

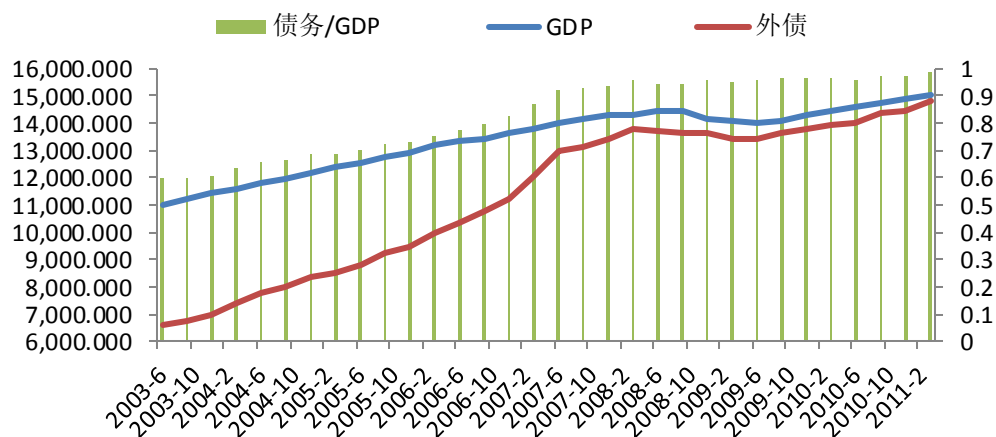
美国国会自 1917 年设立国债上限制度, 为的是使国会与政府能够定期检视政府的开支情况。

将债务总额控制 GDP 的 60% 左右是国际通行标准。5 月中旬美国联邦政府的各项开支已达 14.29 万亿美元的债务上限, 当前美国联邦政府的公共债务规模已经超过 GDP 的 98% 以上。伊拉克战争、阿富汗战争、小布什政府的大规模减税计划及 2009 年奥巴马政府制定的经济刺激方案使美国政府不断举债增加开支导致政府赤字持续攀升是美国政府债务连续创新高的主要原因。

美国财政部资料显示, 自 1960 年以来, 美国国会已经 78 次对债务上限进行改动, 其

中 49 次是在共和党总统任期内，29 次是在民主党总统任期内。根据美国国会的一份研究报告，自奥巴马任职以来，国会已经 3 次提高债务上限，提高总额为 2.979 万亿美元。如果从 2007 年算起，债务上限已经提高了 6 次，总额为 5.329 万亿美元。

图 7: 美国外债占 GDP 比重持续上升



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

当前政府债务上限之争更多表现为美国两党政治之争，而非经济问题。

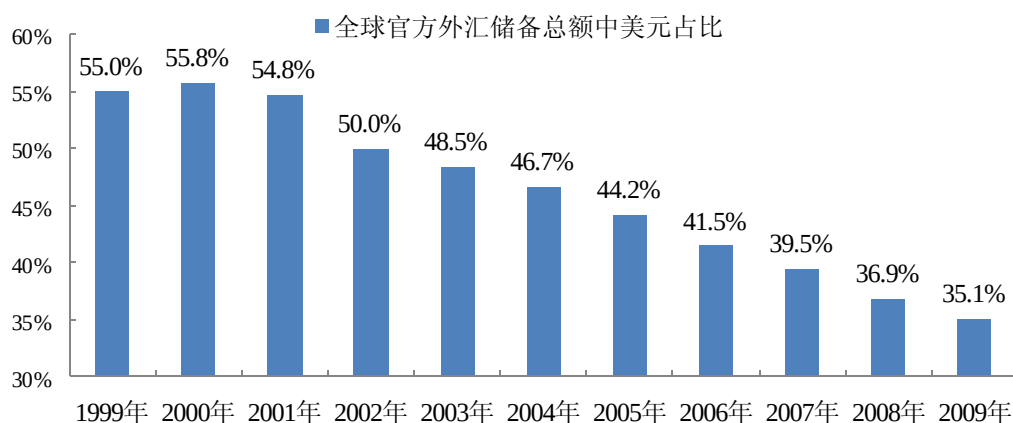
经济层面看，允许政府提高债务上限，意味着政府可以通过发行更多债券用于开支，弥补财政赤字，而联储可以通过发行购入债券方式发行美元，攫取更多美元铸币税。因此，在经济层面上提高债务上限符合美国利益，再次提高政府债务上限只是时间问题。

三、美债评级下调不会对全球金融市场带来巨大冲击

（一）美元仍是全球最主要储备货币

作为全球最主要储备货币，尽管美元在全球储备货币中的占比逐步下降，至 2009 年美元在全球储备货币中仍占 35%，美元仍是最主要储备货币。

图 8: 美元占全球官方外汇储备中的比例降至 35%



资料来源: CEIC, 民生证券研究所

（二）美债评级下调是极小概率事件

穆迪 13 日警告，如果美国未能调高其举债上限且政府不能按期偿付债务，美债则可能在未来几周内丧失最高信用评级；周五标普将美国主权评级列入“负面观察”，称至少有 50% 的几率在 3 个月内下调其评级。穆迪和标准普尔接连将美债列入负面观察名单，警告将下调美国评级。

调降美债评级的消息并未让市场如欧债评级遭下调那般恐慌。理论上，美国国会如果不能在 8 月 2 日前提高债务上限，美国的确存在债务违约可能，包括债务付息在内的诸多政府义务将受到约束，并可能导致美债价格走低，收益率飙升，市场实际利率将被推高，影响美国经济复苏。

从微观经济层面看，美国目前复苏势头仍在持续，企业业绩有望继续保持盈利、市场资金充沛，经历过前期的去杠杆过程后，美国并不存在较大的可见融资风险。

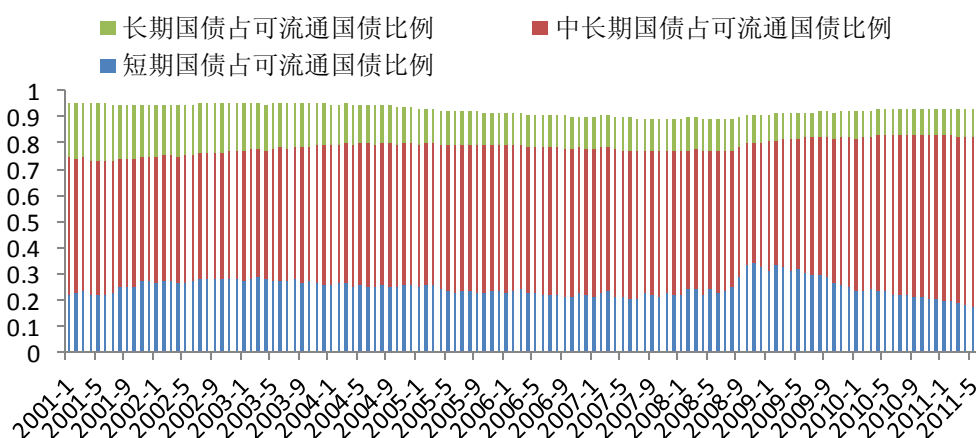
宏观经济层面上看，提高债务上限符合美国两党集体利益，民主党与共和党仅是在提高债务上限的条件下互相施加谈判筹码。而从预期的结果看，再次提高债务上限仅是时间问题，民主党与共和党必定在互相让步基础上达成一致。

（三）即便美债评级下调不会导致官方持有的美债大幅抛售

若美债被调降评级，首当其冲的受损者是美债持有者。作为全球最主要储备货币，“特里芬难题”始终困扰美元，美元长期贬值具有必然性。但在没有更好的替代货币产生之前，美元仍将是主要的配置货币。美债不会因可能被调降评级而被全球抛售。

美国财政部 18 日公布的数据显示，美国 5 月外资净买入美国公债 379.5 亿美元。其中，中国 5 月份增持美国国债 73 亿美元，达 11598 亿美元，为连续第二个月增持。4 月份中国持有美债 11525 亿美元，3 月份 11449 亿美元。中国仍为美国第一大债权人，第二大债权人日本 5 月份持有美债 9124 亿美元，较 4 月份高出 55 亿美元，4 月为 9069 亿美元。

图 9：中长期国债占美国可流通国债比例持续上升



资料来源：CEIC，民生证券研究所

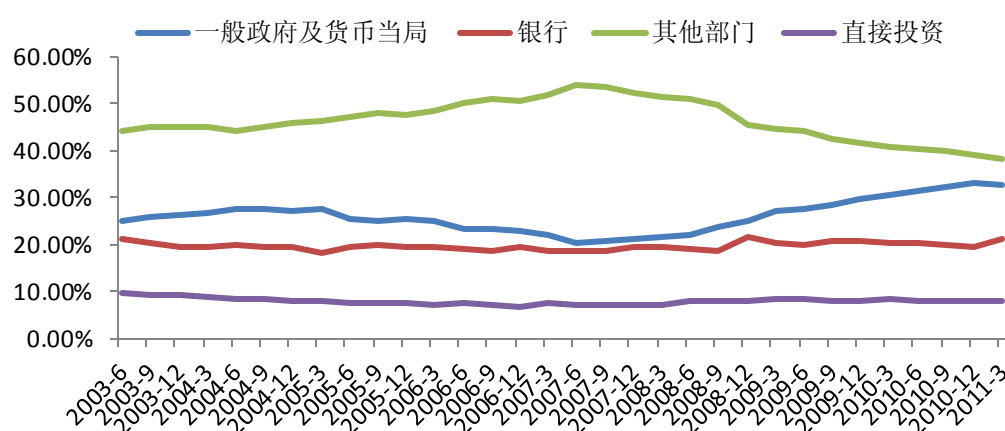
从美国国债构成看，中长期国债占可流通国债比例持续增大，这也是官方储备形式持本公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

有的美国国债主要形式。在没有更好的替代储备出现之前，官方储备的调整不会因美债评级波动而出现大幅调整。

次贷危机以来，尽管经历了美元指数的大幅波动，一般政府及货币当局持有的美国中长期国债持续攀升，一般政府及货币当局持有的美国中长期债券占比由 2007 年 20% 提升至目前 33% 左右，美元资产在政府储备资产中的地位显著上升。

中期看，美元在全球贸易及储备货币中的地位仍难以撼动，美元仍然是最主要的储备货币之一，美元国债作为重要的储备货币载体难以找到替代。因此，即便在较坏的情况发生，即美债评级遭到下调，预计难以对市场形成大规模冲击。

图 10：一般政府及货币当局持有的中长期美债比例持续上升



资料来源：CEIC，民生证券研究所

综上判断，美债被有负面观察名单到调降 AAA 级是小概率事件，即便美债被调降评级，预计官方储备调整的幅度有限，因此难以形成全市场冲击。

四、美债评级事件性冲击过后美元走强可能性大

未来美元走强的理由表现在以下几方面：第一，QE2 结束后，美联储继续推行 QE3 的可能较为渺茫，美元供给增长放缓有望推动美元阶段性走强；第二，欧债危机的影响短期挥之不去，意大利、西班牙面临的债务偿付压力持续增大。相比较而言，美债危机更多的表现为事件性冲击，美国统一的财政货币制度要比欧元区统一货币而独立财政的制度设计更容易抑制风险的扩散，且美国经济复苏状况仍会由于欧元区，欧元区再次加息预期减弱，因此，受债务危机压制而走弱的欧元会成为推动美元上行的动力；第三，即便免去评级下调的遭遇，美债持有者仍面临重新资产配置的要求，或导致美元回流，推动美元走强。

插图目录

图 1: 2010 年以来美国私人就业人数持续上升	3
图 2: 美国政府部门就业人数持续下降	4
图 3: 3 季度消费对 GDP 贡献有望提高	4
图 4: 3 季度消费对 GDP 贡献有望提高	5
图 5: 美国未来物价面临上涨压力	5
图 6: 工业品出厂价格持续攀升推高 CPI 上涨压力	6
图 7: 美国外债占 GDP 比重持续上升	7
图 8: 美元占全球官方外汇储备中的比例降至 35%	7
图 9: 中长期国债占美国可流通国债比例持续上升	8
图 10: 一般政府及货币当局持有的中长期美债比例持续上升	9

分析师简介

张磊，宏观经济分析师，毕业于暨南大学金融学专业，经济学博士，对外经济贸易大学金融学博士后。2010年加入民生证券，对宏观经济、金融运行规律有深入的理解和把握，注重宏观经济基本面分析，通过发掘经济变量波动的内在逻辑判断宏观经济走势，专于海外经济研究。

郝大明，宏观经济分析师。本科毕业于厦门大学统计学专业，硕士毕业于山东大学财政学专业，博士毕业于首都经济贸易大学劳动经济学专业。先在政府统计机构工作9年，有丰富的工业统计和GDP核算工作经验，后从事宏观经济研究预测工作3年。精于数据分析，擅长实证研究。2010年加盟民生证券，主要从事经济增长和物价等主要宏观经济指标的跟踪预测，对宏观经济主要运行趋势有比较准确的把握。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guoming@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	13811313398	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
万小山	广深	0755-22662056	13902959014	wanxiaoshan@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
韦珂嘉	广深	0755-22667772	13701050353	weikejia@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座16层;

上海: 浦东新区浦东南路588号（浦发大厦）31楼F室;

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座28楼。

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。