



西部证券股份有限公司

美国经济增长信心缺失，货币中性效应显现

报告要点：

企业与金融机构流动性充裕，投资意愿较低。美国企业目前拥有超过 1.2 万亿美元的现金，但融资需求较为疲弱，也没有意愿增加雇员数量并利用现金资产去扩大投资，一方面由于投资信心的缺失，另一方面难以找到新的经济增长点，投资回报率较低。金融机构对未来的经济前景仍然不乐观，在信贷业务上表现的十分谨慎，账面现金资产猛增，截至 8 月中旬，美国商业银行现金资产已经达到了 1.9 万亿美元的规模。

就业市场处于“呆滞期”，失业抑制消费信心。美国就业市场平均每小时工资同比增速仍处于较低水平，平均每周工作时间已经连续 6 个月未出现回升，企业对扩大就业需求仍十分谨慎，就业市场处于“呆滞期”，失业率居高不下严重抑制了居民的收入水平和消费信心，密歇根大学消费者信心指数也创出自 1980 年以来的新低。

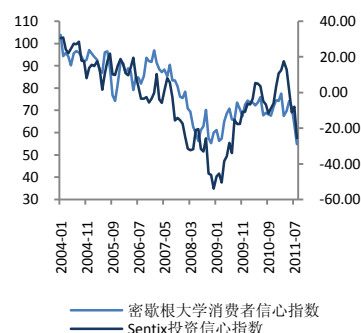
创新周期末端潜在增长率下移，信心缺失致使经济增速低于潜在水平。上世纪末与本世纪初，美国依靠互联网与信息技术革命引发了新一轮的经济增长周期，现在处于技术创新周期的末端，全要素生产率的增速会出现放缓，但并非经济增长低于预期的主要原因，信心缺失导致劳动力和设备的利用率低于历史平均水平，是经济增速低于潜在水平的主要原因。

QE2 刺激效果不显著，货币中性效应显现。去年四季度美联储开启第二轮量化宽松政策，在整个经济体出现信心缺失的背景下，流动性并未推动个人投资，失业率依然处在高位，居民消费仍旧疲弱，经济增长仍处于潜在水平之下，货币中性效应开始显现。

美国经济难陷衰退，信心重建支撑缓慢复苏。上半年美国经济增速显著低于预期，但家庭负债比率、商业银行现金资产占比、企业的流动性都出现明显改善，个人收入虽然增速较低，但较危机爆发时还是显著改善，美国经济再度陷入衰退的可能性很低。现阶段，受制于信心缺失实体经济增长处于较低增速水平，欧债危机和美债问题虽然仍未实质解决，但是相关财政赤字的缩减方案和救助计划已经开始实施，中短期内欧元区解体和美债违约的可能性基本没有，下半年将经历一个缓慢的信心重建过程，经济增速向潜在水平靠拢，经济增长要好于上半年，但是低于此前预期 3% 左右的增速，预计全年增速略低于 2%。

关键图表：

图：信心缺失抑制经济增长



数据来源：Wind，西部证券

近期相关研究

多重调控抑制资金来源，地方政府投资受制（08.08）

美国经济将过渡到平稳增长（08.15）

研究员：宋振平

执业证书编号：S0800110050101

021-68866210-883

songzhenping@xbmail.com.cn

研究员：刘彦召

执业证书编号：S0800109071237

021-68866210-815

liuyanzhao@xbmail.com.cn

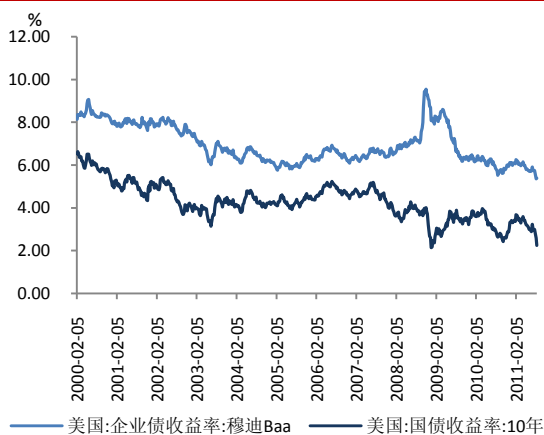
美国经济增长信心缺失，货币中性效应显现

QE2 政策推出后，美国经济增长较去年显著回落；企业融资成本已经处于非常低的水平，账面流动性充裕，由于投资信心缺失，企业对于扩大投资规模、增加雇员数量的意愿仍然疲弱，金融机构现金资产比重达到历史高位，反映出其对不确定的前景缺乏信心；居民负债率水平已降到低位水平，受制于可支配收入和就业市场增长缓慢，个人消费信心严重缺失；货币政策刺激在信心缺失背景下显现出货币中性效应，全年经济增速预计低于 2%，低于潜在增长率水平；由于私人部门金融风险较低，流动性充裕，美国经济难以陷入衰退，未来需要等待的是信心重建。

企业与金融机构流动性充裕，投资意愿较低

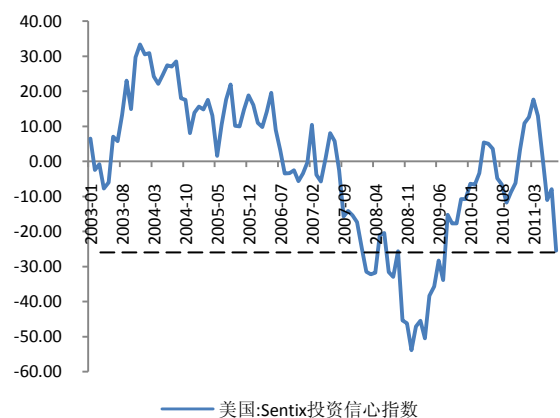
国债与企业债的收益率维持在非常低的水平，在融资成本非常低的环境下，Sentix 投资信心指数持续下滑，8 月份下滑至-25.5 的水平，与金融危机爆发时的平均水平相当。

图 1：国债与企业债的收益率均保持在非常低的水平



资料来源：Wind，西部证券

图 2：投资信心指数持续下滑



资料来源：Wind，西部证券

美国企业目前拥有超过 1.2 万亿美元的现金，企业债的收益率也处于非常低的水平，说明企业的融资需求较为疲弱，也没有意愿增加雇员数量并利用现金资产去扩大投资，一方面由于美国企业对未来经济增长前景缺失信心，另一方面，目前难以找到新的增长点，投资的预期回报率较低。

金融机构对未来的经济前景仍然不乐观，在信贷业务上表现的十分谨慎，信贷中介成本依然未回落至较低水平，其中消费贷款和不动产抵押贷款绝对规模仍未出现扩大；截至 8 月中旬，美国商业银行的现金资产已经达到了 1.9 万亿美元的规模，超额准备金同样达到了 1.6 万亿，金融机构现金资产充裕，流动性并未通过信贷渠道进入实体经济，对不确定的前景信心缺失。

图 3：美国商业银行现金资产达到历史高位



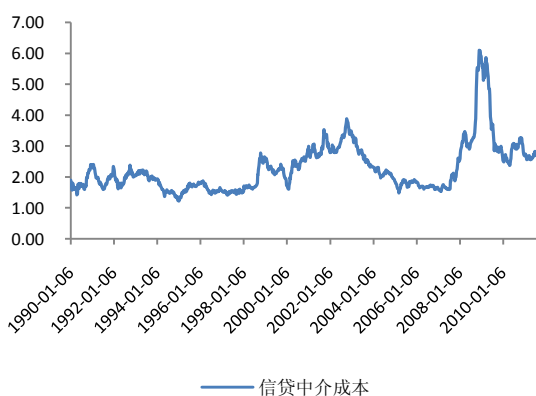
资料来源：Wind，西部证券

图 4：存款机构超额准备金达到历史高位



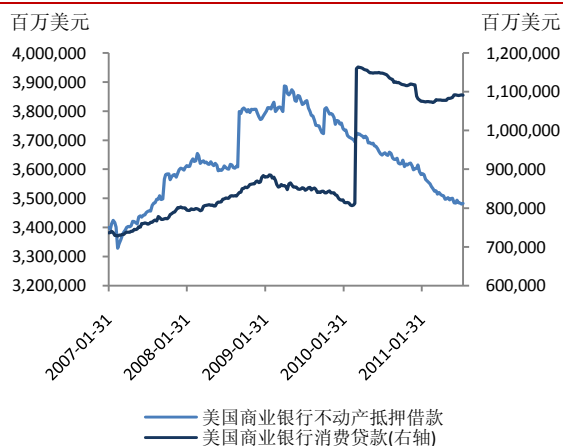
资料来源：Wind，西部证券

图 5：信贷中介成本并未下降到较低水平



资料来源：西部证券

图 6：房地产与消费贷款总量规模仍未扩大

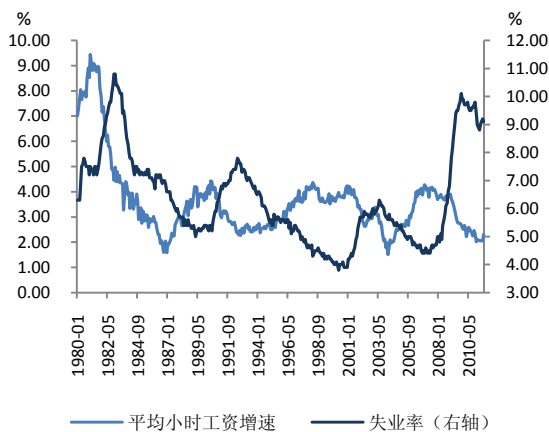


资料来源：Wind，西部证券

就业市场处于“呆滞期”，失业抑制消费信心

居民消费的增长主要受到收入水平提升的带动，收入水平与失业率水平联系紧密，美国就业市场平均每小时工资同比增速仍处于较低水平，平均每周工作时间已经连续 6 个月未出现回升，而这一指标的周期性回升往往预示着就业市场的先行改善，依照目前的情况，企业对扩大就业需求仍十分谨慎，就业市场处于“呆滞期”，失业率居高不下严重抑制了居民的收入水平和消费信心，个人可支配收入增速较去年出现放缓，密歇根大学消费者信心指数也创出自 1980 年以来的新低。

图 7：平均小时工资增速仍处在较低水平



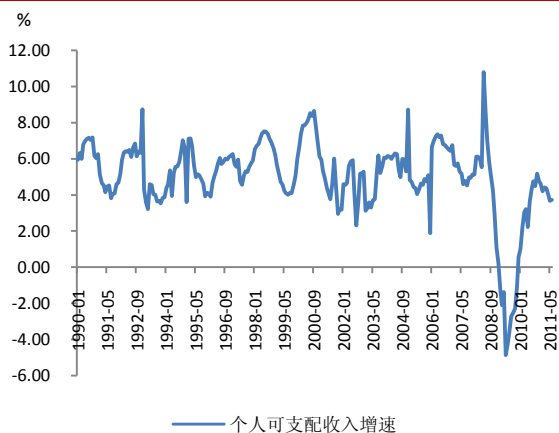
资料来源：Wind，西部证券

图 8：平均每周工作时间近期未出现提升



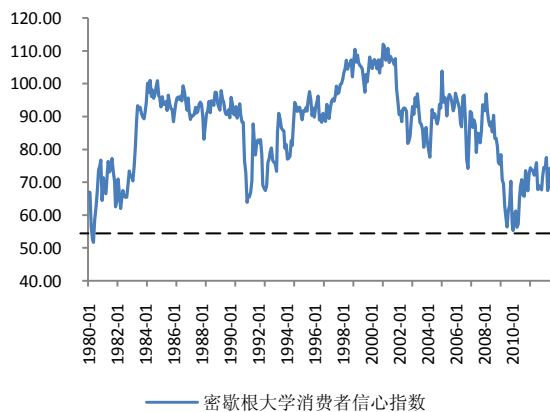
资料来源：Wind，西部证券

图 9：个人消费增速仍处于相对偏低水平



资料来源：Wind，西部证券

图 10：消费者信心指数达到自 1980 年以来最低水平



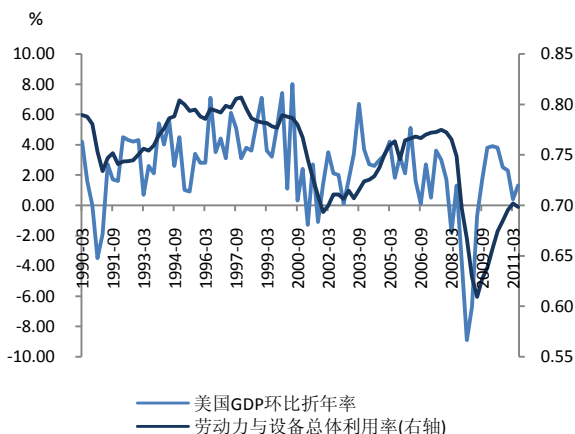
资料来源：Wind，西部证券

创新周期末端潜在增长率下移，信心缺失致使经济增速低于潜在水平

上世纪末与本世纪初，美国依靠互联网与信息技术革命引发了新一轮的经济增长周期，现在处于技术创新周期的末端，全要素生产率的增速会出现放缓，在未出现新技术变革引入的情况下，美国经济的潜在增长率中轴水平可能已经较之前出现周期性下移，潜在增长率的水平估计仍在 2.5%-3.0%，但我们认为潜在增长率下移并非上半年美国经济增长低于预期的主要原因。

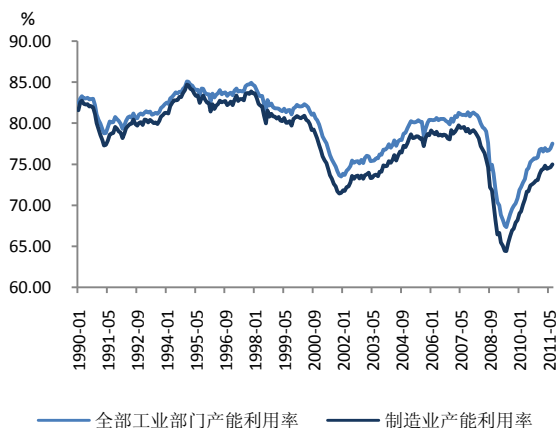
就业市场上还存在大量的闲置雇员，工业生产的设备利用率水平依然不高，信心缺失环境下劳动力和设备的利用率低于历史平均水平，是经济增速低于潜在水平的主要原因，全年增速可能低于 2.0%，信心重建需要世界经济危机冲击逐步稳定，例如欧债危机和美债危机的局势得到稳定，任何一种危机的爆发都会引发市场对未来经济增长的不乐观预期。

图 11: 信心缺失导致劳动与设备利用率低于平均水平



资料来源: Wind, 西部证券

图 12: 产能利用率处于历史平均水平之下



资料来源: Wind, 西部证券

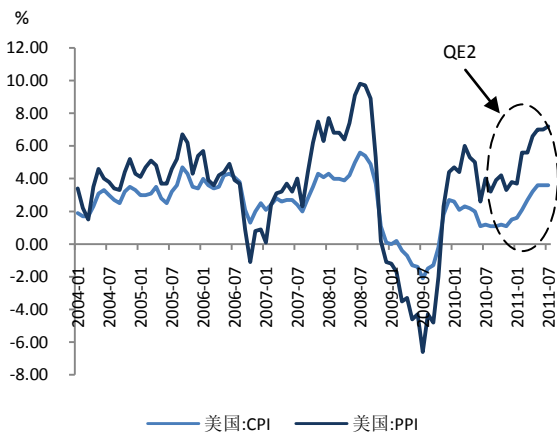
QE2 刺激效果不显著，货币中性效应显现

去年四季度美联储开启第二轮量化宽松政策，一方面，希望通过压低债券收益率引导流动性进入实体经济，刺激投资和消费，防止美国陷入通缩局面；另一方面，意在引导流动性进入虚拟经济推升资产价格，通过财富效应推动居民消费。

货币政策刺激确实压低了债券市场的收益率，降低了融资成本，扭转了市场对经济陷入通缩的担忧，推升了股票资产价格和通胀水平，但是在整个经济体出现信心缺失的背景下，

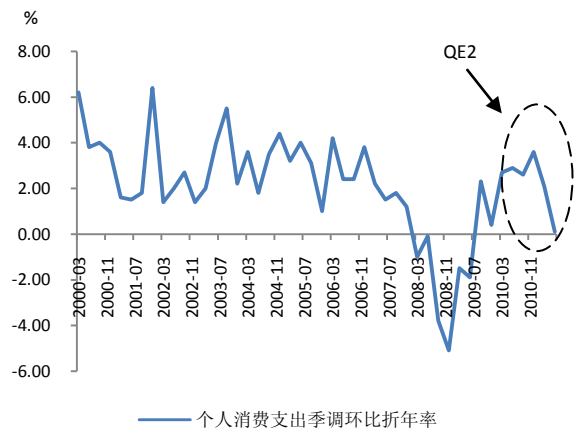
流动性并未推动个人投资，失业率依然处在高位，居民消费仍旧疲弱，受美债危机影响股票资产又出现大幅缩水，无疑是雪上加霜；经济增长仍处于潜在水平之下，货币刺激政策仅仅出现了价格效应，并未带动产出增长，货币中性效应开始显现。

图 13: QE2 推升美国通胀水平



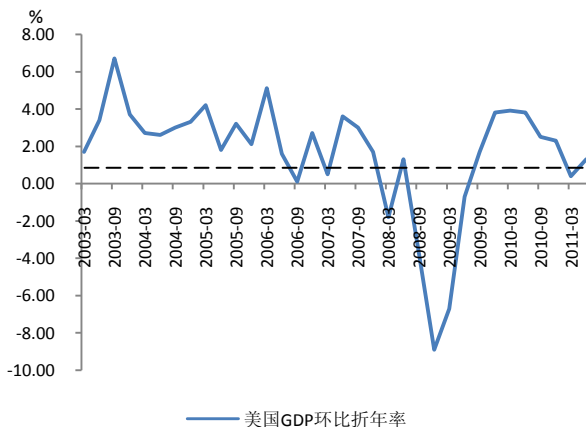
资料来源: Wind, 西部证券

图 14: QE2 并未对个人消费起到正面效用



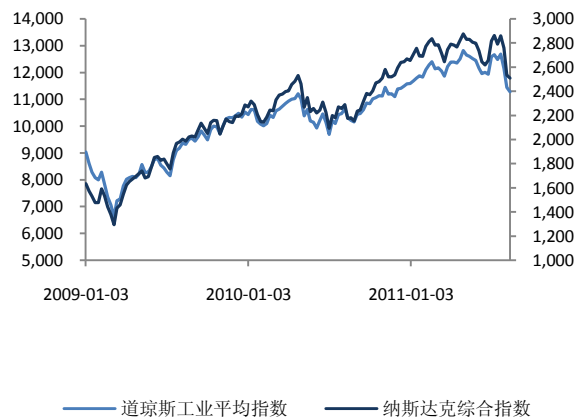
资料来源: Wind, 西部证券

图 15: 经济增速水平较去年出现明显的回落



资料来源: Wind, 西部证券

图 16: QE2 推升股票市场价格



资料来源: Wind, 西部证券

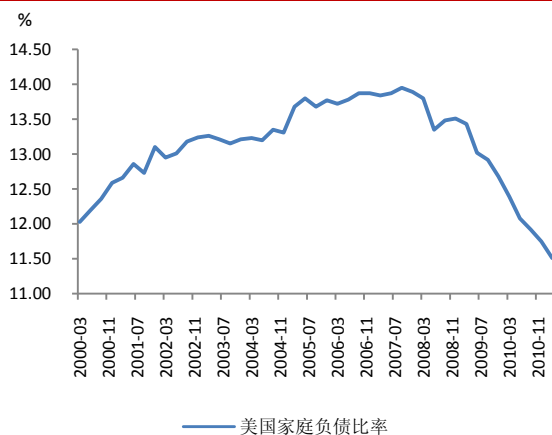
美国经济难陷衰退，信心重建支撑缓慢复苏

上半年美国经济增速显著低于预期，但是现阶段与金融危机爆发时已经大不相同，家庭负债比率、商业银行现金资产占比、企业的流动性都出现明显改善，个人收入虽然增速较低，但较危机爆发时还是显著改善，美国经济再度陷入衰退的可能性很低。

现阶段，受制于信心缺失实体经济增长处于较低增速水平，欧债危机和美债问题虽然仍

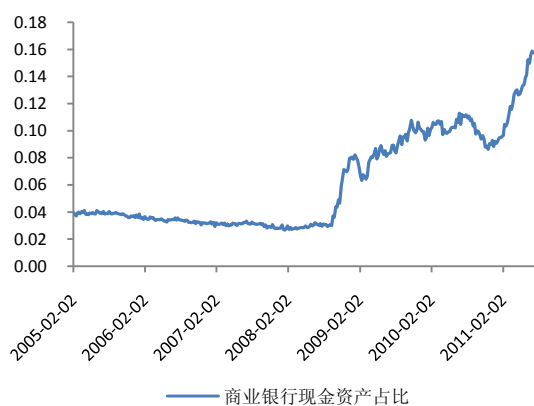
未实质解决，但是相关财政赤字的缩减方案和救助计划已经开始实施，中短期内欧元区解体和美债违约的可能性基本没有，下半年将经历一个缓慢的信心重建过程，经济增速向潜在水平靠拢，经济增长要好于上半年，但是低于此前预期 3%左右的增速，预计全年增速略低于 2%。

图 17：家庭负债比率已经较金融危机爆发时显著降低



资料来源：Wind，西部证券

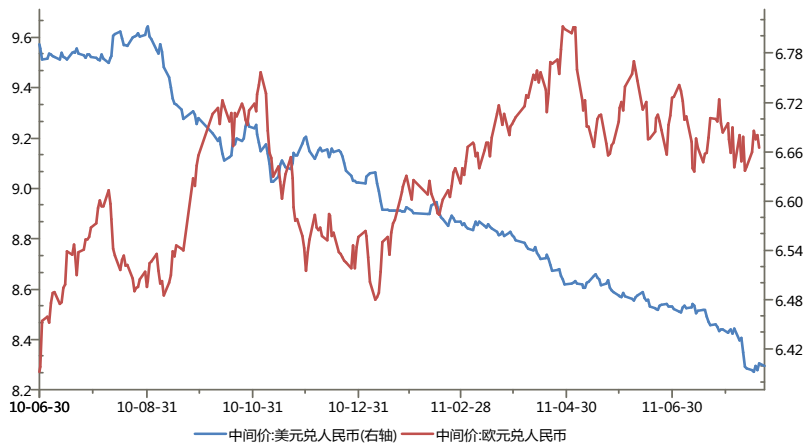
图 18：商业银行现金资产比重达到历史高位



资料来源：Wind，西部证券

本周宏观数据跟踪

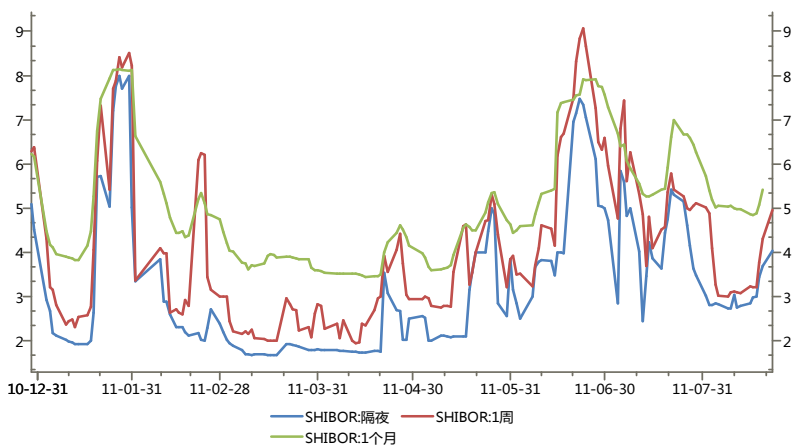
外汇市场



数据来源:Wind资讯

本周人民币对美元汇率稳定,对欧元出现贬值

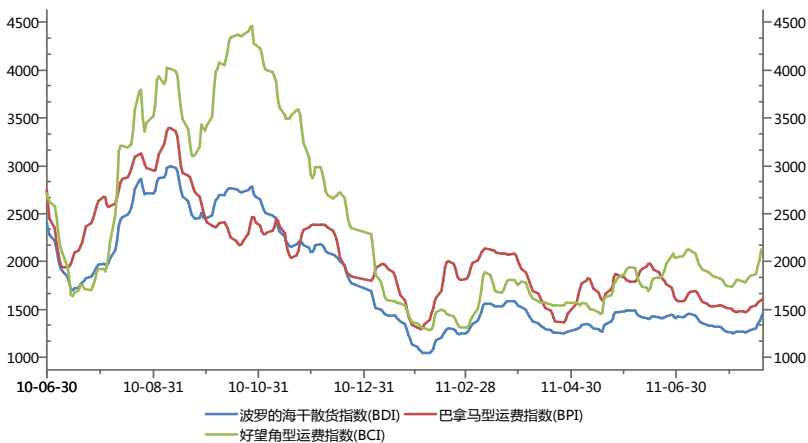
利率市场



数据来源:Wind资讯

人民币同业拆借利率较上周出现提升

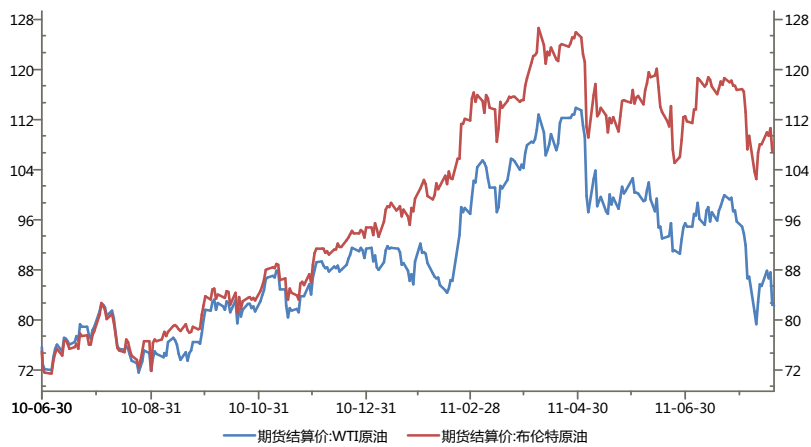
航运市场



数据来源:Wind资讯

本周航运市场指数出现回升

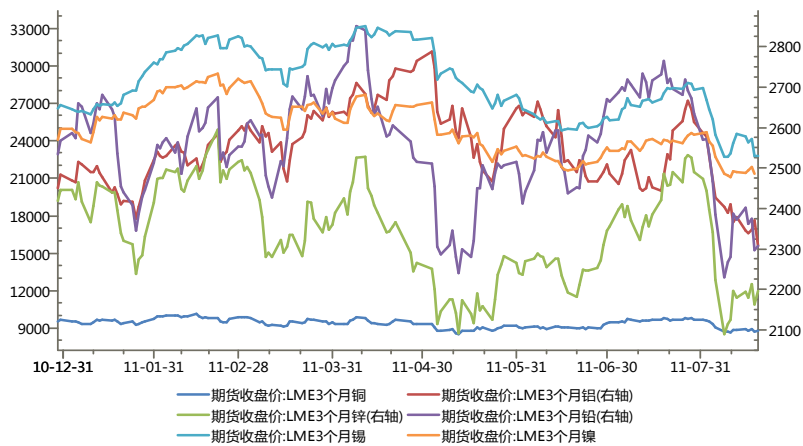
原油期货



数据来源:Wind资讯

原油期货价格继续回落

有色金属



数据来源:Wind资讯

有色金属价格本周整体出现回落

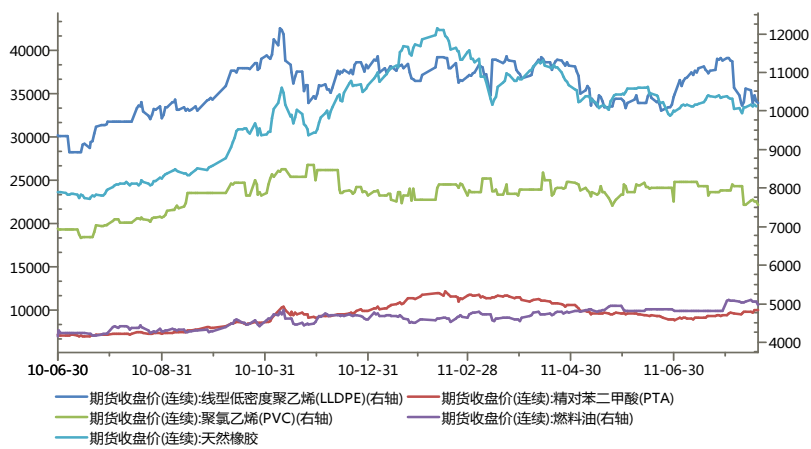
黄金价格



数据来源:Wind资讯

黄金价格本周再创新高

化工品期货



数据来源:Wind资讯

化工品期货价格
涨跌互现

西部证券投资评级说明

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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,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

西部证券系列报告的信息均来源于公开资料,我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。我们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,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。

我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。

本报告版权仅为我公司所有,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,需注明出处为西部证券研发中心,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。