



证券研究报告·宏观动态

美国经济观察

等待与孕育

——《美国经济半月谈》之 9 月上篇

软指标与硬指标

在某些时候，工业生产、产能利用率、库存等“硬性”经济指标所展现的图景不同于信心调查等“软性”指标。在经济分析的过程中，既要考虑“反映历史的硬指标”，又要考虑“反映现在和未来的软指标”。

工业产出

工业产出环比增速向下调整阶段基本结束，最低点出现在 2011 年 2 季度，目前开始上升。在历史上，这个数据达到 2% 后，都会发生调整。本次调整后，这个数据再次达到 2% 的过程中，经济会经历中周期高点。而工业产出同比增速已经开始回升。

投资情况

美国建筑周期仍在孕育之中，随着房租价格上涨与抵押贷款利率下降，建筑业周期会在明年 2 季度前缓慢启动。产能利用率在逐步提升，但近期增速有所放缓。未加工产品产能利用率最高，其产能扩张速度最快。成品产能扩张已经开始，但扩张速度缓慢。半加工产品的产能扩张刚刚开始有开始扩张的迹象。从总体讲，产能扩张速度仍然缓慢，资本支出周期还没有启动。同时，Sentix 投资信心指数数据疲弱，也显示资本支出周期的启动还在孕育中。

消费情况

密歇根消费者信心从今年 2 月见顶以来，总体趋势下降，9 月份出现了小幅上升。该数据在历史上很少低于 60，8 月份为 55.70，9 月份为 57.80。该数值继续上升的概率较大。就业情况制约消费增速，但对于消费不必过于悲观。消费增速会维持正值。

信贷情况

消费、工商业、不动产抵押信贷月环比增速都在历史底部徘徊。货币乘数大幅减小，经济尚无法开始收入和利润增长的良性循环。

政治、经济事件

奥巴马公布的 4470 亿美元的经济刺激计划，会有大于 3000 亿被通过，这会提升 2012 年 GDP 约 0.6 个百分点。五大央行合作释放美元流动性，将原有七天借入扩展到三个月。这可以给欧洲银行喘息的机会。但由于根本问题没有解决，我们认为这次行动的象征意义大于现实意义。

海外宏观

周金涛

zhoujintao@csc.com.cn

010-85130831

执业证书编号：S1440210010422

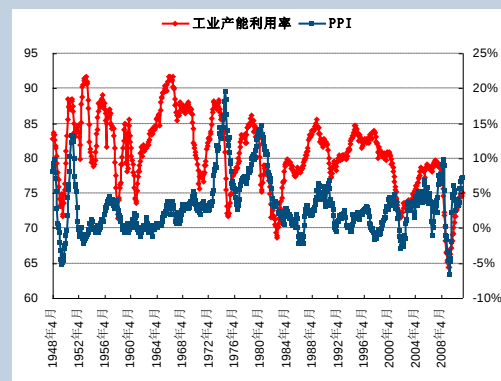
联系人：刘建中

liujianzhong@csc.com.cn

010-85156320

发布日期：2011 年 9 月 19 日

美国的增长与通胀



相关研究报告

- 2011.7.13 《房价见底、经济寻底》
- 2011.8.05 《美国进入二次去库存加速期》
- 2011.8.10 《点评联邦基金利率至少维持到 2013 年中期》
- 2011.8.18 《美国债务货币化与通货膨胀》



目录

软指标与硬指标	1
工业产出	1
环比增速已经回升	1
同比增速就要见底	2
工业产出各分项拐点不同步、调整不同速	2
投资情况	4
产能利用率总体提高，产能扩张延续	4
房地产周期启动仍在孕育之中	6
Sentix 投资信心指数显示资本支出周期尚未启动	8
小结	8
消费情况	9
就业情况仍然不理想	9
居民消费不必过于悲观	11
消费者信心 9 月开始回升	12
信贷增速依然底部徘徊	12
政治、经济事件	13
奥巴马公布 4470 亿美元的经济刺激计划	13
五大央行合作释放美元流动性	14



图表目录:

图 1:	工业总体产出指数三个月环比	1
图 2:	工业总体产出指数同比数据	2
图 3:	消费品、企业设备、建筑产出指数同比数据.....	3
图 4:	材料、制造、建筑产出指数同比数据.....	3
图 5:	消费品、采矿、公共事业产出指数同比数据.....	4
图 6:	未加工产品产能、产能利用率	5
图 7:	半加工产品产能、产能利用率	5
图 8:	成品产能、产能利用率	6
图 9:	租金减去还款额之后的剩余值以及美国房屋中间售价.....	7
图 10:	MBA 购买指数	7
图 11:	30 年期抵押贷款利率	8
图 12:	Sentix 投资信心指数	9
图 13:	Sentix 投资信心指数与私人投资之间的关系	9
图 14:	新增就业人数	10
图 15:	非农就业率与就业率	11
图 16:	零售与食品销售环比	11
图 17:	密歇根消费者信心指数	12
图 18:	消费、工商业、不动产抵押贷款月环比增速.....	13
表 1:	工业各分项短周期调整情况	4



软指标与硬指标

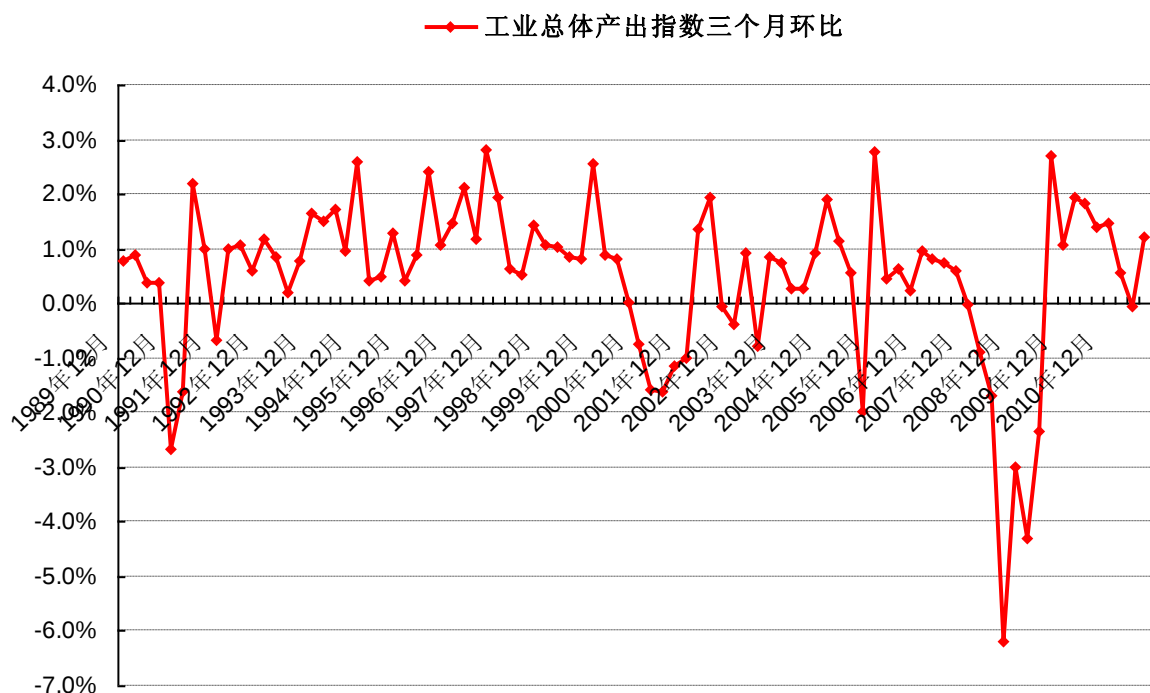
在某些时候，工业生产、产能利用率、库存等“硬性”经济指标所展现的图景不同于信心调查等“软性”指标。经济的真实情况好像取决于分析的角度。我们觉得这两种指标各有益处：软性指标更及时，它反映了当下和未来的情况，而硬性指标所反映的内容或多或少有历史的成分；硬性指标更客观，软性指标容易受非理性情绪的影响。所以在经济分析的过程中，既要考虑“反映历史的硬指标”，又要考虑“反映现在和未来的软指标”。

工业产出

环比增速已经回升

从图1可以看出，当工业总体产出指数环比数据三个月平均值触及（或超过）2%之后，该数值都会下调。而且，如果发生在中周期调整之后，该数值达到2%，并且开始下调，这个数值再次触及2%需要比较长的时间。91年之后的调整经历了3.5年，2001年之后的调整经历了2.5年。由于本次中周期调整比前两次更加剧烈，所以，从理论上讲，调整时间应该更长。从图形看，该数据向下调整阶段基本结束，最低点出现在2011年2季度，目前开始上升。而当这个数据再次达到2%的过程中，经济会经历中周期高点。所以，如果没有负面外力的扰动，从现在开始，美国的经济应该是稳步向上的。

图1： 工业总体产出指数三个月环比

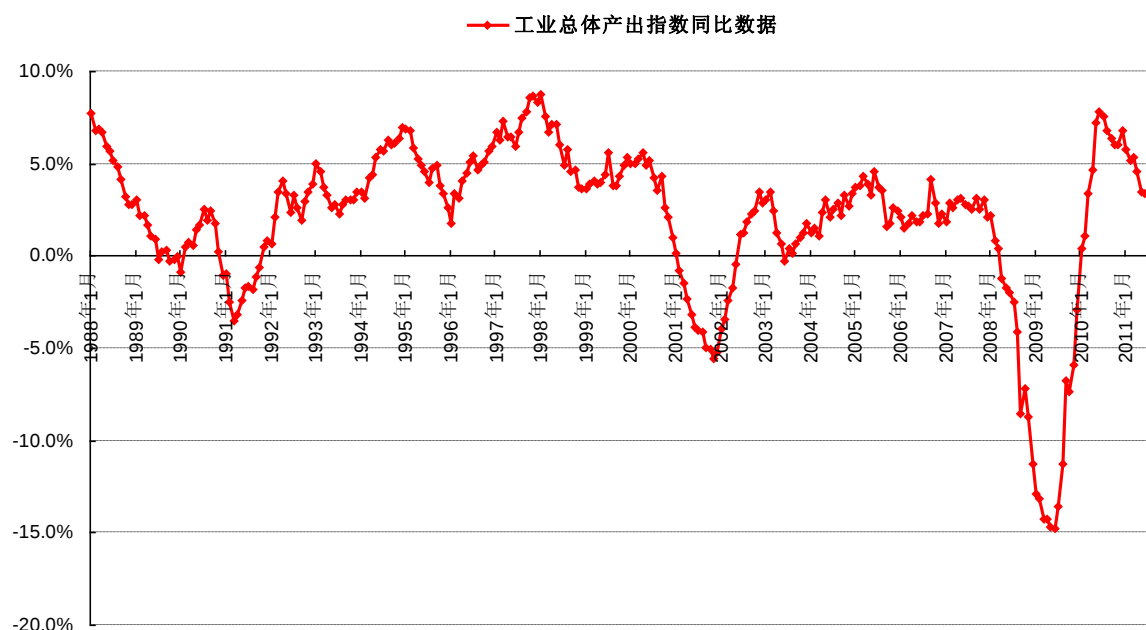


资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

同比增速就要见底

同比数据的底部往往要滞后于环比数据。从图 2 看，工业总体产出同比数据下降速度有所放缓，这是一种筑底迹象。并且由于环比数据已经开始回升，所以这符合我们在以前报告中作出的判断：9 月份附近将是短周期同比数据的底部。

图2： 工业总体产出指数同比数据



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

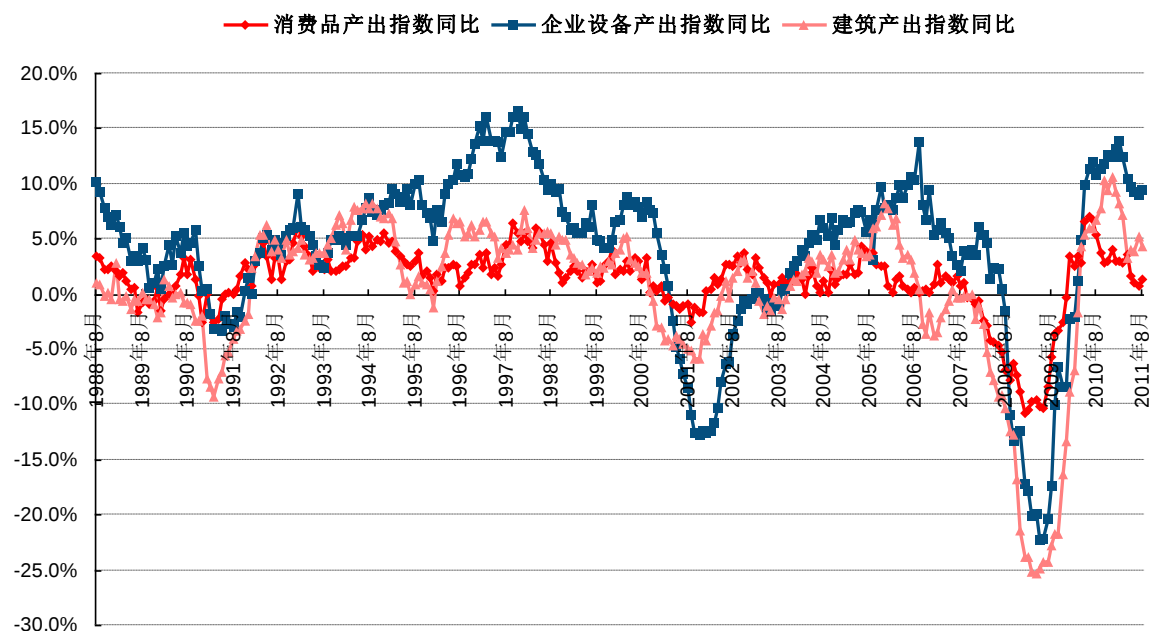
工业产出各分项拐点不同步、调整不同速

工业各分项拐点出现的时间、调整速度不尽相同。从图 3-图 5 可以看出，拐点出现比较早的行业包括：消费品、材料、制造业；出现最晚的是企业设备；调整速度^①最慢的是公共事业，调整速度最快的是建筑业与采矿业。目前各分项都处于底部，还没有明显反弹的迹象。

通过表 1 的结果可以看出，消费品、材料、制造业在短周期调整中，拐点的出现要比其他行业早，例如，比建筑行业大约早 6 个月。所以可以利用这些行业的拐点预判经济走势。

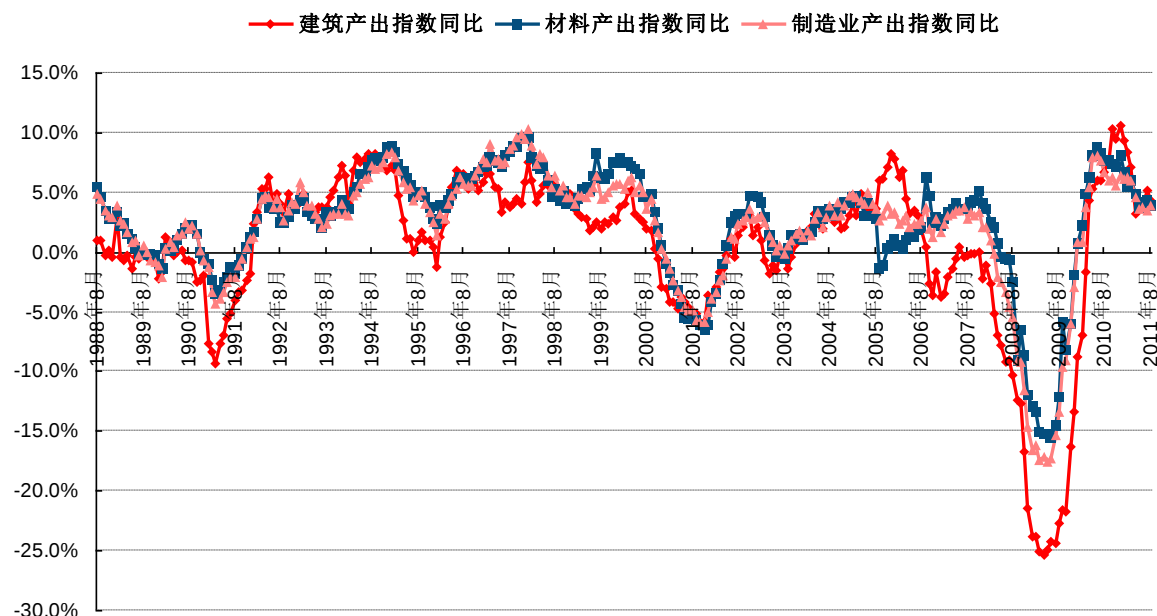
^① 调整速度指从高点进入底部区域所经历的时间。但要注意，进入底部区域并不意味着反弹。所以这个调整速度衡量的是行业弹性。

图3： 消费品、企业设备、建筑产出指数同比数据



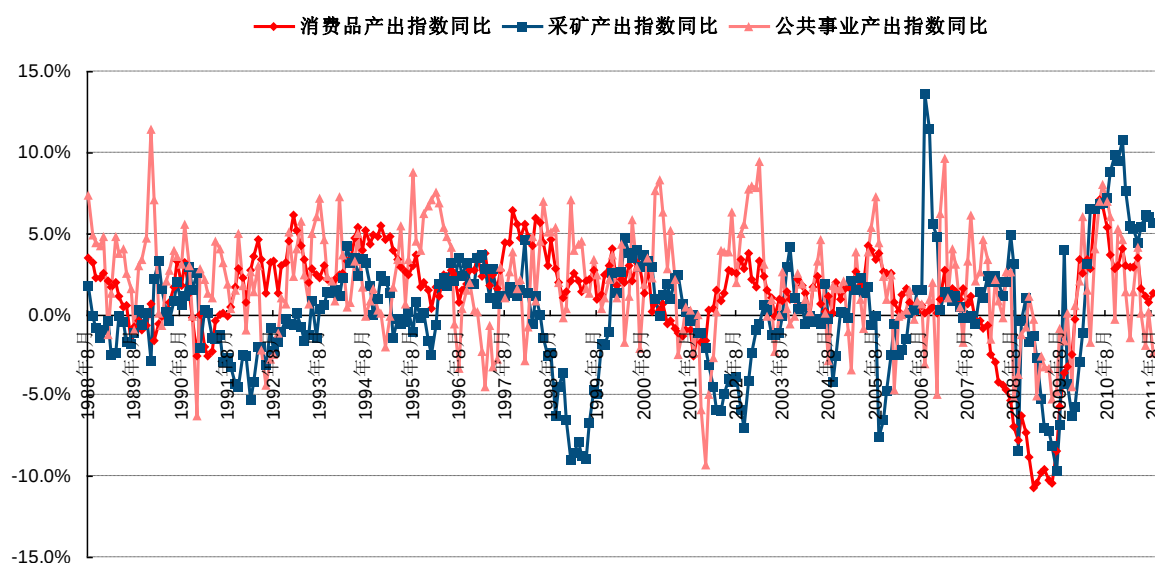
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图4： 材料、制造、建筑产出指数同比数据



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图5: 消费品、采矿、公共事业产出指数同比数据



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

表1: 工业各分项短周期调整情况

	消费品	企业设备	建筑	材料	制造	采矿	公共事业
本次拐点	2010-06	2011-02	2010-12	2010-06	2010-06	2010-12	2010-07
见底时间	2011-07	2011-07	2011-04	2011-05	2011-07	2011-04	尚未见底
调整速度	13 个月	5 个月	4 个月	11 个月	13 个月	4 个月	NULL
上次拐点 ^①	2005-06	2006-09	2006-01	2005-03	2005-06	2006-09	2005-08
见底时间	2006-07	2007-08	2006-11	2005-09	2006-10	2007-07	2007-07
调整速度	13 个月	11 个月	10 个月	6 个月	16 个月	10 个月	23 个月

资料来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

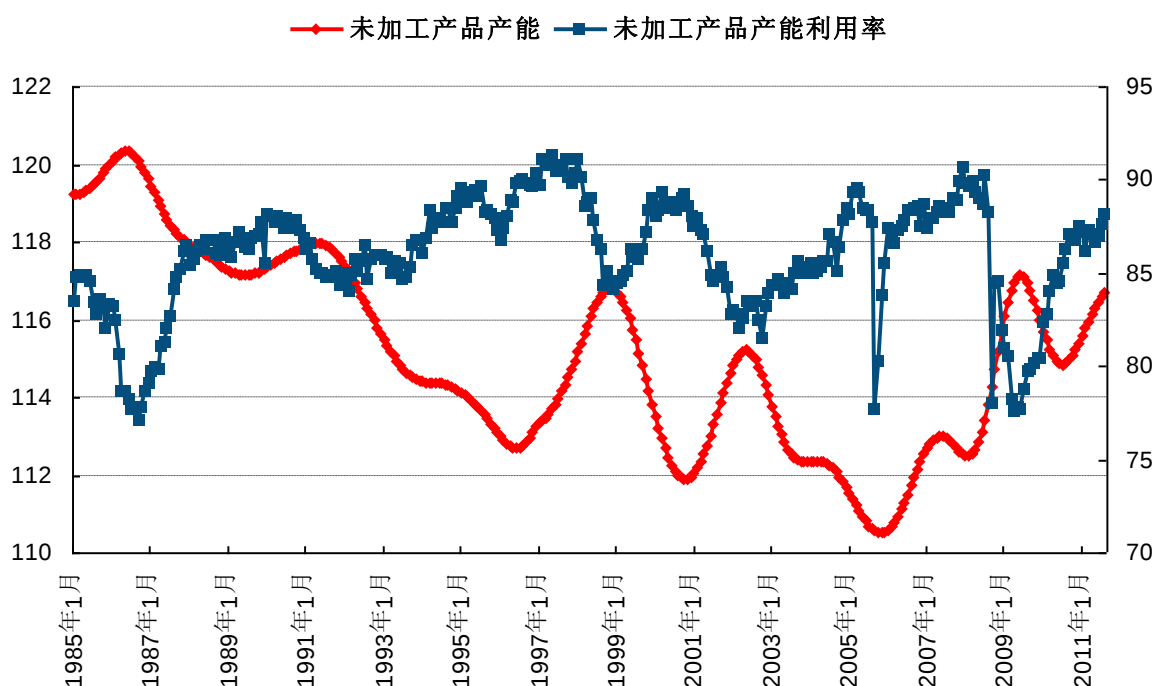
投资情况

产能利用率总体提高, 产能扩张延续

产能利用率高的时候, 企业愿意增加投资, 扩张产能。然而由于产能扩张需要一段时间, 所以当前的产能扩张情况往往不取决于当前产能利用率、或者价格, 而是受到历史因素的影响。

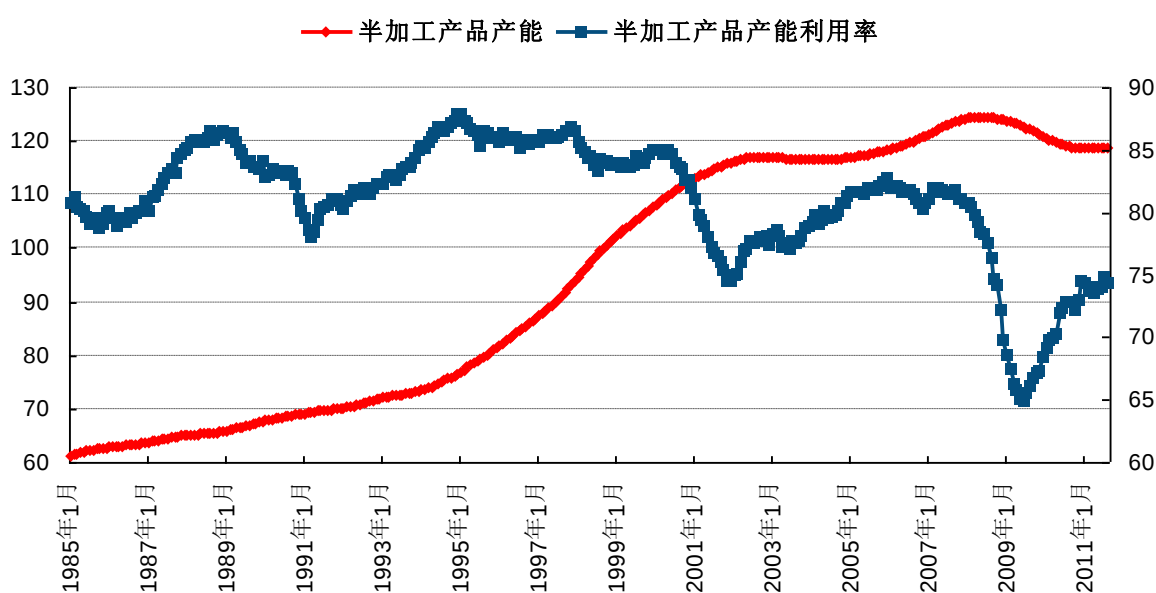
^① 为了方便比较, 这里所谓的“上次拐点”选择的是上一次短周期调整的拐点, 而不是中周期调整的拐点。

图6： 未加工产品产能、产能利用率



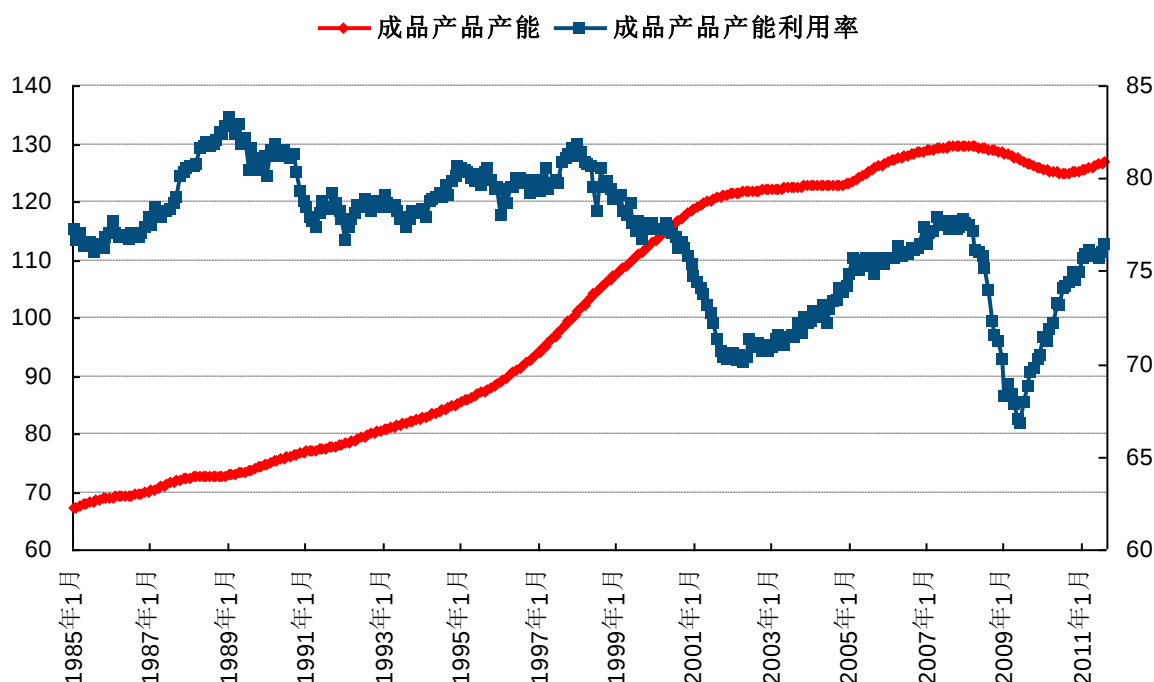
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图7： 半加工产品产能、产能利用率



资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

图8: 成品产能、产能利用率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

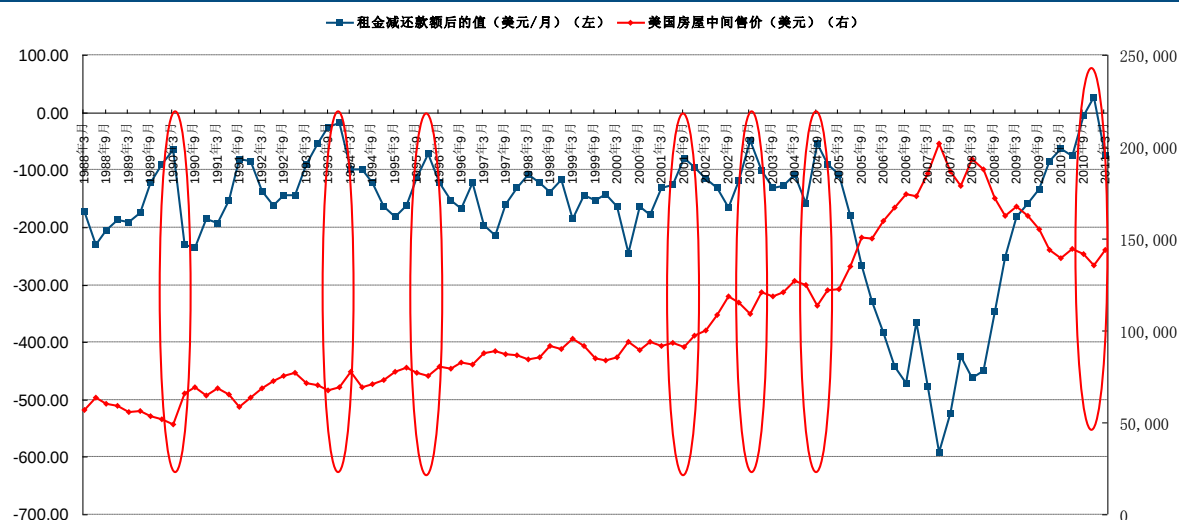
在图6中，产能利用率高点提前产能高点约1.5年，在图7-8中产能利用率高点提前产能阶段性高点约1-2年。这可能是因为新建产能一般需要1-2年时间。目前未加工、半加工、成品产品的产能都处于扩张之中。未加工扩张最快，成品次之，半加工品的扩张刚刚开始。如果产能利用率提高，而物价指数不大幅飙升，那么可以判断产能会进一步扩张。产能扩张则意味着固定资产投资的增加。

相对于7月份，8月份的未加工产品和成品的产能利用率都明显提高，而半成品则小幅回落。整体上，这三者的产能利用率还都在上升趋势中，因此这三者的产能扩张将会延续。可以说，目前趋势向好，但由于产能扩张速度慢，固定资产投资增速也必然缓慢。8月份三者产能利用率增速都小于7月份，所以8月份的投资增速也应该小于7月份。

房地产周期启动仍在孕育之中

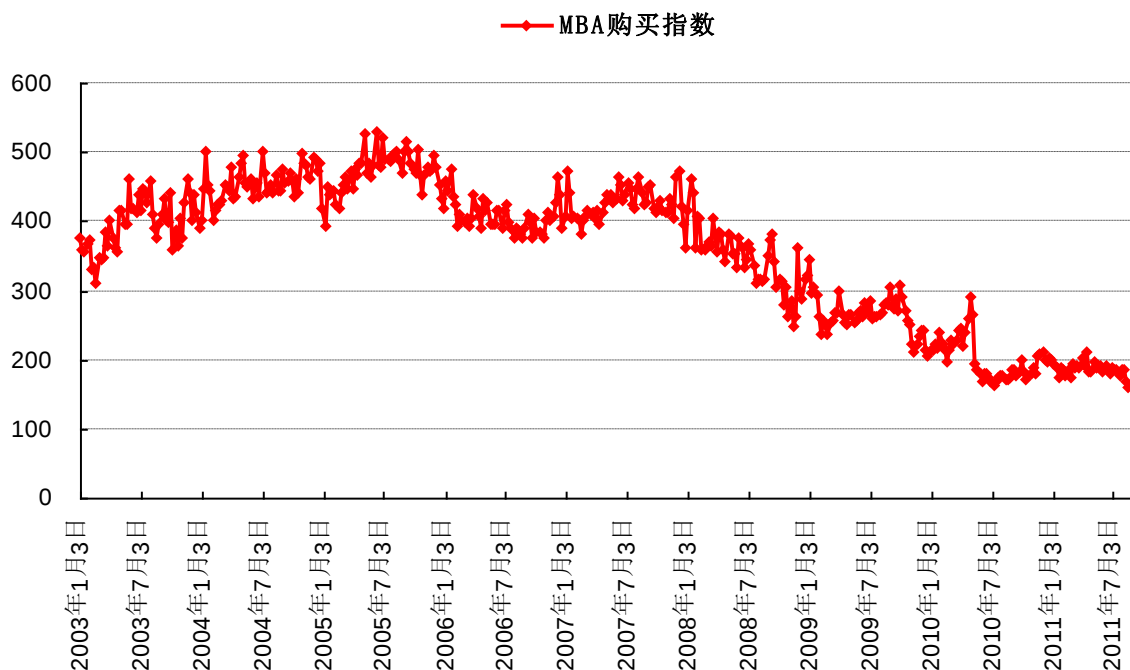
在策略报告《房价见底，经济寻底》中，我们指出，美国房价已经达到底部（如图9），但成交量不会马上放大（如图10）。从投资价值看，房屋租金越高，贷款利率越低，房屋越有投资价值。房屋租金价格与CPI走势几乎完全一致。所以，在未来的一年内租金价格将持续上涨。而30年期抵押贷款利率却不断下降（如图11）。而且因为美联储政策，我们预计这个利率还有下降的空间。因此，在未来的一年里，房地产投资会显得越来越有价值。我们相信，新一轮房地产周期已经开始酝酿，明年2季度之前可以看到房地产交易量的上升。

图9: 租金减去还款额之后的剩余值以及美国房屋中间售价



资料来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图10: MBA 购买指数



资料来源: wind 资讯, 中信建投证券研究发展部

图11: 30年期抵押贷款利率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

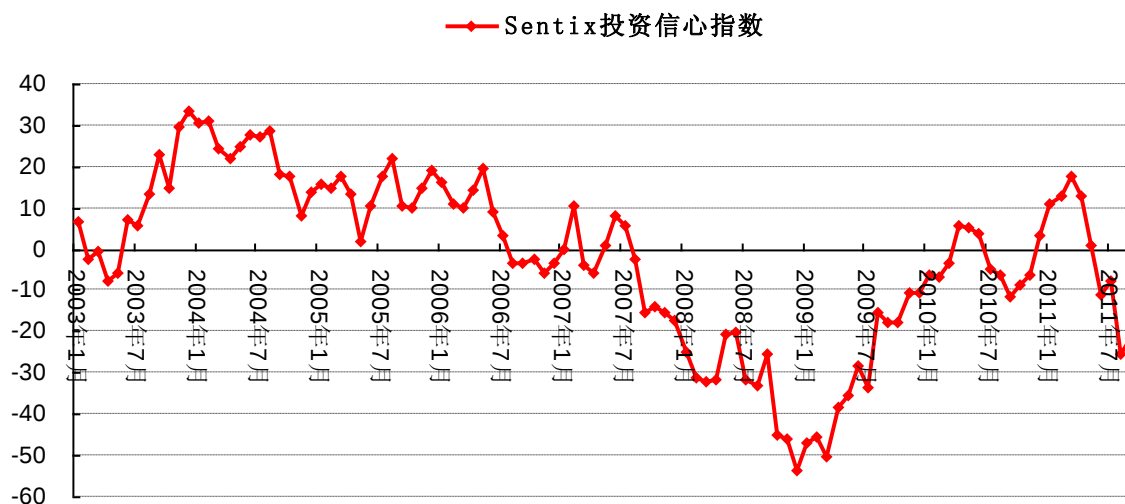
Sentix 投资信心指数显示资本支出周期尚未启动

该指数今年 3 月份见顶后, 几乎一路下跌。9 月份开始上升, 我们认为这次上升是一次上升趋势的开始。从图 13 可以看出, Sentix 投资信心指数与私人投资之间的关系并不是非常的严格, 但却可以看出, 当 Sentix 投资信心指数连续两个季度大幅下跌后, 私人投资对 GDP 的环比贡献也会下降。所以我们判断, 2011 年 3 季度, 私人投资对于 GDP 环比贡献率应该小于 0.6%。因此可以判断, 美国的资本支出周期尚未启动。

小结

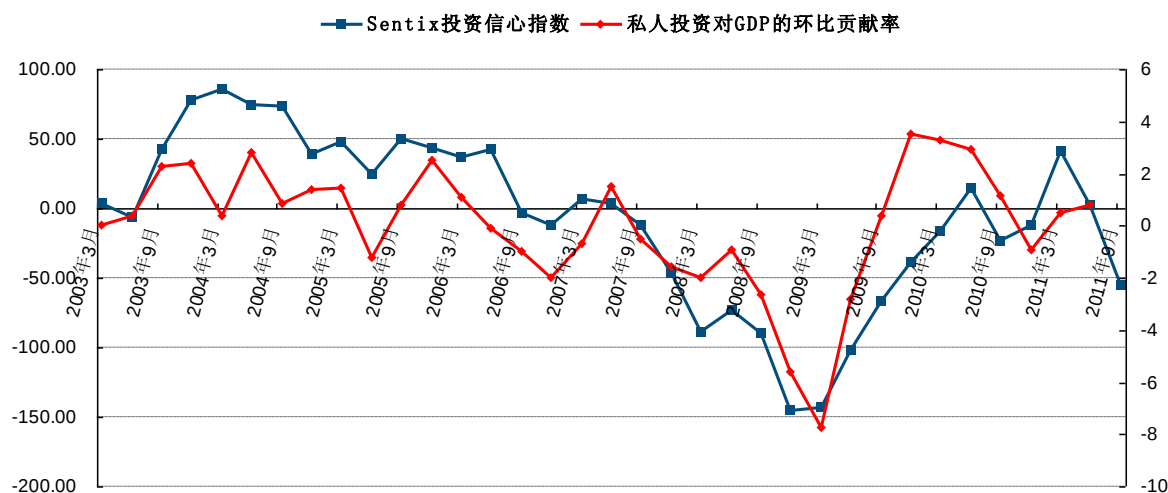
美国建筑周期仍在孕育之中, 随着房租价格上涨与抵押贷款利率下降, 建筑业周期会在明年 2 季度前缓慢启动。产能利用率在逐步提升, 但近期增速有所放缓。未加工产品产能利用率最高, 其产能扩张速度最快。成品产能扩张已经开始, 但扩张速度缓慢。半加工产品的产能扩张刚刚有开始扩张的迹象。从总体讲, 产能扩张速度仍然缓慢, 资本支出周期还没有启动。同时, Sentix 投资信心指数数据疲弱, 也显示资本支出周期的启动还在孕育中。

图12: Sentix 投资信心指数



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

图13: Sentix 投资信心指数与私人投资之间的关系



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

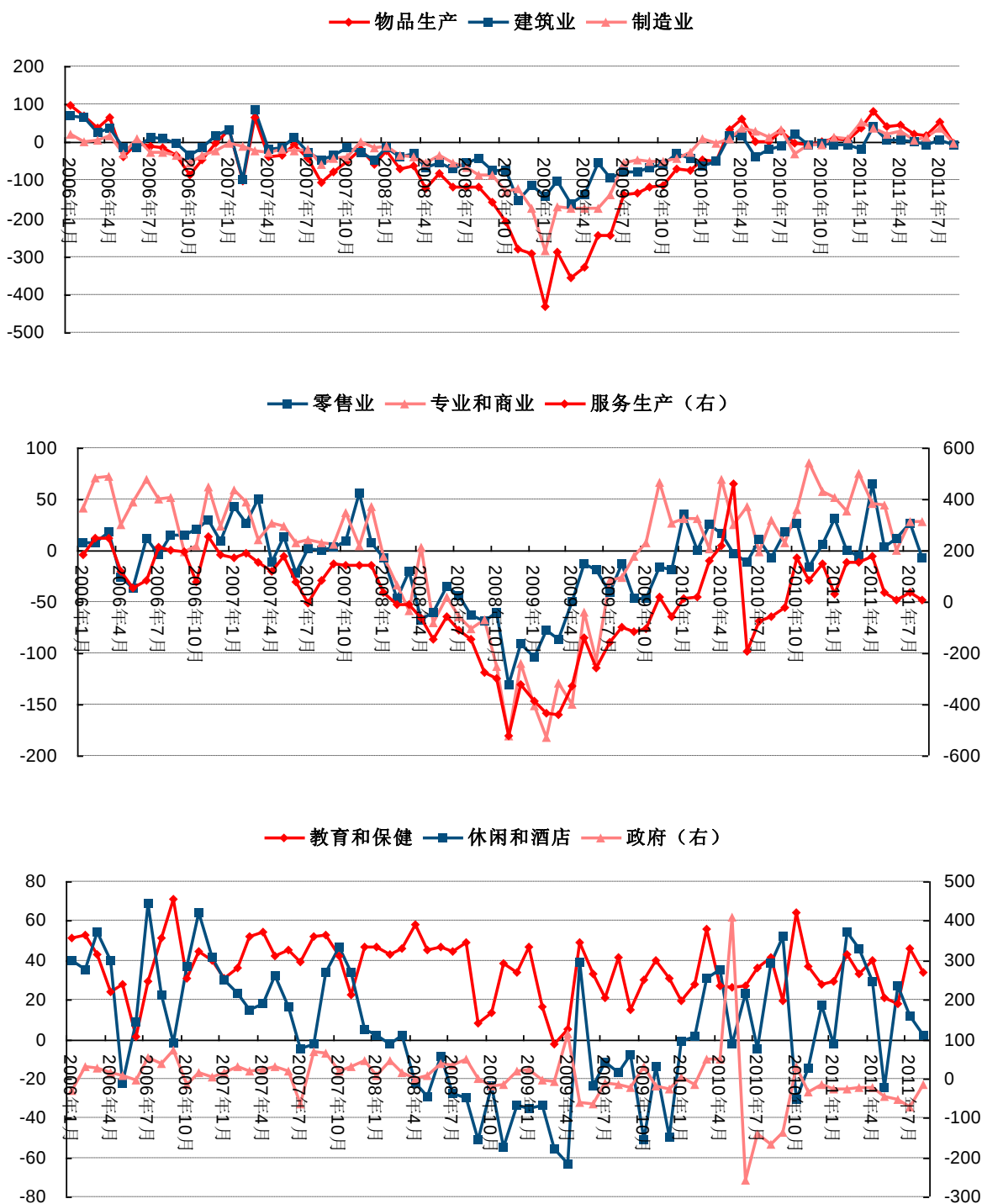
消费情况

就业情况仍然不理想

8 月份季度调整后的新增非农就业为零, 美国失业率居高不下。高失业率问题已经不仅仅是周期性问题,

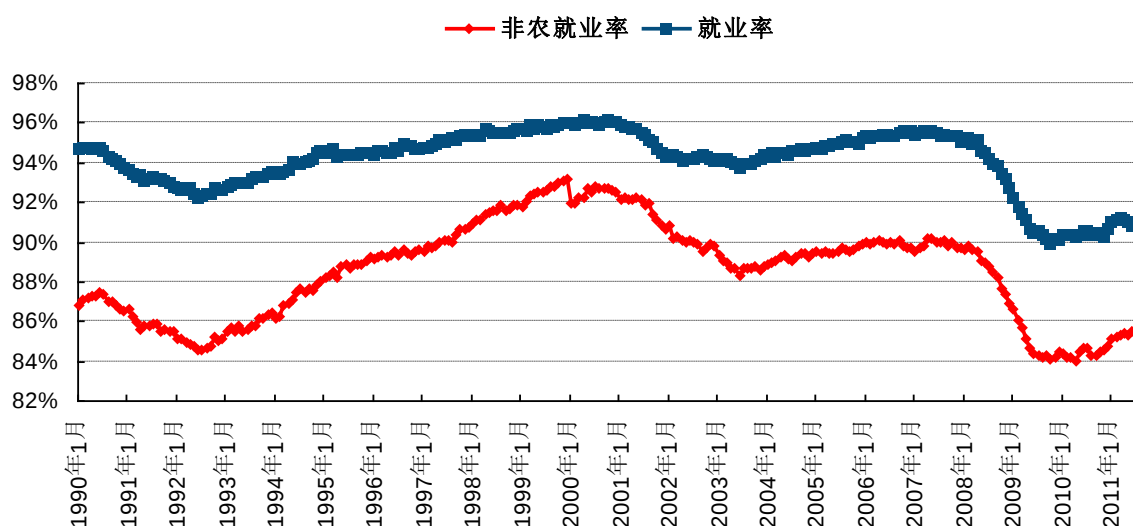
更是结构性问题。就业问题制约了消费的增长。未来如果通过减税法案，以及鼓励企业招聘的政策，就业问题会得到一定程度的缓和，但高失业率将长期困扰美国。

图14： 新增就业人数



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

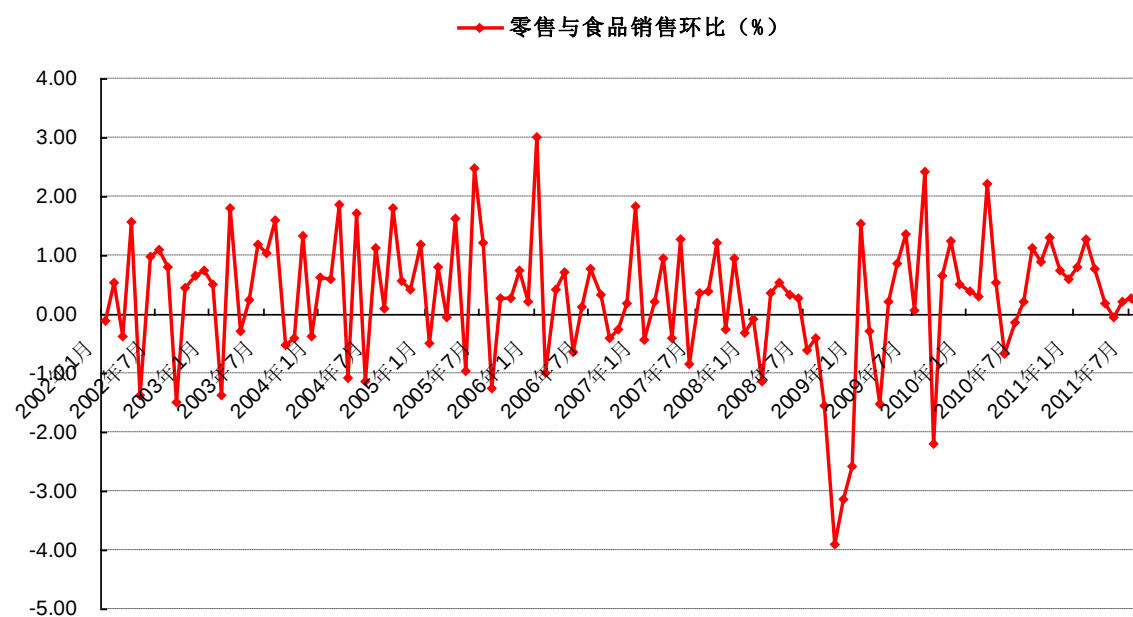
图15: 非农就业率与就业率



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

居民消费不必过于悲观

图16: 零售与食品销售环比



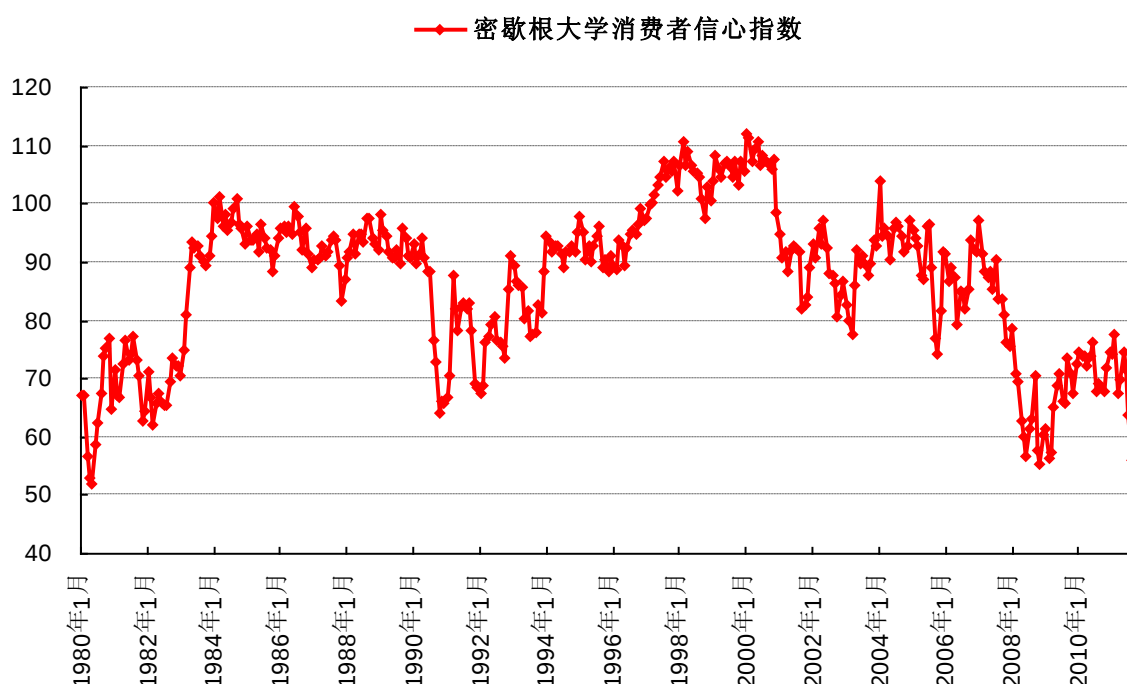
资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

虽然失业率居高，但居民部门消费却相对保持了稳定增长。8 月份由于美国债务、以及欧洲债务问题所引发的资本市场波动影响了居民消费，但该数据仍然保持了正增长。所以居民消费下降的可能性不大。随着经济见底回升，居民消费增速也会随之上升。

消费者信心 9 月开始回升

密歇根消费者信心从今年 2 月见顶以来，总体趋势下降，9 月份出现了小幅上升。该数据在历史上很少低于 60，8 月份为 55.70，9 月份为 57.80。该数值继续上升的概率较大。那么居民消费增速也会上升。

图17： 密歇根消费者信心指数



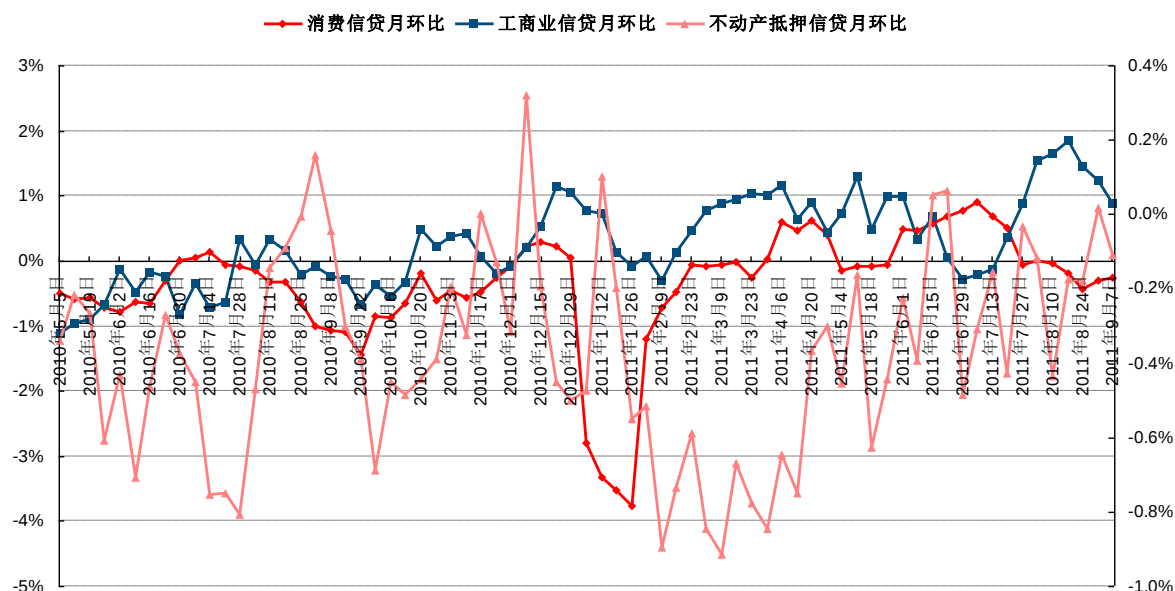
资料来源：wind，中信建投证券研究发展部

信贷增速依然底部徘徊

在去杠杆化和重建资产负债表的背景下，金融机构相对谨慎，投资与消费难以获得充分的资金支持。美国商业银行系统不断降低风险资产在资产组合中的比重，其现金在全部资产中的占比从历史平均的 3.2% 上升到 10% 左右。

目前，消费、工商业、不动产抵押信贷月环比增速都在历史底部徘徊。货币乘数大幅减小，无法开始收入和利润增长的良性循环。

图18: 消费、工商业、不动产抵押信贷月环比增速



资料来源: wind, 中信建投证券研究发展部

政治、经济事件

奥巴马公布 4470 亿美元的经济刺激计划

奥巴马的提案是以减免个人和企业所得税为主, 以加强美国基础建设为辅。计划具体内容包括:

约 2400 亿美元直接对个人和企业收入所得税减免;

约 600 亿美元将用于对失业人员福利保障和对长期失业人员 (失业在 6 个月以上) 的救助;

约 850 亿美元将用于聘请更多中小学教师以及对全国 35000 所学校进行翻修;

约 500 亿美元将用于全国高速公路、铁路和航道的修理维护工程;

约 100 亿美元将给支持基建的银行以支持。

美国经济学家克鲁格曼在《纽约时报》的专栏文章: “当前情形恰如 1938 年罗斯福治下之美国, 经济刚刚从大萧条中复苏, 人们就为了是否应停止刺激政策而争论不休……要想避免重现罗斯福过早执行退出策略而酿成二次衰退的悲剧, 奥巴马政府就应继续刺激经济, 在短期内出现赤字攀升也无可厚非。大手笔的经济刺激计划, 不仅有利于美国经济的回复, 也减轻了美联储(FED)推出更多量化宽松政策的压力。”

虽然国会不可能爽快通过该刺激计划, 但第一、因为该提案中大部分措施涉及到税收减免, 这正是共和党人支持的政治主张, 而对低收入家庭、长期失业者、退役老兵和残疾人的失业补助也是民主党人所希望的。第二、但奥巴马手里还是有一些谈判筹码, 所以我们估计至少有 3000 亿美元的计划会被批准。

2011 年政府支持下降较快, 严重拖累了 GDP 增速。通过 GDP 分项研究发现, 如果 2011 年 2 季度的政府支

出能达到 2009-2010 年的平均值，那么该季度的 GDP 环比折年率应该达到 2.0%，而不是 1.0%。刺激计划有利于政府支持增加，以及消费增长。如果有 3000 亿美元刺激计划被通过，由于投资拉动与消费增长，预计将提高 GDP 增速 0.6 个百分点。那么 2012 年经济增长将达到 2.6% 左右的水平。

五大央行合作释放美元流动性

欧洲央行 15 日发布公告称，该行决定与美联储、英国央行、日本央行和瑞士央行在年底前协同合作，执行 3 次美元流动性招标操作，3 次招标时间分别为 10 月 12 日、11 月 9 日和 12 月 7 日，每次操作期限为 3 个月。这次联合行动允许欧洲银行以三个月期限从央行借入美元，而不是过去短短一个星期的期限，这给欧洲银行以喘息的机会。这次行动刚好在美国第四大投行雷曼兄弟破产三周年之时。雷曼的倒台让政治家们认识到，大银行破产之后的连锁反应会引起萧条。这次联合行动提升了市场信心，各国股市普涨，美元、黄金等避险资产价格下跌。

这次行为对于美联储几乎没有任何坏处，而换入美元的欧洲央行却要承担双重风险：第一、汇率风险；第二、借给欧洲银行时的信贷风险。这次解决欧洲流动性的问题，对于经济增长有正面意义，而且这象征各大央行可以携手解决世界经济问题。然而，这次行动没有解决更深层次的问题：

第一、欧洲银行本身仍然缺乏美元借款能力。

第二、欧洲银行本身由于持有希腊等国债所面临风险敞口没有下降。

第三、欧洲国家之间发展仍然不平衡。

因此，我们认为这次行为的象征意义大于实际意义



分析师介绍

周金涛：南开大学经济学硕士，现任中信建投证券研究部执行总经理，行政负责人。长期从事宏观策略研究，并在中国的工业化国际比较和经济周期研究、虚拟经济与实体经济关系等方面形成了独特的逻辑框架和思维体系。2008 年、2009 年连续两年获得新财富最佳策略分析师第三名。

研究服务

董事总经理 社保基金销售经理

彭砚苹 010-85130892 pengyanping@csc.com.cn

北京地区销售经理

张博 010-85130905 zhangbo@csc.com.cn

张明 010-85130232 zhangming@csc.com.cn

陈杨 010-85156401 chenyangbj@csc.com.cn

上海地区销售经理

杨明 010-85130908 yangmingzgs@csc.com.cn

朱律 010-85130231 zhulv@csc.com.cn

戴悦放 021-68825001 daiyuefang@csc.com.cn

姜东亚 010-85156405 jiangdongya@csc.com.cn

深圳地区销售经理

赵海兰 010-85130909 zhaohailan@csc.com.cn

任威 010-85130923 renwei@csc.com.cn

张娅 010-85130230 zhangya@csc.com.cn

周李 0755-23942904 zhouli@csc.com.cn

段佳明 010-85156402 duanjiaming@csc.com.cn

保险销售经理

韩松 010-85130609 hansong@csc.com.cn

付广华 010-85130681 fuguanghua@csc.com.cn

私募销售经理

钱宏伟 021-68805057 qianhongwei@csc.com.cn

地址

北京 中信建投证券研究发展部

中国 北京 100010

朝内大街 188 号 4 楼

电话: (8610) 8513-0588

传真: (8610) 6518-0322

上海 中信建投证券研究发展部

中国 上海 200120

世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室

电话: (8621) 6880-5588

传真: (8621) 6880-5010



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告仅供本公司的客户使用，本公司不会仅因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证本报告所包含的信息或建议在本报告发出后不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见和预测均仅反映本报告发布时的资料、意见和预测，可能在随后会作出调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务等方面的最终操作建议。本公司不就报告中的内容对投资者作出的最终操作建议做任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和本报告作者无关。

在法律允许的情况下，本公司及其关联机构可能会持有本报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布本报告。任何机构和个人如引用、刊发本报告，须同时注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和/或修改。

本公司具备证券投资咨询业务资格，且本文作者为在中国证券业协会登记注册的证券分析师，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

股市有风险，入市需谨慎。