

2010 年关注信贷解冻背景下的 联储退出政策及企业投资前景

报告提要

- 明年国际经济最重要的三条线索是一. 信贷市场何时以何种形式解冻? 连同就业市场一起, 信贷市场是另一个影响美国经济能否实现可持续复苏的因素。我们相信明年信贷市场可能会如同今年下半年的就业市场一样极大牵动金融市场的情绪。此外更重要的, 信贷市场何时出现积极迹象更可能显著影响美联储退出目前刺激政策的时点。
- 二是美联储何时退出现有刺激政策, 或者说更确切的, 联储将以何种方式退出现有刺激政策? 这将是贯穿明年国际外汇市场以及资本市场重要的政策线索。我们认为一种预先口头上控制通胀预期, 随后观察情况逐渐确立加息时点的方法对联储而言是代价最小同时也符合其政策意图的。
- 三是企业投资会否或何时发挥带动经济增长的作用? 企业投资会否或何时发挥带动经济增长的作用? 由于企业端资产负债表受损较小, 企业利润的快速增长, 以及弱美元所带来的竞争优势, 从中期而言我们认为企业设备投资增长最有可能成为带动下一轮经济增长的力量。从短期而言, 我们认为企业设备投资于未来几个季度环比筑底同比增速显著反弹的条件具备。也正是在这种情况下, 我们上调了美国经济明年下半年的增速, 一定程度上修正了此前对于美国经济前高后低的观点。

近期国际报告

- 2009年12月7日, 就业改善趋势确定, 但失业率单月下降难成趋势
- 2009年12月4日, 局部的信贷解冻有望在明年下半年生发
- 2009年11月24日, 担忧经济增长就此放缓为时尚早
- 2009年11月17日, 库存状况更新—电子产品库存筑底的潜在影响
- 2009年11月11日, 奥巴马政府的政策选择—由众议院通过医疗改革法案想到的
- 2009年11月9日, 莫尼塔国际经济周评——就业趋势蕴含在非农就业中

高级分析师 杨帆

010-84486606-625

email: fyang@cebm.com.cn

msn: yangfan921@hotmail.com

分析师 陈康

010-84486606-606

email: kchen@cebm.com.cn

msn: kangchenwh@hotmail.com

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。

目录

第一部分	可持续性复苏的两块基石：就业和信贷	4
第二部分	通胀前景和通胀预期风险	17
第三部分	美联储抉择及美元	24
第四部分	美国经济复苏前景	28

2010 年国际经济关注的三条线索

明年国际经济最重要的几条线索是：一. 信贷市场何时以何种形式解冻？为什么我们如此看重信贷市场？因为我们认为连同就业市场一起，信贷市场是另一个影响美国经济能否可持续复苏的因素。正如伯南克所说，目前就业和信贷市场是美国经济最主要的两个威胁因素。就业市场已经在下半年显露出非常多积极的迹象，目前包括我们在内的市场普遍预期是就业市场将于明年上半年筑底。然而到目前为止，信贷市场的积极迹象仍然非常有限，我们相信如果明年信贷市场能够出现积极迹象，那么它可能会如同今年下半年的就业市场一样极大牵动金融市场的情绪。此外更重要的，信贷市场何时出现积极迹象更可能显著影响美联储退出目前刺激政策的时点。

二是美联储何时退出现有刺激政策，或者更确切地说，联储将以何种方式退出现有刺激政策？我们相信美联储或者更广义的，美国政策当局希望尽可能维持宽松政策环境的意图在明年不会发生显著的改变，这意味着任何收紧操作都将是十分谨慎和缓慢的。同时我们也可以看到在产出缺口和宽松的劳动力市场的持续压制下，明年通胀读数所带来的压力仍将非常轻微，我们模型所预测的到明年四季度核心 CPI 读数不会超过 2%。但我们需要强调的是，十分谨慎的政策操作不代表一定不操作，一方面零利率水平相对于 1.5%-2% 的核心通胀水平仍然过低，仍然是负利率的环境；另一方面，更为重要的是在信贷和就业市场改善即经济复苏可持续性进一步确认的情境之下，维持负利率环境所带来的潜在风险和不适性；最后，尽管近期商品价格和国债收益率水平都受限，但明年这二者的上行风险并未解除。我们注意到 1994 年美联储就曾在毫无预先警示的情况下，在通胀水平持续下行的情况下，由于国债收益率的上行而突然加息，这种风险是不能完全排除的。因此，在众多可选政策路径中，我们认为一种预先口头上控制通胀预期（即上半年调整措辞），随后观察情况逐渐确立加息时点的方法对联储而言是代价最小同时也符合其政策意图的。

三是企业投资会否或何时发挥带动经济增长的作用？由于企业端资产负债表受损较小，企业利润的快速增长，以及弱美元所带来的竞争优势，从中期而言我们认为企业设备投资增长最有可能成为带动下一轮经济增长的力量。从短期而言，我们认为企业设备投资于未来几个季度环比筑底同比增速显著反弹的条件具备。也正是在这种情况下，我们上调了美国经济明年下半年的增速，一定程度上修正了此前对于美国经济前高后低的观点。尽管如此，注意到我们对下半年企业设备投资上调的幅度仍然非常有限，其对 GDP 的贡献只是从 +0.5% 上调至 +1.0%，体现了我们对于企业投资启动时点和启动最初阶段力度的不确定性。这种上调意味着明年下半年与投资相关的产品其出口的优势将会较为显著的体现出来。我们对于出口产品相对竞争优势变化的看法是今年下半年是汽车和电子产品为代表的早周期产品相对增速最快的阶段，明年上半年是整体出口修复阶段，其中必需品和工业品增长速度将较为明显，而下半年将可能迎来投资类产品出口增速显著快于其他产品的阶段。

第一部分：
可持续性复苏的两块基石——
就业和信贷市场

为什么就业和信贷市场格外重要

在经济已经进入复苏周期后，就业和信贷市场仍然是目前美国经济中最主要的两个拖后腿部分，我们认为明年这两个市场能否筑底复苏将是研究美国经济基本面最重要的内容，其重要性不仅关乎于所谓经济复苏可持续性的问题，更重要的也关乎于美联储的加息操作宜早宜晚的问题。

我们此前已经提出，通常美联储的加息操作在失业率见顶之后，而我们认为非农就业将于明年一季度出现正增长，失业率则于明年二季度见顶，因此从就业市场的角度明年下半年具备了加息的条件。另一方面，我们发现工商业贷款同比增速的底部往往同步或者仅略微领先于美联储加息时点，因而观察明年信贷市场尤其是工商业贷款部分能否以及何时筑底复苏对于观察联储加息条件是否成熟是另一个重要的考量因素。

我们相信由于居民部门和房地产市场的结构性问题，明年还很难看到全面的信贷解冻，因而我们所期待的信贷市场的变化更多集中于企业，即工商业贷款的筑底。我们认为工商业贷款在明年下半年筑底复苏的理由主要有如下四个方面：

一是企业资产负债表相对健康的现状和企业利润显著改善的前景：此前的报告中我们已经提到过本次危机结束后私营部门中企业的资产负债表的健康状况明显优于居民。此外，利润的快速扩张则成为企业投资的重要刺激因素，目前市场预期 2010 年企业利润有望达到同比 24% 的增长速度。最后，从中期来看弱美元和单位劳动成本的显著下降可能明显提升美国制造业的吸引力（尤其是相对欧洲），微观的证据是德国制造企业考虑将生产转移到美国的事实。从近期关于企业设备投资的微观调研以及利润增长和投资之间的关系来看，企业设备投资今年年底到明年年初将逐渐筑底，而同比增速的拐点已经在今年年中出现。

二是银行资产负债表尤其是大型银行资产状况逐渐筑底改善的现状：就业市场好转帮助消费信贷（主要是信用卡）违约率见顶回落，虽然 9 月份看到信用卡违约率有反复，但只要就业市场的改善是可持续的，信用卡违约率的继续改善是相对确定的。随着住宅价格见底（从今年二季度开始），未来有望见到居民房贷违约率恶化速度放缓。市场最为担心的商业房地产市场的风险也在显著下降，首先大型商业银行持有的商业房地产资产规模不超过总资产的 20%，持有商业房地产较多的银行主要是中小型银行；其次最新的统计数据表明商业房地产市场最坏的阶段可能也将过去，不同的商业房地产价格指数显示三季度商业房地产价格或降幅收窄或甚至出现小幅反弹，商业房地产需求指数在三季度也出现了见底改善的迹象。尽管距离商业地产违约率见顶仍需较长时间，但这些指标显示市场无需过分担心这一市场的负面影响。

为什么我们有理由期待银行信贷解冻的发生

三是今年直接融资市场的显著改善增强了我们的信心：BAA 级企业债收益率快速回落至 6.3%，这一水平显著低于 90 年代初企业投资复苏时候的利率，大致相当于 2003 年初企业投资见底复苏时候的水平。截至 11 月底，今年企业债发行规模达到 1.13 万亿，仅小幅的低于 2006 和 2007 年的水平，这其中绝大多数是再融资尚未牵涉投资扩张的需求。此外，我们注意到历史上企业债收益率的水平跟工业生产的恢复增速有较强的相关性，相关模型显示 BAA 收益率目前的低水平对刺激工业生产以较快速度恢复十分有利，这也意味着目前的企业债收益率水平有利于拉升产能利用率的回升速度。直接融资市场解冻一方面表明企业融资需求不必完全受制于银行，另一方面也显示市场对企业偿还能力和运营能力的认可，为间接融资市场逐渐解冻创造了条件。

四是一些显示银行信贷的领先指标近期出现的改善迹象：最新的美联储季度银行业调研显示，商业银行对工商业企业贷款的标准较前期好转，目前的读数水平预示未来几个季度企业投资将筑底反弹。

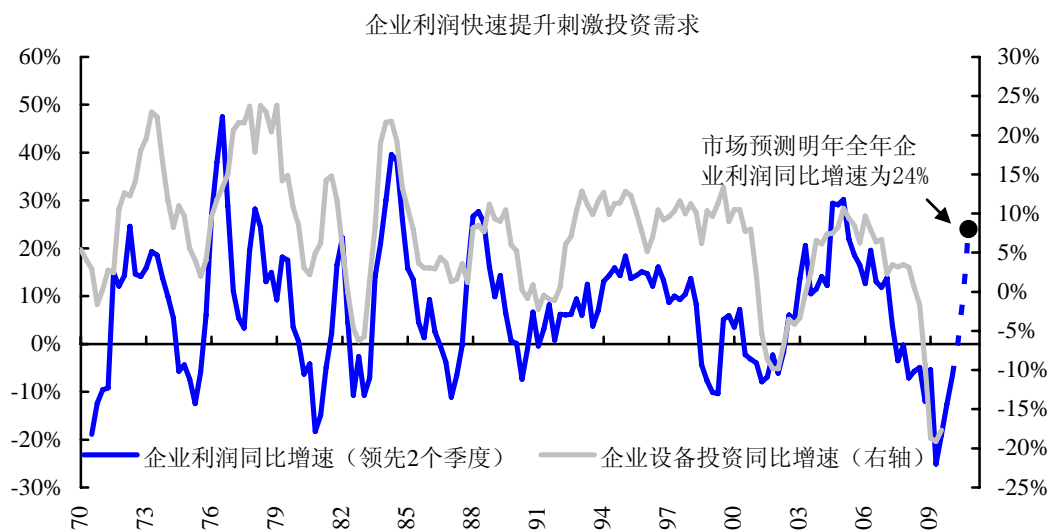
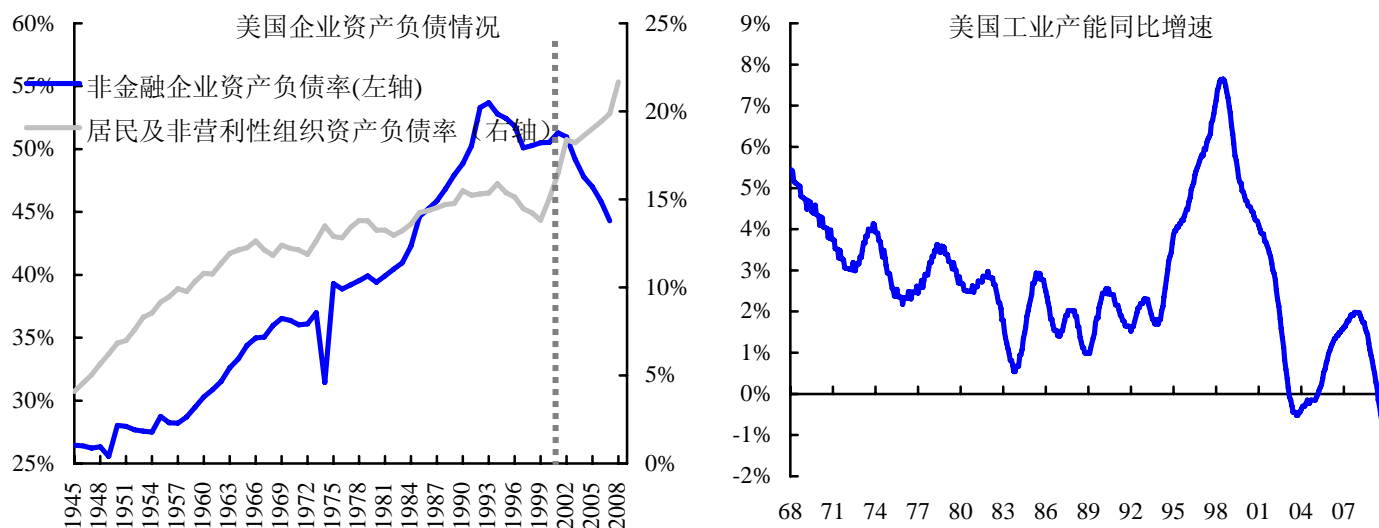
综上所述，我们认为企业设备投资未来几个季度环比筑底同比增速明显反弹的条件具备，在此情况下工商业贷款余额的增速将有望在明年下半年出现拐点。我们倾向于认为经济复苏是可持续的（风险主要在扩张速度的快慢），在此背景下有理由期待信贷市场的最终解冻。需要注意的是，这种解冻不是迅速的也不是全局的，而更可能是发乎于局部的。

但是我们想要说明的是，即使是一个发乎于局部的信贷解冻以及失业率明年上半年见顶两点，就已经意味着美联储超低利率的不适用性在不断上升。我们认为美联储超低利率不适用的几个主要催化因素来自于：一是基本面上的信贷解冻和失业率见顶回落，二是金融市场上通胀预期的不稳定，包括商品价格过快上涨的风险和国债收益率上行的风险，三是通胀读数的显著上行，应该说在这点上我们和市场的观点一致，至少在明年通胀读数尚不构成威胁。对于美联储政策，我们并不认为其会迅速的收紧，而更可能只是一种向正常政策的回归。然而注意到即使从零利率加息至 1% 或 2% 依然是非常低的利率水平，依然是负利率的状况。我们也相信美国政策当局长期维持宽松政策的信心和意愿是不变的，但是仍然需要注意在可持续复苏背景下的过低利率所带来的潜在伤害。

资产状况良好和利润增长推动企业设备投资意愿

非金融企业的资产负债率在 2001 年 IT 泡沫破裂后经历了长期且痛苦的调整，在此过程中，即 2000 年以后的接近 10 年间，美国整体工业产能的增长速度急剧下降，整体产能的增长速度显著放缓。在 2001 年以及本次的经济衰退中，工业产能均出现了下降的情况。相对于居民资产负债表刚刚经历过的巨大调整而言，非金融企业资产负债状况目前整体处于相对健康的状态，为企业设备投资意愿启动创造了必要的条件。

另一方面，企业利润的快速增长是企业设备投资启动的另一个催生因素。从今年二季度开始，企业利润（无论是环比还是同比）即开始出现了明显的见底反弹，而目前市场的一致性预测显示明年全年企业利润仍然能有约 24% 左右的同比增长。一般规律是企业利润增速领先于设备投资约两个季度左右，这意味着今年底到明年初将是企业设备投资环比逐渐筑底的阶段，同时也是同比增速的拐点。



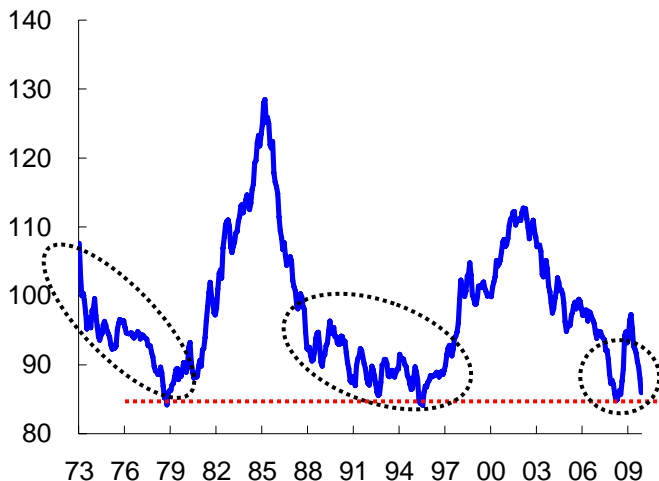
弱美元和低劳动力成本增强企业竞争优势

从中期而言，跌至 30 年低点的美元实际有效汇率也为企业设备投资恢复创造了条件。我们注意到在过去两次设备投资发挥主要作用的经济周期中，即 70 年代中后期和 90 年代初期，均对应着此前两次美元指数跌至目前这一低位。美元贬值增强美国制造业竞争力的微观证据是，我们最近连续看到德国的制造业企业（包括太阳能生产和汽车制造商）都在考虑从德国转移部分生产能力到美国。

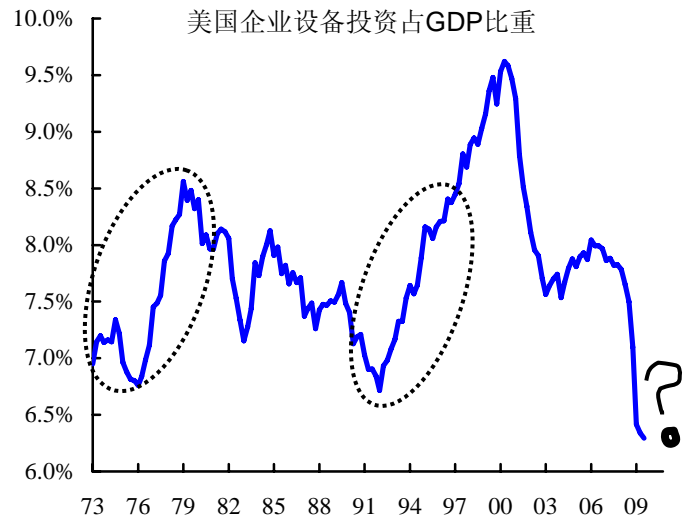
Oct 26 (AP) – 德国太阳能企业 SMA 计划在丹弗建立第一个北美地区生产厂 SMA, a Germany based solar company, plans to open its first North American manufacturing site in Denver.

Dec 2 (Bloomberg) – 戴姆勒计划将部分生产能力从德国转移至美国以利用美国较低的生产成本 Daimler plans to move some production to a plant in Alabama from Germany to take advantage of lower productions costs in the US and to avoid currency fluctuations.

贸易加权的美元实际汇率

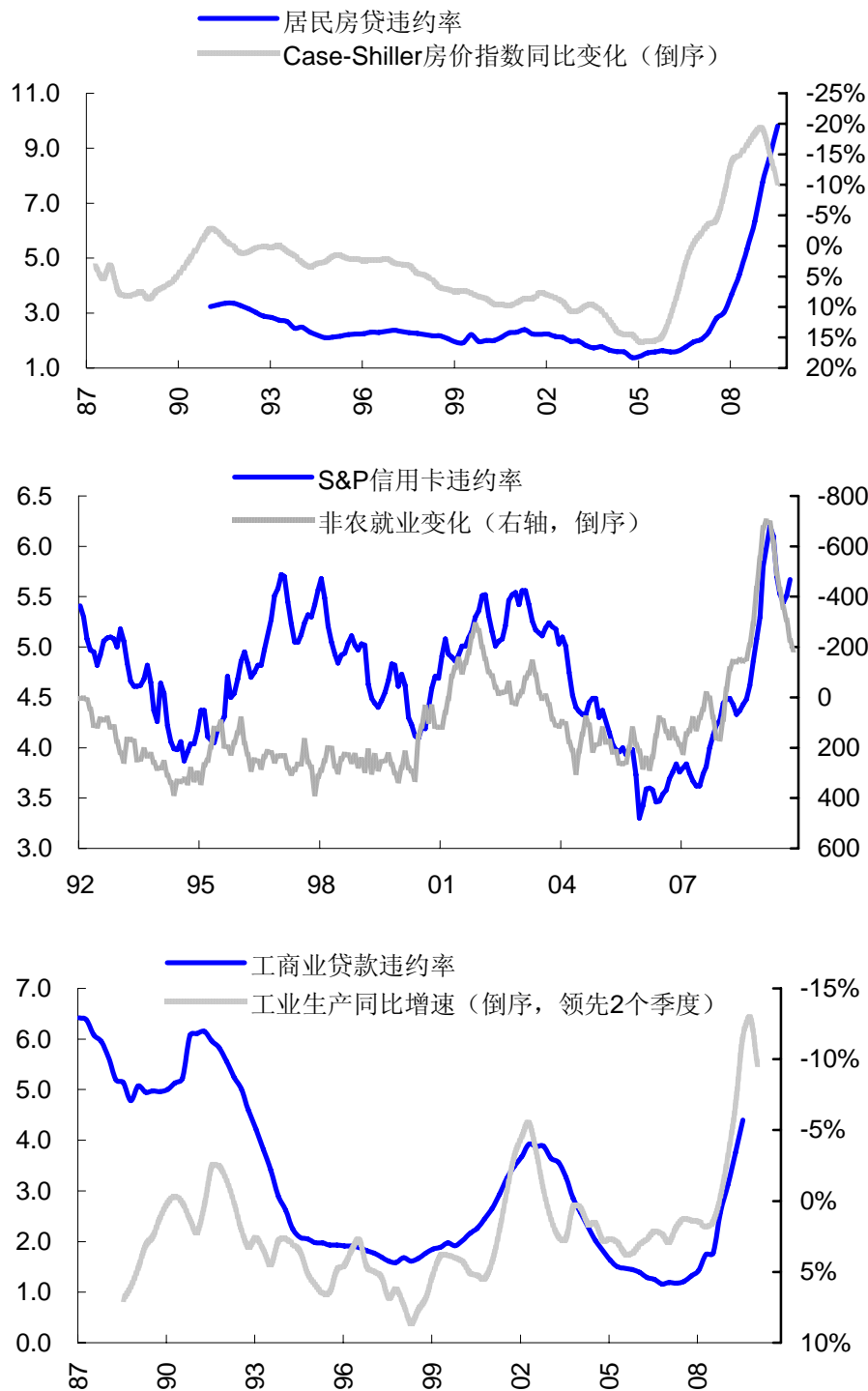


美国企业设备投资占GDP比重



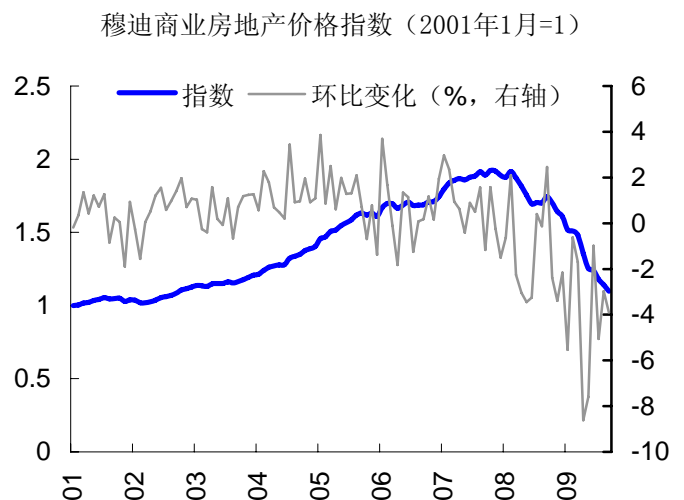
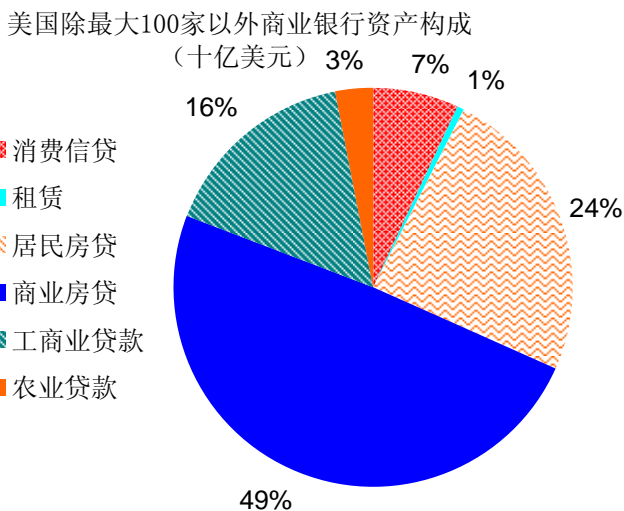
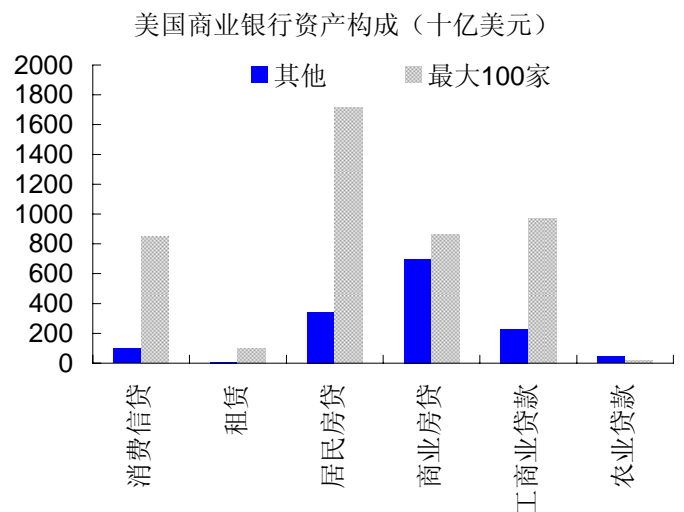
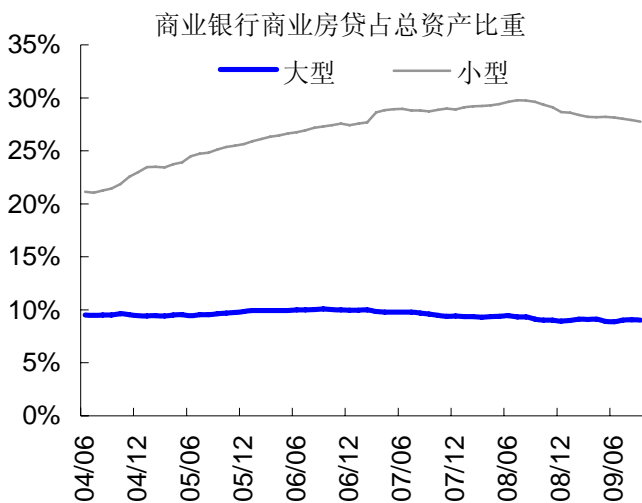
银行资产质量逐渐稳定

就业市场好转帮助消费信贷（主要是信用卡）违约率见顶回落，虽然 9 月份看到信用卡违约率有反复，但只要就业市场的改善是可持续的，信用卡违约率的继续改善是相对确定的。随着住宅价格见底（从今年二季度开始），未来有望见到居民房贷违约率恶化速度放缓。



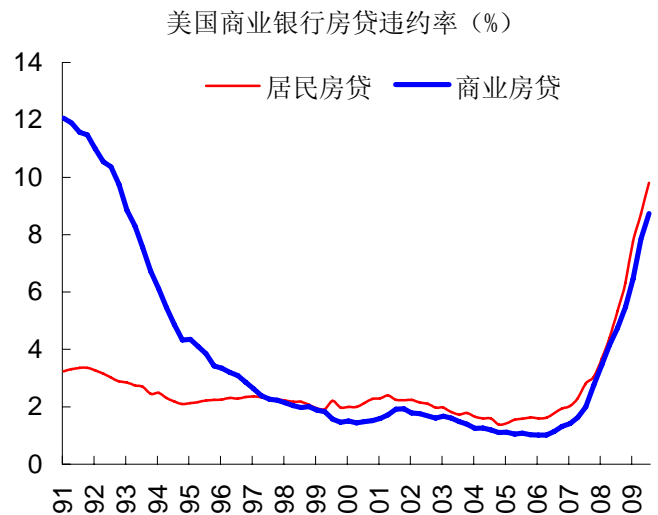
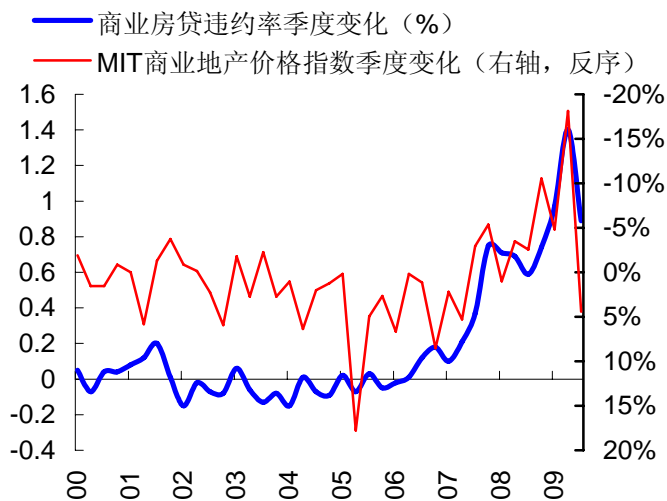
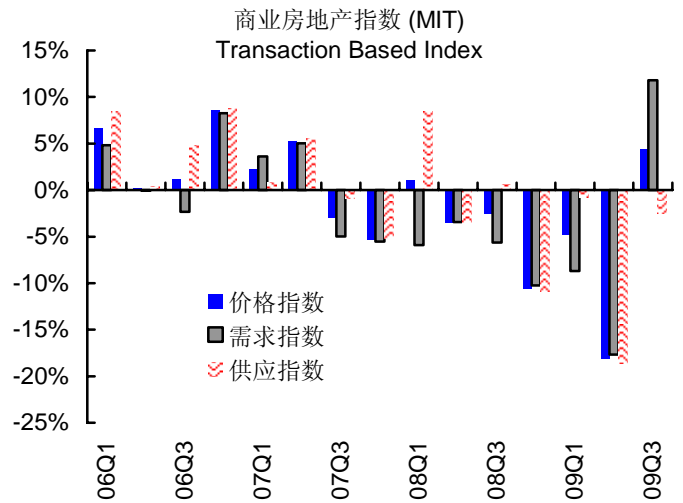
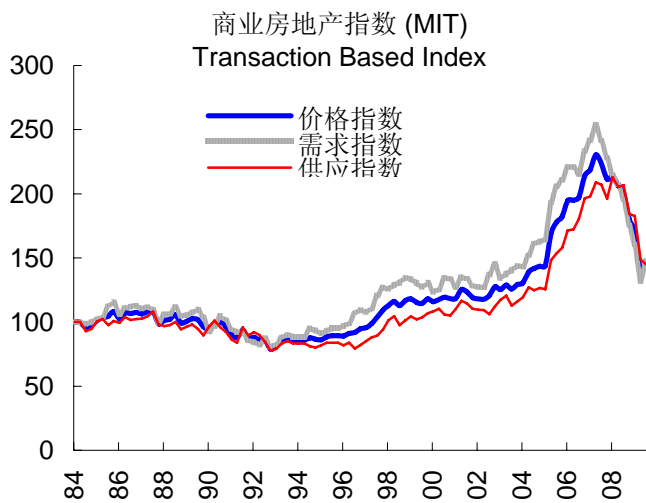
银行资产质量逐渐稳定（续）

目前市场最为担忧的是商业房地产市场对银行资产质量的拖累。我们注意到大型银行持有的商业房贷的数量远低于中小型银行，最大的 100 家银行其资产构成中只有 20% 涉及商业房贷，而除此之外的其它银行持有的商业房贷占其资产构成的接近 50%。商业地产的拖累主要集中在中小型银行身上，这也是我们近几个月仍然不断听到银行倒闭的消息，但整体金融市场（包括股市以及风险偏好指标）受到此类消息的负面影响非常小的原因。



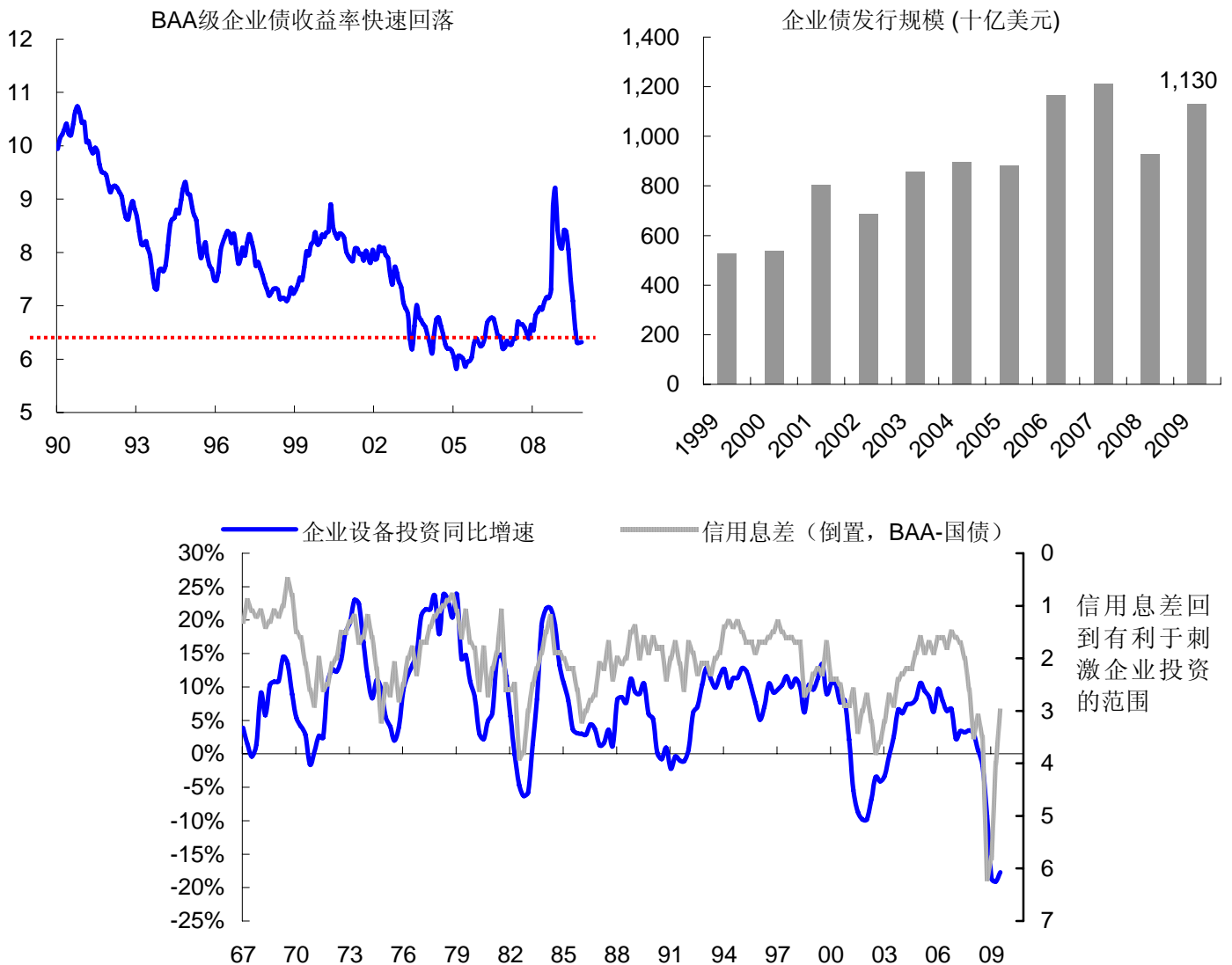
银行资产质量逐渐稳定（续）

从三季度开始，我们观察到重要的商业地产价格指数出现了环比降幅收窄或者小幅反弹的情况。其中，穆迪商业房地产价格指数三季度降幅收窄，而涵盖范围较小的 MIT 商业房地产价格指数则在三季度出现了小幅反弹，同时该指数还显示需求情况也出现了反弹。应该说目前尚无法确定商业地产市场就此将转好，我们也相信距离商业地产违约率最终见顶仍需较长时间，但这些有利的变化表明市场无需过分担忧商业地产的负面影响。



直接融资市场率先解冻

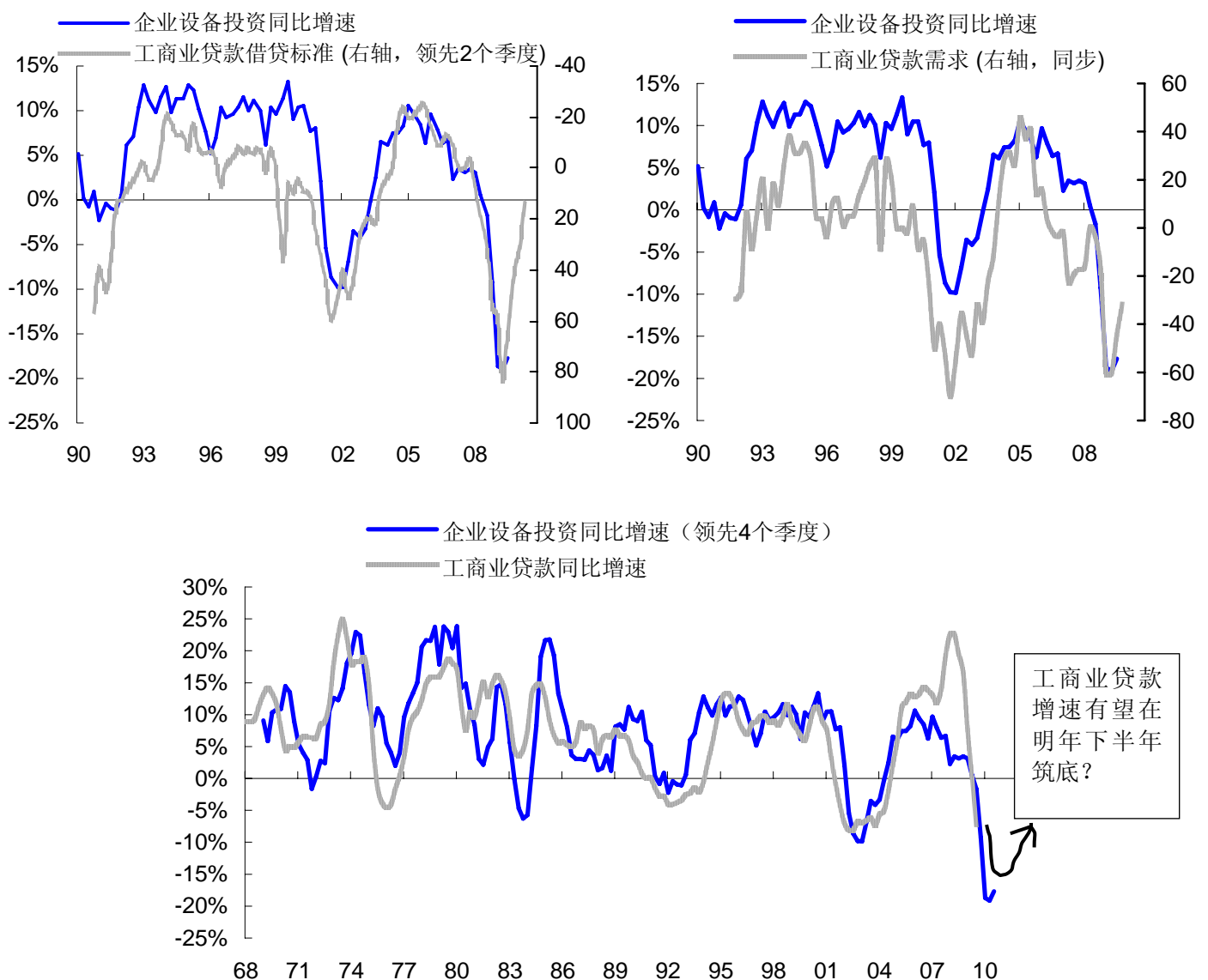
今年直接融资市场的显著改善也增强了我们对间接融资市场未来改善希望的信心。BAA 级企业债收益率快速回落至 6.3%，这一水平显著低于 90 年代初企业投资复苏时候的利率，大致相当于 2003 年初企业投资见底复苏时候的水平。截至 11 月底，今年企业债发行规模达到 1.13 万亿，仅小幅的低于 2006 和 2007 年的水平，这其中绝大多数是再融资尚未牵涉投资扩张的需求。直接融资市场解冻一方面表明企业融资需求不必完全受制于银行，另一方面也显示市场对企业偿还能力和运营能力的认可，为间接融资市场逐渐解冻创造了一定条件。



银行信贷的领先指标持续改善

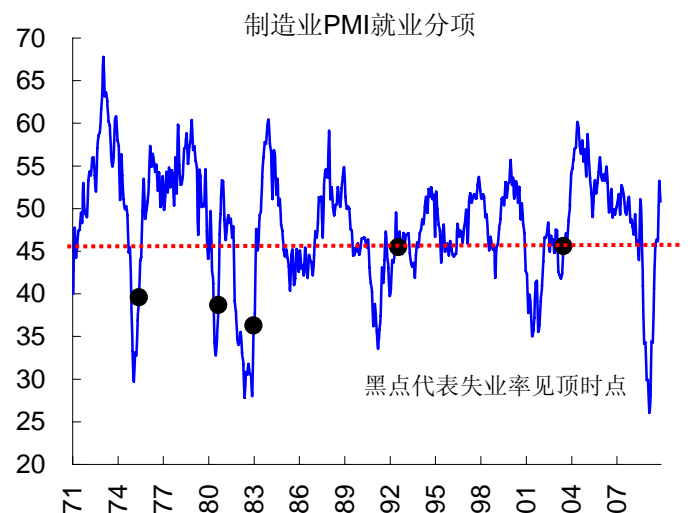
从今年一季度开始，美联储对商业银行所做的信贷调研的指标开始出现小幅反弹并且这种反弹最近两个季度明显加速。我们注意到其中针对工商业贷款借贷标准的指数反弹最为明显，如果根据以往这一指数领先企业设备投资同比增速大约 2 个季度的经验，企业设备投资同比增速的拐点已经出现，而环比来看将在今年底到明年初这个阶段逐渐筑底。

历史经验显示，企业设备投资大约领先于工商业贷款一年左右的时间，因此明年下半年可能是工商业贷款余额同比增速拐点显现，也即环比筑底的阶段。

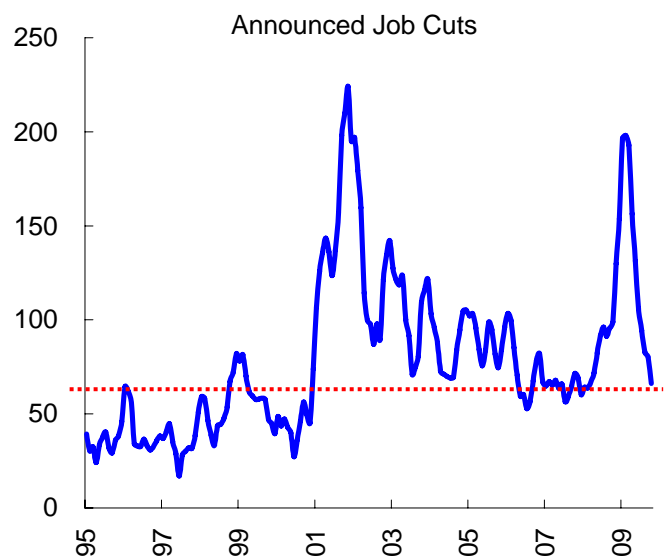
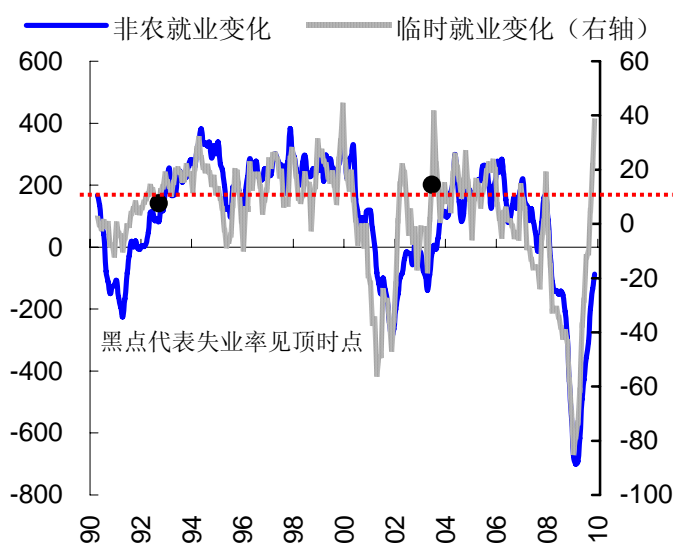


就业市场迄今为止的改善速度远超前两次“无就业复苏”

就业市场是众所周知的另一个引起投资者广泛关注的市场，今年下半年随着就业市场不断涌现转好的迹象，就业市场的上下波动牵动着金融市场的神经，我们可以看到从 6 月份开始每次就业数据发布前后都能引起金融市场的显著波动。就业市场的改善是全方面的，不仅局限于非农就业数据。我们注意到几乎所有指示就业市场的领先指标都显示就业市场的改善速度远超过此前两次“无就业复苏”。

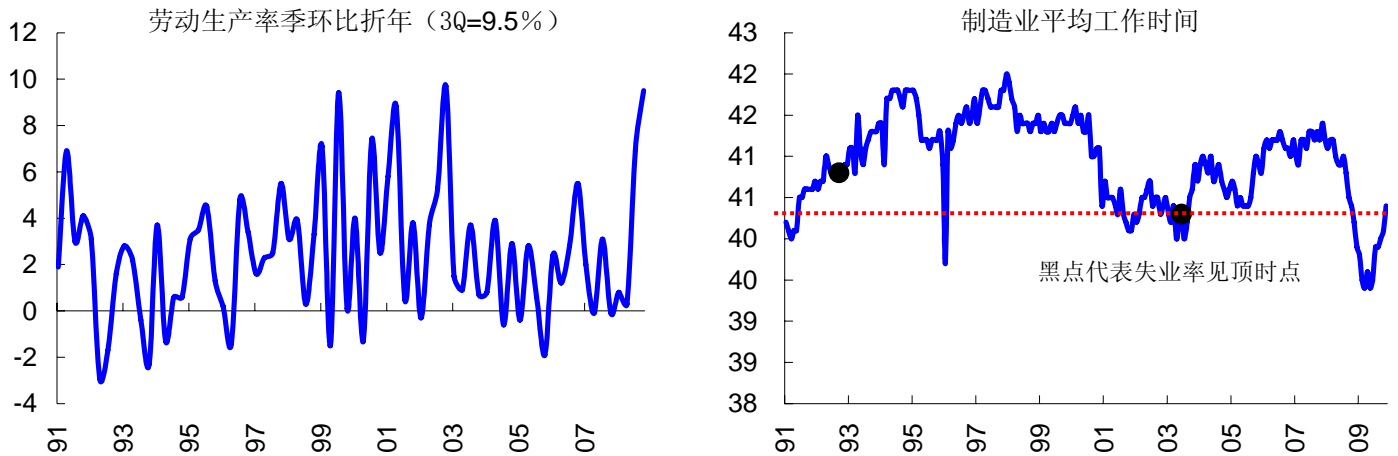


我们认为非常重要的就业市场的同步指标首次申领失业金人数迄今的下降幅度远超过此前任何一次衰退中失业率见顶前的幅度，甚至其绝对水平也接近于此前两次无就业复苏中失业率最终见顶的时点。此外，注意到制造业 PMI 中就业分项目前的水平已高于 50 区间，且明显超过此前任何一次衰退中失业率见顶时的读数。新增临时就业人数已经达到 90 年代以来几乎是最高的水平，同时统计到的裁员人数也已经进入正常区间。从目前的改善速度而言，我们未看到“无就业复苏”重演。

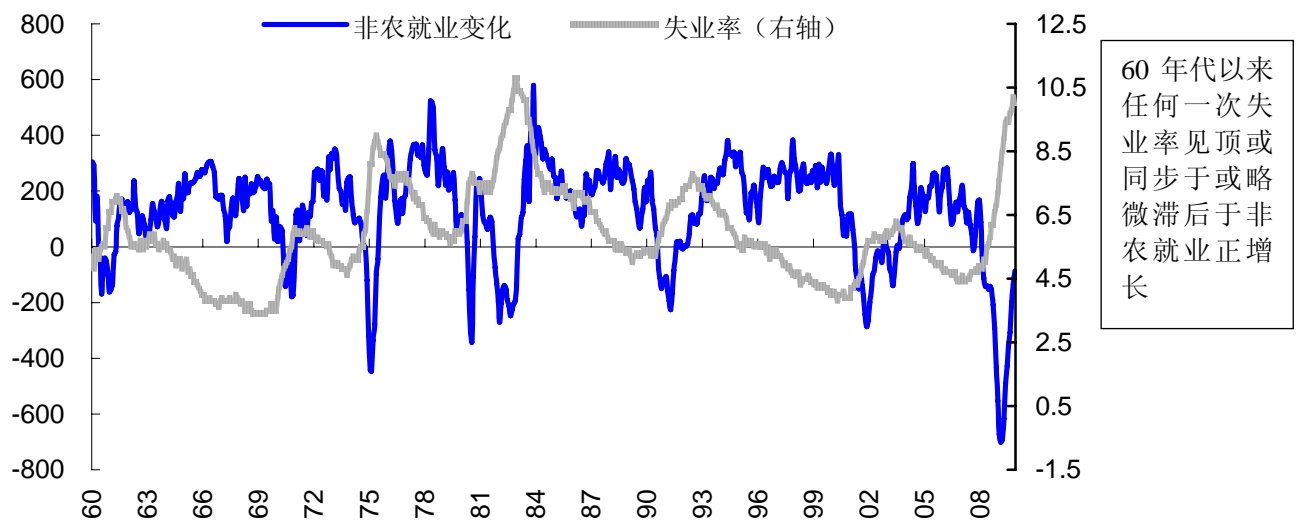


预计失业率明年二季度见顶

部分投资者担忧企业会先增加工作时间再增加就业，以致于就业的改善将会非常缓慢。然而，由于前期裁员剧烈，我们看到在本次复苏过程中劳动生产率以极快的速度改善，这种改善速度在经常的经济增长中很难持续，同时我们已经看到了制造业工作时间的显著延长。

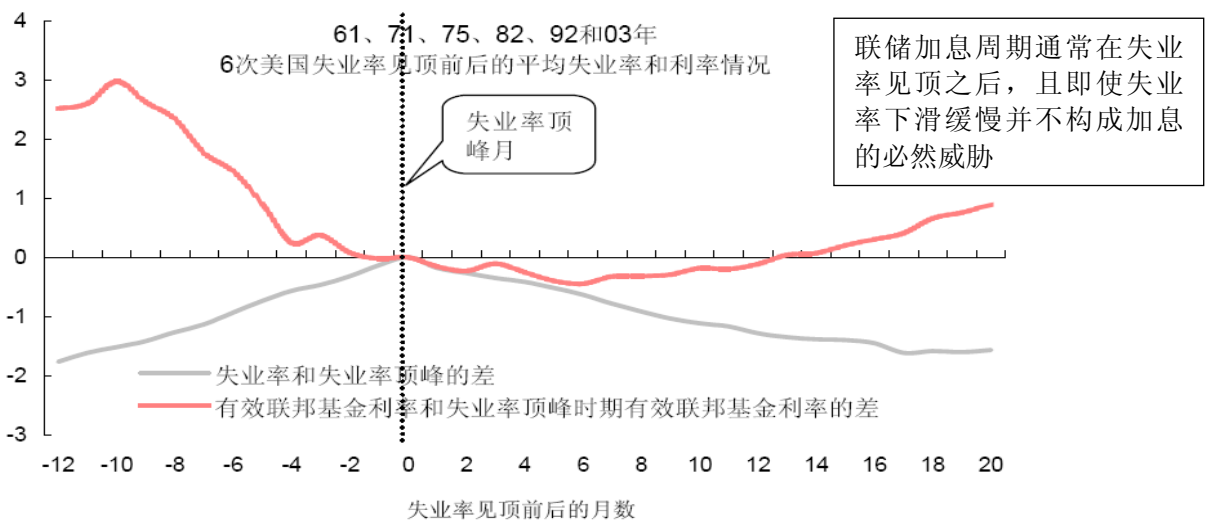
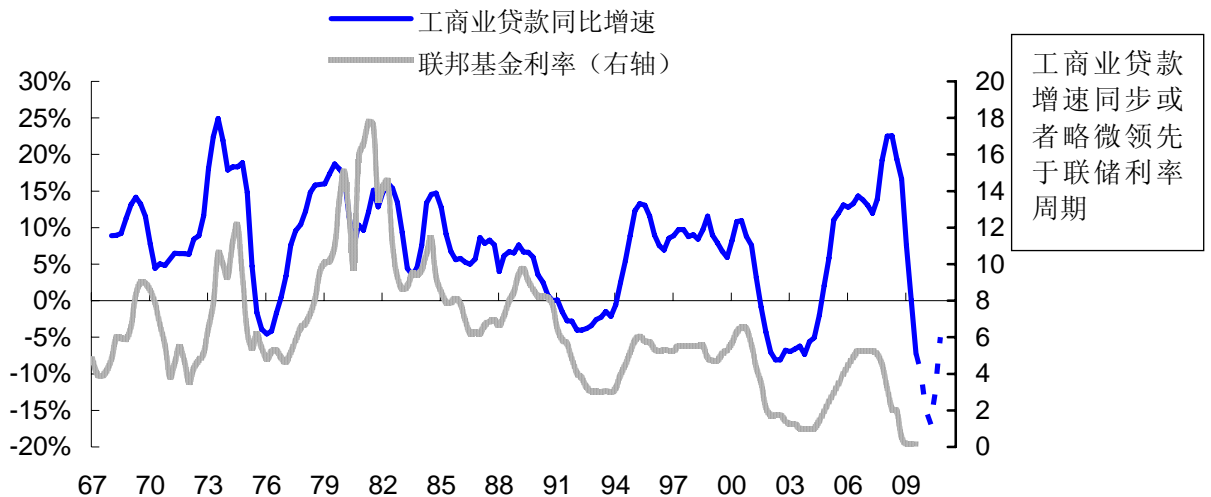


尽管 11 月份的非农就业数据存在季节性波动因素，但它仍然指示了就业市场持续改善的趋势。考虑到前述领先指标的快速改善之势以及劳动生产率的不可持续性，我们有望在明年一季度见到非农就业人数的正增长，并且在二季度见到失业率见顶。和信贷市场一起，失业率见顶创造了联储政策调整的第二个必要条件。



信贷和就业市场拖后腿因素消除对联储退出政策含义

需要说明的是，信贷解冻不是全局的而是发乎于局部的。但是，即使是一个发乎于局部的信贷解冻以及失业率明年上半年见顶两个事实，就已经意味着美联储超低利率的不适用性在不断上升。当然对于美联储政策，我们并不认为其会迅速的收紧，而更可能只是一种向正常政策的回归。然而需要注意到即使从零利率加息至 1% 或 2% 依然是非常低的利率水平，依然是一个负利率的现状。



美联储理事洛克哈特 10 日表示，尽管失业率高企，但仍有加息可能，并认为商业地产风险是美联储主要担心的问题。洛克哈特在美国城市土地研究学会亚特兰大分会发表演讲后回答提问时表示，他认为的确会出现以下这种情况，即失业率处于极高水平，而其他经济形势迫使美联储上调利率。洛克哈特还指出，他不会仅仅关注就业或失业状况，称资产价格是另一个需要关注的问题，其未来打算将资产价格变动列入观察的对象之一。

旧金山联储银行行长耶伦 10 日表示，仅靠高失业率并不足以支撑将联邦基金利率维持在当前接近零水平的长期政策；当决定调高利率环境时，将取决于一些因素之间复杂的相互影响，失业率是其中一个因素。耶伦还表示，美联储官员们现在一致认为，失业率很可能在未来数年内维持高位。有鉴于此，再加上缺乏其他通货膨胀迹象，她预计美联储当前极低的利率环境不太可能立即结束。

第二部分

通胀前景及通胀预期风险

通胀前景

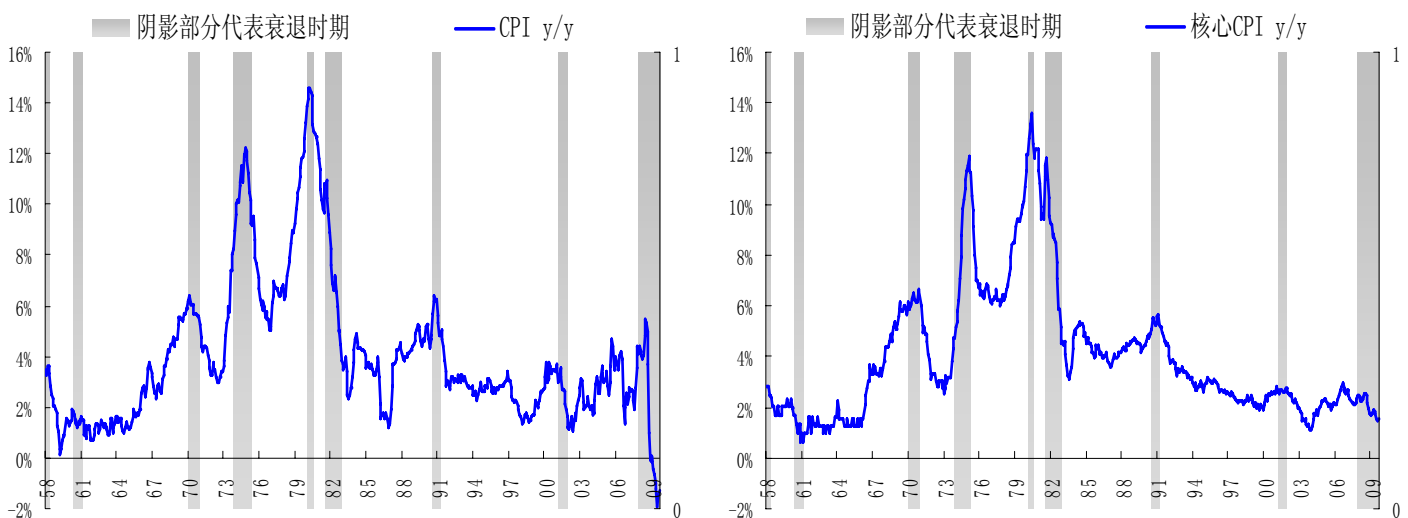
观察二战后历次衰退结束后的通胀情况大体可以发现：

一. 并非每次复苏开始后都会见到通胀读数上升，例如我们可以看到 90 年代初的衰退结束后整体通胀读数一直稳定在 3% 左右，而核心通胀读数甚至一路下滑。造成这种现象的原因可以有多种解释例如全球化的影响。这里想强调的则是美联储的政策导向，或者说实际利率水平所起到的作用。纵观 70 年代以来美联储货币政策对长期通胀水平的影响可以发现，在联储政策导向偏紧或者说实际利率为正的整个八十-九十年代，商品价格和通胀读数都被有效抑制。而这些价格出现显著波动的年代例如 70 年代和 2000 年以后，都伴生着较长时间的负实际利率环境。可以肯定的是，无论联储是否加息明年美国一定是一个负利率环境，因而中长期而言通胀显著上升的风险无法排除。

	CPI 年均 涨幅	标普高盛大宗 商品年均涨幅	实际利率 年度均值	实际利率为 负年数
1971-1980	8%	10%	0%	6 年
1981-1990	5%	-2%	5%	0 年
1991-2000	3%	1%	2%	0 年
2001-2008	3%	14%	0%	4 年

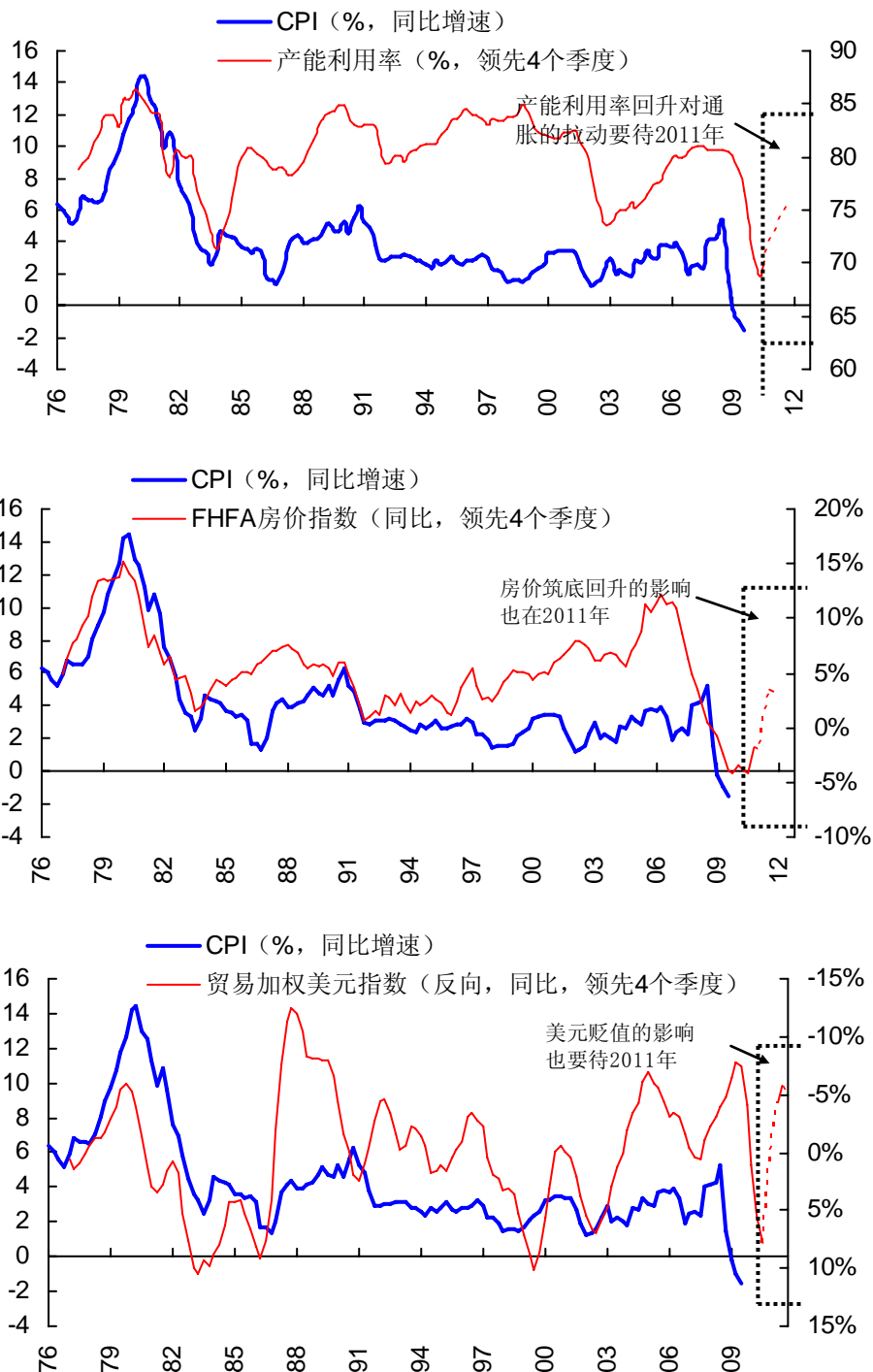
二. 长期通胀风险并不意味着短期就会出现，尤其是在 2010 年，我们认为明年整体通胀读数的压力非常有限。衰退结束到通胀读数上升通常都要经历一个较长的时滞，历史经验显示这种时滞在 1 年到 3 年不等。此外，由于宽松的产能利用率和劳动力市场以及通胀读数对这些指标的滞后性，通胀读数受到相关因素推动的时点要到 2011 年。

三. 商品价格波幅引起整体通胀水平的波幅和上升时点要明显强于核心通胀，例子是上次衰退结束后整体通胀水平从 2002 年底就开始有上行压力，而核心通胀水平启动要待 2004 年初。明年通胀读数的压力主要来自于商品价格的扰动。



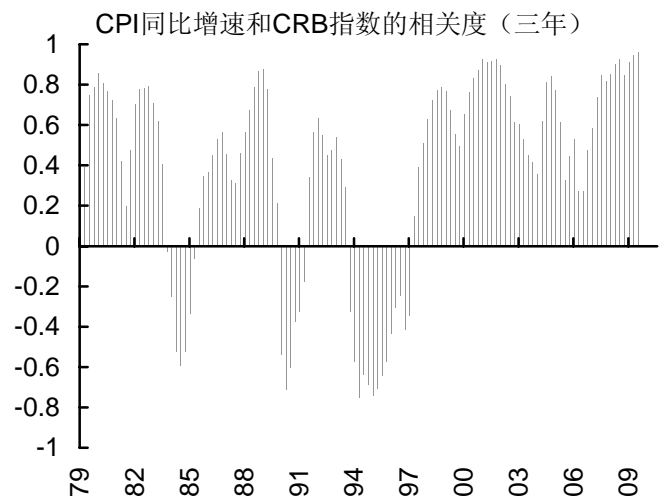
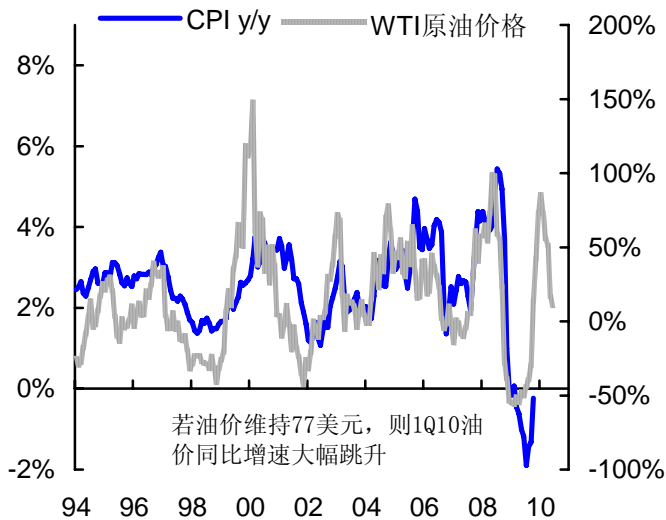
明年整体通胀压力不大

包括产能利用率、房价指数以及美元指数这些因素对通胀的影响都有较长时滞，通常在四个季度左右。这意味着前期快速下降的产能利用率和低谷徘徊的房价，甚至去年底到今年年初美元的升值都将对通胀产生抑制作用。这些因素成为推动通胀上行的力量要待 2011 年才有可能发生。

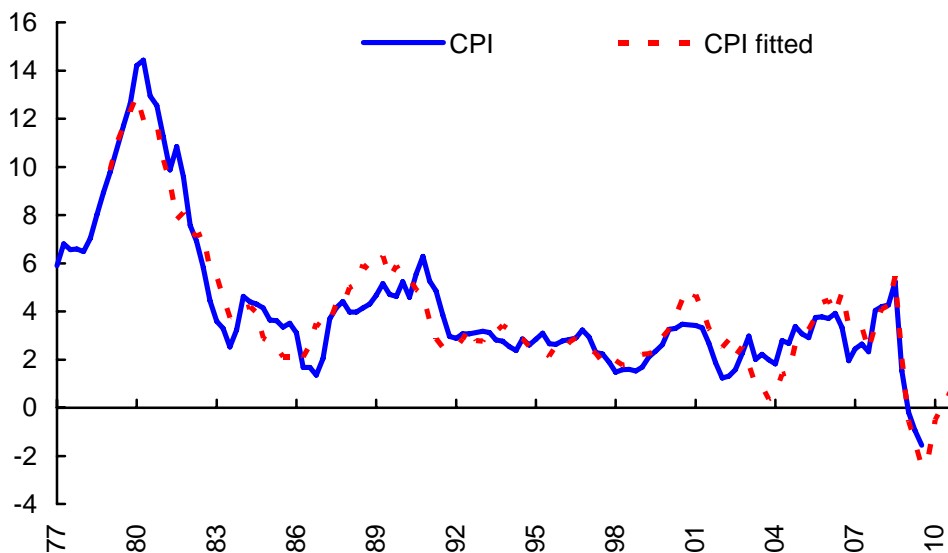


商品价格是影响明年通胀的波动因素

90 年代末以来 CPI 同比增速和 CRB 指数的相关度始终都处在较高的水平，明年上半年由于油价等商品价格上涨后的基数效应，CPI 同比读数上半年有一定上行压力。然而整体的通胀读数受到产能利用率等因素抑制上升速度仍将十分有限。由于基数影响，明年 CPI 同比增速大致呈现前高后低的分布，全年 CPI 读数在 2% 左右。



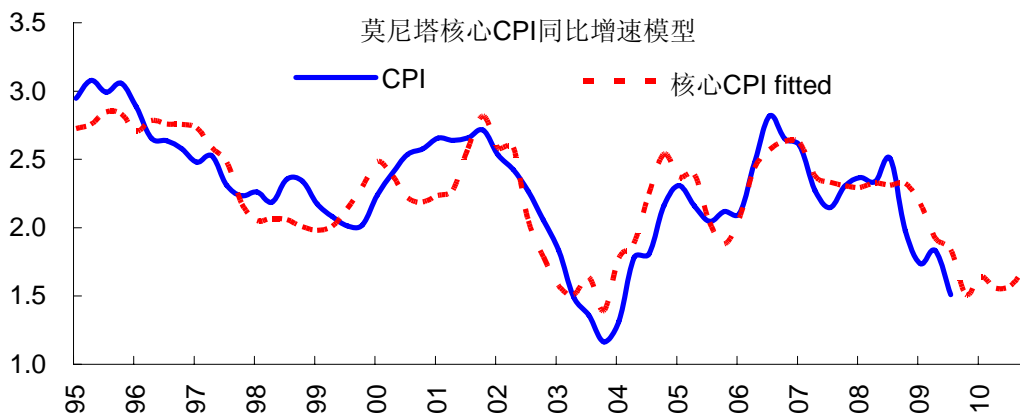
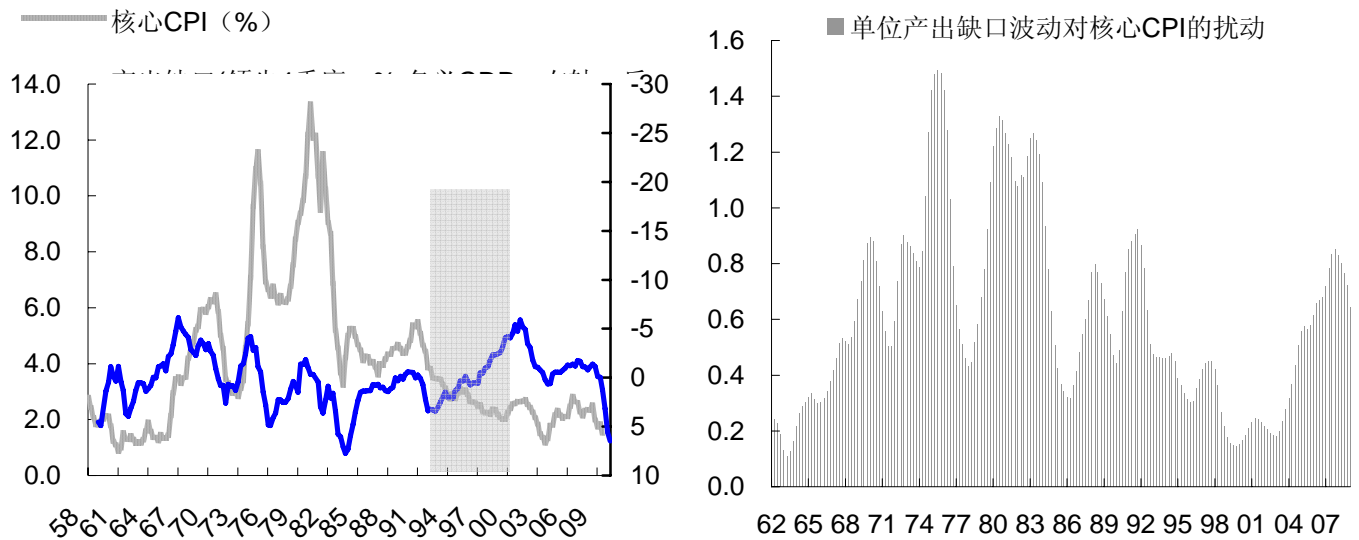
莫尼塔CPI同比增速模型



莫尼塔 CPI 同比增速模型使用的输入变量包括产能利用率、贸易加权实际美元指数、M2、单位劳动力价格、FHFA 全美房价指数以及 CRB 指数。

明年核心通胀继续受到抑制

根据美国国会预算办公室 (CBO) 的测算, 到今年二季度美国经济的产出缺口达到名义 GDP 的 6.46%, 明年将是修补产出缺口的过程, 相应的除去食品和能源价格的核心 CPI 水平也将保持低位。我们观察到的一个有趣现象是, 90 年代中后期核心通胀对产出缺口变化的敏感度非常低, 甚至出现了产出缺口持续收窄而核心通胀持续下降的现象。我们此前分析过这种情况出现在美联储政策导向偏紧的年代, 这段时期内商品价格也同时受到持续的抑制。因而 90 年代这段时期对目前的情况不具指示意义, 随着产出缺口修补我们认为通胀水平仍将上升, 只是开始的时点不是明年。另一方面我们也将将在后文中分析在通胀水平持续下行的时代联储如何做加息决策的。



莫尼塔核心 CPI 同比增速模型使用的自变量包括产能利用率、单位劳动力价格、M1 以及 GSCI 价格指数。

	09Q3	09Q4F	10Q1F	10Q2F	10Q3F	10Q4F	2010F
CPI	-1.55	1.3	2.3	2.4	1.9	1.6	2.1
核心 CPI	1.51	1.7	1.6	1.3	1.3	1.3	1.4

通胀预期压力不宜掉以轻心：商品价格上行风险

尽管明年整体通胀读数的风险不大，但我们认为在考虑货币政策决策时不应忽略通胀预期不稳定所带来的商品价格和国债收益率上行这两个风险。美联储 11 月份的会议纪要中我们看到了“通胀预期”被加入行动决策的考虑因素中，这体现了货币政策对金融市场反映的关注。由于几年内美国出现资产价格泡沫的可能很小，因而“通胀预期”将会集中的反映在诸如石油和黄金价格以及国债收益率上。

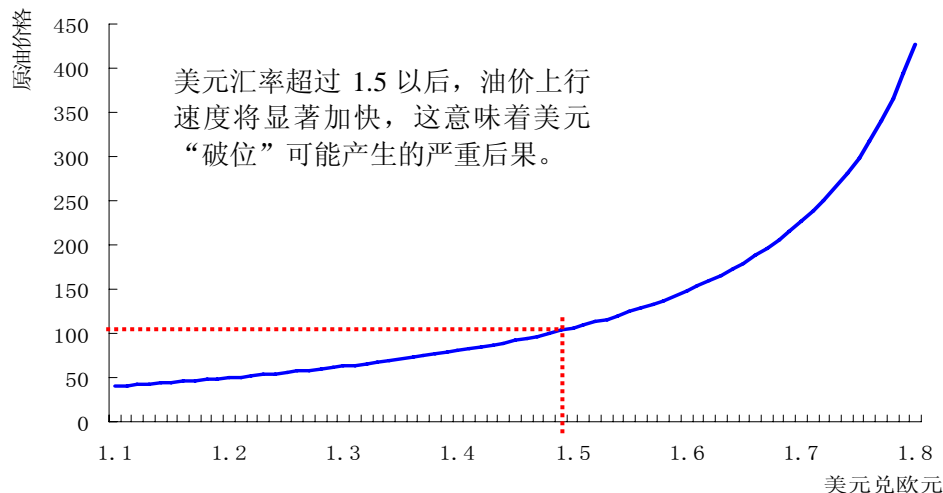


经济学家对美元汇率的预测（彭博）

美元兑欧元汇率	
3Q09	1.46
4Q09	1.50
1Q10	1.52
2Q10	1.50
3Q10	1.50
4Q10	1.48

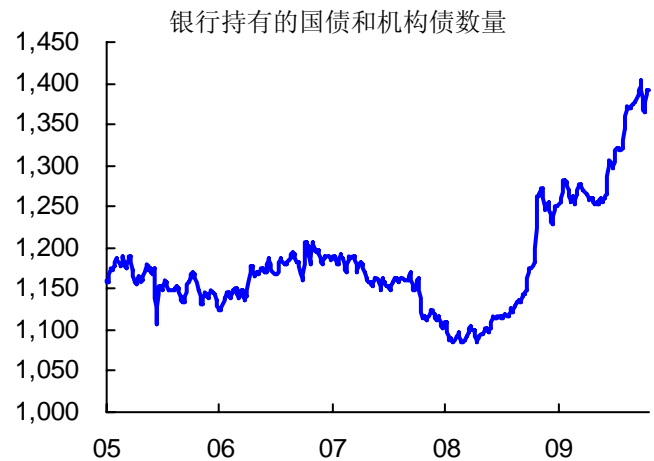
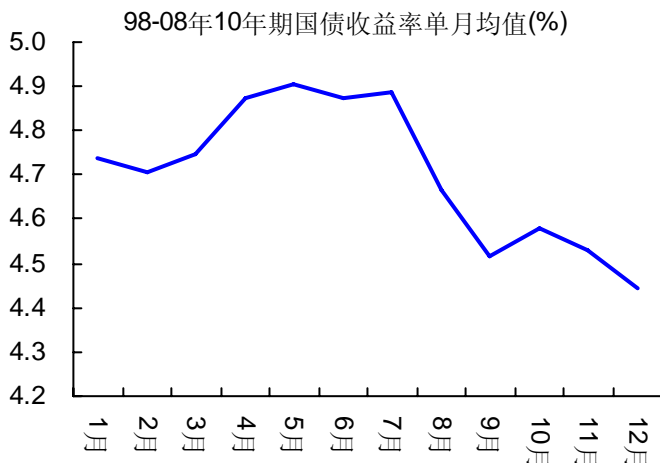
11 月会议后油价并未跟随美元下跌而上行，此外市场对美元下跌的预期也趋于稳定。

11 月份会议之后美元下跌并未引发油价继续上行，这可能跟市场预测美元继续下跌的空间有限有关。而这种预测必须基于美联储“信守承诺”，我们担心的情况是如果美联储继续不断给市场以“加息会很晚”的定心丸，明年美元或者说市场对美元的预期依然有“破位”风险。这种破位将对商品价格产生严重后果，注意到美元和原油价格呈现一种非线性关系，美元汇率超过 1.5 时油价相对美元汇率上升速度显著加快。

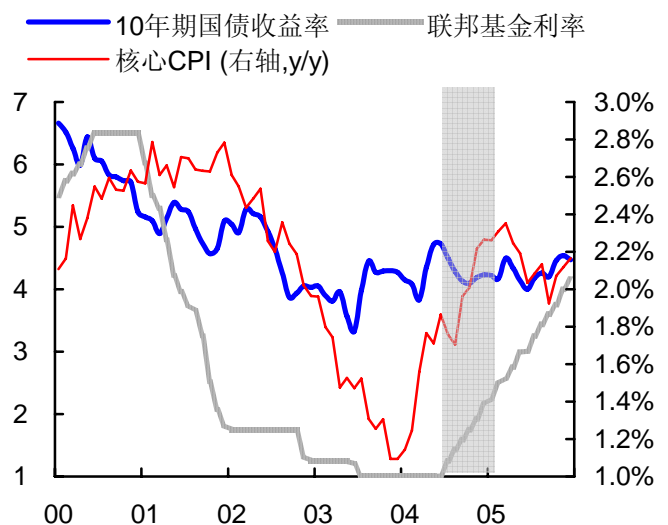
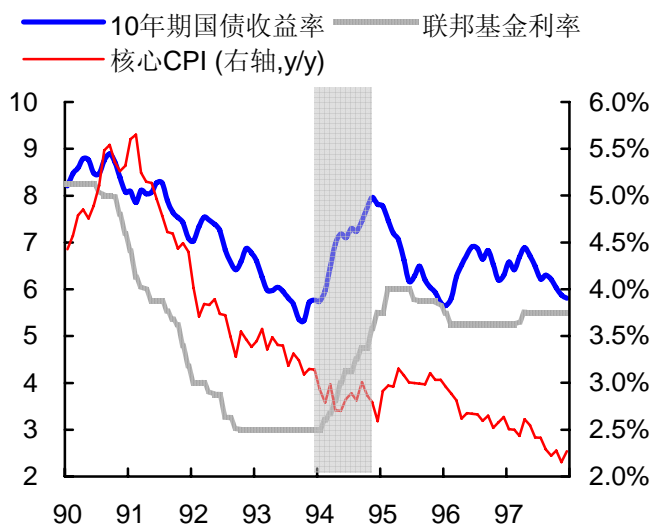


通胀预期压力不宜掉以轻心：国债收益率上行风险

我们注意到今年上半年国债收益率的上行主要受通胀预期影响，而下半年国债收益率走平则可能更多受到供需因素的影响，数据显示今年下半年开始美国银行持有的机构和国债数量加速上行。在经济复苏和信贷解冻背景下，明年上半年通胀预期的影响力可能加大，而银行购买国债的速度可能会因为信贷解冻而有所放缓。我们中性的预期是国债收益率到明年年底上行 1%，达到约 4.5% 的水平。然而我们需要提醒投资者注意的风险是今年二季度的情形重现的可能，当时国债收益率一个季度上行了 0.9%。



观察 1994 年联储加息前后的情形发现，当时整体的通胀水平非常低并且在持续下降。然而 1994 年 2 月联储在没有任何提前暗示的情况下加息，除了前文所述的失业率以及信贷见底之外，我们还同时看见了十年期国债收益率上行，这种情况和上次复苏后联储加息的环境截然不同。需要说明的是，我们中性的情景假设依然是明年国债收益率上行的幅度不会十分明显，不足以引发联储在毫无警示的情况下提前加息，但我们仍然需要提醒这一风险。



第三部分

美联储抉择及美元

明年货币政策的路径选择

我们所了解的 90 年代初和 2000 年衰退结束后加息的情况分别是：1994 年联储在没有任何提前暗示的情况下加息，可以看到标普指数立刻出现了显著的调整。而 2004 年联储的加息则是有明确的提前暗示的，我们看到标普指数结束单边上行进入震荡期的时点基本上对应着联储会议纪要措辞的调整，而非真正加息的时点。具体情况是：

- 2003 年 8 月 “宽松政策可以维持相当长时间” (considerable period)
- 2004 年 1 月 “低通胀和资源利用水平令我们可以耐心的调整政策” (patient)
- 3 月，会议重复了此措辞(patient)
- 5 月 “政策调整速度将是缓慢的” (measured)
- 6 月，加息

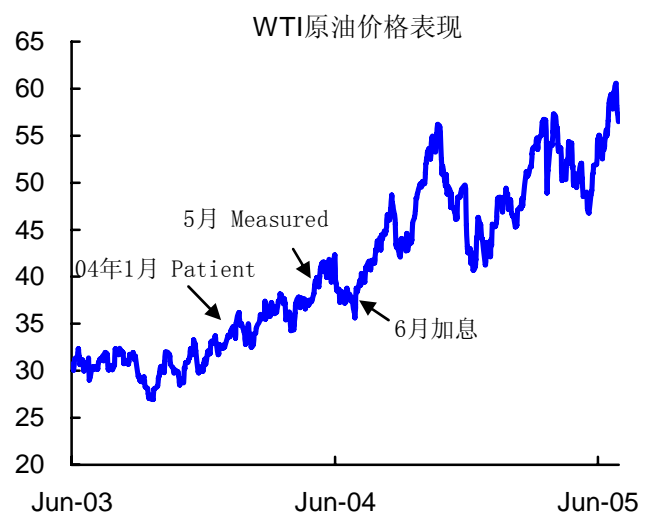
考虑到美国政策当局希望尽可能长时间维持宽松政策的意愿，我们认为代价最小的政策选择是如 2004 年的情形，即提前通过措辞调整控制市场通胀预期，随后再进一步观察市场反映和经济基本面表现以决定最终的加息时点。措辞调整的时点我们认为是明年上半年，更可能在二季度会议上（3 月或 4 月）。加息时点存在较大不确定性，我们认为考虑到就业市场和信贷市场的变化，明年下半年加息的条件已然成熟，但目前来看最终的时点更可能在四季度。



货币政策选择对美元走势的影响

我们认为决定今年和明年影响美元走势的基本因素仍然在美国而非欧洲。首先，我们看到今年以来美元贬值始自 3 月 18 日美联储数量化放松会议前后，而此后几乎每次美元指数的反弹都在联储开会前后。此外，我们注意到下半年以来市场对美国经济增长的预期已经经历了两次显著的上调，但是对欧洲的预期较为平稳，但是美元仍然在下跌通道。我们还看到利率期货市场对美联储和欧央行加息时点的预期基本是同步的，并不存在欧洲加息早于美国的预期，且市场还预期一旦加息开始美国加息速度会远快于欧洲。最后，我们看到今年以来所谓欧元的升值几乎单纯是指兑美元，因为欧元的有效汇率相比去年底的低谷仅轻微的小幅升值了 5%，仍然处于近两年以来的低位，造成这种现象的原因是美元兑几乎所有可兑换货币都经历了大幅贬值所引起，所以今年汇率市场的主线在于美国。除非欧洲经济非常显著的超出预期（例如希腊等国的信用评级问题进一步恶化），否则明年决定汇率走势的基本因素依然在美国。

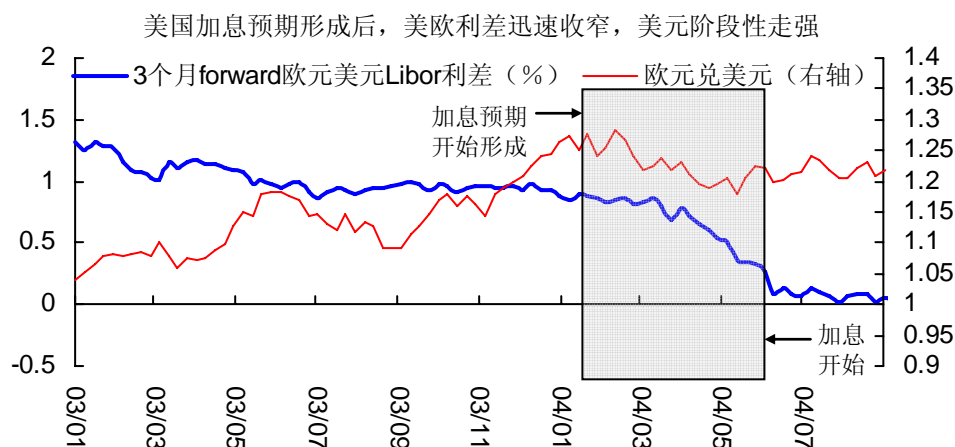
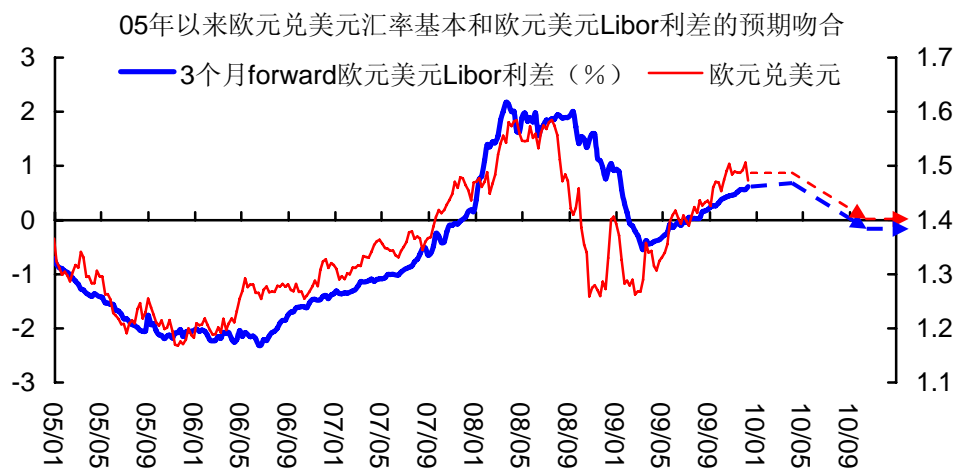
由于我们认为明年美联储政策抉择将更可能像 2004 年那次提前警示随后择机加息的路径，我们这里具体看一下当时美元指数和原油价格的表现。观察可以发现美元指数从联储 1 月份会议调整措辞后开始进入阶段性反弹通道，反弹持续至年中联储最终加息结束，期间美元指数从低点到高点反弹了约 8%，美元实际有效汇率从低点到高点反弹了约 5%。在美元指数反弹期间，注意到油价上涨约 20%，体现了经济复苏后美元单一因素对油价影响的显著减弱。当然我们看到美元上涨还是一定程度上抑制了油价的上涨速度，因为在随后美元再次快速贬值的四个月内油价上涨了 50%。我们认为明年上半年的商品价格会受到美元反弹一定程度的抑制，但是更为重要的诸如中国政策调整等需求端因素可能对商品价格的影响更为显著。



2010 年美元走势预测

05 年以来，欧元兑美元汇率的走势基本和市场对 3 个月后的欧元美元的 Libor 利差的预期相吻合。但是从 08 年开始到今年上半年，汇率的走势较为明显的偏离了利差的变化，避险情绪占据了主导。3 月份开始随着美国经济领先指标反弹，全球各国经济相继踏上复苏之路，避险情绪慢慢回落，汇率走势逐渐完成了向利差走势的回归。

明年上半年在美联储加息预期的推动下，欧元和美元的 Libor 利差应该会出现一定程度的收窄。根据 04 年美联储加息前后的经验，Libor 利差会在加息之前提前反映未来半年左右的利率相对变化。我们预期到 2011 年中，美国和欧元区的政策利率利差会收窄 50-75 个基点。那么 2010 年底之前，市场提前反映会让欧元美元的 3 个月 Libor 利差应相应收窄到 0 左右。在没有极端的风险因素影响的情况下，这个利差对应的欧元兑美元汇率应该在 1.4 左右。由于我们预期联储很可能在三四月份的会议上改变措辞，并在四季度开始加息，所以美元的阶段性走强很可能发生在这两个时间点之间。需要强调的是，鉴于美国政策当局维持宽松政策的意图明年不会改变，美国自身经济面临的结构性问题短期内也很难有效解决，明年全年美元并不具备趋势性升值的条件，弱美元的市场氛围仍将持续。



第四部分

美国经济复苏前景

明年经济增长前景

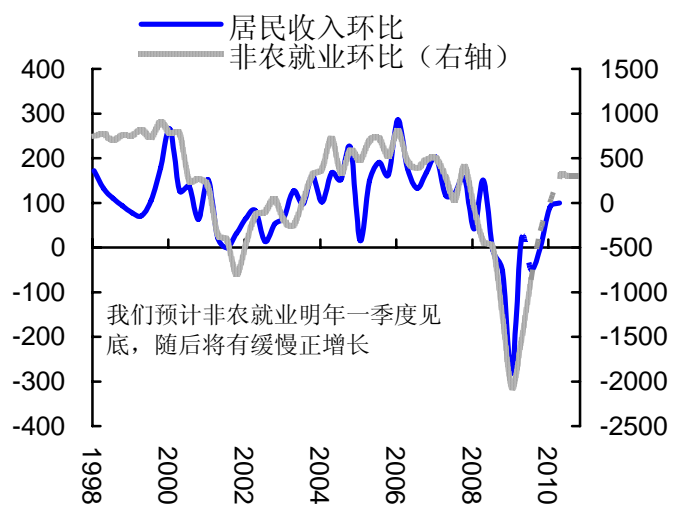
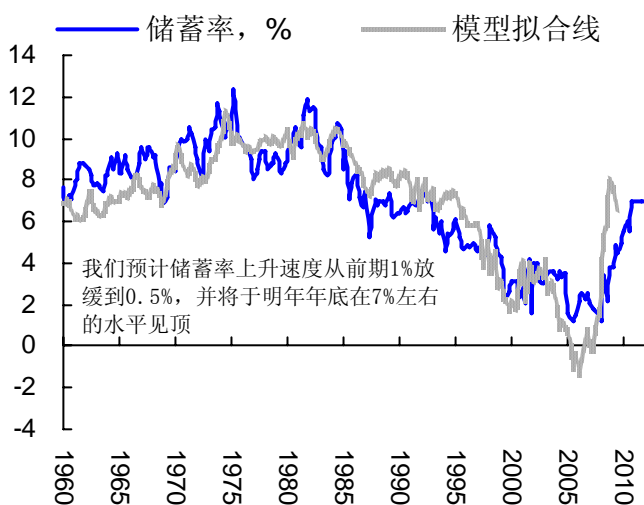
如前文所述，由于关乎经济可持续性增长的就业和信贷市场筑底复苏的影响，我们对明年美国经济可持续性的复苏持相对乐观的态度，在此背景下我们上调了明年下半年经济增长速度从 2.5% 至 3%，上调动力主要来自于企业设备类投资。然而就短期而言，受到近期房地产尤其是新屋开工情况弱于预期的影响，我们下调了今年四季度居民投资对 GDP 的贡献，造成四季度 GDP 预测从此前的 3.5% 下调至 3%。由于近期市场普遍上调了对美国经济增长的预测，我们的预测和市场的区别相比 10 月份缩小，区别主要集中在明年上半年。

美国 GDP 预测

对 GDP 的贡献	09Q3	09Q4F	10Q1F	10Q2F	10Q3F	10Q4F
私人消费	2.07	1.5	1.0	1.0	1.0	1.0
非居民投资	-0.40	0.0	0.0	0.0	1.0	1.0
居民投资	0.45	0.0	0.5	0.5	0.0	0.0
政府消费	0.63	0.5	0.5	0.5	0.0	0.0
库存变化	0.87	1.5	1.5	1.5	1.0	1.0
净出口	-0.83	-0.5	0.0	0.0	0.0	0.0
GDP (莫尼塔)	2.8	3.0	3.5	3.5	3.0	3.0
GDP (彭博均值)	2.8	3.0	2.7	2.7	2.8	2.9

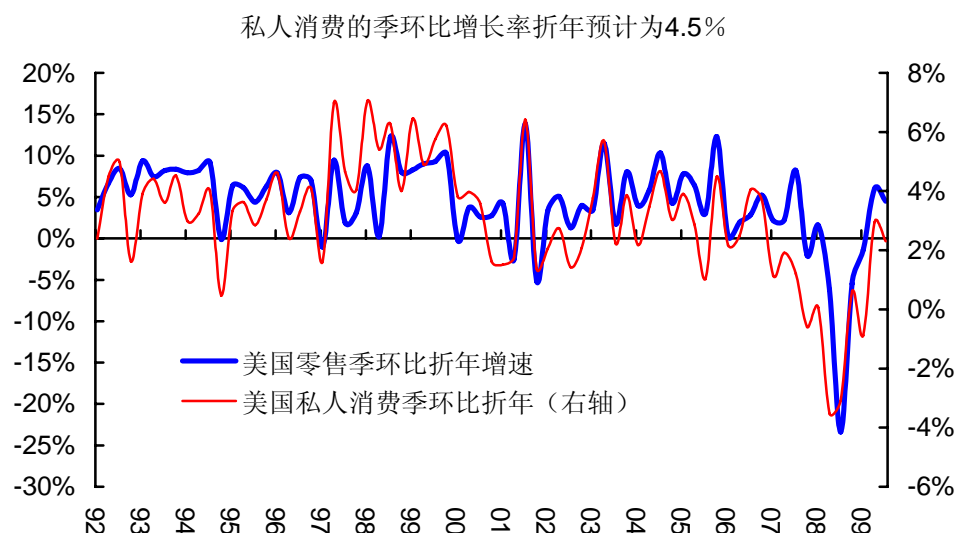
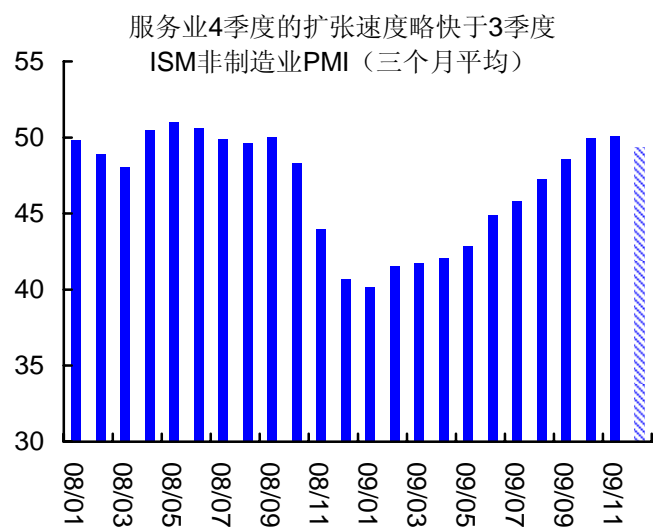
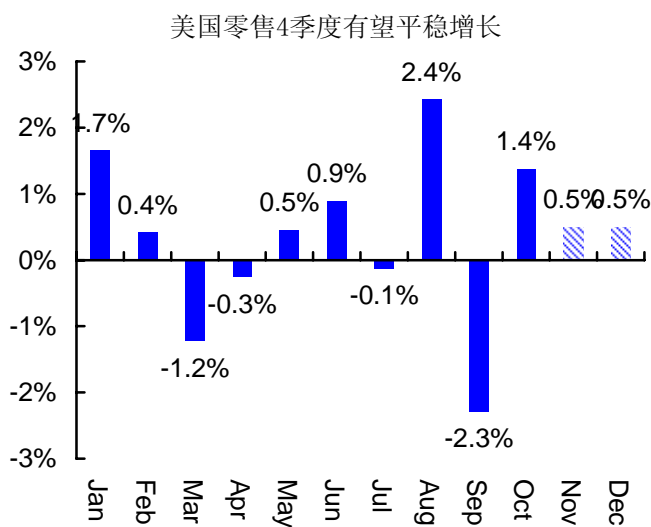
推动明年全年经济增长的动力主要有以下几个：

明年全年私人消费增长对 GDP 的正面贡献约为 1% 左右。这隐含了居民储蓄率从前期每个季度上升 1% 放缓到每个季度上升 0.5%，即居民储蓄率从目前 4.5% 左右的水平上升到明年四季度的 7%。另一个隐含条件是就业市场在一季度正增长帮助居民税前收入开始出现微弱的小幅正增长。和 10 月 27 日《美国经济前景预测》中的预测相比，我们没有调整明年私人消费的增长速度。但事实上考虑到近期就业市场的恢复速度快于预期，我们认为私人消费对 GDP 贡献有向上 0.5% 的上调空间。



四季度私人消费增长情况

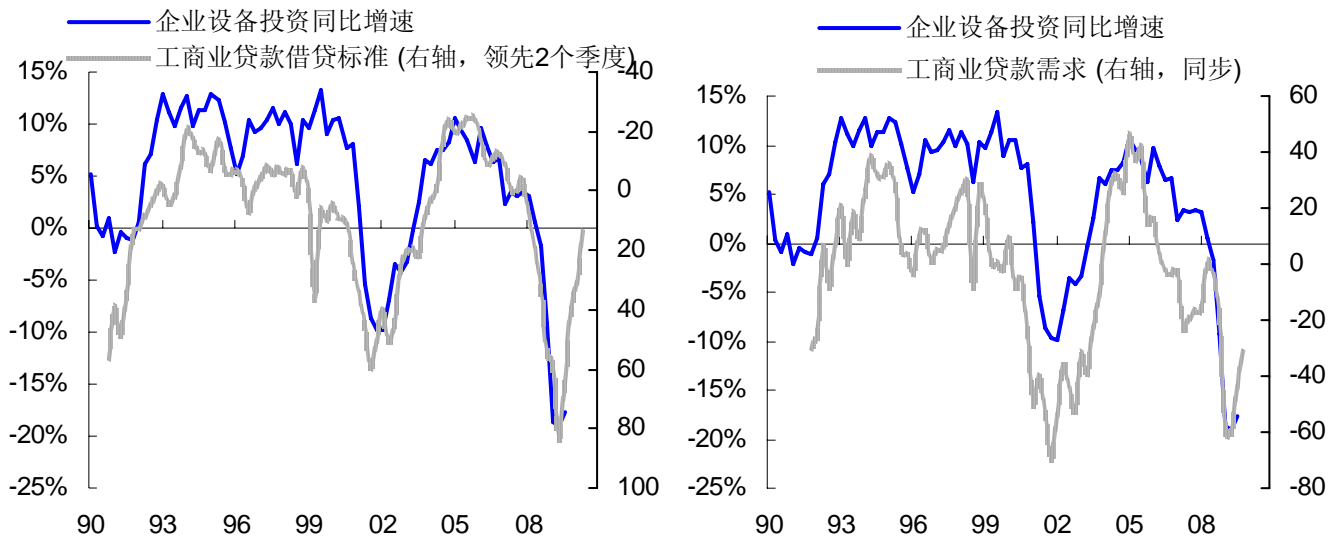
美国私人消费在汽车刺激计划的帮助下，在三季度环比扩张了 2.9%。虽然汽车刺激的影响已经消退，但是 10 月份的美国零售依然有积极的表现。考虑到圣诞假日对零售的促进作用，我们偏中性地假设 11 月和 12 月美国零售分别实现 0.5% 的环比扩张。在此情形下，美国零售的季环比折年增速从第三季度的接近 6% 回落到 4.5%。私人消费的另一个组成部分是服务业。ISM 非制造业 PMI 显示，服务业在四季度的扩张速度可能略快于三季度。综合零售和服务业的影响，我们认为私人消费在四季度的季环比折年增长率可能达到 2.3%，对 GDP 的贡献可以相应地达到 1.5%。



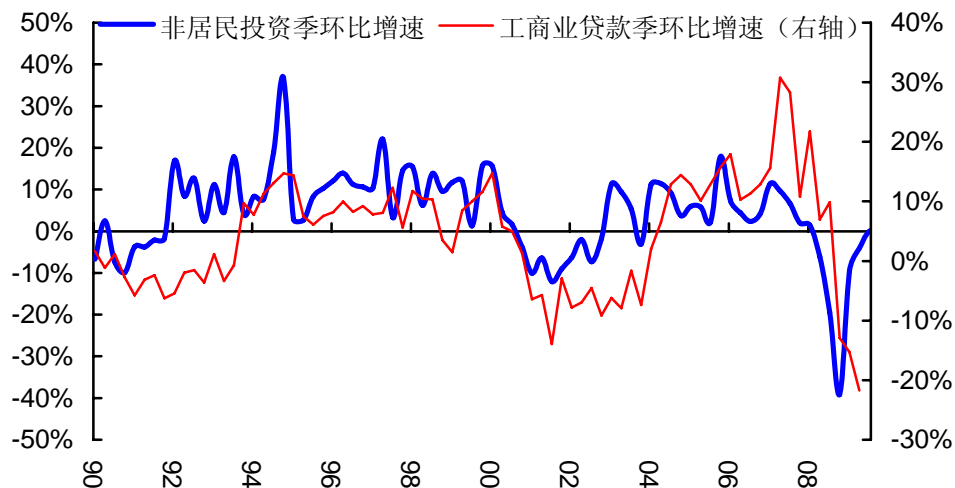
调高明年下半年非居民投资增速

非居民投资的降幅在三季度明显收窄。我们维持明年上半年非居民投资环比筑底的判断，即上半年对 GDP 零贡献的预测，但将下半年非居民投资增速对 GDP 的贡献从此前的 0.5% 调高到 1.0%，对应大约 10%-15% 的非居民投资季环比折年增速。

我们的调整主要基于 1) 美国企业资产负债表健康、利润增长，有利于增强企业投资意愿；2) 弱美元和低劳动力成本增强美国企业的国际竞争力；3) 银行资产质量逐步稳定，调研显示工商业贷款借贷标准出现松动迹象，工商业贷款需求降幅收窄。

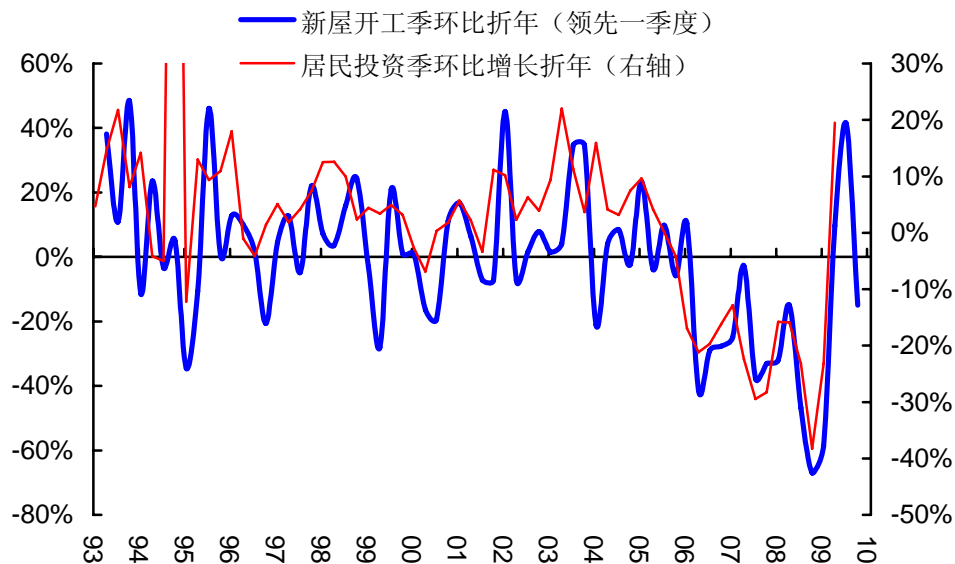
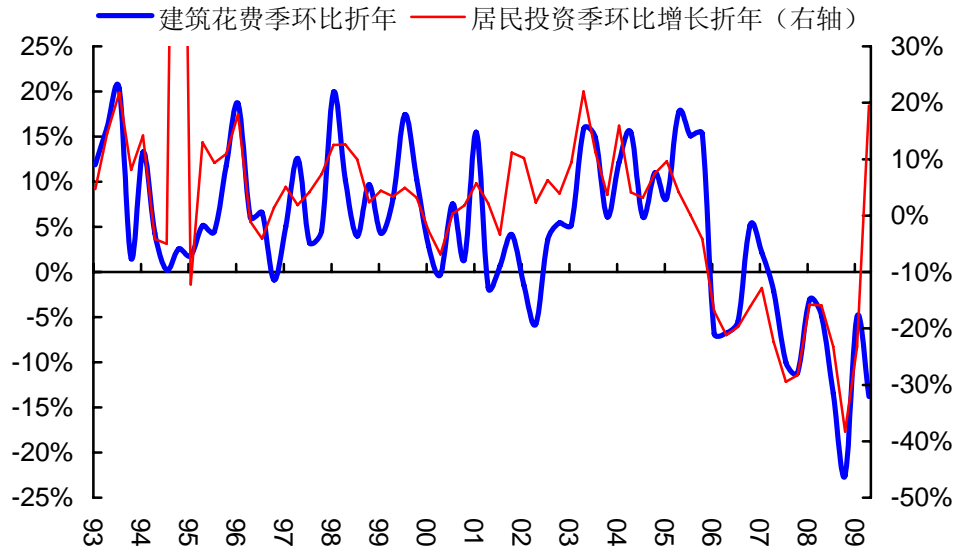


非居民投资将于明年上半年筑底



四季度居民投资低于预期，但不改复苏趋势

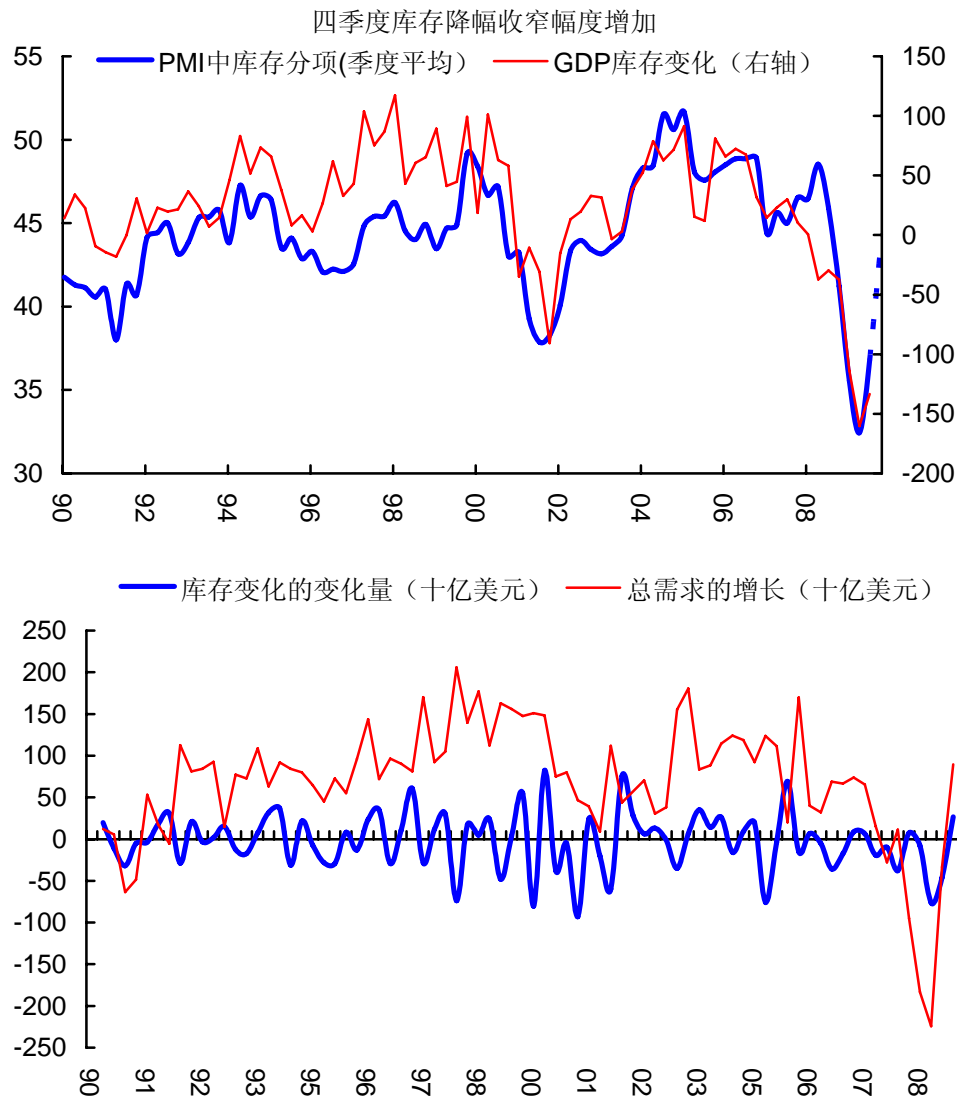
居民投资三季度季环比折年扩张 19.5%，反映了前期新屋开工数量的增长。然而新屋开工在 10 月份出现了回落，给未来居民投资蒙上阴影。我们假设四季度新屋开工回到略高于二季度水平，对应四季度新屋开工季环比折年下降约 15%。同时考虑到近期建筑花费下滑，我们下调了四季度居民投资对 GDP 至零贡献。



明年库存变化对 GDP 正面拉动在 1%-1.5%左右

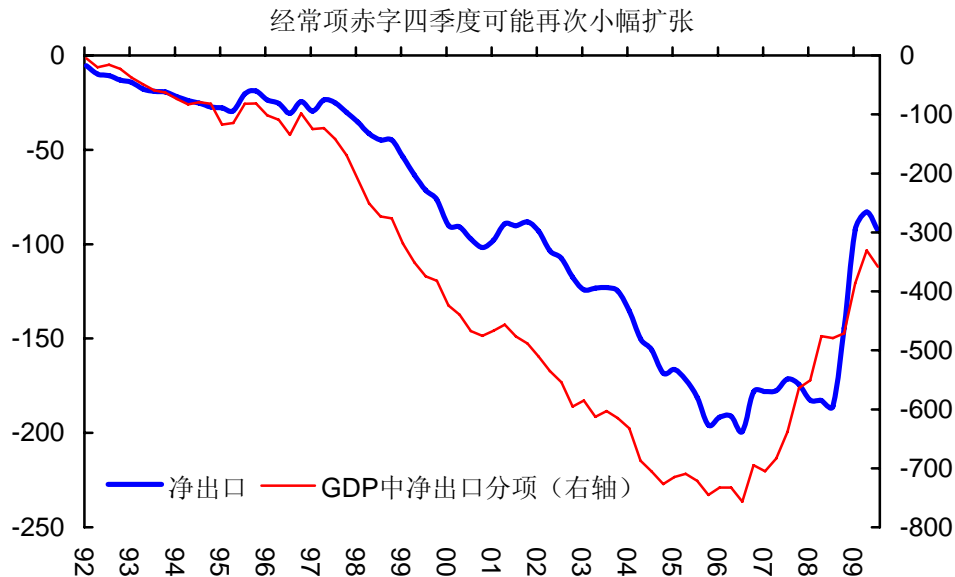
库存降幅在三季度收窄了大约 300 亿美元。四季度，从 ISM 制造业 PMI 的库存分项来看，库存降幅的收窄幅度很可能扩大至 450 亿美元左右，即对 GDP 的季环比折年增长率的贡献达到约 1.5%。近期看到的库存数据也印证了这种变化趋势，10 月份批发商库存甚至出现环比正增长。

对明年库存变化的预测是库存环比降幅逐季收窄，从目前的每个季度下降 1300 亿美元到明年四季度的小幅上升 200 亿美元左右。并且这种收窄的速度在明年上半年较快，下半年则小幅放缓。我们注意到+200 亿美元是 2002 年初的水平，也是历史上经济正常增长阶段的下限。

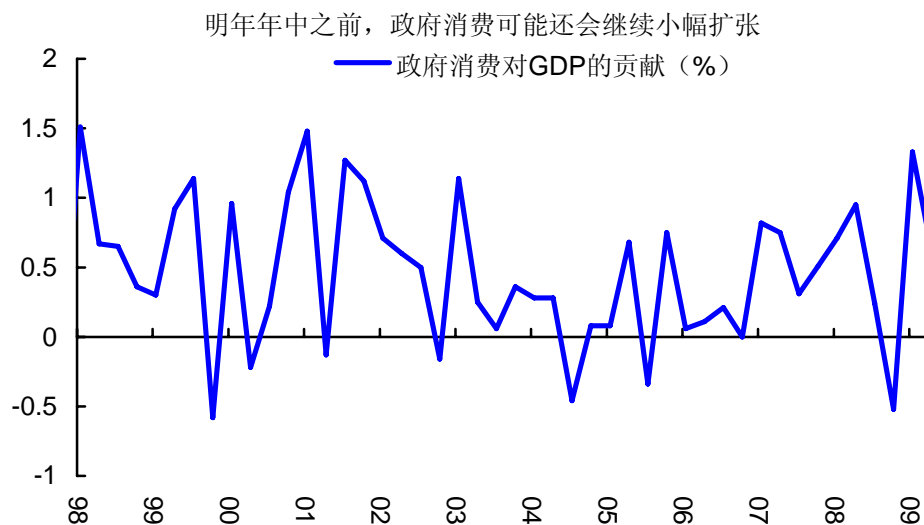


净出口和政府消费在明年基本保持平稳

我们维持此前对净出口的判断，即经常项赤字在四季度可能仍有小幅扩张（对 GDP 负面贡献 0.5%）。我们认为在弱美元的帮助下，明年美国的经常项赤字总体维持不变。



政府消费在三季度对 GDP 季环比折年增速贡献 0.63%。我们认为政府消费在明年年中之前可能还会继续小幅扩张。明年下半年，随着政府刺激的逐步退出，政府消费对 GDP 的贡献可将回落至零左右。



中国出口前景

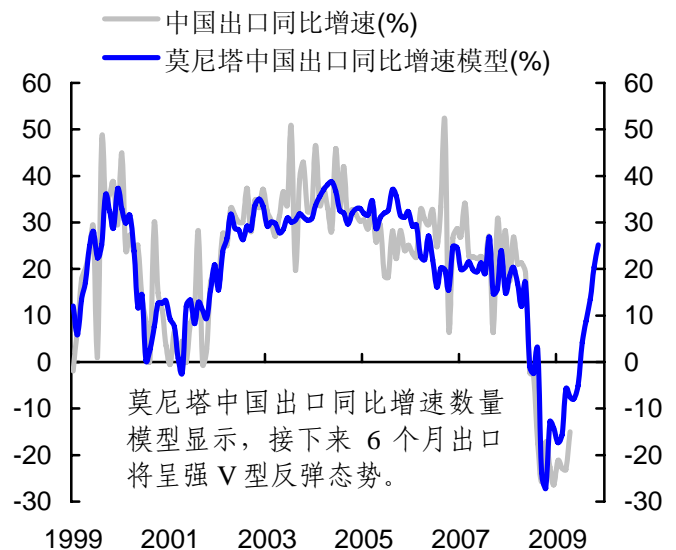
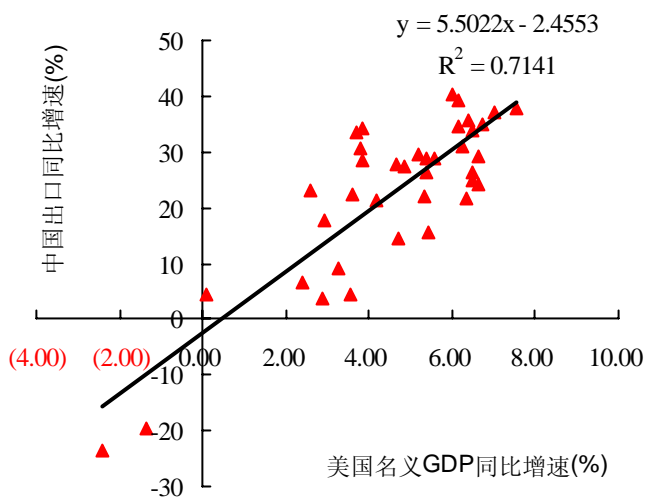
美国名义 GDP 增速与中国出口一直保持良好的正相关性。虽然美国经济的长期增长动力仍存有疑问，但沿着目前美国经济筑底回升的通道。我们预测明年美国 GDP 增长约 3%，则中国 2010 年全年出口同比增速约 20% 左右。另一方面我们的数量预测模型也显示中国出口将在接下来的 6 个月有望呈现强 V 型反弹，在 2010 年一季度出口同比增速即有望超过 20%。

我们对于出口产品相对竞争优势变化的看法是今年下半年是汽车和电子产品为代表的早周期产品相对增速最快的阶段，明年上半年是整体出口修复阶段，其中必需品和工业品增长速度将较为明显，而下半年将可能迎来投资类产品出口增速显著快于其他产品的阶段。

主要机构对美国 GDP 预测

	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10
美国银行	3.8	3.6	3.5	3.4	3.3
摩根大通	3.5	3.0	4.0	4.0	3.5
高盛	3.0	2.5	2.0	1.5	1.5
摩根斯坦利	3.0	2.5	3.5	3.5	3.4
UBS	3.0	2.5	2.7	3.1	3.1
预测均值（彭博）	3.0	2.7	2.7	2.8	2.9

美国经济走势对中国出口具有重要影响



(本部分故意留空)

免责声明

本研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。