



新均衡的起点、构建与边界

——全球经济新均衡研究之一——

新均衡的起点

美国作为构建新均衡的起点，价格及其预期的低迷，与增长及其引擎的徘徊，既是刺激政策与真实需求的博弈结果，同时也是构建外部均衡与未来图景的原点与线索。

一方面，定量宽松的常态化与扩大化推动真实利率、名义利率与通胀预期共同陷入低迷，形成货币、产出与预期的弱势新均衡。

另一方面，在要素存量积累不足与全要素生产率下降的时期，人均实际收入缺乏内在性增长的动力，即使人均收入将会通过廉价货币的修复形成周期性提高，实际购买力也难以稳定增长。

但是，美国未来增长的引擎已然萌芽，周期性的增长引擎则从复苏初期的库存变化转向资本支出。美国目前的资本存量远低于最优积累的水平，但资本积累的底部区域已经形成，随着国民总储蓄的增加，资本的深化与资本-劳动比率将会提高。

新均衡的构建：从起点出发与由内而外的角力

从美国内部的低迷价格与疲弱增长出发，汇率作为自内而外的角力渠道，以真实利率为代表的产出收益率与以人均实际收入为代表的购买力决定了剔除通胀的美元实际汇率中期贬值将无可避免，加之美元贬值作为美国商品竞争力与美国经济领导力修复的必要条件，美元的弱势格局将长期存在。

在美元贬值的角力下，美国外部的经济格局与政策选择随之改变，汇率体系与贸易分工的格局开启重新构建的时期，美元的信用本位逐渐陨落，类布雷顿森林体系开始出现较为显著的松动与衰落，原有的垂直贸易分工开始转型，全球贸易的弱势再平衡从“脱钩”开始再次重塑。但是，在传统的垂直分工贸易体系短期刚性以及全要素生产率全球范围较低的时期，货币释放对于人均实际收入增长的效用初期较为明显但随后将不再显著，主要经济体的汇率内在存在贬值的要求，因此在对美元升值同时不复存在内部紧缩的空间。

新均衡的边界：价格相对真实需求的调适

在货币救赎增长的格局下，价格与增长运行至极化的边界，无论博弈选择如何，价格将运行于渐行渐高的轨道上。那么可能出现的情景一，价格伤害增长（2008 年上半年再现）：货币泛滥下，价格信号在目前已然较高的基础上再创新高并冲击 2008 年的价格高点，但同时需求边际的扩大幅度并不能与之匹配，那么包括美国在内的各国工业生产与耐用品支出的持续复苏将难以为继，复苏动力丧失，2008 年上半年的情景再现，滞胀无可避免。情景二，价格成就增长（2008 年年底的情景再现）：货币滋养下，价格信号得以修复与放大，总需求在信用货币的修复与扩张下更快地放大，那么即使价格冲击 08 年高点，经济的复苏将在极高的价格与通胀水位上继续推进，形成高增长高通胀的格局。在新均衡的格局下，价格的总体上涨与局部高企成为这种均衡边界上的必然，高通胀高增长则可能成为新均衡下的常态并伴随滞胀的交替出现，从而在全球以邻为壑的货币与汇率政策中形成新的增长与结构。

投资策略

周金涛

zhoujintao@csc.com.cn

85,130,8

执业证书编号：S1440210010422

吴旻

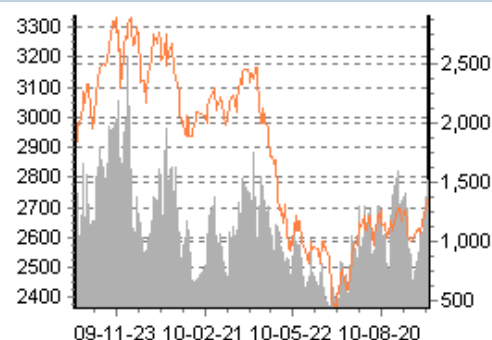
wumin@csc.com.cn

85,130,538

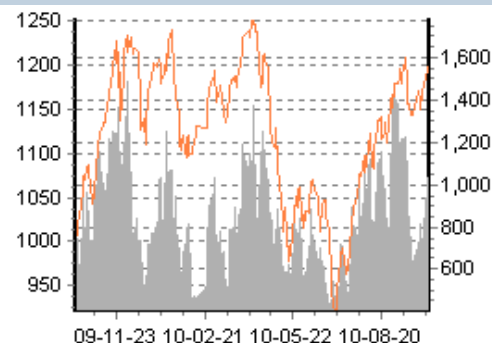
执业证书编号：S1440209080389

发布日期：2010 年 10 月 13 日

上证指数走势图



深证指数走势图





目录

引言：	1
一、美国内部的新均衡构建	2
1.1 真实利率的长期低迷	2
货币成本与产出回报率的弱势新均衡	2
政策选择与需求不足的强化	3
1.2 要素存量的不足、积累与新均衡	4
资本存量的稀缺与积累	4
人口增速的低企	5
全要素生产率的提高空间有限	6
1.3 增长新引擎的方向：资本深化及其外部性	7
从资本积累到投资增长	7
资本支出的外部性	8
二、从内部新均衡到外部新均衡的角力	10
2.1 产出收益率决定下的弱势美元格局	10
货币收益率与产出收益率之间的货币中性	11
产出收益率决定下的汇率角力格局	11
汇率角力的逻辑演绎——偶然性中的必然性	14
2.2 购买力不足下的美元弱势与竞争性贬值	15
货币难以修复购买力	15
购买力不足下的竞争性贬值	16
2.3 汇率渠道对于金融压力与实际购买力的传导	16
美元指数与贸易加权美元指数	16
购买力与金融压力的背离	18
三、角力下的新均衡体系	19
3.1 周期视角下的购买力与金融压力变化	20
周期复苏并不改变购买力	20
周期复苏改变金融压力	21
3.2 汇率体系的信用本位与优先权衡	22
竞争性贬值下的黄金本位回归	22
融资诉求的让位	22
3.3 购买力不足下全球再平衡的困境	23
购买力不足	23
弱势全球“再平衡”	23



图表目录

图 1: 较低的名义利率、通胀预期与极低的真实利率	3
图 2: 美国的家庭部门储蓄率变化与以此代表的家庭部门资本存量水平变化	5
图 3: 美国的总储蓄率与净储蓄率与以此代表的资本存量水平变化	5
图 4: 美国的人口增速从 1% 以上的增长进入 1% 以下的慢车道	6
图 5: 美国全要素生产率的增速变化 (%)	6
图 6: 全要素生产率、资本投入与劳动力投入对于产出增长的贡献	7
图 7: 非住宅投资中建筑投资与设备投资的环比变化	8
图 8: 资本支出占 GDP 比重的变化	9
图 9: 美国国民收入向消费的逐渐倾斜导致投资率严重下降	9
图 10: 从资本少于稳定状态开始时, 随着储蓄率提高的产出变化	10
图 11: 费雪效应下名义利率与基准利率的变化	11
图 12: 剔除通胀后的贸易加权美元指数与美国名义利率、真实利率三者之间的关系	12
图 12: 80 年代中期开始, 美国金融企业净利润的占比追赶上了制造业并开始有所超越	14
图 13: 美国企业总体、金融企业与制造业企业的净利润增速变化	15
图 14: 但美元的实际有效美元指数与人均可支配收入同比增速 (月移动平滑) 的趋势变化显著正相关	16
图 15: 美元指数的各国货币权重	17
图 16: 贸易加权美元指数的各国货币权重	17
图 17: 贸易加权美元指数与美元指数方向变化的一致与背离	18
图 18: 从 2009 年 11 月到 2010 年 5 月美元指数上涨 14.9%, 剔除通胀后的贸易加权美元指数上涨 3.4%	18
图 19: 美元相对英镑上涨, 相对加元却并未显著上涨	19
图 20: 美元相对日元与墨西哥比索均未出现上涨	19
图 21: 与此同时, 美元相对人民币也基本没有变化	19
图 22: 美国与欧元区的领先指标变化以及相对变化方向	20
图 23: 美欧领先指标相对变化方向与美元指数之间实证测算出较为显著的负相关关系	21
图 24: 美元指数的变化通常被避险需求与风险偏好驱动与强化	21
图 25: 真实经济增长中对内最终销售与库存变化的贡献占比	22
图 26: 美国的贸易赤字占 GDP 比重与有效美元指数拟合度并不高, 实证关系并不显著	24
图 27: 全球商品服务的贸易同比增长速度变化	25
图 28: 全球商品服务的出口增长速度与进口增长速度	25
图 29: 美国的贸易逆差在 2009 年 4 月以后继续趋于扩大, 同时并未再次出现显著改善	25



引言：

美国内部的新均衡：作为构建均衡状态的原点，美国内部在第四季度面临原有增长动力逐渐衰竭与新生增长动能逐渐酝酿，同时政策导向二次复胀（定量宽松常态化与扩大化）的时期。在短周期的复苏式微后，库存重建的动能减弱，美国经济再次回到资本存量不足、人口增长放缓与全要素生产率较低的长期增长轨道上，刺激政策的效用与真实需求的基础相互博弈、共同构建形成新的弱势均衡。以价格的角度而言，较低的通胀预期并未受到极低名义利率的改变，二者形成的真实利率也处于极为低迷的状态，价格预期、资金成本与产出回报三者同处较低水平；以增长的角度而言，库存变化并不能改变要素存量与技术创新不足的格局，经济增长的范式也需要从过去三十年的消费推动逐渐向资本支出与投资转轨，但公共预算赤字对于资本积累的约束形成了转轨瓶颈，增长仍然处于寻找与徘徊的重新平衡期。价格及其预期的低迷，与增长及其引擎的徘徊，既是刺激政策与真实需求的博弈结果，同时也是构建外部均衡与未来图景的原点与线索。

由内而外的角力传导：从美国内部的低迷价格与疲弱增长出发，汇率作为自内而外的角力渠道，面临较大的金融压力与低迷的购买能力，因此走向贬值将无可避免，美国外部的经济格局与政策选择也将受此角力而有所改变。以价格的角度而言，低迷的真实利率决定了较低的产出回报率，同时较低的名义利率与价格预期也决定了较低的名义回报率与回报率预期，回报率的低迷将推动美元进入较为低迷的时期；以增长的角度而言，在要素存量与技术创新均为不足的格局下，人均可支配收入难以出现实质性的长期修复，真实购买力的不足也将推动美元进入贬值的轨道。引而申之，以美国自身的利益诉求而言，美国的资本存量积累与资本支出扩张也需要通过美元的贬值来实现，美元的贬值事实上是美国商品竞争力与美国经济领导力修复的必要条件。因此，在金融压力下美元指数出现贬值的同时，剔除通胀后的贸易加权美元指数也将走向贬值。

外部均衡的达成：通过美元相对发达经济体与贸易伙伴对手货币的贬值，美国从内而外的角力力量开始重新刻划汇率体系与贸易分工的格局，在黄金逐渐与美元争锋信用本位的同时，类布雷顿森林体系开始出现较为显著的松动与衰落，同时原有的垂直贸易分工开始转型，全球贸易的弱势再平衡从“脱钩”开始再次重塑。作为价格的坐标轴，汇率体系开始重新达成平衡；在美元相对发达经济体货币出现贬值的同时，盯住美元的贸易顺差经济体货币也随之出现升值，类布雷顿森林体系在布雷顿森林体系崩溃了三十七年后再次面临走向崩溃的命运，美元的中心本位逐渐下滑，而作为本位替代的黄金则随之上浮。作为增长的坐标轴，随着美元的贬值与欧美经济体需求边际的下滑，全球贸易在第三季度开始再次有所下滑，外需对于传统顺差国国民收入的贡献有所下降，建立在贸易分工基础上的全球挂钩有所“脱钩”，全球贸易的弱势再平衡从“脱钩”开始逐渐形成。

新均衡的边界与必然：新均衡的本质是通过货币的甜蜜来推动名义的增长、并重塑增长的地区和行业结构，也是在非均匀的泡沫掩盖下价格与增长的权衡取舍与博弈进退；价格与增长开始运行至极化的边界，并且演化至一种必然的边界，无论如何进退取舍，价格将必然运行于渐行渐高的轨道上。可能出现的情景一，价格伤害增长（2008 年上半年再现）：廉价美元的泛滥下，商品的金融属性激活，在目前已然较高的价格基础上再创新高并进而冲击 2008 年的价格高点，但同时需求边际的扩大幅度并不能与之匹配，那么包括美国在内的各国工业生产销售与燃油消费支出的持续复苏将难以为继，设备投资与耐用品消费支出均将受到巨大冲击，2008 年上半年的情景将会再现，滞胀的出现无可避免。可能出现的情景二，价格成就增长（2008 年年底的情景再现）：廉价美元的滋养下，商品的金融属性在复苏预期下得以修复与放大，总需求在信用货币的修复与扩张下再次更快地放大，那么即使商品的价格在目前已然较高的基础上再创新高而冲击 08 年高点，经济的复苏与增长将在极高的价格与通胀水位上继续推进，形成高增长高通胀的格局。而无论出现以上何种情景，在新均衡的格局下，价格的总体上涨与局部高企成为这种均衡边界上的必然，滞胀与高通胀高增长则可能成为新均衡下的常态而交替出现，从而在全球以邻为壑的货币与汇率政策中形成新的增长与结构。



一、美国内部的新均衡构建

作为构建均衡状态的原点，美国内部在第四季度面临原有增长动力逐渐衰竭与新生增长动能逐渐酝酿，同时政策导向二次复胀（定量宽松常态化与扩大化）的时期。在短周期的复苏式微后，库存重建的动能减弱，美国经济再次回到资本存量不足、人口增长放缓与全要素生产率较低的长期增长轨道上，刺激政策的效用与真实需求的基础相互博弈、共同构建形成新的弱势均衡。

1.1 真实利率的长期低迷

以价格的角度而言，较低的通胀预期并未受到极低名义利率的改变，二者形成的真实利率也处于极为低迷的状态，价格预期、资金成本与产出回报三者同处较低水平，形成价格维度上的新均衡。

货币成本与产出回报率的弱势新均衡

随着定量宽松政策的常态化以及未来的扩大化，目前美国的名义利率处于较低的水平。2003年1月至今，美国5年期、7年期、10年期、20年期与30年期国债的平均收益率为3.4%、3.74%、4.07%、4.67%，较之目前的收益率水平分别高出约200个基点、170个基点、150个基点与130个基点；2006年2月至今，30年期国债的平均收益率4.69%，较之目前的收益率水平高出约90个基点。

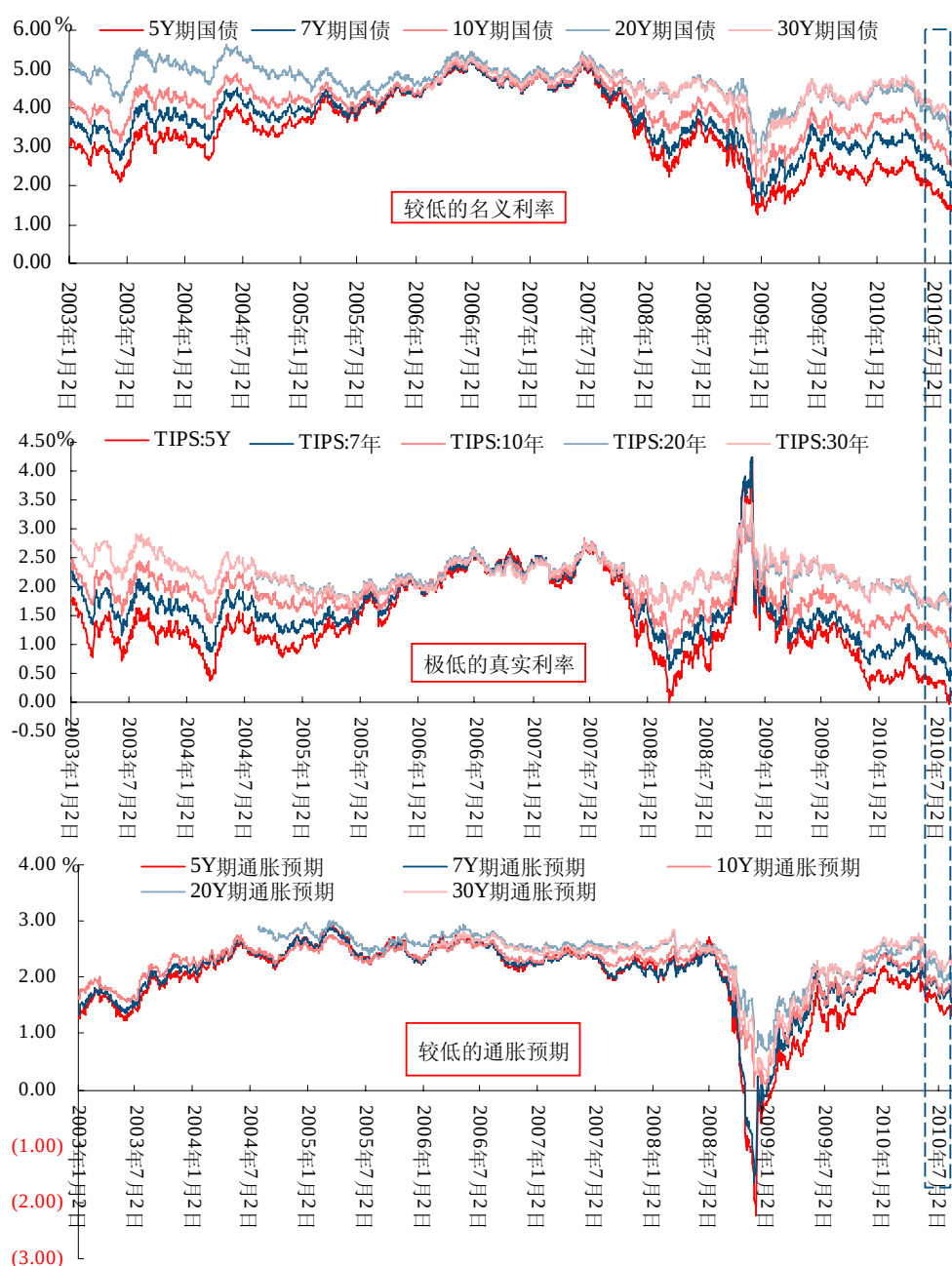
但在这一史无前例的宽松政策下，通胀预期也逐渐下降，并且已经处于比较低的水平。目前5年期、7年期与10年期的通胀预期仅为1.2%、1.5%与1.6%左右，大幅低于美联储的通胀目标2%，也大幅低于历史上的平均水平。

在较低的名义利率与较低通胀预期水平之下，真实利率同时也下沉到了极低的水平。目前美国的5年期、7年期、10年期、20年期与30年期真实利率分别为0.2%、0.5%、1%、1.5%与1.5%左右，不仅较历史平均水平低50个基点左右的水平，而且已经开始面临负利率的风险。

一般认为名义利率是一国货币衡量的收益率，真实利率是指以一国产出衡量的收益率，后者由货币供给、产出水平与名义利率共同决定，通胀预期则表达了货币与产出之间的无效配置。一般逻辑而言，名义利率、通胀预期与真实利率之间存在的零和关系决定了这三者鲜少同向运动，较低的名义利率、通胀预期与极低的真实利率难以同时出现。但是，在总需求不足与美联储定量宽松的博弈下，货币、产出与预期的弱势新均衡形成，市场与货币共同构建了资金成本低廉与真实回报率低迷的“流动性陷阱”。



图 1：较低的名义利率、通胀预期与极低的真实利率



资料来源: BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

政策选择与需求不足的强化

美国目前私人部门的需求不足仍未改变。即使经历了一年左右的复苏与修复，需求的不足仍然导致失业率与产能利用率均严重低于历史平均水平。美国目前的失业率较之历史上最为严重的一次衰退仍然高出许多，这种情形类似于 74-75 年衰退后的复苏，高居不下的失业迫使央行的货币政策长期维持于极为宽松的局面。就产能利用率而言，经过半年资本支出的快速反弹与复苏，仍然严重低于历史的平均水平。



公共部门的需求不足也随着财赤削减计划的推进而浮现出来，公共支出虽然在美国 11 月中期选举会例行扩大，但同样会在此后例行收缩，它对于经济增长的贡献已经逐渐收敛；同时，以公共部门债务余额的水平，显然无法通过公共支出的方式来扩大总需求。

美国体外的需求同样处于较为低迷的时期，体量较大的欧元区同样处于需求紧缩的自顾不暇时期，新兴经济体的需求则体量较小，资源性经济体的需求情况总体健康，但同样难以补足美国体内私人部门需求的萎缩。

因此，政策选择难以贯彻“退出”的路线推进；定量宽松政策不但逐渐常态化，而且规模还将逐渐扩大，推动名义利率长期处于较低水平。在零利率的初始条件下，美联储使用价格手段没有余地空间；加之零利率可能导致流动性陷阱的形成，数量手段与重启定量宽松基本上是较为优化的选择。同时，通胀预期的抬高预计将与美联储政策转向的变化一致，随着相应政策的推出而逐渐抬升，并进而推动实际利率维持于较低水平，强化这种资金成本低廉与真实汇报低迷的弱势均衡格局。

1.2 要素存量的不足、积累与新均衡

对应价格的新均衡，以增长的角度而言，要素的存量与积累也在增长引擎的寻找与徘徊之间形成了新的均衡状态。对长期的经济增长而言，库存变化并不能改变要素存量与技术创新不足的格局，经济增长的范式也需要从过去三十年的消费推动逐渐向资本支出与投资转轨，但公共预算赤字对于资本积累的约束形成了转轨瓶颈，增长仍然处于寻找与徘徊的重新平衡期与新均衡形成期。

资本存量的稀缺与积累

美国目前处于资本存量较低的水平，虽然私人部门的储蓄率有所回升，但是公共部门的预算赤字目前尚未出现可持续性收敛的趋势，资本存量仍然较为稀缺。

美国目前的国民总储蓄率与净储蓄率分别只有 11.3%和-1.5%，均是二战以后的历史最低水平，在危机后的经济复苏中也没有形成显著的反弹。虽然美国的家庭部门储蓄率在危机中开始见底回升，商业部门的储蓄率较为稳定，但是由于公共部门的固定资本消耗仍然持续增加，预算赤字随着财政支出的扩大也未能显著收敛，公共储蓄没有明显回暖，国民总储蓄率与净储蓄率受到拖累。以总储蓄率代表的资本存量水平稀缺，对于未来的投资与折旧比例会持续地形成压力。

但以趋势而言，资本存量的稀缺局面已经见诸底部，未来随着私人部门的持续积累以及公共部门的保持稳定将逐渐步入积累与增加的轨道。

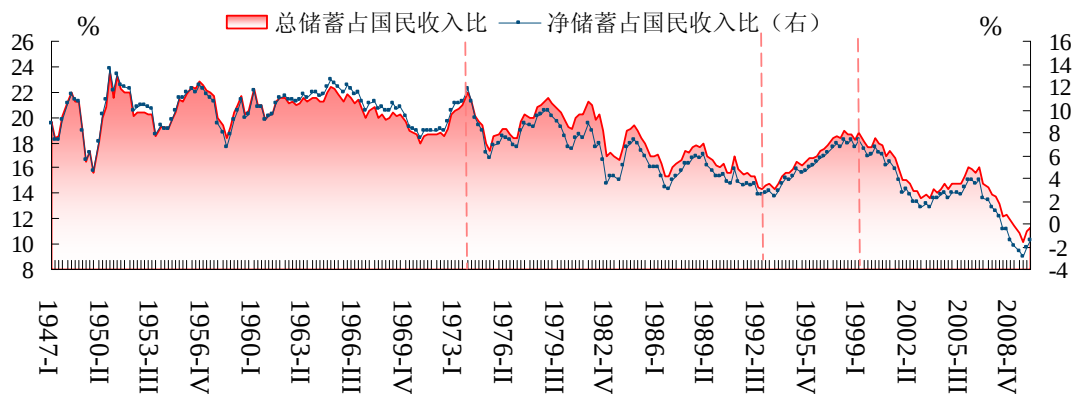


图 2：美国的家庭部门储蓄率变化与以此代表的家庭部门资本存量水平变化



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

图 3：美国的总储蓄率与净储蓄率与以此代表的资本存量水平变化



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

人口增速的低企

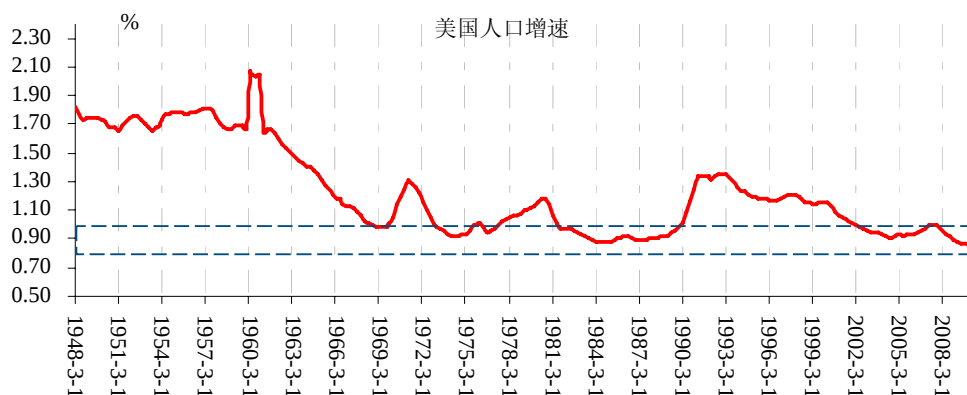
美国的人口增长速度再次陷入 1% 以下的慢车道，在劳动力供给与总需求方面形成收缩的压力，易于推动自然失业率的提高与长期的就业不足，并限制资本广化的空间。

近 50 年以来，美国的人口增长速度长期维持于 1.2% 左右，在新经济时期，这一均值位于 1.3% 左右；但是，七八十年代与本世纪以来，人口的增速长时期低于 1%，位于美国历史上的人口增速慢车道。人口增长速度的低企，伴随人口年龄的逐渐老化，在劳动力供给方面形成了较大的压力，劳动力供给的下降非但难以缓解失业的压力，反而由于人力资本积累的减少，可能推动自然失业率的提高；另一方面，人口增长的不足，对总需求形成了持续的收缩压力，也会导致就业的不足，这两方面都会对于就业收入的增长形成压力。

再者，由于人口增长速度的减缓，实际资本的增长率通常与人口增速持平，这也会限制资本存量水平的提高，从而对于就业收入的增长形成压力。



图 4：美国的人口增速从 1% 以上的增长进入 1% 以下的慢车道



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

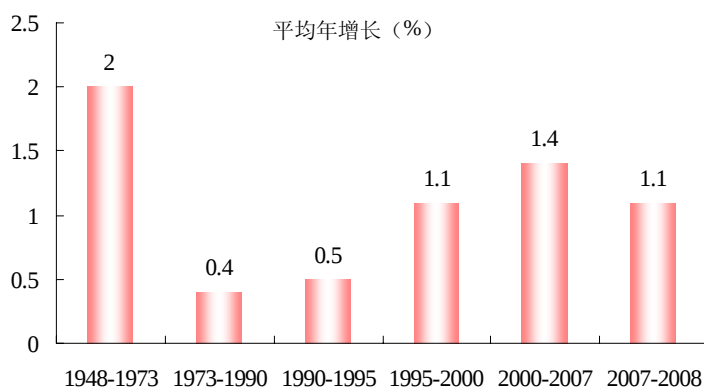
全要素生产率的提高空间有限

进而言之，美国目前较低的全要素生产率难以短期内出现较大提高空间，技术进步的福泽难以惠及总体的产出增长与收入提高。

美国从 1985 年到 2008 年的年均产出增速为 2.9%，其中资本投入贡献了 0.9%，劳动力投入贡献了 0.9%，全要素生产率贡献了 1.1%；这表明，在新技术经济时期的美国经济，驱动核心并非来自生产要素的投入，而是全要素生产率，来自于技术进步驱动下的全要素生产率提高。但是，全要素生产率在 2005 年以后已经出现显著降低，技术进步的力量已经逐渐式微，对于生产要素等各种资源的配置效率有所降低。

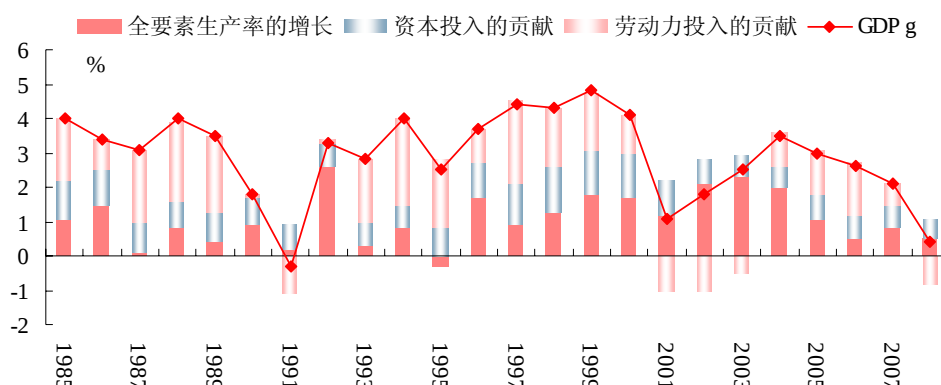
就技术进步或者宏观的规模效应等资源配置的效率问题而言，我们无法以明确的指标衡量或者数量化；但是可以进行不完全相似类比的是，美国在经历了 1948 年至 1973 年高达 2% 的全要素生产率增长后，在 1973 年至 1990 年长达 17 年的时间里，全要素生产率增长速度仅有 0.4%，这可以说明的问题是，技术进步的力量通常是一种长时期的变化与趋势，并不是短期可以逆转的。在美国的全要素生产率增速在 2005 年进入下降通道后，很难认为在较短时期内即会出现新一轮的技术进步，以推动资源配置效率与产出的增长，以及人均收入的长期增长。

图 5：美国全要素生产率的增速变化 (%)



资料来源：BLS 中信建投证券研究发展部

图 6：全要素生产率、资本投入与劳动力投入对于产出增长的贡献



资料来源：BLS 中信建投证券研究发展部

1.3 增长新引擎的方向：资本深化及其外部性

在要素存量与配置效率的弱势新均衡下，以及资本成本与资本回报的弱势新均衡中，经济增长新引擎开始出现萌芽，新引擎的萌芽与发展预示了新均衡的未来。

随着美国私人部门储蓄率的反弹以及总体国民储蓄率的底部形成，资本存量水平可能将逐渐出现修复与提高；同时，资本支出占国民总产出的快速反弹也初步表明，资本存量的形成及其对于产出增长的贡献正在逐渐提高，这种资本深化的形成及其外部性的溢出，可能超预期地推动朱格拉周期层面的反弹形成反转，并驱动产出的增长与收入的提高。

从资本积累到投资增长

美国目前处于资本存量远低于最优积累的水平，同时资本积累的底部区域已经形成，未来将会出现的是资本存量的积累与提高，这意味着资本的深化与资本-劳动比率的提高，以及在此均衡状态下开始的投资增长。

长期以来，美国国民收入分配对于消费的倾斜，导致消费率不断攀升，资本存量与投资率逐渐降低；经济以极低的资本水平运行，资本-劳动比率也快速降低的同时，资本支出的边际产量远远高于资本支出的边际折旧率。因此，在这种初始状态下开始的储蓄率抬升，理论上将形成消费的初期下降以及投资的初期抬升，并于随后的时期推动消费的后继回升与投资的后继增长，从而推动产出形成全面平稳的增长，形成朱格拉资本支出周期的稳定抬升。

在初期，由于国民收入分配从消费向投资的转移，会形成消费的下降与投资的抬升；但随着更多投资增加形成的设备与资本积累，资本的边际产出逐渐递减，而资本的边际折旧开始上升，资本投入的边际产量与边际折旧之间形成的落差逐渐收敛，随着落差逐渐消失达到稳定均衡状态，资本的存量水平达到较高水平，同时剔除折旧的资本-产出比率攀升至最高程度，投资增长速度开始下降但增长表现稳定，消费也随着总产出的扩大而提高。

美国目前已经出现了我们所描述的初期现象，明显出现资本支出的迅速扩张与设备投资的强劲反弹。在今年第二季度，设备投资对于环比 2.4% 的真实 GDP 增长贡献了 1.36%，超越库存变化对于经济增长的影响，成为最为主要的驱动因素；再者，美国的资本支出占 GDP 比重已达 6.97%，虽然在过去 10 年中这一占比的平均值



为 7.89%，但是距离最低时期的 6.43%，反弹的速率已可见一斑。

资本的存量水平逐渐提高、剔除折旧的资本-产出比率逐渐攀升的过程，同样也是资本深化的过程。虽然劳动力的周期性就业复苏会持续下去，但是收入分配的倾斜与资本存量的快速积累，将会提高人均资本量，形成资本-劳动比率的上升。即使技术创新在较长时期内无法显著出现，资本-劳动比率的上升也将推动劳动生产率的提高，并且形成就业收入的提高动力。

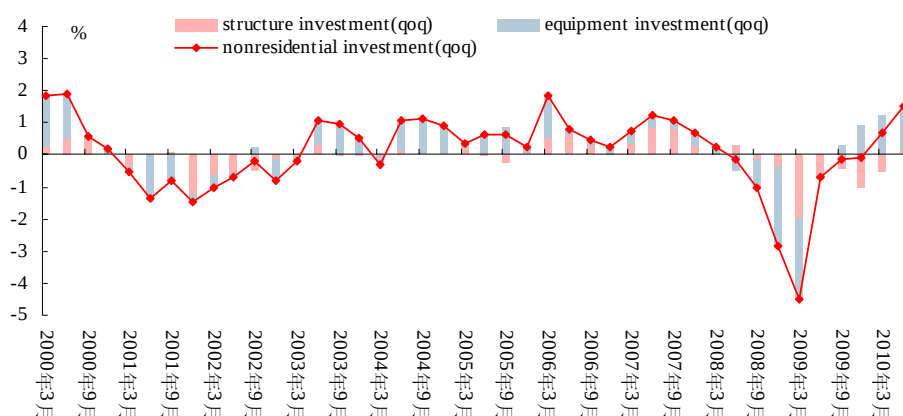
资本支出的外部性

资本投入的增加同样可能包含并酝酿了技术创新的潜伏与溢出，具有较强的外部性，对于总体产出的影响由于其溢出效应而被显著低估。根据 Paul Romer 的研究《increasing returns and long-run growth》，资本投入的正外部性使得其贡献能力及其计算权数严重受到低估，并且因此显得索洛余量的权数受到显著高估。设备等资本品的投入增加可能提高微观组织的规模效应或者相应生产能力，并且在微观组织中形成反馈强化，我们在宏观分析与宏大叙事时无法察觉的技术创新及其影响，可能已然逐渐形成并且发挥作用。虽然根据常识，革命性的技术创新需要较长时间的孵化，但是组织创新或者流程改造等因素，可能会形成资本投入的外部性，这种外部性同样是推动投资持续反弹的重要力量。

虽然我们无法断言，在公共部门预算赤字的压力下，美国的资本存量水平与投资率会形成趋势性反转，朱格拉周期会因此取代库存周期成为影响产出水平的主要因素；但是就美国目前的初始条件与变化方向而言，资本深化的形成及其溢出效应的强化，是推动产出与就业收入可能出现的超预期因素，也是未来美国经济增长最具可能性的新引擎。

资本支出的增长与投资率的提高作为美国经济的未来，也决定了美国从内部新均衡向外部新均衡的政策角力方向，势必是推动本币的贬值与外部需求扩张，以及由此衍生的复胀压力。

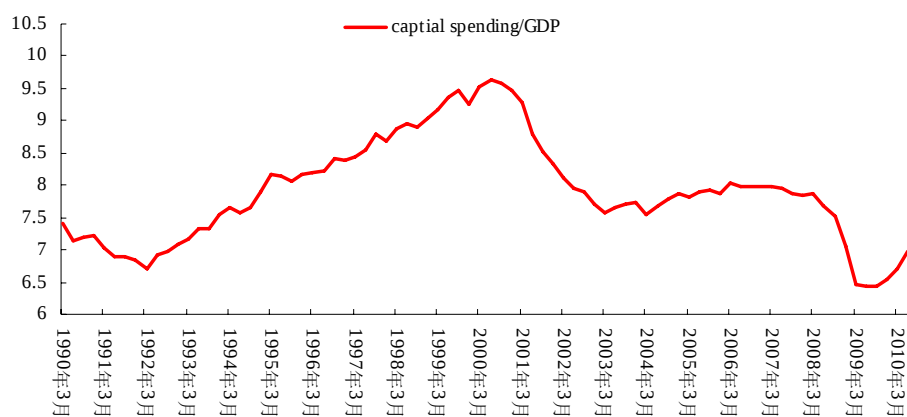
图 7：非住宅投资中建筑投资与设备投资的环比变化



资料来源: bloomberg 中信建投证券研究发展部

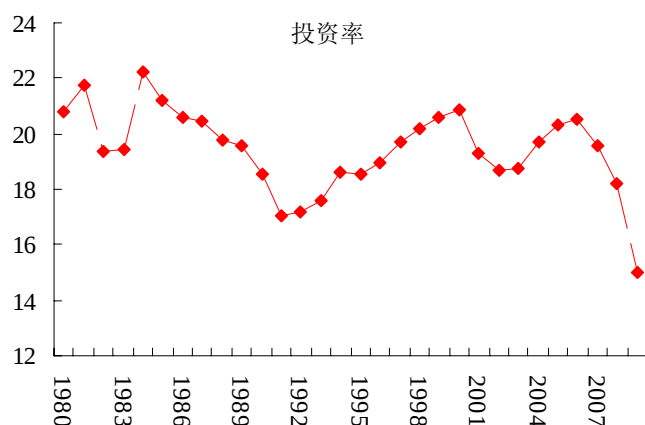


图 8：资本支出占 GDP 比重的变化



资料来源: bloomberg 中信建投证券研究发展部

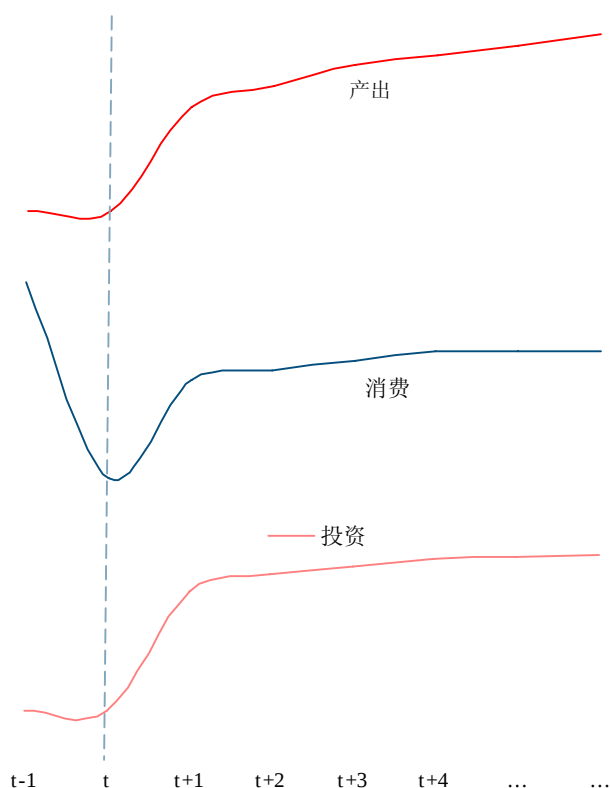
图 9：美国国民收入向消费的逐渐倾斜导致投资率严重下降



资料来源: IMF 中信建投证券研究发展部



图 10：从资本少于稳定状态开始时，随着储蓄率提高的产出变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

二、从内部新均衡到外部新均衡的角力

从美国内部的低迷价格与疲弱增长出发，汇率作为自内而外的角力渠道，面临较大的金融压力与低迷的购买能力，因此走向贬值将无可避免，美国外部的经济格局与政策选择也将受此角力而有所改变。

以价格的角度而言，低迷的真实利率决定了较低的产出回报率，同时较低的名义利率与价格预期也决定了较低的名义回报率与回报率预期，回报率的低迷将推动美元进入较为低迷的时期；以增长的角度而言，在要素存量与技术创新均为不足的格局下，人均可支配收入难以出现实质性的长期修复，真实购买力的不足也将推动美元进入贬值的轨道。引而申之，以美国自身的利益诉求而言，美国的资本存量积累与资本支出扩张也需要通过美元的贬值来实现，美元的贬值事实上是美国商品竞争力与美国经济领导力修复的必要条件。因此，在金融压力下美元指数出现贬值的同时，剔除通胀后的贸易加权美元指数也将走向贬值。

2.1 产出收益率决定下的弱势美元格局

在资金成本低廉与真实回报率低迷达成的弱势新均衡下，美元的弱势格局将会形成。一般而言，我们通过测定购买力平价与利率平价来测定汇率的变化趋势与估值水平，从这个路径出发，可知在极低的货币收益率与产出收益率决定下，美元弱势的格局在较长时期内是无可避免的。

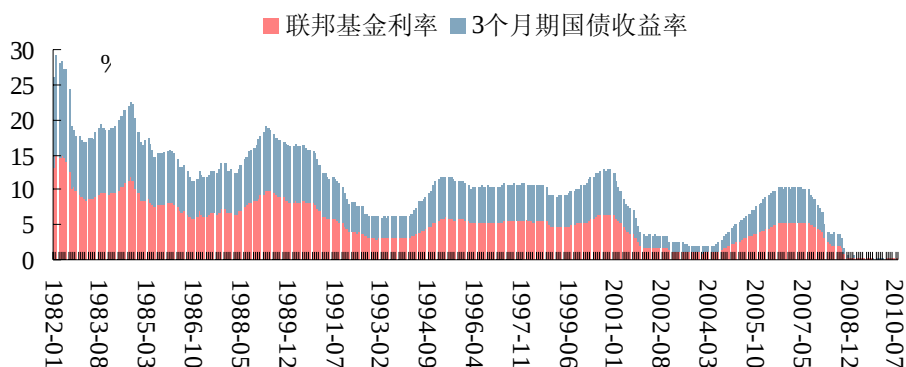


货币收益率与产出收益率之间的货币中性

基于货币分析法的推导可知，货币供给、名义利率与产出水平共同决定汇率的变化。货币供给量的变化与对比会影响价格水平的变化与对比，名义利率与产出水平的变化与对比会影响货币实际需求量的变化，货币实际需求量的变化与对比同样会影响价格水平的变化与对比，从而形成了汇率的水平与变化趋势。

但是，在货币中性的基础上，名义汇率、货币供给或者产出水平均不会单独地影响汇率变化，而是通过真实利率形成对于实际汇率的影响。根据费雪效应，在较长时期中，纯粹货币增长未必会改变相对价格的变化；由于预期通胀率会改变名义利率的变化方向，价格水平与货币供给、名义利率之间相互影响，而且并行变化、同向波动。当一国名义利率相对他国货币的名义利率上升时，这种货币可能贬值，也可能升值；这种变化还取决于该种相对上升是来自于预期通货膨胀率，还是真实利率。同理，当一国货币相对他国货币的货币供给量或者货币需求量上升，这种货币也可能贬值、可能升值。在货币中性的基础上，对于剔除通胀的实际汇率而言，真实利率是费雪效应下的决定性驱动因素。

图 11：费雪效应下名义利率与基准利率的变化



资料来源：中信建投证券研究发展部

产出收益率决定下的汇率角力格局

如图所示，剔除通胀后的贸易加权美元指数与美国名义利率、真实利率三者之间的关系，可以看出美元实际有效汇率与真实利率的显著相关关系。



图 12：剔除通胀后的贸易加权美元指数与美国名义利率、真实利率三者之间的关系



资料来源：FRB 中信建投证券研究发展部

1973-1975 真实利率低企期：美元失本位、黄金始争锋

在 70 年代初中期，虽然名义利率处于较高水平，但是价格水平与通胀预期却相对较高，真实利率处于较低水平，美元的价值也处于较低水平。

1973 年 3 月，日元与欧系货币相对美元的交易价格开始自由浮动，标志着布雷顿森林体系的崩溃，各工业化国家之间的汇率体系实现了从固定汇率体系向浮动汇率体系的转轨。作为美元地位逐渐下降的时期，黄金作为信用本位的替代通货，其地位与价值逐渐浮现凸显；在美元与黄金的通货信用本位争夺中，前者优势渐失，后者风光无限，一个美元价值渐贬与黄金价格暴涨的时期以此为序逐渐展开。

随后，1974-1975 年期间出现的石油价格冲击以及经济衰退，为了应对这一困境，G7 央行均开始了扩张性的财政政策与货币政策，各国的货币供给均快速增加，此间美元的变化趋势则主要是在箱体震荡中基本保持稳定。



1976-1980 真实利率下降期：复苏难改失业、美元信用探底

进入 70 年代中后期，虽然名义利率维持上升态势，但是与此同时真实利率却不断下降，通胀预期抬升导致的名义利率上升并没有推动美元的升值，反而推动了美元价格的大幅下降。

在 1974-1975 年间扩张性的财政政策与货币政策虽然推动了产出水平的回升，但是失业率仍然居高不下，形成了所谓无就业型复苏。为了解决失业率的问题，美国仍然维持了扩张的货币政策。因此，即使名义利率维持了上升态势，通胀预期的抬升却更加迅速，美元的实际有效汇率逐渐跌至谷底，其信用也跌至谷底。

1981-1984 真实利率上升期：美元信用回归

此后，在 1980 年至 1984 年这一期间，美国的名义利率维持在较高水平，但是由于通胀预期的随之快速下降，真实利率的大幅抬升推动了美元指数的转强。

这一时期是保罗沃克领导的美联储大幅收紧货币政策稳定通胀预期的时期，也是美元信用得以稳定与黄金价格快速回落的时期。在此时期，美元作为结算单位与定价货币的地位再次巩固，矿产品、黄金与金融衍生品的定价体系得以构建，石油美元在十几年的石油危机后再次回流美国，美元的类本位地位在布雷顿森林体系崩溃后再次得以建立，并逐渐形成了所谓“类布雷顿森林体系”。

1985-1987 真实利率回落期：政治干预，加剧贬值

进入 80 年代中后期，随着美国货币供给的增长，通胀预期的回升，真实利率也逐渐下降，美元随之逐渐转弱，进入下降通道。

在 80 年代初期美元的强势改变了美国的贸易条件，同时也改变了美国的国内收入分配，其他发达经济体开始担心原有国际贸易体系会受到破坏，同时里根政府在此期间坚持不干预外汇的政策开始在国内受到挑战。1985 年，在美国主导下，美国、英国、法国、德国和日本联合在纽约发表广场宣言，声明将联合干预汇率。

这说明的问题是，在美元重回本位后，浮动汇率制的弊端开始显露端倪，各国政府干预汇率以影响贸易的意愿愈发强烈。在此协议签订后，美元即开始在美国央行的共同干预下，开始了大幅贬值。这一历史背景，事实上强化了美元的贬值，在真实利率下降幅度尚且温和的背景下，美元的实际有效汇率大幅下调。

1988-1994 真实利率下降期：多极化格局中的美元

到了 80 年代末期至 90 年代前期，随着真实利率的加速下降，美元的有效汇率也进一步贬值。

在此期间，美国的通胀水平继续扩大，名义利率维持于较高水平，同时美国的产出水平也仍然维持于较高水平，其实际利率加速下滑。因此，即使在此时期经历了苏联解体与东欧剧变以及由此带来的国际格局改变，其实际有效汇率也出现了进一步的贬值。

1994-2000 真实利率上升期：新经济时代下的强势美元

进入 90 年代中后期，新经济时期的繁荣巅峰期来临，美国的产出水平、货币供给与名义利率均出现上升，真实利率再次回升，美元的有效汇率也出现了大幅上涨。



汇率角力的逻辑演绎——偶然性中的必然性

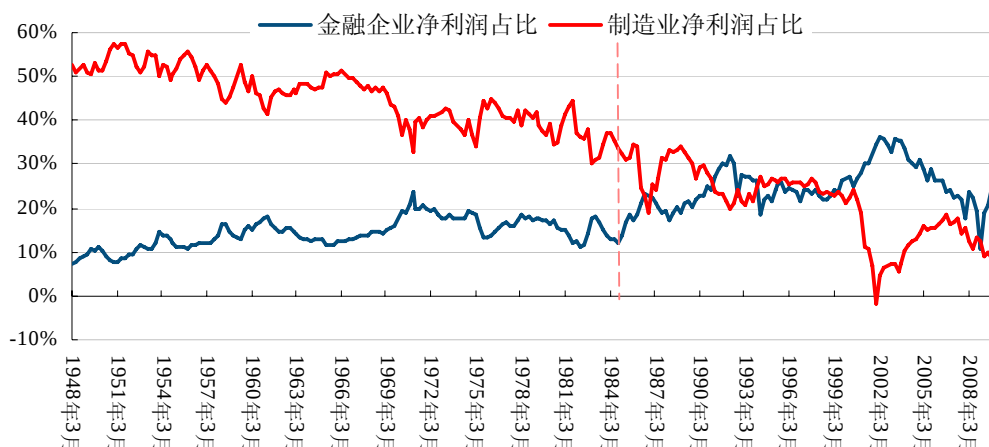
未来的美元走势并不会延续历史的过往，因此实证经验的归纳难免可能掉入经验主义的陷阱。根据以上货币分析的分析框架以及 1973 年以来的美元实际汇率变化历史，我们认为，在诸多的偶然性中，存在以下必然性的规律：

1、美元的长期有效汇率与美元的地位变化休戚相关。在美元作为货币信用本位的地位逐渐抬升时，其长期趋势指向升值；当美元作为信用本位的地位逐渐下降时，其长期趋势指向贬值。在这种地位发生变化的时期，黄金作为信用本位的选择物地位抬升时，价格其长期趋势指向上涨；美元的信用本位地位逐渐收复时，黄金的长期趋势则指向下降。

2、美元的地位以其购买力保证，由产出水平、货币供给与名义利率共同决定的相对购买力变化，可以通过观察真实利率判断。真实利率作为货币需求与供给达成的均衡价格，反映了产出水平、货币供给与名义利率之间的相互作用与均衡水平，同时反映了产业周期、景气衰荣与价格预期的均衡水平，因此它作为观察真实有效汇率趋势与水平的领先指标，在长期趋势上是比较确定的。需要注意的是，虽然汇率是一种相对的价格，但是作为第 N 种货币的美元，其实际有效汇率变化事实上是由美国自身的真实利率决定的，而非绝对地基于相对的基础之上。美国的经济与政治不能排除全球化的背景，但是作为开放的经济体，真实利率的决定与变化已经体现了全球化的资本与贸易往来，以及在此基础上的相对变化。

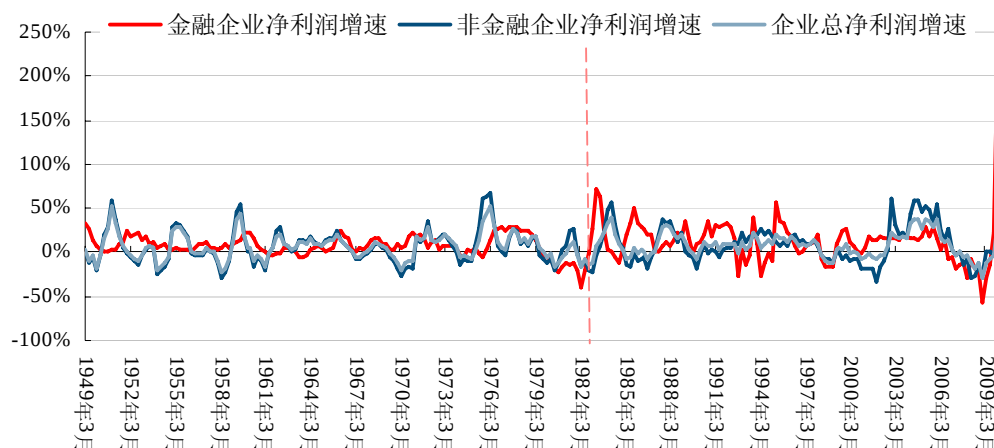
3、美元并非仅由经济中的内生变量决定，同时也是由政治这种外生变量所决定与改变。除了宏观经济与资本市场的影响以外，美元作为体现主权信用以及主权信用分布的载体，与地缘政治和贸易诉求密不可分。

图 13：80 年代中期开始，美国金融企业净利润的占比追赶上了制造业并开始有所超越



资料来源：FRB 中信建投证券研究发展部

图 14：美国企业总体、金融企业与制造业企业的净利润增速变化



资料来源：FRB 中信建投证券研究发展部

因此，对于美元实际汇率而言，得以长期维持的极低名义利率基本上决定了真实利率难以有大幅上升的空间，而通胀预期的启动则更是成为真实利率下降的刺激因素。在较长的时间纬度内，美元的真实有效汇率将跟随真实利率保持于较低水平，并可能跟随定量宽松的再次扩大而转向下降。

2.2 购买力不足下的美元弱势与竞争性贬值

同时，美国在要素存量较低以及积累不足的起跑线上，寻找外需的补给、提高美国商品的竞争力与长期维持资本成本的低廉也会推进美元的贬值，并循此路径改变外部的均衡状态。除了购买力平价与利率平价，另一个衡量汇率趋势变化与估值水平的路径即是衡量该国的居民购买力与劳动生产率，以及在此基础上的购买力；根据这一分析框架，美元的长期弱势也将无可避免。

货币难以修复购买力

在要素存量与配置效率的弱势均衡基础上，技术创新的式微基本决定了人均收入的长期趋势，以及在人均收入低迷状态下实际购买力的形成不足。

一般而言，对于人均收入而言，最重要的驱动因素来自于技术进步下全要素生产率与劳动生产率的提高；人均收入虽然会跟随库存周期的波动与复苏而出现修复，但是周期性的波动与复苏下人均收入的长期趋势仍然处于较为低迷的状态。对于货币的购买力而言，人均收入的长期趋势才是根本的决定因素。

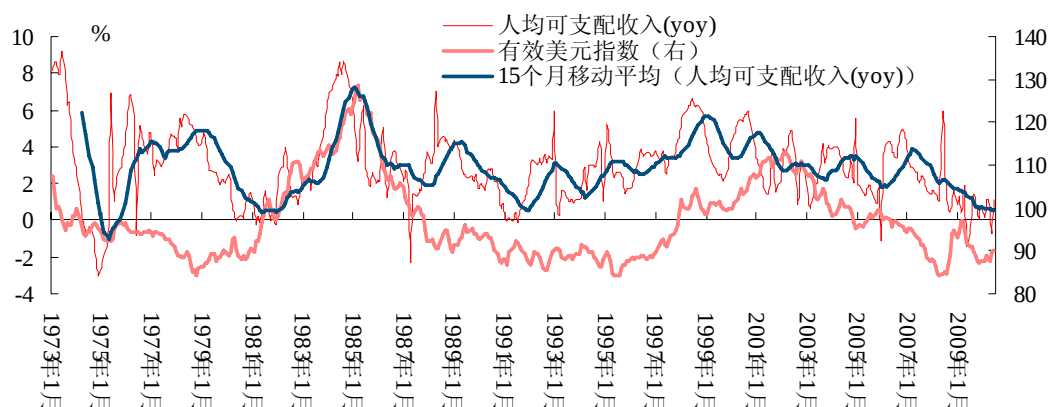
人均收入的周期波动并非严格意义上的决定因素，既非来自于经济体结构中的内生变化，也非实际购买力的形成动因。货币对于人均收入的影响主要是通过其扩张与收缩形成周期性影响，这种影响并不足以形成长期的人均收入提高与实际购买力修复。

据此逻辑，我们可以对比人均可支配收入的同比数据与美元的实际汇率，可以发现前者平滑后的数据与后者显著相关，同时在过去 50 年的时间里，其水平高低基本保持了高度的一致性。但是，如图所示，人均可支配收入对于美元实际汇率走势的显著影响，是建立于较长周期波动的维度之上的，而非建立于较短周期波动的基础上，短期波动对于美元的实际汇率影响并不明显。



人均收入的提高，通过劳动力成本上升的传导，以及终端消费需求的提高，形成了对于商品服务的成本压力，以及商品服务价格的上涨动力。因此，低廉的货币成本与扩张的货币供给，并不会改变目前这种弱势的均衡格局。

图 15： 但美元的实际有效美元指数与人均可支配收入同比增速（月移动平滑）的趋势变化显著正相关



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

购买力不足下的竞争性贬值

事实上，根据巴拉萨萨缪尔森效应，当贸易产品部门（制造业）生产效率迅速提高时，由于可贸易品价格的价格在全球各地大致相同，因此生产率较高的可贸易品生产部门实际人均收入会相应提高，这会导致非贸易品生产部门相应地提高收入；从而在成本上推动了非贸易品价格的上涨，或者在购买力上推动了包括非贸易品和贸易品在内的全部商品与服务的价格水平，实际汇率即因此得以上升。因此，劳动生产率与实际人均收入水平较高或者上涨较快的经济体，其实际汇率倾向于处于较高水平或者出现升值，反之则处于较低水平与出现贬值。

对于除了美国以外的国家而言，同样是实际购买力决定了本国货币的汇率变化，实际人均收入的水平决定了贸易加权汇率的趋势。同理，技术创新与劳动生产率基本决定了人均收入的长期趋势，技术创新的式微存在于全球范围内；对于各国货币的实际购买力而言，均处于较低水平。

与此同时，通过弱势美元与类布雷顿森林体系，美联储作为全球央行同样输出了大量廉价的货币与低迷的真实利率。一方面由实际购买力与产出回报率决定的汇率价格趋于下降，另一方面，货币的释放同样无法修复实际购买力，汇率的竞争性贬值形成必要。

2.3 汇率渠道对于金融压力与实际购买力的传导

从美国内部的低迷价格与疲弱增长出发，汇率作为自内而外的角力渠道，面临较大的金融压力与低迷的购买能力，因此在双重压力下的共同走向贬值将无可避免。

美元指数与贸易加权美元指数

美元指数不同于贸易加权美元指数，前者作为衡量美元在金融市场上压力的指标，主要对手货币是欧元、日元、英镑和加元，权重占比分别为 57.6%、13.6%、11.9%和 9.1%；后者作为衡量国际贸易中美国与其他经济



体商品竞争力的指标，主要对手货币是人民币、欧元、加元和墨西哥比索，在 2010 年的权重占比分别为 17.9%、17.8%、14.7%和 9.6%，这一权重是根据美国与其他国家的贸易额占比来计算的，同时每年根据贸易占比的变化该权重会有所调整。

同时，剔除通胀后的贸易加权美元指数也不同于名义贸易加权美元指数。名义汇率通常衡量的是两种货币的相对价格，而实际汇率衡量的则是两个商品篮子的相对价格；后者是经过物价调整的前者，反映的是商品在贸易市场上的竞争力。

图 16：美元指数的各国货币权重

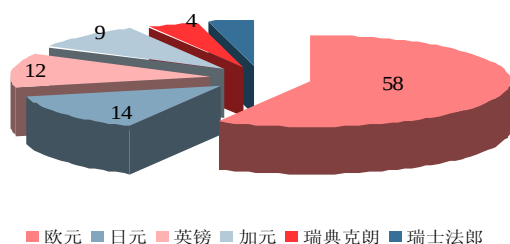
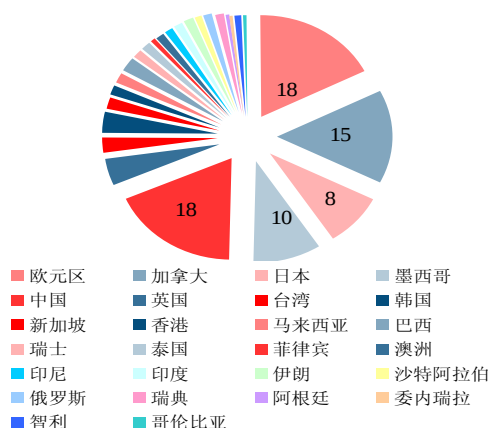


图 17：贸易加权美元指数的各国货币权重



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

表 1：贸易加权美元指数中的各国货币权重以及变化

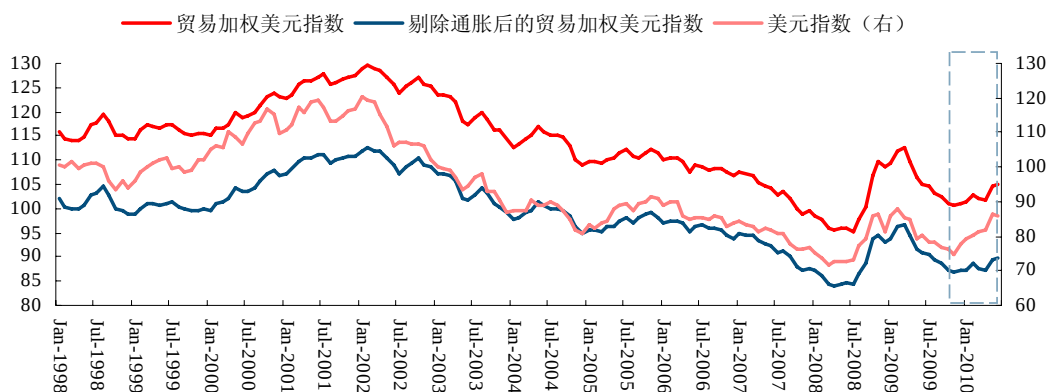
经济体	2010	2009	2008	2007	2006	2005	2004	2003	2002	2001	2000	1999
欧元区	17.792	17.792	17.79	17.633	17.165	17.572	18.007	18.635	18.509	18.627	17.288	18.219
加拿大	14.701	14.701	14.701	15.281	15.591	16.554	16.318	16.392	16.457	16.871	16.94	17.484
日本	8.265	8.265	8.265	8.699	9.217	9.5	9.973	10.445	11.089	11.628	12.792	13.007
墨西哥	9.621	9.621	9.622	9.741	9.849	9.641	9.826	9.998	10.51	10.54	10.351	9.586
中国	17.934	17.934	17.942	17.438	16.413	15.25	13.759	12.236	10.513	8.817	7.879	7.337
英国	4.133	4.133	4.133	4.268	4.43	4.433	4.726	5.04	5.224	5.602	5.508	5.84
台湾	2.459	2.459	2.46	2.662	2.728	2.753	3.006	3.034	3.253	3.307	3.84	3.638
韩国	3.504	3.504	3.495	3.515	3.654	3.683	4.03	3.883	3.836	3.75	4.178	3.823
新加坡	1.91	1.91	1.907	2.012	2.017	1.916	2.033	2.097	2.115	2.166	2.337	2.405
香港	1.283	1.283	1.284	1.356	1.454	1.608	1.724	1.819	2.006	2.052	2.117	2.127
马来西亚	1.796	1.796	1.797	1.866	2.119	2.095	2.086	2.186	2.212	2.113	2.269	2.157
巴西	2.096	2.096	2.097	1.946	1.988	1.987	1.945	1.789	1.788	1.825	1.678	1.607
瑞士	1.535	1.535	1.537	1.418	1.423	1.396	1.441	1.448	1.439	1.453	1.35	1.468
泰国	1.383	1.383	1.384	1.395	1.426	1.397	1.401	1.418	1.417	1.462	1.485	1.455
菲律宾	0.599	0.599	0.599	0.65	0.708	0.73	0.815	1.005	1.113	1.108	1.249	1.225
澳洲	1.28	1.28	1.281	1.201	1.189	1.208	1.203	1.226	1.285	1.191	1.157	1.203
印尼	0.988	0.988	0.988	0.911	0.894	0.891	0.875	0.915	0.983	1.018	1.013	1.001
印度	1.579	1.579	1.579	1.49	1.341	1.256	1.133	1.086	1.031	0.948	0.892	0.906
伊朗	1.17	1.17	1.167	1.112	1.05	1.034	1.026	0.987	1.03	1.031	1.043	0.959
沙特阿拉伯	0.998	0.998	0.999	0.869	0.857	0.839	0.67	0.655	0.625	0.711	0.722	0.645
俄罗斯	1.457	1.457	1.455	1.223	1.193	1.052	0.949	0.817	0.769	0.737	0.797	0.701
瑞典	0.961	0.961	0.962	0.999	1.037	1.114	1.175	1.228	1.112	1.15	1.264	1.255
阿根廷	0.565	0.565	0.566	0.488	0.49	0.47	0.449	0.436	0.419	0.527	0.52	0.556
委内瑞拉	0.551	0.551	0.552	0.506	0.453	0.463	0.414	0.333	0.389	0.469	0.454	0.488
智利	0.849	0.849	0.85	0.819	0.841	0.694	0.592	0.491	0.504	0.516	0.504	0.504
哥伦比亚	0.591	0.591	0.59	0.5	0.47	0.463	0.422	0.4	0.371	0.38	0.376	0.402
总计	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100	100

资料来源：FRB 中信建投证券研究发展部



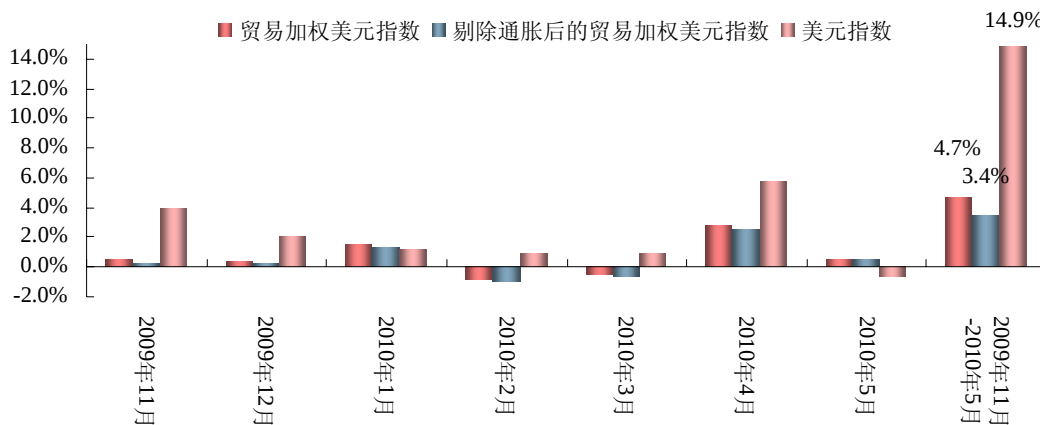
贸易加权美元指数与美元指数在大多数时候走势基本保持一致，但是出现分歧的时候也不在少数。从 2009 年 11 月到 2010 年 5 月，美元指数在一轮上涨趋势中从最低点的 74.1 上涨至最高点的 88.7，共计上涨了 19.7%。在美元指数强势的对面，贸易加权美元指数尤其是剔除通胀后的实际有效汇率并未出现显著上涨。在历史上，贸易加权美元指数与美元指数在方向与幅度变化上基本一致，但在今年，上涨幅度较为不同。以 2009 年 11 月至 2010 年 5 月这一时间区间计算，美元指数累计上涨 14.9%，贸易加权美元指数仅上涨 4.7%，剔除通胀后的实际有效汇率则仅上涨了 3.4%。

图 18：贸易加权美元指数与美元指数方向变化的一致与背离



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

图 19：从 2009 年 11 月到 2010 年 5 月美元指数上涨 14.9%，剔除通胀后的贸易加权美元指数上涨 3.4%



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

购买力与金融压力的背离

在前期的美元上涨中，欧元与英镑这两种货币兑美元的价格下跌较多，但是日元、加元、墨西哥比索和人民币等货币相对美元并未显著下跌甚至略有上涨。这说明两点，第一，就基本面预期而言，美元相对欧元与英镑这两个高债务经济体货币的上涨，及其相对于资源货币、传统融资货币和新兴市场货币的稳定，美元的信用仅仅显著强于欧元区与英国，而并非能相对其他经济体胜出；第二，贸易加权美元指数的稳定，说明美元在此期间，它在国际贸易中的定价能力并未显著提高，同时它也存在修复自身需求不足的诉求。



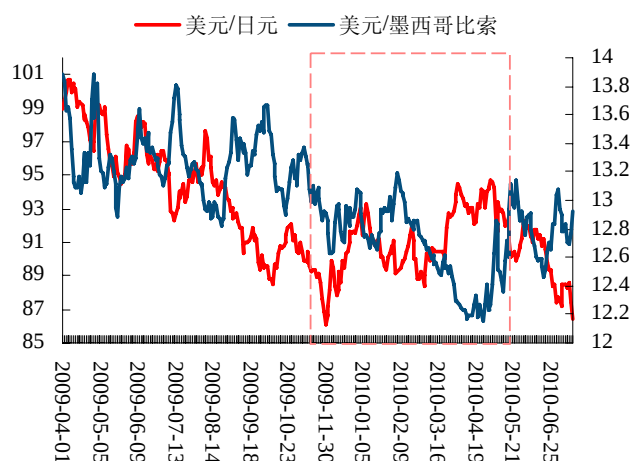
事实上，在类“美元中心”的浮动汇率体系下，美国的真实需求是该体系用以定价的能力根本，因此美国的需求缺口修复是美元强势的必要非充分条件。在全球需求不足的局面下，奥巴马政府“在未来5年出口翻倍”的目标无疑需要通过美元的有序贬值来完成；传统意义上贡献净需求的美国同样前所未有地需要出口来补足其需求缺口，其竞争力的恢复同样需要通过美元贬值来完成。

图 20：美元相对英镑上涨，相对加元却并未显著上涨



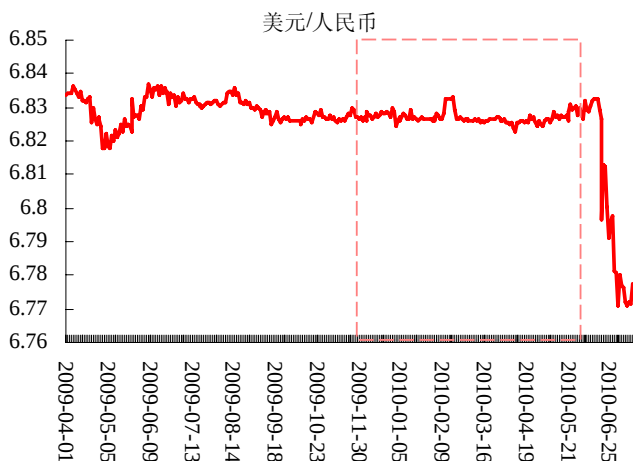
资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

图 21：美元相对日元与墨西哥比索均未出现上涨



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

图 22：与此同时，美元相对人民币也基本没有变化



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

三、角力下的新均衡体系

通过美元相对发达经济体与贸易伙伴对手货币的贬值，美国从内而外的角力力量开始重新刻划汇率体系与贸易分工的格局，在黄金逐渐与美元争锋信用本位的同时，类布雷顿森林体系开始出现较为显著的松动与衰落，同时原有的垂直贸易分工开始转型，全球贸易的弱势再平衡从“脱钩”开始再次重塑。



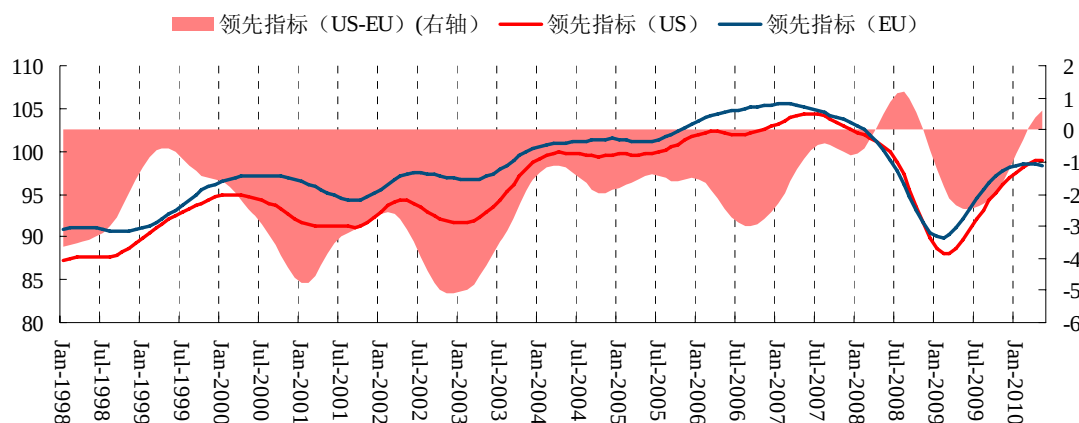
3.1 周期视角下的购买力与金融压力变化

周期复苏并不改变购买力

美国经济与欧元区经济历来相互依存，在景气变化上前后传动而极少背离。从领先指标变化中可以看出，二者的经济周期前后传动，美国的经济景气变化领先于欧元区，同时二者的周期波长基本一致。此外，虽然美国经济周期的振幅高于欧元区，但是二者的经济景气对比值基本上每隔 12-18 个月左右即会出现调转。这说明，二者周期的传动基本上决定了景气对比值在 12-18 个月左右的周期内发生调转的必然性。

事实上，这种经济周期的传动性与相关性，在全球经济内普遍存在，同时囊括了发达经济体与新兴经济体。这种经济周期的传动性，理论上是由垂直分工的贸易体系决定的，互相耦合的终端需求经济体与制造业经济体在全球一体化中唇亡齿寒。经济体之间相互耦合的基础，事实上就是自由浮动的汇率体系；自由浮动的汇率体系通过调节二者的总需求变化与刺激二者的政策变化，经由贸易与资本流动的渠道，推动了经济周期的一致性传动。如此，经济复苏先后决定汇率相对变化，还是汇率相对变化决定经济复苏先后，在逻辑上其实难以厘清谁因谁果。

图 23：美国与欧元区的领先指标变化以及相对变化方向



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

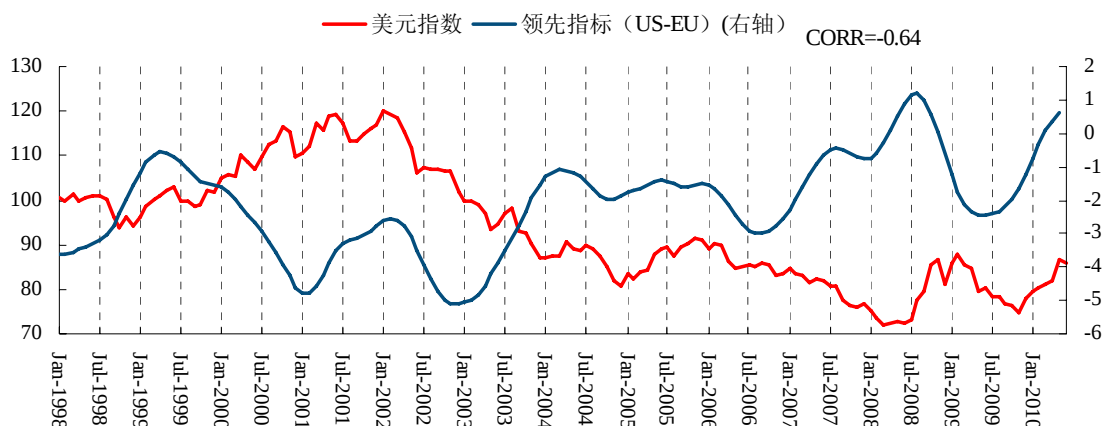
虽然逻辑上汇率的变化与景气对比的变化因果不明，但相关关系是否应该存在呢？在实证经验与形式逻辑构建下的市场预判，相关关系同样可以举一反三。

就历史经验而言，美元指数的变化方向与美欧之间的领先指标差值呈现出了较为显著的负相关关系；换言之，当美国经济的景气变化优于欧元区经济时，美元指数趋于下降，而当欧元区经济的景气变化优于美国时，美元指数趋于回升。这一点与我们常用的逻辑推理不符。也就是说，美元指数与经济景气变化对比之间的相关关系在逻辑上与实证上存在冲突，至少二者无法达成一致。那么，无论是定性的演绎推理中应该存在的正相关关系，还是定量的实证测算中应该存在的负相关关系，都应该在分析框架的不断优化中被摒弃。

在浮动汇率体系对于总需求与政策变化的调节之中，各主要经济体之间的景气周期相互传动，虽然在前后之间的时滞中形成了静态的景气对比差异，但这种中期内存在的景气差异与预期差异，事实上形成了冲突。因此，我们需要知道的是，美元指数与经济体之间的短期景气变化对比不仅无因果关系，而且相关关系也方向不明。



图 24：美欧领先指标相对变化方向与美元指数之间实证测算出较为显著的负相关关系



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

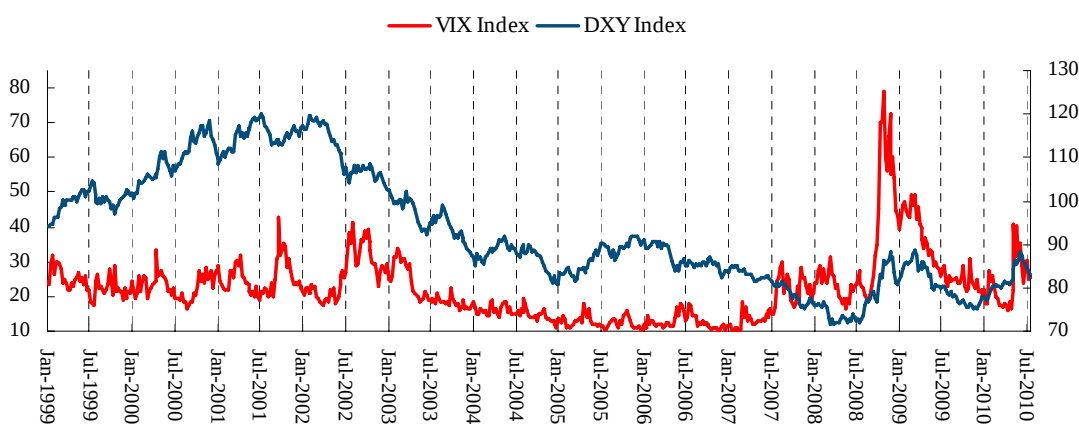
周期复苏改变金融压力

美元的信用，并不是通过短期的景气繁荣来巩固的。事实上，美元的信用，是在其实际增长、债务水平与国际地位之间的平衡博弈，这一路径所指向的趋势变化应当是长期趋势；就其短期波动而言，在美元信用基本保持稳定的前提下，其意义体现集中于避险需求带来的美元回流。

美元的信用与地位不可能在短期内发生太大变化，我们不应该通过美欧经济短期复苏的差异而预判美元指数的强势；虽然通过观察避险需求与风险偏好下的投机资本流向，可以大致预判美元指数的短期波动方向。

因此，虽然在今年年底明年年初全球经济可能在二次去库存时期出现金融压力而推动美元出现脉冲式上涨，但在美元本位的中期陨落中，美元的弱势格局仍然是其基本格局与长期基调。

图 25：美元指数的变化通常被避险需求与风险偏好驱动与强化



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部



3.2 汇率体系的信用本位与优先权衡

竞争性贬值下的黄金本位回归

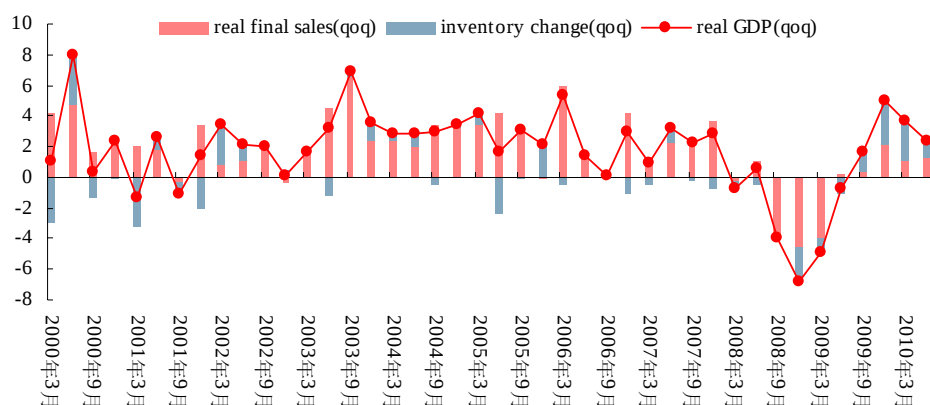
就美元的地位而言，目前绝对购买力与相对购买力的下降趋势，并没有出现反转的驱动因素与线索提示。

美国的国内需求形成不足以及在此基础上的库存变化趋于平稳，将长期导致美国的产出水平处于较为疲弱的状态。美国的经济增长边际在 2009 年第 4 季度达到峰值之后，今年逐季递减，同时在需求低迷的同时，库存变化对于经济增长的贡献也越来越小。事实上，美国在第 2 季度开始出现的二次去库存，并非来自于供给的过剩，而是反映需求的不足以及增长的瓶颈；所以并没有出现总量的下降，而是表现为边际的下降与增长风险溢价的提高。

在长期地公共部门与私人部门共同去杠杆化的压力下，总需求低迷的局面将长期存在。在过去的 10 年中，美国的最终销售季度环比折年增速平均为 1.79%，而库存变化的环比折年增速则平均为-0.01%；美国在 2009 年第 2 季度复苏以来，对于美国国内的最终销售环比增速平均为 1.2%，严重低于过去 10 年的环比增速，说明在复苏以来美国的实际购买力形成持续不足，终端需求的萎缩与低迷暂时并没有形成向上发展的空间。在终端需求的影响下，二次去库存长期存在，同时社会库存也在较长时间内难以再有大规模的重建余地，二者共同决定了美国将长期在复苏的道路上蹒跚前行。

美元的绝对购买力，通常通过黄金进行计量；同时结合历史上的实证经验（参考本文第 2.1 部分），在此基础上，黄金的价格趋势仍然处于长期的上涨通道之中，正如美元的实际有效汇率正处于长期的弱势地位之中，这二者之间的逻辑关系正是在于主权信用的本位替代选择上。

图 26：真实经济增长中对内最终销售与库存变化的贡献占比



资料来源：bloomberg 中信建投证券研究发展部

融资诉求的让位

就政治与贸易诉求而言，以美国的债务水平以及美元的融资能力而言，推动长期范围内的强势美元并无必要。美国的债务余额占 GDP 比重相对发达经济体的总体债务余额占 GDP 比重达的水平并非过甚；同时以美元的地位而言，作为避险货币与类布雷顿森林体系下新兴经济体与石油出口国的锚定货币，美元的融资能力毋庸置疑。



事实上，美元的强势并不能在较长的时间范围上解决债务问题，选择通货膨胀是更好的办法。根据经济学家肯尼斯·罗格夫的研究与测算，如果美国的国债余额/GDP 比超过 90%，长期利息率上升，债务余额形成巨大的负担，此时“用通货膨胀摆脱债务的诱惑将是无法抗拒的”；测算表明，如果美国年化通胀率达到 6%，只要经过四年美国的国债余额/GDP 比就可以下降 20%。虽然无法预知美国是否会选择通胀的方式来解决债务问题，但是可以肯定的是，美元的长期强势对于解决债务的问题并无帮助。

因此，就政治与贸易诉求而言，很难认为美国政府或者央行会推动美元实际汇率的强势，至少可以排除政治协调或者干预推动美元走强的可能。

3.3 购买力不足下全球再平衡的困境

作为价格的坐标轴，汇率体系开始重新达成平衡；在美元相对发达经济体货币出现贬值的同时，盯住美元的贸易顺差经济体货币也随之出现升值，类布雷顿森林体系在布雷顿森林体系崩溃了三十七年后再次面临走向崩溃的命运，美元的中心本位逐渐下滑，而作为本位替代的黄金则随之上浮。作为增长的坐标轴，随着美元的贬值与欧美经济体需求边际的下滑，全球贸易在第三季度开始再次有所下滑，外需对于传统顺差国国民收入的贡献有所下降，建立在贸易分工基础上的全球挂钩有所“脱钩”，全球贸易的弱势再平衡从“脱钩”开始逐渐形成。

购买力不足

在要素存量与配置效率的弱势均衡基础上，人均收入的长期低迷决定了实际购买力的长期不足，同时产出收益率的低迷也决定了货币对于收入的修复是一种周期式的修复，而非改变人均收入的内在性因素，无法推动长期趋势的改善。

在购买力不足基础上的定量宽松与美元弱势，同样难以在货币竞争性贬值的格局中重塑需求的体系与流向。这也决定了在购买力广泛不足与竞争性贬值的环境下，全球的再平衡也是一种弱势均衡上的再平衡。

弱势全球“再平衡”

首先，在信用货币竞争性贬值中拔得头筹的美元贬值格局，不足以推动全球再平衡的平稳推进。对比美国贸易赤字占 GDP 比重与有效美元汇率的实证经验表明，二者之间的相关关系表现不显著；逻辑上而言，美元的贬值也不是贸易再平衡的充分或者必要条件。

其次，在全球总需求扩张难以为继与基本商品价格高企的时期，出口的改善空间极为有限，美国的贸易赤字缺乏显著改善的空间，这种被动式改善仍然主要有赖于美国进口需求的萎缩。虽然美国的贸易赤字占 GDP 比重在本次危机后出现了显著地收窄，但是贸易赤字本身复苏以后略有恶化，而非延续危机中的改善局面。在全球金融危机时期，美国的贸易赤字大幅改善，主要动力来自于全球贸易的剧烈萎缩与美国出口的剧烈回落，全球的商品服务贸易增速从 2007 年的 7.2% 回落至 2008 年的 2.8%，并在 2009 年同比剧烈下滑了 10.7%。与此同时，在危机出现的 2008 年，由于贸易保护等因素，全球的商品服务出口下滑速度也略微快于进口的下滑速度；在经济出现复苏的 2009 年，全球贸易虽然出现了剧烈下滑，全球出口的恢复速度则略为快于进口的恢复速度。这表明，美国的赤字改善近似于一种被动式的改善。就美国自身的进出口改善局面而言，进口需求仍然处于较低水平，出口虽然有所改善，但是在全球各经济体工业生产指数全部频创新高的时期，美国的出口仍然没有恢复至自身的危机前水平。

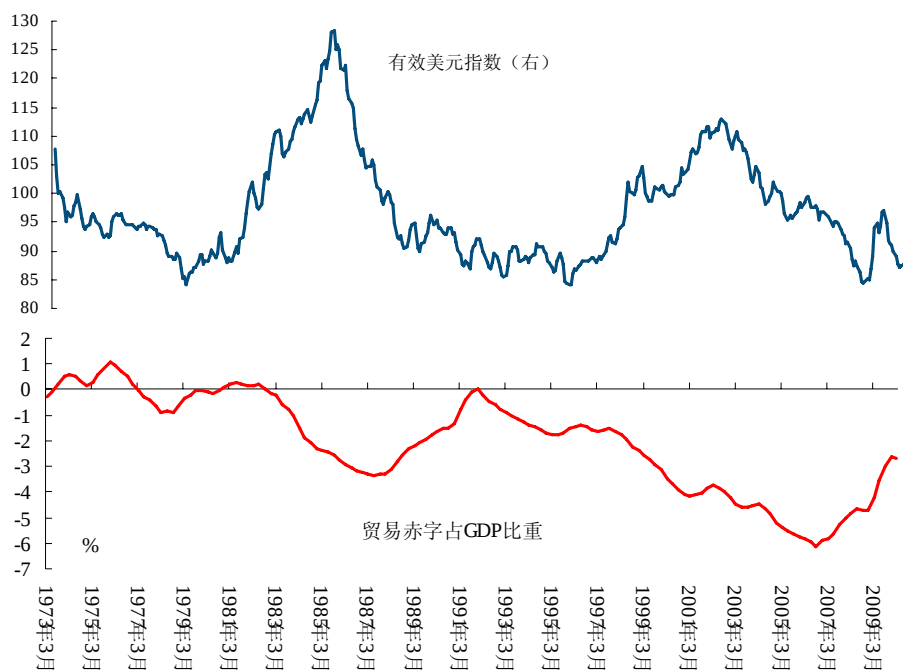


再次，全球各个经济体的工业生产指数频创新高，说明原有贸易格局下的顺差经济体尚未放弃投资与工业生产。发达经济体增加资本积累以及提高投资的复苏路径，其难度在于，在总需求不足的局面下，增量市场的空间有限，而需要从存量市场份额挤占一席之地。

在这种总需求不足下的再平衡新纪元，演化成为一种弱势均衡意义上的“再平衡”。美国对于其他地区商品与服务的需求收缩，却并未伴随美国商品与服务的海外及国内需求扩大。就商品与服务贸易的价格博弈而言，类似于货币的竞争性贬值，其购买力与价格也是在较低的水平上形成弱势均衡。其他地区可贸易商品与服务的价格可能由于美国需求的收缩而出现价格下降，而美国的可贸易商品与服务同样可能由于美国需求的无法扩张而难以出现价格上升。

总需求的不足与货币的不可修复性，决定了购买力难以持续形成，全球的再平衡是一种在贸易格局与商品服务价格上极为弱势的均衡状态。

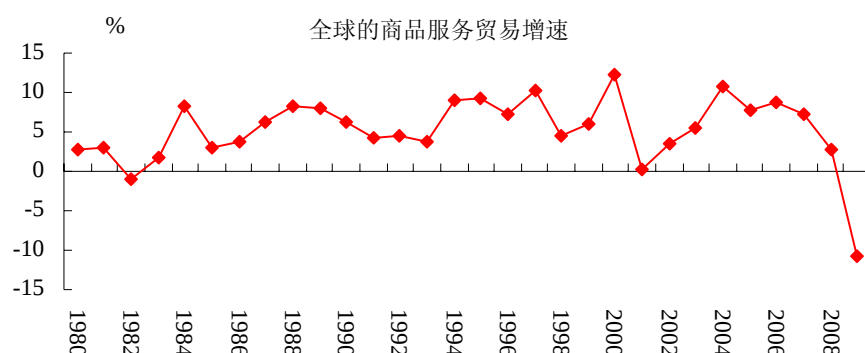
图 27：美国的贸易赤字占 GDP 比重与有效美元指数拟合度并不高，实证关系并不显著



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

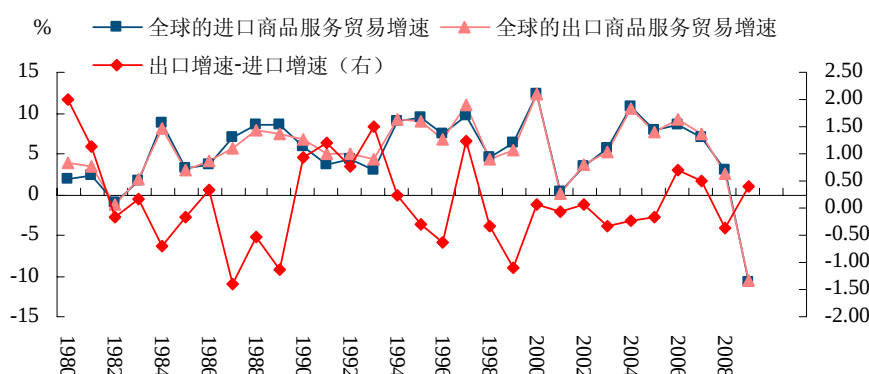


图 28：全球商品服务的贸易同比增长速度变化



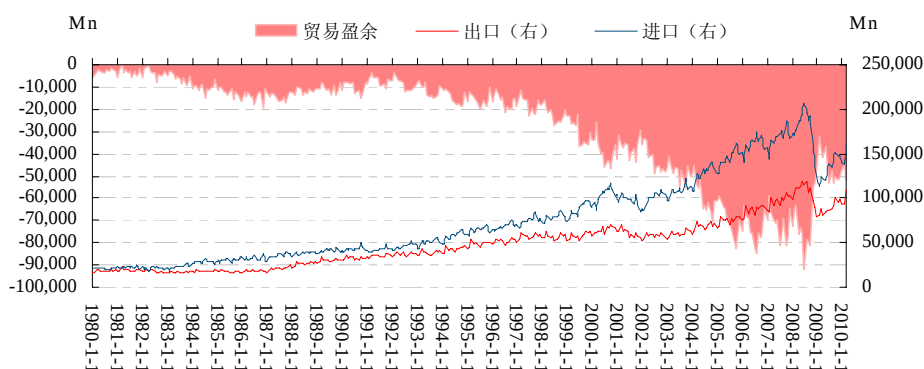
资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

图 29：全球商品服务的出口增长速度与进口增长速度



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部

图 30：美国的贸易逆差在 2009 年 4 月以后继续趋于扩大，同时并未再次出现显著改善



资料来源：BLOOMBERG 中信建投证券研究发展部



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。

吴旻：策略经济分析师，研究领域为海外市场。专注于在基本的分析框架中融入区域比较与历史比较的实证研究路径，从中归纳规律与思辨发展，据以预判宏观经济的发展与资本市场的变化。

基金研究服务

基金研究服务部行政负责人、执行总经理 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

丁 昕 (010) 85130318 dingxin@csc.com.cn

张 明 (010) 85130232 zhangming@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

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 zhoulv@csc.com.cn

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉

追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界

强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断

注重研究、沟通、推介能力的全面发展

发扬敬业精神，发扬团队精神

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

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有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，须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有悖原意的引用、删节和修改。本文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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，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。