



2011年海外宏观经济展望

经济逐季向上，货币政策维持宽松

莫尼塔（上海）投资发展有限公司

2010年12月

2011年和2010年经济基本面的差异

2010年经济二次放缓，2011年经济逐季向上

(关键字：消费企稳，投资支出，减税法案)

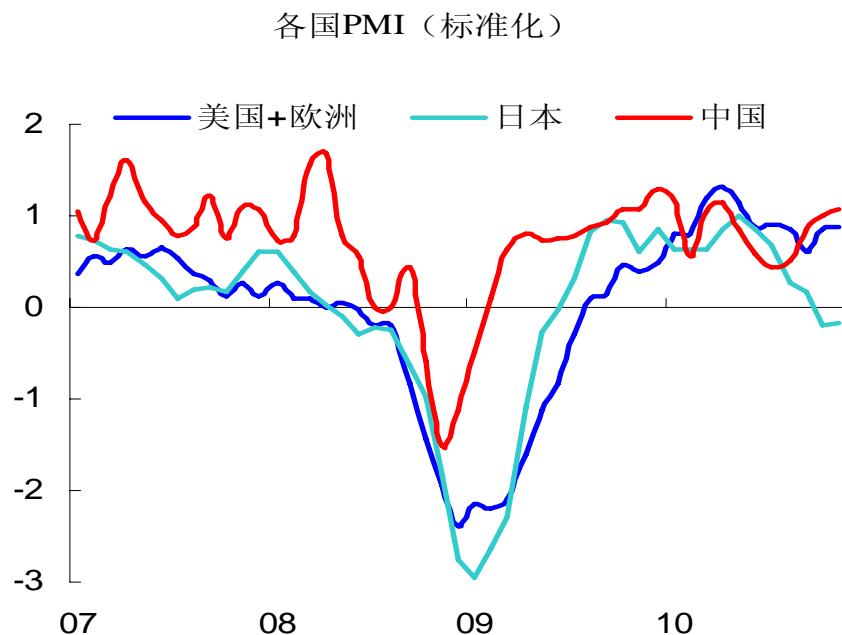
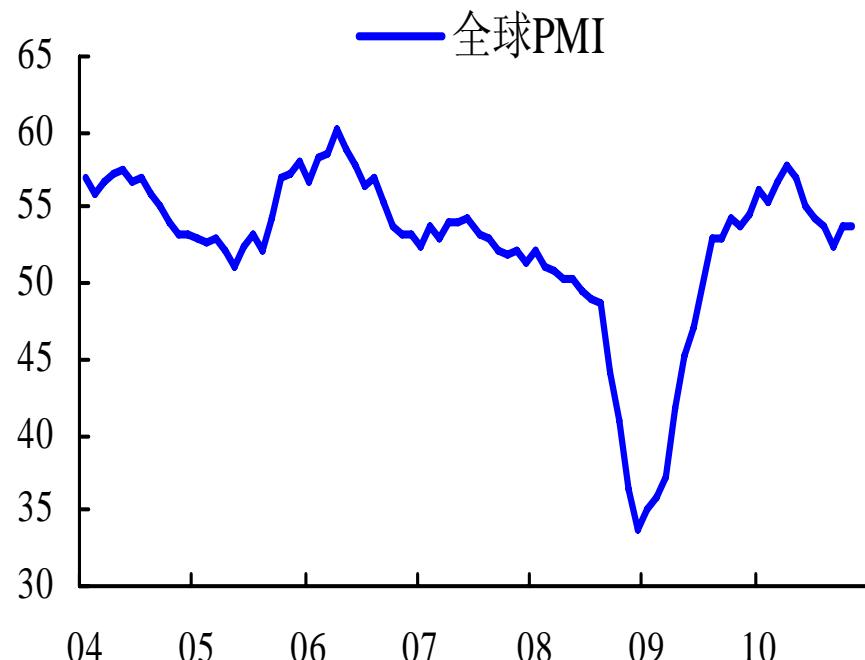
不考虑减税政策，对美国经济增速预测

对美国GDP的贡献	11Q1F	11Q2F	11Q3F	11Q4F
私人消费	2.0	2.0	2.0	2.0
非居民投资	1.0	1.0	1.5	1.5
居民投资	0	0	0.5	0.5
政府消费	0	0	0	0
库存变化	0	0	0	0
净出口	-0.5	-0.5	-1.0	-1.0
美国GDP (莫尼塔)	2.5	2.5	3.0	3.0

减税政策对经济增速影响

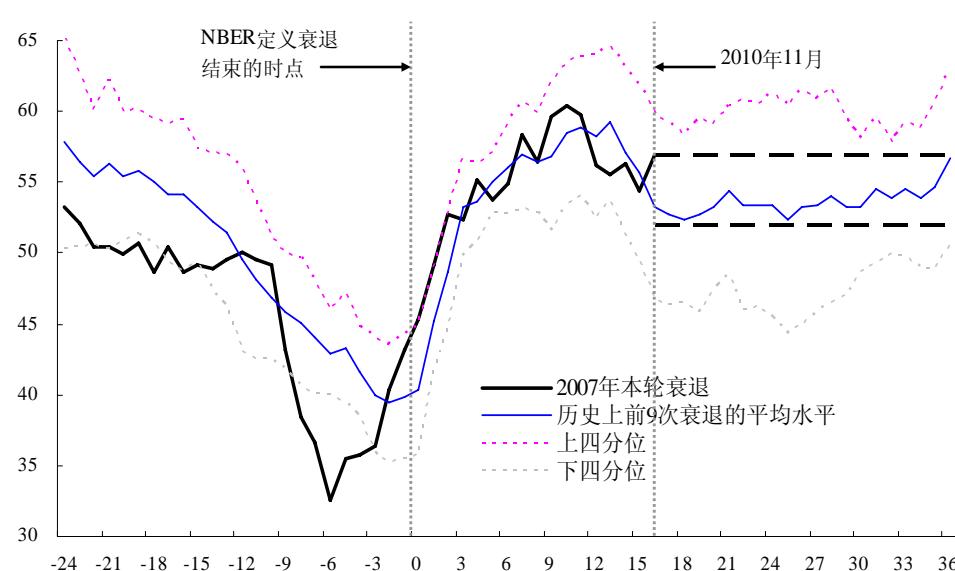
	收入增加金额		对GDP贡献	
	2011	2012	2011	2012
AMT	30	12	0.1%	0
工资税	112	0	0.4%	0
折旧优惠	150	50	0.7%	0.2%
总计	292	62	1.3%	0.2%

PMI指数见底向上，全球工业生产放缓后将再次向上

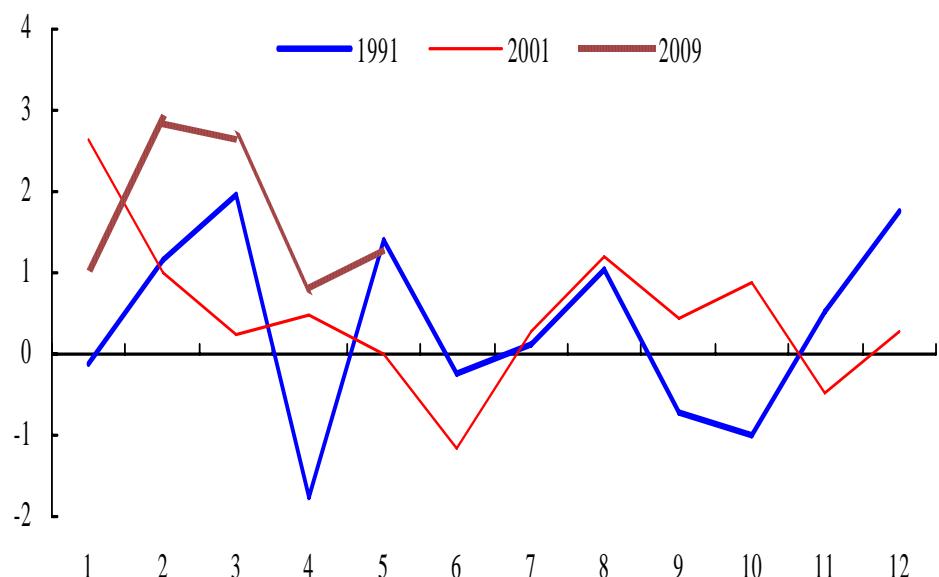


一次去库存结束后库存再次冲击概率较小

美国历史上10次衰退中PMI指数表现

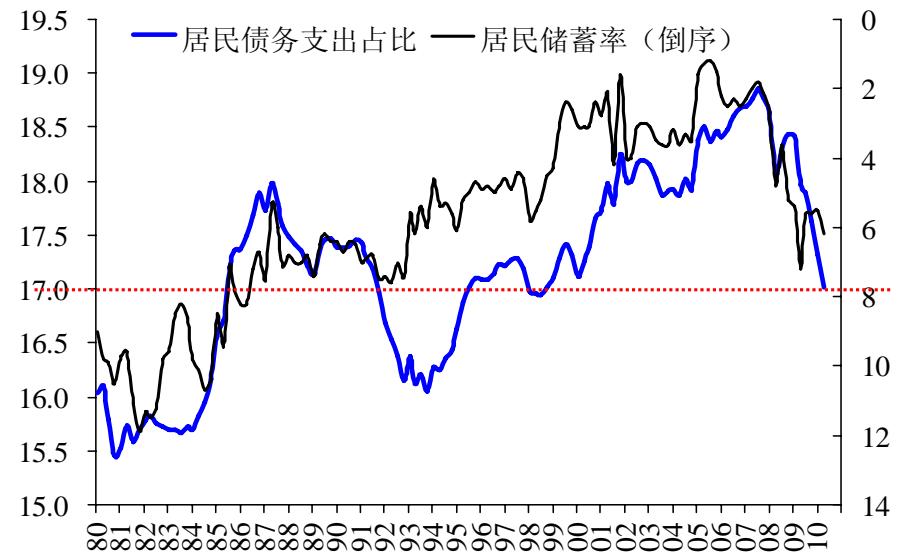


库存对GDP的影响在一次去库存后会减弱

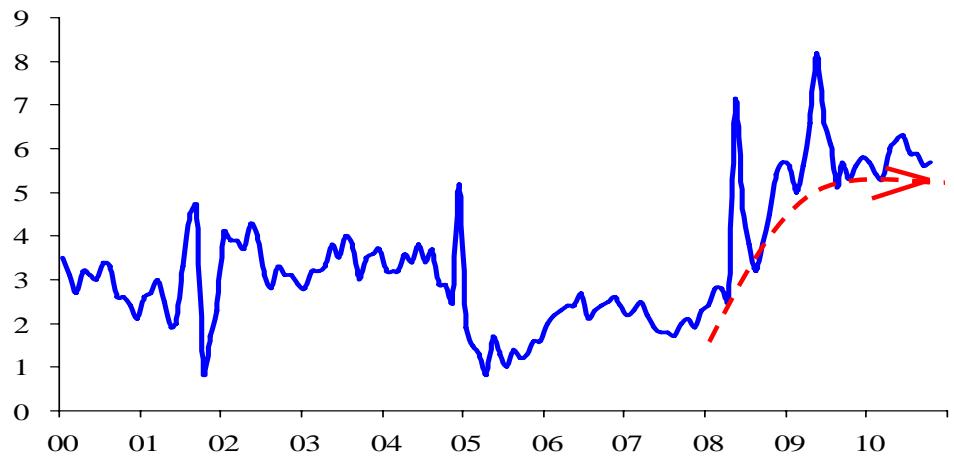


居民解杠杆速度放缓，储蓄率见顶，有利消费增长

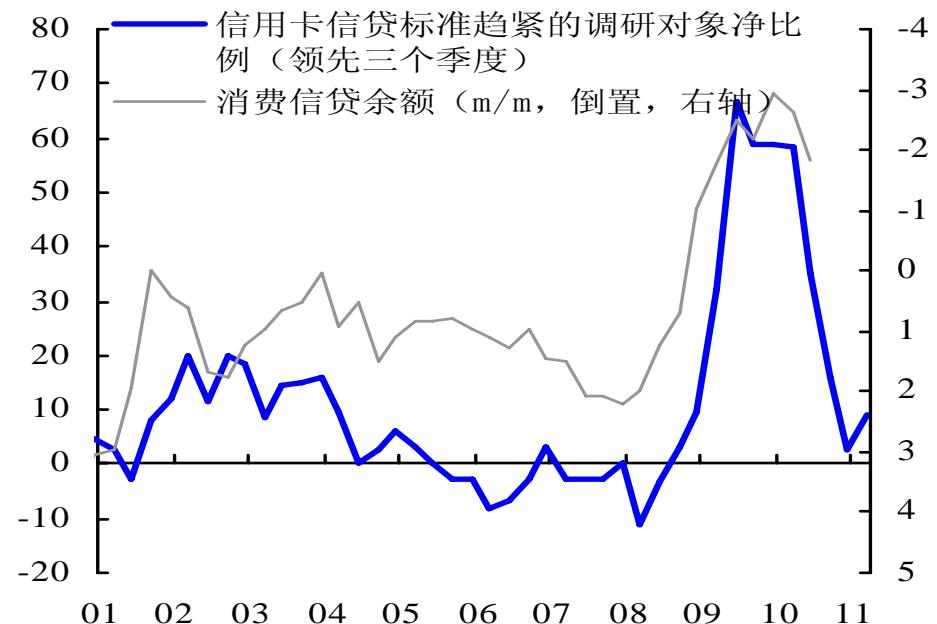
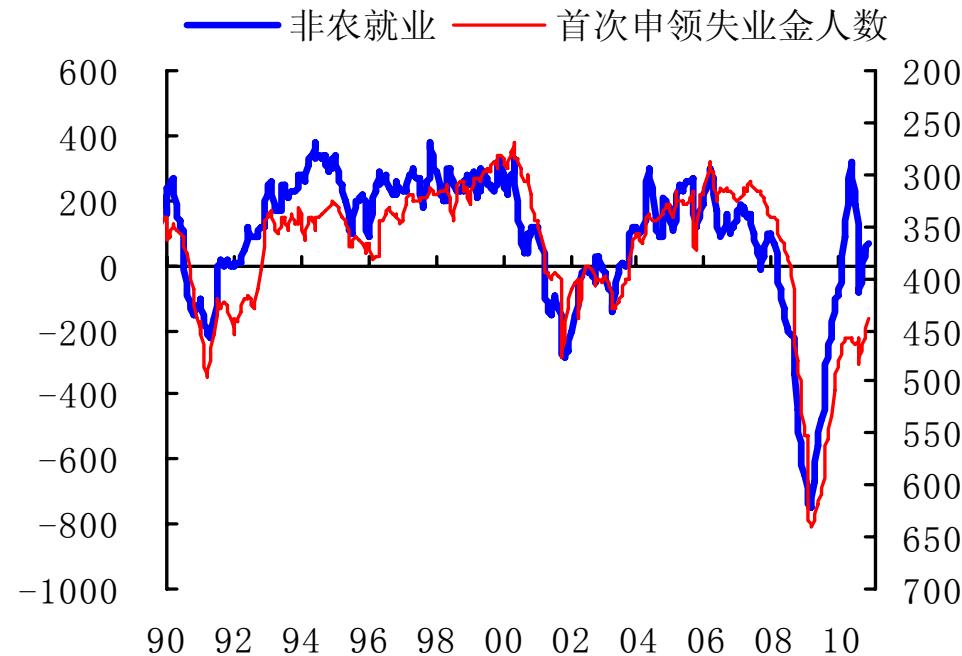
居民金融性债务支出占比居民可支配收入已有效回落



居民储蓄率可能已见顶

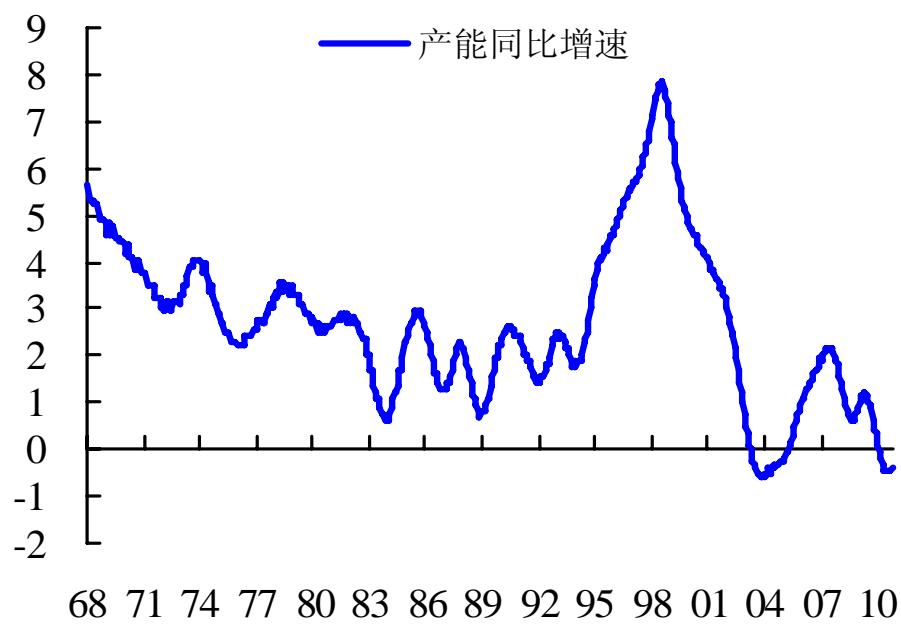


就业增长 + 消费信贷企稳，有利消费增长



企业盈利快速改善，设备更新尚未完成，有利企业投资

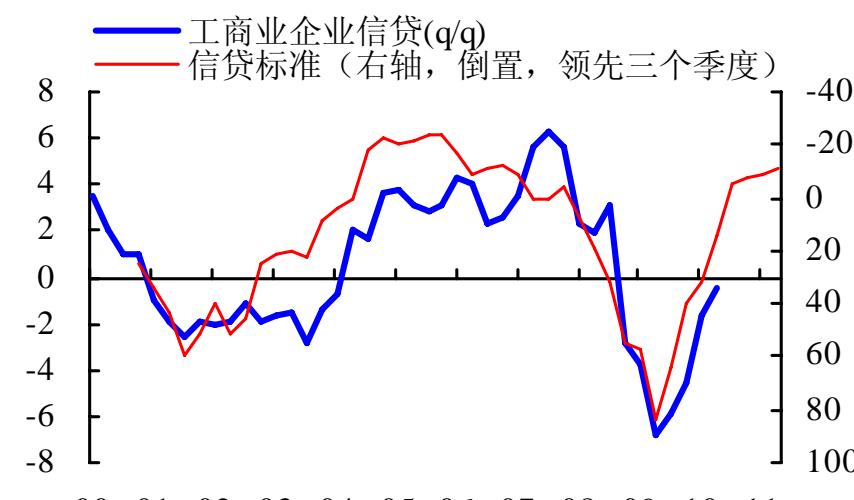
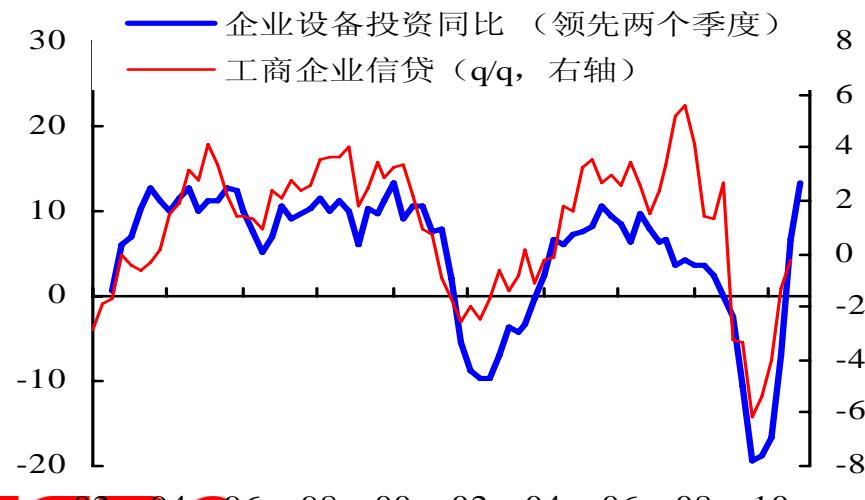
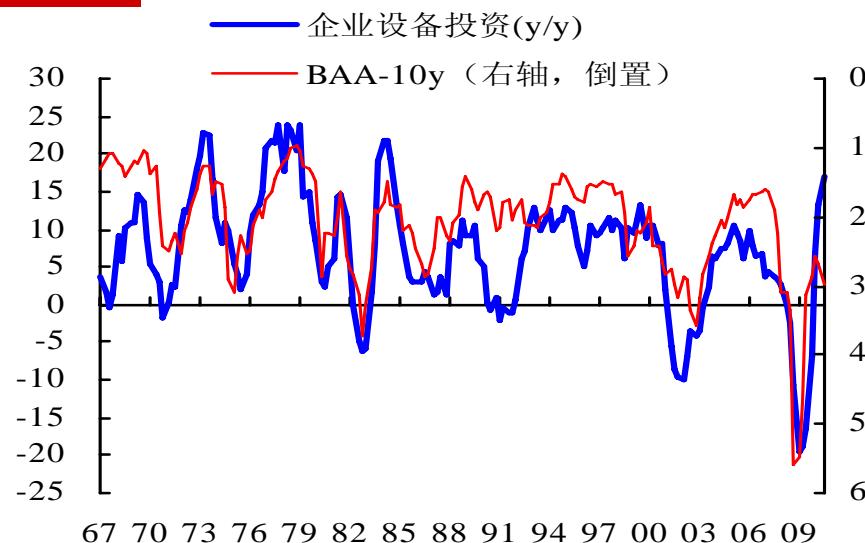
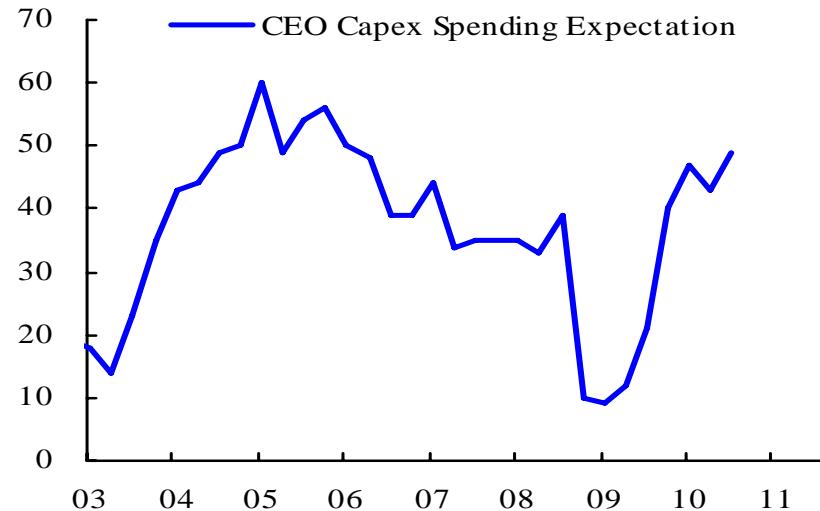
企业设备更新仍未完成



企业利润和现金大幅增长



信贷标准放松，有利企业投资启动



税收减免政策若出台，有利消费和企业投资

税收减免政策主要内容

- .对全民延长两年布什政府时期的税收减免政策，资本收益与分红所得税率为**15%**
- .遗产税起征额为每人**500**万美元，两年内税率为**35%**
- .将最低选择税(AMT)的补充条例延长两年（这一条例提高了最低选择税的起征额度）
- .工资税中雇员承担的部分税率从**6.2%**下调到**4.2%**，期限为一年
- .允许企业对**2010年9月8日之后与2012年1月1日之前投入使用的设备100%计提折旧**（寿命高于10年的设备以及交通设备期限延至**2013年1月1日**）
- .对失业率较高的州延长对失业者的补助到**99周**，期限为**13个月**
- .对符合条件的个人延长两年其他税收的减免（儿童抵税金额、已得收入抵扣金额）等。每年总计约为**200**亿美元。
- .其他未披露详细信息的税收减免措施。

减税政策超预期的
两个方面：

1. 雇员承担的工资税减少**2%**；
2. 允许企业对**2011年新购买设备100%计提折旧**

减税政策对经济增速影响

减税政策对经济增速影响

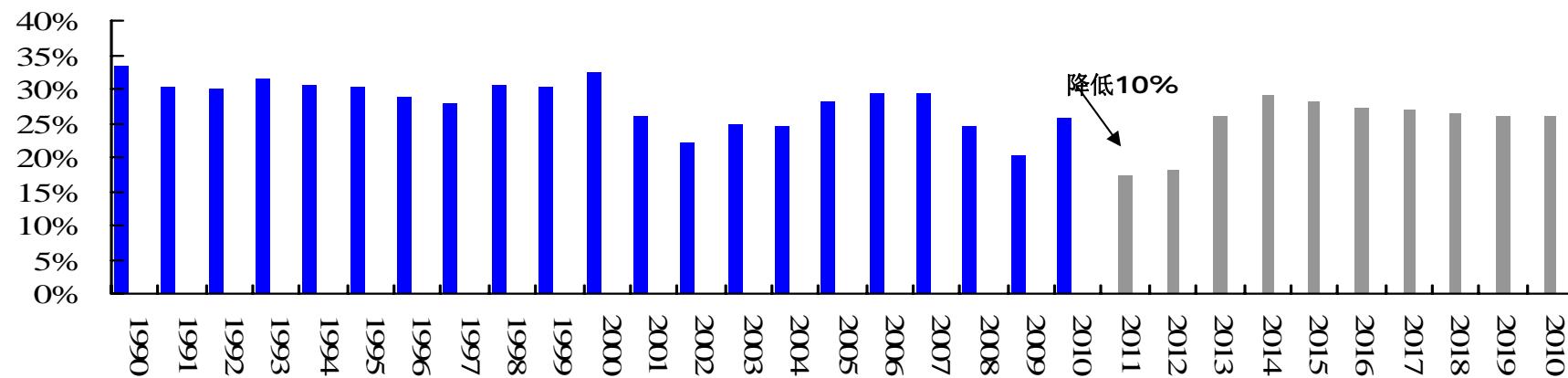
	收入增加金额（十亿美元）		对GDP贡献	
	2011	2012	2011	2012
AMT	30	12	0.1%	0
工资税	112	0	0.4%	0
额外折旧优惠	150	50	0.7%	0.2%
总计	292	62	1.3%	0.2%

考虑减税政策刺激，对美国GDP预测

对美国GDP的贡献	10Q4F	11Q1F	11Q2F	11Q3F	11Q4F
私人消费	2.0	2.5	2.5	2.5	2.5
非居民投资	0.8	1.6	1.6	2.0	2.0
居民投资	-0.8	0	0	0.5	0.5
政府消费	0.3	0	0	0	0
库存变化	0.2	0	0	0	0
净出口	0	-0.5	-0.5	-1.0	-1.0
美国GDP	2.5	3.6	3.6	4.0	4.0

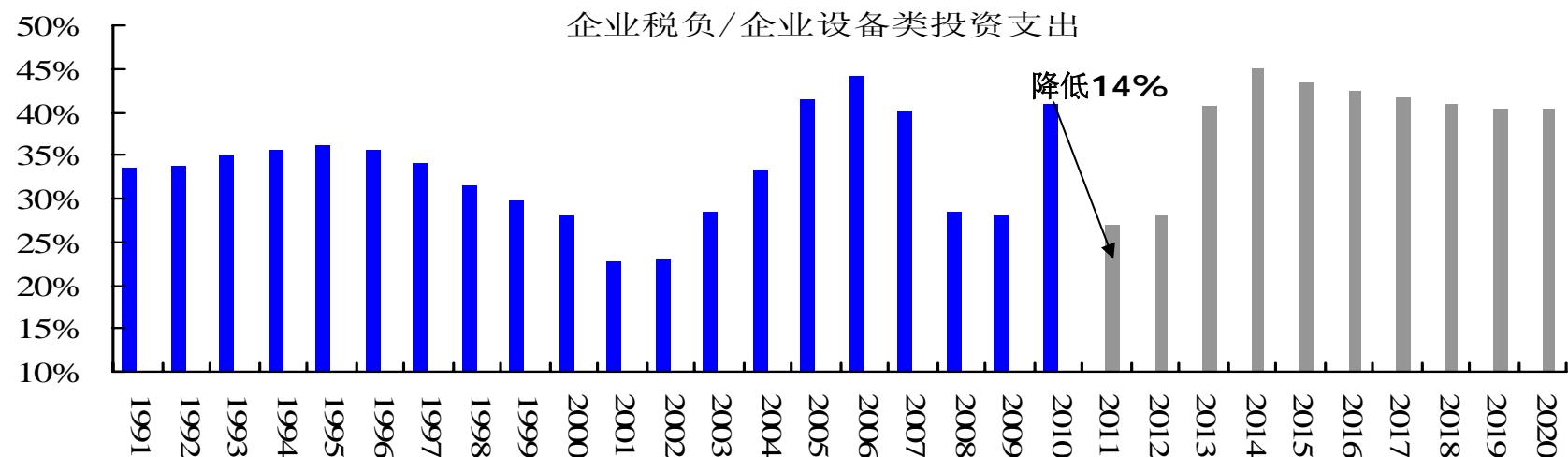
减税政策带动企业利润增加10%

企业税负/企业税前利润率



降低10%

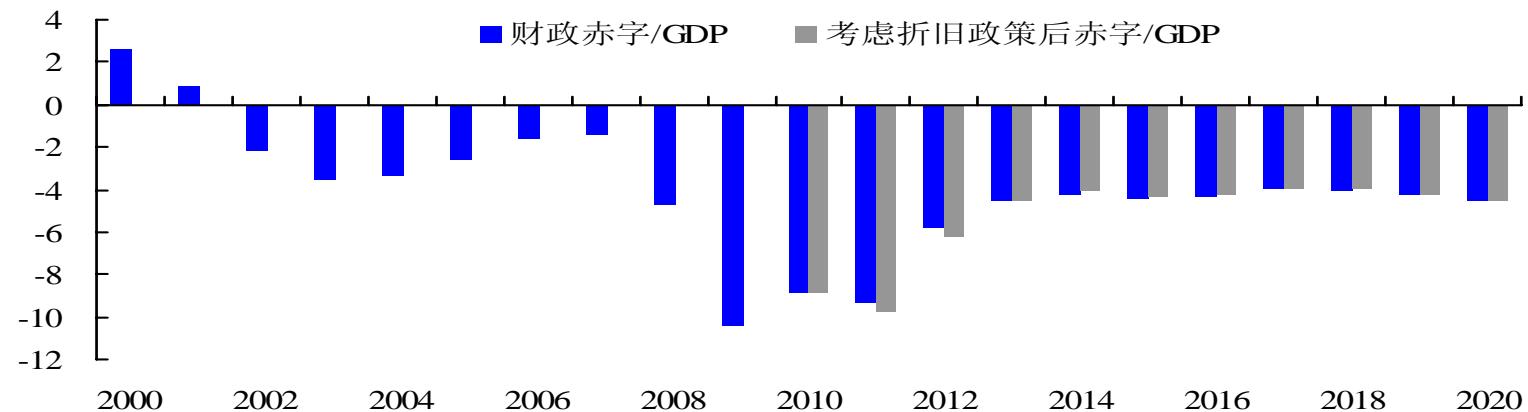
企业税负/企业设备类投资支出



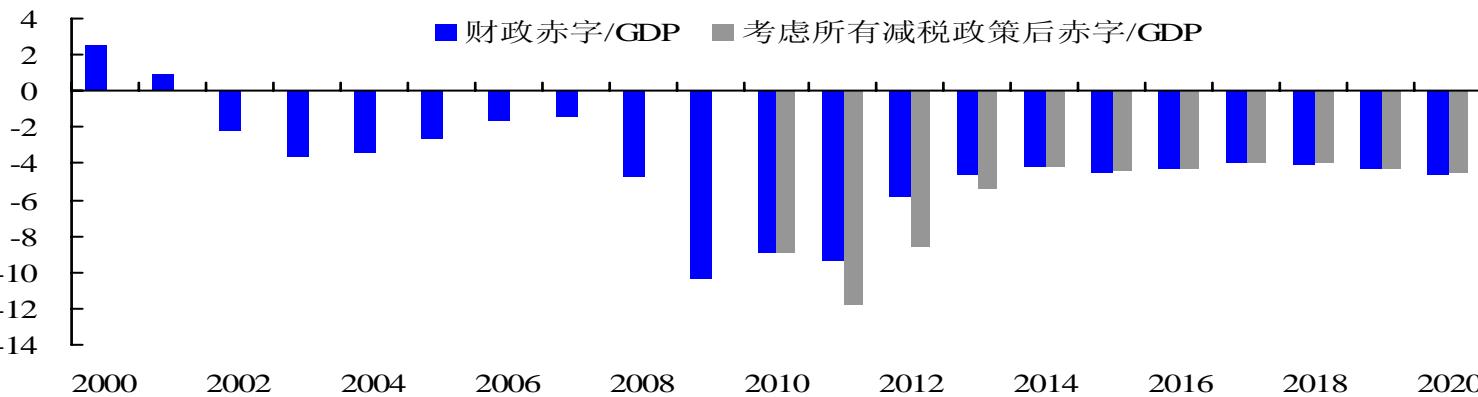
降低14%

减税政策对财政赤字影响

允许企业100%计提折旧对美国财政赤字的影响 (%)



减税政策对财政赤字总影响 (%)

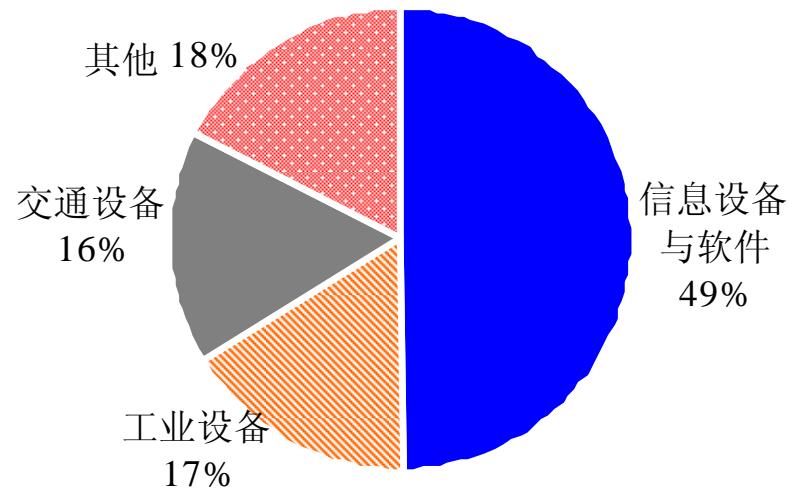


各机构对减税法案的观点

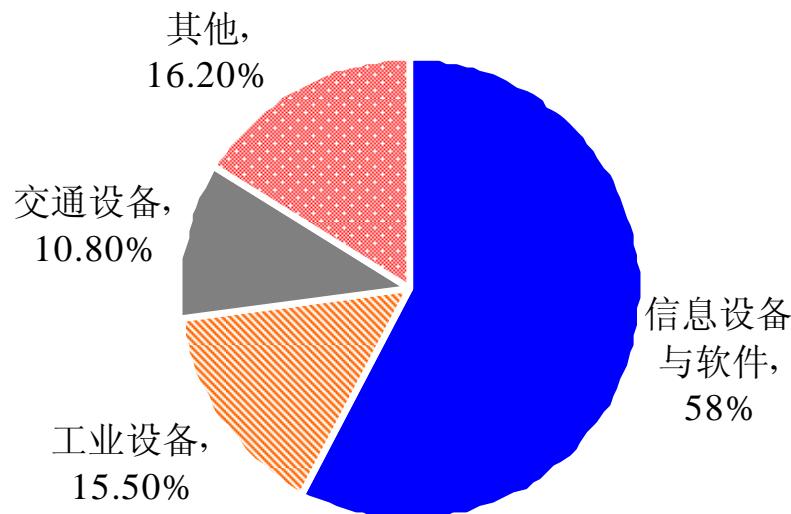
高盛	税收减免政策的推出减轻了政治因素造成财政紧缩的风险。给高盛本已高于市场的经济预测带来上行风险。对中期美国经济增长前景及股市均更有信心。
美林	减税政策将对GDP额外贡献0.5pp，预计2011年GDP增速为2.8%。允许企业对2011年购买的设备100%折旧。将使企业明年年税负降低2000亿美元。这一政策将对企业投资形成正面推动作用，并将促使企业资本支出提前，有可能造成2012、2013年企业投资放缓。但这一政策更多的是对现有财政刺激政策的延长而非新增刺激，因而对经济刺激作用有限。
摩根斯坦利	税收政策将对经济增长额外贡献1-1.2pp，但2012年将对经济造成0.5pp的拖累。此外，还有两方面难以量化的影响：一是降低税收问题的不确定性；二是提高投资者风险偏好从而使得金融环境更加宽松。
巴克莱	将2011年全年经济增速从2.8%上调到3.1%；2011年一季度GDP增速为3.5%；一季度消费增速将为3.5%。

税收政策受益最大行业

2002-2007年平均设备投资占比

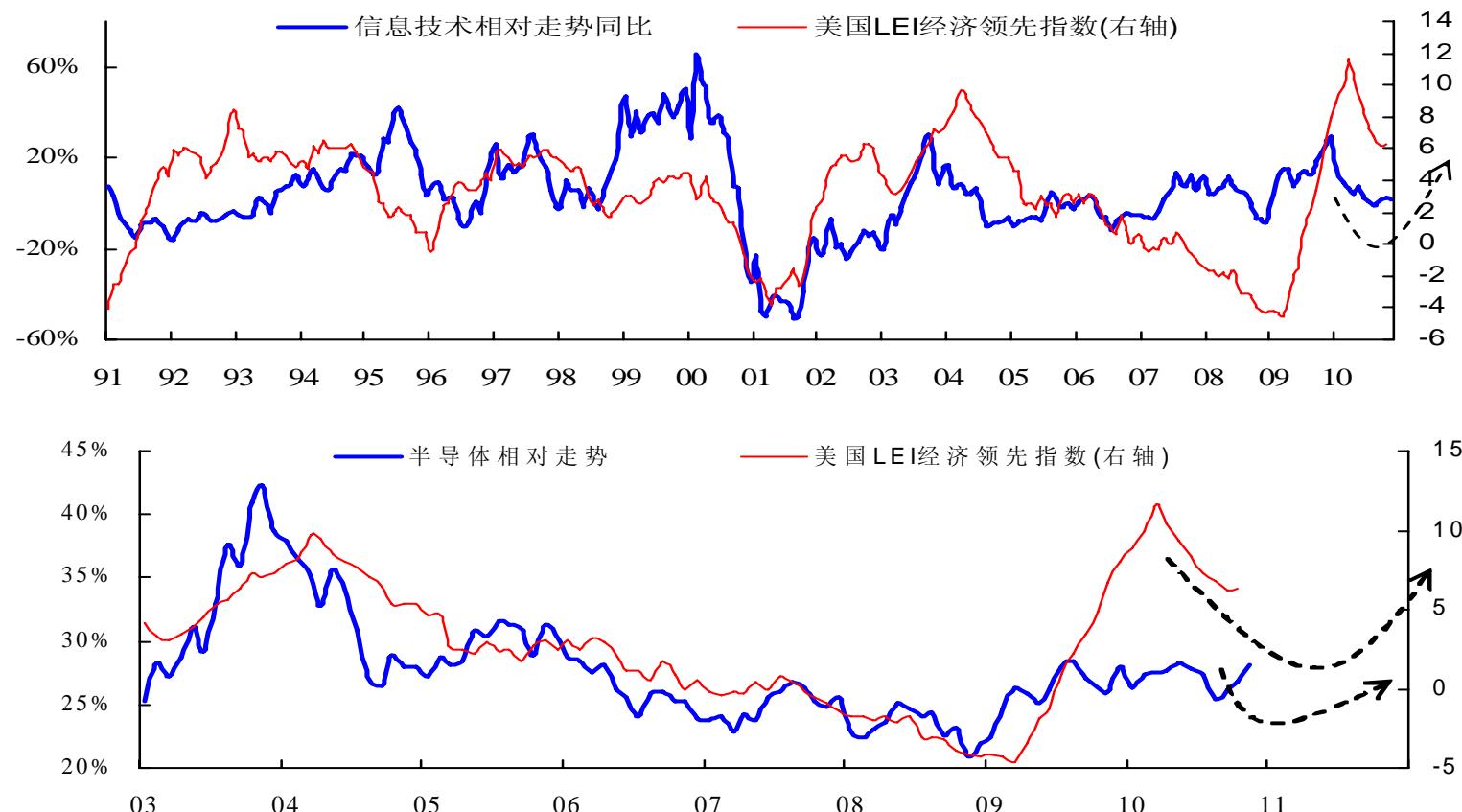


2010年设备投资占比



信息行业可能从折旧政策中受益最大

半导体等科技类企业受领先指标带动效果明显



对2011年美国货币政策展望

经济复苏不改宽松格局

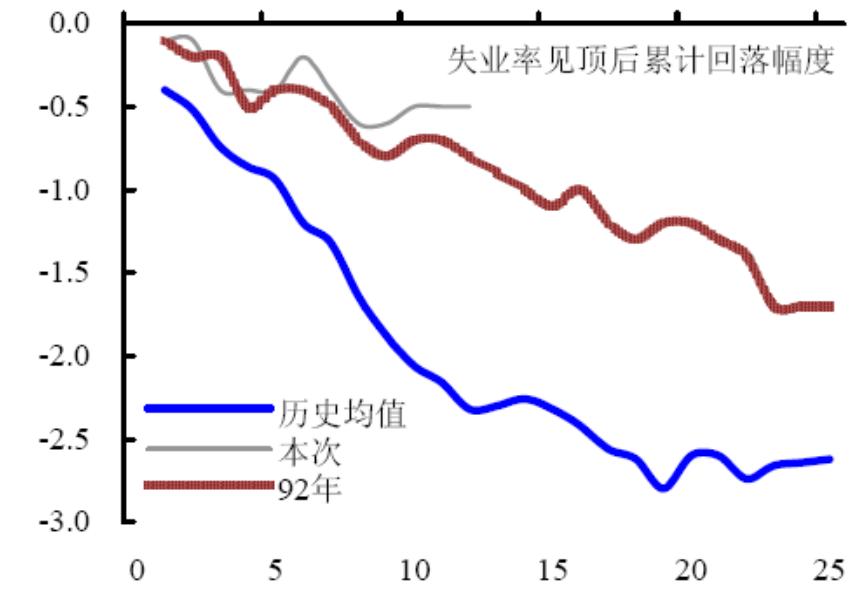
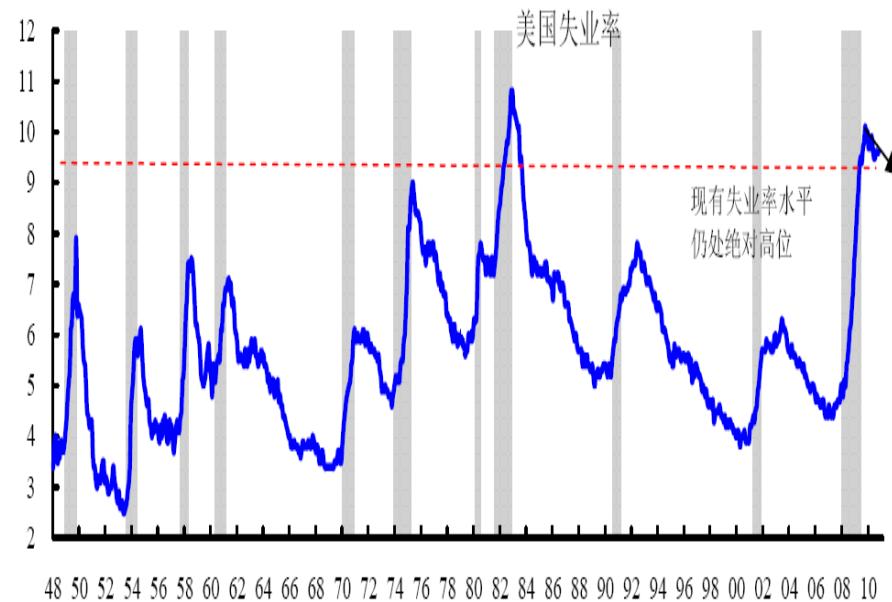
(关键字：失业率，核心通胀，美联储)



莫尼塔（上海）投资发展有限公司 • 新来者，更努力 16

美国政府政策被高失业率绑架

图表5 美国现有失业率仍处绝对高位



美国政府政策被高失业率绑架（续）

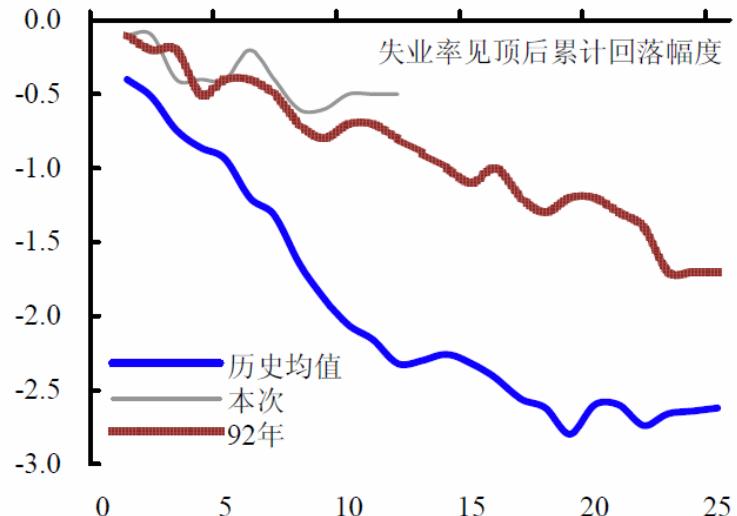
图表 7 中期选举到总统选举年间失业率下降幅度回顾

中期选举年份	候选人	党派	中期选举结果	总统选举结果	中期选举时失业率	总统选举时失业率	中期选举后一年失业率变化
1982 年	里根	共和党	失败	连任	10.8	7.2	-2.3
1994 年	克林顿	民主党	失败	连任	5.6	5.4	0
2002 年	布什	共和党	成功	连任	5.9	5.4	-0.1
2010 年	奥巴马	民主党	失败	？	9.6	？	？

图表 8 中期选举到总统选举年间失业率下降幅度回顾



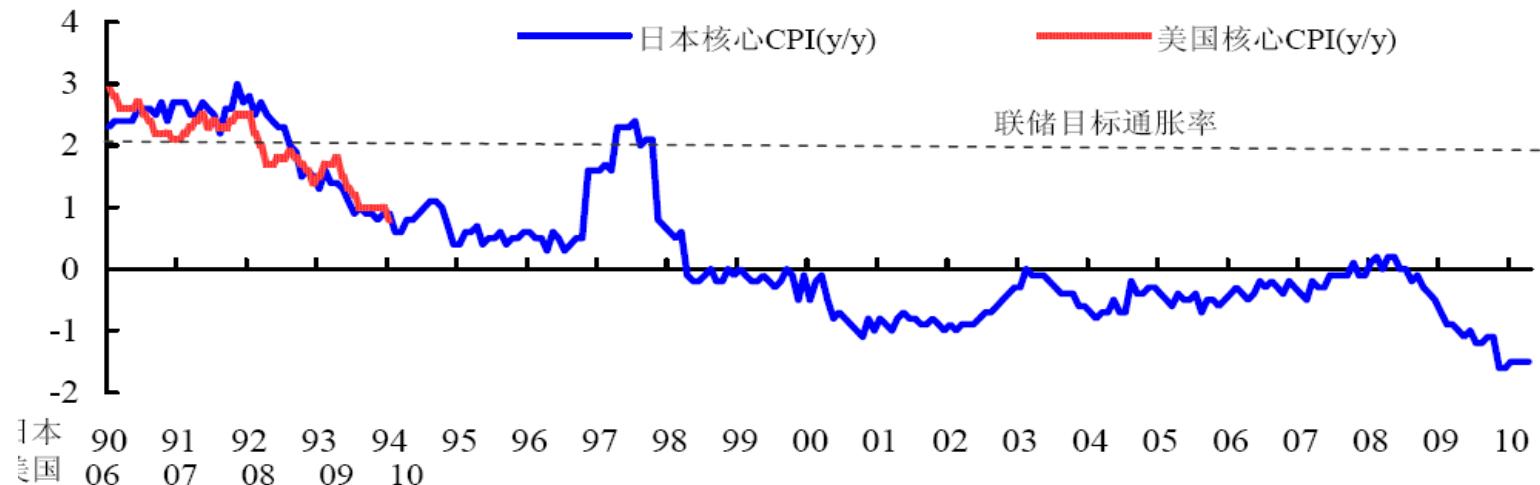
失业率高企仍将持续，联储宽货币政策将延续



- 在金融危机中被解雇的庞大人群在经济逐步好转时将重新开始寻找工作，这意味着美国整体失业率的下滑将是一个缓慢的过程。
- 联储对于2011年美国失业率的预期是8.9-9.1%，这意味着宽松的货币政策极有可能将在整个2011年延续。

日本式通缩风险是美国力图突破的困境

图表 9 美国当前 CPI 水平与日本 90 年代初期相近

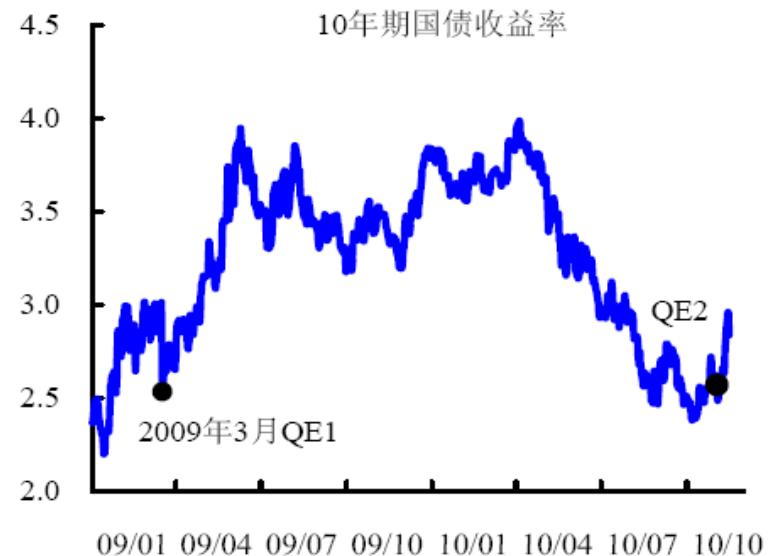


数据来源：Bloomberg 莫尼塔公司

- 11月份的联储会议纪要显示，联储预计美国核心通胀在2013年之前都无法达到2%的水平，其对于通胀的措辞也从6月份时的“通胀可能在一段时间内保持疲弱”下调至“通胀近几个季度呈下降趋势”。对通缩的担忧意味着宽松的货币政策将延续。

联储目标意在实际利率而非名义利率

图表 15 国债收益率



图表 16 房贷利率与国债收益率息差缩小



Higher stock prices will boost consumer wealth and help increase confidence, which can spur spending.

---Bernanke, Washington Post

高股价有助于提高消费者财富以及提升消费者信心，从而达到刺激消费的目的。
——伯南克，华盛顿邮报，12月4日

明年联储货币政策将维持宽松，最早加息时点在2012年

When asked “do you anticipate a scenario in which you would commit to more than \$600 billion?”, Bernanke responded “... it's certainly possible... it depends on the efficacy of the program. It depends on inflation. And finally it depends on how the economy looks.”

Ben Bernanke, 60 Minutes

12/5/10

“We're not very far from the level where the economy is not self-sustaining.... It takes about 2.5% growth just to keep unemployment stable and that's about what we're getting.”

Ben Bernanke, 60 Minutes 12/5/10

“At the rate we're going, it could be four, five years before we are back to a more normal unemployment rate.”

Ben Bernanke, 60 Minutes 12/5/10

“A return to a recession doesn't seem likely because some of the cyclical sectors in the economy are already very weak and they can't get much weaker.”

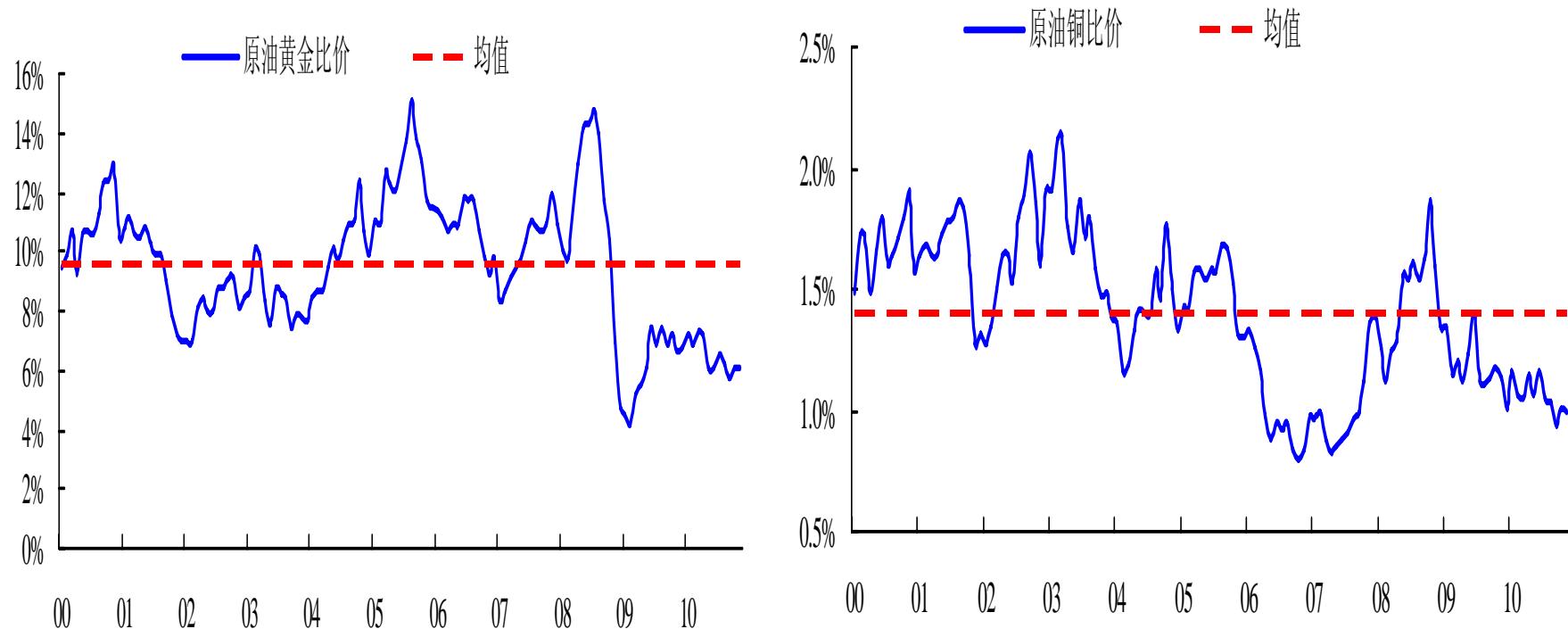
Ben Bernanke, 60 Minutes 12/5/10

对2011年大宗商品价格的展望

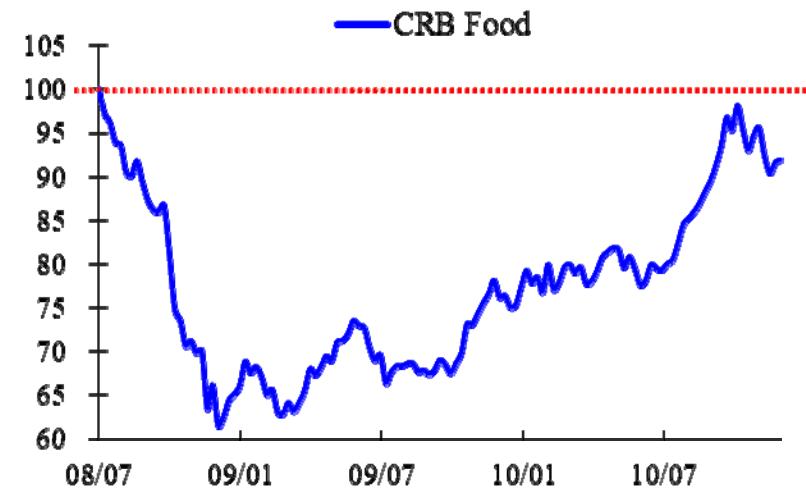
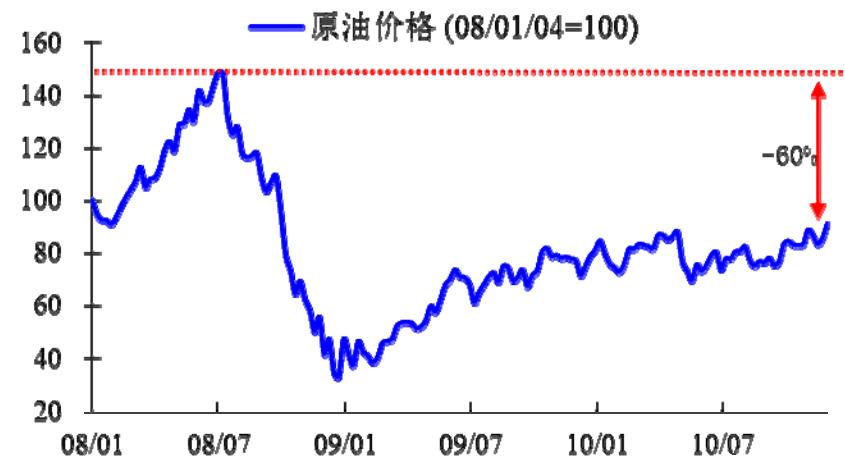
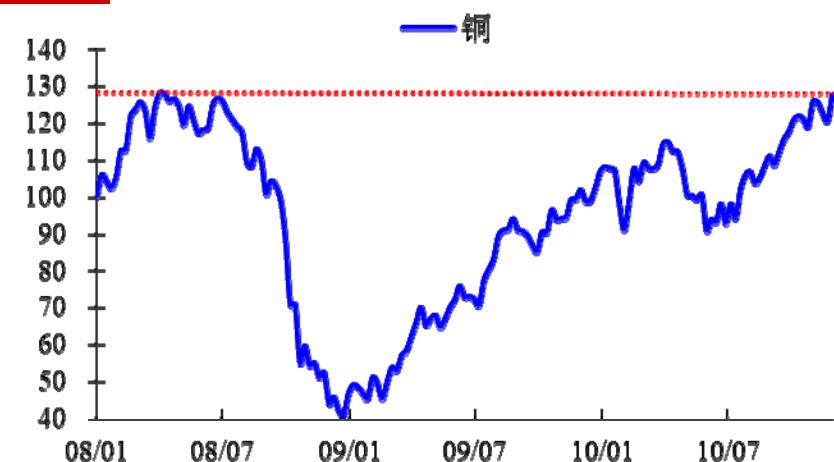
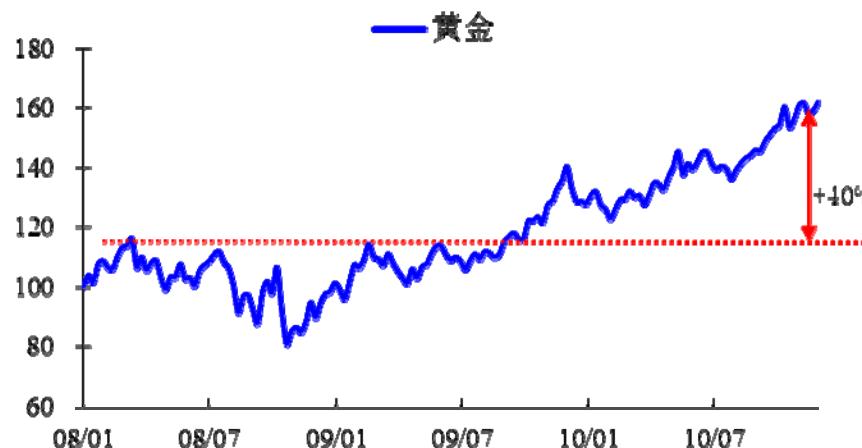
原油价格上升风险加大

(关键字: 美国经济复苏, 供需缺口)

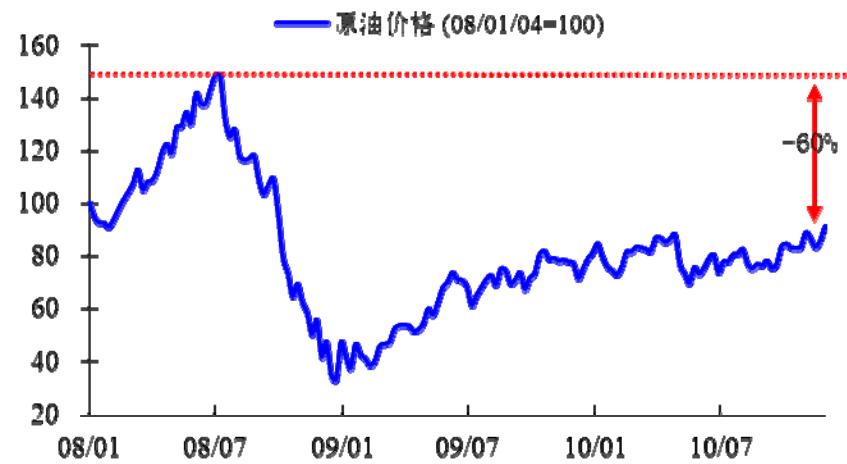
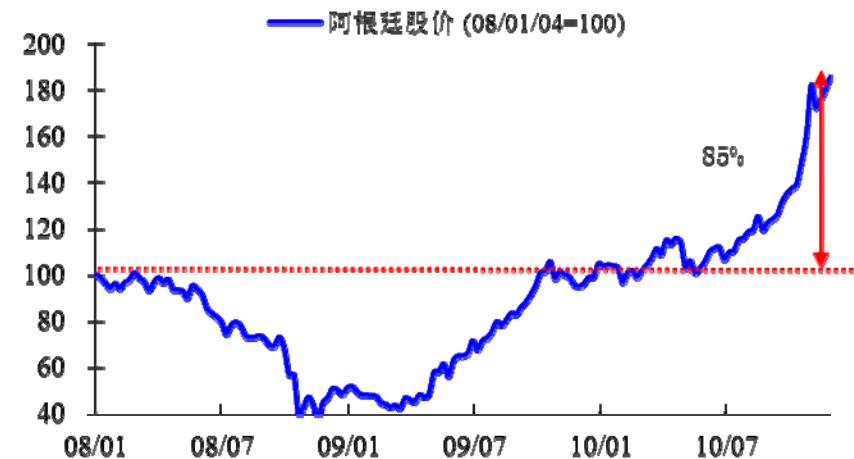
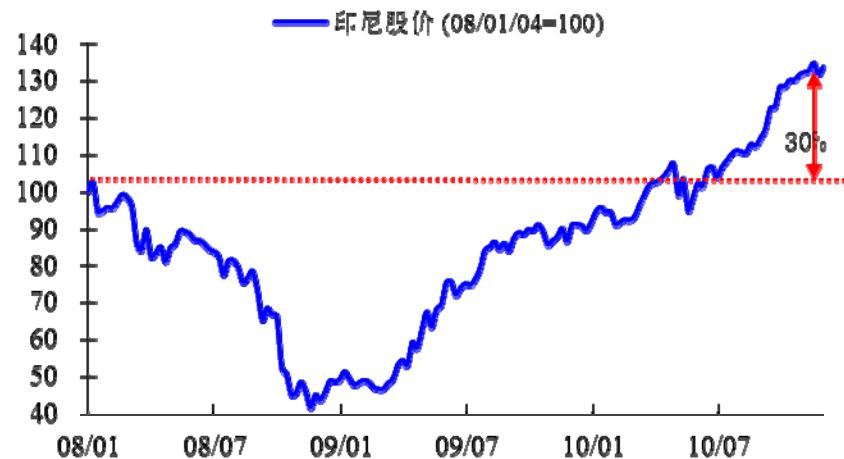
以黄金和铜衡量的石油价格显示石油价格被低估



油价后期还有上涨空间：其反弹幅度明显落后于其他大宗商品

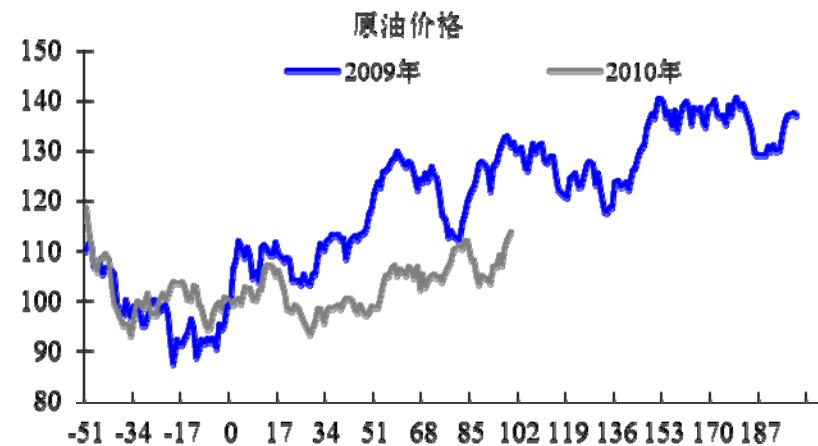
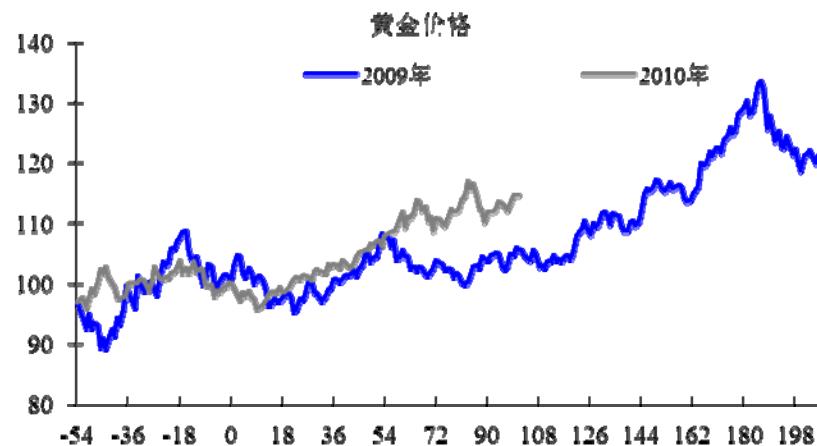
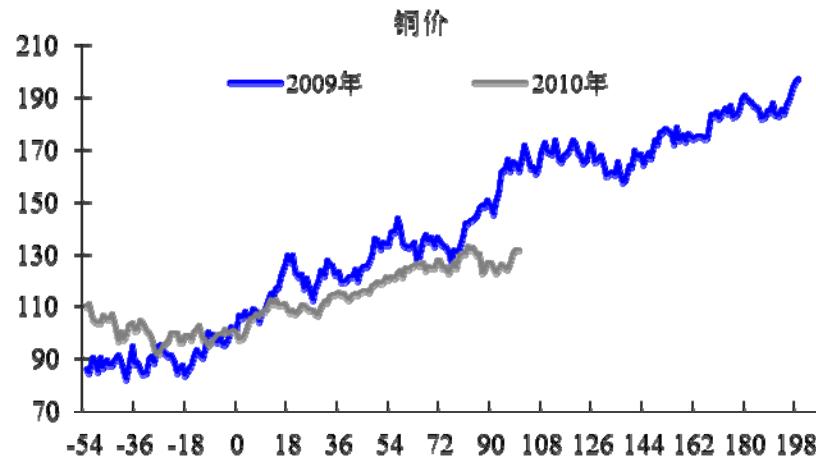


油价后期还有上涨空间：其反弹幅度显著落后于其他资产价格

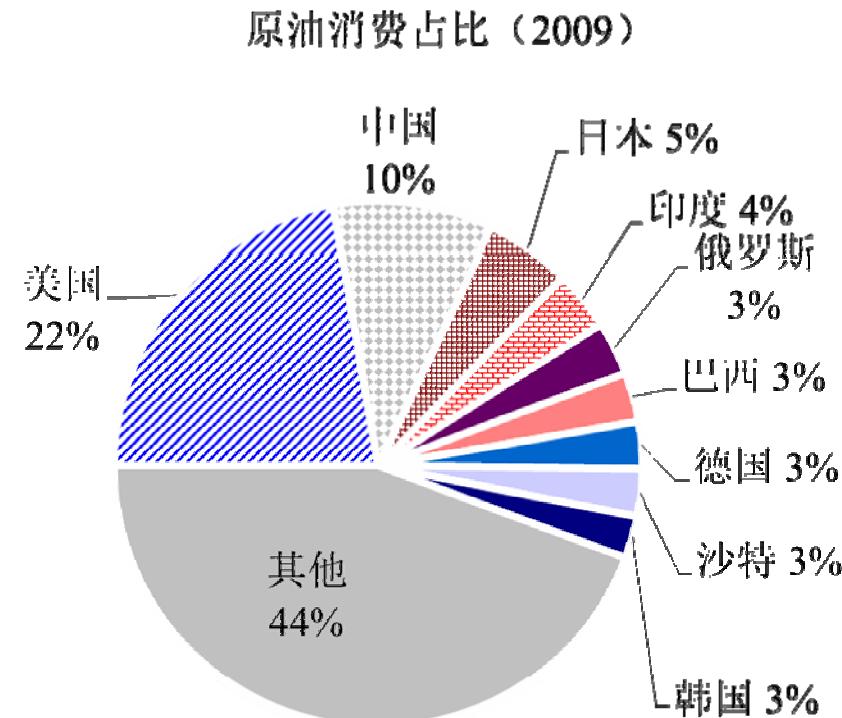
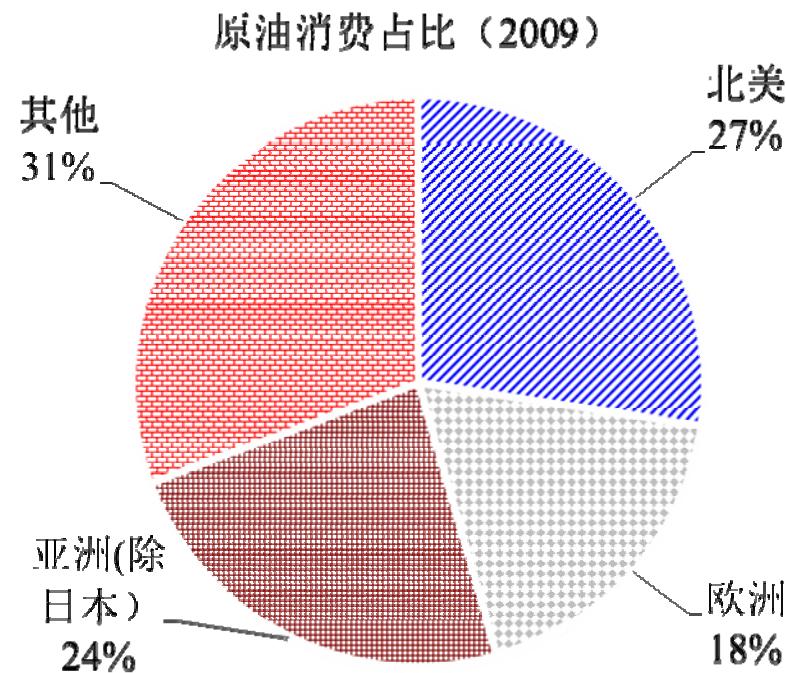


第二轮量化宽松，原油表现明显弱于QE1

QE1和QE2影响对比（以2009年3月18日及2010年7月15日定基）



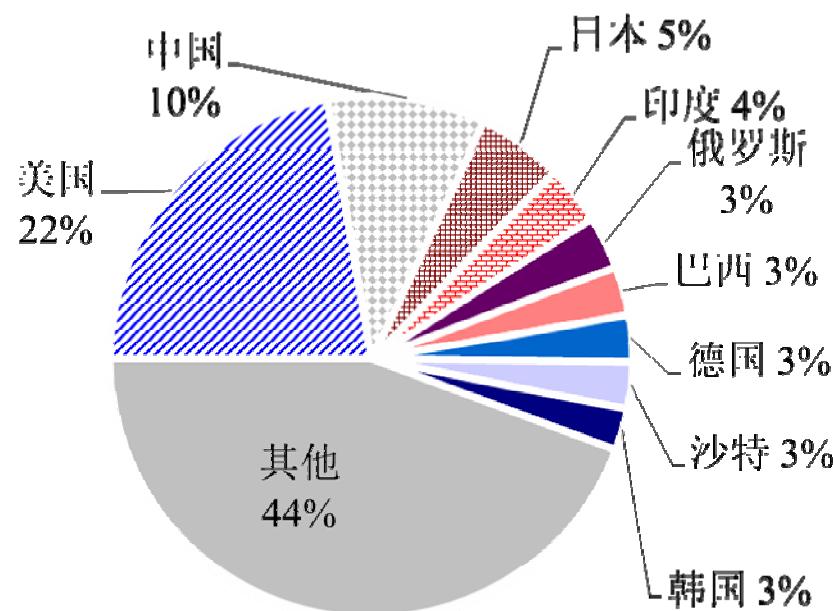
原油主要需求集中在发达国家



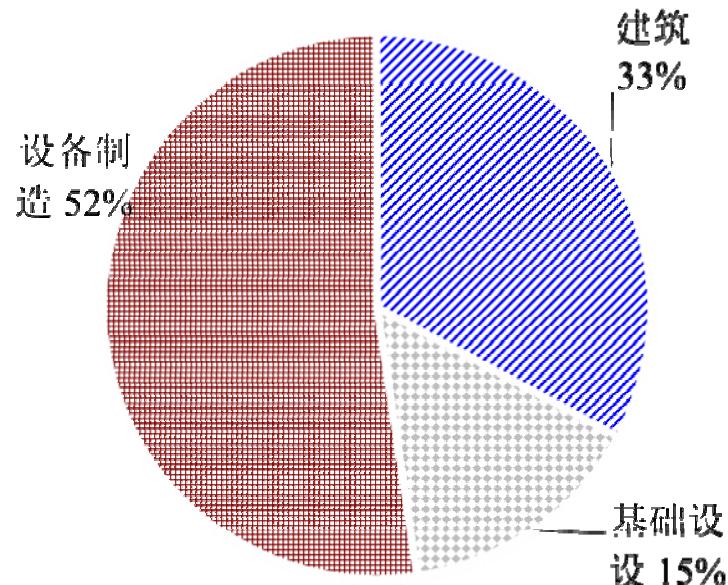
- 从结构来看，发达国家依然是石油的主要消耗国。因此欧美过去一段时间经济的低迷，是原油价格表现不佳的主要原因之一。

铜主要需求已经集中在发展中国家

原油消费占比 (2009)

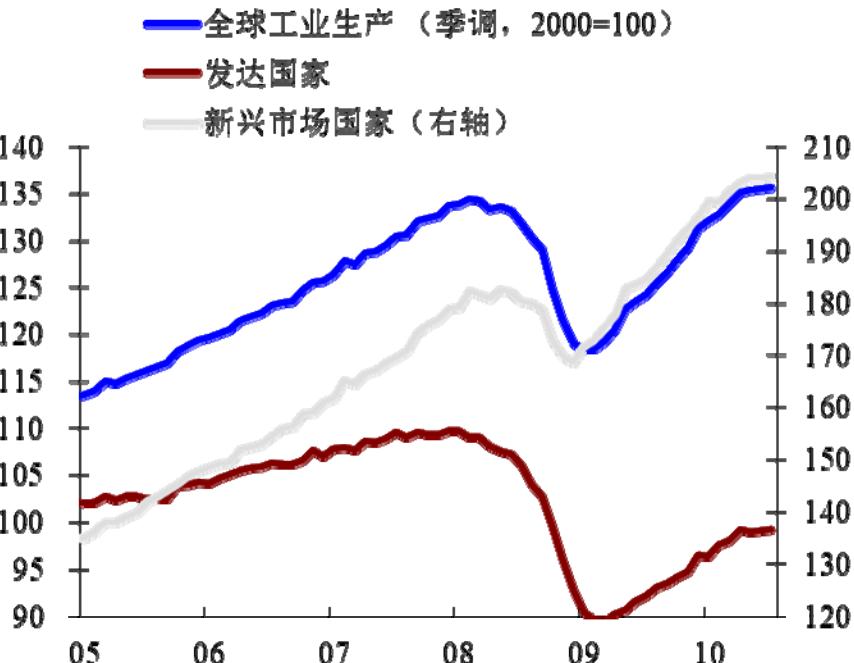
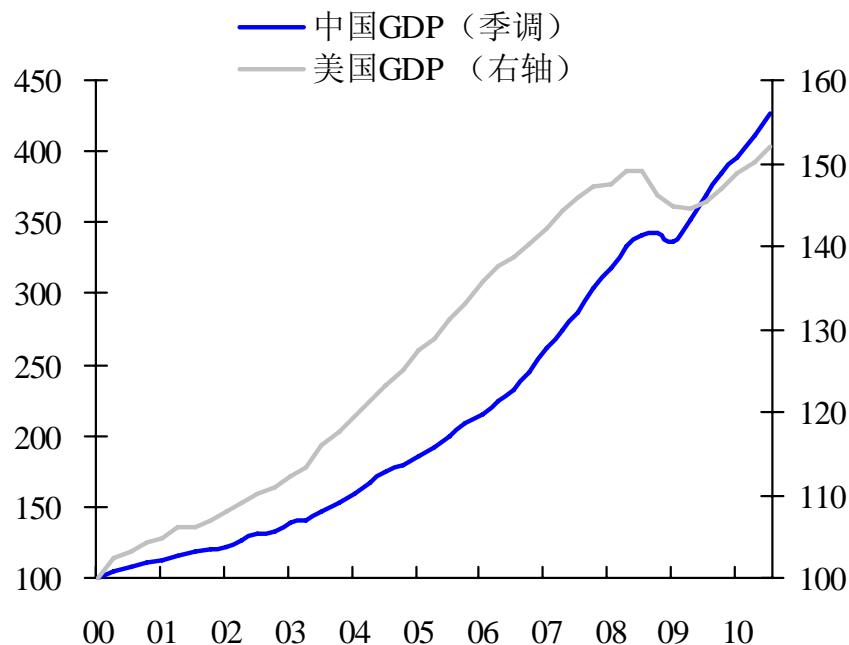


铜消费行业占比 (2009)



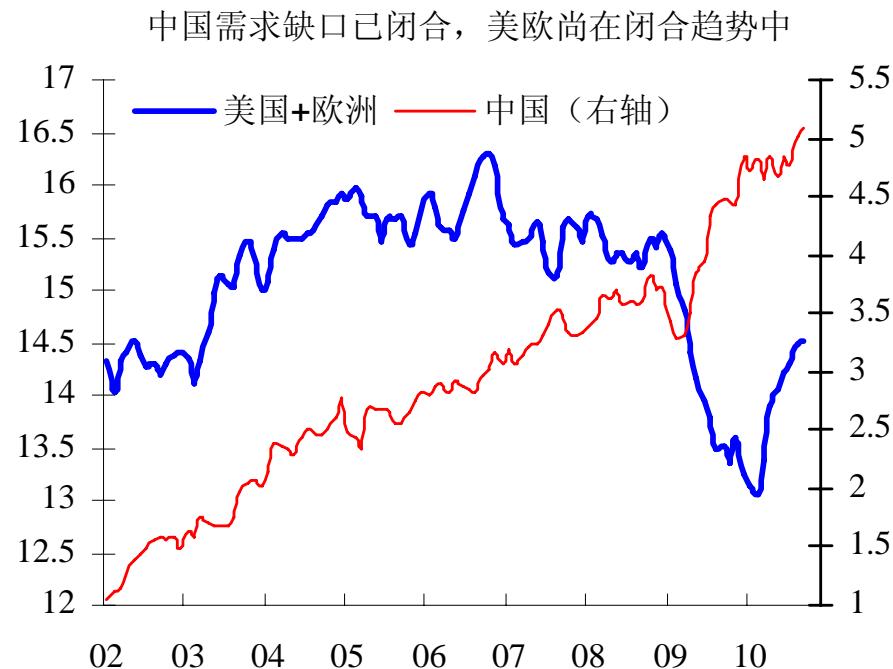
- 与原油的需求结构不同，发展中国家是铜的主要消耗国。
- 从行业来看，发展中国家的制造业（机电产品）以及基础设施建设对铜的需求是推升铜价的主要因素。

发达国家与发展中国家的经济基本面差异



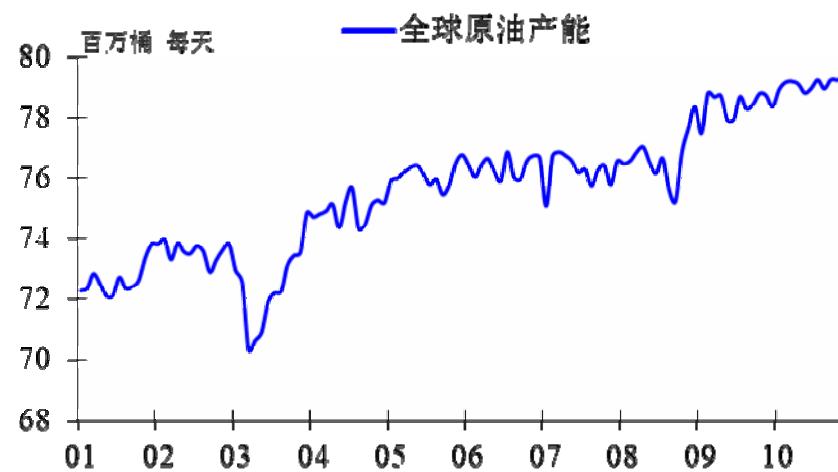
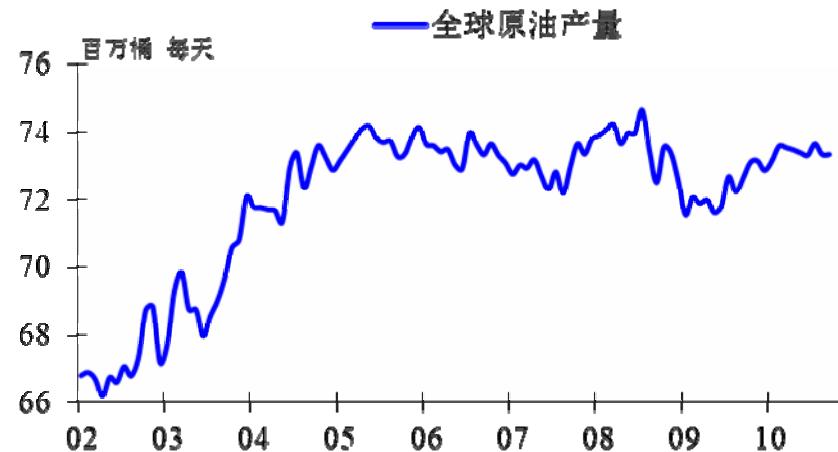
- 中国的经济增长受到危机的冲击明显弱于美国。目前中国的经济总量已明显高于危机前，而美国则刚刚达到危机前水平。
- 从工业生产恢复的程度来看，新兴市场国家经济增速明显强于发达国家。
- 需要注意的是，当前工业生产刚刚回归2008年的峰值

发达经济体石油需求滞后于新兴经济体

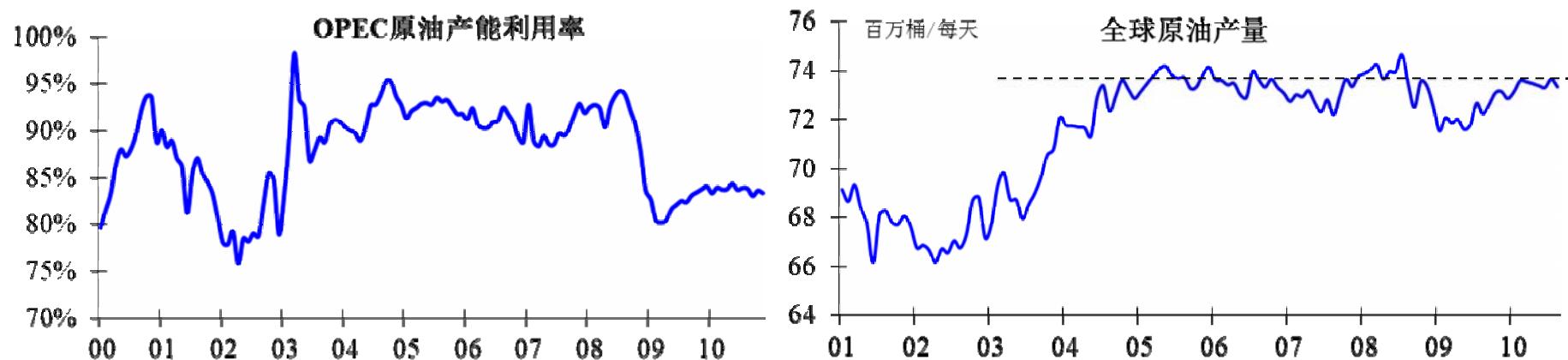


- 中国石油需求从2009年开始即已超过此前峰值，而发达经济体石油需求直到目前仍然显著低于此前峰值。

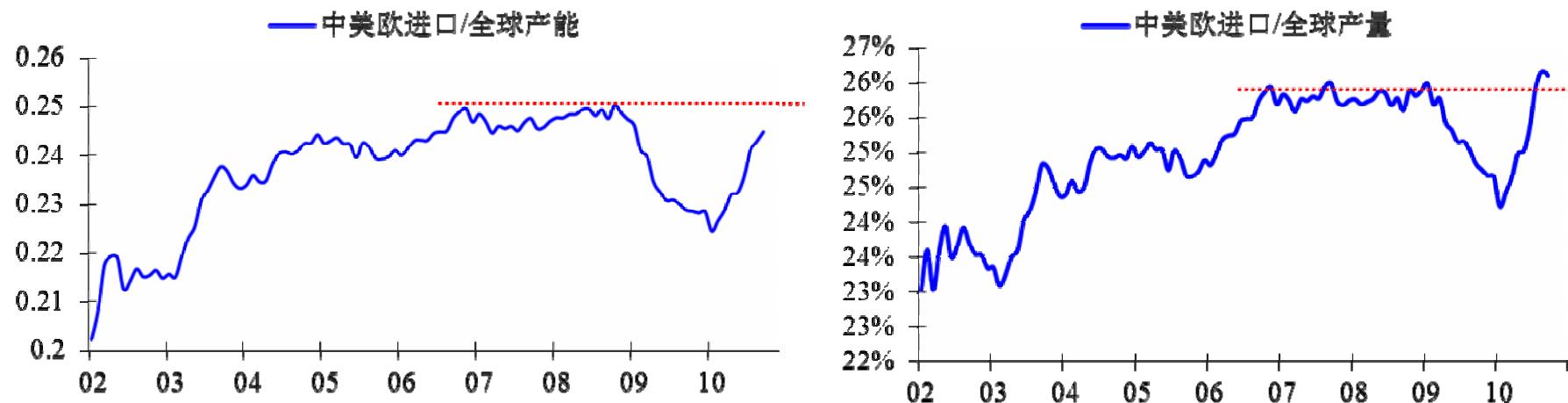
全球石油供需缺口将逐渐闭合



在OPEC产能利用率提至极限后，将是原油价格暴涨的开始

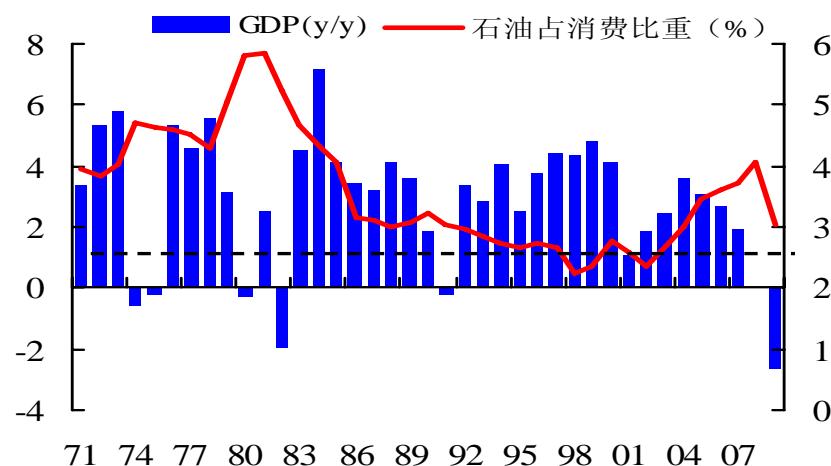


(Bloomberg, 12/9/2010) There are no signs OPEC must adjust crude production quotas at a meeting this week, even with a rally in prices, Qatar's oil minister said.

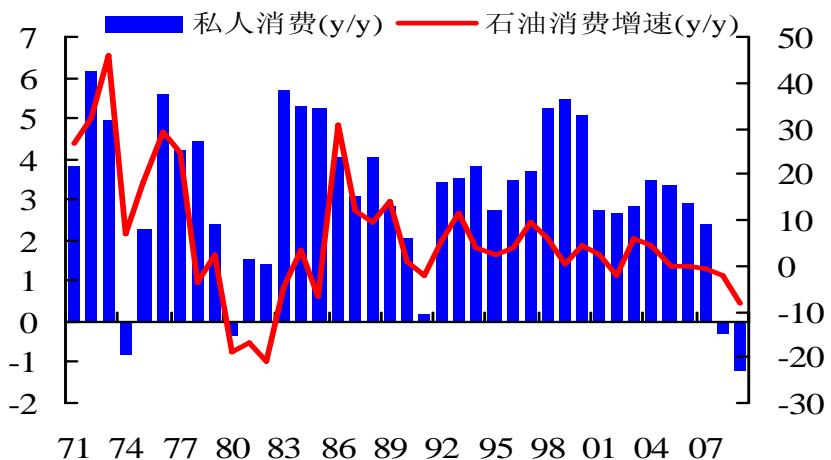


石油价格超过120美元将挤压居民消费

石油支出占私人消费比重超过4%拖累GDP增长



石油消费增速

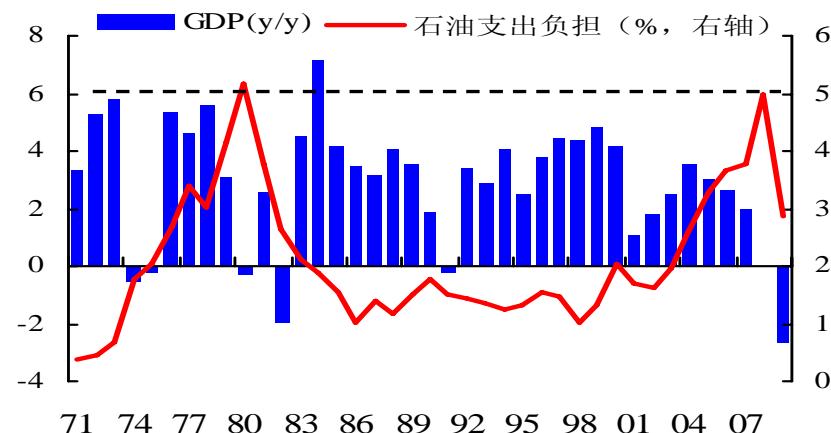


石油占消费比重与相应油价情景假设

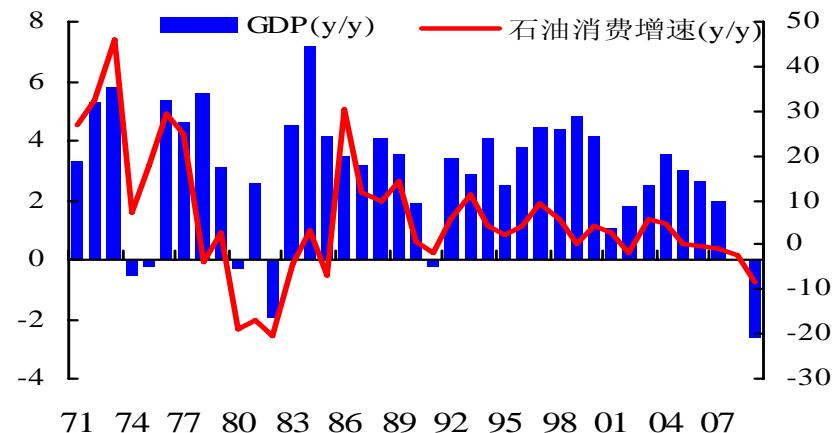
	PCE增速	假设情景一		假设情景二		假设情景三	
		石油占消费比重	对应油价	石油占消费比重	对应油价	石油占消费比重	对应油价
2010	3%	3%	86	4%	115	5%	144
2011	4%	3%	89	4%	120	5%	149

石油价格超过110美元将对GDP产生负面影响

石油支出负担占GDP比重超过4%拖累GDP增长



石油消费增速与GDP增速密切相关

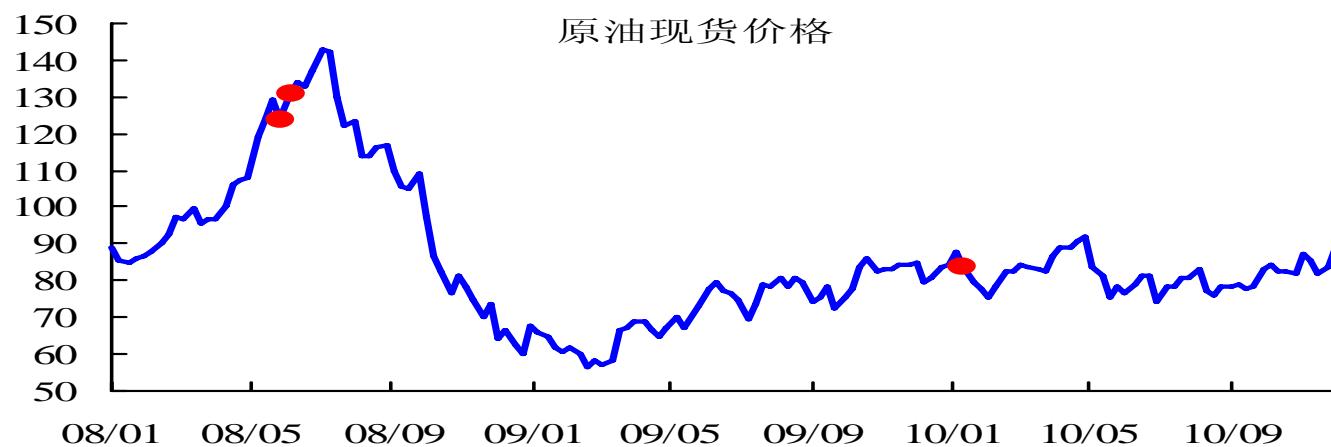


石油支出负担与相应油价情景假设

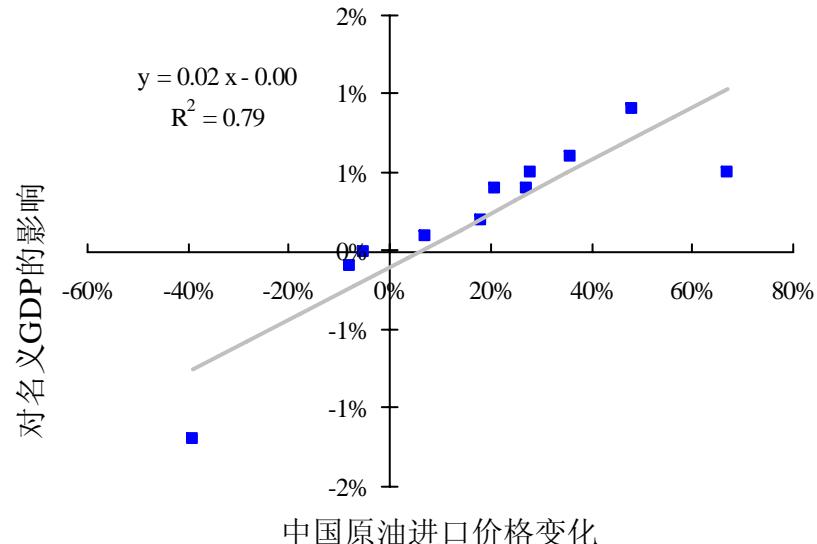
	GDP增速	假设情景一		假设情景二		假设情景三	
		石油支出负担	对应油价	石油支出负担	对应油价	石油支出负担	对应油价
2010	3%	3%	82	4%	103	6%	144
2011	4%	3%	86	4%	108	6%	151

历史上美国政府调控油价的时点

时间	石油价格	措施
2008-5-29	123.7	CFTC与英国监管部门一起监控ICE美国大额原油基准期货交易；要求交易者提供与大宗商品指数相关的期货交易月度报告；延长通过普氏价格系统对短期原油价格操纵行为的监控
2008-6-11	134.1	《消费者能源至上法案》（Consumer-First Energy Act）提交参议院讨论，但未获得通过。其主要内容为： 取消对原油企业的税收减免政策；政府停止采购作为战略储备的石油 阻止市场价格投机：要求美国原油交易商报告其原油交易行为以避免通过远程交易进行投机；提高原油期货交易保证金
2010-1-14	85.2	CFTC设定能源期货投机头寸限额
2010-12-16		CFTC将推出投机性交易持仓限额的最终计划

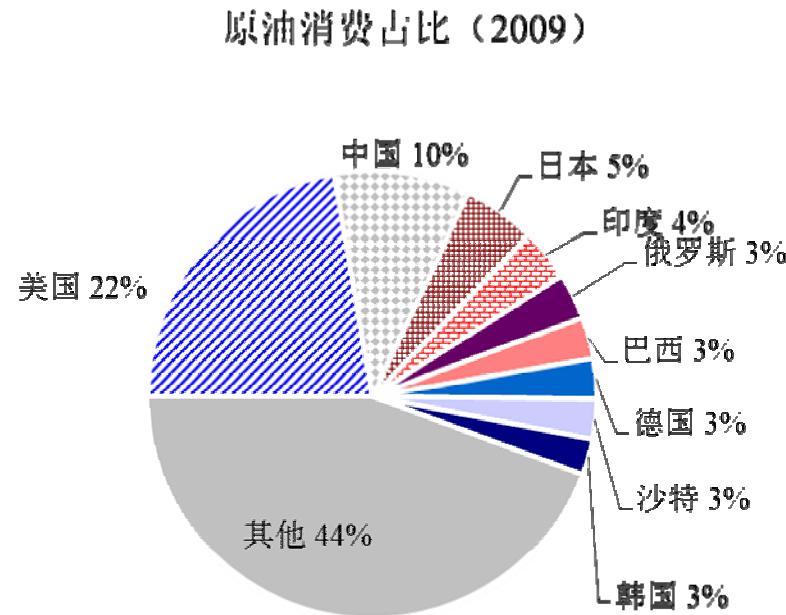
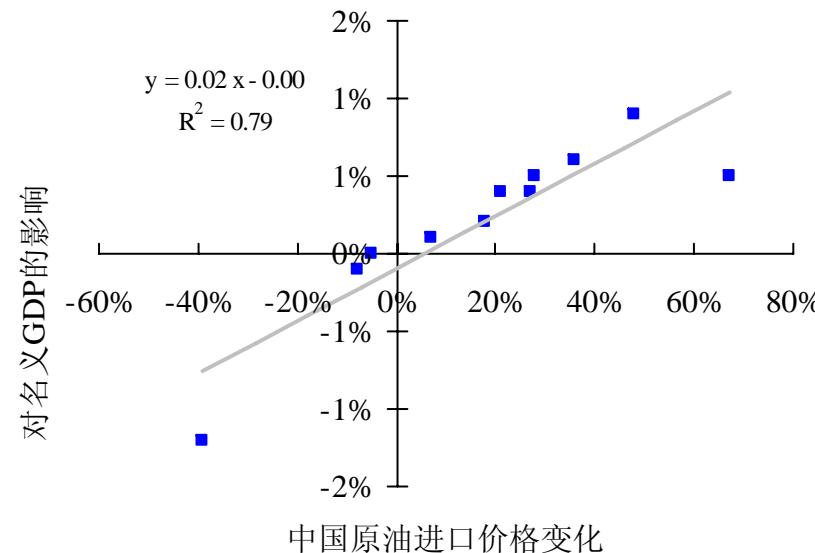


关注原油价格上涨所带来的输入型通胀压力



- 原油价格已经触及金融危机以来的高点。从历史数据来看，如果油价从80美元的水平上涨50%，将推升国内整体物价水平1%。若考虑油价的联带影响，则每上升50%，将推升国内PPI4%

人民银行或将被迫加快人民币升值速度



- 从存量来看，美国是原油需求的主要来源，一旦美国的需求开始复苏，中国国内的紧缩政策恐怕难以对国际定价的原油价格产生抑制。除通过对石油石化行业进行补贴之外，政府唯一的选项是人民币的加速升值。但即使是如此，恐怕也很难将油价上涨的附带效应完全抵挡在国门之外。

谢谢！

高级分析师 杨帆

021-3852 1021

fyang@cebm.com.cn

yangfan921@hotmail.com

上海

地址: 上海市浦东新区陆家嘴
东亚银行金融大厦39层
邮编: 200120
电话: (8621)3852 1000
传真: (8621)3852 1090

北京

地址: 北京市西城区西直门外大街1号
新西环广场T1座11层D11室
邮编: 100044
电话: (8610)5979 9911
传真: (8610)5830 2177

纽约

地址: 纽约市曼哈顿区麦迪逊大街
509号1914 室
邮编: 10022
电话: (001)212 809 8800
传真: (001)212 809 8801

本报告中所有数据和资料除特别注明外来源于*Global Insight, CEIC, Bloomberg, Haver, BEA, NBER, 和CEBM*估计。