

美国经济走向：资产价格仅短线调整

□ 谭雅玲

■人物志



谭雅玲，现为中国银行全球金融市场部高级分析师、研究员、中国国际经济关系学会常务理事。

应当从以下三个方面来深入研究美元资产价格变动与美国经济之间的相关关系，以此来谨慎判断未来美国经济走向：

- 美国经济基本面是观察美元波动的基点
- 美元利率前景取决于通胀水平高低
- 国际资源价格变动将影响经济增长

美国经济数据影响，如去年12月逆差数据高于市场预期水平、去年第四季度经济增长从3.5%下降为2.2%、个人消费物价指数下降和制造业正进入下降周期等，国际金融市场开始担忧美国经济增长前景，并美联储会降息。由此，美国经济因素成为美元汇率短期波动的主要影响因素。

此时，美联储前主席格林斯潘告诫美国经济将在2007年底发生衰退，美国股市随之也重挫，这反映了市场对美国经济的忧虑。笔者发现，美国股市与消费者信心指数之间有着密切的相关联系，而美元资产价格的全面下调在一定程度上导致了消费信心下降，尤其是美国股市淡化了部分利好经济数据的市场影响。但是，从美国主要经济指标来看，不仅显示了美国经济仍具有自我调整的韧性，而且也显示了美国有望缓解其经济结构矛盾。例如，累计预算赤字和经常账赤字水平下降等，这两项数据对美元汇率是正面作用，美元汇率随之出现小幅上升。另外，今年1月份美国企业库存增加，这体现了企业对于未来市场需求的信心增强，也支持美国经济向好。

所以，从目前美国经济来看，由于当前美国经济是相对稳固的，我们难以依据经济数据来预测美元汇率的变动趋势，经济数据好坏参半，故预期美元资产价格的调整相当有限。另外，美国经济数据也难以让我们看出经济会衰退。从这个角度分析，不是美国经济基本面上发生了什么变化，而是政治及国际博弈因素，构成了影响当前美元资产价格变动的主要影响因素。

济环境（尤其是通胀的不确定）。

尽管美联储的货币政策依然会根据短期经济数据而非经济基本面进行调整，但当前金融市场格外关注美国消费者物价数据，以及这一指标对其他主要价格指标及预期有较大影响，由此会导致影响价格变化的心理预期压力上升。从目前美国消费价格指数来看，美国通胀水平高于预期，显示出仍存在通胀压力。

从1月30-31日的美联储会议记录显示，联邦公开市场委员会(FOMC)委员并不确信通胀下降趋势已确立，但同时又认为，经济基本面和通胀信号都优于预期，这表明经济增长所面临的风险有所下降，核心通胀有所改善。因此，维持当前的货币政策将促进美国经济的温和增长及逐步降低核心通胀率，而房地产市场对经济增长仍有影响，消费支出增强则暗示了通胀上升的风险。由美联储最新发布的经济褐皮书显示，目前美国经济形势比较复杂，一方面，部分地区经济增长出现放缓；另一方面，多数地区的物价压力并没有改变，几乎所有地区的房地产市场仍显疲弱，但部分地区已出现了回稳迹象，制造业大多持稳或扩张，但与房地产市场有关的企业活动迟滞，两组数据显示了未来美国经济增长的不确定性，经济增长前景既忧虑又有支持。最新的美联储例会(3月22日)继续维持美元利率5.25%不变，表明目前美国的货币政策仍处于观察状态，以静制动来调节美国经济是最佳组合和最优效率。

因此，对美联储的加息预期在上前周已基本消除，在近日却再度扩大，但笔者依然坚持本轮美联储货币政策紧缩将使利率止步于在5.5-6.0%水平。

第三，国际资源价格变动将影响经济增长。不容忽视全球经济失衡与美国石油价格等风险之间的联系。在今年2月初召开的G7官员会议上，强调了全球经济增长所面临的诸多风险，其中包括流动性风险、美国巨额双赤字、亚洲贸易顺差及外汇储备，这些因素都可能会引发汇率的大幅波动，提示这一风险预警对金融市场来讲十分必要。

国际原油期货价格已自1月中旬的约每桶50美元升至约60美元，但一直难以突破，国际石油价格波动性较大。国际资源价格变化是观察当前金融市场变化的主要焦点。尤其是政治气候的相对紧张、美国成品油输油管道发生事故引起交易者担心石油供应紧张，是促成了目前石油价格上涨的主要原因。

目前，对金融市场和未来国际石油价格走势的判断依然分歧较大，源于石油供给和需求的不确定性，预计2007年国际石油价格的预估平均值从每桶52美元至69美元区间波动。同时，石油市场将继续受短期货币市场影响。从长期看，市场预计国际石油价格在2008年平均为每桶59.85美元，2010年为52.55美元。

另一组数据显示，近期外国央行净买入美国国债，令其持有的美国债券总量在上升，外国央行尤其是亚洲国家央行近年来是美国债券的大买家，持有美国国债的数量占可交易总数的四分之一。显然，这不符合当前市场对美元的“恐慌”预期。

同时，近期美国房地产市场出现16年来的严重下滑。可能导致流入美国的海外资本减少，海外资本流入一直高于弥补美国巨额的财政赤字和贸易逆差所需的规模，数年来海外投资者购买美国公司债、不动产放款抵押证券(MBS)和机构债的规模达到纪录水准，弥补了美国经常账的逆差。因此，预期美元将会逐渐下滑，并有可能推高通货膨胀和利率水平。虽然在美经济、美元利率与美元汇率争执中，全球正酝酿调整美元资产，但美国债券上升趋势却与这一预期相反，恐慌美元与依存美元已骑虎难下。

目前，美国货币政策所面临的情况类似于2006年，降息预期与加息预期相互替代，变化几率与频率，既有经济数据变量本身有关，也与政策因素引发的市场调整有关。从目前看，美国经济与利率水平相互博弈的核心是投资信心，并引导了价格波动趋势。实际上，美国经济相对稳固与世界经济稳定依然是当前的一种主要趋势，美国对世界经济的支持与影响依然十分重要。

■看点

● 从目前美国经济来看，由于当前美国经济是相对稳固的，我们难以依据经济数据来预测美元汇率的变动趋势，但经济数据好坏参半，故预期美元资产价格的调整相当有限。另外，美国经济数据也难以让我们看出经济会衰退。从这个角度分析，不是美国经济基本面上发生了什么变化，而是政治及国际博弈因素，构成了影响当前美元资产价格变动的主要影响因素。

● 从预期看，美国经济将稳健增长，通货膨胀压力也在降低，当前利率水准有望减轻通货膨胀压力，但石油价格上涨，以及突发事件发生的可能性，将继续影响美国经济增长环境(尤其是通胀的不确定)。

● 美国货币政策所面临的情况类似于2006年，降息预期与加息预期相互替代，变化几率与频率，既有经济数据变量本身有关，也与政策因素引发的市场调整有关。从目前看，美国经济与利率水平相互博弈的核心是投资信心，并引导了价格波动趋势。实际上，美国经济相对稳固与世界经济稳定依然是当前的一种主要趋势，美国对世界经济的支持与影响依然十分重要。

● 从近期宏观景气趋势分析，伯南克的判断更加可靠一些。2007年直接能够对美国经济增长产生负面作用的主要还是房地产市场，联邦基金利率是影响房地产的最重要因素。如果联储下调联邦基金利率，美国长期基准利率和贷款利率下降并保持低位，将有利于支持美国在2007年底接近潜在的经济增长速度。

■编余

在我们观察中国宏观经济走势时，全球经济一体化，使得我们更要密切观察美国经济的发展前景。因为，以投资和净出口增长拉动的中国经济增长，与美国的消费需求之间存在在内在联系。

从业内专家谭雅玲和张敬国的分析来看，我们很难依据经济数据判断美国经济会衰退，相反美国经济增长的基础是相当稳固的，这为我们判断中国宏观经济形势提供了一个很好的观察视角。

当然，由于近期对美国经济增长前景的预期分歧较大，特别是一些经济数据利弊参半，以及美国次优抵押贷款市场风险暴露，这些事件对美国股市及全球股市引发了剧烈震荡，同时也对美元汇率及其他美元资产价格波动产生了深刻的市场影响。

本文作者都认为，我们需要关注这些问题，但更应当从美国经济的基本面来分析金融市场波动对经济的影响力，而不是依一些经济数据及经济事件来放大其影响。当然，地域政治及偶发事件对国际金融市场波动的影响不容忽视。

引伸开来，国内金融市场也要关注美国及其他金融市场波动，以及由此可能对国内金融市场会产生诸多影响。其实，近期美国股市及全球股市波动与A股市场之间的相互影响非常明显，就是一个典型案例。

——亚夫

严寒不可避免，还是黎明前的黑暗？

□ 张敬国

■人物志



张敬国，经济学博士，副研究员，律师。现为泰康人寿首席分析师。

言论也增多起来。2007年2月15日，伯南克在国会报告中，将当年的美国GDP年度增速预测由2006年7月预测的3-3.25%调整为2.5-3%，但是对经济增长形势依然保持信心，并且预测2008年美国经济增长会进一步恢复，GDP增长2.75-3%左右。

然而，今年2月下旬美国最新公布的经济数据和2月底联储前主席格林斯潘的言论给市场带来了悲观的气氛。1月份新屋销售环比下降16%，同比下降20%，核心(扣除飞机和国防品)耐用消费品订单同比净下降。格林斯潘指出，美国经济复苏已经持续了6个年头，可能在2007年出现衰退。尽管他关于经济陷入衰退的概率由“可能”变成“三分之一”，但是已经足够触动美国市场投资者的神经，投资者关于美国经济增长持续性的疑虑油然而起：格林斯潘(以及一些投资银行如高盛)和伯南克，谁更有可能指对了美国经济的趋势？美国经济是在软着陆中继续衰弱，还是在可预期的半年左右时间后出现回升？

这个问题是2007年世界经济的最基本问题，并且还很可能在全年的多数时间里都难以得到明确的答案，从而成为美国乃至全球股市波动的一个重要背景因素。格老与伯主席的分歧在于美国经济近中期走势的判断，对此可以从中期和短期两个角度来探讨。

从中期来看，经济的趋势性走势，即一轮经济增长周期是否已经进

入尾声，经济是否进入衰退通道，主要看劳动生产率、企业利润增长的减速，是周期性的还是趋势性的，是平缓的还是迅速的，这取决于支持经济增长的最基本因素：技术、资本和劳动力因素。

1996年以来，美国经济实现了10年的较高增长，GDP年均增长3.5%。技术创新、经济全球化支持美国产业结构升级，是经济高速增长的根本因素。快速增长的背后，是新技术、全球化支持下的美国产业结构和就业结构的变化。目前很多新技术特别是生物技术和材料技术逐步投入规模化产业运用，经济全球化重组空间仍然很大，从中期来看，技术和资源配置效率提高仍支持美国经济增长。

美国作为金融帝国，资金是不会短缺的。美国金融市场规模相当于全球的三分之一，股票、债券市场相当于全球的40%，美国证券市场市值相当于西方七国证券总市值的60%。美国投资银行占证券业务份额70%。美元是最重要的国际货币和储备资产，美元结算在国际贸易中占60%，美元资产占国际储备资产的66%。美联储在一定程度上是全球的中央银行，可以主导全球调控资金供求。

美国的劳动力资源在西方七国中是最充分的。虽然战后婴儿潮中出生的人口趋于老龄化，开始退出劳动力市场，使劳动力参与率有所下降，由2000年初的67.3%下降到目前的66.4%。但是美国有大量的移民资源，非美国出生劳动力占比达15%，有助

于减缓老龄化和充实劳动力资源，劳动力因素促使潜在GDP增长率下降是非常缓慢的。

在总体上，从中期来看，难以看到美国经济增长已是强弩之末的确凿证据。技术进步和全球化在美国经济增长中的支持，不好判断还有多强的持续性，在这方面，相信政府和联储信息更加充分，更有判断能力。

从短期来看，经济景气的升降，主要取决于总需求因素，这一轮经济增速的回落，是货币政策紧缩所致。2004年6月以来联储连续17次加息，就是对过热总需求的抑制，熨平经济的震荡。在总需求中，房地产投资和汽车等耐用消费品下降较大，其中房地产的负面拖累最大。

一年以来的事实显示，美国房地产市场的回落对经济的影响是明显的，但不是灾难的，房地产业收缩的溢出效应是有限的。房地产投资占GDP的比重约为6%，2006年美国新屋销售同比下降11%，拖累GDP增速下降0.75个百分点。房地产对消费的负面影响有限：一是房屋价格没有出现实质性的下降，房屋交易价下降约5%，财富负效应不明显；二是企业盈利支持的股市上涨和居民收入提高增强了居民消费能力。近期，从市场上来看，次优贷款成为房地产金融的最大忧虑，但是这对于房地产交易和市场财务状况负面影响较小。次优贷款占所有房贷比重不到20%，平均违约率10%，目前美国房屋贷款整体违约率不到2%。虽然有20家信贷机构因

此倒闭，也只是美国约1万家银行机构的千分之一。

房地产市场回落是否见底尚难定论，但从2006年四季度新屋销售随着抵押贷款利率下降而企稳现象看，对此不必太担心。2006年6月末联储加息停止后，抵押贷款利率出现下降并振荡，新屋销售量与抵押利率走势表现为负相关，一方面体现了市场利率的自调节机制，另一方面也显示了新屋销售的止跌迹象。

从近期宏观景气趋势分析，伯南克的判断更加可靠一些。2007年直接能够对美国经济增长产生负面作用的主要还是房地产市场，联邦基金利率是影响房地产的最重要因素。在2006年的经济运行中，5.25%的基准利率水平是非常恰当的，随着投资、利润增速、信贷扩张的回落，以及经济增长回落到潜在增长率以下，小幅下调联邦基金利率水平将是有效的。如果联储下调联邦基金利率，美国长期基准利率和贷款利率下降并保持低位，将很有利于支持美国在2007年底接近潜在的经济增长速度。

目前美国就业和居民收入增长强劲，欧洲、日本、亚洲经济增长强劲，美元汇率趋于贬值，进口增速下降而出口增速提高。这些都是近期支持美国经济增长的因素。在美国经济增长的平台上，就像格林斯潘所说，“人们实际上是不可能预测未来两年的经济情况”。尽可能地展望经济趋势，可见的增长道路是趋缓的，但是未见坑渊。