

董先安 王连庆
卢燕津 贾潇君

宏观研究小组

010-66290223, 021-38565956

dongxa@xyzq.com.cn
证书号 S0190210030001

就业煎熬美联储 重启量化宽松

2010年08月11日

相关报告

100810

进出口环比在下滑 内需责任加大

100808

欧美市场周报: 美7月失业率企稳于9.5% 制造业PMI 欧元区升美英降

100808

亚洲市场周报: 韩7月贸易顺差收窄 各国CPI 同比或升或平

100804

PMI 专题: HSBC 非制造业回升

100802

PMI 专题: 中国经济“底部”已过

100801

欧美市场周报: 美消费信心指数回落 欧失业率居高不下

100801

亚洲市场周报: 日制造业PMI 连降2月 失业率连升4月

100731

7月中国经济数据预测

100725

欧美市场周报: 美NAHB 房地产市场指数创新低 欧PMI 回升

100725

亚洲市场周报: 失业率港持平略降 CPI 环比港升新降

100724

荒诞加息讨论带来投资机会

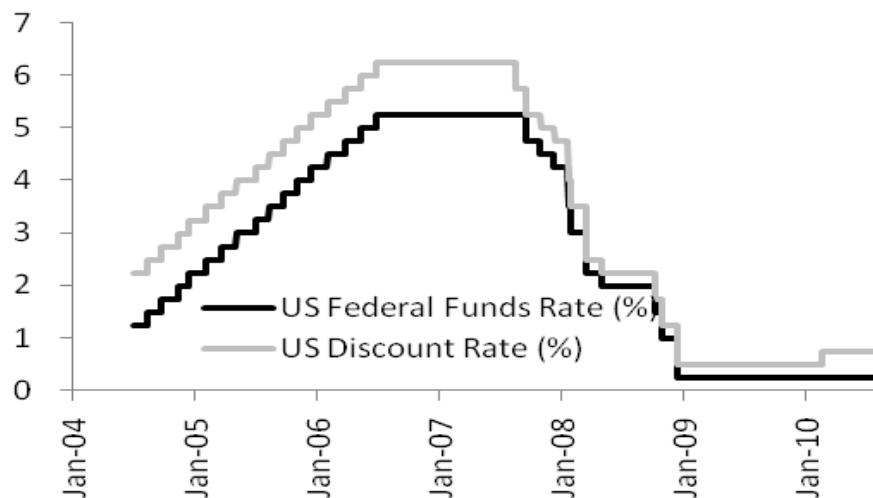
100719

传统行业阶段复苏

要点

- 美联储在8月10日结束的议息会议上强调仍将在较长的时间内维持联邦基准利率在0-0.25%的目标区间不变, 符合预期。美联储下调了其经济增长的预期, 表示在必要的时候将使用政策工具来促进经济的复苏和物价稳定。另外, 美联储决定维持当前的证券持有规模不变, 把从机构债和机构MBS证券上回收的本金用于购买稍长期的国债, 对于到期的国债联储将继续滚动投资新国债;
- 我们认为基于目前状况, 美联储高概率重启经济刺激政策来维持目前的复苏成果, 稳固就业市场、防止房地产市场进一步下探以及刺激内需, 具体措施包括: (1) 美联储重启已于今年3月底结束的万亿量化宽松货币政策; (2) 部分延长将于8、9月到期的布什减税法案, 可能取消高收入人群的税收优惠, 但延长其他收入人群的优惠时间; (3) 继续利用7870亿美元财政刺激计划所带来的成果(未用资金及已产生的收益)来刺激经济;
- 预计美国失业率将较长时间维持在9.0%以上, 就业是美国经济核心问题, 就业市场未明显好转仍是阻碍美国经济恢复的最大阻力之一, 同时, 房地产市场恐有“二次探底”的风险, 经济恢复动能不足, 美联储退出言之尚早。

图: 美国联邦基金目标利率和贴现率



数据来源: CEIC, Wind 资讯, 兴业证券

美联储维持基准利率不变，将高概率重启经济刺激政策来维持复苏成果

美联储在8月10日结束的议息会议上强调仍将在较长的时间内维持联邦基准利率在0-0.25%的目标区间不变，符合预期。鉴于近期的经济形势，即最近产出复苏及就业改善的速度均在减缓，美联储下调了其经济增长的预期，在会后发布的会议简要上，美联储表示“经济复苏的脚步在近期内很可能比之前预计的更加温和”。对于通胀，美联储表示“未来一段时间内通胀将很有可能被继续抑制”，暗示美国经济当前面临的主要风险不是通胀而是可能的通缩。为了在物价稳定的前提下支持经济复苏，美联储决定维持当前的证券持有规模不变，把从机构债和机构MBS证券上回收的本金用于购买稍长期的国债，对于到期的国债联储将继续滚动投资新国债。另外，美联储将继续监控经济前景及金融市场的发展，在必要的时候将使用政策工具来促进经济的复苏和物价稳定。

本次货币政策会议上除堪萨斯城联储主席 Thomas Hoenig 外其他列席的成员都对货币政策决策投了赞成票，Hoenig 继续维持6月货币政策会议的论调，即他认为当前极其低的联邦基金利率不再合适和不认为维持当前的长期证券持有水平对于实现联储的货币政策目标是必须的。

美联储货币政策会议结束后负责货币市场公开操作的纽约联储公布了一份关于用从机构债和机构MBS证券上回收的本金购买稍长期国债的声明。即：

截至8月4日SOMA账户上的国内债券持有总额为2.054万亿美元，联储交易席将致力于维持当前规模的持有额不变。在每月的中期，联储将公开一份为期一个月的包括预计购买总额的初步购买计划。当前的机构MBS包括Fannie Mae, Freddie Mac和Ginnie Mac。首份的初步购买计划于8月11日下午3点公布，将包括操作日期、结算日期、购买的国债种类（名义债券或保值债券）。交易席购买将主要集中在2年期至10年期的名义国债或保值国债上，即便购买将涵盖所有的国债交易期限，交易席将尽量避免购买当前在SOMA账户上大量集中持有的国债。购买交易将通过FedTrade系统以一系列竞价的形式进行，结果将在每次购买行动结束后在联储的网站上公布。

我们认为基于目前状况，美联储将高概率重启经济刺激政策来维持目前的复苏成果，稳固就业市场、防止房地产市场进一步下探以及刺激内需，具体措施包括：

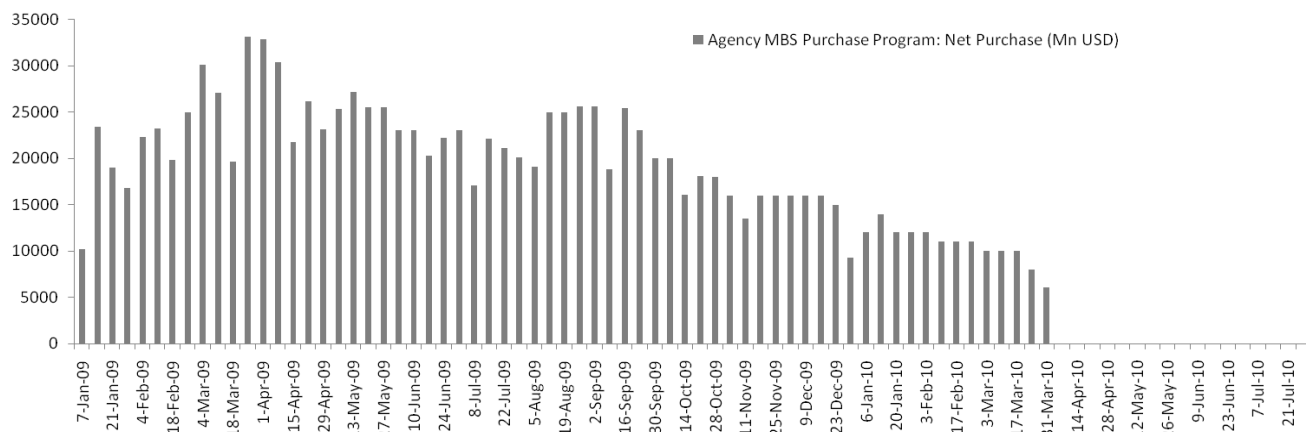
- （1） 美联储重启已于今年3月底结束的万亿量化宽松货币政策；
- （2） 部分延长将于8、9月到期的布什减税法案，可能取消高收入人群的税收优惠，但延长其他收入人群的优惠时间；
- （3） 继续利用7870亿美元财政刺激计划所带来的成果（未用的资金及已产生的收益）来刺激经济。

美联储重启量化宽松的货币政策

今年3月的美联储议息会议中，美联储重申1.25万亿美元MBS及1750亿美元机构债的购买计划将于3月底结束，同时并没有提及进一步的购买计划。4月，美联储表示已经结束除TALF（计划于6月30日结束）以外的所有应对危机的流动性工具。鉴于目前美国经济复苏动能不足，消极的增长预期和通胀问题需要通过实行量化宽松的货币政策来解决，美联储将至少停止目前资产负债表规模的缩减，重启量化宽松的货币政策。

美联储主席伯南克7月21日在美国国会参议院银行委员会发表半年度货币政策证词时表示，若美国经济复苏不稳，美联储将考虑进一步采取刺激措施。伯南克同时介绍了联邦公开市场委员会（FOMC）进一步刺激经济增长的三种途径。第一，美联储可能会用另外的表达方式来说服市场：它不允许通货紧缩。第二，FOMC可能会通过降低法定和超额准备金利率的决议。第三，FOMC重新启动已于3月截止的资产购买计划。同时，美国圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard）上月底也曾向媒体表示，若美国面临陷入通缩的风险，美联储应当重启国债购买计划。

图 1：美国 MBS 购买计划



数据来源：Fed，兴业证券

布什减税法案将高概率部分延长

布什总统于 2001 年上台以来实行了一系列减税措施。2004 年 10 月 4 日布什签署上台以来第 4 个减税法案，把即将到期的 3 项现行减税措施延长数年。预计到 2009 年这一新法的减税总额将达到近 1460 亿美元。新法的主要内容是：有儿童家庭每年每个儿童减税 1000 美元的规定延长 5 年，10% 的最低个人所得税税率继续维持，关于已婚夫妇的有关减税规定继续有效。延期后预计将有 9400 万美国人不同程度受益。

按照预定期限，布什减税法案将于今年 8、9 月到期失效，预计国会将延长该法案，但优惠对象将仅限于中产阶级收入者，高收入的税收减免将会到期失效。在 2001 年布什减税法案下，资本利得税和股息税均为 15%，法案失效后，长期资本利得税率最高将回调至 20%，股息税最高将回调至 39.6%。原来起征门槛为 350 万美元的最高为 45% 的房产税将回调至起征门槛为 100 万美元的最高为 55% 的房产税。总统奥巴马表示支持富裕阶层的税收减免自然失效和延长 2001 年减税法案的中产阶级税收减免。

继续利用 7870 亿美元财政救助计划的剩余资金刺激美国经济恢复

2009 年 2 月 13 日，国会通过 2009 年美国复苏和再投资法案，奥巴马总统在 4 天后签署该法案。该法案直接应对经济危机，主要目的有 3 个：新增就业岗位并保留已存在的就业机会，刺激经济活动且保持长期增长，促进空前可靠和透明的政府支出。

该项总计 7870 亿美元的经济救助计划主要包括 3 方面：2880 亿美元用于工作家庭和企业的减税及其福利，2240 亿美元用于增加联邦教育医疗基金及扩展失业率救济等权利项目，2750 亿美元用于联邦合约、补助及贷款。截止 2010 年 7 月 30 日，该经济救助计划已花费 4950 亿美元，占比 62.8%，剩余的 2920 亿美元仍将继续执行，刺激美国经济恢复。

表 1：美国 7870 亿财政刺激计划现状（截止 2010 年 7 月 30 日）

Category	Total Recovery Act Funds	Funds Paid Out	Funds Remainder
Tax Benefits	\$288B	\$223B	\$65B
Contracts, Grants, Loans	\$275B	\$132B	\$143B
Entitlements	\$224B	\$140B	\$84B
Total	\$787B	\$495B	\$292B

数据来源：U.S. Government's Official Website，兴业证券

表 2: 2230 亿美元税收减负的具体分配

Cumulative as of, Billion	Mar 09	Jun 09	Sep 09	Dec 09	Mar 10	Jun 10
Making Work Pay	\$2.3	\$15.0	\$26.9	\$36.9	\$64.4	\$73.0
Other Individual Credits	\$0.0	\$8.5	\$18.1	\$21.6	\$49.1	\$98.0
Energy Incentives	\$0.0	\$0.4	\$0.9	\$2.2	\$1.5	\$7.3
Tax Incentives for Business	\$0.1	\$14.4	\$25.4	\$33.3	\$40.5	\$38.5
COBRA	\$0.8	\$4.9	\$8.9	\$3.7	\$6.0	\$4.8
Manufacturing & Economic Recovery, Infrastructure Refinancing, Other	\$0.0	\$0.0	\$3.5	\$1.2	\$1.0	\$1.4
Cumulative Totals	\$3.2	\$43.2	\$83.8	\$99.1	\$162.7 7	\$223.0

数据来源: U.S. Government's Official Website, 兴业证券

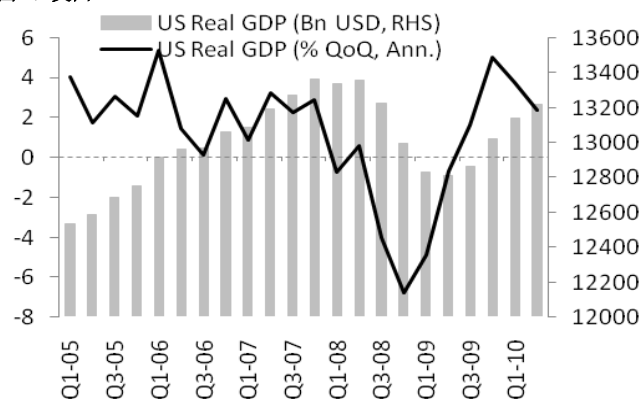
美国经济增速放缓, 美联储退出言之尚早

美国近期经济增长开始放缓, 2 季度 GDP 季环比折年率初值为 2.4%, 低于市场预期中值 2.5% 和 1 季度终值 3.7%。就业市场虽然略有改善, 但失业率长期位于 9.0% 以上的高位。物价略有下探, 近期无通胀风险。另外, 近期房地产市场由于失去刺激政策的支撑而导致销售数据萎缩, 市场情绪波动, 地产恐有“二次探底”的风险。

工业与制造业扩张速度减慢

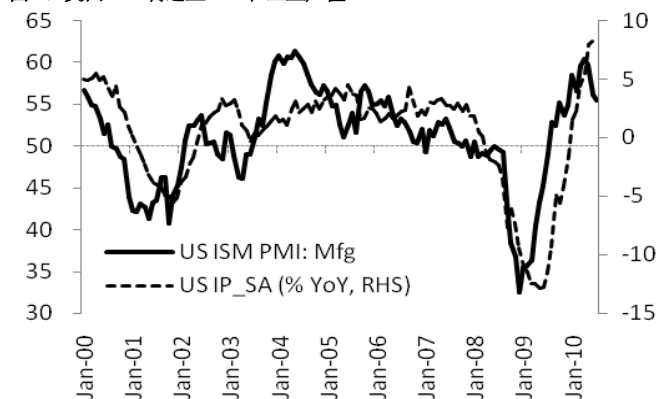
美国在危机期间明显的削产能过程使工业和制造业部门的扩张成为初期经济复苏的助推力, 作为领先指标的 ISM 制造业 PMI 一度于 2010 年 4 月上升至 60.4 的高点, 但此后连续 3 个月回落。最新数据显示, 7 月 ISM 制造业 PMI 为 55.5, 创近 7 个月来的新低, 暗示工业与制造业部门未来的增长速度可能放缓。

图 2: 美国 GDP



数据来源: CEIC, 兴业证券

图 3: 美国 ISM 制造业 PMI 和工业产值

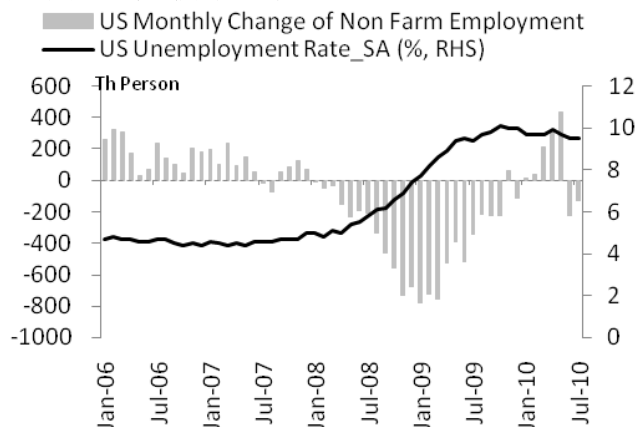


数据来源: CEIC, 兴业证券

就业市场依然严峻

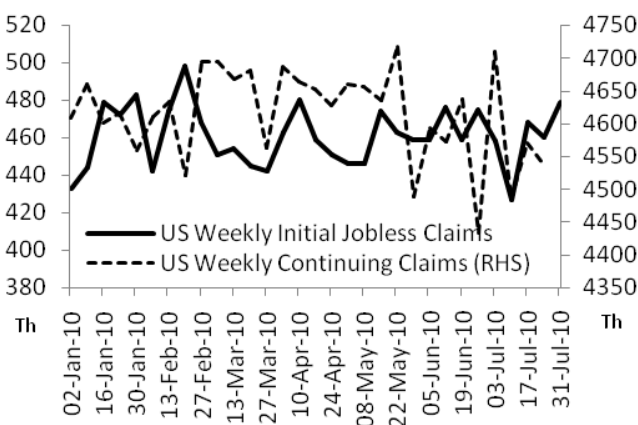
就业是美国经济的核心问题, 失业率是制定利率政策重要的参考指标之一。从最新失业率的数据来看, 就业市场有所改善, 但仍为明显好转。从周数据来看, 截至 7 月 31 日当周的首次失业金申请人数较上周上升 1.9 万人至 47.9 万人, 为 4 月第 2 周以来高点。截至 7 月 24 日当周的持续申请失业金人数由上周的 457.1 万人降至 453.7 万人。从月度数据来看, 7 月失业率连续第 2 个月维稳于 09 年 7 月来的低点 9.5%, 但非农就业人数连续 2 个月下降, 7 月为减少 13.1 万人, 幅度高于市场预期中值 6.5 万人。从长期来看, 就业市场滞后于实体经济复苏, 且经济复苏所带来的新增岗位不会在短时间内大量增加, 再加上经济复苏本身就有不确定性, 预计失业率将会长期高于 9.0%。

图 4: 美国失业率与非农就业人数



数据来源: CEIC, Wind 资讯, 兴业证券

图 5: 美国首次申请失业金与再次申请失业金人数

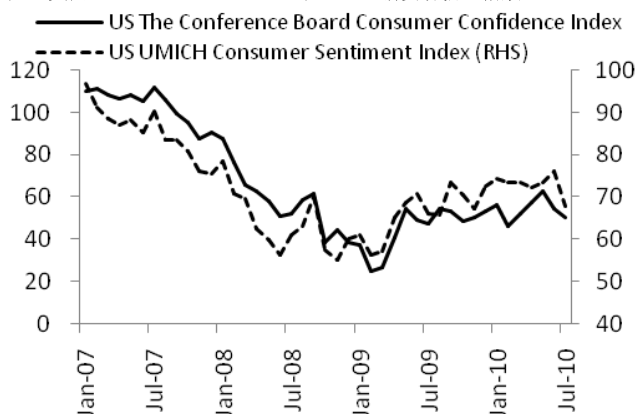


数据来源: CEIC, Wind 资讯, 兴业证券

消费意愿消极, 个人储蓄率升至 09 年 6 月来的高点

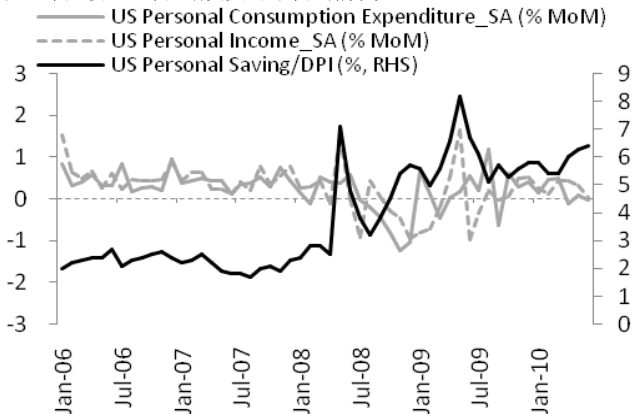
由于工业与制造业部门增速趋缓、就业市场仍不乐观, 民众消费意愿消极, 储蓄率上升。从数据来看, 美国 7 月 The Conference Board 消费者信心指数由 6 月的 54.3 降至 50.4, 为今年 2 月 (46.4) 以来的最低水平, 为 09 年 11 月以来次低; 6 月 UMich 消费者信心指数 67.8, 为 09 年 11 月来的新低; 6 月个人储蓄率为 6.4%, 连续第 4 个月上升, 为 09 年 6 月来的高点; 6 月个人收入环比由 5 月的 0.3% 降至 0.0%, 连续第 3 个月下降, 6 月个人消费支出环比由 5 月的 0.1% 降至 0%。

图 6: 美国 The Conference Board 和 UMich 消费者信心指数



数据来源: CEIC, 兴业证券

图 7: 个人收入、个人消费支出与个人储蓄率



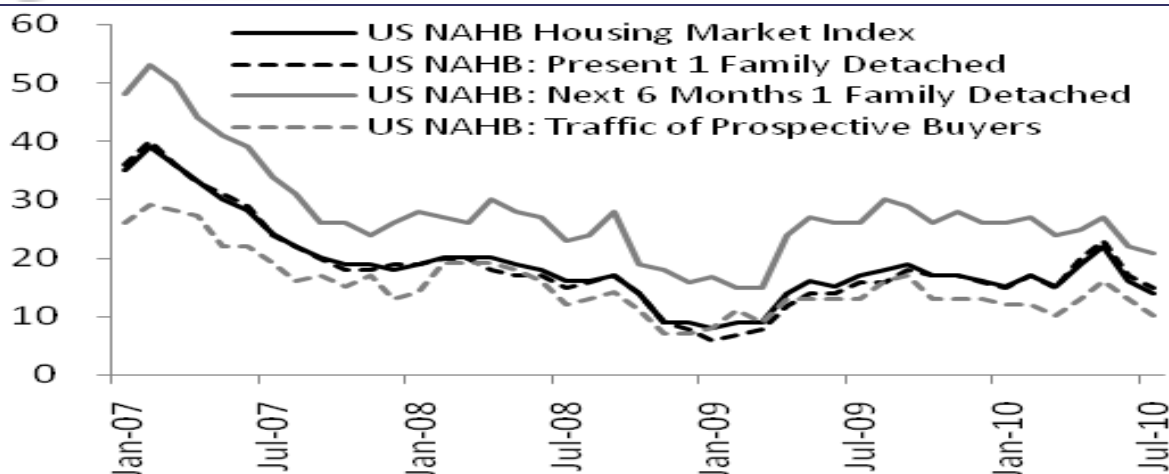
数据来源: CEIC, 兴业证券

房地产市场恐有“二次探底”风险

由于 4 月 30 日购房退税政策截止, 6 月“两房”退市等事件导致近期居民购房意愿下降, 销售市场萎缩, 建筑业也受到牵连。一系列负面信息致使地产市场情绪波动, 缺乏持续复苏的动力, “二次探底”的风险显现。从近期数据来看, 美国 7 月 NAHB 房地产市场指数 14.0, 连续第 2 个月回落, 为 09 年 4 月以来最低值, 3 个分项指数——单屋销售现况指数、未来 6 个月销售预期指数和潜在购房者指数也均有不同程度的下降。

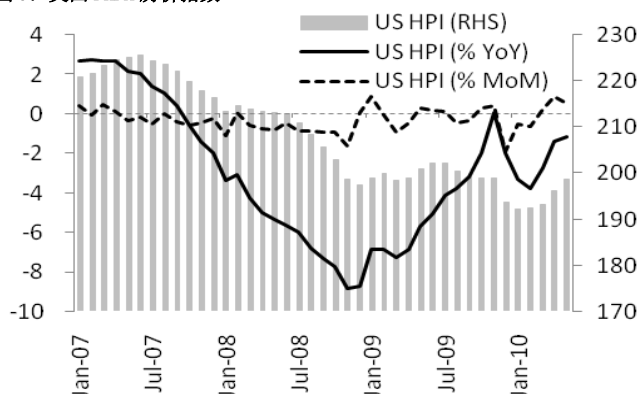
从价格来看, 房价近期均有上涨趋势。5 月 FHFA 房价指数同比-1.1%, 连续第 6 个月为负, 但降幅连续第 3 个月收窄; 环比 0.5%, 连续第 3 个月为正, 但较 4 月的 0.9% 有所下降。5 月标普/CS-20 大城市房价指数同比 4.6%, 连续第 4 个月为正, 第 16 个月上升; 环比 0.5%, 连续第 2 个月为正, 但较 4 月的 0.6 略有下降。

图 8: 美国 NAHB 房地产市场指数



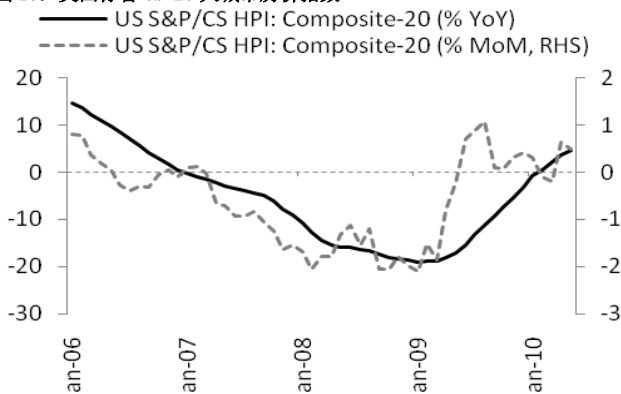
数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

图9: 美国FHFA房价指数



数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

图10: 美国标普CS-20大城市房价指数

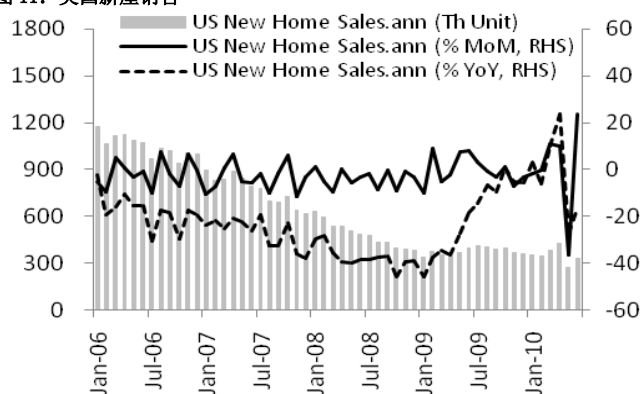


数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

从销售类数据来看，缺乏税收优惠政策的刺激，各类房屋销量均处低点，增速也无亮点。6月成屋销售折年数537.0万套，连续第2个月下降，环比-5.1%，同比9.8%，也连续第2个月下降。6月待售屋销售指数同比创08年3月来新低-20.1%，季调后环比-2.6%，远低于预期。虽然6月新屋销售折年数环比大幅回升至23.6%，但这是由于5月数据由原来的30.0万套下修至26.7万套，而6月的33.0万套为有记录以来的次低。

房屋销量萎靡致使建筑业也持续低迷。从数据来看，美国6月季调后新屋开工折年数54.9万套，创09年10月来新低，环比-5.0%，连续第2个月为负，同比-5.8%，为09年11月以来首次转负。6月建筑许可折年数58.6万套，虽然高于市场预期中值57.5万套和5月的57.4万套，但仍为09年7月来的次低。

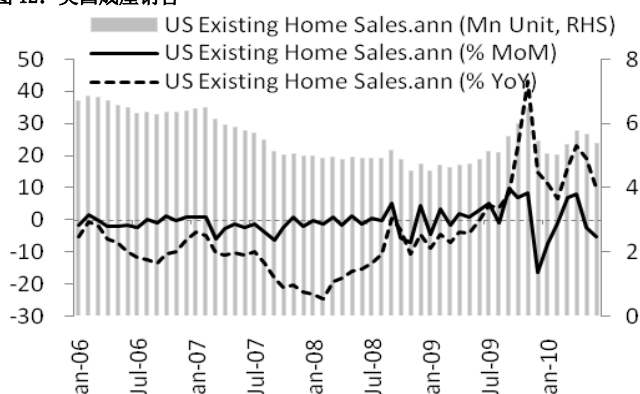
图11: 美国新屋销售



数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

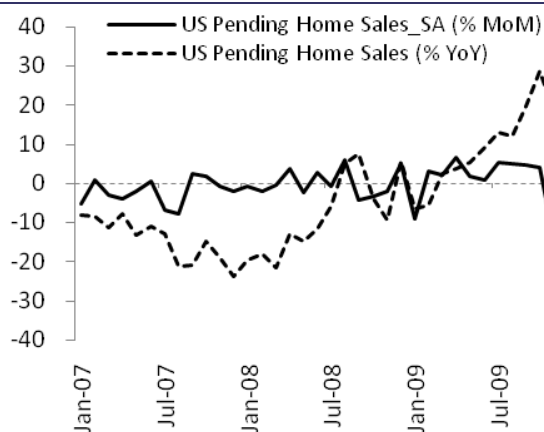
图13: 美国待售屋销售指数

图12: 美国成屋销售



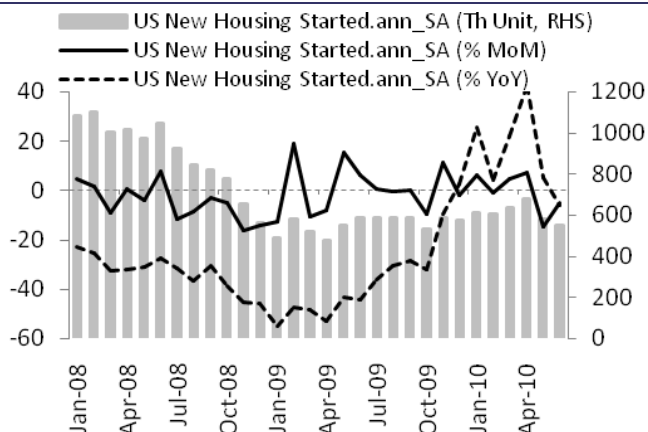
数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

图14: 美国新屋开工

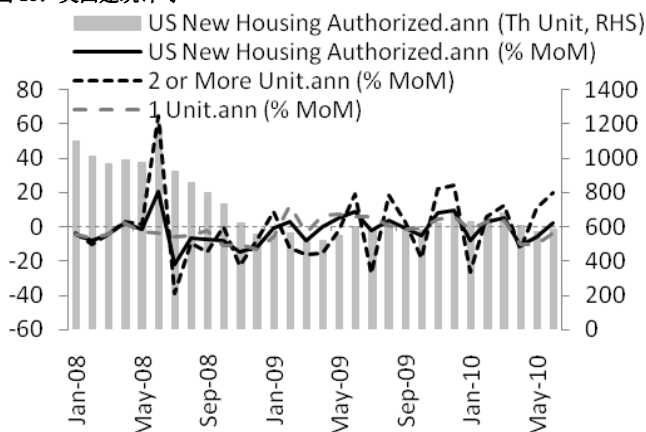


数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

图 15: 美国建筑许可



数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券



数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

附表 1: 美联储 6 月货币政策纪要中对经济的预测

	Central Tendency				Range			
	2010	2011	2012	Long run	2010	2011	2012	Long run
GDP	3.0 to 3.5	3.5 to 4.2	3.5 to 4.5	2.5 to 2.8	2.9 to 3.8	2.9 to 4.5	2.8 to 5.0	2.4 to 3.0
4 月预测	3.2 to 3.7	3.4 to 4.5	3.5 to 4.5	2.5 to 2.8	2.7 to 4.0	3.0 to 4.6	2.8 to 5.0	2.4 to 3.0
失业率	9.2 to 9.5	8.3 to 8.7	7.1 to 7.5	5.0 to 5.3	9.0 to 9.9	7.6 to 8.9	6.8 to 7.9	5.0 to 6.3
4 月预测	9.1 to 9.5	8.1 to 8.5	6.6 to 7.5	5.0 to 5.3	8.6 to 9.7	7.2 to 8.7	6.4 to 7.7	5.0 to 6.3
PCE 通胀	1.0 to 1.1	1.1 to 1.6	1.0 to 1.7	1.7 to 2.0	0.9 to 1.8	0.8 to 2.4	0.5 to 2.2	1.5 to 2.0
4 月预测	1.2 to 1.5	1.1 to 1.9	1.2 to 2.0	1.7 to 2.0	1.1 to 2.0	0.9 to 2.4	0.7 to 2.2	1.5 to 2.0
核心 PCE 通胀	0.8 to 1.0	0.9 to 1.3	1.0 to 1.5		0.7 to 1.5	0.6 to 2.4	0.4 to 2.2	
4 月预测	0.9 to 1.2	1.0 to 1.5	1.2 to 1.6		0.7 to 1.6	0.6 to 2.4	0.6 to 2.2	

数据来源: FED, 兴业证券

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍	电话: 021-38565916	Email: dengyp@xyzq.com.cn
盛英君	电话: 021-38565938	Email: shengyj@xyzq.com.cn
姜 洋	电话: 021-38565910	Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华	电话: 021-38565933	Email: hanyh@xyzq.com.cn
朱圣诞	电话: 010-66290197	Email: zhusd@xyzq.com.cn
肖 霞	电话: 010-66290200	Email: xiaoxia@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

王远洋	电话: 0755-23995177	Email: wangyuanyang@xyzq.com.cn
朱元戔	电话: 021-38565941	Email: zhuyy@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司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。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。