

全球经济放缓，2011 出口难言乐观

基本结论

- 尽管二季度欧元区 GDP 环比大幅增长 1%，其中德国的经济增幅更是高达 2.2%，印证了我们在中期策略报告《相似的 90 年代、而非 2008》的观点，但我们预计未来欧洲经济放缓明显，经济和金融市场不确定性将超过美国。
 - 短期看，我们认为欧洲经济将在四季度和明年出现明显的周期性回落。
 - 从历史来看，美国经济复苏大约领先欧元区一个季度，这在前瞻性指标 PMI 和去库存变化中均是如此，在美国 2 季度库存对 GDP 贡献见高点后，我们预计未来库存对欧洲经济拉动作用趋弱；
 - 在外需热和内需冷的经济增长结构下，欧洲经济回落当是自然。一方面，我们观察到以 BRIC 为代表的新兴市场国内进口、工业生产出现了明显回落，这将使欧洲出口引擎熄火；另一方面，信贷紧缩、收入增长缓慢和高失业率使得消费难以上行，而财政紧缩计划同样制约政府支出扩张空间。
 - 在经济减速之际，市场可能会重新关注欧洲边缘国主权债务情况，尤其是高赤字率的希腊、爱尔兰等国。欧元区各国目前在应对国内低迷经济、区内救助和利益协调上的波折或加剧金融市场的不确定性。
 - 从资产价格角度来看，目前国际市场对美国经济放缓有比较充分的认识，但目前汇率、股票等风险资产价格中并没有包含欧洲经济下滑和主权债务危机可能重燃的预期。因此美元指数仍将上行至 85—87，欧元汇率回落至 1.20—1.25。
 - 在全球经济放缓之时，我们预计 2011 年中国出口增速回落至 13% 左右，相对发达国家的名义有效汇率升值，低的全球经济增长率是主要原因。
 - 结合明年对出口的判断，我们预计人民币未来升值动力不足，原因如下：第一，海外市场前景不稳定；第二，美元升值和全球工业生产需求下降，拉低大宗商品价格，输入型通货膨胀压力不大；第三，人民币汇率更多关注名义有效汇率，欧元的贬值使人民币升值空间不大。
- 我们判断，今年全年人民币升值幅度不超过 2%，明年上半年的升值幅度也比较有限。

- 美国经济数据近期出现全面的回落，房地产、工业生产和私人消费均是如此。
- 从政策取向看，伯南克在 Jackson Hole 峰会讨论了 Fed 在未来可能扩大量化宽松货币政策工具：如扩大资产购买规模；降低银行超额准备金利率；进一步软化议息会议声明措辞、稳定市场预期；提高通胀容忍度，将中期通胀目标提高等。我们认为考虑到短期 10 年期国债利率上行空间有限，Fed 进一步 QE 是渐进的：使市场相信其宽松货币政策的长期性、降低超额准备金利率，促使银行向私人主体放贷应是首选；扩大资产规模需视未来经济增长、通缩程度而定；明确扩大通胀容忍区间，似不可能，因其会损害美元价值稳定和 Fed 反通胀声誉。
- 特别感谢：感谢崔长峰博士对本文写作的帮助

曹阳 联系人
(8621)61038299
caoyang@gjzq.com.cn

李治平 联系人
(8621)61038205
lizhip@gjzq.com.cn

付雷 分析师 SAC 执业编号：S1130210080005
(8621)61038324
ful@gjzq.com.cn

刘刚 分析师 SAC 执业编号：S1130209030282

内容目录

二季度欧元区 GDP 或是高点，但或昙花一现	3
我们对欧洲经济前景看法悲观	4
中国 2011 出口难言乐观，人民币升值幅度有限	10
美国经济，经济数据回落与宽松政策的延续	12
附录：对未来美国和欧洲的经济预测	17

图表目录

图表 1：德国引领的欧元区经济反弹	4
图表 2：欧元区 PMI 滞后美国约一个季度	4
图表 3：美国的库存周期领先欧元区一个季度	5
图表 4：化学和基础药品新订单变化	5
图表 5：计算机和电子行业新订单变化	5
图表 6：机器与设备新订单变化	5
图表 7：汽车和各类交运设备新订单变化	5
图表 8：新兴市场占德国出口比重增加	6
图表 9：新兴市场是德国出口恢复的重要动力	6
图表 10：美国可支配收入增长缓慢	7
图表 11：美国储蓄率大幅上升	7
图表 12：BRIC 进口增速出现回落	7
图表 13：BRIC 工业生产增速出现回落	7
图表 14：欧元区零售销售难以大幅度回升	8
图表 15：欧元区家庭财富增长相对缓慢（十亿欧元）	8
图表 16：除德国外其他欧元区国家失业率依然高企	9
图表 17：欧元区信贷紧缩依然很严重（十亿欧元）	9
图表 18：欧元区国家债务情况统计	10
图表 19：欧元区各国可能的政治动荡	10
图表 20：中国出口增长率与全球经济联系紧密	11
图表 21：中国出口增速与名义有效汇率联系紧密	11
图表 22：计量经济回归主要结果	11
图表 23：人民币名义有效汇率在 7 月比较明显贬值	12
图表 24：1 年期 NDF 对人民币升值预期减弱	12
图表 25：二季度美国 GDP 下修至增长 1.6%	13
图表 26：存屋销售环比增长率大幅回落	14

图表 27：新屋销售环比增长率大幅回落.....	14
图表 28：耐用品订单增速低于市场预期.....	14
图表 29：工业生产增速将放缓.....	14
图表 30：消费者信心指数仍处低位，个人支出难以大幅上行.....	14
图表 31：对海外主要经济体经济数据预测.....	18

二季度欧元区 GDP 或是高点，但或昙花一现

相比前期的 0.2%，二季度欧元区 GDP 环比大幅增长 1%。其中德国无疑是最大亮点，其经济增幅高达 2.2%，成为引领区内经济增长的最主要动力。这也印证了我们在中期策略报告《相似的 90 年代、而非 2008》的观点。

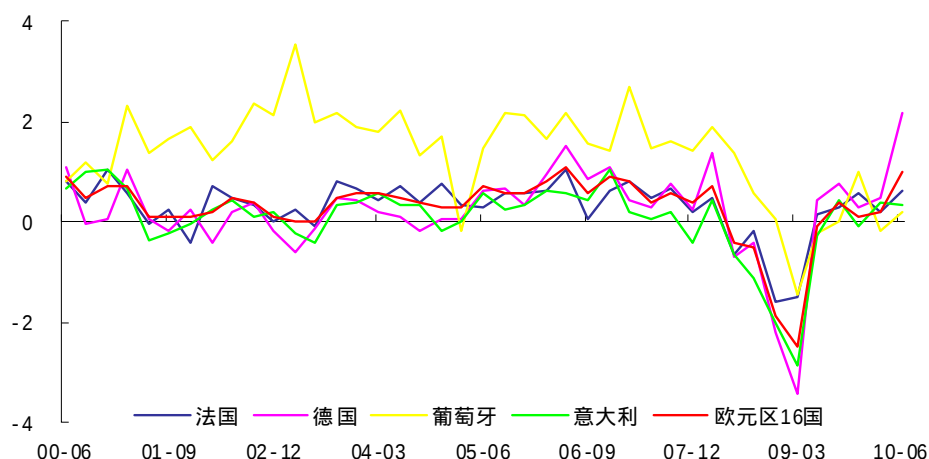
反观其他国家，经济分化依然严重，葡萄牙、意大利等边缘国的复苏依然缓慢，即使是法国，经济增速也仅为 0.6%。

前瞻地看，我们对欧洲经济看法悲观，其经济回落的幅度以及再次发生金融动荡的概率或可能超过美国。

短期看，欧洲经济将在四季度和明年出现明显的周期性回落。其中，再库存周期的结束，外围经济、尤其是新兴经济体增长趋缓对区内工业生产拉动作用的降低，信贷紧缩和区内内需难以改观等将是主要因素。

从长期看，紧缩财政、区内调整成本、国家内部社会福利削减等政治协调困境亦会压制欧元区经济表现。

图表1：德国引领的欧元区经济反弹



来源：国金证券研究所

我们对欧洲经济前景看法悲观

■ 再库存对欧洲经济拉动作用将趋弱

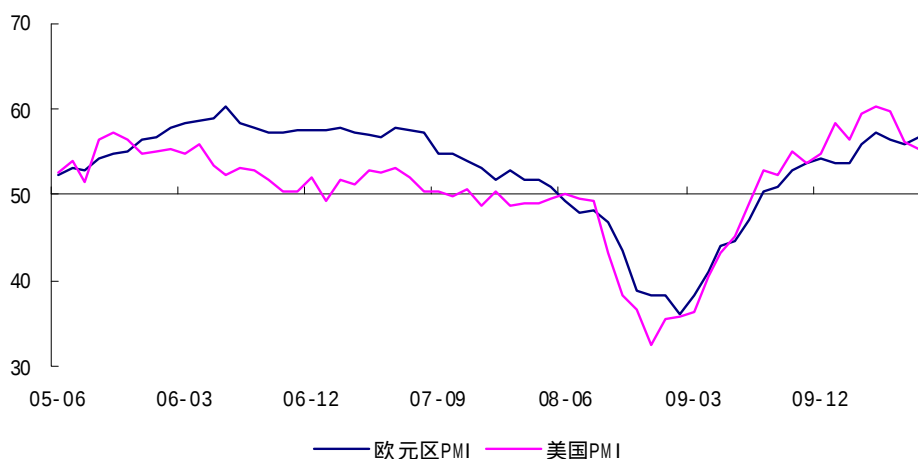
我们的研究发现，美国的经济复苏大约领先欧元区一个季度，这在前瞻性指标 PMI 和去库存变化中均是如此。

观察两国的综合 PMI 指数变化，美国在 07、08 和 09 年初大多领先欧元区一个季度。库存变动的情况也大致如此。

我们猜测其中的原因可能如下：第一，在经济危机前，美国是消费型社会，因其消费占 GDP70%以上，美国国内经济繁荣，消费增加，对新兴市场、欧元区商品需求提高，带来后者的经济上行；第二，在金融危机中，由于增量需求本身不多，汇率成为比较重要的因素，欧元汇率的变化部分左右了两国经济的景气度。

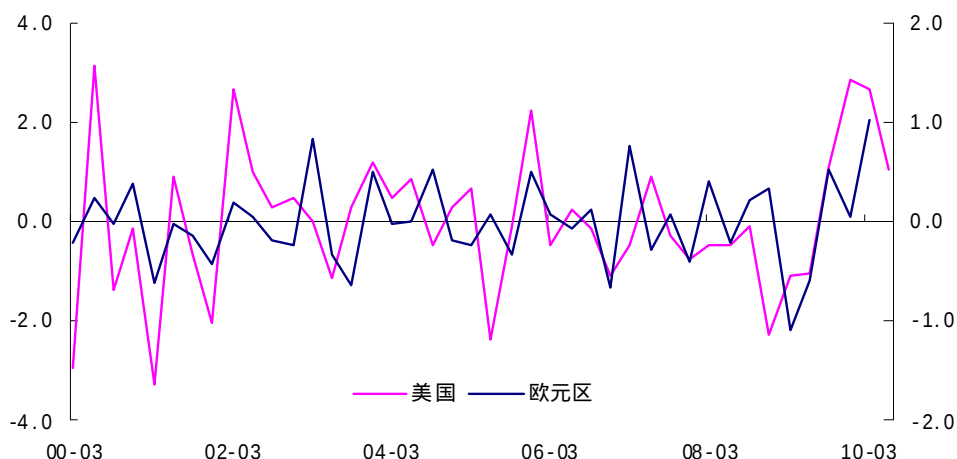
从这一点来看，我们判断未来欧洲的库存对经济增长拉动作用将逐季放缓。

图表2：欧元区 PMI 滞后美国约一个季度



来源：国金证券研究所

图表3：美国的库存周期领先欧元区一个季度



来源：国金证券研究所

■ 外需热和内需冷，在新兴市场放缓后，欧洲经济增长难持续

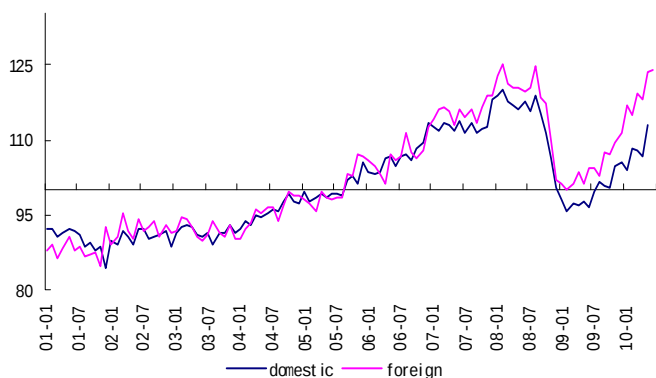
全球经济放缓，将大幅降低出口对欧洲经济的拉动力

我们分行业考察了欧元区新订单变化情况（数据截止 5、6 两个月、2005=100），发现主导其区内经济复苏的动力来源于外需，而非内生性增长。

我们发现从内需看，机器设备和交运汽车等主要行业没有明显改观，机器和设备的改善也比较有限。

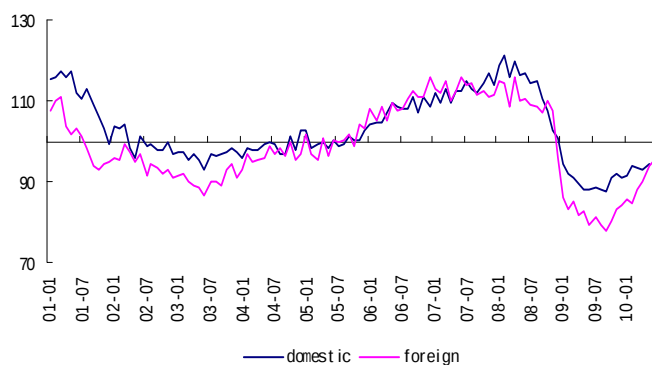
反观外需，相对改善明显，对于汽车、计算机、电子行业、化学和基础药品尤为如此。根据 Economist 的数据，德国出口到新兴市场富裕消费者的汽车大幅增长，1—7 月对中国的出口就达到 3 倍，对印度的超过 2 倍，其他诸如宝马、大众等品牌也大致如此。

图表4：化学和基础药品新订单变化

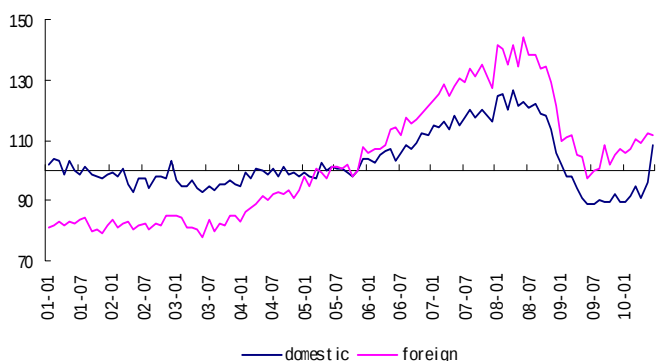


来源：国金证券研究所

图表5：计算机和电子行业新订单变化

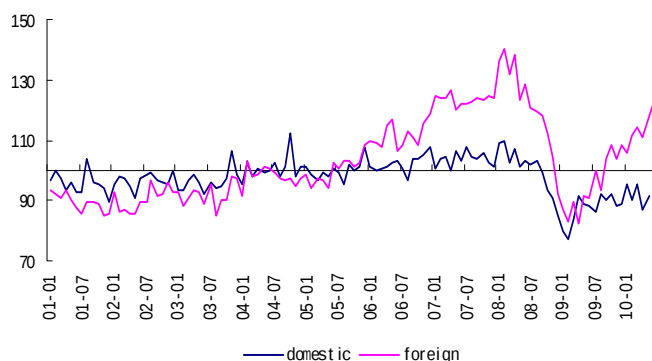


图表6：机器与设备新订单变化



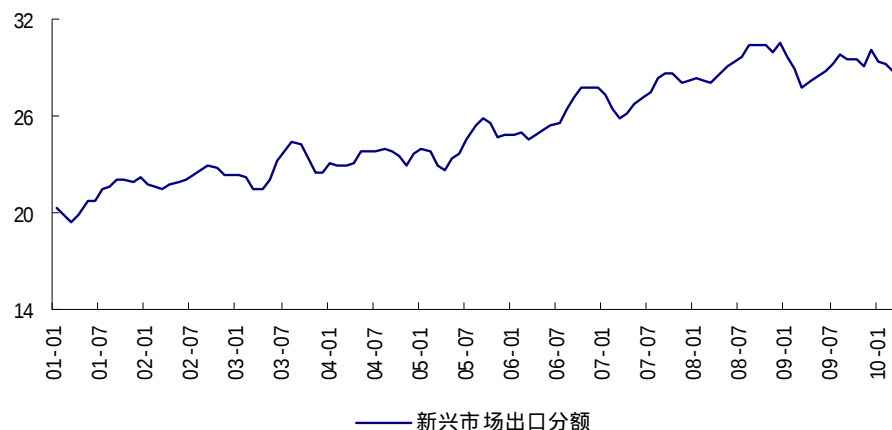
来源：国金证券研究所

图表7：汽车和各类交运设备新订单变化



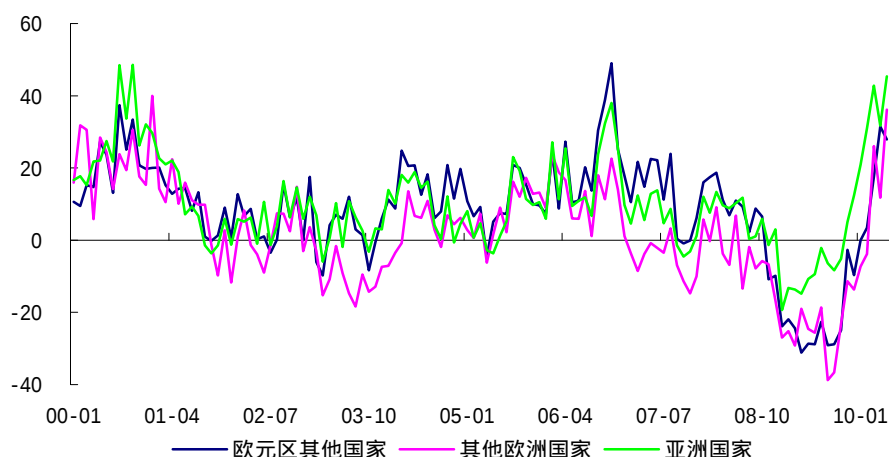
我们从驱动德国经济增长的因素中也印证了同样的结论。一方面，从市场份额看，2000年后新兴市场占德国出口比重不断上升，从20%增加到30%左右。另一方面，从增速来看，相比欧洲其他国家，新兴市场的反弹速度最早、增幅最大，5月的单月增幅达到45%以上。

图表8：新兴市场占德国出口比重增加



来源：国金证券研究所

图表9：新兴市场是德国出口恢复的重要动力

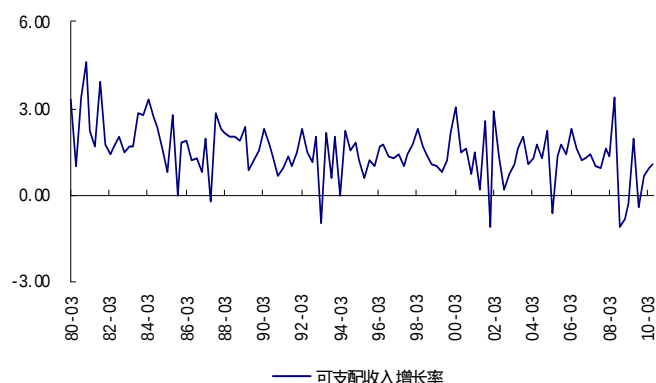


那么对于欧元区而言，外需在下半年的情况如何呢？我们的结论是很差，无论美国还是新兴市场均是如此，这也意味着德国、欧元区经济增长的主要引擎将熄火。

从美国来看，消费增长是欧元区的外需所在，目前和未来的情况都会不尽人意。在失业率高达9.5%的情况下，我们发现其可支配收入增长缓慢，而储蓄率大幅升高，由此，美国低速的消费增长很难提振欧元区的出口。

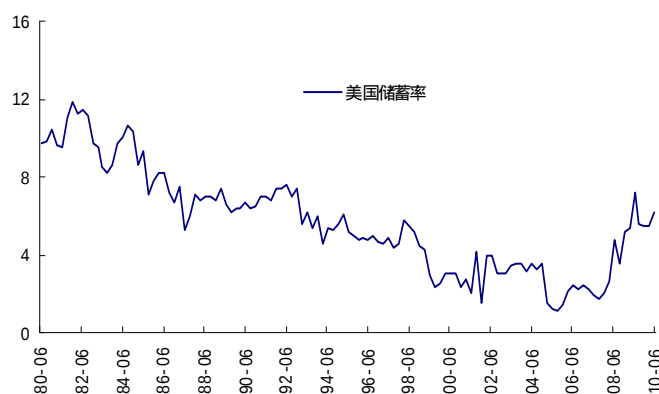
从新兴市场来看，其国内投资所需的机械设备、消费升级中的电子产品、汽车是欧元区、尤其是德国工业生产的主要构成。我们同样发现，近期BRIC的工业生产已经出现一定减速，其中巴西、中国和俄罗斯十分明显。此外二季度新兴市场的进口同比增速亦出现下滑，我们猜测这在未来会对前文提到的欧元区计算机、电子产品，机械设备的出口产生比较显著的负面影响。

图表10：美国可支配收入增长缓慢

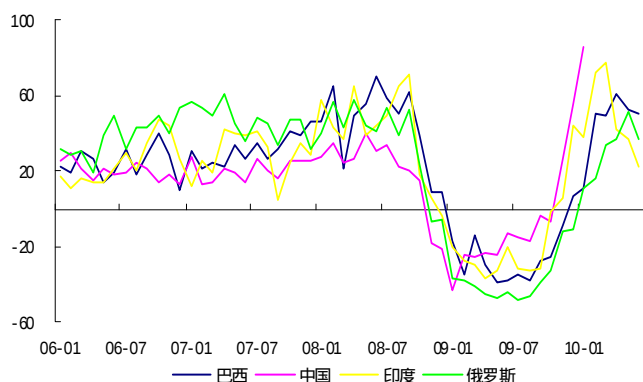


来源：国金证券研究所

图表11：美国储蓄率大幅上升

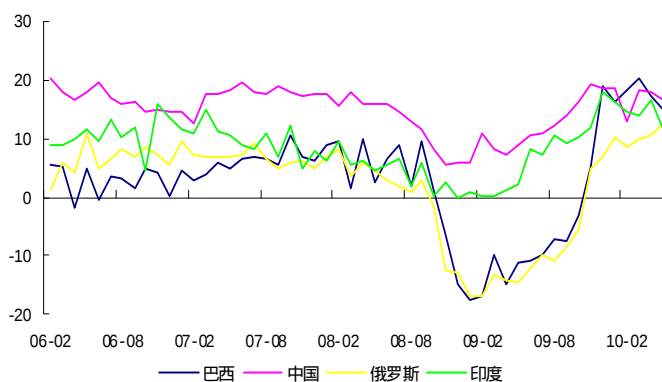


图表12：BRIC 进口增速出现回落



来源：国金证券研究所

图表13：BRIC 工业生产增速出现回落



信贷紧缩、收入下降，欧元区内需难有回升

底位徘徊的消费者信心，缓慢的财富增长，高失业率和难以缓解的信贷紧缩构成我们对于欧元区内需看法悲观的主要理由。

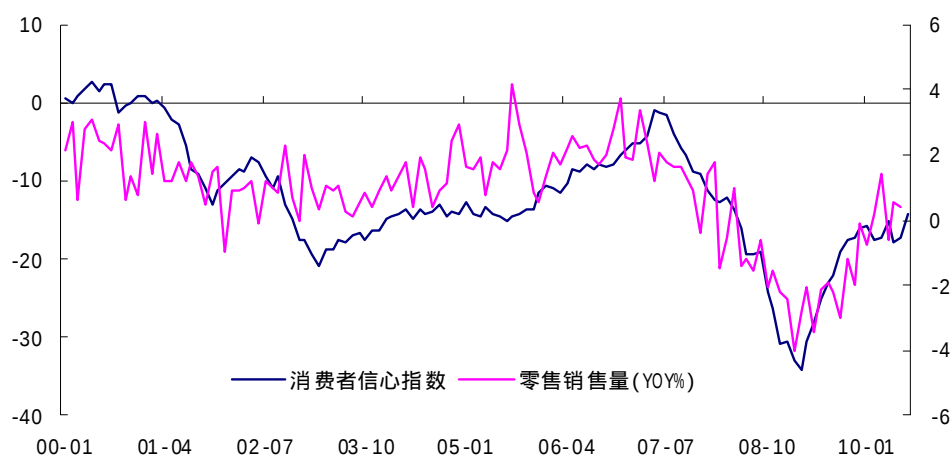
从欧元区居民的消费者信心来看，尽管其水平已较 08 年末最悲观时有所回升，但依然位于与 02 年经济衰退时相似的非常低的-14 的水平。我们亦发现其与零售同比增速有非常好的正相关联系，由此至少我们对未来欧洲消费恢复保持一分谨慎。

观察欧元区居民财富收入增长的变化，我们也可以发现其处于历史低位。从构成看，固定收益、权益类资产增加十分有限，但相比危机时其不必再大幅增持现金和存款。

失业率高企，同样将抑制居民收入上行，影响消费回升。我们认为相比美国，欧洲工会力量更为强大，刚性工资会延长劳动力市场调整的时间。

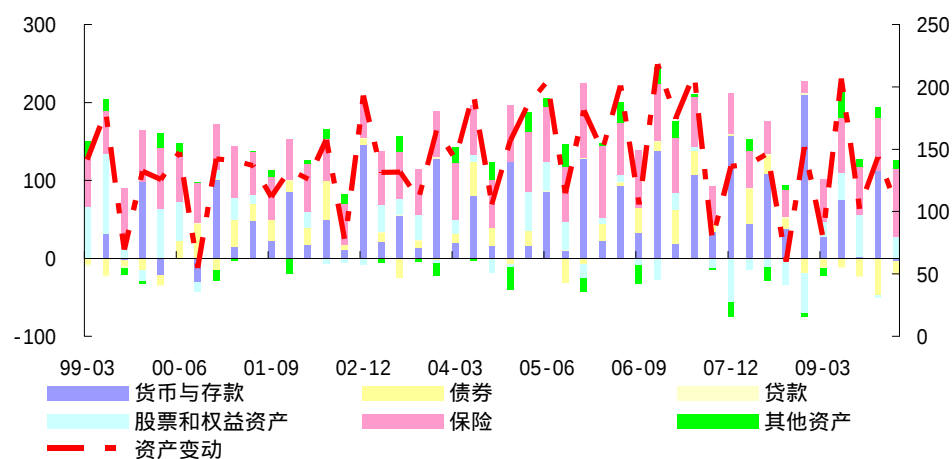
尽管在 7 月，欧洲 91 家银行大多成功通过了压力测试，但基于不明的经济前景、居民收入的不稳定性，其对居民消费信贷、非金融企业的新增贷款没有起色，因此信贷对经济复苏的支持也会十分有限。

图表14：欧元区零售销售难以大幅度回升



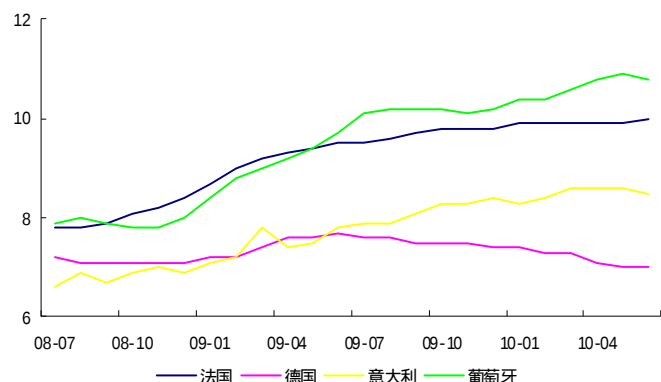
来源：国金证券研究所

图表15：欧元区家庭财富增长相对缓慢（十亿欧元）



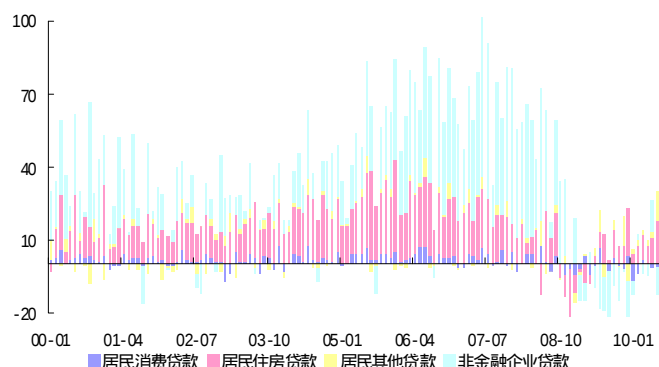
来源：国金证券研究所

图表16：除德国外其他欧元区国家失业率依然高企



来源：国金证券研究所

图表17：欧元区信贷紧缩依然很严重（十亿欧元）



■ 欧洲各国财政协调的分歧或增加金融市场的不稳定性

在四季度欧洲经济放缓之际，投资者可能会对其债务偿还忧虑重燃。各国政府同样面临艰难抉择。一方面，降低政府支出、增加税收和减少福利等削减赤字措施会降低国内总需求，加剧国内经济放缓压力；另一方面，在执行区内财政纪律、协调各国利益时，小国的机会主义行为可能再次引发市场对欧元稳定性的忧虑。

与债务率这一存量指标相比，我们觉得可控的赤字率更为重要：一方面，其有信号效应，赤字率的降低可以向市场传递比较正面的信息；另一方面，从动态来看，其降低可以使债务维持在可持续的水平上。从这一点判断，我们并不认为希腊、爱尔兰等国的主权债务风险已全部消除。

同时围绕经济低迷、财政紧缩，欧洲各国政局内部的不稳定性也有所增加。我们关注到，无论是中心国德国、还是外围国意大利、西班牙，其执政党都出现了一定问题，也会引发市场对于欧元稳定性的猜测，不能排除投机再次发生的可能性。

图表18：欧元区国家债务情况统计

国家	债务规模(百万美元)	5 年 CDS 点差	S&P	Moody	Fitch	赤字率	债务率
希腊	397,255	842.58	BB+	Ba1	BBB-	-13.6	113.4
爱尔兰	120,329	272.82	AA	Aa2	AA-	-14.3	57.7
葡萄牙	169,341	262.79	A-	A1	AA-	-9.4	76.9
西班牙	719,942	208.14	AA	Aaa	AA+	-11.2	53.2
意大利	1,947,634	182.4	A+	Aa2	AA-	-5.3	115.2
比利时	411,305	113.76	AA+	Aa1	AA+	-6	97.6
奥地利	268,539	83.84	AAA	Aaa	AAA	-3.4	69.3
法国	1,642,809	71.1	AAA	Aaa	AAA	-7.5	77.5
荷兰	419,298	48.77	AAA	--	AAA	-5.3	62.2
德国	1,860,022	43.94	AAA	Aaa	AAA	-3.3	72.1

来源：国金证券研究所

图表19：欧元区各国可能的政治动荡

德国	5 月对希腊的救助或影响总理默克尔的职业生涯，其领导的基督教民主联盟在 7 月地方选举落败，同时也失去了议会上院的控制权。目前，默克尔的民调支持率已经出现明显下滑
意大利	在 30 名人士宣布脱党，以及副部长被控腐败后，总理西尔维奥贝卢斯科尼领导的自由人民党失去了议会的主导席位，并在 9 月可能面临信任投票。截至目前，意大利举行新的选举可能性很大。
法国	法国总统萨科奇也卷入接受政治捐助的财政丑闻事件，而先前其就职时曾宣称一个廉洁的新时代将会到来。市场认为上述事件可能对其推行非常不受国民欢迎的紧缩政策产生新的阻力。
西班牙	全国最关注的是疲软的经济，其国内失业率高达 20%。首相萨帕特罗的执政联盟能否继续延续取决于另两个合作政党。在 10 月和 11 月举行的地区选举之前，后者都希望政府在区域自治问题上妥协，而这是首相领导的社会党所反对的。合作政党还希望政府在劳动法和社会事业方面进行更多和更深入的改革，因此他们可能倒向反对派人民党领袖马里亚诺·拉霍伊，而后者在最近的民意调查中超过了萨帕特罗。

来源：国金证券研究所

中国 2011 出口难言乐观，人民币升值幅度有限

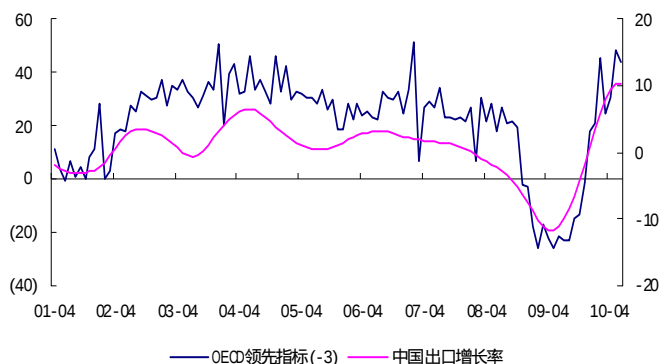
■ 外需回落，2011 年中国出口增速放缓至 13% 左右

根据先前的分析，四季度和明年上半年，美国和欧洲经济继续大幅放缓将是大概率事件，由于对欧、美的出口占中国出口总量的 40% 左右，加之其他新兴市场经济增速也会放缓，我们预计，四季度出口增速回落明显，明年全年增速在 13% 左右。

我们选取 OECD 领先指标、名义有效汇率分别作为需求、产品价格竞争力的指标进行分析，从历史上看，上述指标与出口有很好的拟合关系。

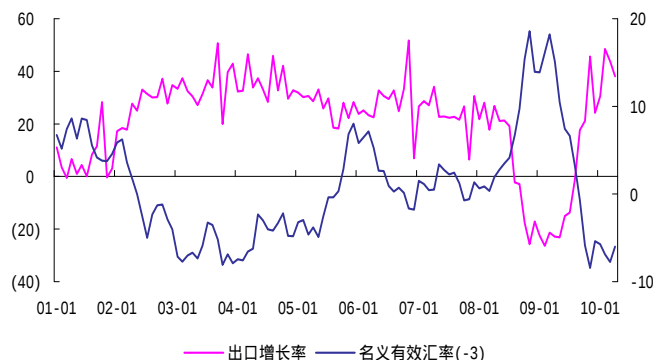
我们的回归模型显示，从需求看，弹性大约为 1.65%，而以名义有效汇率衡量的价格弹性为-1.23%，2001 年“互联网泡沫”破裂（当时欧洲经济同样大幅放缓）、2008 年“次贷危机”对出口亦有显著的负面影响。

图表20：中国出口增长率与全球经济联系紧密



来源：国金证券研究所

图表21：中国出口增速与名义有效汇率联系紧密



图表22：计量经济回归主要结果

变量	系数	P 值
常数	24.08	0.00
OECD(-3)	1.65	0.00
名义有效汇率(-3)	-1.23	0.00
金融危机	-6.11	0.00
调整 R 平方	0.80	
D-W 值	1.83	

来源：国金证券研究所

展望明年，我们认为明年全球经济难以恢复到高增长水平，结合 2001 年全球经济在“互联网”泡沫破裂后的经验，考虑名义有效汇率在 3%—7% 的升值幅度（因发达国家通缩风险增加，而中国通胀在 3% 左右，名义升值至多 4%），则我们对明年出口增长率的估计在 10%—15% 的水平，中值大约为 13%。

人民币名义有效汇率变化

	2	3	4	5	6	7
OECD 领先指标变化	-0.8	12.96	11.73	10.5	9.27	8.04
	-0.4	13.62	12.39	11.16	9.93	8.7
	0	14.28	13.05	11.82	10.59	9.36
	0.4	14.94	13.71	12.48	11.25	10.02
	0.8	15.6	14.37	13.14	11.91	10.68
	1.2	16.26	15.03	13.8	12.57	11.34
	1.6	16.92	15.69	14.46	13.23	12

■ 美元指数上行至 85 以上，未来人民币升值幅度有限

从资产价格角度来看，目前国际市场对美国经济放缓有比较充分的认识，但目前汇率、股票等风险资产价格中并没有包含欧洲经济下滑和主权债务危机可能重燃的预期。

因此未来 3—6 个月，相比美国经济在私营部门就业增加和收入缓慢提高中实现小幅正增长而言，欧元区经济的下行风险和金融市场不确定性更大，因此美元有望保持强势，美元指数上行至 85—87，欧元则贬值至 1.20—1.25 区间。

在此判断基础上，我们认为人民币升值动力不足：第一，海外市场前景不稳定；第二，美元升值和全球工业生产需求下降，拉低大宗商品价格，输入型通货膨胀压力不大；第三，人民币汇率更多关注名义有效汇率，欧元的贬值使人民币升值空间不大。我们判断全年人民币升值幅度不超过 2%，明年上半年的升值幅度也比较有限。

图表23：人民币名义有效汇率在7月比较明显贬值



来源：国金证券研究所

图表24：1年期NDF对人民币升值预期减弱



美国经济，经济数据回落与宽松政策的延续

二季度美国 GDP 下修至增长 1.6%

周五，美国商务部发布 2 季度 GDP 修正数据，从原先的增长 2.4%下修至 1.6%，高于市场预期的 1.3%。

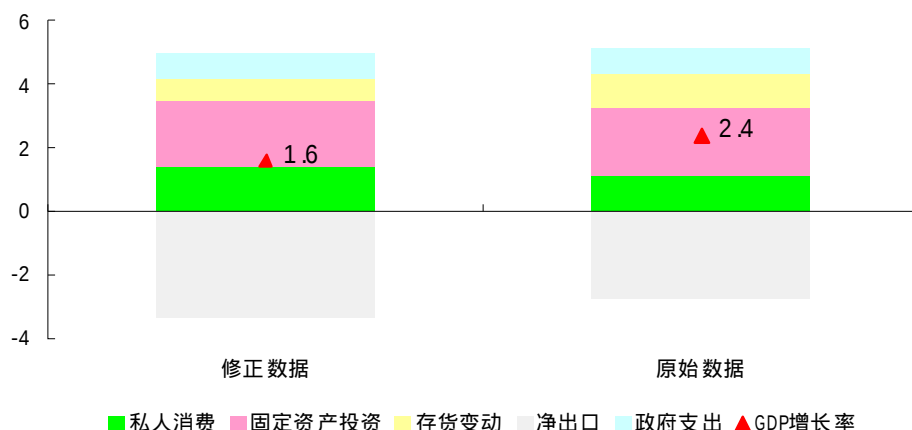
- **贸易逆差和存货变动是本次修正的主要影响因素。**前者对 GDP 增长的贡献从-2.78%修正为-3.37%，这主要由于 6 月美国贸易逆差扩大至 499 亿美元所至；存货贡献从 1.05%减少到 0.63%，反映再库存对经济拉动作用已在 2 季度减弱。
- **前瞻地看，我们认为本次 GDP 下修对 3 季度美国经济增速影响较为积极。**

第一，消费对 GDP 贡献得到小幅上修。消费增长达到 2%，高于先前的 1.6%，对 GDP 拉动约 1.4%。私人支出的稳定增长在下半年将成为防止经济二次探底的主要动力。

第二，虽然库存对 GDP 拉动作用减弱，但也意味着下半年美国再次“去库存”压力减轻。新兴市场需求、四季度国内圣诞假期销售有望使其对 GDP 依然维持小幅正贡献，至少不会大幅拉低经济增速。

第三，随着美国经济放缓、个人、企业对海外商品需求将减弱，贸易逆差的程度在下半年有望收窄，其对 GDP 贡献亦会有所改善。
- **根据以上判断，尽管未来经济面临挑战，但我们依然维持美国三季度经济增速在 1.5%—1.8%的判断，其增长的动力将切换为提高消费并降低对外依赖。**

图表25：二季度美国GDP下修至增长1.6%



来源：国金证券研究所

美国经济数据走软，复苏之路面临挑战

本周，美国经济数据出现全面走弱，在房地产、工业生产和私人消费领域均是如此，下半年经济增长面临较大挑战。

- **美国房地产市场全面走弱。**在 4 月美国政府 8000 美元首次购房补贴到期后，促使新房、成屋销售大幅回落。

7 月成屋销售年率仅为 383 万套，环比降幅达到 27.2%，新屋销售 27.6 万套，环比降幅 12.4%。

房屋销售疲弱导致的去化周期提高、较高的止赎率均会带来供给上行，这将带来房价下行压力增加，私人财富净值减少。因此我们认为在信贷紧缩、收入滞缓时，未来一段时间难以看到房地产市场趋势性复苏的希望。

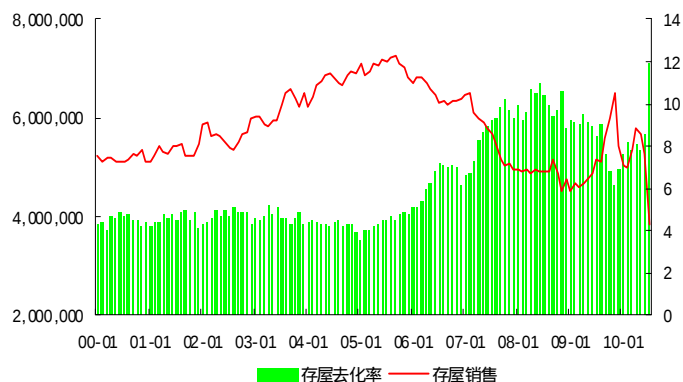
- **耐用品订单增速低于预期，未来工业生产增速放缓。**7 月耐用品订单环比增速仅为 0.3%，去除交运订单减少了 3.8%，远低于市场预期。

先行指标联储制造业指数亦显示未来美国工业生产放缓，这将减少制造业对失业人员的吸纳，并影响未来企业利润的上行。

- **消费者信心指数处于低位，消费增长难以大幅上行。**周五公布的密歇根消费指数为 68.9，高于上月的 67.8，但低于预期的 69.6。

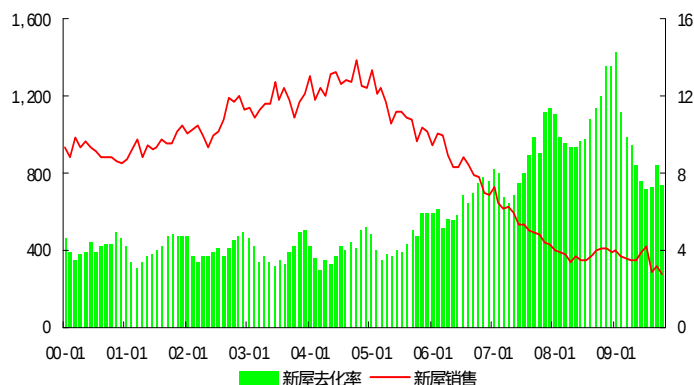
我们发现该指数变化与个人支出联系紧密，而私人消费占到美国 GDP 的 70%，消费者信心的缓慢提高，将有望对下半年美国经济增长提供一定支撑，尽管受制于 9.5% 的失业率和资产缩水，消费增幅比较有限。

图表26：存屋销售环比增长率大幅回落

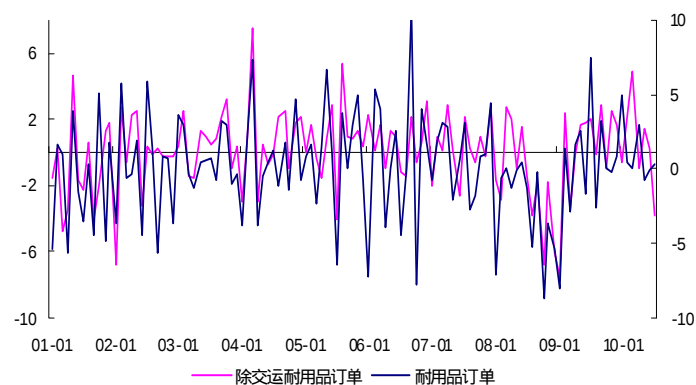


来源：国金证券研究所

图表27：新屋销售环比增长率大幅回落



图表28：耐用品订单增速低于市场预期

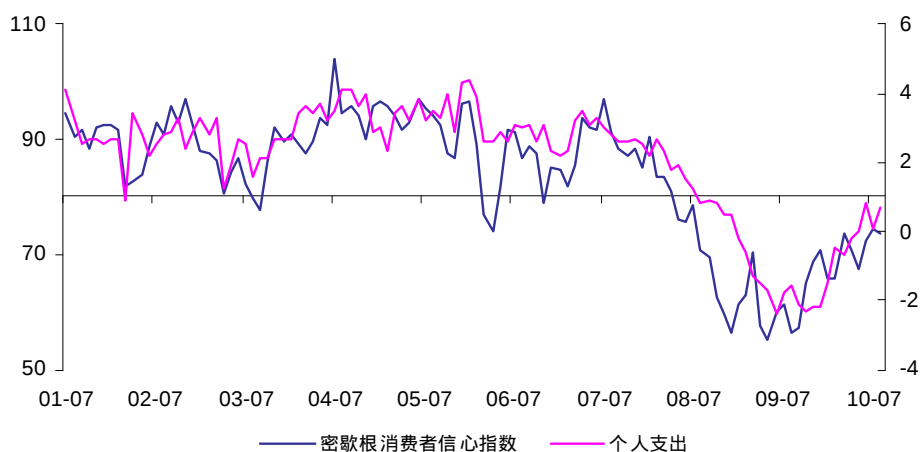


来源：国金证券研究所

图表29：工业生产增速将放缓



图表30：消费者信心指数仍处低位，个人支出难以大幅上行



来源：国金证券研究所

未来经济增长仍需政策扶持

上周五，伯南克在美国怀俄明州 Jackson Hole 举行的峰会对美国经济前景、未来货币政策走向进行了展望，我们对其观点大致概括如下：

■ 美国经济前景评估—增长引擎的切换

伯南克指出，在政策扶持下，全球金融市场重拾信心、扩张的财政政策、强有力的存货周期调整、全球贸易复苏和信贷条件改善促进了增长。**未来需要消费、投资在内的私人需求扩张引领经济增长，目前美国处于切换的关键时刻。**

■ 私人消费依赖于就业市场改善和房地产市场稳定

目前私人储蓄率达到 6% 以上。一方面反映居民对经济前景依然谨慎，另一方面上修的储蓄率有助于家庭资产负债表改善，并在信贷改善时促进支出增长。

房地产市场低迷，依然制约个人消费，但低房价、低利率将提高购买力，为需求形成支撑。

从房地产投资角度看，依然将受制于高止赎和空置率、居民抵押信贷的低可得性等因素。

■ 私人投资增长依赖于信贷市场改善

Fed 指出，目前美国企业融资环境出现结构性分化，大企业信贷条件改善，而小企业依然面临困境。

一方面，大企业受益于直接融资市场的改善，目前其拥有大量现金储备，对未来生产的扩张将取决于需求，而非信贷成本。

另一方面，由于小企业依然大量依赖银行信贷，其融资环境尚没有明显改善。Fed 将与其他监管机构合作，为小企业改善信贷环境。

■ 出口增长会促进美国商品生产，净出口对 GDP 拉动将改善

改善的出口市场成为引领美国制造业复速的动力，二季度贸易逆差扩张或为临时性因素所致，未来数季度净出口对 GDP 贡献将接近 0，相对目前有所改善。

■ Fed 认为短期经济放缓，2011 有望加速增长

整体而言，美国生产和就业将在未来数月放缓，私人消费和房地产市场的改善低于先前预期。由于家庭部门仍在致力资产负债表修复，消费增长缓慢，但经济依然会维持低速增长。

2011 年经济增长前景依然有望加速，部分由于欧债危机缓解和当地银行体系改善，国内货币政策、金融条件宽松，银行资产负债表改善而带来的信贷投放亦有利于经济增长。

2011 年，消费、投资仍有望上行，前者在于收入增长、信贷可得性提高，后者在于需求上行和设备更新、低融资成本和良好资产负债情况推动。

州与地方政府财政仍有一定压力，但税收增加、支出减少或降低财政困境，政府刺激将逐步、渐进退出。

目前时点，物价水平稳定，大幅通胀、通缩风险都不大。

■ 美联储未来可能使用的政策手段和效果评估

伯南克指出，始自 2009 年春的资产购买计划，通过资产组合渠道改善了市场运作，并成功压低了长端利率。

Fed 政策操作的前提假设在于不同类别资产的不完全替代性，其对机构债、抵押债和国债购买降低了类似资产的收益率，促使私人投资者买入类似风险和久期的资产，如长期、高等级企业债，从而成功影响降低企业发债的融资成本。由于政策效果更多基于“存量组合”(stock view)，而非“流量观点(flow view)，3 月政策到期后，对长端利率和利差负面影响微弱。

目前随着经济转弱、长端利率下降导致抵押贷款再融资活动的增加，Fed 资产负债表中 MBS 债券规模加速缩水，据估算：至 2011 年底，其与机构债合计到期规模约为 4000 亿。因此 Fed 将通过把到期的机构债本息再投资于国债，以有效压低长期利率的方法，保持资产负债规模。

伯南克表示，将根据经济情况变化，权衡经济增长与物价稳定，通过非常规手段等扩大量化宽松政策规模，其可能采取的政策工具主要如下：

■ 增加资产购买规模，继续推行量化宽松政策

优点：09 年 3 月起的措施，有效降低长期资产溢价，降低私人信贷市场成本；有助于稳定经济和促进复苏；未来的长期资产购买将进一步使信贷条件变得更为宽松；

缺点：第一，难以定量评估对信贷条件的改善程度。该政策在市场缺乏流动性和期限升水很高时效率最高，但目前金融环境下难以评估资产购买定量效果，并增加了校准和传递政策信号的困难；

第二，额外的资产购买可能降低公众对未来 Fed 适时回收流动性的可信性，并增加通胀预期。但考虑到 Fed 有足够促使政策正常化的工具，并向公众传递可信性强的信号，稳定通胀预期是可以做到的，Fed 有能力保持政策的灵活性。

■ 进一步软化议息会议声明措辞，使市场增加对金融信贷环境放松预期

优点：通过将“根据经济环境变化，将低利率维持相对长时间”改为“将低利率维持到相对市场预期的更长时间”来降低长端资产利率；

缺点：由于缺少明晰的框架，政策传递的可信性和有效性可能不足。

■ 降低存款准备金利率，促使商业银行向私营部门放贷

优点：目前超额准备金利率为 25 个基点，可降至 10 个基点甚至是 0，这将促使银行向私营部门放贷、参与短期货币市场交易，进一步压底短端利率，促进信贷和货币扩张；

缺点：由于目前联邦基金利率仅为 15—20 个基点，该政策对进一步压低短端利率空间有限；对于长期利率影响更为有限；降低的短端利率，降低了对参与者和做市商的吸引力，或使联邦基金利率市场的流动性降低，不利于该市场的长期稳定。

■ 增加通货膨胀容忍度，将中期通胀目标定在高于价格稳定水平之上

优点：该政策在长期的通货紧缩使公众对央行控制价格稳定能力信心不足时比较有效，极端的措施可以改变市场预期。一度的高通胀，作为对先前通缩利益的补偿，可以促使商业银行有信心与债务人签订长期合约（因长期通缩不利于债权人利益）

缺点：提高通胀预期成本较高。不稳定的预期影响企业、个人签订长期契约的动力；影响 Fed 维护物价稳定的声誉；通胀风险带来资产价格的风险溢价上行，亦会促使商品和外汇市场波动。

■ 我们的观点

■ 美国 10 年期国债收益率短期上行有限

目前美国 10 年期国债收益率大约在 2.5%，且收益率曲线呈现扁平化特征。基于如下理由，我们认为年底长债利率上行空间有限，这也使 Fed 货币政策再度宽松未必激进。

第一，低的长端利率反映美国经济走弱、通缩风险加大的预期，这在短期不会改变；第二，目前美国债务率整体可控，今年赤字率大约在 9.1%，机构大幅抛售美债可能性不大；第三，欧元区主权债务可能仍有余震，近期爱尔兰与同期德债利差走高，反映投资者的不安，美债资金“安全港”作用仍将发挥；第四，美国国债市场深度、流动性依然最佳，美元作为国际结算、储备货币地位不会有很大改变，海外投资者、各国央行仍有动力配置美债。

■ 未来 Fed 货币政策未必激进，对风险资产价格提振有限

从当日资产价格表现看，风险偏好重燃，商品市场和股票市场对伯南克言论反应积极：铜上涨 1.85%、铝上涨 1.23%、锌上涨 2.14%，原油上涨 2.47%，标普指数上涨 1.66%，道指亦收复万点大关。

从未来政策取向看，我们认为 Fed 不会过度激进，因物价水平尚未失控，且债券、股票等直接融资市场运作良好。

我们认为，从短期看，Fed 根据经济情况变化，适时修改议息会议声明，强调低利率长期性更为可能，对资产购买亦可能在年末或明年年初就业市场无法改善、私人消费低迷或金融市场国债收益率大幅上行时进行。

尽管 IMF 首席经济学家布兰查德（Olivier Blanchard）先前也提出将通胀目标从 2%提高到 4%，以应对目前信贷危机。但我们认为 Fed 明确提高通胀容忍度并不可能，因这会引发美元危机，危及美元作为国际计价、清偿和储备货币地位。如提高的大宗商品价格会增加全球通胀压力，新兴市场亦会抛售美元计价国债等资产，恶化美国外部融资环境，并造成全球金融市场波动。

附录：对未来美国和欧洲的经济预测

图表31：对海外主要经济体经济数据预测

指标		Q3 09	Q4 09	Q1 10	Q2 10	Q3 10	Q4 10	Q1 11	Q2 11	Q3 11	Q4 11
美国	实际 GDP (季环比季调年率)	1.6	5	3.7	1.6	1.5	1.3	1.6	1.8	2.2	2.2
	CPI (同比%)	-1.63	1.43	2.33	1.77	1.1	0.9	1	1.6	1.8	1.8
	核心 PCE (同比%)	1.32	1.69	1.77	1.47	1.2	1.1	1.2	1.3	1.4	1.4
	失业率 (%)	9.63	10.03	9.7	9.7	9.6	9.5	9.4	9.2	8.9	8.9
欧洲	实际 GDP (同比%)	-4.1	-2.1	0.6	1.7	1.3	0.8	0.8	1	1.2	1.2
	CPI (同比%)	-0.4	0.43	1.1	1.5	1.7	1.6	1.2	1.2	1.4	1.4
	失业率 (%)	9.7	9.8	9.93	10	10.1	10.1	10	10	9.9	9.9

来源：国金证券研究所

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 2805 室