

深度报告

2010 年 10 月 12 日

美联储即将推出第二轮量化宽松的货币政策

当前美联储内部对第二轮量化宽松货币政策存在分歧，但明确支持该政策的成员已过半数，结合上周五劳工部公布的 9 月非农就业数据明显低于预期，我们认为，在 11 月 2 日至 3 日的议息会议上，美联储推出第二轮量化宽松货币政策的可能性在 80% 以上。

我们认为美联储有较大可能采取先宣布购买总量（例如一万亿），然后在每次议息会议上决定会期内购买数量（例如 2000 亿）的分步购买策略。我们认为推出政策前的这段时间以及推出后的一段时间（即今年 11 月底之前），第二轮量化宽松的预期逐步加强及兑现推动大宗商品价格上涨和美元指数走软的可能性较大。

市场和公众会对第二轮量化宽松货币政策的实施效果进行观察，这将决定 11 月底后的大宗商品价格和美元指数走势。如果该政策能大幅降低长期国债收益率例如超过 30 个基点，那么市场对此反应将是积极，认为其带来的金融状况改善将有利于未来经济增长。如果该政策仅降低收益率 20 个基点甚至更少，那么市场将怀疑第二轮量化宽松货币政策的作用，加上今年四季度 GDP 增长率很可能创出新低，大宗商品价格会出现明显回落。

由于宽松货币政策对实体经济的传导具有数个月的滞后效应，它对 2011 年上半年前的美国经济走势影响很小。然而，宽松货币政策将逐步发挥效应，加上房地产市场去库存化进入尾声，我们对 2011 年下半年的美国经济给予较多期待。

对于中国而言，大宗商品价格的上扬会有利于有色等周期性板块。美元指数走软对中国的外贸而言也是好消息，虽然人民币对美元缓慢升值，但由于美元贬值，那么人民币对非美货币特别是欧元将维持汇率不变或贬值，有利于对欧盟的出口。

相关研究

美联储进一步宽松的货币政策渐行渐近
2010 年 9 月 27 日

对美联储 8 月份 FOMC 会议纪要的解读与评论
2010 年 9 月 1 日

对 8 月 27 日伯南克“经济形势和货币政策”讲话的解读与评论
2010 年 8 月 30 日

宏观经济高级分析师
SAC S0850203100099
李明亮
021-2321 9434
lml@htsec.com

联系人
高远
021-2321 9669
gaoy@htsec.com

目 录

1.第二轮量化宽松货币政策的经济与政策背景	3
1.1 就业和物价已严重偏离美联储的长期目标	3
1.2 财政捉襟见肘背景下的无奈	4
2.美联储 FOMC 成员大多支持第二轮数量宽松	5
3.对第二轮量化宽松的支持和反对理由的评价	6
3.1 支持理由.....	6
3.2 反对理由.....	6
3.3 我们的评价.....	7
4.第二轮量化宽松的实施步骤及其影响	7
4.1 可能的实施步骤及政策特征.....	7
4.2 对市场的影响.....	7

图 目 录

图 1 失业率居高不下 (%)	3
图 2 非农就业人数每月变化情况 (千人)	3
图 3 核心 CPI 同比和核心 PCE 物价指数同比已跌入历史低位 (%)	4
图 4 美国联邦政府负债率 (%)	4

表 目 录

表 1 按财年划分的经济刺激计划年度预算表 (十亿美元, 总计 7870 亿美元)	5
表 2 对美联储成员在第二轮量化宽松所持立场的统计	5
表 3 美联储 FOMC 候补成员 (无投票权) 的立场	5
表 4 美联储 FOMC 成员 (有投票权) 的立场	6

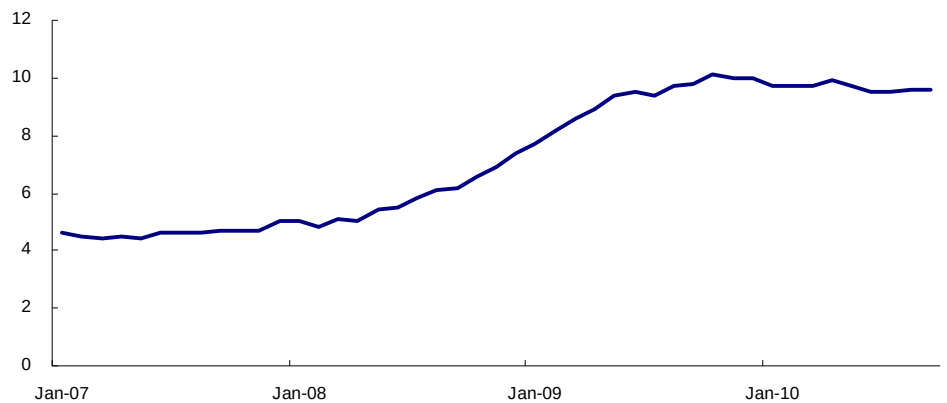
我们在8月底《对伯南克讲话的解读与评论》及9月底《美联储进一步宽松的货币政策渐行渐近》两篇报告中已经明确提示，进一步宽松的货币政策渐行渐近了。近期的一些新信息更加验证了我们之前的观点，本文我们对第二轮量化宽松货币政策的出台背景及概率进行详细的分析，并考察其影响

1. 第二轮量化宽松货币政策的经济与政策背景

1.1 就业和物价已严重偏离美联储的长期目标

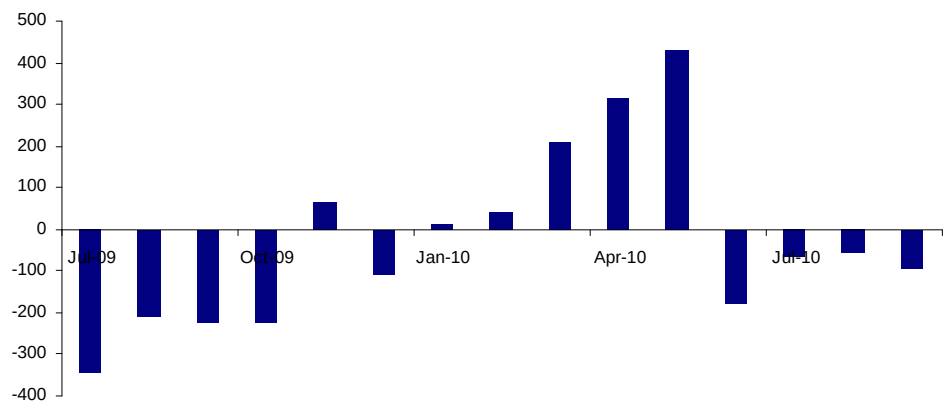
从美联储双重目标之一的就业最大化目标来看，当前居高不下的失业率令大多数美联储成员忧心忡忡（图1），非农就业人数已连续数月下降，9月份的就业数据更是明显低于市场的预期（图2）。据华盛顿邮报的 Neil Irwin 估算，美国经济年增长率达到6%，失业率才能在2012年末回到长期目标水平，而年增长率为3%，失业率要在2020年才回到长期目标水平，如果经济年增长率为2%，要回到5%的失业率长期目标是不可能的。在当前的低增长环境下，美联储难以实现就业最大化的目标，必然要采取行动尽力去纠正就业的偏离。

图1 失业率居高不下（%）



资料来源：CEIC, 海通证券研究所。

图2 非农就业人数每月变化情况（千人）



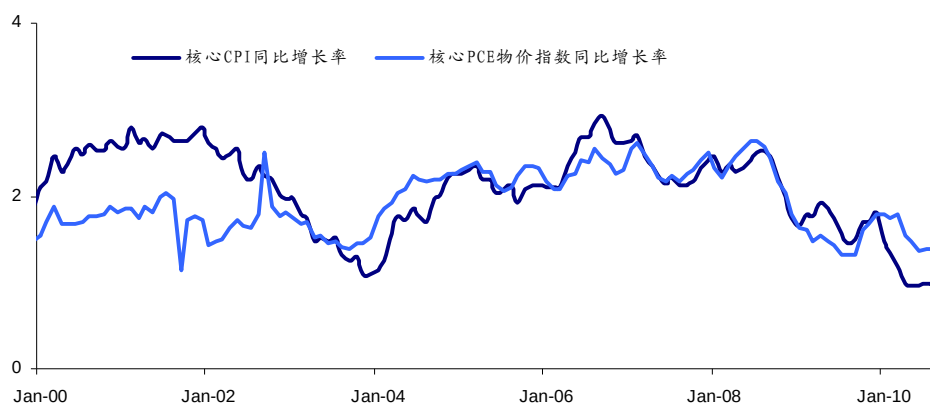
资料来源：CEIC, 海通证券研究所。

而从价格稳定目标来看，当前核心CPI和核心PCE物价指数均已跌入几十年来的

低位水平，这也超出了市场和美联储的预期。从图 3 中第一轮量化宽松的货币政策推出至今的走势来看，物价水平没有上升没有反而下降了，这是因为：一方面，银行的货币创造意愿相对于危机前大大下降了，美联储用货币资金购买了大量的国债，而银行将大量货币资金存放在美联储，货币资金并没有流入到实体经济当中，自然就不会提升物价水平；另一方面，当前仍然严重过剩的产能利用率仍对物价形成很大的掣肘。

物价持续低于合意水平且通缩风险增加使美联储认为有必要采取行动以实现价格稳定。

图 3 核心 CPI 同比和核心 PCE 物价指数同比已跌入历史低位 (%)

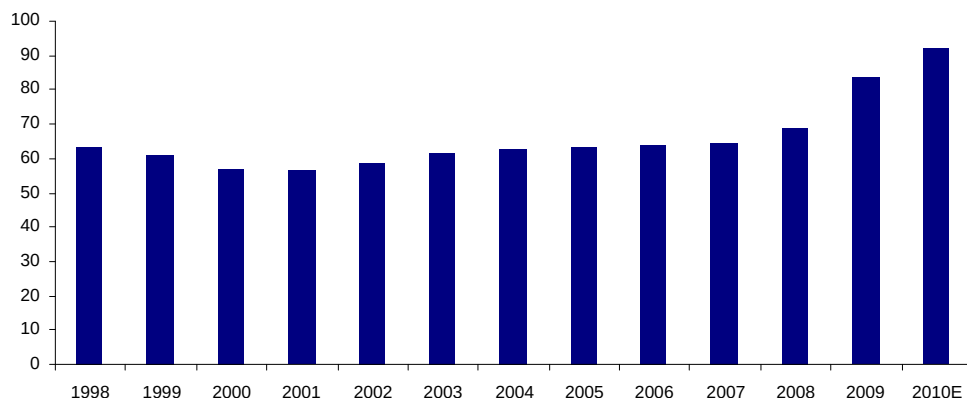


资料来源：St. Louis 联储,海通证券研究所。

1.2 财政捉襟见肘背景下的无奈

从经济政策的选择来看，虽然财政政策比货币政策见效快，但推出新一轮大规模财政刺激法案的可能性很小，这是因为：第一，美国的财政赤字已不容乐观（图 4），今年年末的联邦政府负债率将超过 90%，远高于 60% 的国际警戒线水平；第二，在欧洲各国实施财政巩固计划的背景下，国内对财政状况担忧日趋加剧；最后，现有信息显示，11 月的国会中期选举共和党会获得更多的席位，对奥巴马政府不利。

图 4 美国联邦政府负债率 (%)



资料来源：St, 海通证券研究所。

同时，今年 4 季度的财政刺激力度也将大大减弱，因为 2011 财年的刺激计划预算仅为 1340 亿美元，即使今年 4 季度预算占该财年预算的 40%，也只有 536 亿美元可供使用，大大低于 2010 年前三季度的水平（表 1）。

美联储显然也能意识到财政刺激力度减弱且新推财政刺激法案的可能性较小。虽然非传统货币政策的实施效果存在不确定性，但总不能眼睁睁地看着经济滑落至不可接受的水平，所以美联储推出第二轮量化宽松货币政策也是必然之举了。

表 1 按财年划分的经济刺激计划年度预算表（十亿美元，总计 7870 亿美元）

	09FY	10FY	11FY	12FY	13FY	14FY	15FY 后
预计花费	185	399	134	36	28	22	-17
占比	23%	51%	17%	5%	4%	3%	-3%
实际花费	193	320（09 年 10 月至 10 年 8 月初）					

资料来源：CBO、Stimulus.org

注：美国财年是前一年的 10 月 1 日开始至当年 9 月 30 日。如 2010 年财年覆盖时段是 09 年 10 月 1 日至 10 年 9 月 30 日

2. 美联储 FOMC 成员大多支持第二轮数量宽松

当前美联储内部对第二轮量化宽松货币政策存在分歧，FOMC 各位成员也在各种场合中发表了自己的看法，我们对他们的立场进行了搜集整理，已经能确定 6 位成员明确支持，1 位成员明确反对，虽然有 4 位成员未表明立场，但从以往经验来看，他们往往投支持票（详见表 2 和表 4）。而未有投票权但能间接影响决策的 5 位候补成员中，有 2 位明确支持，3 位明确反对（表 3）。

总体来看，明确支持该政策的成员已过半数，结合上周五劳工部公布的 9 月非农就业数据明显低于预期，我们认为，在 11 月 2 日至 3 日的议息会议上，美联储推出第二轮量化宽松货币政策的可能性在 80% 以上。

表 2 对美联储成员在第二轮量化宽松所持立场的统计

支持	反对	态度不明
6 票	1 票	4 票，但投支持票可能性很大
包括 Bernanke, Dudley, Yellen, Bullard, Pianalto, Rosengren	Hoenig	Duke, Tarullo, Warsh, Raskin

资料来源：Federal Reserve 及美国地区联储网站，海通证券研究所

表 3 美联储 FOMC 候补成员（无投票权）的立场

成员	职位	立场
Evans	芝加哥联储主席	支持，接下来三年通胀低于合意水平，失业率居高不下
Fisher	达拉斯联储主席	反对，不能解决小企业面临的信贷约束问题
Kocherlakota	明尼阿波利斯	反对，购买国债来降低市场利率没有效果
Plosser	费城联储主席	反对，资产购买不能降低失业率，可能损害到联储信誉
Cumming	纽约联储第一副主席	支持，与纽约联储主席 Dudley 立场一致

资料来源：Federal Reserve 及美国地区联储网站，海通证券研究所

表 4 美联储 FOMC 成员（有投票权）的立场

成员	职位	立场
Bernanke	主席	支持，认为如果经济低于预期即有必要采取第二轮量化宽松
Dudley	副主席，纽约联储主席	支持，认为当前的失业率和通胀水平均不可接受，应采取行动
Yellen	副主席	支持，一直是“鸽派”，在今年四月份经济数据较好的时候，就认为在很长时间内不必加息
Duke	理事	态度不明，但基本上都支持大多数
Tarullo	理事	态度不明，但每次都支持大多数
Warsh	理事	态度不明，但基本上都支持大多数
Raskin	理事	态度不明，本月初才被任命为理事
Bullard	圣路易斯联储主席	支持，第一个提出应分步购买国债以抵抗日本式的通缩风险
Hoenig	堪萨斯城联储主席	反对，认为继续执行宽松货币政策会滋生资产泡沫，在今天的议息会议中一直投反对票
Pianalto	克利夫兰联储主席	支持，认为当前通胀率低于联储制定的长期目标
Rosengren	波士顿联储主席	支持，认为应积极地、创造性地、周到地及持久地应对经济的缓慢复苏，继续购买国债有效

资料来源：Federal Reserve 及美国地区联储网站，海通证券研究所

3.对第二轮量化宽松的支持和反对理由的评价

对于第二轮宽松货币政策，我们搜集了美联储成员观点，以下罗列了支持理由和反对理由：

3.1 支持理由

伯南克在 8 月 27 日的讲话中就指出，如果未来面临明显的反通胀（disinflation）以及经济明显变差，应当果断采取行动。对新一轮国债购买可能产生的风险，伯南克认为有应对之策，美联储开发了一些政策工具增加灵活性以确保政策应当退出时能做到。

过去几个月失业率居高不下，下降幅度没有预期的快。他预期接下来三年通胀低于 2% 的合意水平，因而支持更进一步宽松的货币政策。（芝加哥联储的 Evans 的观点）

当前的失业率和通胀以及他们回到与我们目标水平相一致的时间均是不可接受的。（纽约联储的 Dudley 的观点）

只要存在政策选择，就应积极地、创造性地、周到地及持久地应对经济的缓慢复苏，尽管短期利率已经接近零界。（波士顿联储的 Rosengren 的观点）

购买长期国债将降低长期国债利率水平，也会降低其它长期证券的水平。一些人认为很难进一步降低债券利率，但目前美国国债仍远高于零界水平，差不多与德国国债利率持平，并远高于日本长期利率。（波士顿联储的 Rosengren 的观点）

扩大美联储的资产负债表也作为美联储降低反通胀压力的一个有效信号。（波士顿联储的 Rosengren 的观点）

美联储并没有将财政赤字货币化的意图。（波士顿联储的 Rosengren 的观点）

3.2 反对理由

进一步宽松货币政策不一定能解决小企业面临的信贷约束问题，财政政策解决该问题会更有效。而对于大中型非金融企业，资本相对充裕，它们能从降低国债利率中获得

的收益也不清晰。(达拉斯联储的 Fisher 的观点)

很难看到额外的资产购买对短期的就业形势产生较大影响,即使长期债券利率下降 10 到 20 个基点。这可能会伤害联储信誉,危害到未来行动(保证价格稳定性)的有效性。还存在一个风险,使公众认为联储要将赤字货币化,并在未来更难让政策回到正常化的水平。(费城联储的 Plosser 的观点)

资产购买对降低利率不会有明显效果,特别是通过购买国债。目前的金融市场运行比 2009 年初好很多,债券的风险溢价相对较低,估计联储进一步宽松货币政策实施起来更为艰巨。(明尼阿波利斯联储的 Kocherlakota 的观点)

虽然购买国债有不直接分配信贷给特定行业的优势,他们也有确定,因为仅是间接影响私人借贷利率,不能直接影响投资支出。

购买国债增加了对美联储将联邦债务货币化的担忧。

3.3 我们的评价

对于支持理由和反对理由,我们认为美国经济当前的低迷趋势确实需要新的刺激政策,否则通胀很可能滑落到更低的水平,就业也会在更长时间内居高不下。“做”比“不做”好,在通胀遥遥无期的情况下,购买国债至少能在一定程度上降低利率,改善金融状况水平。

虽然量化宽松效果可能低于预期,但其带来的中短期风险几乎不存在,而通过严重通胀使联邦债务货币化的长期风险我们也觉得不符合现实,因为美联储具有高度的中央银行独立性,不会为财政赤字买单。即使在未来三五年后,这两轮量化宽松逐步向经济注入流动性,提升了物价水平,美联储仍能通过卖出国债和提高超额准备金利率等手段来回收流动性。

4. 第二轮量化宽松的实施步骤及其影响

4.1 可能的实施步骤及政策特征

我们认为美联储有较大可能采取先宣布购买总量(例如一万亿),然后在每次议息会议上决定会期内购买数量(例如 2000 亿)的分步购买策略,类似于 2004 年中至 2006 年中连续 15 次加息(每次 25 个基点)。

本轮量化宽松也会考虑到政策的灵活性,以应对经济形势的演变,美联储在以往就是根据最新的以及对未来的预期来制定联邦基金利率水平。本轮和第一轮量化宽松不同,那时美联储是急于解救冰封的金融信贷状况而直接宣布大规模资产购买计划。

本轮量化宽松的持续性应该会有半年以上,这部分是因为分批购买国债的缘故,另外也归结于美联储货币政策一向具有延续性,联邦基金利率的向上和向下走势都会经历半年以上的时间。

4.2 对市场的影响

我们认为推出政策前的这段时间以及推出后的一段时间(即今年 11 月底之前),第二轮量化宽松的预期逐步加强及兑现推动大宗商品价格上涨和美元指数走软的可能性较大。

之后,市场和公众会对第二轮量化宽松货币政策的实施效果进行观察,这将决定 11

月底后的大宗商品价格和美元指数走势，目前美联储和市场预期总额为一万亿美元的资产购买将推低 10 年期国债收益率 20-30 个基点，其实施效果我们分情况来讨论。

如果该政策能大幅降低 10 年期国债收益率例如超过 30 个基点，那么市场对此反应将是积极，认为其带来的金融状况改善将有利于未来经济增长。

如果符合预期，那么大宗商品价格的后续走势将取决于经济数据是高于预期还是低于预期。

如果该政策仅降低 10 年期国债收益率 20 个基点甚至更少，那么市场将怀疑第二轮量化宽松货币政策的作用，加上今年四季度 GDP 增长率很可能创出新低，大宗商品价格会出现明显回落。

由于宽松货币政策对实体经济的传导具有数个月的滞后效应，它对 2011 年上半年的美国经济走势影响很小。然而，宽松货币政策将逐步发挥效应，加上房地产市场去库存化进入尾声，我们可以对 2011 年下半年的美国经济给予较多期待。

对于中国而言，大宗商品价格的上扬会有利于有色等周期性板块。美元指数走软对中国的外贸而言也是好消息，虽然人民币对美元缓慢升值，但由于美元贬值，那么人民币对非美货币特别是欧元将维持汇率不变或贬值，有利于对欧盟的出口。

信息披露

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属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，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈露 所长助理
(021) 23219435
chenl@htsec.com

宏观经济研究团队

李明亮 (021) 23219434 lml@htsec.com
汪辉 (021) 23219432 wanghui@htsec.com
刘铁军 (021) 23219394 liutj@htsec.com
熊伟 (021) 23219396 xiongw@htsec.com
联系人
高远 (021) 23219669 gaoy@htsec.com
李宁 (021) 23219431 lin@htsec.com

策略研究团队

陈瑞明 (021) 23219197 chenrm@htsec.com
吴一萍 (021) 23219387 wuyiping@htsec.com
单磊 (021) 23219428 shanl@htsec.com

基金研究团队

娄静 (021) 23219450 loujing@htsec.com
单开佳 (021) 23219448 shankj@htsec.com
吴先兴 (021) 23219449 wuxx@htsec.com
倪韵婷 (021) 23219419 niyt@htsec.com
杨俭秋 (021) 23219605 yangjq@htsec.com
联系人
唐洋运 (021) 23219004 tangyy@htsec.com
徐益璠 (021) 23219443 xuyj@htsec.com
陈瑶 (021) 23219645 chenyaoyao@htsec.com

金融工程研究团队

雍志强 (021) 23219686 zqyong@htsec.com
周健 (021) 23219444 zhouj@htsec.com
丁鲁明 (021) 23219068 dinglm@htsec.com
联系人
郑雅斌 (021) 23219395 zhengyb@htsec.com

固定收益研究团队

姜金香 (021) 23219445 jiangjx@htsec.com
邱庆东 (021) 23219424 qiuqd@htsec.com
联系人
陈鑫 (021) 23219370 chenx5118@htsec.com

政策研究团队

陈久红 (021) 23219393 chenjiuhong@htsec.com
陈峥嵘 (021) 23219433 zrchen@htsec.com

计算机及通信行业

陈美凤 (021) 23219409 chenmf@htsec.com
联系人
蒋科 (021) 23219474 jiangk@htsec.com

煤炭行业

韩振国 (021) 23219400 zghan@htsec.com
刘惠莹 (021) 23219441 liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业

路颖 (021) 23219403 luying@htsec.com
潘鹤 (021) 23219423 panh@htsec.com
汪立亭 (021) 23219399 wanglt@htsec.com

建筑工程行业

江孔亮 (021) 23219422 kljiang@htsec.com
联系人
赵健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com

石油化工行业

邓勇 (021) 23219404 dengyong@htsec.com

机械行业

龙华 (021) 23219411 longh@htsec.com
方维 (021) 23219438 fangw@htsec.com
舒灏 (021) 23219171 shuh@htsec.com
联系人
何继红 (021) 23219674 hejh@htsec.com

农林牧渔行业

丁频 (021) 23219405 dingpin@htsec.com

纺织服装行业

区志航 (021) 23219407 ouzh@htsec.com

非银行金融行业

潘洪文 (021) 23219389 panhw@htsec.com
谢盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com

电子元器件行业

邱春城 (021) 23219413 qiucc@htsec.com

互联网及传媒行业

王茹远 (010) 58067935 wangry@htsec.com
联系人
白洋 (021) 23219646 baiyang@htsec.com

交通运输行业

钮宇鸣 (021) 23219420 ymniu@htsec.com
钱列飞 (021) 23219104 qianlf@htsec.com
联系人
罗少平 (021) 23219390 luosp@htsec.com
虞楠 (021) 23219382 yun@htsec.com

汽车行业

赵晨曦 (021) 23219473 zhaox@htsec.com

食品饮料行业

赵勇 (021) 23219460 zhaoyong@htsec.com

钢铁行业

刘彦奇 (021) 23219391 liuyq@htsec.com

医药行业

江维娜 (021) 23219610 jiangwn@htsec.com
联系人
刘宇 (021) 23219608 liuy4986@htsec.com
刘杰 (021) 23219269 liuj5068@htsec.com

有色金属行业

杨红杰 (021) 23219406 yanghj@htsec.com
联系人
刘博 (021) 23219401 liub5226@htsec.com

基础化工行业

曹小飞 (021) 23219267 caoxf@htsec.com
联系人
易团辉 (021) 23219737 yith@htsec.com

家电行业

陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com

建筑建材行业

蒲世林 (021) 23219054 pusl@htsec.com

电力设备及新能源行业

张浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com

公用事业

陆凤鸣 (021) 23219415
白瑜 (021) 23219430

lufm@htsec.com
baiy@htsec.com

银行业

联系人
冯梓钦 (021) 23219402

fengzq@htsec.com

社会服务业

联系人
孔维娜 (021) 23219223

kongwn@htsec.com

房地产业
涂力磊

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队

贺振华 (021) 23219381 hzh@htsec.com
胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com
毛艺龙 (021) 23219373 maoyl@htsec.com
辜丽娟 (021) 23219397 gulj@htsec.com

上海地区销售团队

高 溱 (021) 23219386 gaoq@htsec.com
季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com
黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com
朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com
肖文宇 (021) 23219442 xiaowu@htsec.com

北京地区销售团队

孙 俊 (021) 23219454 sunj@htsec.com
殷怡琦 (010) 58067944 yinyq@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219000
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com