

## 美国再启量化宽松政策点评

A 股重大事件点评

2010 年 11 月 4 日

### 主要观点:

- 自金融危机以来美国失业率长期高企、但物价水平偏低，而且经济增长缓慢，上述条件为采取进一步量化宽松货币政策奠定基础。美国政府迫于选举等压力，企图通过量化宽松政策达到刺激经济增长、以通胀换就业。
- 美国量化宽松政策以及首轮全球经济刺激政策导致全球流动性泛滥、新兴市场国家通胀压力显著增加。此次量化宽松政策将进一步强化通胀预期。
- 目前欧、美、日等发达国家和地区与新兴市场国家面临不同的经济形势，发达国家经济恢复缓慢、失业率高企、物价处于低位，而新兴市场国家面临通胀压力较大，经济恢复增长较快，并纷纷采取经济刺激退出政策。
- 历史经验来看，美元通常在美国资产负债表扩张之前就已经出现下跌，在此次宽松政策实施之前，美元指数走势已经较为充分的反应了此次政策预期，因此对美元走势冲击将低于市场预期，此次政策对美元走势只构成短期影响。
- 美国量化宽松政策将进一步加强国内通胀预期，国内货币政策或将进一步收紧，而在政策预期兑现之后美元进一步大幅下跌动能有限，这将在一定程度上缓解人民币升值压力，短期人民币仍不具备大幅升值条件。
- 6000 亿美元、月均 750 亿美元的二次量化宽松，符合市场预期；市场之前也已经较为充分的反应了。短期市场受美国量化宽松短期冲击后将回归到国内的政策走向以及基本面层面，市场将更多关注国内通胀水平以及下一步的货币政策走向。因此，我们更关注目前国内市场普遍存在的物价上涨将导致的通胀压力以及输入性通胀对于物价的影响。在通胀预期管理下，国内的货币政策将逐步收紧，这对国内证券市场的影响更为显著。

策略组

分析师：沈正阳

执业证书编号：S0550210070009

联系人：杜长春

TEL: (021)63367000-310

FAX: (021)63373209

Email: shenzy@nesc.cn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

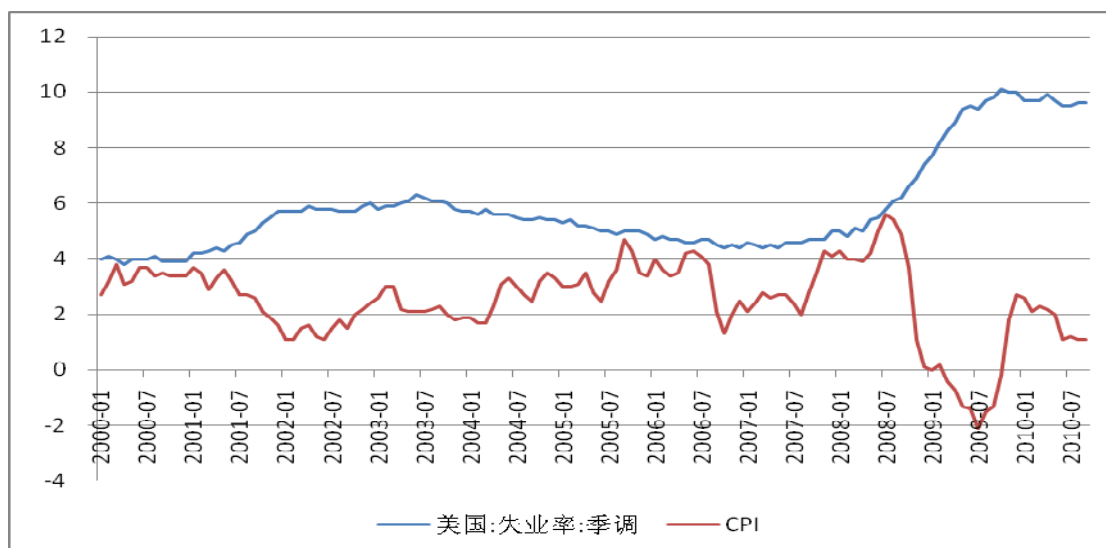
事件：美联储在结束为期两天的利率会议后宣布，启动第二轮定量宽松计划，总计将采购 6000 亿美元的资产，与此同时，联储宣布维持 0-0.25% 的基准利率区间不变。此举符合市场普遍预期。

## 一、美国再启量化宽松经济背景及目的

### 1、失业率居高不下、物价水平较低

自金融危机以来美国失业率出现快速上升，由 08 年之前的 4.5% 迅速攀升至目前的 9% 之上，并且持续了一年多时间，在此期间美国政府也试图通过新的医疗改革体系以及为中产阶级减轻税负压力等措施，但是效果都不甚理想，尤其是在中期选举期间，奥巴马政府面临巨大压力，无奈之下只能重启量化宽松货币政策；另一方面，美国国内物价持续保持低位，即使是在 08 年全球经济刺激政策作用下物价也只是经历短暂上涨之后快速回落，目前美国 9 月 CPI 仅为 1.1%，美国甚至面临通缩的风险。

图 1、美国失业率与 CPI 走势关系



数据来源：WIND, 东北证券

### 2、政策目的：刺激经济增长、以通胀换就业

美国总统奥巴马称，美国必须刺激经济增长，以修复被大衰退毁坏的经济。美联储主席伯南克也表示，疲弱的经济基本面、高企的失业率和过低的通胀水平为其采取进一步措施提供了理由。伯南克认为失业率回落到 5.5% 才算经济恢复正常，而目前美国的失业率高达 9.6%。

依据菲利普斯曲线，通胀与失业之间存在交替关系，因此可以运用扩张性的宏观经济政策，用较高的通货膨胀率来换取较低的失业率。而从美国就业与物价之间的历史关系看，这种替代关系在一定时期确实能够成立，但也存在背离的时期。尤其是美国流动性陷阱下投放货币是否真的解决高失业率问题，仍存在较大疑问，但美国政府仍然希望能够通过向市场注入流动性，增加货币供给提高就业以及通胀水平，进而刺激消费并带动经济增长。

## 二、量化宽松政策的外部性影响

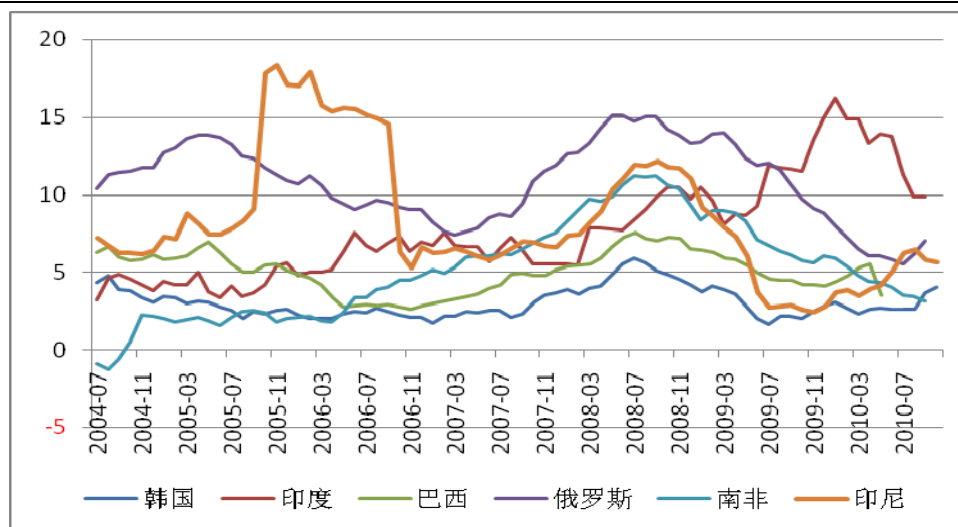
### 1、加速全球通胀预期的升温

面对百年一遇的全球经济危机，各国采取一致行动，采取宽松的货币政策，大举实施经济刺激政策。全球流动性迅速增加，导致黄金、铜、铝以及农产品等大宗商品价格的持续上涨（也受到自然条件等其他因素影响），并不断创出历史新高，同时新兴市场国家通胀水平迅速攀升，并进入新一轮物价上涨过程。

在美国等发达国家再次采取货币宽松政策之后，全球不可避免的再次面临流动性泛滥的局面，这将进一步助推大宗商品价格的上涨和新兴市场国家的输入性通胀压力并带动各国物价的持续性上涨。

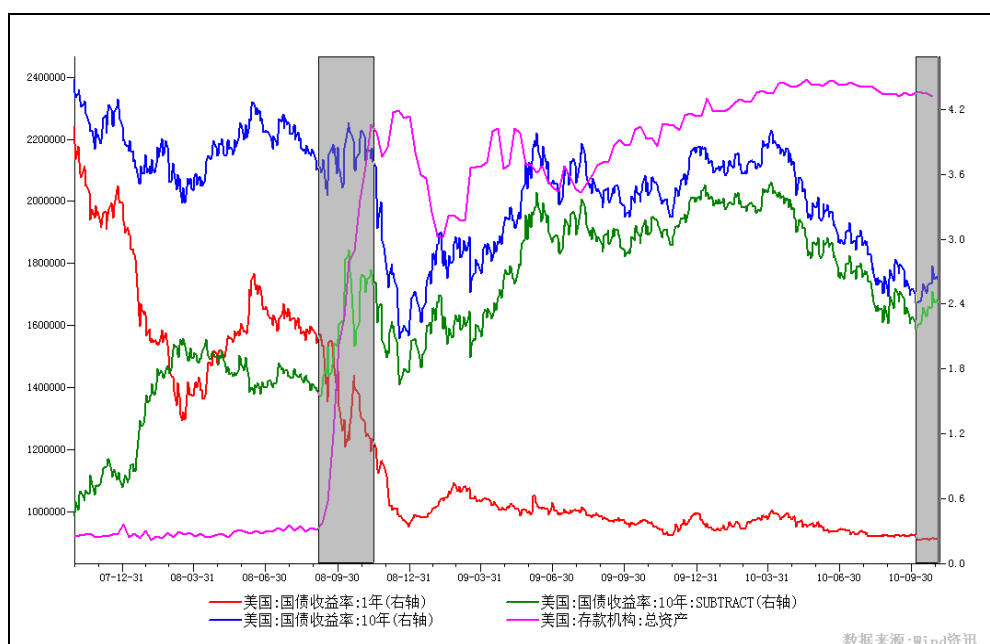
在债券市场上，也将表现为长短期债券利差的持续扩大，流动性增加。通胀预期升温。

图 2、部分新兴市场物价水平



数据来源：WIND,东北证券

图 3、美国长短期国债收益率走势



数据来源：WIND,东北证券

## 2、发达国家放水、新兴市场收紧

美联储在第一轮量化宽松中，将其资产负债表由 8800 亿美元扩大至 2.3 万亿美元，此举虽然稳定住了金融市场并拯救了银行业，但是对就业以及消费的帮助作用却并不显著。与首轮全球性经济刺激政策不同，目前欧、美、日等发达国家与新兴市场国家所面临的经济形势已经不同，欧、美等发达经济体面临着高企的失业问题以及较低的物价水平，国内消费者市场低迷，经济缓慢恢复。而新兴市场国家在宏观经济政策刺激下，通过提高国内投资以及内需拉动已经从金融危机影响下快速复苏，但仍面临着全球流动性过剩所导致的通胀压力。在经济企稳通胀压力显著增加的背景下，已经开始采取经济刺激退出政策，自金融危机以来已经有多个国家和地区采取了货币政策收紧措施。

表 1、金融危机以来部分国家利率调整情况

| 国家   | 时间           | 利率调整                                                                   |
|------|--------------|------------------------------------------------------------------------|
| 澳大利亚 | 2010. 11. 2  | 隔夜现金利率提高 25 个基点至 4.75%                                                 |
| 印度   | 2010. 11. 2  | 基准借款（回购利率）和贷款利率（反向回购利率）分别上调 25 个基点至 6.25% 和 5.25%（印度央行今年年初以来已经进行了六次加息） |
| 瑞典   | 2010. 10. 26 | 基准利率上调 25 个基点，从 0.75% 上调至 1%（经历三次加息）                                   |
| 中国   | 2010. 10. 20 | 一年期存款基准利率上调 0.25 个百分点，由 2.25% 提高到 2.50%                                |
| 加拿大  | 2010. 9. 8   | 基准利率上调 25 个基点至 1.25%（今年已经进行了三次加息）                                      |
| 新西兰  | 2010. 7. 29  | 上调基准利率 25 个基点至 3%                                                      |
| 韩国   | 2010. 7. 9   | 基准利率上调 0.25 个百分点至 2.25%                                                |
| 马来西亚 | 2010. 7. 9   | 基准利率提高 25 个基点至 2.75%（经历三次加息）                                           |
| 巴西   | 2010. 4. 29  | 上调基准利率 75 个基点至 9.5%                                                    |

数据来源：WIND, 东北证券

## 3、美元指数已经反映市场预期、冲击只是短期行为

从美联储资产负债表变化看，美元指数通常是在美联储资产负债表扩张之前就已经做出反映，如 08 年 9 月、09 年 3 月以及 09 年 7 月。在此次量化宽松政策实施之前美元指数已经出现连续下跌，市场已经较为充分的反应了此次政策预期，从美股走势看，在会议结果公布之前，道指低位窄幅震荡，在结果公布之后道指虽然迅速拉升但尾盘仍出现震荡，由此可见市场对于预期之中的结果仍存在分歧。因此，我们认为此次量化宽松政策市场预期已经较为充分，对美元指数冲击也只是短期行为。

图 4、美国资产负债扩张与美元指数关系



数据来源：WIND, 东北证券

### 三、对国内经济以及市场影响

#### 1、国内流动性将逐步收紧，但人民币不会快速升值

前期美国量化宽松政策预期已经导致大宗商品价格大幅上涨，市场预期已经较为充分，在此次量化宽松政策刺激下，大宗商品价格仍将保持高位震荡，对国内输入性通胀压力将逐步显现，而当前部分生活必需品以及农产品价格的上涨进一步促升国内通胀预期，因此，当前国内通胀预期控制压力较大，而目前国内经济又能够保持平稳较快增长。在此背景下，国内流动性将逐步收紧。

由于目前美元指数已经处于历史低位，而在政策预期兑现之后美元进一步大幅下跌动能有限，冲击也只是短期行为，这将在一定程度上缓解人民币升值压力，虽然人民币升值对于缓解国内通胀具有一定作用，但综合人民币升值对企业的影响以及国际热钱的吸引，在有效加强对热钱流入的监管下，人民币并不具备快速升值的基础。此外，目前人民币仍坚持以市场供求为基础，参考一篮子货币进行调节，人民币弹性虽然增加，但在总体上一篮子货币仍会保持相对稳定，人民币短期内大幅升值的可能性较小。

#### 2、外部因素影响趋弱、市场回归国内经济以及企业基本面

由于市场之前较为充分的反应了美国量化宽松的预期，短期市场受美国量化宽松冲击后将回归到国内的政策走向以及宏观经济基本面，市场将更多关注国内通胀水平以及未来货币政策走向。因此，我们更关注目前国内市场普遍存在的物价上涨将导致的通胀压力以及输入性通胀对于物价的影响。在通胀预期管理下，国内的货币政策如果进一步收紧，这对国内证券市场的影响更为显著。



## 投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势:在未来6—12个月内,行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐:在未来6—12个月内,股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性:在未来6—12个月内,股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避:在未来6—12个月内,股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

## 郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据,东北证券股份有限公司(以下简称我公司)对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归我公司所有。