

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

QE2 护航美缓慢复苏

2010 年 11 月 03 日

相关报告

101103
PMI 专题: HSBC 非制造业回升
101101
PMI 专题: HSBC 制造业确认向上路径
101031
10 月中国经济数据预测
101031
欧美市场周报: 美 3 季度 GDP 环比回升 欧 10 月失业率创新高
101031
亚洲市场周报: 日制造业 PMI 连降 5 月 台日韩工业环比皆负
101024
欧美市场周报: 10 月美 NAHB 地产指数回升 欧制造业 PMI 初值回升
101024
亚洲市场周报: 9 月失业率韩升台降港持平 日便利店销售环比连升 3 月
101021
内需稳健增长
101019
内需稳健给加息壮胆
101017
欧美市场周报: 美 9 月核心 CPI 同比降环比零增长 联储下调增长预测
101017
亚洲市场周报: 日 CGPI 环比连续 3 月零增长 同比转负
101013
信贷适度宽松 货币企稳回升
101013
内外需皆好于预期
101011
差别调整六行准备金率评估
101010
欧美市场周报: 欧 Sentix 投资信心上升 美非农就业连降 4 月

要点

- 美联储在 11 月 3 日结束的议息会议上宣布将扩大联储的资产来推进经济复苏, 确保通胀水平符合联储目标, 决定从现在起至 2011 年 2 季度末之间总共购买价值 6000 亿美元的长期财政部债券, 即每月购买约 750 亿美元。同时, 联储强调仍将在较长的时间内维持联邦基金利率在 0-0.25% 的目标区间不变。联储重申其政策的双重目标为就业最大化和稳定物价。目前, 失业率处于高点, 隐含通胀率低于联储设定的预期值, 资源使用率的恢复速度令人失望。在此前提下, 联储推出第二轮量化宽松政策来促进其政策目标的做法符合预期;
- 美联储对当前经济看法谨慎: 产出复苏和就业市场改善的速度持续减缓。家庭支出逐渐改善, 但仍受制于高失业率、缓慢的收入增长、较低的住房资产财富水平和萎缩的信贷。设备和软件的商业支出正在回升, 但增速有所放缓。非住宅类投资持续走弱。雇主仍然不愿意增加薪酬。房地产市场持续萎靡。长期通胀预期维持稳定, 但隐含通胀率在近几个季度有下降的趋势;
- 美联储量化宽松政策符合之前预期。在 10 月 15 日的《流动性催生资产价格膨胀的历史研究》中, 我们预计美联储将于 11 月 2 日至 3 日的货币政策会议中推出新的量化宽松政策。在 8 月 11 日报告《就业煎熬美联储 重启量化宽松》中, 我们认为美国经济整体放缓, 提示美国地产有“二次探底”风险, 并认为美联储基于当时的情况将高概率重启经济刺激政策来维持目前的复苏成果;
- 美国经济处在通缩边缘, 护航复苏是首要任务。在 2009 年 7 月 9 日的报告《海外市场专题: 美国缓慢复苏 由通缩向温和通胀过渡》中, 我们推理美国经济复苏的速度将会缓慢, 通胀风险并不大。观察 5 年期的美国固定利率国债与通胀挂钩国债, 在市场隐含情景下美国经济会走出通缩, 中长期通胀不大。目前美国经济演进符合预期;
- 基于经济复苏处于瓶颈期, 增长仍然乏力, 美日欧相继通过重启量化宽松或重返零利率等货币政策方式, 其目的是护航复苏进程, 防范海外二次探底风险。目前我们对美元的看法不同于去年 11 月份或今年 6 月份的情况, 没有清晰的数据和逻辑支持美元趋势会发生转化。

目录

美联储维持基准利率不变，重启量化宽松护航缓慢复苏.....	- 4 -
美联储重启资产购买计划	- 5 -
本次会议重启量化宽松 QE2.....	- 5 -
始于 09 年 3 月的 QE1 打压美元指数，推升黄金价格走势，而今年 6 月以来美元持续弱势，包含量化宽松预期	- 5 -
近期美国经济政策的演进：下半年比上半年更谨慎.....	- 6 -
9 月议息会议提出要以就业最大化及物价稳定为最大目标	- 6 -
8 月议息会议提示不排除重启量化宽松提振经济	- 6 -
7870 亿美元财政刺激计划的执行动态	- 6 -
美国经济处在通缩边缘，护航复苏是首要任务.....	- 7 -
美国核心 CPI 接近零	- 7 -
中期通胀预期低于历史平均	- 7 -
隐含远期通胀率也表明市场预期的未来 5 年到 10 年期间的通胀预期略高于历史平均水平 2%.....	- 8 -
美国经济缓慢复苏，仍需护航	- 8 -
美国联邦负债高企，M2 仍在低位	- 8 -
工业与制造业年中显著放缓	- 9 -
就业市场依然严峻	- 9 -
消费者信心不振	- 10 -
地产市场止跌企稳，但仍深陷泥沼	- 10 -
欧洲、日本近期政策演进：护航复苏为重点.....	- 12 -
日本重返零利率	- 12 -
欧洲受累债务危机将长期维持低利率	- 13 -

图目录

图 1: 美国联邦基金利率和存单利率	- 5 -
图 2: 美国国债收益率价差	- 5 -
图 3: 美国 MBS 购买计划（截止 2010 年 10 月 20 日）	- 5 -
图 4: 美元指数及国际现货金价（日）	- 6 -
图 5: 美国 GDP 与实际美元指数	- 6 -
图 6: 美国 CPI、PPI 同比	- 7 -
图 7: 美国 CPI、PPI 环比	- 7 -
图 8: 美国 5 年国债收益率及隐含通胀	- 8 -
图 9: 美国 10 年国债收益率及隐含通胀	- 8 -
图 10: 美国隐含远期通胀率	- 8 -
图 11: 美国 GDP	- 8 -
图 12: 美国联邦负债和 GDP	- 9 -
图 13: 美国 M1 和 M2	- 9 -
图 14: 美国 ISM 制造业 PMI	- 9 -
图 15: 美国工业产值和产能利用率	- 9 -
图 16: 美国失业率与非农就业人数	- 10 -
图 17: 美失业金申请人数（周）	- 10 -
图 18: 美国 The Conference Board 和 UMICH 消费者信心指数	- 10 -
图 19: 个人消费支出与商品零售额	- 10 -
图 20: 美国 NAHB 房地产市场指数	- 11 -
图 21: 美国 FHFA 房价指数	- 11 -
图 22: 美国标普 CS-20 大城市房价指数	- 11 -

图 23: 美国新屋销售	- 11 -
图 24: 美国成屋销售	- 12 -
图 25: 美国新屋成屋销售数	- 12 -
图 26: 美国新屋开工	- 12 -
图 27: 美国建筑许可	- 12 -
图 28: 日本银行间无担保隔夜拆借利率	- 12 -
图 29: 日元汇率与真实有效汇率指数	- 13 -
图 30: 日本 CPI	- 13 -
图 31: 日元经常项目	- 13 -
图 32: 日本进出口	- 13 -
图 33: 欧元区基准利率	- 14 -
图 34: 欧元区货币供应与 CPI	- 14 -
图 35: IS-IM 模型分析	- 14 -

表目录

表 1: 美国 7870 亿财政刺激计划现状 (截止 2010 年 10 月 22 日)	- 7 -
表 2: 2433 亿美元税收减负的具体分配	- 7 -
表 3: PIIGS 财政赤字与债务占 GDP 比重	- 14 -

美联储维持基准利率不变，重启量化宽松护航缓慢复苏

美联储在 11 月 3 日结束的议息会议上宣布将扩大联储的资产来推进经济复苏，确保通胀水平符合联储目标，决定从现在起至 2011 年 2 季度末之间总共购买价值 6000 亿美元的长期财政部债券，即每月购买约 750 亿美元。同时，联储强调仍将在较长的时间内维持联邦基金利率在 0-0.25% 的目标区间不变。联储重申其政策的双重目标为就业最大化和稳定物价。目前，失业率处于高点，隐含通胀率低于联储设定的预期值，资源使用率的恢复速度令人失望。在此前提下，联储推出第二轮量化宽松政策来促进其政策目标的做法符合预期。

美联储对当前经济的描述：产出复苏和就业市场改善的速度持续减缓。家庭支出逐渐改善，但仍受制于高失业率、缓慢的收入增长、较低的住房资产财富水平和萎缩的信贷。设备和软件的商业支出正在回升，但增速有所放缓。非住宅类投资持续走弱。雇主仍然不愿意增加薪酬。房地产市场持续萎靡。长期通胀预期维持稳定，但隐含通胀率在近几个季度有下降的趋势。

会前，关于联储购买资产的规模和时间预期各不相同。对规模的预测介于 5000 亿美元至 2 万亿美元之间；而对时间的预测则从 3 个月到至 2011 年底不等。纽约联储主席 William Dudley 认为联储将购买总值 5000 亿美元的资产，并表示这相当于下调基准利率 0.5-0.75 个百分点。圣路易斯联储主席 James Bullard 在 10 月 21 日表示联储应该会在本月购买 1000 亿美元长期国债，而后期的购买量会随着经济的状况作出相应的调整。

在彭博关于资产购买规模的调查中，53 人中的 29 人认为资产总额会等于或超过 5000 亿；7 人预测每月会购买 500 万至 1000 万的资产，但没有说明总量；12 人预测资产总额最多到 5000 亿；5 人未明确具体规模。

在关于购买时间的调查中，53 人中的 7 人为每月都会购买，但没有说明持续时间；9 人预测将最多维持 3 个月；17 人认为资产购买时间会持续 3 至 6 个月；9 人认为是 6 个月至 1 年；5 人说将会一直持续至 2011 年底；6 人未明确具体时间。

而在关于资产结构的调查中，53 人中的 38 人认为是国债（包括防通胀国债）；13 人认为不仅购买国债，还会购买 MBS（其中 1 人认为还会购买机构债）；2 人未明确具体资产结构。

海外机构中，高盛在报告中称：“美联储可能采取未来 5-6 个月内购买 5000 亿美元资产的形式或者每月买入 1000 亿美元资产的形式，并在条件允许的状况下延长购买计划，一旦发生这种情况，则中长期证券购买将在未来 18-24 个月内达到 2 万亿美元。”巴克莱银行预计，美联储将在未来 6 个月里每月购买价值 600 亿美元的资产，并认为 FOMC 所公布的量化宽松规模会低于预期。美林证券认为美联储将购买规模总计 1 万亿的资产。

07 年 9 月起，联邦基金利率进入下行通道，至今已 10 次降息，自 08 年底以来维持在 0-0.25% 区间。信贷市场利率走势和联邦基金利率较为吻合，近期稳定在历史低位。在经济缓慢恢复的情况下，加息预期并不强烈。08 年底，国债收益率曲线陡峭上升，至 09 年中期企稳后缓慢下降，5 年期和 2 年期的价差也从历史最高水平下降，反应市场对未来的利率走势分歧减小。

图 1: 美国联邦基金利率和存单利率

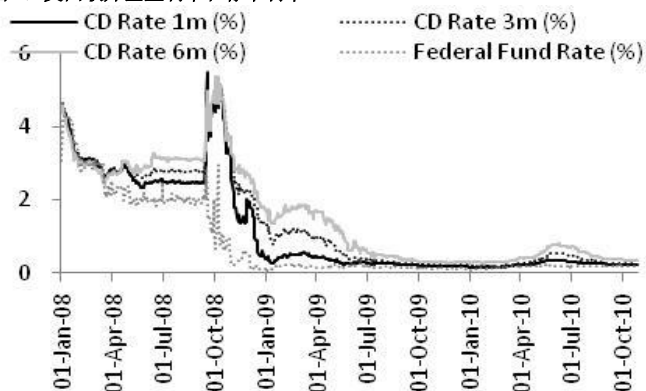
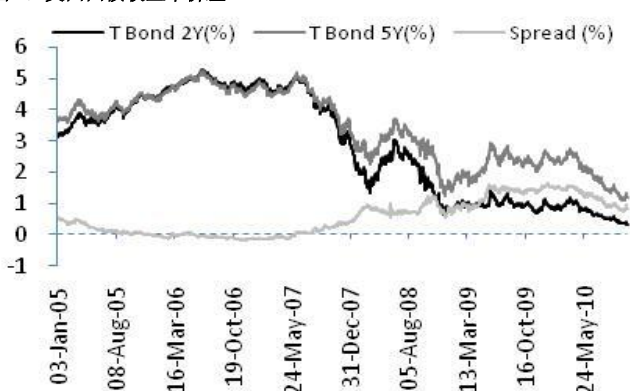


图 2: 美国国债收益率价差



数据来源: Wind 资讯, 兴业证券

美联储重启资产购买计划

本次会议重启量化宽松 QE2

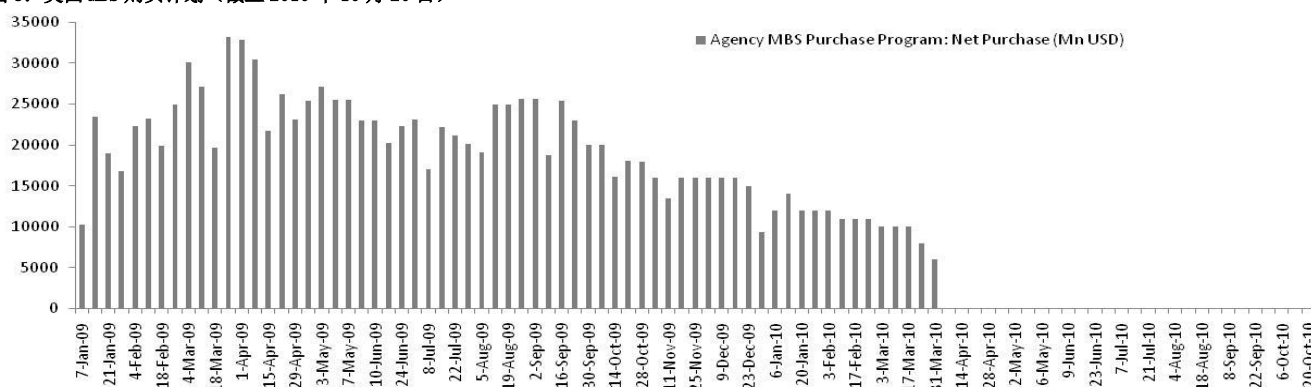
此次会议中, 联储宣布维持其现有政策不变, 并决定扩大资产规模既购买总价达 6000 亿美元的长期财政部债券来推进经济复苏, 确保通胀水平符合联储目标。第二轮的量化宽松政策将持续至 2011 年 2 季度, 推算下来, 联储将每月购买 750 亿美元的资产。联储同时声明将持续观察经济状况, 灵活调整其资产购买的进度和规模来促进就业最大化及稳定物价。

在今年 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。

7 月 21 日, 美联储主席伯南克在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。

8、9 月的两次议息会议中, 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。

图 3: 美国 MBS 购买计划 (截止 2010 年 10 月 20 日)



数据来源: Fed, 兴业证券

始于 09 年 3 月的 QE1 打压美元指数, 推升黄金价格走势, 而今年 6 月以来美元持续弱势, 包含量化宽松预期

09 年 3 月, 美联储推出第一轮量化宽松, 购买了共计 1.75 万亿资产的资产, 包括 1.25 万亿的抵押贷款支持债券、3000 亿美元的美国国债和 1750 亿美元的机构债。量化宽松退出后, 美元指数一路下跌, 金价迅速冲高。截止 09 年年底, 美元指数贬值约 8%, 金价上升约 17%。

从数据来看, 近期名义美元指数日度数据在 77-78 区间内波动。9 月实际美元指数 (兑主要货币) 为 83.6,

连续第 3 个月下降。

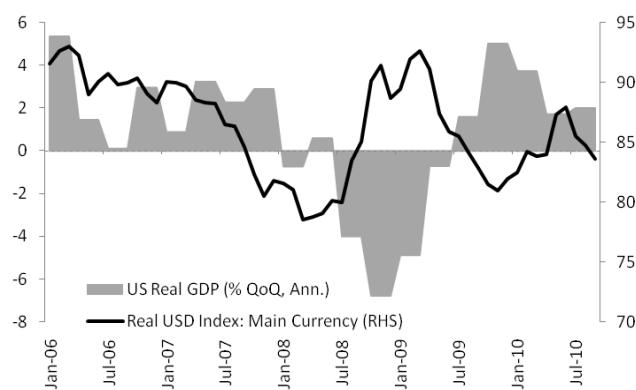
今年 11 月 3 日，美联储推出第二轮量化宽松，预计购买共计 6000 亿美元的长期国债。目前我们对美元的看法不同于去年 11 月份或今年 6 月份的情况，没有清晰的数据和逻辑支持美元趋势会发生转化。

图 4：美元指数及国际现货金价（日）



数据来源：Wind 资讯，兴业证券

图 5：美国 GDP 与实际美元指数



近期美国经济政策的演进：下半年比上半年更谨慎

9 月议息会议提出要以就业最大化及物价稳定为最大目标

9 月议息会议指出当前美国经济复苏放缓，产出及就业增速下滑；家庭支出逐步恢复，不过仍受制于高失业、温和的收入增速、低家庭财富及紧缩的信贷；在机械和软件方面的商业支出回升，不过在非居民建筑方面的投资依然较弱；当前雇主不愿增雇雇员，新屋开工也处于受抑制水平。

此次会议强调了其政策的双重目标为最大就业及物价稳定。如果经济增速过慢使得联储这一双重目标实现受阻，将提供进一步的量化宽松。在操作手段上，偏向于购买较长期的国债及管理通胀预期。就联储这一双重目标来看，联储判断当前的通胀处于受抑制的水平，而失业率持续高企使得就业市场表现不佳。在 10 月 15 日的《流动性催生资产价格膨胀的历史研究》中，我们预期美联储将于 11 月 2 日至 3 日的货币政策会议中推出新的量化宽松政策。

8 月议息会议提示不排除重启量化宽松提振经济

8 月议息会议，美联储维持基准利率不变，并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。

在 8 月 11 日报告《就业煎熬美联储 重启量化宽松》中，我们认为美国经济整体放缓，提示美国地产有“二次探底”风险，并认为美联储基于当时的情况将高概率重启经济刺激政策来维持目前的复苏成果。我们推测具体包括：（1）重启已于今年 3 月底结束的万亿量化宽松货币政策；（2）部分延长于 8、9 月到期的布什减税法案，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。

税收方面，9 月 8 日，奥巴马提出差别化税收方案，年收入低于 25 万美元的中产阶级家庭延长减税期限，但超过 20 万美元的个人和超过 25 万美元的家庭，其减税优惠措施将在 2010 年底到期后失效，符合我们预期。

7870 亿美元财政刺激计划的执行动态

此法案始于 2009 年 2 月，直接应对经济危机，其目的主要有三：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 10 月 22 日，该经济救助计划已花费 5612 亿美元，占比 71.3%，剩余的 2258 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 10 月 22 日)

Category	Total Recovery Act Funds	Funds Paid Out	Funds Rem inder
Tax Benefits	\$288B	\$243.4B	\$44.6B
Contracts, Grants, Loans	\$275B	\$152.1B	\$122.9B
Entitlements	\$224B	\$165.7B	\$58.3B
Total	\$787B	\$561.2B	\$225.8B

数据来源: U.S. government's official website, 兴业证券

表 2: 2433 亿美元税收减负的具体分配

Cumulative as of	Mar 09	Jun 09	Sep 09	Dec 09	Mar 10	Jun 10	Sep 10
Making Work Pay	\$2.3	\$15.0	\$26.9	\$36.9	\$64.4	\$73.0	\$82.6
Other Individual Credits	\$0.0	\$8.5	\$18.1	\$21.6	\$49.1	\$98.0	\$108.6
Energy Incentives	\$0.0	\$0.4	\$0.9	\$2.0	\$1.5	\$7.3	\$8.2
Tax Incentives for Business	\$0.1	\$14.4	\$25.4	\$33.3	\$40.5	\$38.5	\$36.2
COBRA	\$0.8	\$4.9	\$8.9	\$3.7	\$6.0	\$4.8	\$5.6
Manufacturing & Economic Recovery, Infrastructure Refinancing, Other	\$0.0	\$0.0	\$3.5	\$1.2	\$1.0	\$1.4	\$2.1
Cumulative Totals	\$3.2	\$43.2	\$83.8	\$99.1	\$162.7	\$223.0	\$243.3

数据来源: U.S. government's official website, 兴业证券

美国经济处在通缩边缘, 护航复苏是首要任务

在 2009 年 7 月 9 日的报告《海外市场专题: 美国缓慢复苏 由通缩向温和通胀过渡》中, 我们预期美国经济复苏的速度将会缓慢, 通胀风险并不大。观察 5 年期的美国固定利率国债与通胀挂钩国债, 在市场隐含情景下美国经济会走出通缩, 中长期通胀不大。目前美国经济演进符合预期。

美国核心 CPI 接近零

CPI 和 PPI 在经过 2 季度的下探后, 目前同比均处于低点, 环比均在 7 月转正, 同比也在 9 月有不同程度的回升。9 月 CPI 同比 1.1%, 连续第 4 个月低于联储 2.0% 的目标值, 与 8 月值持平, 环比 0.1%, 连续第 3 个月为正, 2 季度则皆为负值; 9 月核心 CPI 同比 0.80%, 处于低位, 环比为零; 9 月 PPI 同比 4.0%, 高于 8 月的 3.1%, 环比 0.4%, 连续第 3 个月为正, 2 季度皆为负值; 核心 PPI 同比 1.6%, 环比 0.1%。

图 6: 美国 CPI、PPI 同比

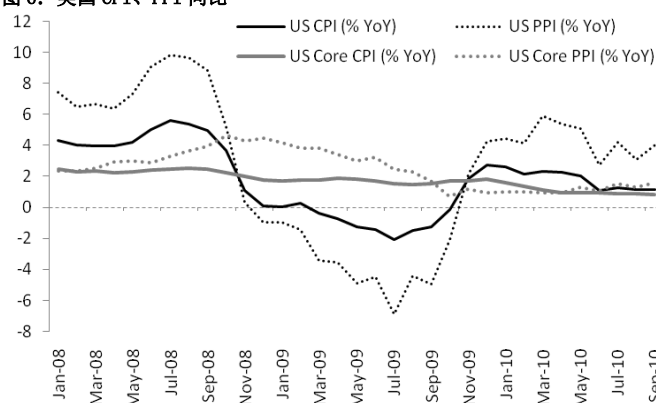
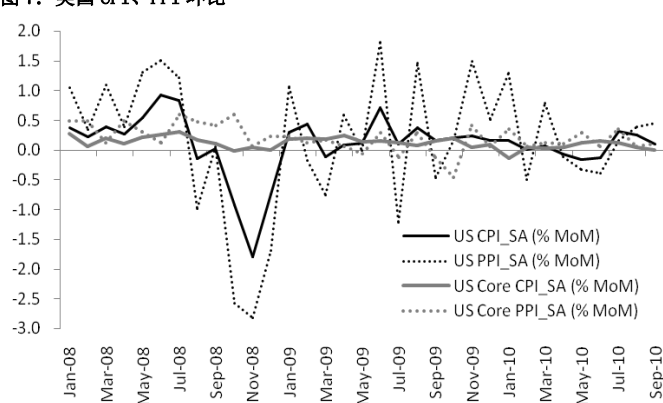


图 7: 美国 CPI、PPI 环比



数据来源: CEIC, 兴业证券

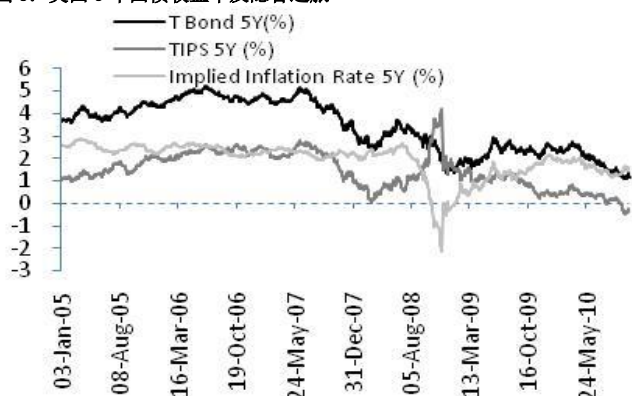
中期通胀预期低于历史平均

观察 5 年期的美国固定利率国债与通胀挂钩国债, 可以看到市场预期的未来 5 年的平均通胀率在经历了 08 年底-09 年初的大幅下滑后, 逐步接近历史平均水平 2% 左右。

观察 10 年期的固定利率国债和通胀挂钩国债, 可以看到 10 年期平均通胀预期于 08 年底-09 年初大幅下

滑后回升，目前稳定在 2% 左右。

图 8：美国 5 年国债收益率及隐含通胀



数据来源：Wind 资讯，兴业证券

隐含远期通胀率也表明市场预期的未来 5 年到 10 年期间的通胀预期略高于历史平均水平 2%

通过 5 年期内的预期平均通胀率和 10 年期间的预期平均通胀率，我们可以推算市场对未来 5 年到 10 年的远期通胀率。计算结果表明，市场预期的未来 5 年到 10 年期间的通胀预期略高于历史平均水平 2%。

09 年 7 月 9 日的报告《海外市场专题：美国缓慢复苏 由通缩向温和通胀过渡》中，我们指出在市场隐含情景下：未来 1-2 年内是 0% 左右的通货紧缩及低通胀，3-5 年为 3% 左右略高通胀率，5-10 年为 2% 左右的温和通胀率。目前美国处于低通胀阶段，与预期吻合。

图 9：美国 10 年国债收益率及隐含通胀

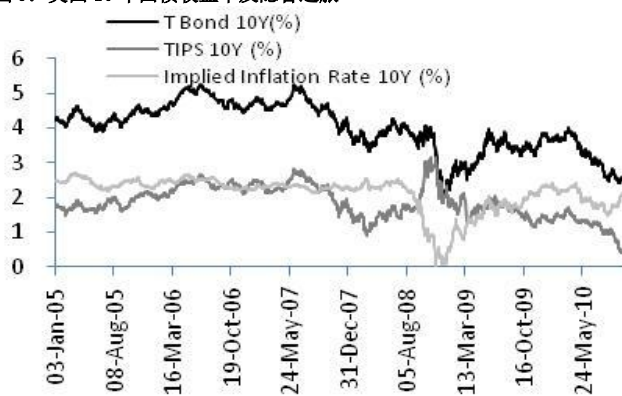
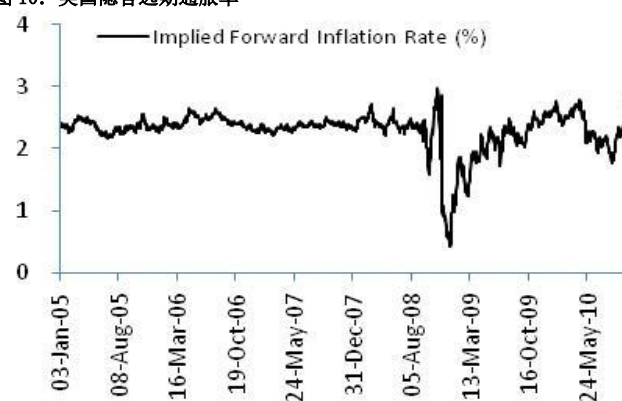


图 10：美国隐含远期通胀率

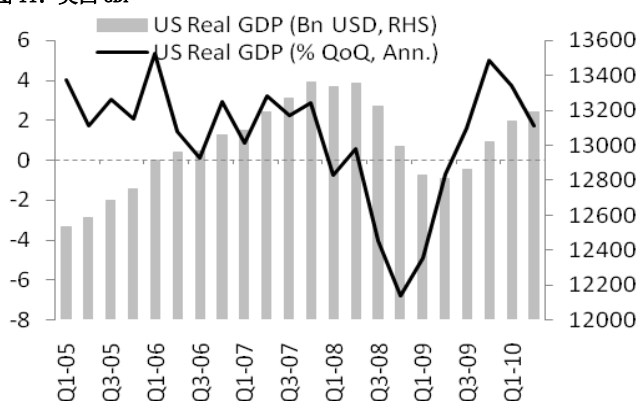


数据来源：Wind 资讯，兴业证券

美国经济缓慢复苏，仍需护航

美国 2 季度经济增长放缓，3 季度 GDP 初值季环比折年率 2.0%，高于 2 季度的 1.7%。就业市场企稳，但失业率长期位于 9.0% 以上的高位。物价趋势下行，通缩风险加大。另外，地产市场数据显示销售及开工未进一步下探，但仍萎靡。

图 11：美国 GDP



数据来源：CEIC，兴业证券

美国联邦负债高企，M2 仍在低位

04 年以来，美国政府负债占 GDP 的比率一路提高。自 08 年以来，联邦负债/GDP 迅速上升，从 60% 左右升至目前接近 90%。

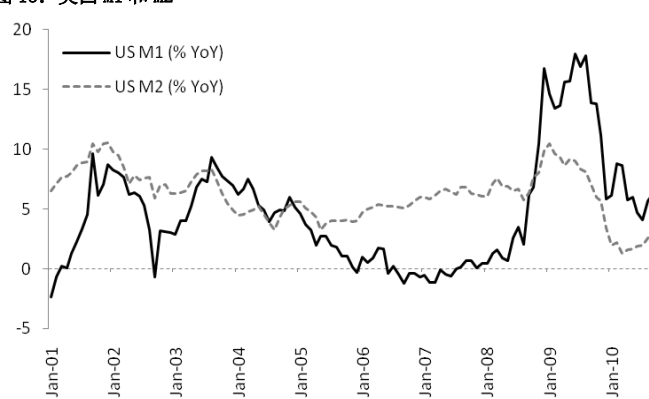
9 月 M1 同比 6.3%，高于 8 月的 5.7%，连续第 2 个月上升；M2 同比 3.0%，高于 8 月的 2.6%，连续第 6 个月上升，为 09 年 12 月来最高值，但仍然处于低位。

图 12: 美国联邦负债和 GDP



数据来源: CEIC, Wind 资讯, 兴业证券

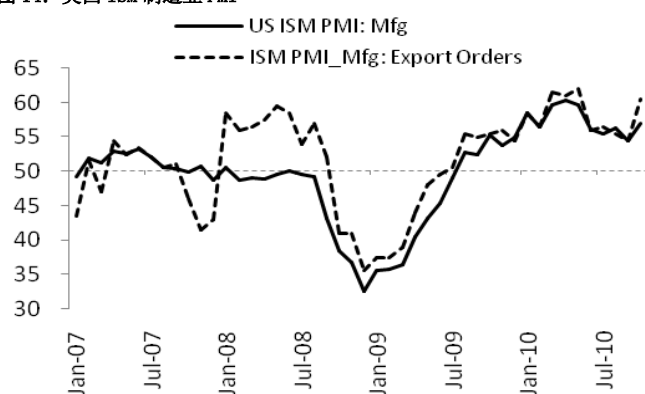
图 13: 美国 M1 和 M2



工业与制造业年中显著放缓

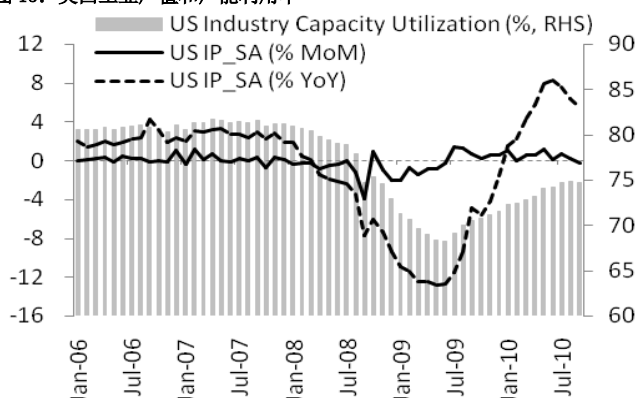
美国在危机期间明显的削产能过程使工业和制造业部门的扩张成为初期经济复苏的助推力，作为领先指标的 ISM 制造业 PMI 一度于 2010 年 4 月上升至 60.4 的高点，但此后连续 3 个月回落。最新数据显示，10 月 ISM 制造业 PMI 有所回升，为 56.9，高于市场预期中值 54.0 和 9 月的 54.4，9 月值曾创近 10 个月来的新低。其中新订单指数上升 6.0 至 60.5，为近 5 个月来最大值。9 月工业产值同比 5.4%，连续第 3 个月下降，环比 -0.2%，为今年 2 月来首次转负。9 月产能利用率 74.7%，仍未回到危机前的水平，且为 09 年 5 月以来首次下降。

图 14: 美国 ISM 制造业 PMI



数据来源: CEIC, 兴业证券

图 15: 美国工业产值和产能利用率

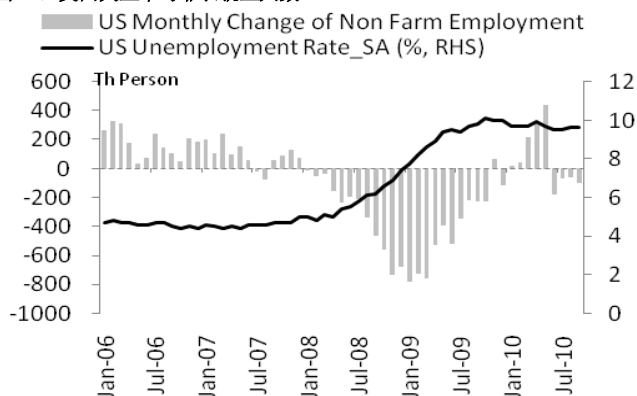


就业市场依然严峻

就业是美国经济的核心问题，失业率更是制定利率政策的重要参考指标之一。从最新数据来看，就业市场企稳，甚至略有恶化。9 月季调后的失业率连续第 2 个月稳定在 9.6%，高于 6-7 月的 9.5%；非农就业人数连续第 4 个月下降。09 年 10-12 月，美国失业率保持在 10.0% 左右，之后略微下降，但持续高于历史高位 9.5%。从长期来看，就业市场复苏滞后于实体经济复苏，考虑到目前经济复苏仍然缓慢，人口普查所带来的临时就业岗位也在消退，失业率近期仍将保持高位。

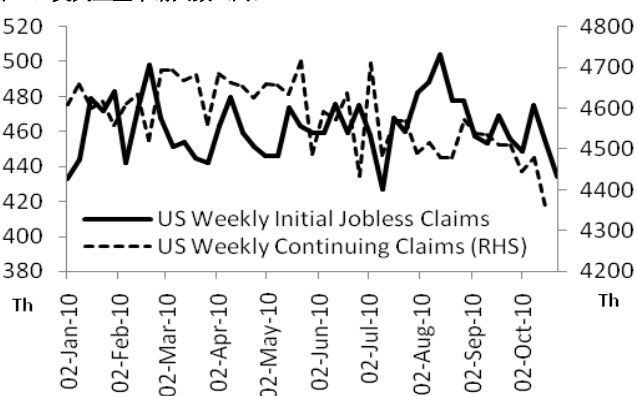
从周数据来看，截止至 10 月 23 日的当周首次申请失业金人数为 43.4 万人，低于前周的 45.5 万人，连续两周下降；截止至 10 月 16 日的持续申请失业金人数为 435.6 万人，低于前周的 447.8 万人，为 08 年 12 月 13 日当周以来的最低水平。

图 16: 美国失业率与非农就业人数



数据来源: CEIC, Wind 资讯, 兴业证券

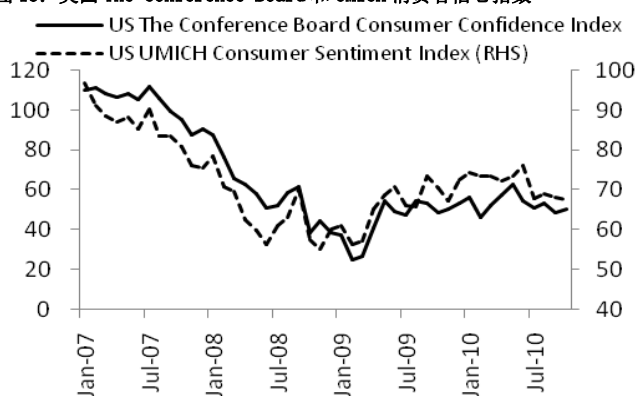
图 17: 美失业金申请人数(周)



消费者信心不振

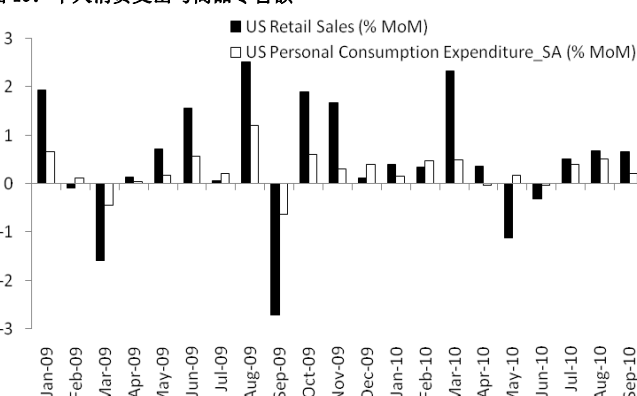
由于工业与制造业部门增速趋缓、就业市场仍不乐观, 消费者信心在低位徘徊, 但消费支出与零售销售逐渐好转。从数据来看, 美国 10 月 The Conference Board 消费者信心指数为 50.2, 高于 9 月的 48.6, 但仍为今年 2 月 (46.4) 以来次低; 10 月 UMICH 消费者信心指数终值 67.7, 低于初值 67.9 和 9 月终值 68.2, 连续第 2 个月下降, 为 09 年 11 月来最低水平; 9 月个人消费支出环比 0.2%, 商品零售额环比 0.7%, 均连续第 3 个月为正。

图 18: 美国 The Conference Board 和 UMICH 消费者信心指数



数据来源: CEIC, 兴业证券

图 19: 个人消费支出与商品零售额



房地产市场止跌企稳, 但仍深陷泥沼

由于 4 月 30 日购房退税政策截止, 6 月“两房”退市等事件导致居民购房意愿下降, 2 季度美国地产销售市场萎缩, 建筑业也受到牵连。8、9 月份的数据显示, 美国房地产市场止跌企稳, 未进一步下探。从近期数据来看, 美国 10 月 NAHB 房地产市场指数为 16.0, 高于市场预期中值 14.0 和 9 月的 13.0, 为近 4 个月来最高值。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回升。

从价格来看, 近期房价有所下探。8 月 FHFA 房价指数同比-2.3%, 连续第 9 个月为负; 环比 0.4%, 为近 3 个月来首次转正。8 月标普/CS-20 大城市房价指数同比 1.7%, 连续第 3 个月下降; 环比-0.28%, 低于 7 月的-0.21%, 连续第 2 个月为负。

图 20: 美国 NAHB 房地产市场指数

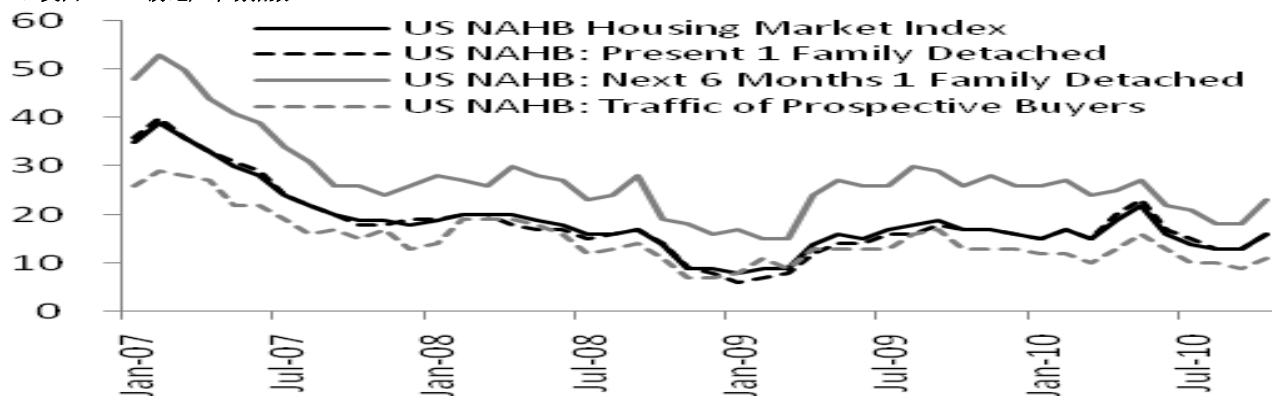


图 21: 美国 FHFA 房价指数

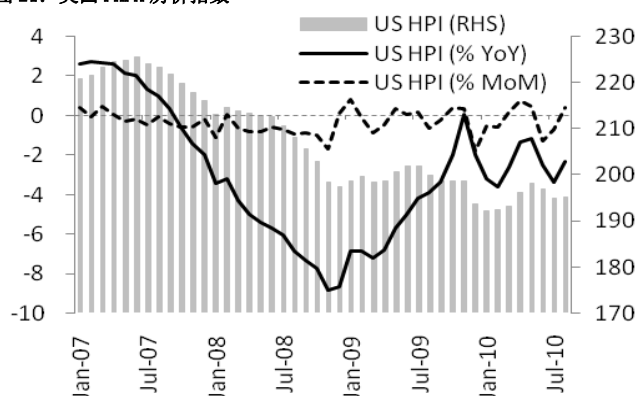
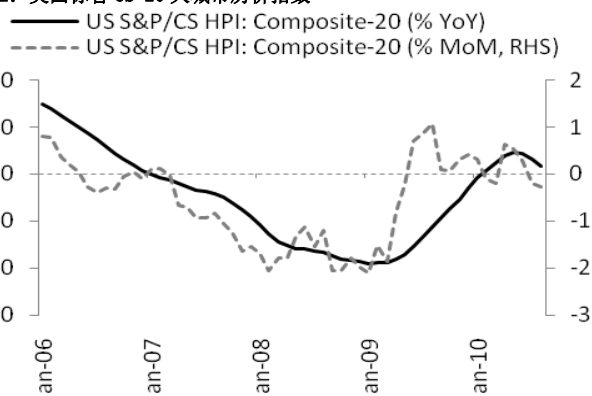


图 22: 美国标普 CS-20 大城市房价指数



数据来源: Bloomberg, CEIC, 兴业证券

从销售类数据来看, 虽然有所回升, 但仍然低迷。9 月成屋、新屋销售均连续第 2 个月回升, 但仍处于历史低位。成屋销售折年数 453 万套, 高于市场预期中值 430 万套, 环比 10.0%, 同比-19.1%。9 月新屋销售折年数 30.7 万套, 超过市场预期中值 30.0 万套, 环比 6.6%, 高于 8 月的 1.1%, 同比-21.5%, 降幅连续第 2 个月收窄。

建筑业同样萎靡, 但有好转的迹象。从数据来看, 9 月美国季调后新屋开工折年数 61.0 万套, 高于市场预期中值 58.0 万套, 连续第 3 个月上升。9 月建筑许可折年数 53.9 万套, 意外下降, 且创 09 年 4 月来最低值, 但单套房建筑许可为近 6 个月来首次转正。

图 23: 美国新屋销售

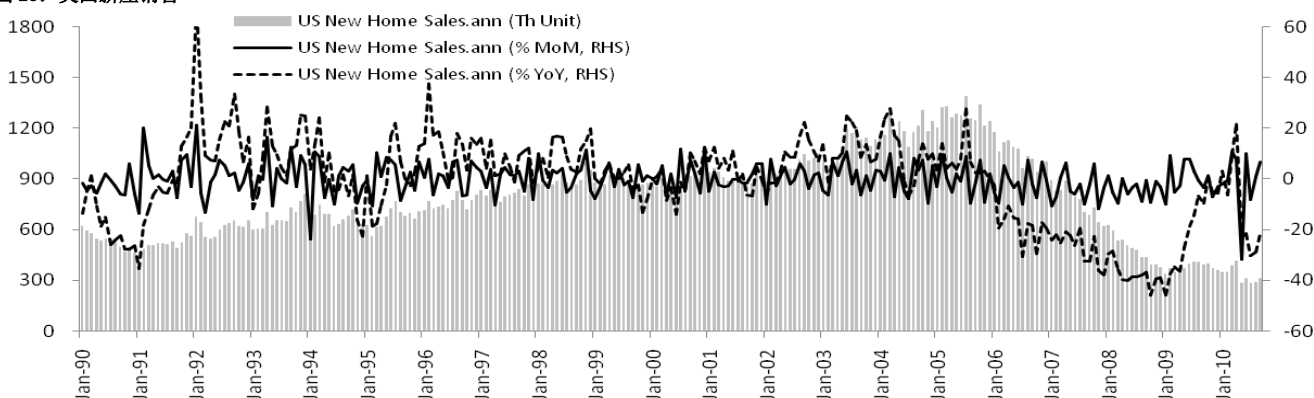


图 24: 美国成屋销售

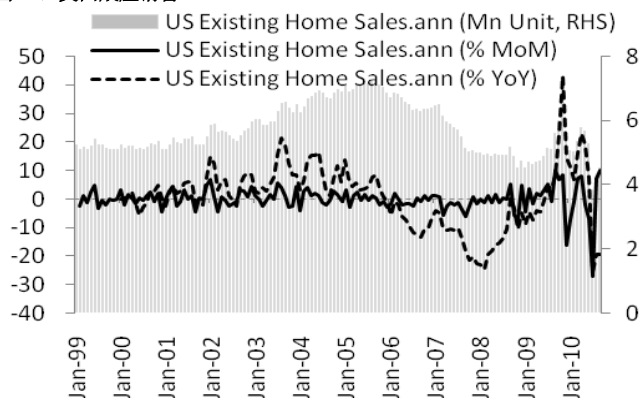
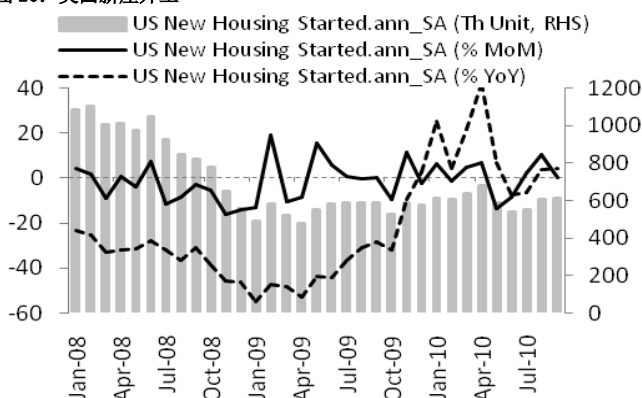


图 26: 美国新屋开工



数据来源: CEIC, 兴业证券

图 25: 美国新屋成屋销售数

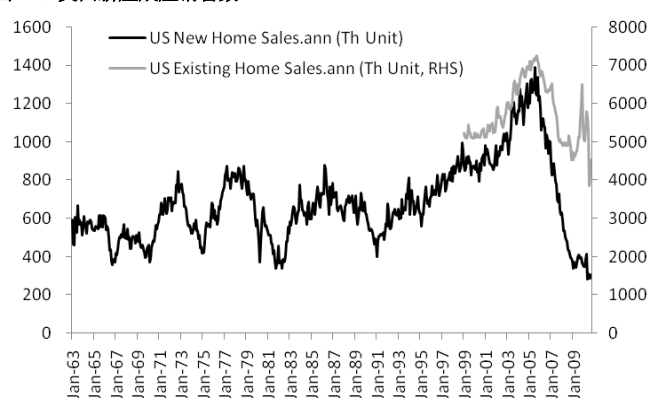
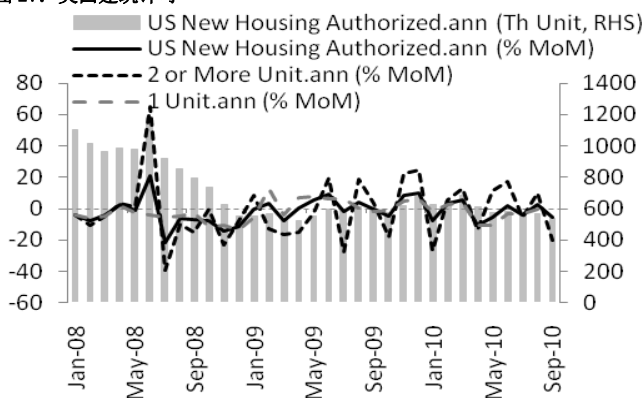


图 27: 美国建筑许可



欧洲、日本近期政策演进: 护航复苏为重点

基于经济复苏处于瓶颈期, 增长仍然乏力, 美日欧相继通过重启量化宽松或重返零利率等货币政策方式, 其目的是护航复苏进程, 防范海外二次探底风险。

日本重返零利率

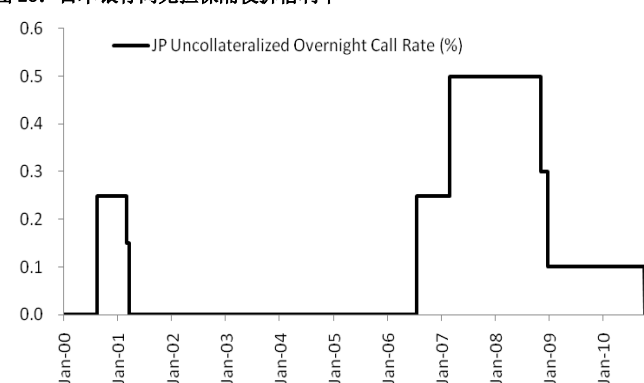
由于受到物价通缩及日元快速升值的压力, 日本银行首先在 10 月 5 日的货币政策会议上声明将实施“全方位货币宽松政策”, 同时把银行间无担保隔夜拆借利率这一基准利率降至 0-0.1% 水平。

接着, 在 10 月 28 日货币政策会议上再次申明将维持无担保隔夜拆借利率在 0-0.1% 的区间内。同时公布了详细资产购买计划。此次公布的资产购买计划总计包括购买 5 万亿日元的资产, 同时为市场提供 30 万亿日元固定利率担保债券。5 万亿日元的资产包括 1.5 万亿日元的长期公债、2 万亿日元左右的短期政府债券、各 5000 亿日元的商业票据和公司债, 4500 亿日元的 ETF 及 500 亿日元的 J-REIT。

金融危机发生后, 日本央行先是于 2008 年 10 月把基准利率水平从 0.5% 下调至 0.3%, 12 月又进一步降至 0.1%, 随后一直保持这一水平。

9 月日元汇率为 84.39 日元/美元, 自 4 月以来日元连续升值, 升值幅度达 10.8%。日元真实有效汇率指数同样连续上涨, 7 月升至 104.3, 比 4 月上升 9.7%。

图 28: 日本银行间无担保隔夜拆借利率



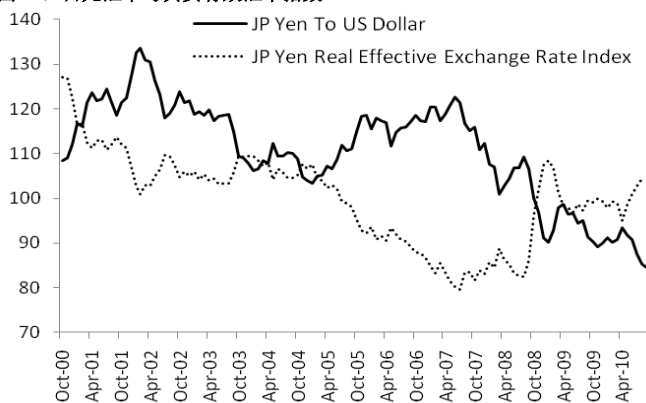
数据来源: Wind 资讯, 兴业证券

8 月经常项目盈余 1.1142 万亿日元，低于 7 月的 1.6759 万亿日元。其中，商品服务贸易盈余 0.1010 万亿日元，低于 7 月的 0.7383 万亿日元；收入项目盈余 1.1075 万亿日元，高于 7 月的 1.0218 万亿日元；经常转移性收入赤字 943.0 亿日元，较 7 月的 842.0 亿日元有所扩大。

日本继续保持贸易顺差。9 月贸易顺差 7970.08 亿日元，高于市场预期中值 7100.00 亿日元和 8 月修正后的 859.89 亿日元。9 月出口同比 14.4%，高于市场预期中值 9.6%，低于 8 月修正值 15.5%，连续第 7 个月回落；进口同比 9.9%，高于市场预期中值 7.4%，低于 8 月的 17.9%，为近 8 个月最低值。

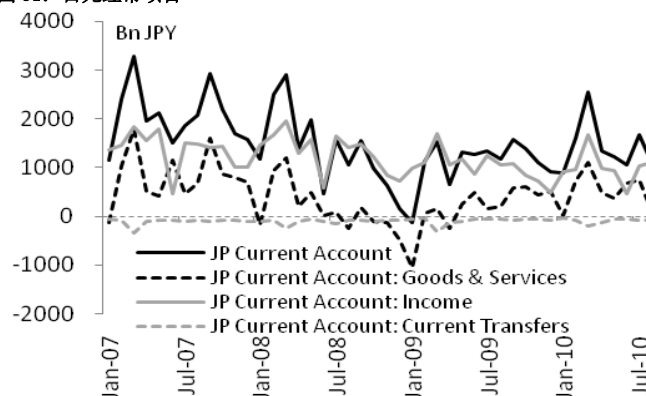
日本 9 月 CPI 同比-0.6%，符合市场预期中值，高于 8 月的-0.9%，降幅连续第 2 个月收窄，连续第 20 个月为负。其中，作为制定利率政策重要指标的不包括生鲜食品的 CPI 同比-1.1%，低于市场预期中值和 8 月的-1.0%，连续第 19 个月为负；不包括食品和能源的 CPI 同比-1.5%，符合市场预期中值，和 8 月值持平，连续第 21 个月为负。通缩压力仍然很大。

图 29：日元汇率与真实有效汇率指数



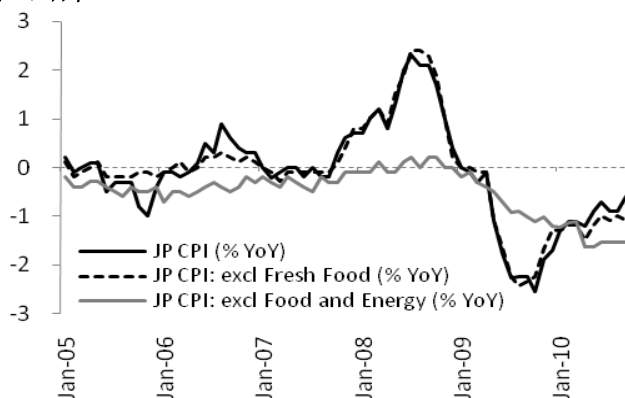
数据来源：Datastream，兴业证券

图 31：日元经常项目



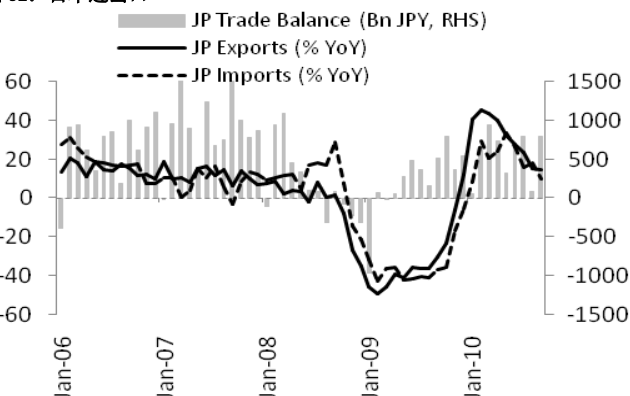
数据来源：CEIC，兴业证券

图 30：日本 CPI



数据来源：CEIC，兴业证券

图 32：日本进出口



数据来源：CEIC，兴业证券

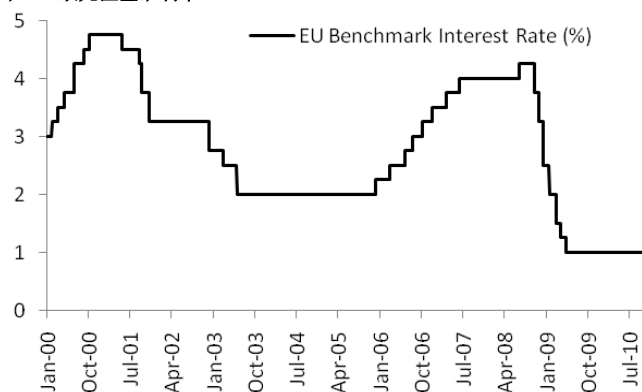
欧洲受累债务危机将长期维持低利率

之前，在 5 月 20 日报告《欧洲量化宽松货币紧缩财政评估》中，我们观察到欧洲在财政紧缩压力下，被迫采用量化宽松的货币政策进行对冲。这一政策组合我们理解为：财政问题的出路往往是货币化，这将令欧元区长时间维持低利率，采取宽松货币政策。欧元区基准利率现在维持在 1% 的历史低位，实行宽松的货币政策会使得利率继续保持在低位。

而欧元区 PIIGS 主权债务危机背后深层次原因和可能的演进推理包括：1) 欧洲经济受危机冲击比美国严重；2) 欧洲工会势力过于强大，导致经济自身调整很不灵敏，其代价就是复苏缓慢；3) 欧洲累积的财政问题相对严重，当经济下行时，一面是刺激政策和社保支出的内生扩张，另一面是财政收入大幅下降，欧洲财政风险必然暴露；4) 欧元区经济内部差异很大，协作渠道还不是很顺畅，但在目前的政治气候下，欧元区作为利益共同体的本质不变，我们认为具备各成员国之间通过协作，化解系统性风险的能力；5) 欧元区对全球复苏趋势的影响力有限，只要风险不出现大规模扩散到 G2，全球经济复苏趋势不会改变。伴随全球经济好转，欧洲债务问题将得到根本缓解；6) 主权债务问题导致长期利率抬升的压力，不利于欧洲经济的复苏进程。

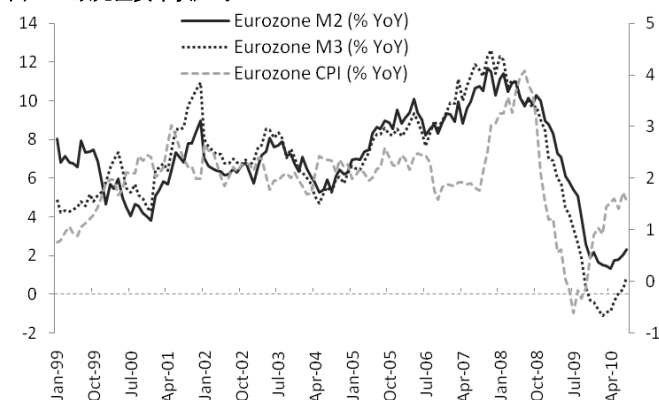
欧洲实行宽松货币紧缩财政政策搭配，是针对通缩风险。

图 33：欧元区基准利率



数据来源：CEIC，兴业证券

图 34：欧元区货币供应与 CPI



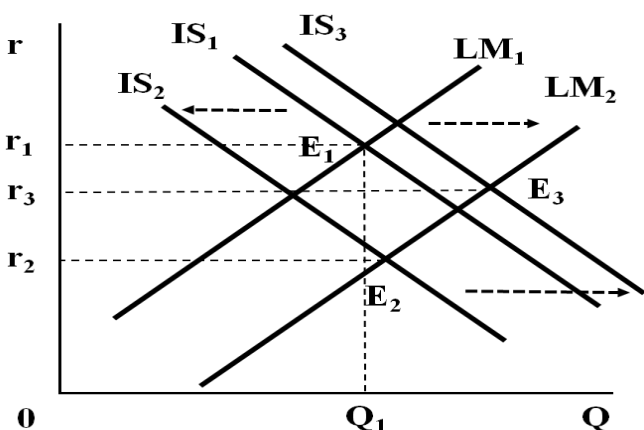
数据来源：CEIC，兴业证券

在 10 月 19 日的《内需稳健给加息壮胆》中，我们从中国加息这一事件入手，分析了美日欧三大经济体近期货币政策动态，并以经典 IS-LM 分析框架为基础推导出欧元区将长期维持低利率。

分析逻辑如下：当前欧洲，紧缩性的财政政策体现在 IS 曲线向左上移动，扩张性的货币政策体现在 LM 曲线向右下移动，均衡点由 E1 转换到 E2，均衡利率降低，产出变化不确定。此分析基于封闭经济，忽略了进出口。考虑进出口贸易，财政紧缩和货币扩张效果是把均衡利率拉低到世界均衡利率之下，这导致资金外流，欧元汇率贬值，刺激净出口，使得 IS 曲线向右扩张，直至利率达到世界均衡利率。在此均衡下，产出有所提升。

因此，欧洲 PIIGS 债务压力迫使欧元区将长期维持低利率。

图 35：IS-IM 模型分析



数据来源：CEIC，兴业证券

表 3：PIIGS 财政赤字与债务占 GDP 比重

2009 %	财政赤字占 GDP 比例	债务占 GDP 比例
爱尔兰	14.3	64
葡萄牙	9.4	76.8
希腊	13.6	115.1
西班牙	11.2	53.2
意大利	5.3	115.8

数据来源：CEIC，兴业证券

会后声明:

从9月会议至今所接受到的信息显示,产出复苏和就业市场改善的速度持续减缓。家庭支出逐渐改善,但仍受制于高失业率、缓慢的收入增长、较低的住房资产财富水平和萎缩的信贷。设备和软件的商业支出正在回升,但增速有所放缓。非住宅类投资持续走弱。雇主仍然不愿意增加薪酬。房地产市场持续萎靡。长期通胀预期维持稳定,但隐含通胀率在近几个季度有下降的趋势。

与其政策目标一致,联储寻求一切可能来促进就业最大化和稳定物价。目前失业率处于高点,隐含通胀率相对联储认为的长期目标值来比较低。虽然联储期望资源利用率能在物价稳定的前提下逐渐提升到高位,但达到此目标的进程却令人失望的缓慢。

为了推进经济恢复的速度并保证通胀率将达到联储的目标值。联储今天决定将扩大其资产的拥有量。联储将维持其现有政策既将其持有证券的本金用于再投资。此外,联储将在2011年2季度末之前购买总值6000亿美元的长期国债,即每月购买750亿美元。同时,联储将定期检测其资产购买的进程和规模,根据所取得的信息做出相应的调整来最好的促进其就业最大化和稳定物价双重目标的实现。

联储将维持联邦基金利率在0-0.25%的区间内,同时认为在当前的经济状况下,比如较低的资源利用率,受抑制的通胀水平及稳定的通胀预期,有必要维持基准利率在低位。

联储将继续监控经济状况和金融发展,并将使用其政策工具来支持经济复苏,确保通胀水平符合联储目标。

会后声明原文:

Information received since the Federal Open Market Committee met in September confirms that the pace of recovery in output and employment continues to be slow. Household spending is increasing gradually, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Business spending on equipment and software is rising, though less rapidly than earlier in the year, while investment in nonresidential structures continues to be weak. Employers remain reluctant to add to payrolls. Housing starts continue to be depressed. Longer-term inflation expectations have remained stable, but measures of underlying inflation have trended lower in recent quarters.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Currently, the unemployment rate is elevated, and measures of underlying inflation are somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate. Although the Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, progress toward its objectives has been disappointingly slow.

To promote a stronger pace of economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to expand its holdings of securities. The Committee will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings. In addition, the Committee intends to purchase a further \$600 billion of longer-term Treasury securities by the end of the second quarter of 2011, a pace of about \$75 billion per month. The Committee will regularly review the pace of its securities purchases and the overall size of the asset-purchase program in light of incoming information and will adjust the program as needed to best foster maximum employment and price stability.

The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.

The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and will employ its policy tools as necessary to support the economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; James Bullard; Elizabeth A. Duke; Sandra Pianalto; Sarah Bloom Raskin; Eric S. Rosengren; Daniel K. Tarullo; Kevin M. Warsh; and Janet L. Yellen.

Voting against the policy was Thomas M. Hoenig. Mr. Hoenig believed the risks of additional securities purchases outweighed the benefits. Mr. Hoenig also was concerned that this continued high level of monetary accommodation increased the risks of future financial imbalances and, over time, would cause an increase in long-term inflation expectations that could destabilize the economy.

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
朱元戩	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。