

听其言 观其行，短期冲击有限 中期看行动

——11月3日美联储量宽政策点评

发布日期：2010年11月4日

主要观点：

- 美联储推出第二轮的量化宽松政策主要是美国经济增长动力疲软，私人消费和投资依然疲弱，复苏依然缓慢，经济系统深陷高失业率和通缩压力。
- 量宽规模在 8500-9500 亿美元，并未超市场预期。不可避免，市场流动性的注入将使美元疲软，美国国债利率走低，相应地，国际大宗商品将维持高位，而资金流向新兴市场也将不可避免。
- 美元指数将继续表现疲弱，但难以突破当前的震荡格局，不会出现深度下滑的情况。第一轮量化宽松政策使美元指数在一个季度内下跌 6.7%，而当前美元指数已经从 9 月份开始下跌超过了 6.5%，美元指数已基本反映了美联储的量化宽松政策。
- 而黄金和主要金属价格也大幅上涨，也基本反映了该预期，因此，金属价格上升空间有限。但近期原油价格上涨 10% 左右，低于上一轮近 40% 的涨幅，后期或有继续上涨的压力。
- 本周日本和欧盟等都将议息，鉴于日本经济的疲软及日元已大幅升值的背景，日本跟随美国采取量化宽松政策的可能性较大，而欧盟的可能性较小。
- 由于本国经济增长及物价的走势与美国相反，中国、印度等新兴经济体及资源型国家的货币政策将走出不同的轨迹。印度和澳大利亚已宣布加息。这种政策分化将继续。
- 可以预计我国货币政策将逐渐转为稳健。央行在第三季度的货币执行报告中明确指出引导货币政策回归常态。在外部市场流动性注入，热钱流入压力也继续加大，而输入性通胀压力也继续高企。
- 因此，从政策角度看，第一，我国不得不加大外汇管理，以遏制热钱的流入规模。第二，极大公开市场操作力度，以回收流动性。但总体看，我国市场流动性依然充足。

分析师：宏观组

证书编号：S0550210070002

联系人：王国兵

TEL: (8621)6336 7000-305

FAX: (8621)6337 3209

Email: wanggb@nescn.cn

地址：上海市延安东路 45 号 20

邮编：200002

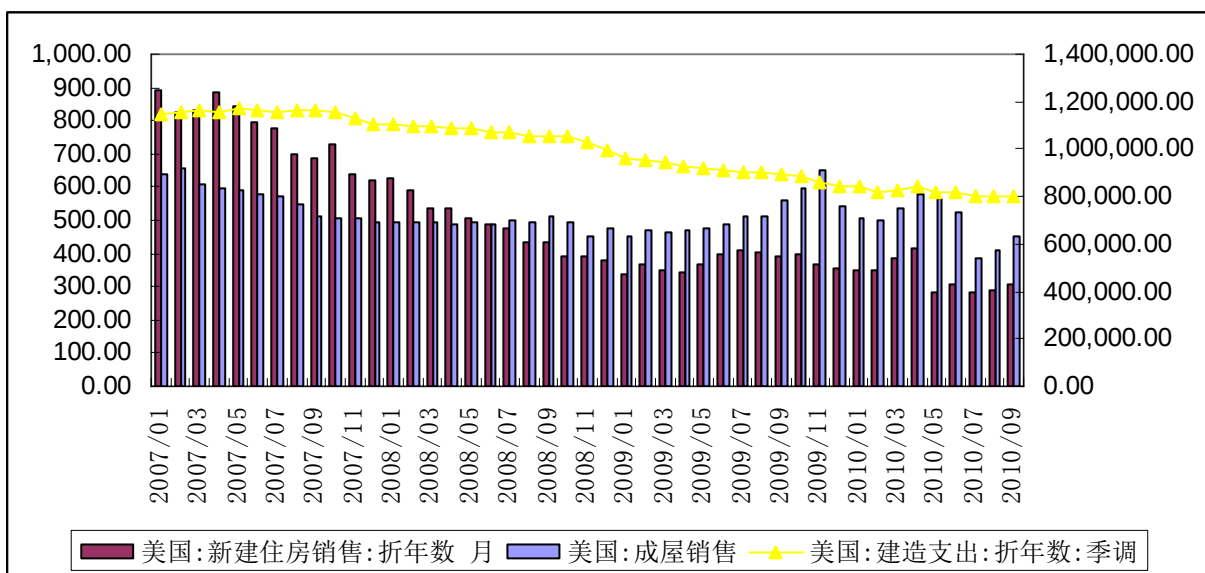
主要事件:

Fed 官员在进行了为期两天的讨论后, 决定推出一个备受期待的计划: 他们表示将在未来 8 个月内买进价值 6,000 亿美元的美国国债。Fed 表示, 预计将在 2011 年第二季度结束前购买 8,500 亿-9,500 亿美元国债。那是因为, 除了前文提及的 6,000 亿美元国债外, Fed 预计还将根据 8 月份作出的决定, 每月购买大约 350 亿美元国债以取代将陆续到期的抵押贷款债券。

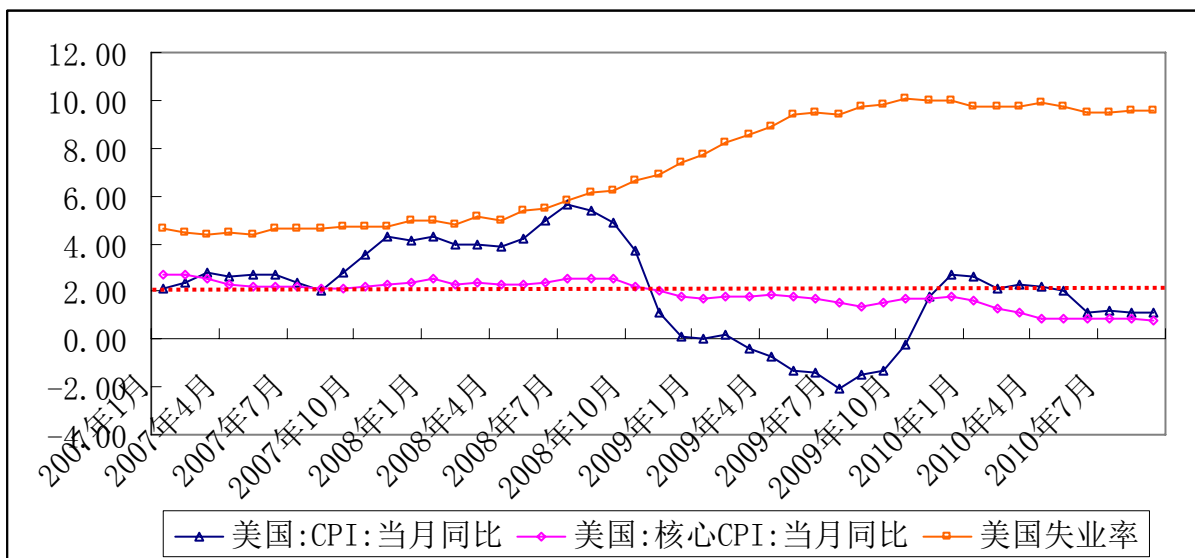
简评:

1、美国经济复苏依旧缓慢, 为推出 QE2 根本原因

美联储推出第二轮的量化宽松政策主要是美国经济增长动力疲软, 私人消费和投资依然疲弱 (见图 1), 复苏依然缓慢, 经济系统深陷高失业率和通缩压力。



美国 9 月份的失业率依然高大 9.6%, 并且市场预期 10 月份的失业率仍将保持在 9.6%, 也也将是美国失业率持续 35 个月保持在 9.6% 的高位而未见明显改善。与此同时, 美国的 CPI 和核心 CPI 分别为 1.1% 和 0.8%, 远低于 2% 的目标 (见图 2)。



而随着前期政策的消退，经济复苏疲软。根据 11 月 3 日公布的最新的预测，OECD 大幅下调 2011 年美国经济增长预期，预计美国 2011 年国内生产总值 (GDP) 将增长 1.75%-2.25%，此前预期为增长 3.2%。虽然 FED 对最新的美国经济预期将在 11 月 24 日 FOMC 会议纪要公布时才会发布，但可以肯定的是，与 6 月份时的预期相比，此前 Fed 官员曾乐观预计，到 2011 年底经济增长率近 4.0%，失业率降至 8.5% 左右，目前来看，这是相当有难度，预计 Fed 官员当前的预期会更加悲观。因此，为推动经济复苏，Fed 寄希望量化宽松压低国债利率，以刺激消费和投资。

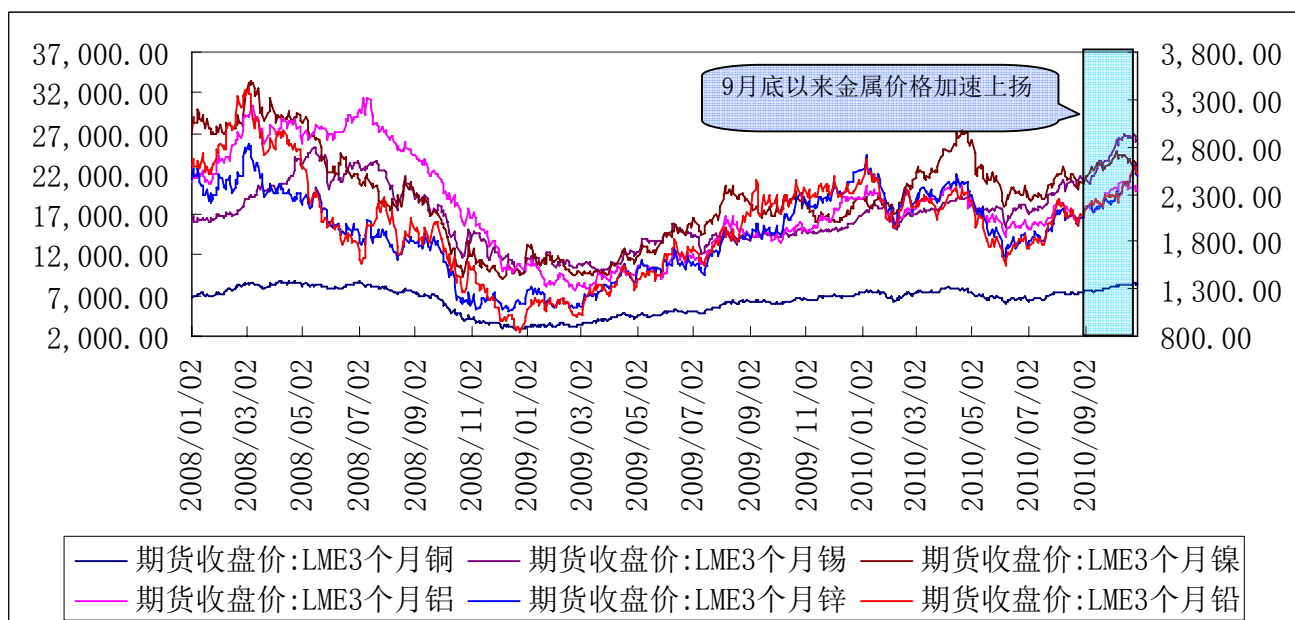
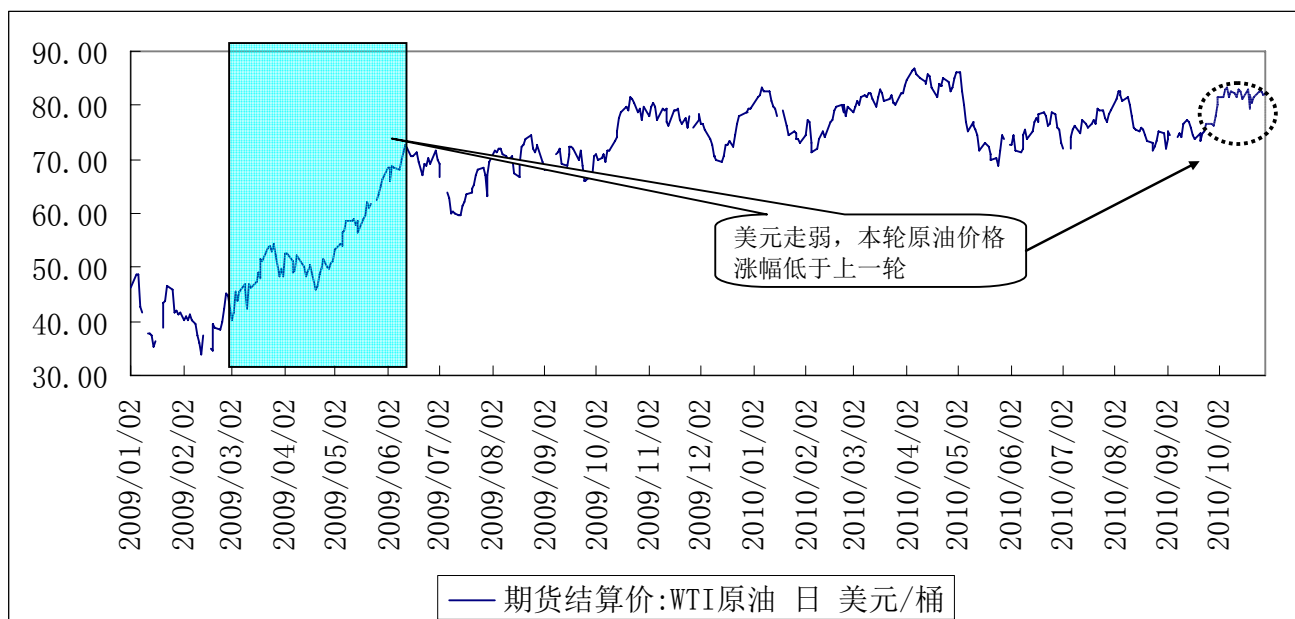
2、量宽政策基本符合预期，美元继续疲软，大宗商品将继续高位运行

本轮量化宽松政策新增购买国债规模为 6000 亿元，8 月份作出的决定，每月购买大约 350 亿美元国债以取代将陆续到期的抵押贷款债券，总计在 8500-9500 亿美元，并未超预期市场预期预期的 5000-10000 亿美元的规模。不可避免，市场流动性的注入将使美元疲软，美国利率走低，相应地，大宗商品将维持高位，而资金流向新兴市场也将不可避免。

第一轮量化宽松政策使美元指数在一个季度内从 89 美元跌至 78 美元，跌幅为 6.7%，而当前美元指数已经从 9 月份 Fed 宣布将可能实施新一轮的量化宽松政策以来，下跌超过了 6.5%，美元指数已基本反映了美联储的量化宽松政策。因此，美元指数将继续表现疲弱，但难以突破当前的震荡格局，不会出现深度下滑的情况。



美元的疲软将使国际大宗商品继续保持高位运行，前一轮的美元指数下跌直接导致了黄金、石油等大宗商品的上涨。但是本轮除了黄金价格涨幅接近上一轮外，石油等大宗商品价格涨幅小于第一轮的量化宽松政策。



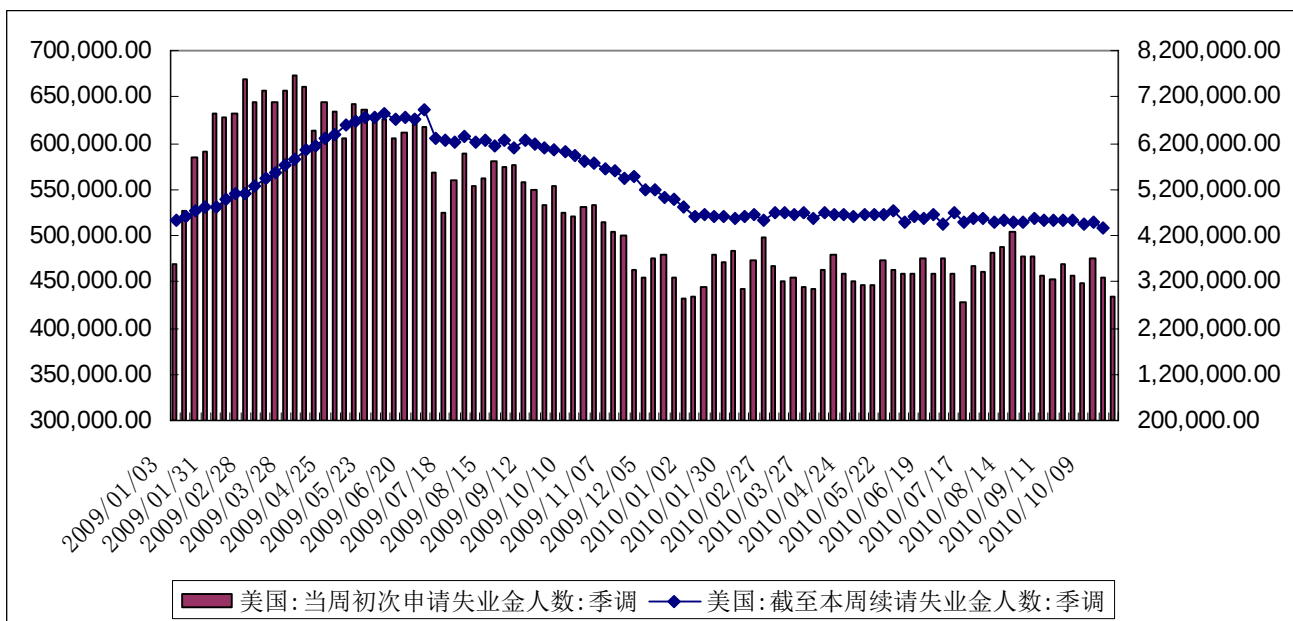
3、市场的中期表现取决于 Fed 的后续实际行动

但 Fed 在未来的实际投放量及政策是否改变将真正决定美元的未来走势。此次议息会议，Fed 为政策保留了更多的空间，Fed 表示将继续关注经济前景和金融市场状况，并将在必要时动用其政策工具支撑经济复苏。因此，未来一段时间美国经济的走势将决定美联储的实际量化宽松规模。经济复苏继续疲软，Fed 可能再推或加大量化宽松规模；而若经济复苏好于预期，美联储将可能提前终止量化宽松规模。

而从目前看，美国经济正向好的方向前进。上期美国当周初次申领失业救济金人数降之 43.4 万，加快下降，并且近期申领人数减少趋势基本形成，而 11 月 3 日人力资源服务公司 Automatic Data Processing Inc. (简称 ADP) 与咨询机构 Macroeconomic Advisers 公布的全美就业报告显示，10 月份美国私营部门就业人数增加 43,000 人。而经济学家此前预计 10 月份就业人数增加 22,000 人，实际增加人数近乎预期的两倍，就业改善实际情况好于预期。而

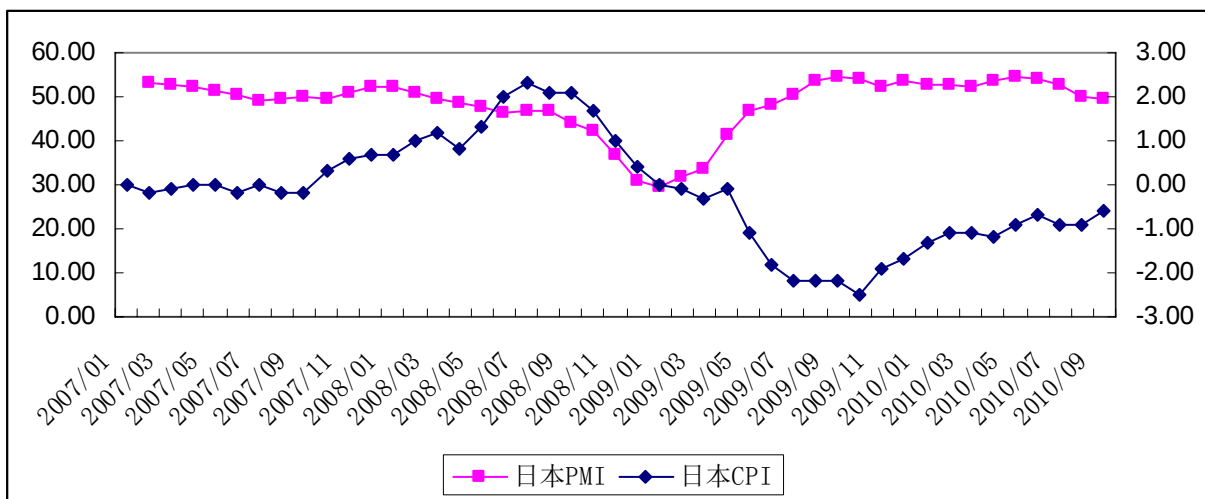
10 月份的 PMI 指数转而回升，制造业的新订单指数也是超过预期。美国商务部 (Commerce Department) 周三公布，美国 9 月份制成品订单上升 2.1%，至 4,200.2 亿美元。此前接受调查的经济学家预计 9 月份制成品订单上升 1.6%。

因此，我们认为美国经济朝向好的方向发展，如果势头能够继续保持的话，不排除 Fed 不排除在未来 8 个月内的某个时点终止量化宽松政策。而这在上一轮的量宽政策操作中有迹可寻。第一轮量化宽松在 2009 年的 3 月份宣布实施 1.75 万亿美元的规模后，中间逐步停止，并在 2009 年 11 月份宣布停止。



4、日本货紧随其后，而中国等新兴经济体与美联储政策分化

由于日元对美元已经大幅升值至 81 幅近，而日本经济疲，其 PMI 持续下滑，同时 CPI 依旧处于负增长，而日本政府前期已经直接干预外汇市场，并采取了量化宽松政策，因此，在美元宣布量化宽松政策后，日本也有可能在明天的议息会有进一步采取宽松措施。而欧盟由于过了在艰难的阶段，政策也相对谨慎，并且一直坚持采取财政整顿，因此，采取量宽政策的可能性相对较小。



但由于经济体的表现好于欧美日，包括中国在内的新兴经济体及资源型国家将脱离美国的量化宽松政策。印度和澳大利亚已在 11 月 2 日宣布提高各提高基准利率 25 个基点表明政策的背离。

而我国也在 10 月 20 提高了存贷款准备金率。鉴于我国物价继续高企，并难以大幅回落，管理通胀预期的压力继续加大。与此，我国短期经济增长无忧，而在未来一段时间追求更加注重质量和效益的增长，容忍经济增速适度下降。而央行在第三季度的货币执行报告中明确指出引导货币政策回归常态。因此，可以预计我国货币政策将逐渐转为稳健。

而在外部市场流动性注入，而我国利率提高的背景下，热钱流入压力也继续加大。因此，从政策角度看，第一，我国不得不加大外汇管理，以遏制热钱的流入规模。第二，极大公开市场操作力度，以回收流动性。

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。