

资深策略分析师：王宇琼

TEL: (10) 68584892

E-mail: wangyuqiong@foundersc.com

SAC 证书编码: S1220210100008

联系人：杨玢

TEL: (86731) 85832449

E-mail: yangbin0@foundersc.com

相关研究

请务必阅读最后特别声明与免责条款

我们的美元，你们的问题

QE 与中美战略态势分析

重要事件点评
2010.11.04**事件：美国联储 11 月 3 日宣布重启量化宽松政策**

- 1) 为促进经济更强劲复苏，并帮助确保通胀随着时间的进展达到符合目标的水准，委员会决定增持证券仓位。将维持现有的对到期证券回笼资金再投资的政策，并在此基础上在 2011 年第二季前进一步购买 6,000 亿美元的较长期美国国债，每月购买量约为 750 亿美元。
- 2) 将维持联邦基金基准利率在 0-0.25% 的区间不变；并继续预计在较低的资源使用率、通胀趋势受限同时通胀预期稳定的经济状况影响下，联邦基金基准利率将在较长时间内维持于超低水准。
- 3) 委员会将例行检视证券购买的进度和资产购买计划的整体规模，并在需要时按照新的信息做出调整，从而最大限度地达到就业最大化和物价稳定的目标。

点评：

1) **量化宽松是美国必然的选择：**首先美国并无通胀之虞：9 月美国季调后 CPI 当月同比与环比分别为 1.10%、0.10%，预计 2011 年前通胀明显低于 2%；第二量化宽松利于家庭修复资产负债表，极低的利率可支撑资产估值，包括使房价变得更可承受，并减少需支付的利息，加快去杠杆化的历程益于消费的恢复；第三量化宽松支持美国经济结构调整。此次方案直接购买美国国债，将使美国政府以更低的成本为其赤字融资，从而利于预算政策的执行，启动“新经济”计划。

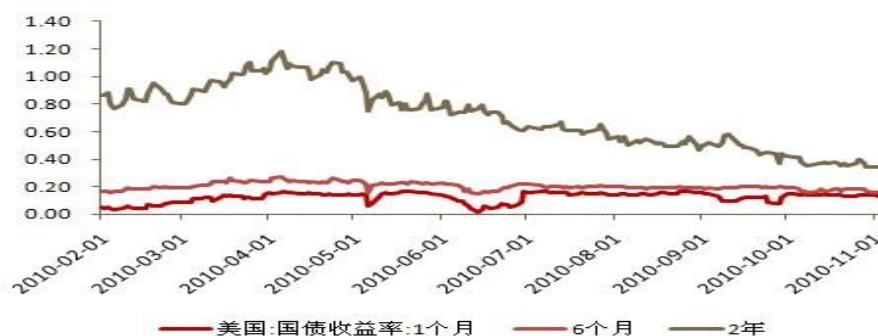
长期而言 QE 可以维护美元的地位。量化宽松引发美元贬值是美国的策略选择，既可配合“奥巴马新政”五年出口翻番的目标，亦可引发全球的通胀，为复苏向好甚至过热的经济体设置障碍。而从历史来看美元贬值都是中短期的行为，一旦美国自身经济企稳美元将恢复强势。（1971 与 1985 概莫能外）。

2) 此次 QE 在市场预估规模中值，未来 QE 有可能长期化。自 6 月 QEII 释放信号以来我们观察到 a、美元贬值预期加强，同时美元短期走低（图 1）；b、短期加速热钱流出美国，流入新兴经济体（图 2）；c、美国债券收益率持续走低（图 3），美国债券者信心增强；很明显宽松预期已经充分为市场领会，美联储印钞机油门不

必过大，一个并非激进的计划符合预期。

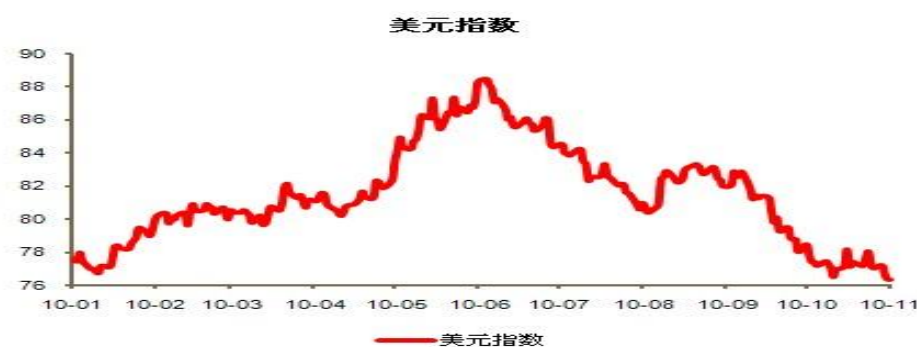
但中期而言美国将进入“宽货币，紧财政”的政策组合，量化宽松因而可能长期化：1) 政治层面共和党赢得中期选举，其力主的削减赤字和减税的政策将使美财政政策存变数；2) 经济层面货币政策宽松因而越发重要，此次报告联储亦明确表态“将定期审视债券购买计划并准备随时调整”，以期最大程度促进就业和价格稳定。

图表 1 6 月美联储释放 QE 信号以来美元持续走低



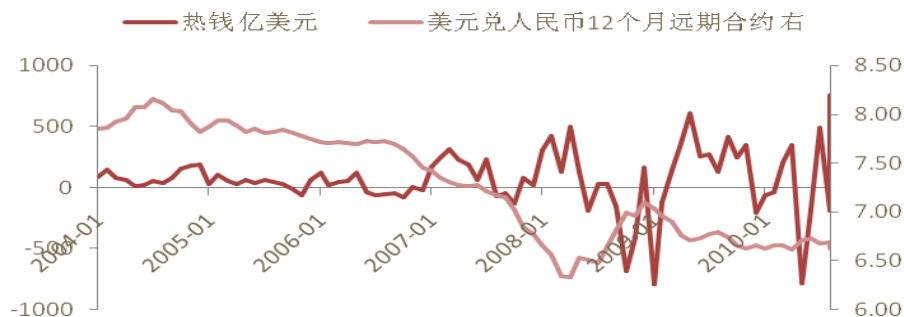
数据来源：方正证券研究所 WIND 资讯

图表 2 中国近月热钱流入明显，9 月创新高



数据来源：方正证券研究所 WIND 资讯

图表 3 美国短期债券收益率近月持续走低

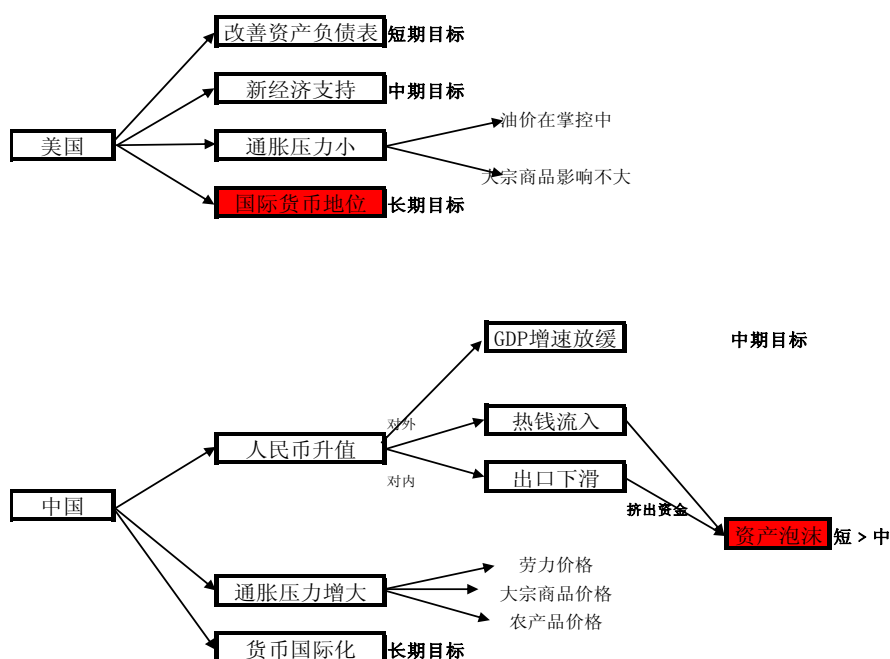


数据来源：方正证券研究所 WIND 资讯

美联储量化宽松的底线 1) 不引发国内大幅通胀：FED 的心理 CPI 上限为 2%，目前在 1% 左右徘徊；2) 不引发美元危机，即美国国债失去财富储存手段的功能，全世界抛售美国国债，将引发美国长短期利率同时爆升。两个条件目前均远未触底线，意味着货币的博弈仍有空间，量化宽松将长期化。

3) QE 长期化与常态化意味着中国已深陷货币战争的重围：突围路上中国从紧到远将面临通胀，升值，资产泡沫，经济增速下滑，人民币国际化落空，收入分配极端化加剧等难。其中最关键的是资产泡沫。

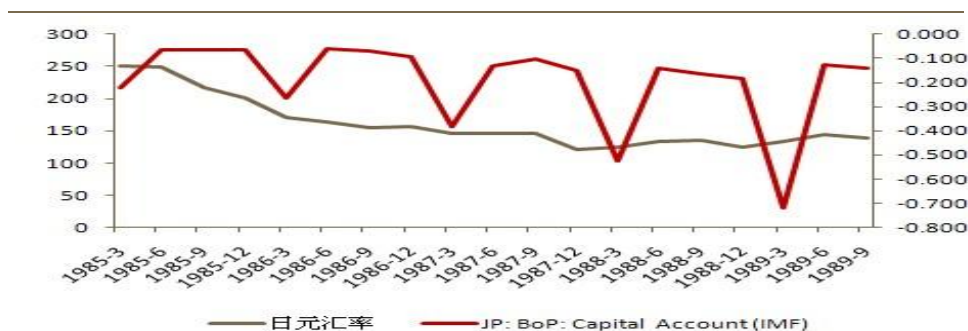
图表 4 量化宽松对中美战略目标影响分析



数据来源：方正证券研究所 WIND 资讯

4) 以史为鉴升值预期和量化宽松是泡沫的温床，中国政策收紧可能引发流动性拐点。日本资产泡沫产生的重要条件在于：1. 日元快速升值引发内部资金泡沫：1985 广场协议出台的几个月内，日元大幅升值（其对美元的汇率由 250 日元兑 1 美元上升到 149 日元兑 1 美元），日本的出口企业为弥补日元兑出口价格的影响，纷纷转移资金向金融投机；2. 日本政府内部持续量化宽松：1985 年日本央行将利率由 5% 降至 2.5%，并维持低利率 27 个月，鼓励资金进入不动产和股市。

图表 5 日元升值和外部热钱



数据来源：方正证券研究所 WIND 资讯

图表 6 升值后日本政府降低利率



数据来源：方正证券研究所 WIND 资讯

为应对强加的流动性宽松，新兴国家相继加息收紧货币以避免泡沫。中国将在此二点防患于未然，近月可能的政策变数有 1) 信贷和货币将加快收紧；2) 人民币升值趋缓，政策的紧缩可能成为流动性的拐点。

5) 市场策略

流动性：“外看美元，内看通胀，紧跟货币政策”暂未现拐点，市场向好格局不改。美元前期下跌已充分反映宽松预期，现处于震

荡筑底，跌幅趋缓（图）；货币政策持续收紧，仍需观察政策收紧的力度和节奏，短期未现拐点。

建立在泡沫上的周期股难以持续，周期股将出现分化：**推荐**催化剂向好和估值修复的**煤炭，有色的铜锡锌，化工（农药化肥）和券商板块**，

借风格转换之际换仓至**升级产业、消费品和战略新兴产业**

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 20%以上;

增持: 预期未来 6 个月内该公司股价上涨幅度在 10%-20%;

中性: 预期未来 6 个月内该公司股价变动幅度在-10%-10%;

减持: 预期未来 6 个月内该公司股价下跌幅度在 10%以上。

行业投资评级的说明:

增持: 预期未来 6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 10%以上;

中性: 预期未来 6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-10%—10%;

减持: 预期未来 6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 10%以上。

特别声明与免责条款:

本报告版权归“方正证券”所有, 未经事先书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“方正证券”, 且不得对本报告进行有悖本意的删节和修改。

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 但我公司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, 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, 可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。在法律允许的情况下, 我公司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多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前使用或了解其中的信息。

北京

地址: 北京市西城区阜外大街甲 34 号方正证券大厦 8 楼 (100037)

电话: (8610) 68584820

传真: (8610) 68584803

网址: <http://www.foundersc.com>

E-mail: yjzx@foundersc.com

长沙

地址: 湖南省长沙市芙蓉中路二段 200 号华侨国际大厦 24 楼 (410015)

电话: (86731) 5832351

传真: (86731) 5832380

网址: <http://www.foundersc.com>

E-mail: yjzx@foundersc.com

杭州

地址: 浙江省杭州市平海路 1 号方正大厦 4 楼 (310006)

电话: (86571) 87782600

传真: (86571) 87782600

网址: <http://www.foundersc.com>

E-mail: yjzx@foundersc.com