

宏观经济分析师

署名人: 李云洁

S0960209030249

010-63222927

liyunjie@cjis.cn

宏观点评报告

美联储公布 6000 亿美元 QE2 计划

要点:

■ 11 月 4 日凌晨, 美联储公布新一轮定量宽松计划, 将在 2011 年 2 季度前购买 6000 亿美元的 5-6 年期国债, 同时将到期的 2500-3000 亿美元抵押贷款担保证券再投资到国债 (合计 8500-9000 亿美元)

➢ 此前市场预期新增 QE2 规模为 5000-10000 亿美元左右, 此次公布结果基本符合市场预期

➢ 刺激政策边际效应递减, 此次定量宽松对经济影响有限, 主要影响在资本市场

■ 由于 QE2 规模基本符合预期, 目前经济状况并未差到需要美联储出台更多定量宽松, 流动性行情告一段落。商品行情或进入下一个阶段——经济数据推升型, 直至就业数据过强中断宽松预期

➢ 近几周美国领先指数反弹, 昨晚公布的 10 月美国非制造业 PMI、工厂订单以及 ADP 私人雇员数据均超预期, 显示美国企业部门复苏势头不减。加上近期通胀预期显著上升, 我们认为联储近期再公布新的定量宽松政策可能性较小

➢ 根据 2009 年 3 月定量宽松实施后市场经验。流动性推升行情后, 商品通常要演绎一段由超预期经济数据引发的“基本面”行情, 直至就业数据持续超预期引发紧缩行情后, 商品才会出现拐点。因此 12 月 3 日公布 11 月美国非农数据前, 商品和非美货币都将维持强势, 期间原油或突破 87\$/bbl 的前期高点, 欧元对美元或升至 1.42, 人民币对美元或阶段性走强

风险提示:

■ 本周五公布的就业数据显著超预期

相关报告

《静待美国经济二次复苏—3 季度 GDP 点评》2010-10-31

《美新屋销售数据打压 QE2 预期 短期商品承压》2010-10-27

《制造业将带领美国二次复苏》2010-8-18

《债务危机见顶 欧元、商品反弹》2010-7-8

《2010 年海外中期报告——欧洲债务危机难挡全球复苏》2010-6-3

《欧盟重拳捍卫欧元 债务危机见顶: 欧元、商品将反弹》2010-5-10

《4 月美国非农超预期 就业市场强劲复苏》2010-5-8

《美国经济进入有就业复苏—有利美元 不利商品》2010-5-4

《美国 3 月耐用品订单与新房销售强劲反弹》2010-4-25

《美国 3 月成屋预售超预期 房地产再拾升势》2010-4-19

《SEC 起诉高盛 大萧条来最严厉金融监管或出台》2010-4-19

一、美联储开启新一轮定量宽松计划

经过两天的联邦公开市场会议讨论，美联储宣布新一轮国债购买计划。其声明翻译稿如下：

9月份的FOMC会议以来的信息显示生产和就业的复苏依旧缓慢，居民消费温和上升但仍然受到高失业率、温和的收入增长、低住房价值以及紧缩的信贷限制。商业的设备与软件投资保持升势但较年初放缓，而非住宅建筑投资依旧疲软。雇主增加雇工依旧疲软，住房开工持续低迷，长期通胀预期维持稳定，但近几个季度潜在通胀指标趋势下降。

根据法定的责任——帮助最大化就业，并维持物价稳定。现在，高失业率与偏低的潜在通胀率都偏离委员会认为长期可持续的水平。尽管委员会认为资源利用率将会在价格稳定背景下逐渐回升，但此过程令人失望地缓慢。。

为刺激经济复苏和保证通胀率会升至联储期望的水平，委员会决定扩张资产负债表。委员会将维持其现行的到期债券本金在投资计划。另外，委员会决定到2011年2季度以前另外购买6000亿美元长期国债，合计750亿美元每个月。委员会将根据未来情况定期回顾其债券购买进度和资产购买计划总规模并据需要进行调整以实现最大化就业和价格稳定。

委员会将维持目标利率在0-0.25%，并预期低资源利用率、通胀趋势以及稳定的通胀预期将保证在相当长时期内维持利率在极低水平。

委员会将持续监测经济前景和金融市场变化，如有必要将利用其政策工具来支持经济复苏和保证通货膨胀符合目标水平。

支持FOMC货币政策的有 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.

投反对票的有 Thomas M. Hoenig。Hoenig 认为新资产购买计划风险大于收益。他也担忧如此高的货币宽松增加了未来的金融不平衡并将提升长期通胀预期水平，威胁经济稳定。

同时，纽约联储公布了各期限国债的计划投资比例（表1），计划采购的国债平均到期期限在5到6年之间。加上未来8个月将到期的2500-3000亿美元抵押贷款担保证券再投资到国债，联储将合计8500-9000亿美元国债。

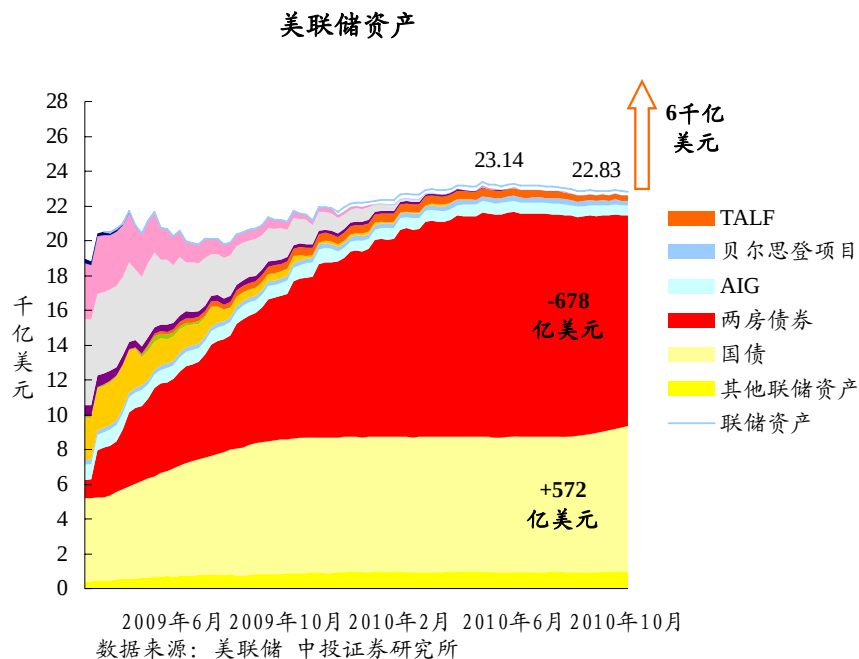
各期限国债购买比例							通胀补偿债券
1.5-2.5 Years	2.5-4 Years	4-5.5 Years	5.5-7 Years	7-10 Years	10-17 Years	17-30 Years	1.5-30 Years
5%	20%	20%	23%	23%	2%	4%	3%

数据来源：Bloomberg 中投证券研究所 注：（）里为上次公布值

最近一周的美联储资产负债表显示，目前联储总资产为22.83万亿美元。与8月10日联储开启到期MBS本金购买国债计划开始，国债持有量上升572

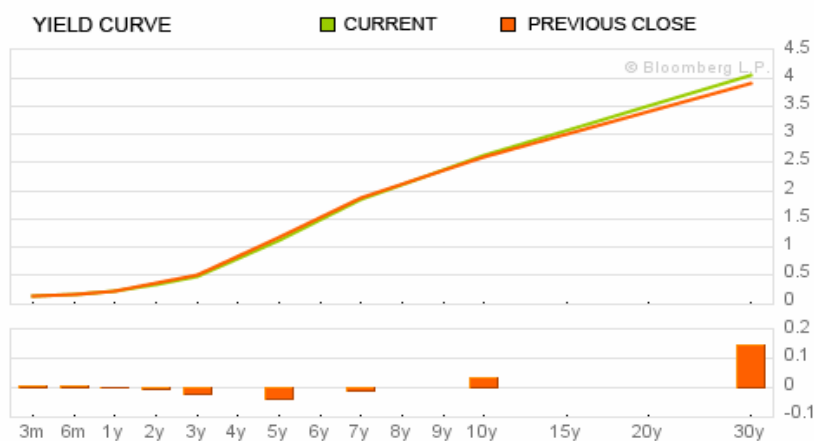
亿美元，MBS 持有量下降 678 亿美元。按照目前计划，2011 年 2 季度时，美联储资产将扩展至 2.8-2.9 万亿美元，其中国债将由目前的 8343 亿美元上升至 1.7 万亿美元，两房债券将由现在的 1.2 万亿美元下降至 9000 亿美元。

图 1: 美联储资产将扩张至 2.8 万亿美元



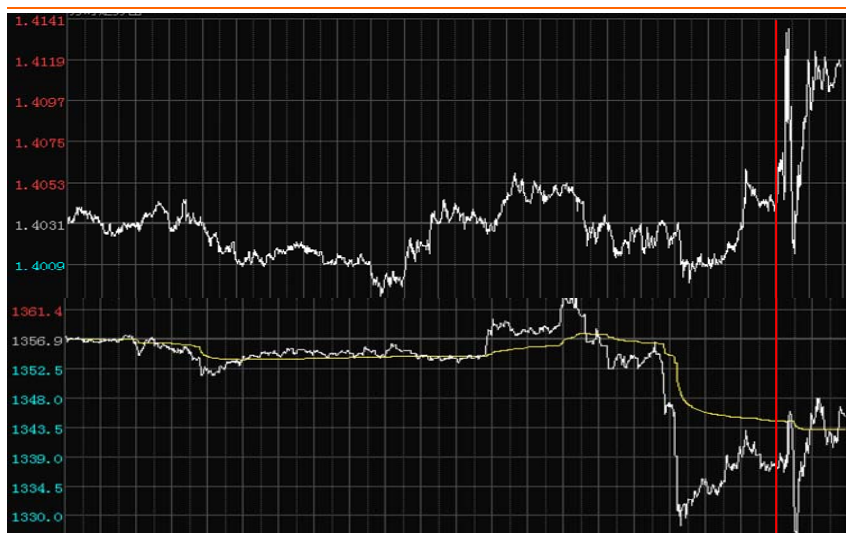
市场对 QE2 的预期为 5000-10000 亿美元，此次 6000 亿美元的购买计划基本符合预期。由于此前市场预期美联储将买 10 年期以上国债，但这次公布计划仅为 5-6 年，因此美国长期国债出现明显下跌（收益率上升）。外汇和商品市场反应不一。欧元对美元大涨 0.7%，黄金下跌 0.7%，原油大涨 1.3%，铜下跌 0.5%。

图 2: 5-6 年期国债收益率下降 10 年和 30 年期收益率上升



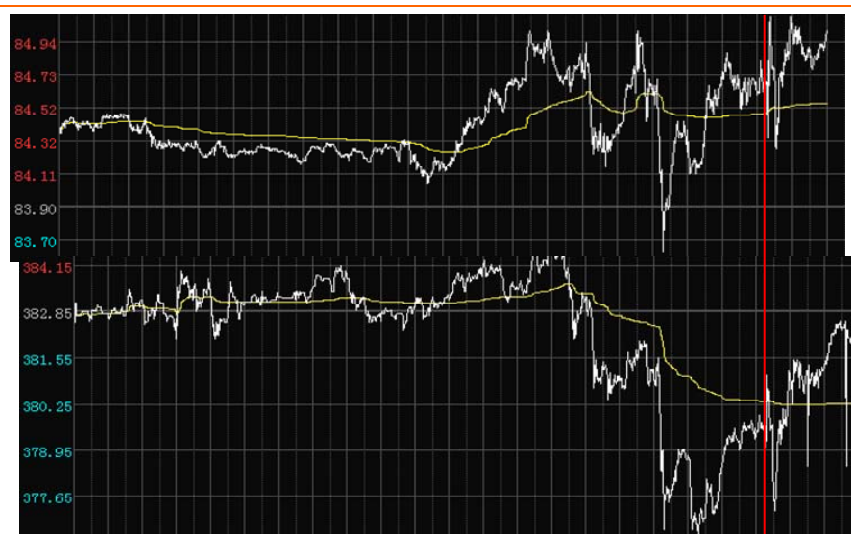
数据来源: bloomberg, 中投证券研究所

图 3: 欧元对美元上涨 黄金跌



数据来源: bloomberg, 中投证券研究所

图 4: 原油大涨 铜微跌



数据来源: bloomberg, 中投证券研究所

二、商品维持强势直至定量宽松预期逆转

由于边际效应递减，此次定量宽松对经济影响有限，主要影响在资本市场。由于规模基本符合预期，目前经济状况并不支持美联储出台更多定量宽松计划，流动性行情告一段落，商品行情或进入下一个阶段——经济数据推升型，直至就业数据过强中断宽松预期。

虽然美联储声明为经济恶化情况下进一步宽松留下了余地，但 11 月 3 日公布的 10 月美国非制造业 PMI、工厂订单以及 ADP 私人雇员数据均超预期，结合近几周的美国 ECRI 领先指数，我们认为美国经济特别是企业部门复苏势头不减。加上定量宽松预期形成以来，美国市场通胀预期显著上升，上周一的 TIPS 拍卖更是出现有史以来首次负利率。因此我们认为除非经济前景明显恶化，联储再公布新的定量宽松政策可能性较小。

图 5：住宅投资大幅下滑 政府投资平稳

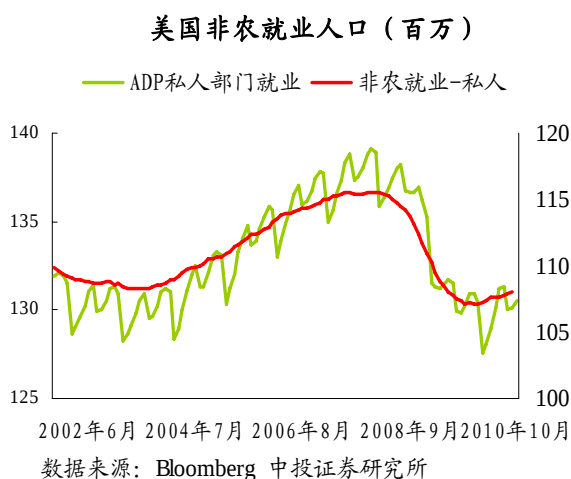


图 6：内需强劲使得逆差扩大

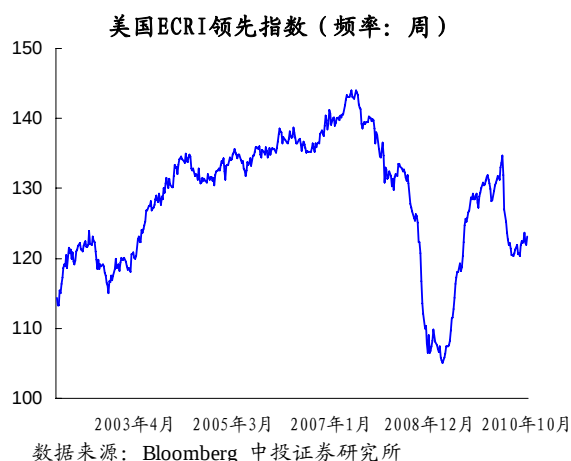
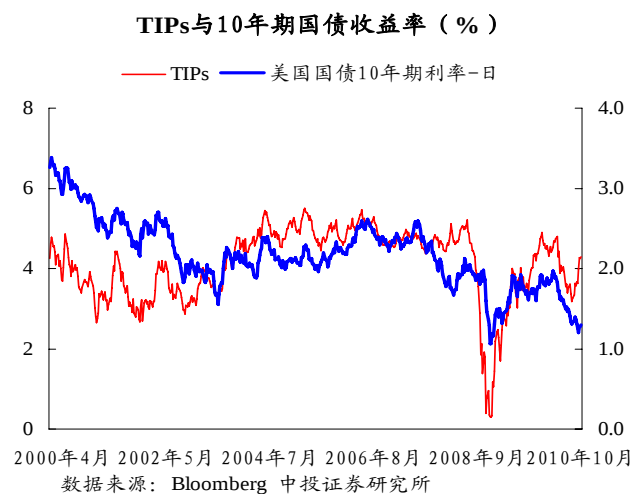


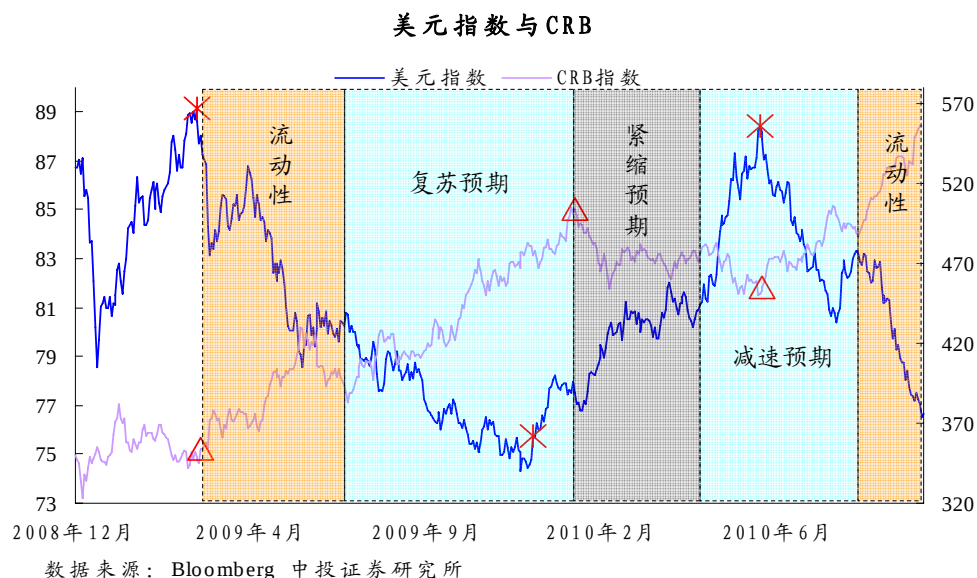
图 7：近期通胀预期显著上升



根据上一轮定量宽松（2009 年 3 月）实施后市场经验。在经历过流动性推升行情后，商品通常要演绎一段由超预期经济数据引发的“基本面”行情，直

至就业数据持续超预期引发紧缩行情后，商品才会出现拐点。而这至少需要 2 个月超预期的就业数据来引发，因此 12 月 3 日公布 11 月美国非农数据前，商品和非美货币都将维持强势，期间原油或突破 87\$/bbl 的前期高点，欧元对美元或升至 1.42，人民币对美元或阶段性走强。

图 8：近期通胀预期显著上升



投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李云洁, 中投证券研究所宏观经济分析师, 经济学硕士。主要研究覆盖中国宏观经济和西方经济研究。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 518048	邮编: 100032	邮编: 200041
传真: (0755) 82026711	传真: (010) 63222939	传真: (021) 62171434