

卢燕津 贾潇君
张忆东
宏观研究团队
021-38565965

luvj@xyzq.com.cn

SAC: S0190510110012

美联储退出路径渐明朗

—美联储 4 月会议纪要快评

2011 年 5 月 19 日

相关报告

110517
去库存是结构性而非全局性

110517
紧缩下经济已近零点

110511
发电量和结构性去库存制约
工业生产，火电产能不足是伪
命题

110509
硬币的另一面—刘易斯拐点后
企业利润率必然下降吗？

110509
大宗商品惨烈回调有利于缓
解经济过度紧缩担忧

110502
经济活动放缓，存准率 5 月继
续上调

110428
QE2 即将如期结束，流动性环
境保持宽松

110424
2 季度或将实现软着陆，通胀
逐步进入下半场

点评：

- 我们在 4 月 28 日的报告《QE2 即将如期结束，流动性环境保持宽松》中指出货币政策转折点在于联储缩减资产规模而非加息；在 5 月 2 日的报告《经济活动放缓，存准率 5 月继续上调》中判断联储大概率退出路径为停止滚动投资——加息——逐步卖出非国债资产（具体步骤见图 1），美联储 4 月会议纪要中关于退出路径的讨论印证了我们的想法。美联储于会议纪要中提到：紧缩政策首先从缩减联储资产规模开始，即停止自 2010 年 8 月起的 MBS 和债券的滚动投资，接着是会后声明的措辞的更改（大概率去掉 extended period）。然后提升基准利率，最后在 5 年内逐步卖出除国债外的其他资产（总规模达 1.1 万亿美元）。近期经济数据显示经济增长放缓，而自 4 月会议以来，原油和大宗商品价格阶段性回调，中期通胀压力减轻，联储近期退出概率不大，但 3 季度将会开始讨论如何缩减资产规模。
- 当前美国经济面临的风险：1）美国财政问题。当前美国债务已达 14.29 万亿的法定上限，市场普遍担忧美国违约风险。但我们认为两党在 7 月底会达成共识，大概率为上调法定债务上限，并同时削减开支。2）欧债问题的进一步扩散。如果希腊出现违约，市场对欧央行和 IMF 合理解决危机的信心崩溃，其他欧元区国家债务风险加大，对全球金融市场的冲击将使美国经济增长遇阻。
- 缺乏基本面的支撑但也没有下行风险，市场观望情绪使美元指数近期波动。原油和大宗价格受供需和流动性支撑，不改整体上升趋势，国债收益率不会骤然上升，有利于缓解美国财政压力。对原油和大宗商品价格的判断维持我们在 5 月 9 日报告《大宗商品惨烈有利于缓解经济过度紧缩担忧》中的观点，由于全球需求依然强劲，而供给风险仍在，叠加新兴国家紧缩步骤趋缓。受供需和流动性支撑，回调空间有限，不改整体上升趋势。联储公布纪要后，10 年期国债收益率由 2010 年 12 月来的低点反弹，2 年期国债收益率也有所回升，但我们认为大幅上升概率较小。这主要是由于近期经济放缓、中期通胀压力减轻。另外，联储将首先出售机构债和 MBS，而长期持有大量国债，不会对国债市场的供给造成压力，比起收益率快速回升，我们更倾向于平稳，而相对平稳的国债收益率也可以适度缓解财政压力。

图 1: 美联储退出路径推演

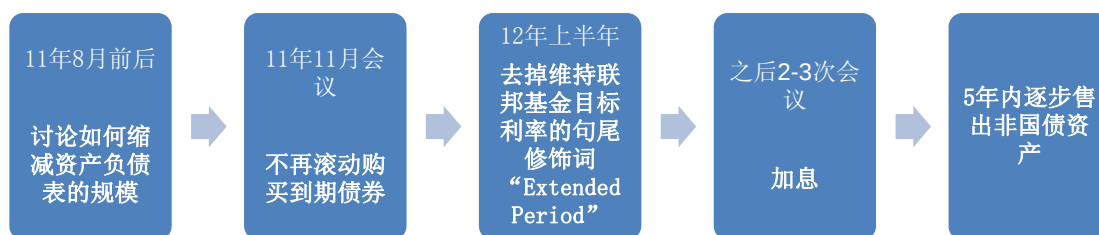


图 2: 美联储将首先卖出 MBS 和机构债

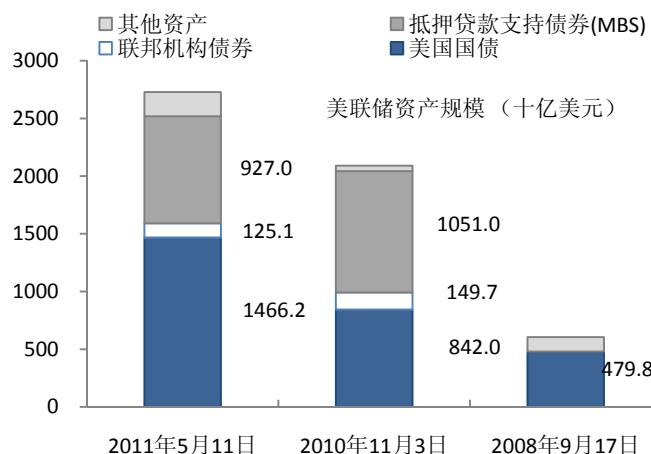
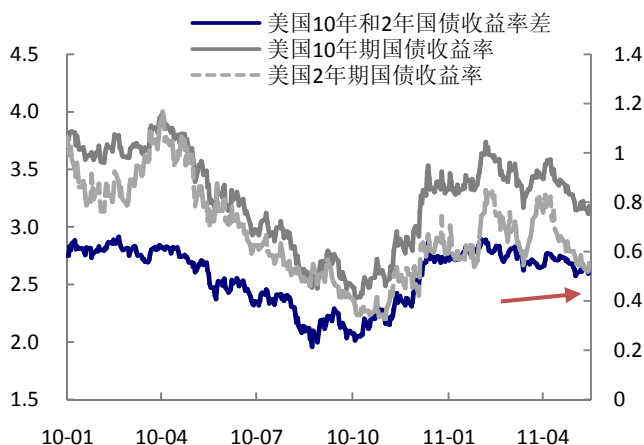


图 3: 国债收益率将趋于平缓



数据来源: Bloomberg, Fed, 兴业证券

表 1: 美联储预测

	核心趋势区间			
	2011	2012	2013	长期
GDP	3.1 to 3.3	3.5 to 4.2	3.5 to 4.3	2.5 to 2.8
1 月预测	3.4 to 3.9	3.4 to 4.4	3.7 to 4.6	2.5 to 2.8
失业率	8.4 to 8.7	7.6 to 7.9	6.8 to 7.2	5.2 to 5.6
1 月预测	8.8 to 9.0	7.6 to 8.1	6.8 to 7.2	5.0 to 6.0
PCE 通胀	2.1 to 2.8	1.2 to 2.0	1.4 to 2.0	1.7 to 2.0
1 月预测	1.3 to 1.7	1.0 to 1.9	1.2 to 2.0	1.6 to 2.0
核心 PCE 通胀	1.3 to 1.6	1.3 to 1.8	1.4 to 2.0	
1 月预测	1.0 to 1.3	1.0 to 1.5	1.2 to 2.0	

数据来源: Fed, 兴业证券

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%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。