

未必有的 QE3



华泰联合证券
HUATAI UNITED SECURITIES

分析师

曹阳

SAC 执业证书编号:S1000511050001

(021)5010 6413

caoyang@mail.htlhsc.com.cn

- 我们认为美联储两次量化宽松目的有所不同，但都起到了较好的效果。QE1 中 Fed 对机构债的购买缓解了市场流动性枯竭，改善银行间市场流动性，QE2 中 Fed 对国债的购买通过资产组合效应促使股票、大宗商品等风险资产价格回升，帮助金融机构修复资产负债表，并带动私人消费上行。
- 目前美国经济延续复苏，尽管力度有所放缓，但服务业延续上行、消费信贷解冻、房地产市场触底都将构成未来经济上升的动力。但同时美国国内通胀有一定上行趋势，未来房租价格延续的上涨可能是核心通胀的上行动力。因此，我们判断美国经济尚在复苏、金融市场亦比较稳定时，Fed 没有进一步使用量化宽松的必要性，我们同样认为目前上行的通胀、全球和国内的政治博弈会抑制货币政策再刺激的空间。
- 未来的变数在于就业市场延续低迷，市场通缩预期再次上行和股票市场的大幅下挫等因素引发的消费下滑。去除短期供给冲击后，周期性放缓幅度对就业市场、整体经济影响几何仍需观察，我们更倾向于对美国经济的看法是“不喜不悲”，而政策更多是“不松不紧”。

目 录

未必有的 QE3	4
美联储的 QE,得到了什么?	4
经济与通胀使得目前 QE3 未必需要.....	6
我们判断的风险	9

图表目录

图 1:	美联储资产规模急剧扩张.....	4
图 2:	Ted 利差大幅度下降.....	5
图 3:	MBS 利率大幅度下降.....	5
图 4:	两次 QE 带动资产价格上行.....	5
图 5:	美国居民消费增长率与股票价格变化密切相关.....	5
图 6:	两次 QE 改变了市场通缩预期.....	6
图 7:	美国服务业 PMI 依然上行.....	7
图 8:	美国居民储蓄率再次下行.....	7
图 9:	美国消费依然在增长.....	7
图 10:	M2 增速提高.....	7
图 11:	新增消费信贷回暖.....	7
图 12:	工商企业信贷可得性增加.....	8
图 13:	工商企业信贷成本下降.....	8
图 14:	美国经济放缓使得长债利率保持低位.....	8
图 15:	美国 Cpi 上行.....	9
图 16:	美国房租上升带动核心 Cpi 上行.....	9
图 17:	新兴市场持有美元储备规模下降.....	9
图 18:	避险资金资金流入黄金和瑞郎.....	9
图 19:	标普 500 的盈利预期没有出现明显调降.....	10
图 20:	美国消费者通胀预期稳定.....	10
图 21:	高油价对美国消费有一定抑制作用.....	11
图 22:	高油价将增加美国贸易逆差.....	11

未必有的 QE3

美联储的 QE,得到了什么?

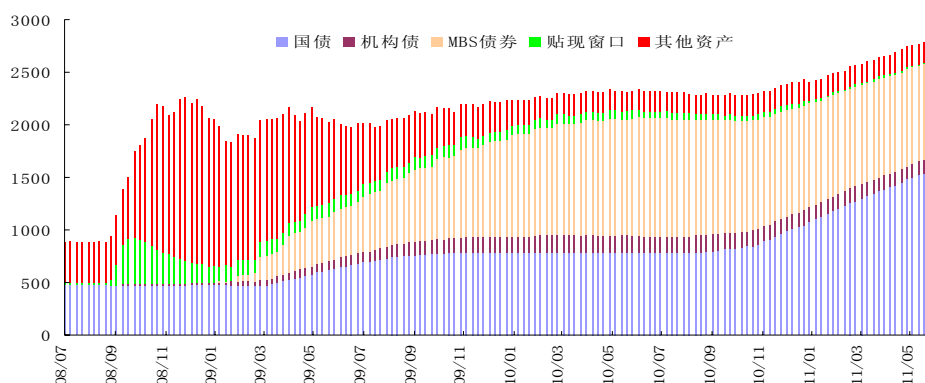
美联储资产规模不断膨胀, 但结构有所变化

2008 年后, 美联储 (Fed) 先后进行了两次量化宽松的货币政策(*quantitative easing*)操作, 前期购入了 1.25 万亿美元的抵押债 (MBS) 和机构债和 5000 亿国债, 总额达到 1.75 万亿, 后期则购买了 6000 亿美元国债, 包括本息再投资的 2500 亿, 总额得到 8500 亿美元左右。

从美联储的资产构成来看, 有两个特点: 第一, 从总量看, 资产规模大幅扩张, 从危机前的 8000 亿, 大幅扩大到目前的 2.8 万亿美元; 第二, 从结构看, 从 QE1 大量购买机构债转向了在 QE2 仅购买国债资产。

我们认为从美联储的资产购买计划对于刺激经济复苏是成功的, 但在目前时点再推 QE3 的成本上升, 而收益或递减, 因而继续进行量化宽松刺激的概率不大。

图 1: 美联储资产规模急剧扩张



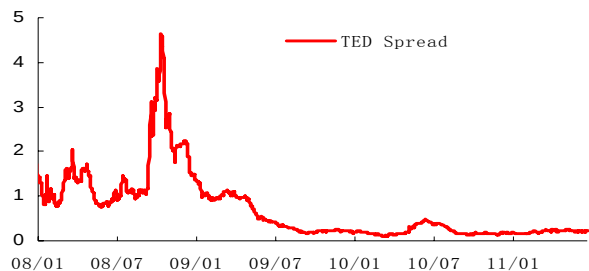
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

美联储的 QE 对于扶持经济复苏效果显著

从前文的分析, 我们认为美联储两次进行量化宽松的目的有所不同, 但大都起到了预期较好的效果。

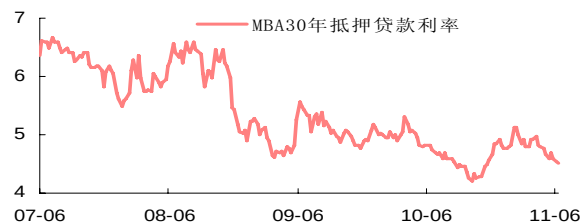
从 QE1 来看, Fed 高达 1.75 万亿美元的资产购买起到了缓解市场流动性枯竭(*credit crunch*)的作用, Ted 利差大幅下降, 银行间市场流动性改善; 通过 MBS 购买抵押贷款利率, 提高居民的购买力。

图 2: Ted 利差大幅度下降



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

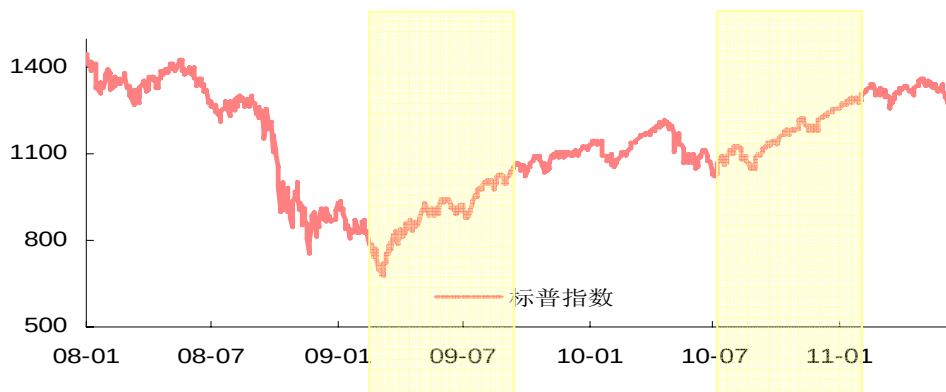
图 3: MBS 利率大幅度下降



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

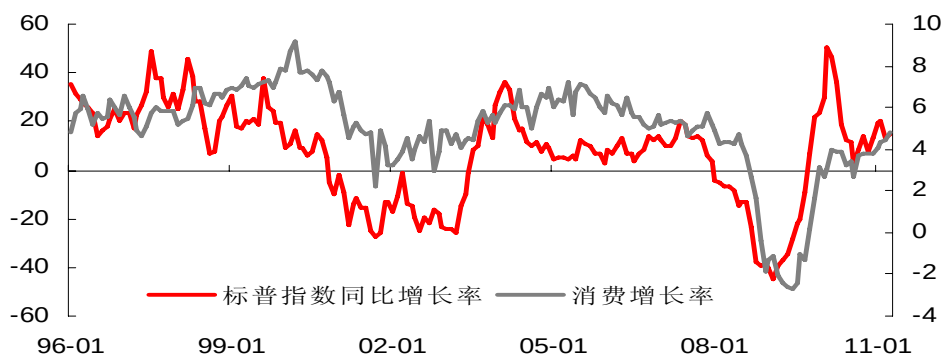
从 QE2 来看, Fed 对存量国债的购买, 通过资产组合效应使得其他投资者加大了对股票、大宗商品等风险资产的配置。这一措施的效果有两个方面: 其一, 金融机构持有风险资产市值上升, 降低资产减记规模, 减速资产负债表修复; 其二, 股票价格的回升产生的财富效应, 带动私人消费上行, 居民储蓄率回落到 5% 以下的水平。

图 4: 两次 QE 带动资产价格上行



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

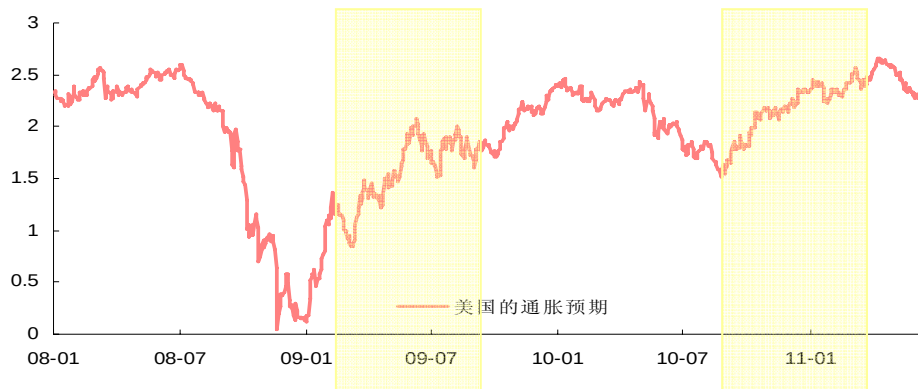
图 5: 美国居民消费增长率与股票价格变化密切相关



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

此外，从两次 QE 的共同作用来看，降低私人部门的通缩预期，防止“日本式衰退”的发生。在图 6 中，不难发现在 Fed 政策刺激后，市场通胀预期均出现明显上行，这降低了居民延期消费的意愿、企业对未来盈利下滑和需求放缓的担忧。

图 6： 两次 QE 改变了市场通缩预期



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

经济与通胀使得目前 QE3 未必需要

目前美国虽然出现增长放缓，但还不至于出现复苏“中断”，目前通胀上行亦将制约再次政策刺激的空间，因此我们更倾向于对美国经济的看法是“不喜不悲”，而政策更多是“不松不紧”。

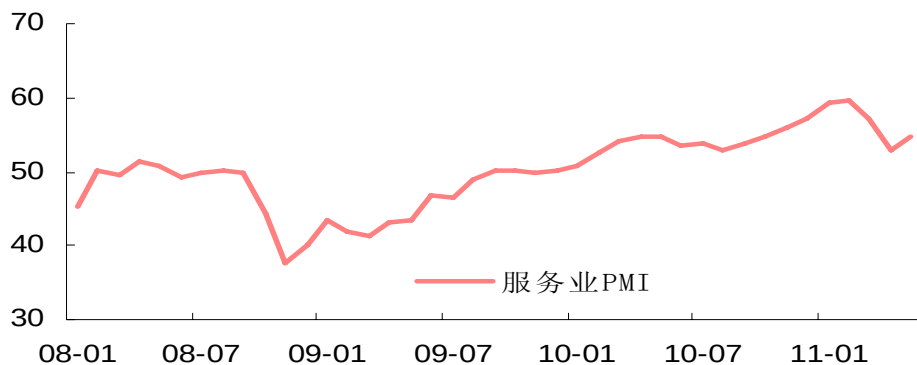
美国经济延续复苏，尽管力度放缓

我们依然认为美国经济延续复苏，尽管力度有所放缓，服务业延续上行、消费信贷的解冻、房地产市场触底或构成未来经济上行动力。

第一，由于美国服务业占 GDP 的 80% 以上，且是吸纳劳动力的主要市场。从服务业增长来看，“就业上行—收入增加—消费提高”的正循环依然延续，尽管近期就业市场有所走弱。

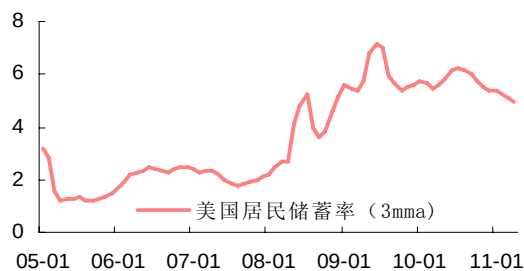
5 月服务业 PMI 延续上行，达到 54.6，新增订单从 4 月的 52.7 上行到 5 月的 56.8。从美国居民消费来看，一方面储蓄率仅为 4.9%，继续保持低位，这表明尽管就业市场有所走弱，但预防性储蓄上行不快，这是与 08 年危机的最大不同，储蓄率的稳定将在收入增长时带动消费上行；另一方面，尽管油价走高，对消费有所抑制，但实际消费和名义消费增速依然保持同步上行，短期油价上行带来的供给冲击对消费影响并不显著。总体而言，未来消费增长仍将延续，尽管就业市场的反复有一定下行压力。

图 7： 美国服务业 PMI 依然上行



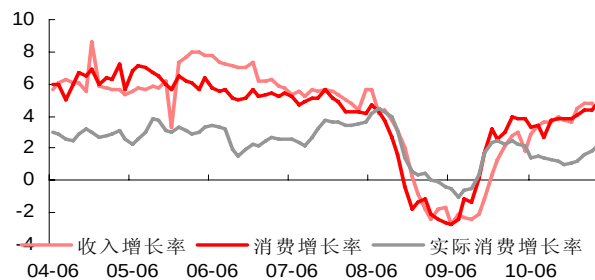
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 8： 美国居民储蓄率再次下行



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 9： 美国消费依然在增长

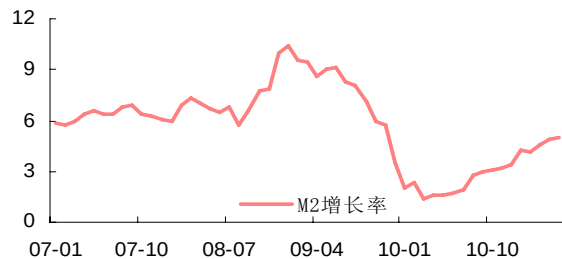


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

第二，美国信贷市场近期出现较明显的好转，对经济复苏将起到“润滑剂”的作用。

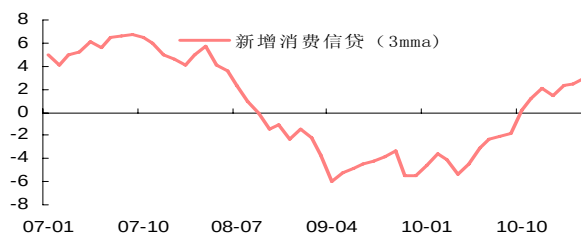
一方面，美国的 M2 同比增幅达到了 5%，新增消费信贷情况亦转好明显。另一方面从美联储 3 月的贷款调查来看，工商企业的信贷紧缩明显缓解，而信贷成本大幅下滑。显示目前美国金融市场的流动性依然是偏向宽松的。

图 10： M2 增速提高



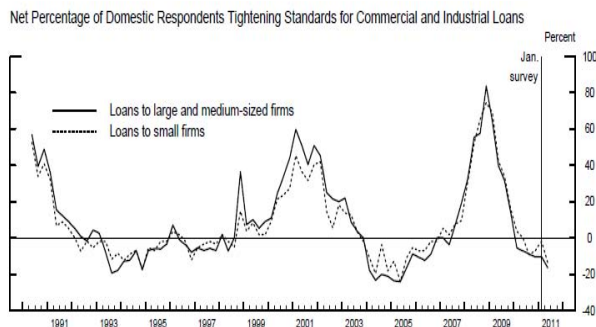
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 11： 新增消费信贷回暖



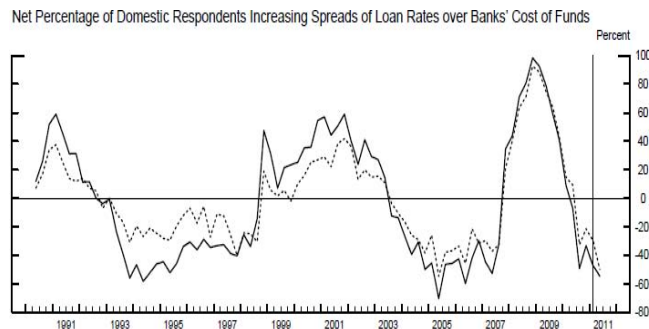
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 12: 工商企业信贷可得性增加



资料来源: Fed, 华泰联合证券研究所

图 13: 工商企业信贷成本下降



资料来源: Fed, 华泰联合证券研究所

第三, 市场担忧缺少美联储这个国债购买主体后, 10 年长债收益率将大幅上升, 并对经济复苏形成压制, 我们认为这一担忧有些过度。从长端利率看, 由于美国经济前景力度有限, 加之市场没有对 Fed 有政策紧缩的预期, 因此 10 年期国债利率上行空间有限, 以 0.25% 的基准利率、3% 左右的通胀率加上期限结构的补偿, 年底国债收益率或仅在 3.5% 左右。

图 14: 美国经济放缓使得长债利率保持低位



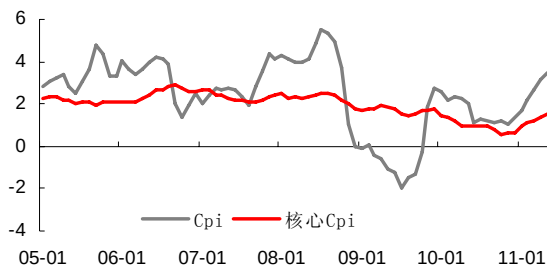
资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

通胀与政治压力抑制 Fed 再次 QE 的空间

以上的分析表明, 由于经济尚在复苏、金融市场亦比较稳定时, Fed 没有进一步使用量化宽松的的必要, 我们同样认为目前上行的通胀、全球和国内的政治博弈会抑制货币政策再刺激的空间。

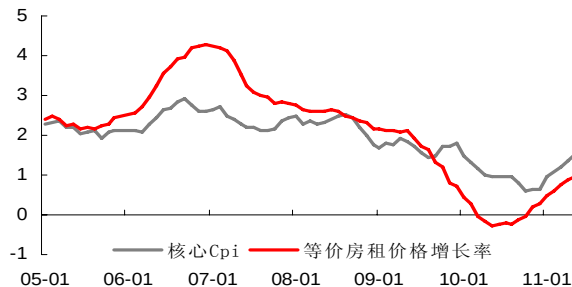
第一, 从目前美国国内的通胀来看, 有一定上行趋势, 5 月 Cpi 达到 3.6%, 核心通胀达到 1.5%。值得关注的是房租价格涨幅延续上涨, 增幅达到 1.1%。我们认为未来房租价格仍将带动核心通胀走高: 一方面, 其占比高达到 40%, 另一方面房地产市场目前仍处低位, 房价企稳甚至反弹将是大概率, 这使未来房租价格仍有上行空间。因此通胀的走高会对再次量化宽松形成一定制约。

图 15: 美国 Cpi 上行



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 16: 美国房租上升带动核心 Cpi 上行

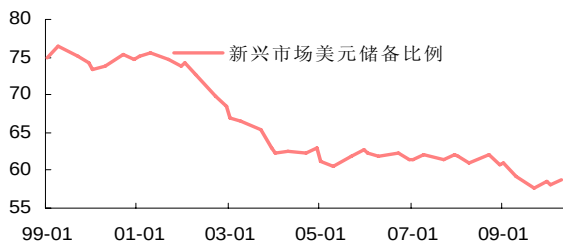


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

第二, 美联储再次进行量化宽松将面临来自海外、国内的压力, 这既是来自政治方面的、亦来自市场方面。

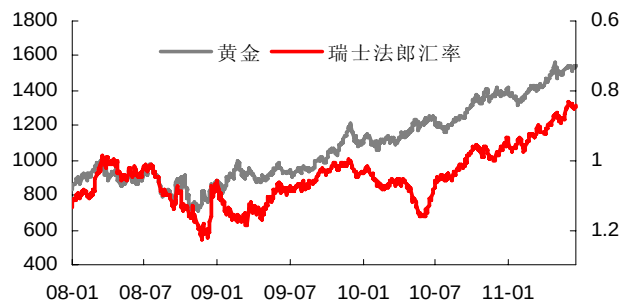
从海外市场来看, 美联储的量化宽松政策使得大宗商品价格大幅上扬, 增加了新兴市场的输入型通胀压力, 同时美元汇率的不稳定使得后者的国际储备价值出现波动, 我们发现新兴市场开始减持美元储备, 其占比从 62% 下降到 58%, 即使在 10 年后出现欧洲债务危机, 更多的资金在瑞郎、黄金中寻求避险, 而非美元。即使是国内, 共和党主导的议会亦对量化宽松引发的通胀表示不满, 政治博弈亦使得再次刺激难以顺利通过。

图 17: 新兴市场持有美元储备规模下降



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 18: 避险资金流入黄金和瑞郎



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

我们判断的风险

尽管我们并不认同会有 QE3, 但是美国经济复苏疲弱的尾部风险仍需考虑, 但新的量化宽松政策的代价将是巨大的, 这会增加全球经济的滞胀风险。

QE3 再次推行的前提

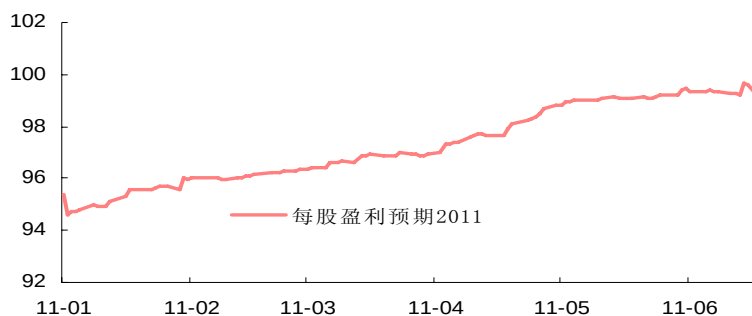
我们认为未来的变数在于就业市场延续低迷, 市场通缩预期再次上行和股票市场的大幅下挫等因素引发的消费下滑。

从股票市场来看，我们发现尽管经济走弱，但市场对盈利预期没有发生明显调降，标普每股盈利达到 91 美元，此外由于前文提到的 M2 和信贷市场带来的流动性改善，我们认为平均估值仍将达到 15 倍，对应点位大致在 1350 点，仍有 5% 的上行空间；

从市场通缩预期来看，密歇根消费者预期的通胀指数在 4.0%，尽管相对前期略微下滑，但总体影响不大；

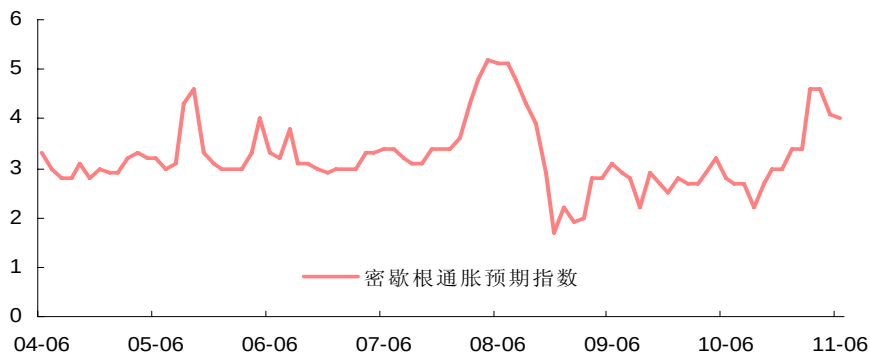
目前的经济放缓中有部分前期洪水、暴雪对房地产投资的不利影响，亦有日本地震、海啸引发的全球供应链断裂冲击，那么去除短期供给冲击后，周期性放缓幅度对就业市场、和整体经济影响几何仍需观察，那么在目前美联储至少不需要做的更多。

图 19： 标普 500 的盈利预期没有出现明显调降



资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 20： 美国消费者通胀预期稳定

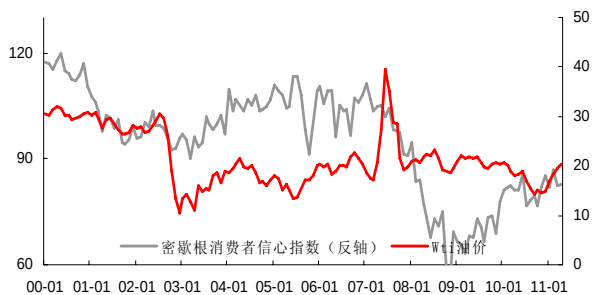


资料来源: Bloomberg, 华泰联合证券研究所

QE3 的代价

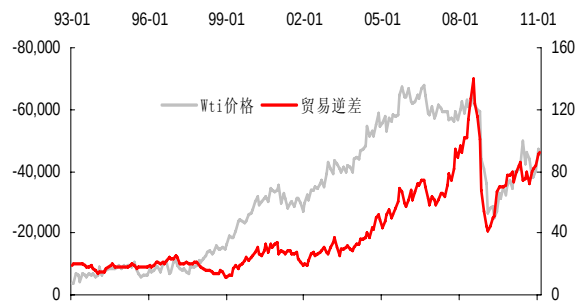
正如 Fed 先前量化宽松推高了全球大宗商品价格，引致全球通胀走高，如果有新的 QE，那么原油价格大幅上升会加剧美国贸易逆差、降低美国居民购买力，全球滞胀风险增加；从金融市场看，亦会促使美元无序贬值，那么值得配置的将只有黄金，这或是一出金融版的“2012”。

图 21： 高油价对美国消费有一定抑制作用



资料来源：CEIC,BLOOMBERG,华泰联合证券研究所

图 22： 高油价将增加美国贸易逆差



资料来源：CEIC,BLOOMBERG,华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内

基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深 圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层

邮政编码: 518048

电 话: 86 755 8249 3932

传 真: 86 755 8249 2062

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上 海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层

邮政编码: 200120

电 话: 86 21 5010 6028

传 真: 86 21 6849 8501

电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn