

美宽松货币政策仍将持续，新的刺激政策不无可能 ——6. 22-6. 23 联储议息会议点评



东方证券
ORIENT SECURITIES

东方证券研究所海外经济研究团队

周 静 021-63325888-5152

jingzhou@orientsec.com.cn

报告日期

2011 年 6 月 23 日 星期四

研究结论

北京时间今天凌晨联储议息会议结束发布声明，此后联储主席伯南克出席记者招待会并回答提问。

联储议息会议及记者招待会主要信息：

- 联储在四月的预测基础上进一步下调了关于美国经济增长的预测，并上调了对通胀的预测，
- 联储决定联邦基金利率仍将在 0-0.25% 的水平上继续维持一段时间
- 联储将于 6 月底结束第二次“定量宽松”，即按计划执行完 6000 亿美元的国债购买计划
- 6 月之后，联储仍将把从到期债券回笼的资金用于再投资，维持联储资产负债表的规模，流动性宽松的局面将继续维持
- 伯南克表示如果“必要的话”，联储将采取额外的刺激政策以刺激经济增长，手段包括购买更多的债券以及降低银行超额准备金利率。

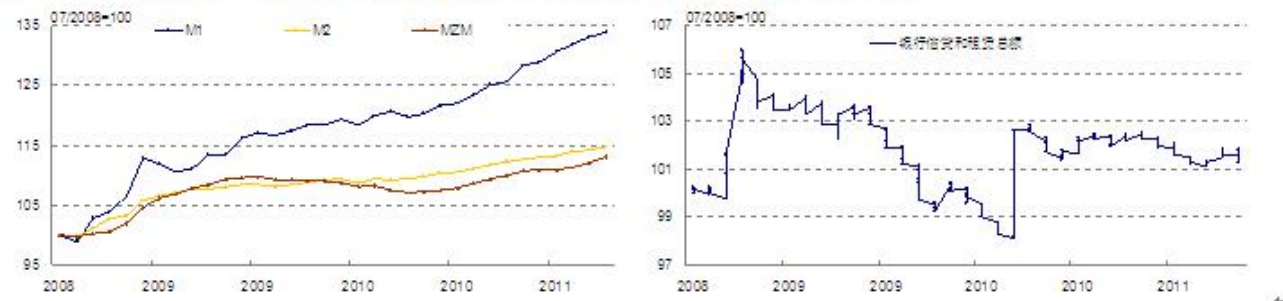
我们的评论：在经济增长出现下滑、美国总统大选将于明年举行、美国正在推动紧缩财政赤字改革的大环境下，我们认为美联储将在相当长的时间内维持宽松的货币政策，新的刺激政策尤其是刺激银行借贷行为的政策不无可能。

美联储将在相当长的时间内维持宽松的货币政策，新的刺激政策尤其是刺激银行借贷行为的政策不无可能。美联储此次议息会议以及新闻发布会上所传达的信息与四月底基本相同，就是美国经济增长受临时性因素的影响而速度放缓，尽管二次“定量宽松”将在 6 月底结束，美联储将继续维持现有资产负债表的规模，流动性宽松的局面将继续维持。但值得投资者特别关注的是伯南克在新闻发布会上回答记者提问时表示如果“必要的话”，联储可以采取额外的措施以刺激经济增长，手段包括购买更多的债权以及降低银行超额准备金利率，这听起来像是“二次定量宽松”的续集。我们预计美联储今年年内不会加息，并且如果经济增长继续下滑，在今年下半年采取新的刺激政策不无可能。我们的判断基于以下三个方面：

1. 美联储投放的巨额流动性由于银行在放贷方面的极度保守并没有完全进入到实体经济，流动性宽松的局面需要继续维持以进一步支持美国信贷周期的好转，达到刺激经济增长和降低失业率的目的。美国银行在金融危机中受到了巨大的创伤，并且监管者也加强了对于银行的监管，这使得美国银行业放贷意愿疲软，企业特别是中小企业在信贷渠道和资金融集方面困难重重，从而无法扩产和雇佣更多的工人。目前我们观察到了银行放贷数量和质量的好转信号，但是如果美联储此时收紧流动性，无疑将迫使银行收紧放贷，对仍然脆弱的经济造成打击（请参看东方证券海外经济 6 月 3 日发布的专题报告《流动性由虚拟进实体之时，美国经济由迷局入佳境之势-从信贷看美国经济复苏》）。伯南克显然意识到了这一点，他在 6 月 8 日亚特兰大的讲话中指出，目前由于银行的信贷紧缩使得中小企业在获得资金方面非常困难，需要进一步刺激银行的借贷行为。降低银行超额准备金利率无疑会刺激银行的借贷。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

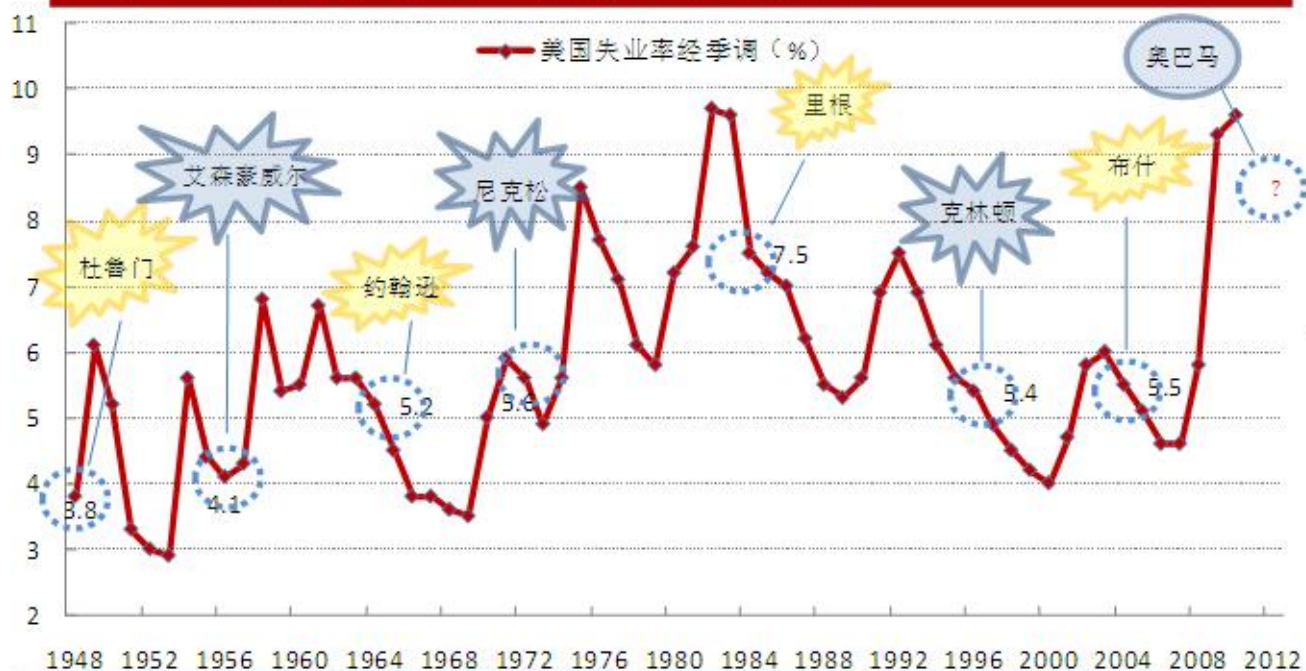
图 1：货币供应量 M1、M2、M2M 增速均显著高于银行业对社会的信贷和租赁信用供给


资料来源：彭博，东方证券研究所。

2. 美国四年一次的大选将在明年举行，奥巴马为继续连任，也会不遗余力推动经济增长，降低失业率，宽松的货币政策无疑是主要的手段。美国大选将于明年二月拉开帷幕，最终结果将在 11 月揭晓，奥巴马将竞选连任。我们做了一个有趣的统计，美国二战以后，没有任何一届总统获得连任时的失业率高于 7.5%。实际上，除了里根在 1984 年连任时的失业率高达 7.5% 之外，其他美国总统获得连任时的失业率都在 5% 左右。奥巴马在任期间，由于经济复苏缓慢，支持率一直在下滑。美国击毙本拉登为他挽回了一些支持率，但是经济和就业仍是美国民众关注的重点。为了获得选票，奥巴马会不遗余力刺激经济增长，并避免再犯 1937 年时美国政府曾经犯过的错误。1936 年时，价格水平升高，失业率有所下降，但是仍然处在较高的水平。但是当时的美国政府和美联储认为工业生产水平接近预期，大萧条已经过去，而且担心通过膨胀的危险，从而过早的收紧了财政和货币政策，导致了美国经济的二次见底。我们认为此次美国政府和美联储会吸取教训，在紧缩政策的时点选择上采取保守的态度。



二战后连任的美国总统大选年失业率均不高于7.5%



资料来源：彭博，东方证券研究所

3. 美国正在讨论财政改革，减少财政赤字，这使得美联储和伯南克的可选政策空间有限，为刺激经济需要维持宽松的货币政策。美国的财政赤字今年将达到 GDP 的 10.6%，美国财政部长盖特纳在今年 5 月 16 日宣布美国政府债务规模达到了法定债务上限，停止增发新的国债。美国正在进行财政赤字改革法案的讨论，目的就是要缩减财政赤字。在这种情况下，如果同时紧缩货币政策，对经济复苏十分不利，很可能重蹈 30 年代的覆辙。深谙美国经济史的伯南克应该会极力避免这种情况的发生。同时他也多次呼吁尽管缩减财政赤字非常有必要，但是还是不要过早的进行。

总而言之，从政治和经济的角度，美联储需要继续维持宽松的货币政策，以刺激经济的增长。尽管现在美国通货膨胀水平在攀升，但仍在美联储的目标之内，而且通胀预期比较稳定，美联储的工作中心仍在经济增长上，不排除美联储采取新的刺激政策，例如购买更多的债券和降低银行超额准备金利率。

通货膨胀预期



资料来源：Board of Governors of the Federal Reserve System，东方证券研究所

投资建议：

展望 2011 年接下来的美股走势，我们认为美股在 6 月底和 7 月初会面临震荡回调的压力，建议投资者采取防御性策略。但二季度美公司季报公布开始，会对美股有利好的刺激。美元指数长期趋势走弱，但短期地缘政治风险、欧债危机及其他突发事件引发的避险需求可能会在短期内提振美元走强，投资者可把握短线波段操作的机会。我们在通胀的大背景下重申对黄金走势的看好，提醒投资者把握经济政策推出前后存在的机会（如美联储推出新的宽松措施，通胀预期攀升但经济情况并未好转），并注意实际通胀低于预期通胀情况下黄金价格的短时下行风险。

未来关注：

美联储不可能一直维持宽松的货币政策，其货币政策改变的时点取决于失业率和通胀预期。所以在未来如果以下指标发生显著改变，联储有可能加快其货币政策方向改变的步伐：

- 1) 失业率下调超过联储预期；
- 2) 中长期通胀保值债券与同久期国债利率差的大幅提高，这是衡量中长期通胀预期的一个重要指标；
- 3) 工资水平的上涨，大宗商品，特别是原油价格的持续上涨，最终会传导到工资中，从而影响联储关注的核心通胀水平。

表：联储调整其关于美国经济主要指标的预期⁴⁾

Variable	Central tendency ¹⁾				Range ²⁾			
	2011	2012	2013	Longer run	2011	2012	2013	Longer run
Change in real GDP.....	2.7 to 2.9	3.3 to 3.7	3.5 to 4.2	2.5 to 2.8	2.5 to 3.0	2.2 to 4.0	3.0 to 4.5	2.4 to 3.0
April projection.....	3.1 to 3.3	3.5 to 4.2	3.5 to 4.3	2.5 to 2.8	2.9 to 3.7	2.9 to 4.4	3.0 to 5.0	2.4 to 3.0
Unemployment rate.....	8.6 to 8.9	7.8 to 8.2	7.0 to 7.5	5.2 to 5.6	8.4 to 9.1	7.5 to 8.7	6.5 to 8.3	5.0 to 6.0
April projection.....	8.4 to 8.7	7.6 to 7.9	6.8 to 7.2	5.2 to 5.6	8.1 to 8.9	7.1 to 8.4	6.0 to 8.4	5.0 to 6.0
PCE inflation.....	2.3 to 2.5	1.5 to 2.0	1.5 to 2.0	1.7 to 2.0	2.1 to 3.5	1.2 to 2.8	1.3 to 2.5	1.5 to 2.0
April projection.....	2.1 to 2.8	1.2 to 2.0	1.4 to 2.0	1.7 to 2.0	2.0 to 3.6	1.0 to 2.8	1.2 to 2.5	1.5 to 2.0
Core PCE inflation ³⁾	1.5 to 1.8	1.4 to 2.0	1.4 to 2.0		1.5 to 2.3	1.2 to 2.5	1.3 to 2.5	
April projection.....	1.3 to 1.6	1.3 to 1.8	1.4 to 2.0		1.1 to 2.0	1.1 to 2.0	1.2 to 2.0	

资料来源：美联储，东方证券研究所。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn