

Fed 能够让市场相信通胀可控吗？



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

张晶

SAC 执业证书编号:s1000510120033
(0755)8249 2011
zhangjing@mail.htlhsc.com.cn

陈勇

SAC 执业证书编号:S1000510120044
(021)5010 6011
chenyongsz@mail.htlhsc.com.cn

汪毅

SAC 执业证书编号:S1000511050002
(021)6849 8613
wangyiyjs@mail.htlhsc.com.cn

联系人

杨斌

(0755)82776426
yangbin@mail.htlhsc.com.cn

- 本周 Fed 议息会议维持基准利率 0—0.25% 不变，考虑到经济放缓，美联储表示将维持低利率相当长时间，以扶持经济复苏。近期美国通胀上行明显，核心通胀上行至 1.5%，整体通胀达到 3.6%。我们认为 Fed 近期关于通胀目标制设定的讨论、尽量不推出 QE3 等措施或将增加政策的可信性，以保证市场通胀预期稳定，为宽松货币政策的实行提供空间。
- 就美联储而言，目前其更多关注核心 PCE 通胀变化，认为油价、食品价格的上涨更多是暂时的。根据伯南克、米什金（2006）的研究，“免责条款”允许中央银行调整中期目标以应对不可预期的变化，是应对供给冲击的另一种办法，通货膨胀目标制框架为中央银行提供了一个较好的机会，政策的可信性和透明度使公众相信供给冲击的影响会被限制在一次价格上涨的限度内，而不是造成永久性的通货膨胀率的上涨。我们亦认为，目前美国较高的失业率使得工资推动物价上涨的第二轮效应会比较弱，产出缺口亦抑制通胀上行。
- 尽管 6 月的议息会议来看，美联储没有完全封死未来再轮经济刺激的可能，表示将视经济和金融市场变化而定，但我们认为美国的 QE3 尚无必要，因为美国经济的复苏没有“中断”，与 09、10 年相比，目前市场通缩预期不强，加之目前的通胀已达到美联储目标区间的 1.5%—2.3% 的下限水平，这将制约再次 QE 的运用。
- 本周，银行间资金利率仍在明显抬高，在本周一存款准备金率上调的缴款日过后，货币市场利率不降反升，作为标杆的 7 天回购利率已突破 9%。尽管从整体资金状况来看，今年以来外汇占款的对冲力度并不算强，但银行间的资金结构差异化已导致货币市场利率的波动性明显较前期增加，故而近期每一次数量化的紧缩政策，所导致的货币市场震动也在逐渐加强。短期内我们认为资金的紧张状态仍将维持，银行体系的资金紧张无疑也会影响民间借贷成本的上升，而在 6 月份 CPI 还将创新高的背景下，加息预期又在升温，我们对短期经济和政策仍不乐观。

目 录

一、每周思考：Fed 能够让市场相信通胀可控吗？	4
美联储讨论“通货膨胀目标制”	4
美联储尚不会考虑 QE3.....	5
二、国内市场与政策扫描	6
2.1 每周政策动态	7
2.2 货币与金融.....	7
2.3 价格形势	7
三、海外市场扫描	8
3.1 希腊政府获信任投票，将救助之球抛还 IMF 和欧盟.....	8
3.2 美国经济：房地产市场仍处底部底部，就业数据不尽人意.....	9
3.3 欧元区经济：PMI 回落，制造业放缓延续.....	10

图表目录

图 1:	2000—2007 年实行通胀目标制的国家有更好的货币政策可信性	4
图 2:	美国目前核心通胀尽管处于低位, 但出现上涨	5
图 3:	美联储对经济前景和通胀的展望	5
图 4:	两次 QE 改变了市场通缩预期	6
图 5:	7 天银行回购利率及拆借利率快速上行	7
图 6:	市场加息预期仍存	7
图 7:	农产品价格指数延续上涨	8
图 8:	猪肉价格涨幅加快	8
图 9:	各国政府和私营部门对希腊债务的头寸金额	8
图 10:	美国成屋销售环比下滑	9
图 11:	美国新屋销售环比下滑	9
图 12:	美国初请和续请失业金人数再度上行	9
图 13:	欧元区 PMI 指数滑落	10
图 14:	欧元区工业新订单增速放缓	10

一、每周思考：Fed 能够让市场相信通胀可控吗？

本周 Fed 议息会议维持基准利率 0—0.25% 不变，考虑到经济放缓，美联储表示将维持低利率相当长时间，以扶持经济复苏。近期美国通胀上行明显，核心通胀上行至 1.5%，整体通胀达到 3.6%。我们认为 Fed 近期关于通胀目标制设定的讨论、尽量不推出 QE3 等措施或将增加政策的可信性，以保证市场通胀预期稳定，为宽松货币政策的实行提供空间。

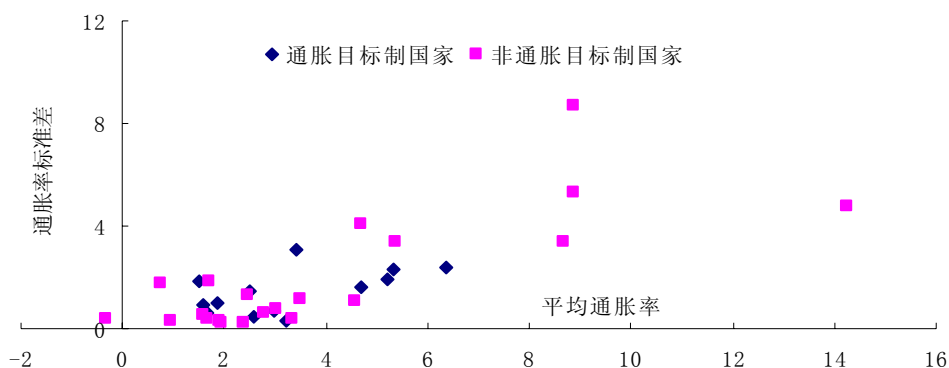
美联储讨论“通货膨胀目标制”

上周美联储官员讨论是否采取“通货膨胀目标制”，亚特兰大、里士满、圣路易斯、费城和克利夫兰的联储官员均在近期表示这一意向。通胀目标制的设定将意味着 Fed 将提出更为明确的通胀目标，以控制公众通胀预期上行，保障目前的超低利率下物价水平不至失控。

根据 IMF 的统计，新西兰央行在 1990 年时最早采取通胀目标制的国家，之后加拿大、澳大利亚央行纷纷效仿，在拉美为控制通胀，智利、秘鲁、巴西等国也采取这一货币政策框架；1997-1998 年亚洲金融危机后，韩国、菲律宾和泰国也采取了同样的政策。

通常而言，通货膨胀目标制有以下优点：（1）以价格稳定为首要目标，保证货币政策独立性；（2）政策具有一定前瞻性，起到名义锚（normal anchor）作用；（3）由于政策的透明度高、可信性强，有利于引导公众预期，降低通胀不确定性加剧的相对价格波动。我们使用 2000—2007 年的数据进行了实证，其中采用通胀目标制的国家包括芬兰、以色列、新西兰、西班牙、韩国等，并与实行非通胀目标制国家进行对比，发现前者的通胀水平更低、物价水平的波动更小，这表明实行通胀目标制的国家货币政策有相当的可信性，并起到稳定价格的“名义锚”效应。

图 1： 2000—2007 年实行通胀目标制的国家有更好的货币政策可信性



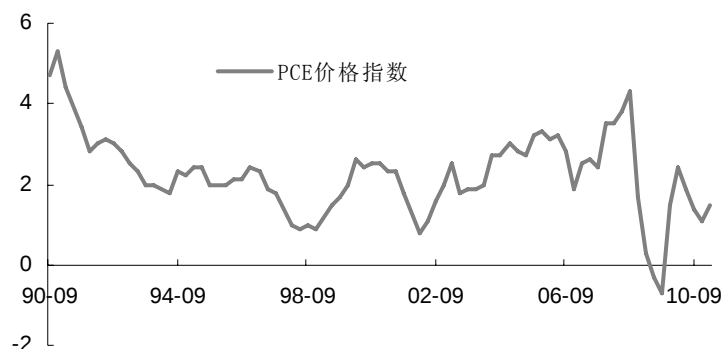
资料来源：IMF, 华泰联合证券研究所

就美联储而言，目前其更多关注核心 PCE 通胀变化，认为油价、食品价格的上涨更多是暂时的。根据伯南克、米什金（2006）的研究，“免责条款”允许中央银行调整中期目标以应对不可预期的变化，是应对供给冲击的另一种办法，通货膨胀目标制框架

为中央银行提供了一个较好的机会，政策的可信性和透明度使公众相信供给冲击的影响会被限制在一次价格价格上涨的限度内，而不是造成永久性的通货膨胀率的上涨。我们亦认为，目前美国较高的失业率使得工资推动物价上涨的第二轮效应会比较弱，产出缺口亦抑制通胀上行。

Fed 在 6 月的议息会议上将核心 PCE 通胀的目标区间上调为 1.5%—2.3%，而目前的通胀已达到下限水平；加之目前资产规模高达 2.8 万亿，转好的信贷和流动性扩张，或会导致市场通胀预期上行，因此再次推行 QE3 的阻力很大，况且在目前时点，我们认为这一激进的政策没有必要。

图 2： 美国目前核心通胀尽管处于低位，但出现上涨



资料来源：Fed, 华泰联合证券研究所

图 3： 美联储对经济前景和通胀的展望

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	

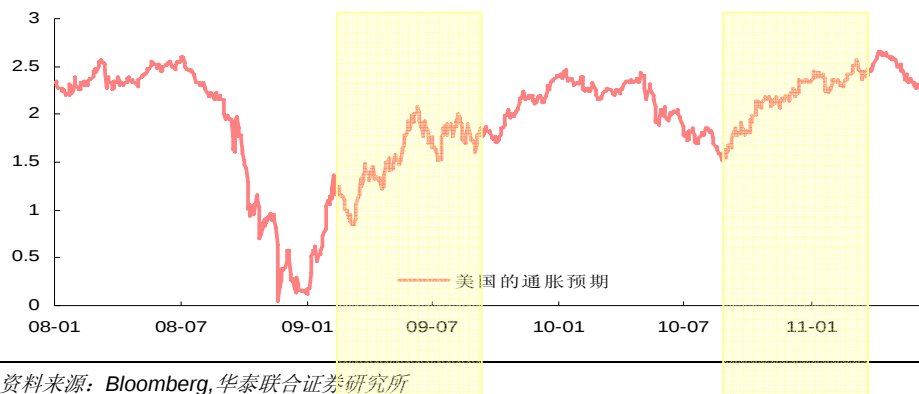
资料来源：美联储，华泰联合证券研究所

美联储尚不会考虑 QE3

尽管 6 月的议息会议来看，美联储没有完全封死未来再轮经济刺激的可能，表示将视经济和金融市场变化而定，但我们认为美国的 QE3 尚无必要，因为美国经济的复苏

没有“中断”，与 09、10 年相比，目前市场通缩预期不强，加之前文提及的通胀走升问题将制约再次 QE 的运用。

图 4： 两次 QE 改变了市场通缩预期



因此我们认为未来 Fed 的货币政策将进入观察期，总体而言将会“不松不紧”，如果诸如原油、房租等价格上涨，促发通胀出现加速上行会增加政策退出的压力，黄金或是抵御这一尾部风险的资产配置。

二、国内市场与政策扫描

我们对下半年中国宏观经济的整体看法是：**经济软着陆与寻找周期定位。**

- 1、需求面临放缓：目前投资层面，房地产投资是主要拉动力量，在新开工规模已被压缩，同时信贷和流动性紧缩的背景下，这种由投资惯性推动的高增长难以为继；消费表现难有突破；出口增速回落企稳，同时人民币汇率稳步升值，国内企业成本压力上升。
 - 2、当前我国与新兴市场国家的产出缺口已开始收窄，货币面也早已收紧，下半年通胀仍高企但不致失控，预计全年通胀为 5%。
 - 3、从周期角度来看：总量意义上的库存水平还没有明显下降，预计趋势性去库存将发生在下半年；目前经济可能处于旧周期的末端，新的设备投资周期也尚未开始。
 - 4、“滞胀”应只是阶段性现象，目前应是短时期内的经济与通胀不同步。
 - 5、在外需无大患的背景下，国内经济“软着陆”的可能性大于“硬着陆”。
- 政策方面，我们预计下半年紧缩基调将延续，但在政策工具和操作方面或有若干微妙变化：货币政策从紧将有限加码；针对供给冲击所导致的通胀，财政政策或将进行定向补贴。

2.1 每周政策动态

1、农业部：夏粮增产已成定局，冬小麦将实现八连增；山东、河南、安徽夏粮均报丰收。

2、发展改革委谈价格形势：翘尾推高物价，总体可控。

我们的看法：

1、从目前夏粮收成来看，山东、河南、安徽等夏粮主产区均报丰收，这与我们 6 月初的夏粮调研结果相符。关于夏粮价格，我们的看法是：下半年价格基本稳定，长期看涨。

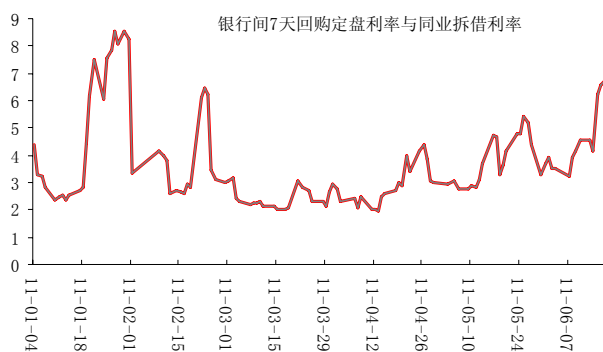
2、对未来物价走势，我们认为新涨价因素可能来自以下几方面：一是非食品价格上涨，租金价格拉动服务类价格上涨，水电燃气等资源品价格改革可能推出提升预期；二是食品价格周期尚未结束，猪肉价格上涨或将持续到 3 季度；三是价格前期干预，使限价产品下半年可能反弹。在控通胀被视为政策优先的前提下，我们认同发改委关于通胀总体可控的观点。

其他可关注的政策：央行 22 日暂停央票发行，为五个月以来首次停发，我们认为其意在补充货币市场流动性，维持货币市场利率平稳。另外，发改委通知，地方政府可发企业债融资建保障房。

2.2 货币与金融

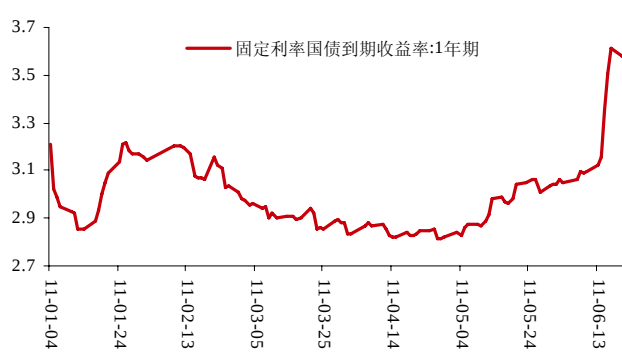
上周提高存款准备金率至 21%后，银行间资金利率明显抬高，而在本周一缴款日过后，货币市场利率不降反升，作为标杆的 7 天回购利率已突破 9%。尽管从整体资金状况来看，今年以来外汇占款对冲力度并不算强，但银行间的资金结构差异化已导致货币市场利率的波动性明显较前期增加，故而近期每一次数量化的紧缩政策，所导致的货币市场震动也在逐渐加强。短期内我们认为资金的紧张状态仍将维持，银行体系的资金紧张无疑也会影响民间借贷成本的上升，而在 6 月份 CPI 还将创新高的背景下，加息预期又在升温，我们对短期经济和政策仍不乐观。

图 5： 7 天银行回购利率及拆借利率快速上行



资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

图 6： 市场加息预期仍存

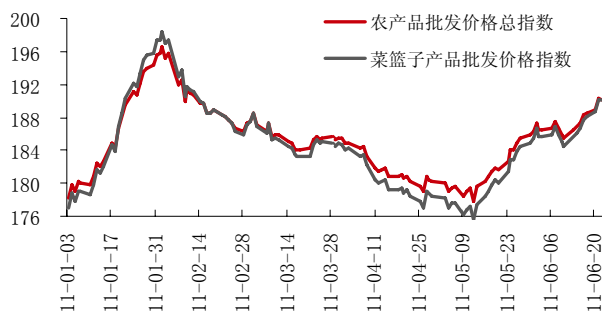


资料来源：Wind 华泰联合证券研究所

2.3 价格形势

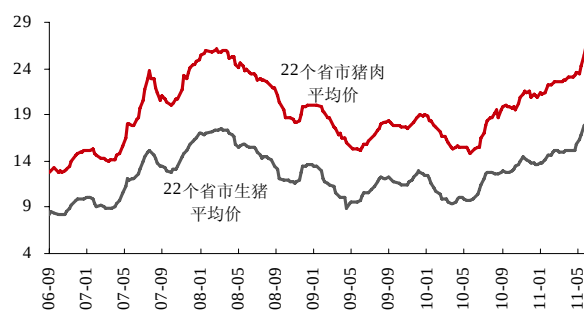
本周，农产品价格延续环比上涨，南方地区由旱转涝，恶劣天气势必仍将影响农产品的生长与运输，而我们判断猪肉价格未来仍有上涨空间，这些因素使得 6 月通胀将创新高，未来的回落亦比较有限。

图 7：农产品价格指数延续上涨



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 8：猪肉价格涨幅加快



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

三、海外市场扫描

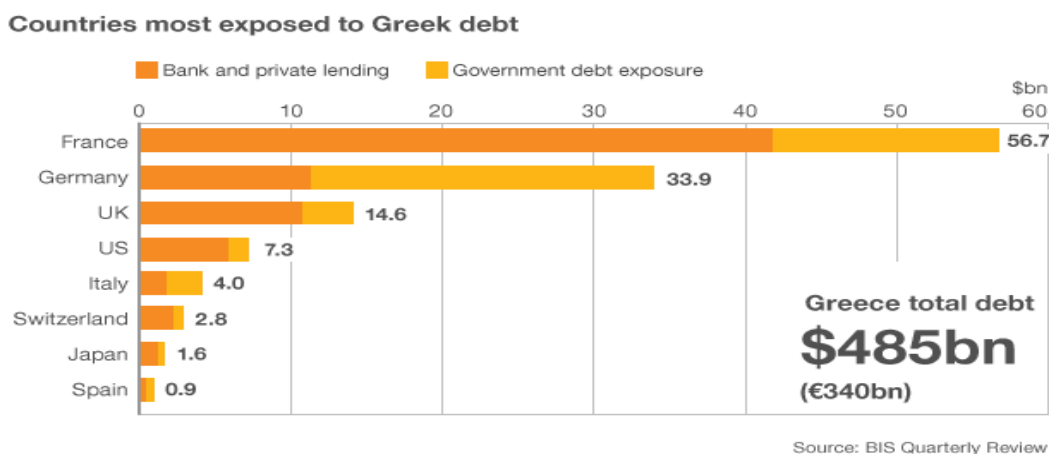
3.1 希腊政府获信任投票，将救助之球抛还 IMF 和欧盟

本周帕潘德里欧政府以 155—143 的微弱优势获得议会信任票，这将对其在国内推行 780 亿欧元（280 亿的开支削减，500 亿的国有资产出售）的财政紧缩计划铺平道路，也使得在 7 月获得 120 亿欧元 IMF 和欧盟救助计划获得一线生机。

在周四，ECB 行长特里谢表示了对袭来债务问题冲击欧元区银行体系的担忧，一度促使欧元和欧洲股市大跌，但之后欧盟峰会重申对希腊支持后，市场避险情绪得到一定缓解。

根据 BIS 的统计，希腊的总外债规模大约在 4850 亿美元，其中法国、德国至其债务的主要持有人，分别占到 567 和 339 亿美元，而美国仅占 73 亿美元。因此出于保持欧元区金融体系稳定的需要，我们依然认为欧债危机短期可控，希腊将如期得到新一轮接近 1200 亿欧元的援助。

图 9：各国政府和私营部门对希腊债务的头寸金额



资料来源：华泰联合证券研究所

3.2 美国经济：房地产市场仍处底部底部，就业数据不尽人意

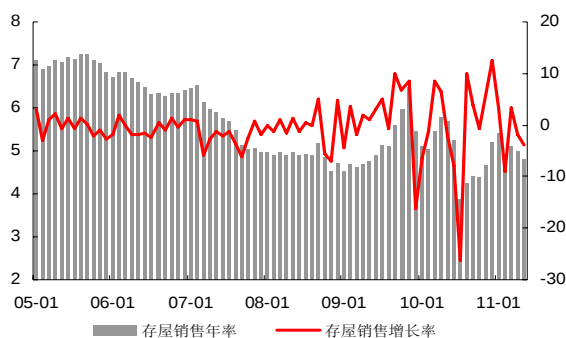
美国房地产市场依然表现低迷，尽管略好于市场预期，初请失业金人数再度超出预期显示经济复苏仍不稳固。Fed 在 6 月议息会议维持利率和资产规模不变，尽管没有提及 QE3，但政策依然宽松。

5 月美国新屋销售三个月以来首次下滑，环比折年为 31.9 万套，下滑 2.1%，尽管好于预期的下滑 4%，同时成屋销售 418 万套，下滑 3.8%。从房价看，新屋售价下滑了 3.4%，依然没有止跌。我们认为过高的失业率、成屋市场过剩的供给依然使房地产市场承压，尽管处于底部，但复苏依然艰难。

美国初请、续请失业金人数再度超出市场预期，分别达到 42.9 和 369.7 万，显示就业市场近期反复依然，这亦影响消费者信心，但我们认为尽管经济放缓，但储蓄率稳定、收入上行使复苏不至“中断”。

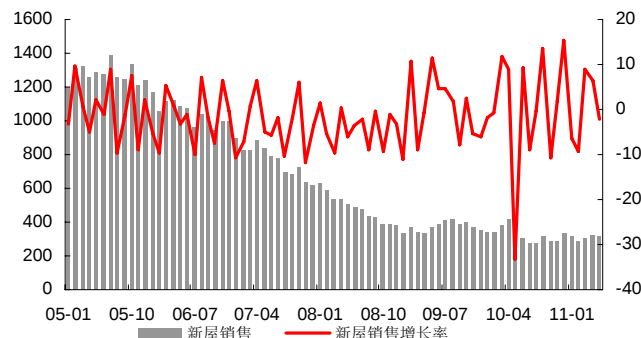
经济的放缓使得 Fed 在本周议息会议维持 0—0.25% 利率不变，并将保持 2.8 万亿左右的资产规模相当长时间，通过到期本息收入进行再投资，货币政策仍将宽松。

图 10： 美国成屋销售环比下滑



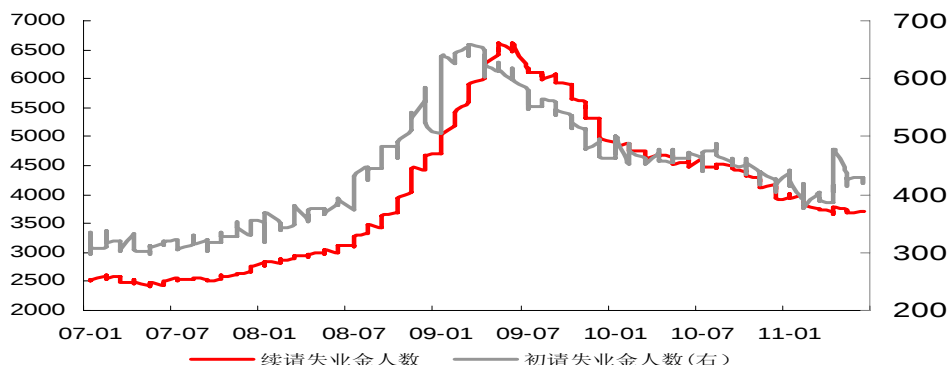
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 11： 美国新屋销售环比下滑



资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 12： 美国初请和续请失业金人数再度上行



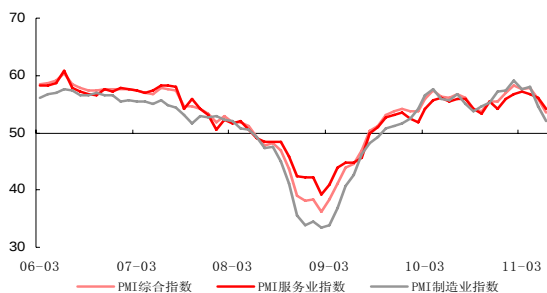
资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

3.3 欧元区经济：PMI 回落，制造业放缓延续

欧元区服务业和制造业指数双双放缓，并超出预期。综合 PMI 指数从 5 月的 55.8 下滑至 53.6，服务业指数下滑至 54.2，制造业指数下滑至 52。全球经济尤其是新兴经济体增速放缓、欧债危机对金融市场的冲击或是主要原因。

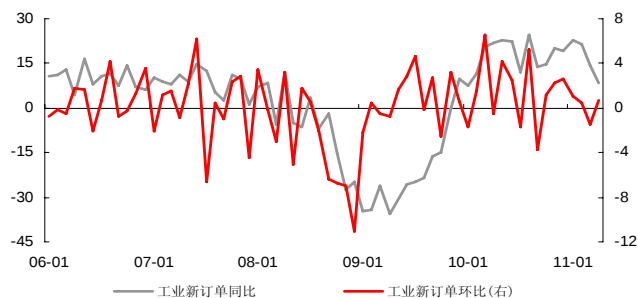
工业新订单亦印证经济放缓迹象，3 月新订单环比增幅仅 0.5%，同比增幅为 8.6%，低于市场预期的 14%。耐用消费品、资本品订单均出现下滑。

图 13： 欧元区 PMI 指数滑落

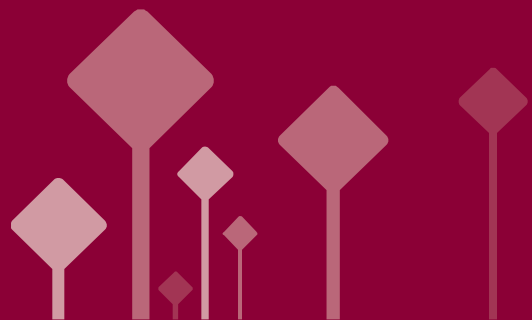


资料来源：Bloomberg, 华泰联合证券研究所

图 14： 欧元区工业新订单增速放缓



资料来源：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