

分析师： 李冒余 (8621) 68751636 limy@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120003

联系人： 王夏儒 (8621) 68751610 wangxr@cjsc.com.cn

## 伯南克讲话：为 QE3 打开大门

### 报告要点

#### ■ 伯南克再释货币放松信号

昨晚，在国会的半年货币政策听证会中，伯南克表示：“如果美国经济持续疲弱，那么可能会推出新的刺激政策”。从伯南克的执政风格来看，其强调货币政策的透明度，此次暗示应当得到市场重视。

6 月份意外走弱的就业市场是促使美联储再次考虑采取货币政策放松的主要原因。当前，美国经济正在面临就业减缓和财政被动紧缩两大下行风险。如果未来 1~2 个月美国的实体经济数据，尤其是就业数据继续恶化，那么 QE3 的推出将会不可避免。此外，从美元的走势来看，伯南克讲话释放了美国实体经济走弱的信号。因此美元将会继续筑底，下半年市场的焦点仍然在于实体经济而非利差因素，因此一旦美国实体经济走强趋势确立，那么美元走强仍然不可避免。

#### ■ 失业率上行引发经济下滑担忧

从近期公布的就业市场数据来看，美国实体经济加速复苏的趋势还没有确立。此前我们一直强调，本轮美国经济复苏的核心动力就在于就业市场的边际改善，如果就业人数增长不能维持，那么需求就得不到持续提升，供给面的盈利增长和生产扩张也就得不到支持。如此看来，经济内生增长动力真的有削弱的可能。

不过 6 月制造业 PMI 数据却有良好的表现。当前的美国经济前景仍然较为混沌，既难言反弹，也难言继续低迷。而从伯南克的讲话来看，新量化宽松政策的推出是有条件的，只有在美国经济持续弱化的趋势确立时，新量化宽松才会推出。因此未来的失业率数据仍然值得关注。

#### ■ 财政紧缩成定局，或需货币扩张递补

当前美国的联邦债务已经触及了 14.29 万亿美元的上限，而做为抬高上限的条件，两党都同意要求政府机构削减赤字，双方只是在具体的赤字削减措施上存在矛盾。但是由于美国的债务违约与否事关重大，从议员个人到两党都不会愿意承担美国国债违约的责任，因此债务上限的提高与财政被动紧缩几乎板上钉钉。而如果财政紧缩对美国实体经济造成明显的负面影响，那么新货币政策的出台就再所难免。

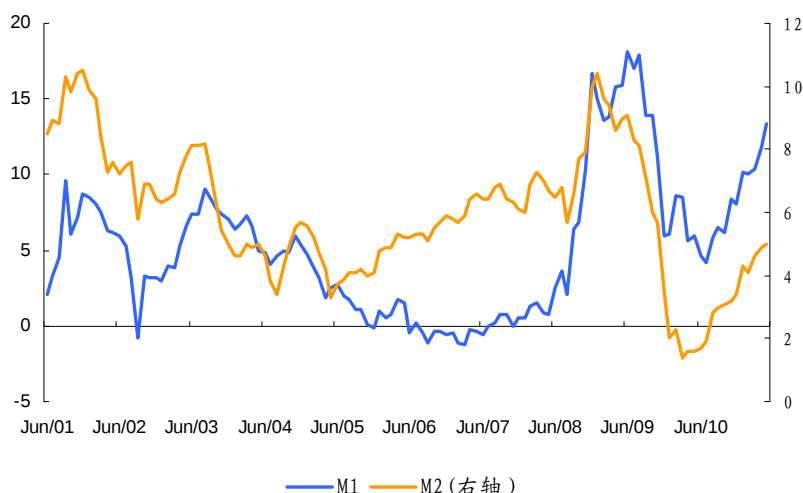
#### ■ 美元反弹时点延后

伯南克讲话之后，美元立即作出反应。我们认为，这更多地反映的是市场对于美国实体经济的担忧。正如前面说到的，伯南克的讲话释放了这样一个信号，即美国实体经济的下行风险是仍然存在的。对于判断美元指数走势的标准，我们依然维持中期策略报告中的观点，下半年市场的焦点将在美国的实体经济，而非利差因素。因此，我们认为美元会因为市场继续调低实体经济增速而继续筑底，当经济确立了加速复苏态势之后，美元仍将反弹。

## 事件：伯南克再释货币放松信号

昨晚，在国会的半年货币政策听证会中，伯南克表示：“如果美国经济持续疲弱，那么可能会推出新的刺激政策”。从伯南克的执政风格来看，其强调货币政策的透明度，此次暗示应当得到市场重视。

图 1：货币供应同比增速



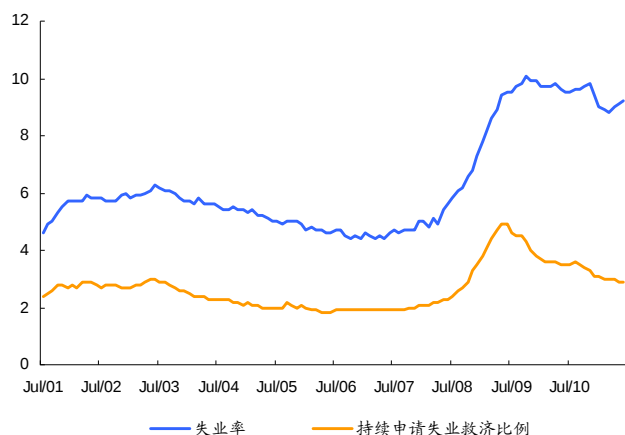
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

6月份意外走弱的就业市场是促使美联储再次考虑采取货币政策放松的主要原因。当前，美国经济正在面临就业减缓和财政被动紧缩两大下行风险。如果未来1-2个月美国的实体经济数据，尤其是就业数据继续恶化，那么QE3的推出将会不可避免。此外，从美元的走势来看，伯南克讲话释放了美国实体经济走弱的信号。因此美元将会继续筑底，下半年市场的焦点仍然在于实体经济而非利差因素，因此一旦美国实体经济走强趋势确立，那么美元走强仍然不可避免。

## 失业率上行引发经济下滑担忧

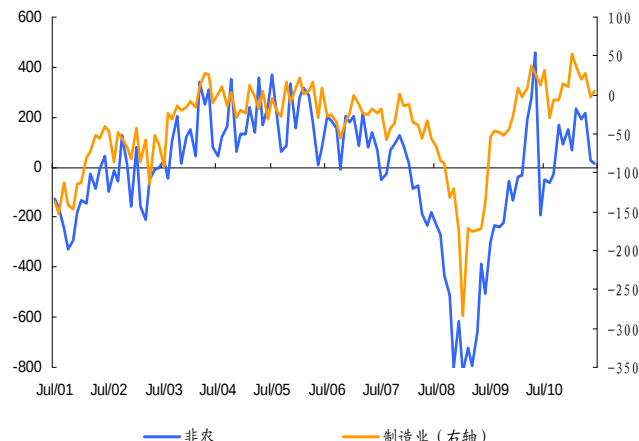
本次伯南克讲话表明，联储也注意到了美国实体经济的下行风险仍然没有消除。从近期公布的就业市场数据来看，美国实体经济加速复苏的趋势还没有确立。失业率超预期反弹至9.2%，非农就业增长也弱于市场预期仅增1.8万人。此前我们一直强调，本轮美国经济复苏的核心动力就在于就业市场的边际改善，如果就业人数增长不能维持，那么需求就得不到持续提升，供给面的盈利增长和生产扩张也就得不到支持。如此看来，经济内生增长动力真的有削弱的可能。

图 2: 失业率



资料来源: IEA Oil Market Report, 长江证券研究部

图 3: 非农就业增减



资料来源: Bloomberg, 长江证券研究部

不过也并非所有的数据都表明经济形势正在恶化。例如月初公布的制造业 PMI 数据就表现尚可，无论是制造业 PMI 的总值还是生产、订单等分项。都有不错的表现，6 月制造业 PMI 反弹至 55.3，新订单指数也反弹至 51.6，生产指数也反弹至 54.5，就业指数反弹至 59.9。这表明供给面的信心正在反弹，而且吸收就业的意愿也在上升。

表 1: 2011 年 6 月 PMI 概览

| 2010 年 6 月 ISM PMI 指数概览 |      |      |      |    |      |
|-------------------------|------|------|------|----|------|
|                         | 6 月  | 5 月  | 变化   | 趋势 | 趋势持续 |
| PMI                     | 55.3 | 53.5 | 1.8  | 增长 | 1    |
| 新订单                     | 51.6 | 51   | 0.6  | 增长 | 1    |
| 生产                      | 54.5 | 54   | 0.5  | 增长 | 1    |
| 就业                      | 59.9 | 58.2 | 1.7  | 增长 | 1    |
| 供应商供货                   | 56.3 | 55.7 | 0.6  | 增长 | 1    |
| 库存水平                    | 54.1 | 48.7 | 5.4  | 增长 | 1    |
| 价格                      | 68   | 76.5 | -8.5 | 放缓 | 2    |
| 积压订单                    | 49   | 50.5 | -1.5 | 放缓 | 2    |
| 出口                      | 53.5 | 55   | -1.5 | 放缓 | 2    |
| 进口                      | 51   | 54.5 | -3.5 | 放缓 | 3    |

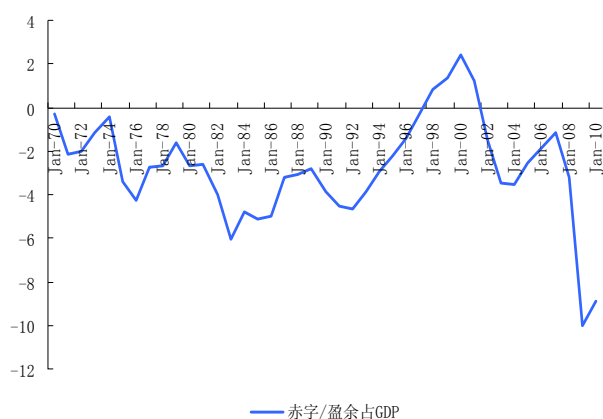
资料来源: ISM, 长江证券研究部

从矛盾的制造业 PMI 和就业市场数据来看，当前的美国经济前景仍然较为混沌，既难言反弹，也难言继续低迷。而从伯南克的讲话来看，新量化宽松政策的推出是有条件的，只有在美国经济持续弱化的趋势确立时，新量化宽松才会推出。因此未来的失业率数据仍然值得关注。

## 财政紧缩成定局，或需货币扩张递补

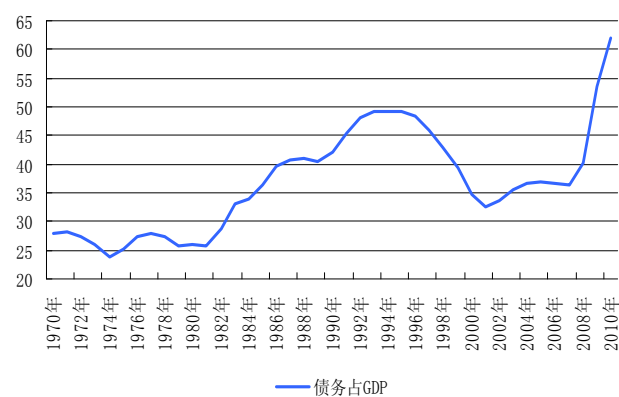
当前，美国联邦债务已经触及了 14.29 万亿的法定上限，目前正在依靠预算中的灵活支出额及出卖联邦下属机构出卖证券等方式维持财政的短时平衡。到 8 月 2 日，所有可用的灵活性财政资源都将耗尽，因此债务上限的提高势在必行，而两党也都意识到，在提高债务上限的同时，也有必要制定法案以防止联邦政府挥霍债务额度。由于提高债务上限的提案中附有赤字缩减的条款，所以赤字缩减的方案讨论完毕后债务上限提高的法案才能通过。我们认为，最终妥协达成几乎可以肯定，因为无论是共和党还是民主党都不愿也无法承担美国债务违约的责任，即使共和党作为在野党得利，但是共和党的国会议员的政治生涯却有可能因此夭折。在财政政策面临紧缩的条件下，如果实体经济受到打击，那么货币政策则必须要填补财政紧缩后留下的政策空间。

图 4：赤字率大幅上升



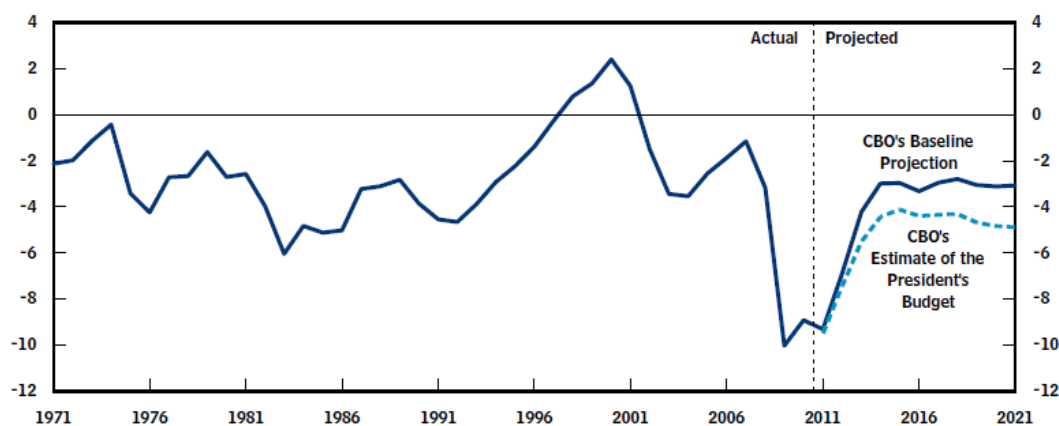
资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 5：债务比率也达到历史高位



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

图 6：CBO 对于美国财政赤字的预测



资料来源：CBO，长江证券研究部

## 美元反弹延后

伯南克讲话之后，美元立即作出反应。我们认为，这更多地反映的是市场对于美国实体经济的担忧。正如前面说到的，伯南克的讲话释放了这样一个信号，即美国实体经济下行风险是仍然存在的。前面已经说到的两项风险，分别是就

业市场的恶化和财政被迫紧缩对于实体经济的打击。对于判断美元指数走势的标准，我们依然维持中期策略报告中的观点，下半年市场的焦点将在美国的实体经济，而非利差因素。因此，我们认为美元会因为市场继续调低实体经济增速而继续筑底，当经济确立了加速复苏态势之后，美元仍将反弹。即使在 QE3 推出之后，如果实体经济反弹也将促使美元的走强。

图 6：美元指数走势



资料来源：Bloomberg，长江证券研究部

### 分析师介绍

王夏儒，上海财经大学公共管理学硕士，现为长江证券策略部高级分析师，研究领域为宏观经济与债券市场。

李冒余，北京师范大学金融学硕士，现为长江证券策略部首席分析师，研究领域为宏观经济和市场策略。

### 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              | E-mail                             |
|-----|---------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理  | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 鞠 雷 | 华南区总经理  | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理 | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理 | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |

### 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看好： 相对表现优于市场<br>中性： 相对表现与市场持平<br>看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间<br>中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间<br>减持： 相对大盘涨幅小于-5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

### 重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司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，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。