

国际宏观点评

联储承诺继续维持低利率，

QE3 出台仍有待观察

事件：

当地时间8月9日，美联储公开市场操作委员会（FOMC）议息会议承诺将维持接近于零的低利率水平至少至2013年中期，并表示联储将考虑进一步的行动措施，周二美股止跌反弹，道琼斯工业平均指数昨日上涨429.92点，涨幅3.98%，NASDAQ综合指数上涨124.83点，涨幅5.29%，均创2010年以来单日最大涨幅。与此同时，9日COMEX黄金高开，目前价格突破1760美元/盎司。

点评：

联储认为美国经济增长速度慢于其早先预期，尽管7月份失业率略微降低但仍然在9%以上的水平，并且考虑到美国的通胀在中期内仍然处于可控的范围之内，足以保证美国将接近于零的利率维持到2013年中期。本次议息会议向市场传达的信号仅仅表明美联储将继续维持宽松的货币政策以刺激美国经济，并未对是否采取其他宽松措施有任何明确的表示。这使得市场普遍担心美国此次仅延长低利率政策期限的做法是否可以真正有效地解决美国目前在经济复苏上遇到的困境。市场的这种担心可能来源于两个方面：首先，2008年金融危机之后，美国就把联邦基金利率保持在0—0.25%的历史低位，从两年以来的经济复苏状况上来看，其效果并不十分理想。再者，从国际经验上来看，日本长期低利率政策并未能够给日本经济带来任何明显的增长。

本次议息会议并未透露出美联储是否即将有新一轮资产购买计划，这使得之前一系列不及预期的宏观经济数据出台之后市场对QE3高涨的预期有一定的失落。我们仍然认为QE3的出台还有待观察，具体基于以下几个逻辑：

首先，我们认为美国经济再次陷入衰退的可能性不大。从7月份美国宏观经济数据来看，截止7月30日的一周首次领取失业救济人数创4个月新低。非农就业人口增加数量高于预期，且大大超出上期数量，虽然7月失业率仍在9%以上，但已经有回落的迹象。另外，7月份美国非农部门平均每小时工资上涨10美分至23.13美元，涨幅0.4%，高于预期的0.2%，同比上涨2.3%。收入的增加对于消费来说将是一个很好的支撑，加上美国近期通胀基本在可控的范围内，6月份个人消费支出物价指数（月率）-0.2%，较上期的0.2%有所回落。同时，美

宏观经济研究小组

联系人：张蕾
8621-68761616-8516
zhanglei@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司
上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼
<http://www.tebon.com.cn>

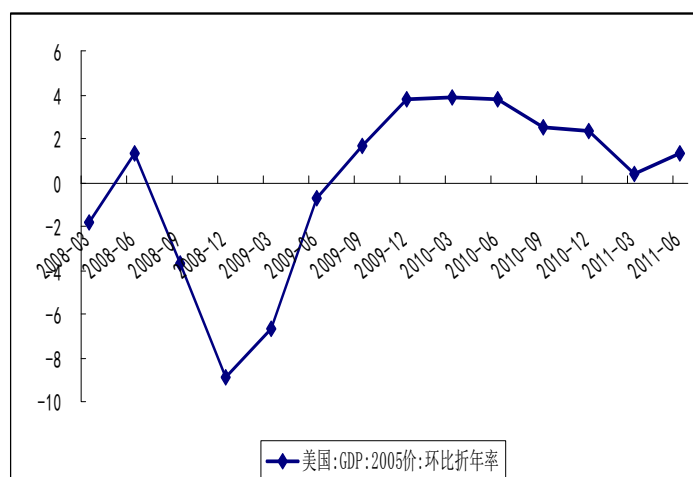
国7月份消费者信贷同比增加7.7%，为连续9个月上升，创2007年以来新高，居民收入和消费数据表现出美国个人消费前景并不悲观。上周红皮书商业零售销售（年率）增加4.8%，增加幅度四周连续上升。因此，虽然PMI指数、消费者信心指数等前瞻性或心理因素数据不乐观，但美国就业、零售等实体经济数据向好，我们并不能轻易下结论美国已经复苏受阻，后期公布的有关积极的宏观经济数据可能会一定程度修复这些前瞻性和心理因素指标。

其次，美联储 6000 亿美元规模的 QE2 带来全球大宗商品和能源价格飙升，曾一度被指助燃通胀。伯南克曾表示，QE3 的前提是必须美国经济比预想的还要差，失业率攀升且通缩风险重现。7 月份失业率小幅回落，且目前美国的通胀略低于理想水平的 2%，相对 QE2 出台时通胀接近历史记录低点来说，目前并不具备比较充分且成熟的推出 QE3 的条件。

最后，美联储如果出台 QE3，则必然要进一步扩大其资产负债表的规模，对于将来如何退出并及时有效地逆转宽松政策仍然不能保证。如果退出机制不够有效，则可能引发通胀使美国经济陷入新一轮危机。至此，美联储已经购买了 1.4 万亿美元的抵押贷款相关债券和 9000 亿美元公债，目前其资产负债表规模约 2.9 万亿美元。但是，我们不排除美联储可能采用其他替代性的政策措施，比如转而购买中长期债券，压低中长期债券利率。

我们认为美国的经济并没有想象的那么悲观，之前市场的反应只是短期行为。虽然美国长期主权信用评级遭到历史性的首次下调，美国经济不被看好，但是从市场的表现来看，美国国债仍然被认为是最安全的避险工具，最新数据显示美国10年期国债利率跌6.48%至2.31%。市场对于这次美债评级下调和美国部分宏观数据不及预期的反应可能只是短期和暂时的，随后将迎来一定的反弹。但是最近这段时间内，我们认为市场情绪仍然比较敏感，任何积极或消极的信息都会导致金融市场的一定波动，随后我们将继续对相关数据和政策保持密切的跟踪。

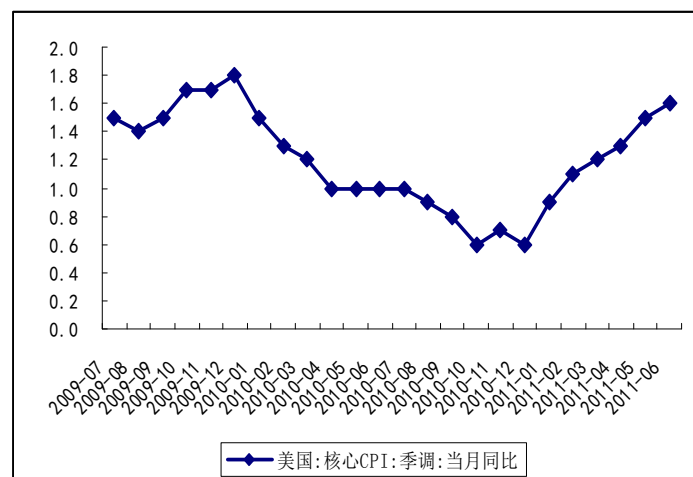
图1 美国实际 GDP（环比折年率：%）



注：2011年6月的实际GDP（环比折年率）1.3%为初值，未经修正。

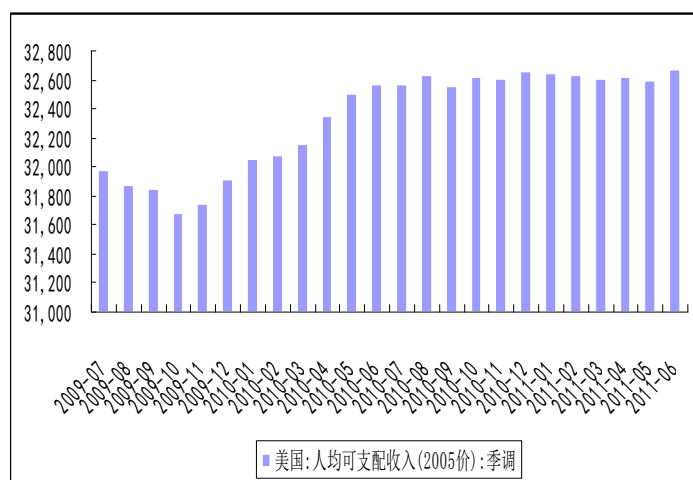
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图3 美国季调后核心 CPI（当月同比：%）



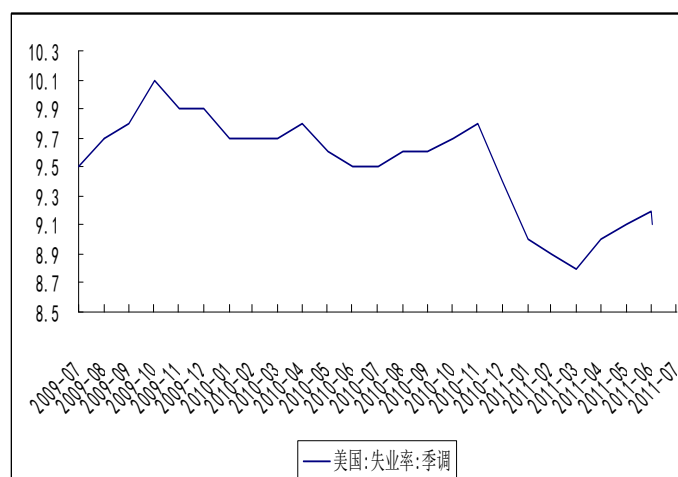
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图5 美国人均可支配收入（2005 年价）



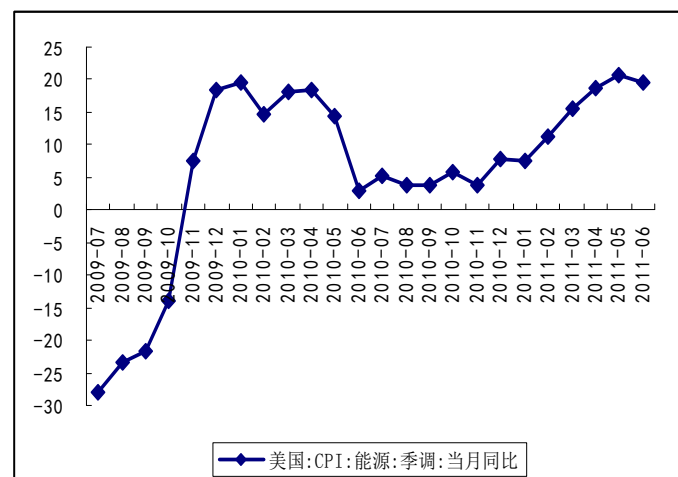
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图2 美国季调后失业率（月：%）



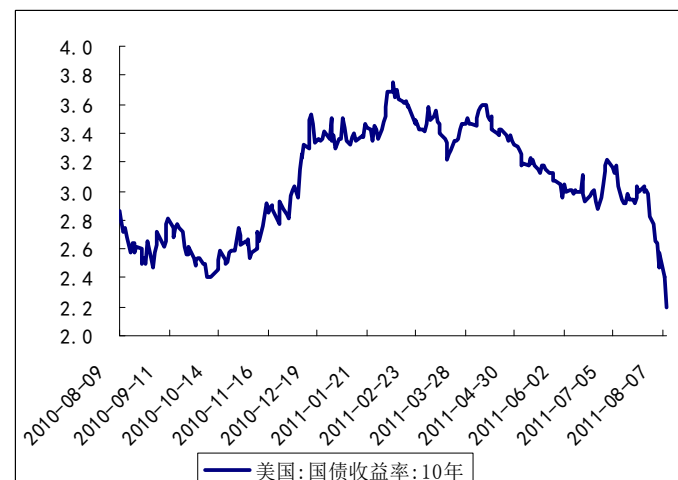
资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图4 美国季调后能源价格指数（当月同比：%）



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

图6 美国 10 年期国债收益率走势（%）



资料来源：Wind 资讯，德邦证券研究所

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $>10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。