

分析师：王小军

执业证书编号：S0050510120020

Tel: 010-59355881

Email: wangxj@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)

相关研究

《CPI 上涨顶点已现》 2011-08-09

《测试数据请勿实用 宏观类》
2011-08-09《标普下调美国长期主权信用评级点评》
2011-08-08

推出QE3是大概率事件 但不是现在

2011年8月美联储议息会议点评

投资要点

- 美联储决定将基准利率维持在0到0.25%的目标区间不变，至少在2013年中期以前把联邦基金利率维持在极低水平。美联储还将维持现有的一项政策，即将来自于所持债券的本金付款进行再投资，定期回顾所持债券资产的规模及其构成，并做好在合适的时间作出调整的准备。
- 美联储本次会议声明基本符合市场预期，但也有不少调整，主要表现为，与今年前几次相比，对经济增长前景转为悲观，明确地延长了低利率维持的时间，债券购买政策更具灵活性。
- 目前市场对QE3预期高涨，我们认为，QE3推出是大概率事件，但目前条件尚未成熟。推出QE3需要具备四个前提条件：经济增长低迷或衰退、就业市场恶化、通胀掉头向下甚至有陷入通缩的趋势、美元指数处于相对高位。前两个条件已经具备，第三个条件正在形成，第四个条件尚不具备。
- 全球金融市场的风险并未消除，欧债危机可能进一步深化。目前美国基本面十分疲弱，经济增长低迷、失业率高涨、通胀即将下行，相比欧元区并无优势，可能无法推动美元指数大幅上行，因而美元趋势性走强只能依赖风险规避情绪上升。我们预期，美国短期内还会继续紧盯欧债危机，第一目标将是债务规模庞大的意大利。

QE3 推出可能性很大 但不是现在

事项：FOMC 决定将联邦基金利率维持在 0 到 0.25% 的目标区间不变，至少在 2013 年中期以前把联邦基金利率维持在极低水平。FOMC 还将维持现有的一项政策，即将来自于所持债券的本金付款进行再投资，将定期回顾所持债券资产的规模及其构成，并做好在合适的时间作出调整的准备。

点评：美联储本次会议声明基本符合市场预期，但也有不少调整，主要表现为，与今年前几次相比，对经济增长前景转为悲观，明确地延长了低利率维持的时间，债券购买政策更具灵活性。目前市场对 QE3 的预期高涨，我们认为，QE3 推出是大概率事件，但目前条件尚未成熟。短期而言，虽然标普下调美国评级的负面影响已经基本消化，但全球金融市场的风险并未消除，欧债危机可能进一步深化。

FOMC 声明中值得注意的内容：

本次的 FOMC 声明与今年前几次有颇多不同之处，总体表现为对短期增长前景转为悲观，将宽松政策维持更长时间、货币政策更加灵活。

关于经济增长，FOMC 本次声明有如下表述：“自 FOMC 6 月份政策制定会议以来所收到的信息确认表明，今年截至目前为止的经济增长速度远低于 FOMC 此前预期。多项指标表明，最近几个月以来整体就业市场状况恶化，失业率有所上升。”而 6 月 22 日的 FOMC 声明是这样表述的：“FOMC 自 4 月会议以来获得的信息显示美国经济复苏继续以温和的步伐复苏，但较委员会预计的略显缓慢，而且近期就业市场指标也较预期疲弱。”之前 4 月 27 日的声明对经济前景更加乐观。

对于最终的政策取向，美联储也有明显调整。首先，明确指出在 2013 年中期前把联邦基金利率维持在极低水平，这一时间比市场普遍预期要晚，之前的多次声明均用将在较长或更长的时期内维持低利率这一措辞。其次，量化宽松政策将更加灵活。“FOMC 将定期回顾所持债券资产的规模及其构成，并做好在合适的时间作出调整的准备。”

量化宽松将是常态：

近期美国经济状况不佳，加之标普下调美国主权信用评级造成资产价格缩水，市场对美国经济二次探底的担忧迅速升温，进而预期美联储不久将会实施 QE3。我们认为过分执着于预期 QE3 稍显狭隘，从更加广泛的角度考察，美国已经染上“日本病”，量化宽松将成为常态。

金融危机后，美国家庭持续去杠杆化，家庭负债率不断下降，如果以目前的速度计算，家庭负债率要恢复到 1980 年的水平尚需 6 个季度左右。美国政府刚刚制定了未来 10 年削减 2.4 万亿美元财政赤字的方案，这表明政府部门将步入漫长的去杠杆化时期。同时，企业部门

也没有产生新的经济增长点，这意味着美国经济增长将会受到很大的压制，中期趋势增速将会显著低于金融危机前的 2.5-3.0%，经济陷入低迷或衰退的几率大大上升，因而需要频频刺激。财政政策收缩、基准利率降无可降，量化宽松便成为唯一的选择，美国或许已经走上了持续量化宽松的不归路，我们不仅仅会看到 QE3，QE4、QE5，… 也是可以预期的。

QE3 推出的四个前提条件：

结合 QE1、QE2 的经验，我们认为实施 QE3 的前提有四个，第一、经济增长低迷，有陷入衰退的可能或者经济已经衰退。推出 QE1 的意愿首现于 2008 年 12 月 16 日的美联储例行议息会议，宣布实施是在 2009 年 3 月 18 日。此时的背景是经济出现 20 世纪 20 年代“大萧条”以来的最大跌幅，2008 年 3、4 季度 GDP 环比分别萎缩 3.7%、8.9%，之后的 2009 年 1 季度继续萎缩 6.7%。2010 年 8 月 27 日，伯南克在例行议息会议上清晰地表达了推出 QE2 的意愿，11 月初开始实施。彼时美国经济虽然未出现衰退，但再度下滑的势头十分明显，个人消费低迷、住房市场二次探底。

第二、就业市场恶化，失业率掉头向上。即将推出 QE1 期间，就业市场出现雪崩，2008 年 4 季度、2009 年 1 季度，非农就业人数平均每月减少 71.2 万人，最高是单月减少 82 万人。失业率快速飙升，从 6% 左右迅速上升至接近 9%。即将推出 QE2 期间，就业市场出现明显的反复，在 QE1 带动就业人数大幅上升了 3 个月之后，自 2010 年 6 月起，非农就业人数再次快速减少，6 月至 9 月，平均每月减少 8.2 万人，6 月当月减少 19.2 万人。

第三、通胀处于低位，有陷入通缩的趋势。2008 年 4 季度、2009 年 1 季度，CPI、核心 CPI 快速下滑，CPI 同比增速从 5.6% 下滑至 0 仅历时 6 个月，2009 年 2 季度陷入战后首次通缩。2010 年 2 季度末，需求快速下滑导致通胀快速下滑，5、6 月 CPI 环比下滑 0.1%、0.2%，CPI 同比增速从 2% 下滑至 1.1%。这期间扣除能源与食品的核心通胀也出现下滑势头。

第四、美元指数处于相对高位。QE1 即将推出期间，美元指数处于 2006 年以来的高位区间，避险情绪大幅推升美元汇率，美元指数远离了 2008 年 3 月 17 日的历史最低点。QE2 即将推出时，美元指数同样处于相对高位区间。2009 年年底爆发的欧债危机持续推高美元汇率，2010 年 6 月 7 日美元指数攀上 88.71 的多月高点，虽然之后有所下滑，但 8 月底时仍在 83 以上。

推出 QE3 的条件正在形成，但尚未完全到位：

我们认为推出 QE3 的条件正在形成，但尚未完全到位。目前而言，经济增长低迷、失业率居高不下甚至有再度上行的趋势，实施量化宽松的四大条件具备其二，不具备的是通胀率仍在高位、美元指数处在低位。

不过，由于与通胀关系最为密切的油价正从高位快速回落，整体通胀水平将会逐渐回落，扣除能源与食品的核心通胀也将掉头向下。美元指数目前在 74 附近，距离历史最低点不远，如果美联储立即表达推出 QE3 的意愿，全球投资者将大量抛售美元资产，美元指数创历史新低指日可待，美元的国际地位势必将遭受严峻挑战，这不符合美国的利益。

市场将再度聚焦欧洲：

从经济增长与就业市场的情况来看，美联储迫切需要推出 QE3，通胀处于高位虽然是障碍，但预计在一个季度内油价与其他商品价格的下行将带动通胀掉头向下，最大的障碍来自于美元汇率的疲软。美元指数至少需要上升至 80 以上，美联储才会考虑推出 QE3。

通常而言，美元走强有两种可能性，一是美国经济基本面好于竞争对手，尤其是欧元区；二是全球投资者风险规避情绪上升，资金大量买入美元资产。从目前来看，美国基本面十分疲弱，经济增长低迷、失业率高涨、通胀即将下行，相比欧元区并无优势，可能无法推动美元指数大幅上行，因而美元趋势性走强只能依赖第二条路径。欧债危机愈演愈烈，面临失控风险，这很大程度上归因于美国三大评级机构、美国金融市场权威人士的推波助澜、兴风作浪。因此，我们完全可以预期，美国短期内还会继续紧盯欧债危机，第一目标将是债务规模庞大的意大利。

附：FOMC 声明全文

Information received since the Federal Open Market Committee met in June indicates that economic growth so far this year has been considerably slower than the Committee had expected. Indicators suggest a deterioration in overall labor market conditions in recent months, and the unemployment rate has moved up. Household spending has flattened out, investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector remains depressed. However, business investment in equipment and software continues to expand. Temporary factors, including the damping effect of higher food and energy prices on consumer purchasing power and spending as well as supply chain disruptions associated with the tragic events in Japan, appear to account for only some of the recent weakness in economic activity. Inflation picked up earlier in the year, mainly reflecting higher prices for some commodities and imported goods, as well as the supply chain disruptions. More recently, inflation has moderated as prices of energy and some commodities have declined from their earlier peaks. Longer-term inflation expectations have remained stable.

Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. The Committee now expects a somewhat slower pace of recovery over coming quarters than it did at the time of the previous meeting and anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, downside risks to the economic outlook have increased. The Committee also anticipates that inflation will settle, over coming quarters, at levels at or below

those consistent with the Committee's dual mandate as the effects of past energy and other commodity price increases dissipate further. However, the Committee will continue to pay close attention to the evolution of inflation and inflation expectations.

To promote the ongoing economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent. The Committee currently anticipates that economic conditions--including low rates of resource utilization and a subdued outlook for inflation over the medium run--are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013. The Committee also will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings. The Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings and is prepared to adjust those holdings as appropriate.

The Committee discussed the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability. It will continue to assess the economic outlook in light of incoming information and is prepared to employ these tools as appropriate.

Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; Elizabeth A. Duke; Charles L. Evans; Sarah Bloom Raskin; Daniel K. Tarullo; and Janet L. Yellen.

Voting against the action were: Richard W. Fisher, Narayana Kocherlakota, and Charles I. Plosser, who would have preferred to continue to describe economic conditions as likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.

分析师简介

王小军：天津大学数量经济学专业，硕士学历，具有4年证券业从业经历。2009年1月加入民族证券研究发展中心，负责宏观策略研究。对全球尤其是美国经济和股市有较深的理解和认识，国际宏观经济、金融市场跟踪密切，对全球股市的估值有深入研究。2009年和2010年对世界经济、全球金融市场形势把握准确。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn