



报告日期：2011 年 08 月 19 日

透过美债评级下调看美国货币政策取向

— 专题研究

向威达:

☎010-88362905

✉xiangwd@cgws.com

执业证书编号: S1070510120002

王凭:

☎010-88366060-8765

✉wangp@cgws.com

执业证书编号: s0600210050002

联系人

朱琳:

☎010-88366060-8765

✉zhulin@cgws.com

从业证书编号: S1070111030006

要点:

世界三大评级机构之一的标普将美国长期主权信用评级下调已有近两周的时间。这一事件对短期内对美国经济有何影响？中期内对美联储货币政策取向乃至全球经济趋势有何暗示？我们从以下几个角度进行讨论。

（一）主权信用评级下调对美国融资能力有何影响？

——美国信誉没有受到实质影响，美债仍是世界各国在“选无可选”中的“最优”标的

（二）主权信用评级下调对美国而言是否存在“连锁反应”？

——对美国没有“连锁反应”，金融“体内循环”健康依旧，最大的冲击给了油价。

（三）透过美国主权信用评级下调我们看到了全球经济面临怎样的趋势？

——全球经济正朝着杠杆切换的趋势演进，欧元区的风险远大于美国。

（四）透过美国主权信用评级下调我们看到美联储货币政策有何取向？

——在美国没有寻找到突破性经济增长点和美国对于原油价格“定价”能力没有明显削弱的假设前提下，我们能想象到的途径仍然是“定量宽松”。

中国的对策？对于中国而言，如果 QE 成为美联储货币政策趋向的常态，那么中国将持续承受外部流动性的冲击，持续承受国际大宗商品的高位震荡，持续承受 3 万亿外储的缩水。我们认为，面对这些可能出现的冲击，中国货币政策短期内可选的货币政策组合可能是：（一）加速人民币升值的步伐，一方面可以提前兑现升值预期来抵御外部流动性冲击；另一方面可以缓解外汇储备被动增长的局面；（二）适度的阶段性的放松内部紧缩力度，一方面对冲人民币升值对外需造成的影响，维持总需求的平稳；另一方面可以缓解增长的成本压力。

世界三大评级机构之一的标普将美国长期主权信用评级下调已有近两周的时间。这一事件对短期内对美国经济有何影响？中期内对美联储货币政策取向乃至全球经济趋势有何暗示？我们从以下几个角度进行讨论。

（一）主权信用评级下调对美国融资能力有何影响？

一美国信誉没有受到实质影响，美债仍是世界各国在“选无可选”中的“最优”标的。

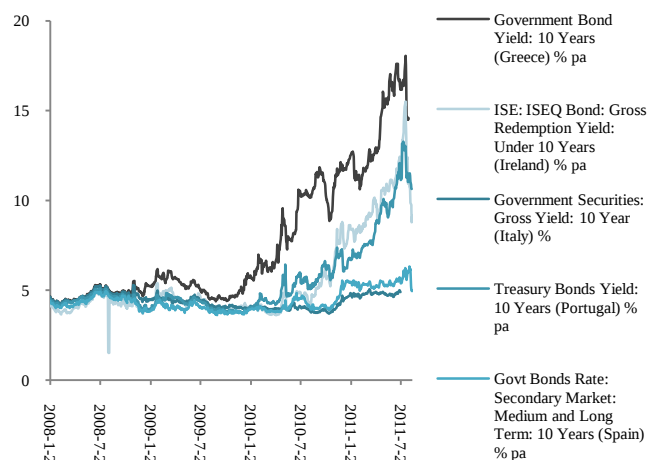
从最基础的逻辑来讲，一国主权信用评级的下调将提高该国在国际市场融资的信用风险溢价（credit risk premium），使该国在国际市场的融资环境恶化，需要向国际投资者支付更高的收益率来发行国债，加大中央财政的利息支出。那么，简单的按照这条线性逻辑推理，主权信用评级下调会使原本已经依赖“借新还旧”的美国政府在“减赤”方面更加杯水车薪，偿还债务的能力更加脆弱。前车之鉴是希腊，陷入评级反复被下调，融资成本反复提升的恶性循环。

但从现实意义来讲，美国的债务风波是否导致美国的融资成本像“欧猪”国家那样明显提升并不完全取决于评级机构的“标签”。我们认为，信用评级体系对美国的主权信用而言其象征意义明显大于实际意义，短时间内也无法撼动美国国债的地位。美国糟糕的财政状况和偿债能力自 2009 年就被各国关注，而欧美利差（欧元区 10 年期公债与美国 10 年期国债的收益率之差）一直处于扩张的状态，可以看作，金融危机之后无论是美国还是美元已战胜欧元区和欧元。实际上，美国信用评级的下调，更多的是使国际投资者认识到各国财政状况引发的债务风险和其可能导致的链条反应，美国的“信誉”在现实意义层面可能不降反升。一个明显的证据是，在 8 月 8 日标普下调美国主权信用评级后，美国的 10 年和 30 年期国债收益率一直呈现回落的趋势，即使在“避险情绪”退去后，美国 10 年期国债收益率依旧处于 2.2%至 2.4%之间，已经是美债收益率的历史最低区间。这说明美国不是意大利、不是西班牙、不是爱尔兰，更不是希腊。对于一个世界上唯一拥有国际储备货币、在军事、科技领域均明显领先的超级大国而言，下调主权信用评级对其现实“信用价值”的影响比较有限。换言之，即使美国解决不了他的债务问题，只要欧元区同样解决不了它的债务问题，美国国债依旧是世界各国在“选无可选”中的“最优”标的。

图 1: 美国国债评级下调后, 美债 YTM 反而更低, 欧美利差放大



图 2: “欧猪”国遭评级下调后, YTM 直线提升



数据来源: Wind, CEIC, 长城证券研究所。

（二）主权信用评级下调对美国而言是否存在“连锁反应”？——对美国没有“连锁反应”，金融“体内循环”健康依旧，最大的冲击给了油价。

首先，正如我们上面所说的，标普下调美国主权信用评级并未对美国的实际融资能力带来明显的影响。美国国债的信用风险溢价不升反降，意味着银行的质押资产价值没有发生明显的变化。不会发生由国债违约或跌价造成的流动性风险。美国商业银行间的流动性指标 TED 利差仍然保持在相当低的水平，证明美国金融体系的融资环境没有任何变化，“体内循环”的资金成本在较长时间范围内仍然可保持在相当低的水平。

其次，主权信用评级下调造成的影响主要体现在信心层面。由于美国最近羸弱的经济数据和债务风波，使全球资本市场对经济前景的信心发生明显的变化。这意味着无论对权益类、还是大宗商品的估值而言，由于总需求预期的下调，其价格都将面临一次显著的调整。这里最为值得关注的是国际油价在短时间内出现跳水式的暴跌。WTI 原油价格从评级下调之前的 95 美元/每桶，破位下跌至 80 美元/每桶附近，短短几天时间内回归至一年前的水平。这显然是美国目前最希望看到的结果。

图 3: TED 利差仍保持在历史极低的位置

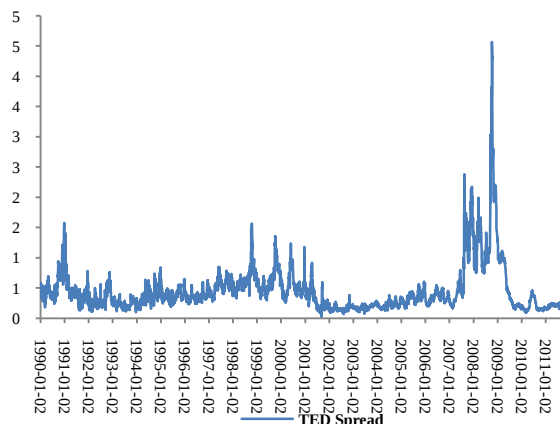
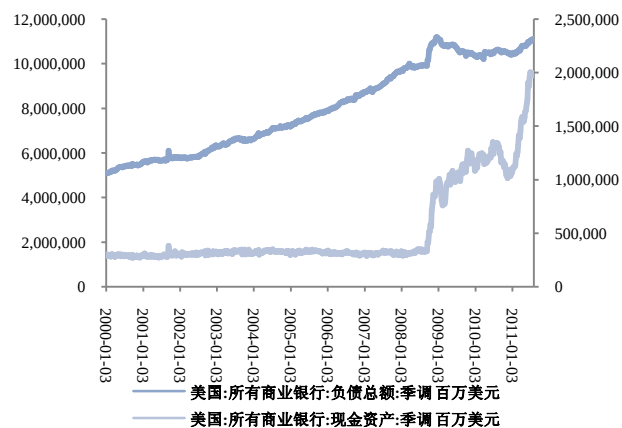


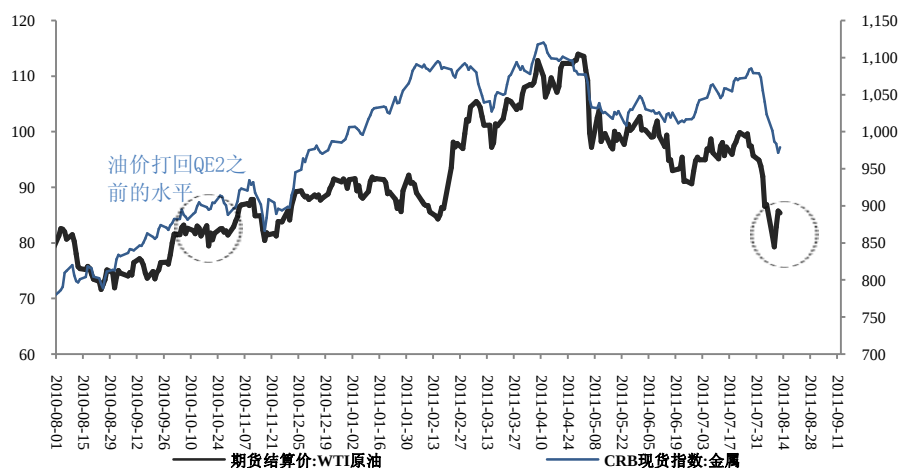
图 4: 两轮 QE 之后，商业银行的资产负债表已经囤积了大量现金资产[右]



数据来源: Wind, CEIC, 长城证券研究所。

(注: 左轴, 总负债; 右轴, 现金资产)

图 5: 美债风波最大的冲击给了大宗商品[右], 特别是国际原油价格[左, 美元/桶]



数据来源: Wind, CEIC, 长城证券研究所。

(三) 透过美国主权信用评级下调我们看到了全球经济面临怎样的趋势? ——全球经济正朝着杠杆切换的趋势演进, 欧元区的风险远大于美国。

从美国 2002 年至 2008 年这一轮经济周期的循环体系来看, 主要表现在私人部门杠杆率的显著提升, 背

后的循环链条是房地产产业的显著膨胀推动资金需求高涨，推动家庭和企业的杠杆率提升，同时在金融创新的环境下，资本流动加快，商业银行杠杆率显著提升。而这一段时间，美国政府的财政支出比较稳定，财政赤字平均也维持在 200 亿至 300 亿美元的水平，因此整体公共部门整体的杠杆率比较适度。而金融危机之后，私人部门，无论是企业、家庭、还是商业银行都处于去杠杆化阶段，而美国政府在私人部门需求羸弱的环境下，通过各种财政补贴来对冲私人部门需求的下滑。这一段时间，美国政府为了刺激经济复苏，显著的放大了公共部门的财政杠杆。2009 和 2010 两年，美国的公共持有债务占 GDP 的比重迅速由危机前 36% 的水平上升至 62%。换句话说，债务问题实际上是从私人部门向公共部门发生了切换，如果将私人部门和公共部门的资产负债表合并，美国经济整体的杠杆率不降反升。这一问题并不是简单的存在于美国，包括欧元区和中国同样面对这样的情况，甚至更大。

国债评级下调是一个标志性的事件，意味美国政府将被动的进入财政紧缩的状态。可能在中期范围内（至明年年底）形成公共部门和私人部门的双向去杠杆化。这显然对于本已疲弱的美国经济更加不利。但目前，我们尚且没有看到美国再次形成大规模系统性风险的任何征兆。主要原因在于两轮定量宽松之后，美国的商业银行和企业的资产负债表中国积了大量的现金资产，即使美国国债收益率明显的上行，商业银行的质押品出现明显跌价，也不会导致美国商业银行出现金融危机时由于质押品“泡沫破灭”造成的流动性瞬间断血。因此，主权信用评级下调这一事件本身对美国的影响相对有限。

对于欧元区而言，主权信用评级所导致的问题则相对严重得多。诸如希腊、爱尔兰、西班牙等国家的主权信用评级下调直接反应在其国债的贬值和融资环境恶化上。由于欧洲各国商业银行交叉持有各国国债，如果“欧猪”的国债持续贬值，那么将导致德、法等经济强国银行的资产持续缩水，导致银根紧缩。最恶劣的情况不排除系统性的流动性风险爆发。如果这种流动性风险爆发，对于新兴市场，特别是外需导向型的新兴市场国家而言可能是一种类金融危机式的冲击——外需瞬间断裂。这是我们中期范围内我们能想象的最大外围风险。

图 6: 公共持有的债务头寸占 GDP 比重显示 2009 年开始美国的财政杠杆开始显著放大

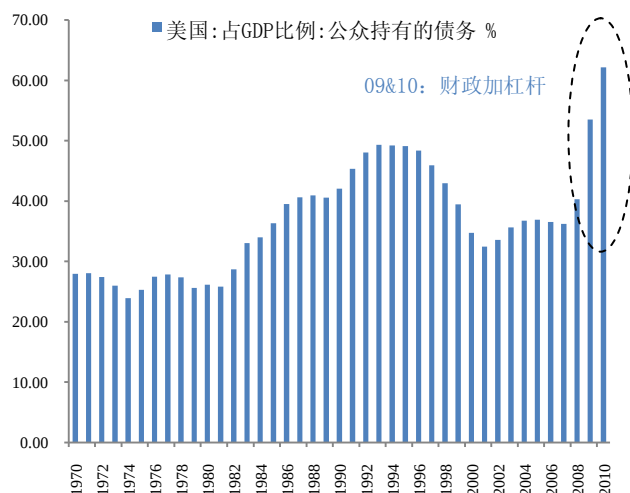
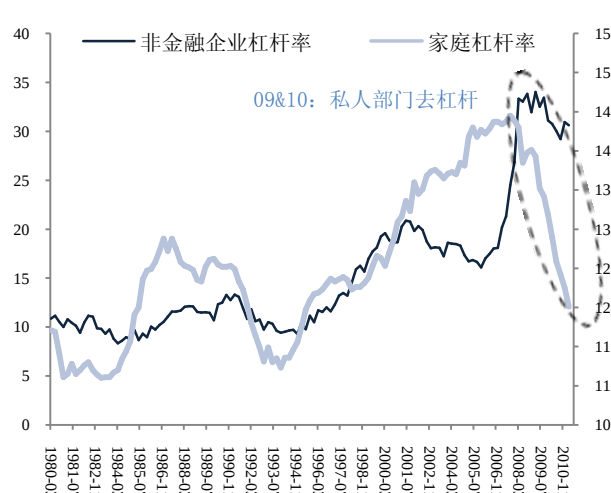


图 7: 2009 年开始, 包括企业[左]和家庭[右]的私人部门持续的去杠杆



数据来源: Wind, CEIC, 长城证券研究所。

（四）透过美国主权信用评级下调我们看到美联储货币政策有何取向？——在美国没有寻找到突破性经济增长点和美国对于原油价格“定价”能力没有明显削弱的假设前提下，我们能想象到的途径仍然是“定量宽松”。

事实上，无论债务上限调整与否，无论美国主权信用下调与否，美国的债务风险都在持续上升。美国未上调前的债务上限是 14.29 万亿美元，债务占 GDP 比重达到 98%。政府原来预期十年内债务规模将达到 25 万亿美元，即使按照美国名义 GDP 可以保持在上个 10 年 5% 左右的平均增速计算，10 年后美国债务占 GDP 比重将达到 104%。即使按照现在很低的 10 年期国债收益率计算（2.4-2.7%），每年政府需要将 GDP 的近 4% 用于支付债务利息。如果按正常年份的收益率计算，这一成本可能达到 GDP 的近 6%。在如此沉重的财务成本面前，美国还能靠什么来支持经济增长呢？依靠什么来还债呢？在美国没有寻找到突破性经济增长点和美国对于原油价格“定价”能力没有明显削弱的假设前提下，我们能想象到的途径仍然是“定量宽松”。

图 8: 预计按照乐观经济环境假设下的债务占 GDP 比重 (%)

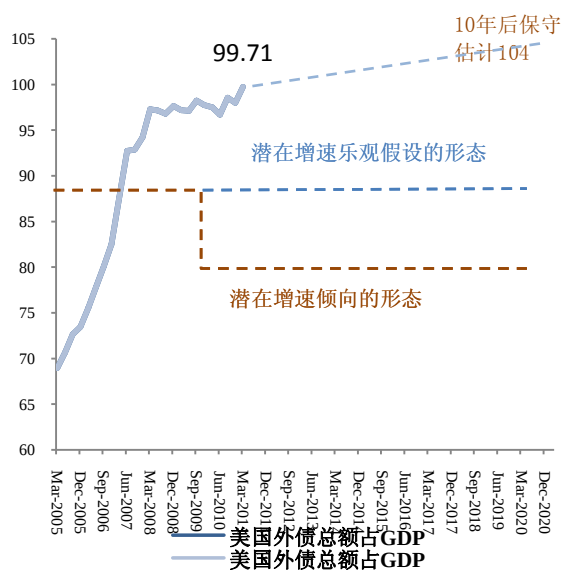
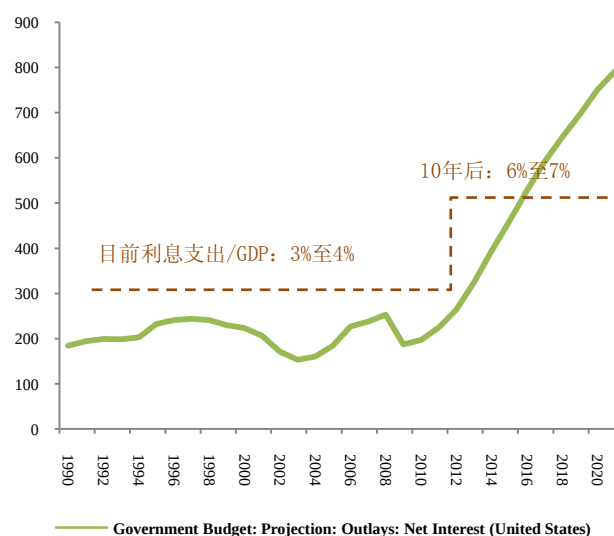


图 9: 未来 10 年美国政府的利息支出 (bn)



数据来源: Wind, CEIC, 长城证券研究所。

从目前我们跟踪一些列指标来看，美联储扩大定量宽松规模的空间正在放大。我们认为，美联储推出第三轮 QE 或类 QE 需要具备以下几种情形形成：（一）经济增速持续低于潜在增速。（二）核心通胀率持续偏低。（三）失业率持续居高不下。（四）油价回落至 80-90 美元每桶的区间。（五）美元指数回升至 80 至 85 的区间。

首先从美国经济的景气环境来看。家庭和企业的支出意愿持续下降，经济活动持续放缓。目前美国经济已经持续两个季度出现明显减速的迹象。美国一、二季度的 GDP 环比折年率分别为 0.4% 和 1.3%，显著低于 2.5% 至 3% 的自然增长中枢。虽然这一明显偏低的自然增长率被普遍认识为由今年上半年油价高企对消费产生压制所致，下半年随着油价的回落将导致美国经济增速回升。但我们认为除了油价高企对美国家庭的消费抑制之外，更重要的原因在于私人部门的去杠杆化和房地产的去库存化进程已经对美国经济造成了一个结构性的缺口，可能导致美国经济的潜在增速下降一个台阶（详见《美元短期反弹，中期弱势难变》）。如果再考虑到我们上面讨论的公共部门去杠杆，即使当前在油价出现阶段性回落的背景下，美国 GDP 的环比折年增速可能也难以稳定在 2.5% 或 2.5% 以上的水平。

其次，就业市场出现波动，并且失业率已回升至 9% 以上。目前来看 7 月美国的失业率从二季度的 8.8%-8.9% 区间回升至 9.2%。虽然 8 月最近两周的首次失业人数出现超预期的下降，但我们认为很可能是不稳定的。原因在于历史经验表明美国经济增速只有在持续高于 2.5% 的水平之时，失业率才会出现稳定的、趋势性的回落。

图 10: PCE 和 GDP 环比折年率, 油价抑制 PCE, PCE 压制 GDP

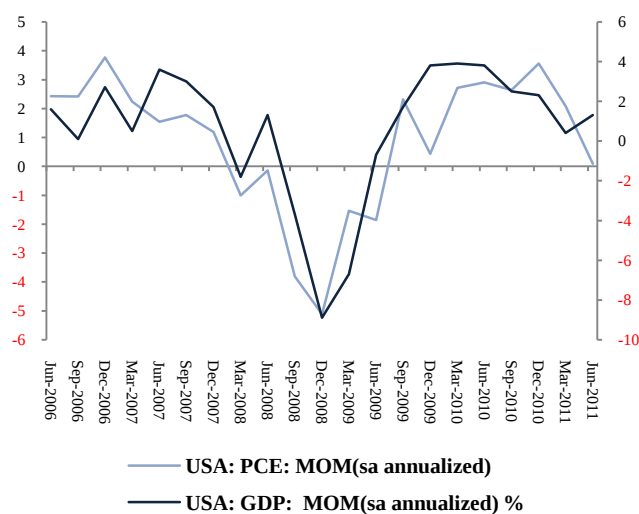
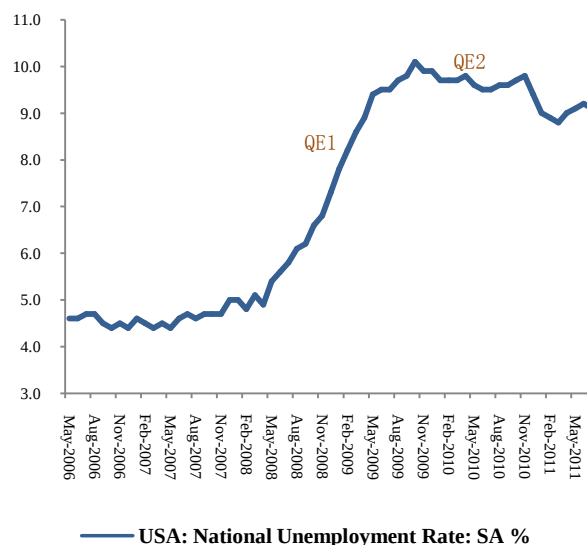


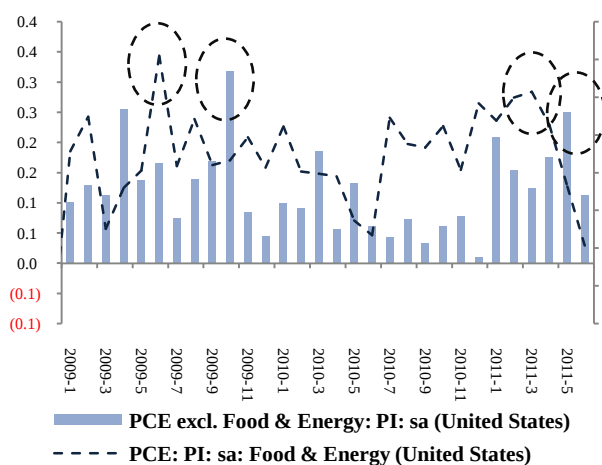
图 11: 美国季调后失业率居高不下



数据来源: Wind, CEIC, 长城证券研究所。 (注: 个人消费支出季度额度环比年化)

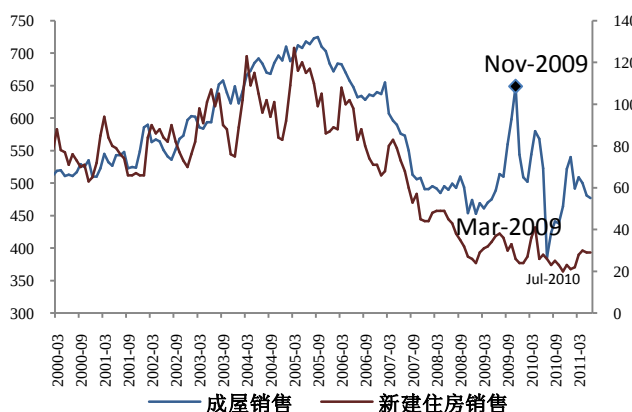
第三点是美国目前的通胀动力来自原油的成本推动，而最近的证据表明这一动力已经明显减弱。长期以来，美联储通胀目标制绑定的是排除食品和能源之后的核心通胀率，换言之美联储关注的是需求拉动的粘性价格水平变动。我们观察到今年上半年美国的核心 PCE 价格的环比增速较去年下半年明显提升。去年下半年核心通胀率月度的环比均值仅为 0.05%，今年 1-6 月核心 PCE 价格环比均值达到 0.17%，年化后接近美联储 Inflation Target 2% 的敏感区间。但其中油价的高企对核心通胀的传导是主要原因。我们的多因素模型回归的结果显示：（一）国际原油价格的月度环比增速对滞后 3 个月的美国核心通胀率环比增速的解释效应达到 52.3%，高于其他任何解释变量。说明目前油价对美国的核通胀率存在明显的传导效应；（二）每一单位 PCE 能源价格环比的下降大约可以带动滞后 3 个月核心 PEC 下降 0.2 个百分点。本轮原油价格环比增速的高峰在 3 月，那么照此推算，美国 6 月核心通胀率环比将出现明显下降。事实上，6 月公布的核心 PCE 已经从 5 月 0.24% 的高位快速回落 0.11% 的水平。如果原油价格可以稳定在 80-85 美元/每桶，那么我们预计三、四季度，美国的核心通胀率可能回落至 0.05% 至 0.09% 的较低区间（通常在这一区间，通缩预期开始浮现）。

图 12: PCE 食品和能源价格对核心 PCE 的传导大约在 3 到 4 个月



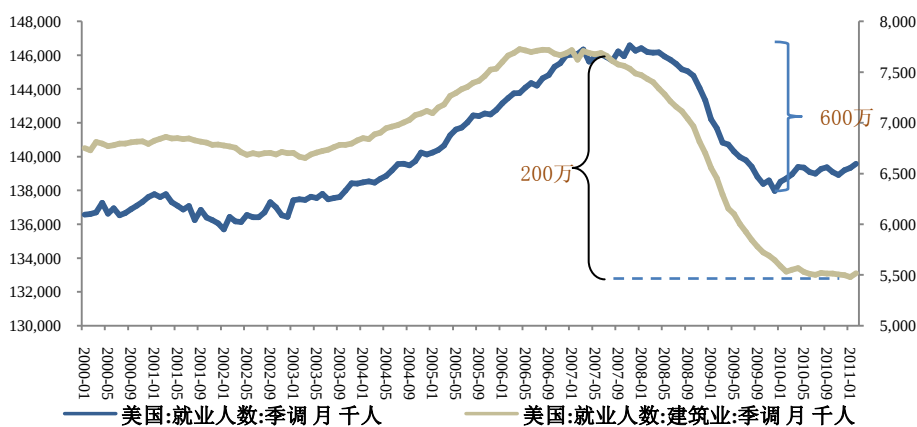
数据来源: Wind, CEIC, 长城证券研究所。

图 14: 成屋销售[左, 万套]和新屋销售[右, 千套]仍然低迷



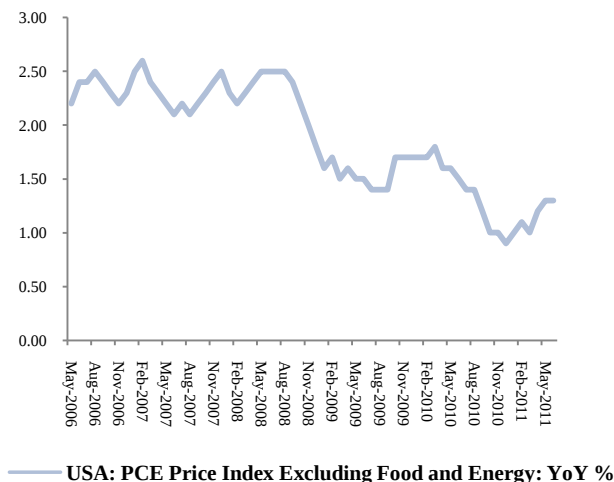
数据来源: Wind, CEIC, 长城证券研究所。

图 16: 建筑业形成约 200 万个就业缺口至今无法填补（金融危机后非农就业共损失约 600 万个就业[左]，建筑业损失 200 万个就业，占比超 1/3[右]）



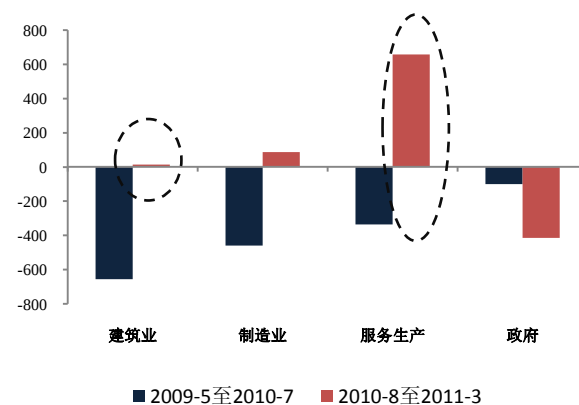
数据来源: Wind, CEIC, 长城证券研究所。

图 13: 金融危机之后，核心 PCE 价格同比始终未曾触到 2% 的



（注：个人消费支出的价格指数）

图 15: 建筑业就业恢复十分缓慢（千人）



综合来看，短期角度，美国经济会随着原油价格波动出现上下起伏，但从中长期来看，私人部门的去杠杆化和房地产去库存化的缓慢演进将导致美国增长动力缺失，如果再叠加公共部门的去杠杆化，美国可能将长期维持一种较低增长、较低通胀、较高失业率的经济形态，而这种经济形态的“脆弱性”和“非稳态性”将导致美国经济在面临一些新冲击时失去以往低于风险的“粘性”，较金融危机之前可能更加频繁面临调整回落的风险。因此，我们上面提到美国继续量化宽松需具备的五个前提中，已有四个出现或具备出现的趋势。目前只有美元指数没有达到我们假设的水平。不过较就业、国内政治和经济稳定而言，美元汇率的高低可能将成为美联储货币政策的次级参考指标。因此继续货币宽松或者继续放大货币宽松的力度可能将是美国政府“最优”而“无奈”的选择。

透过以上四个层面的分析。我们发现，美债评级的下调没有明显改变美国政府的对外的融资成本，没有造成国债跌价对美国银行体系流动性宽松环境的改变。而发生改变的是油价在短短几天时间暴跌至 QE2 之前的水平，同时也为扩大量化宽松的规模腾挪出空间。这一事件造成的结果基本上都是朝向有利于美国经济的方向演变。我们提示投资者关注我们上面提及的五个指标，如果趋势朝着我们预期的方向演进，那么，尽管我们现在想象不到下一轮量化宽松的具体模式，但它出现的概率将明显增大。

对于中国而言，如果 QE 成为美联储货币政策趋向的常态，那么中国将持续承受外部流动性的冲击，持续承受国际大宗商品的高位震荡，持续承受 3 万亿外储的缩水。我们认为，面对这些可能出现的冲击，中国货币政策短期内可选的货币政策组合可能是：（一）加速人民币升值的步伐，一方面可以提前兑现升值预期来抵御外部流动性冲击；另一方面可以缓解外汇储备被动增长的局面；（二）适度的阶段性的放松内部紧缩力度，一方面对冲人民币升值对外需造成的影响，维持总需求的平稳；另一方面可以缓解增长的成本压力。

研究员介绍

向威达：长城证券金融研究所所长，2006年进入长城证券研究所。

王凭：2007年毕业于英国利兹大学，金融数学硕士。2011年3月进入长城证券研究所，从事宏观策略研究。

朱琳：南开大学金融工程学硕士，2010年11月进入长城证券研究所。

研究员承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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收到任何形式的报酬。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘璇：从业资格证书编号：S1070108071121，0755-83516231，13760273833，liux@cgws.com

北京联系人

杨洁：从业资格证书编号：S0630110060053，010-88366060-8865，13911393598，yangj@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚：从业资格证书编号：S1070111030008，021-61680314，18602109861，xieyw@cgws.com

长城证券研究所投资评级标准：

公司评级

强烈推荐——预期未来6个月内股价涨幅超过30%；

推荐——预期未来6个月内股价涨幅在10%~30%之间；

中性——预期未来6个月内股价涨幅在-10%~10%之间；

回避——预期未来6个月内股价跌幅超过10%。

行业评级

推荐——预期未来6个月内行业整体表现战胜市场；

中性——预期未来6个月内行业整体表现与市场同步；

回避——预期未来6个月内行业整体表现弱于市场。



长城证券有限责任公司

GREATWALL SECURITIES CO., LTD.

免责声明

长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。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他人作出邀请。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。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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。



长城证券研究所
地址：深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 16 层
邮编：518034
传真：86-755-83516207

北京办公地址：北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 10 层
邮编：100044
传真：86-10-88366686
网址：<http://www.cgws.com>