

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 见顶后回落趋势已现》

2011-09-13

《央行紧缩货币政策正逐渐放缓》

2011-09-13

《经济放缓势头明显 硬着陆风险暂无忧》

2011-09-13

扭转操作是退而求其次的选择

美联储 2011 年 9 月议息会议点评

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。美联储还计划在 2012 年 6 月底前买入 4000 亿美元剩余期限在 6-30 年的美国国债,同时出售等量的剩余期限在 3 年以下的美国国债。
- 虽然扭转操作与量化宽松有类似之处,但两者之间却有本质的区别,区别在于是否增加基础货币供应。由于新增货币供应,量化宽松将会推高全球或部分经济体的通胀水平,同时会引发资金从低风险的市场流向高风险市场。扭转操作虽然也可能会激发投资者进入股市和商品市场,但由此引发的通胀风险低很多。
- 由于美国经济早已陷入流动性陷阱,扭转操作对经济提振作用将十分有限。QE2 的实施效果明确地告诉我们,货币政策对于经济的刺激作用已基本失效。
- 扭转操作的推出意味着 QE3 推出时间延后,但长期来看,美国潜在增速可能显著下滑、量化宽松能够稀释庞大的债务、美联储可能被迫成为国债最终的大买家,量化宽松可能是常态。

扭转操作是退而求其次的选择

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 还计划在 2012 年 6 月底前买入 4000 亿美元剩余期限在 6-30 年的美国国债，同时出售等量的剩余期限在 3 年以下的美国国债。

点评：市场此前对本次会议结果有所预期，但投资者仍难掩失望之情，风险资产价格大幅下跌。我们认为，美联储推行扭转操作是折中选择，对美国经济的帮助将十分有限，对金融市场也不会产生持续的影响。推出扭转操作意味着短期内 QE3 很难出台，但从中长期看，量化宽松将成为常态。

FOMC 声明的变化：

与前几次声明相比，本次声明中，美联储对经济前景的预期更为悲观，“经济前景正面临着重大的下行风险，包括全球金融市场正处于紧张状况”。在今年早些时候，美联储将美国经济增长放缓归结为天气恶劣、原油价格上涨和日本地震导致产业链中断，但事实证明这些因素只能解释其中一小部分，美国经济表现持续疲软表明实际情况远比此前预期地要更为困难，而不只是阶段性疲软。IMF 在最近公布的 2011 年下半年《世界经济展望》中预测，美国经济今年两年的增速分别为 1.5% 和 1.8%，比 6 月份的预测分别低 1.0 和 0.9 个百分点。

另一个大的变化来自于调整所持债券的平均期限。美联储计划在明年中期之前卖出 4000 亿美元的中短期国债，这些债券的期限在 3 年或以下，同时买入等量的剩余期限为 6-30 年的中长期国债。目的在于通过所持国债期限结构的调整来压低中长期国债利率，进而带动房贷等其他长期贷款的利率下行，借此提高企业投资、居民消费的意愿，并最终带动经济增长。

政策出台的背景：

美联储推出扭转操作或为奥巴马明年大选助力。美联储并非完全独立，2010 年重新选举美联储主席时，如果没有奥巴马的力挺，伯南克能否连任尚存疑问。之后，美联储全力支持奥巴马的经济政策。眼下，奥巴马的支持率节节下降，已不足 4 成，如果美国经济和就业继续恶化，连任总统恐将成为泡影。为此，近期奥巴马提出 4470 亿美元的就业刺激计划，但很难在国会共和党那里获得通过，即使通过也会面目全非。财政政策受阻，只有借助于货币政策。

由于通胀居高不下，再度量化宽松的条件并不具备，因而只能退而求其次寻找 QE3 的替代政策。仅从刺激经济增长的角度看，QE3 和扭转操作效果类似，因为两者都是通过购买长期国债来压低利率。

不同于量化宽松：

虽然扭转操作与量化宽松有类似之处，但两者之间却有本质的区别，对全球经济和金融市场的影响也不大相同。量化宽松是通过增印钞票来购买美国国债或机构债等资产向市场注入流动性，而扭转操作是通过出售相对较短期限的资产来购买等量的较长期限的资产。两者的本质区别在于是否增加基础货币供应。

两者的本质不同导致其对全球经济和金融市场也大相径庭。由于新增货币供应，量化宽松将会推高全球或部分经济体的通胀水平，同时，会引发资金从低风险的市场流向高风险市场，如股市、大宗商品市场。在当前环境下，美国再度量化宽松不仅会恶化新兴市场的通胀水平，也极有可能将自身拖入滞涨的泥潭。扭转操作虽然也可能会激发投资者进入股市和商品市场，但由此引发的通胀风险低很多。

对经济提振作用十分有限：

由于美国经济早已陷入流动性陷阱，扭转操作对经济提振作用将十分有限。QE2 的实施效果明确地告诉我们，货币政策对于经济的刺激作用已基本失效。流动性陷阱的经典定义是，当利率水平降低到不能再低时，人们就会产生利率上升而债券价格下降的预期，货币需求弹性就会变得无限大，即无论增加多少货币，都会被人们储存起来。发生流动性陷阱时，再宽松的货币政策也无法改变市场利率，使得货币政策失效。这正是当前美国经济的最好写照——非金融企业和金融机构都拥有历史上最为庞大的现金储备而不愿进行投资支出或借贷。

美国决策者们并非不明白这一点，只是在去年中期选举失利后，众议院已被共和党控制，奥巴马执政困难增加，推行经济刺激政策屡次受阻。相比而言，货币政策决策程序简单，效率更高。况且，在经济陷入困境时，决策者不作为也会授人以柄。

QE3 延后，但量化宽松将是常态：

扭转操作的推出意味着 QE3 推出时间延后。8 月份美国 CPI 同比增长 3.8%，在 5、6、7 月份 3.6% 的增幅上进一步攀升；核心 CPI 同比增长 2.0%，延续快速上涨的势头。能源与食品价格并未在石油和农产品价格下降的带动下下行，反而进一步攀升，反映出美国本轮通胀远比美联储当局和市场预期地顽固。在通胀压力没有大幅降低的情况下，实行新一轮量化宽松政策缺乏政治和经济基础。

但长期来看，美国潜在增速可能显著下滑，量化宽松可能是常态。美国经济分析署（BEA）2008 年的研究显示，二战后美国中期潜在经济增长中枢不断下移。1950-1973 年，1974-1981 年，1982-1990 年，1991-2001 年，2002-2007 年，2008-2013 年，2013-2018 年的潜在平均增长分别为 3.9%、3.2%、3.1%、3.0%、2.8%、2.7%、2.5%。这几个区间（截止 2010 年，2008-2013

年这一区间暂用 2008-2010 年代替) 内的实际增速为 4.2%、2.5%、3.4%、3.2%、2.6%、-0.3%。除 1973-1981 年的滞涨期外, 美国 GDP 实际增速也逐渐下移, 与潜在增速的趋势一致。

金融危机发生后, 美国金融系统损伤严重, 住宅市场调整迟迟不能结束, 消费者持续去杠杆, 2013 年后美国公共部门也将步入去杠杆化的阶段, 这些因素可能已经使得 2008-2013 年的潜在增速显著低于 2008 年 BEA 预计的水平。如果企业不能通过技术创新寻找新一轮经济增长的动力, 2013-2018 年美国潜在增速可能会继续下移, 这意味着经济增长和就业市场会常常陷入困境, 量化宽松具备长期的基础。

抛开基本面方面的考虑, 量化宽松还能够稀释美国庞大的债务, 因而美国不会放弃任何量化宽松的机会。此外, 由于中国实行经济结构调整, 贸易顺差将会逐渐收窄, 对应的外汇储备增长也会减速, 购买美国国债的需求将降低, 但是美国国债的发行难以收敛, 美联储可能被迫成为最终的大买家。这是量化宽松的另一条逻辑。

附: FOMC 声明全文

Information received since the Federal Open Market Committee met in August indicates that economic growth remains slow. Recent indicators point to continuing weakness in overall labor market conditions, and the unemployment rate remains elevated. Household spending has been increasing at only a modest pace in recent months despite some recovery in sales of motor vehicles as supply-chain disruptions eased. Investment in nonresidential structures is still weak, and the housing sector remains depressed. However, business investment in equipment and software continues to expand. Inflation appears to have moderated since earlier in the year as prices of energy and some commodities have declined from their 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 continues to expect some pickup in the pace of recovery over coming quarters but anticipates that the unemployment rate will decline only gradually toward levels that the Committee judges to be consistent with its dual mandate. Moreover, there are significant downside risks to the economic outlook, including strains in global financial markets. 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 support a stronger economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with the dual mandate, the Committee decided today to extend the average maturity of its holdings of securities. The Committee intends to purchase, by the end of June 2012, \$400 billion of Treasury securities with remaining maturities of 6 years to 30 years and to sell an equal amount of Treasury securities with remaining maturities of 3 years or less. This program should put downward pressure on longer-term interest rates and help make broader financial conditions

more accommodative. The Committee will regularly review the size and composition of its securities holdings and is prepared to adjust those holdings as appropriate.

To help support conditions in mortgage markets, the Committee will now reinvest principal payments from its holdings of agency debt and agency mortgage-backed securities in agency mortgage-backed securities. In addition, the Committee will maintain its existing policy of rolling over maturing Treasury securities at auction.

The Committee also decided to keep the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and 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 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 its 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 did not support additional policy accommodation at this time.

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金融市场有较深的理解和认识，国际宏观经济、全球金融市场跟踪密切。2010年和2011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