

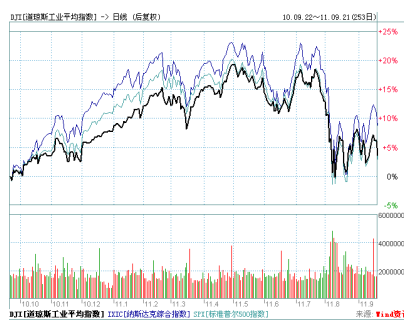
宏观经济点评

国际宏观点评

经济内生动力不足，OT2 刺激效果有限

——美联储 9 月议息会议点评

美股走势



事件:

当地时间 9 月 21 日，美联储公开市场委员会（FOMC）结束了为期 2 天的 9 月议息会议，会议结果显示美联储依然没有推出第三轮量化宽松政策（QE3）的明显迹象，而是推出了为大多数人所预期到的所谓的扭转操作（Operation Twist）。由于 Jackson Hole 会议之后，市场抱有很大希望 QE3 仍旧没有得到确定，使得市场情绪受到一定挫伤，当日道琼斯工业平均指数下跌 2.49%、标普 500 指数下跌 2.94%、NASDAQ 指数下跌 2.01%。同时由于市场普遍预期到这个结果，使得美国长期国债收益率创历史新低，21 日美国 10 年期国债收益率达到 1.86%。

点评:

- 此次议息会议并没有确定市场热切盼望的 QE3，但至少表明美联储放松货币的决心，也暗示了后期货币政策偏宽的基本基调。考虑到本周一提出的 3.6 万亿美元的减赤计划由于包含向富人增税的内容难以得到共和党的认可，减赤计划短期内不会对经济带来实质性的负面影响。加上上周奥巴马提出的 4470 亿美元的刺激经济和促进就业的计划，总体来看目前美国宏观政策层面有利于后期经济复苏。
- 宽松的宏观经济政策将引发经济复苏预期，提升对能源的需求，加上流动性宽裕本身，能源价格或有回升趋势，但最终还要取决于企业对于经济复苏的预期；另外，投资者信心和消费者信心持续恶化，PMI 指数勉强维持在略高于 50 的临界水平上，内生动力明显不足，扭转操作刺激效果有限。
- 在目前的政策环境下，预计年内经济或略有改善，至少恶化可能性不大，综合考虑 QE2 的实施效果、目前的失业和通胀等指标以及我们对 QE3 出台政策效果的估计，我们认为今年内 QE3 出台的可能性不大，即使年内推出 QE3，在量上也可能较难符合市场的预期，但是最终的结果还是要看后期宏观经济数据表现。

宏观经济研究小组

执业证书编号: S0120511030001

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>

本次议息会议提出的扭转操作 (Operation Twist) 的内容为: 在 2012 年 6 月底前购买 4000 亿美元 6 年期到 30 年期国债, 同期出售三年期或更短期国债, 其中 32% 为 6 至 8 年期, 32% 为 8 至 10 年期, 4% 为 10 至 20 年期, 29% 为 20 年期至 30 年期, 以压低长期利率水平。联储还将在每个月底发布下一个月的购买和出售暂时计划。除此之外, 公开市场委员会同时宣布维持联邦基金利率在 0-0.25% 之间不变, 并继续预计在包括较低的资源使用率, 通胀趋势受到抑制和通胀预期稳定的经济状况影响下, 联邦基金利率将在至少至 2013 年中维持在近零水准。由于这次扭转操作的出台之前为市场大多数人所预期到, 本周美国 10 年期和 30 年期国债利率持续下跌, 昨日达历史新低。

总体宏观政策环境利于经济复苏

虽然此次议息会议并没有确定市场热切盼望的 QE3, 但至少表明美联储放松货币的决心, 也暗示了后期货币政策偏宽的基本基调。考虑到本周一提出的 3.6 万亿美元的减赤计划由于包含向富人增税的内容难以得到共和党的认可, 减赤计划短期内不会对经济带来实质性的负面影响。加上上周奥巴马提出的 4470 亿美元的刺激经济和促进就业的计划, 总体来看目前美国宏观政策层面有利于后期经济复苏。

宽松货币政策效果可能有限

但是, 我们认为目前的宽松政策对于经济复苏的效果将比较有限, 主要基于以下两个逻辑:

一方面, 宽松的货币政策和财政刺激政策使得市场看到政府和央行鼓励经济复苏的坚定决心, 因此可能造成对于四季度美国经济回暖的普遍预期, 这种预期将带来对石油等能源需求的增加, 从而一定程度上助长能源价格, 而偏宽松的货币也恰好利于能源价格的回升, 在这种情况下经济复苏的成本可能会有所增加, 但是否如此最终还要看企业对于美国经济回暖的预期;

另一个方面, 当前的美国的利率和信贷环境均较为宽松、扭转操作又将再次压低中长期利率, 企业经营的边际收益高于资金成本, 但工业产出增速却持续下降、实际 GDP 增速很低, 从这样的悖论可见目前美国经济增长的内生动力依然不足, 疲软的世界经济环境使得当前美国投资信心和消费者信心持续恶化, PMI 指数处于 50 的临界点左右, 经济勉强处于复苏状态, 因此即使采取进一步宽松的货币政策也难以在拉动经济上有明显的效果。

年内 QE3 推出或难达市场预期

对于第三轮量化宽松政策, 我们认为今年以来出台的可能性不大, 即使年内推出 QE3, 在量上也将达不到市场的预期。得此结论的原因有以下几点:

第一, 虽然 9 月议息会议没有出台 Jackson Hole 会议后市场普遍预期并寄予厚望的 QE3, 而是出台了替代性的扭转操作, 并且从联储对于低利率维持的表述可见央行的宽松政策基调已经表露无疑, 加上财政上的刺激, 预计四季度即使经济没有明显改善, 进一步恶化的可能性不大。在这种前提下, QE3 不是最佳的出台时机, 我们仍然维持之前的判断, 即只有在后期经济持续疲软或有所恶化、通胀稳定可控的情况下, QE3 才有可能出台;

第二, 回顾 2010 年 11 月美联储正式全部 QE2 的推出之后的美国主要宏观经济指标, 去

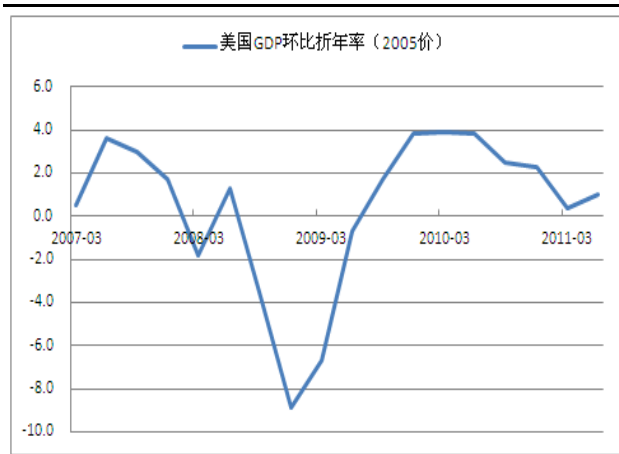
年三季度美国以 2005 年价计算的实际 GDP 增速为 2.5%，而后逐季下降；工业产出增速在 10 年 12 月有所提升后继续逐月回落；失业率由去年 11 月的 9.8% 经过 4 个月下降到 8.8% 然后又逐渐上升，目前维持在略高于 9% 的水平；基本通胀由去年 11 月的 1.1% 逐月上升到目前的 3.8%，核心通胀由 0.7% 逐月上升到目前的 2.0%（已触及理想水平界限）。可见，QE2 所带来的结果不但没有对经济有较大的提振作用，反而推高了通胀，尤其是能源价格的上涨。因此，在经济增长内生动力不足、企业投资信心和消费者信心没有得到很好的提振的前提下，向经济体系中投放大量的美元流动性，所导致的结果就是如今所面临的“滞胀”；

第三，从 QE2 对就业的改善上看，其效果只维持了约 4 个月，也就是说要想治理目前较为严重的美国失业问题，至少每半年就需向经济体系中投放一次美元流动性，美联储的资产负债表将无限扩大，这将给联储量化宽松政策的退出带来巨大的困难；

第四，考虑到目前的通胀水平，我们预计即使今年内推出 QE3，其量也将低于 QE2，至少低于市场预期。这样来看，QE3 的效果将非常有限，除了量上可能的缩减和经济复苏内生动力不足造成的货币政策有效性减弱以外，由于流动性的释放将造成美元走低，并且国内经济复苏情况不理想，这些流动性也恐将由于逐利因素流出美国，并非完全可以进入实体经济。

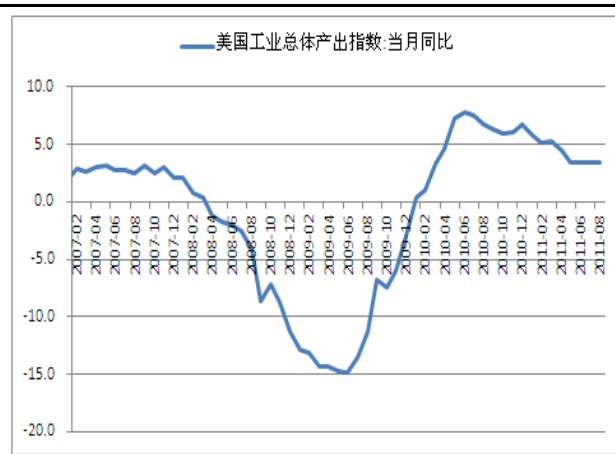
总体来说，我们预计 FOMC 9 月议息会议出台的扭转操作效果有限，QE3 年内推出可能不大或即使推出量上也难符合市场预期，但是最终的结果还是要看后期宏观经济数据表现。

图 1 美国 GDP 环比折年率（2005 价）



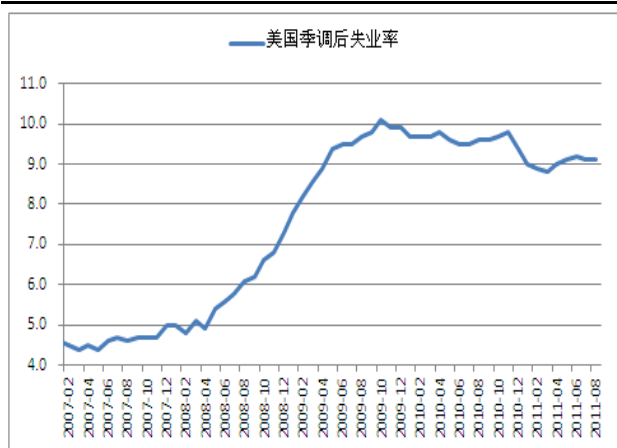
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 2 美国工业总体产出指数（当月同比：%）



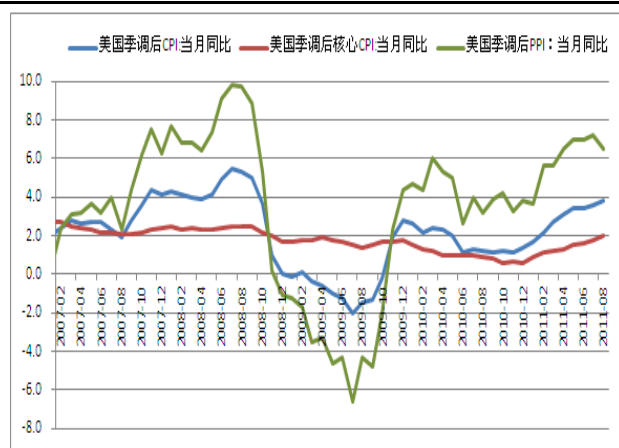
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 3 美国失业率



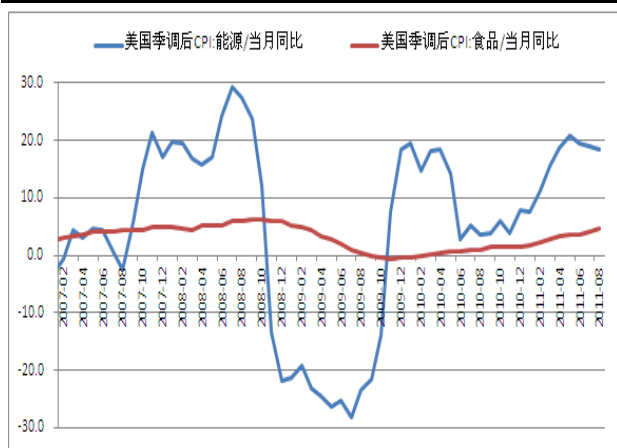
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 4 美国 CPI 和 PPI



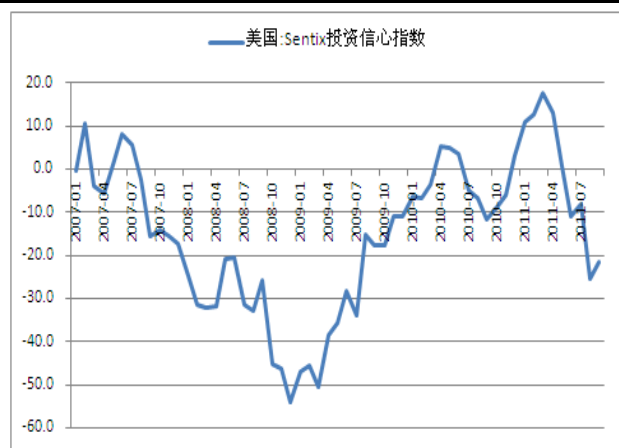
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 5 美国能源和食品价格趋势



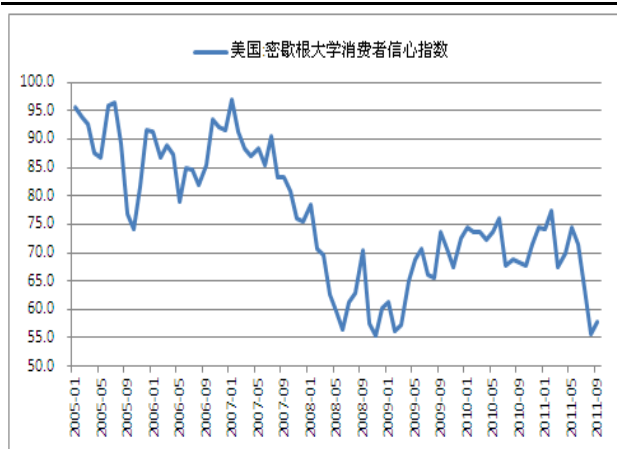
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 6 美国 sentix 投资信心指数



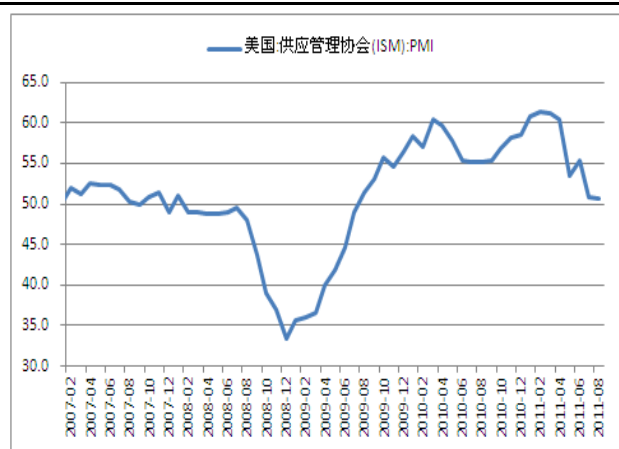
资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 7 美国密歇根大学消费者信心指数



资料来源：Wind 资讯, 德邦证券研究所

图 8 美国 PMI



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。