

海外深度观察（2012 年第 1 期）

2012 年 1 月 4 日

2012 年伯南克将推 QE3

2012 年伯南克可能推出 QE3 的条件有哪些？第一、全球经济增速放缓使得美国通胀失控风险较小；第二、财政紧缩、外国欧债危机以及国内收入增速缓慢使得美国经济要实现 3% 以上的高增速难度颇大。为解决居高不下的失业率（9%），美联储非常期望 GDP 增速能够持续处于 3% 以上。

2012 年伯南克推出 QE3 时点为何可能在 2 季度？第一、推出 QE3 需要一些前奏。比如“美联储预期 2014 年以前联邦基金利率都在 0-0.25% 的区间之内”的进一步宽松的判断；第二、美联储还得评估经济状况和就业情况。如果经济运行坏于预期，美联储很可能在 2012 年二季度推出 QE3，反之将会推迟 QE3。我们预期美联储在 2012 年二季度推出 QE3，以购买抵押贷款证券（MBS）的形式进行。除非美国经济明显高于预期或通胀失控，否则 QE3 推出的概率相当大。

欧债危机将逐步进入“红色警戒”地带。具体判断依据有以下 3 点：第一、意大利大量债务即将到期，两条偿付债务渠道（财政盈余和发债）都有难度。第二、评级机构会继续施压。标普表明可能在 2012 年 1 月公布 15 个欧元区国家的评级报告，届时或将有大批欧元区国家的主权信用评级被下调。如果 1 月标普果真出手，将对市场信心造成很大打击。第三、资本大量流出欧洲市场，欧洲银行业流动性紧张局面难以改变。

美联储政策动向观察结论：从近期美联储成员的态度来看，支持货币政策宽松的成员占大多数，比较有代表性的观点是“只要经济低于预期，货币政策就有进一步宽松的必要”（以伯南克为代表）。大多美联储成员希望货币政策以渐进的方式进一步宽松，并根据经济形势相机抉择。对于欧债危机，美联储成员的观点比较谨慎，认为欧债是 2012 年美国的一大风险点。前期美联储与欧洲央行等达成的美元互换协议，是美联储能够帮助欧洲的很有限的手段之一。一旦欧债危机恶化，美联储更会关注本国的银行业和经济是否会受到影响。一旦负面影响有较大幅度上升，美联储会采取措施应对。

欧洲央行政策动向观察结论：从近期欧洲央行主要成员的态度来看，许多成员对欧洲央行前期提供 3 年期流动性工具（LTRO）来缓解欧洲银行业流动性紧张局面表示肯定，但并不赞成欧央行大规模购买危机国国债充当最后贷款人，最近越来越多成员对欧央行的证券购买计划（SMP）产生怀疑，欧央行是否能继续在国债二级市场大规模购买边缘国国债成为议题。9 位欧央行成员中有 6 位倾向于通过宽松货币政策来刺激经济，另外 3 位持保守态度，如果经济继续衰退，进一步降息将成为可能。

两个风险指标（VIX 和 V2X 指数）显示海外风险近期还不会传递到国内市场，而代表美元流动性的 3 个月期美元 LIBOR 利率显示，目前流动性还是较为充裕的，继续关注此类指标的异动。

相关研究

欧债危机深度研究报告之四
2012 年欧债危机可能拖成慢性病
2011 年 12 月 1 日

欧债危机深度研究报告之三
意大利债务危机无近忧而存远虑
2011 年 11 月 14 日

欧债危机深度研究报告之二
欧债危机并未“悬崖勒马”
2011 年 10 月 28 日

欧债危机深度研究报告之一
欧债危机“火烧连营”之根源
2011 年 10 月 12 日

希腊违约的黑天鹅效应
2011 年 9 月 26 日

QE3：雾里看花还是板上钉钉？
2011 年 8 月 29 日

欧债危机袭来，潮水还是海啸？
2011 年 8 月 8 日

宏观经济高级分析师
李明亮
SAC S0850511010039
021-2321 9434
lml@htsec.com

联系人
高远
021-2321 9669
gaoy@htsec.com

周霞
021-2321 9807
zx6701@htsec.com

目 录

1.	2012 年伯南克将推QE3.....	4
1.1	2012 年很可能具备推出QE3 的条件.....	4
1.2	推出QE3 的时点更可能在二季度	5
1.3	二季度大宗商品可能有机会	5
2.	欧债危机跟踪	6
2.1	欧洲主要国家国债收益率和CDS报价跟踪	6
2.2	欧债危机将逐步进入“红色警戒”地带	6
3.	美欧经济跟踪	7
4.	美联储政策观察.....	8
4.1	美联储成员近期立场	8
4.2	美联储成员最新观点摘要	9
5.	欧洲央行政策观察	10
6.	风险和流动性指标	11

图目录

图 1 核心 CPI 和 CPI (%)	4
图 2 核心 PCE (%)	4
图 3 工资增速和个人收入增速 (%)	5
图 4 2011-2012 意大利到期债务本利和 (百万欧元)	6
图 5 首次申请失业救济人数 (人, 四周移动平均)	7
图 6 成屋签约销售指数	7
图 7 美联储主要成员最新观点摘要	10
图 8 CBOE 期货市场波动率指数	11
图 9 欧洲 STOXX 50 期权波动率指数	11
图 10 美元 3 个月 LIBOR 利率 (%)	12

表目录

表 1 美联储对重点经济指标的最新预测（2011 年 11 月）	4
表 2 美联储 FOMC 成员（有投票权）的近期立场	8
表 3 美联储 FOMC 候补成员和其它成员的立场	9
表 4 欧洲央行主要成员近期立场	11

1. 2012 年伯南克将推QE3

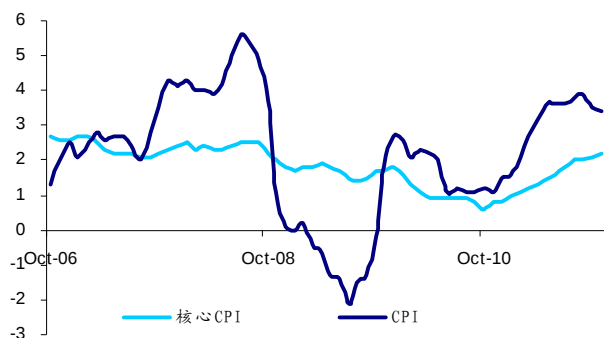
步入 2012 年，美联储主席伯南克喜忧参半。喜的方面是，2011 年四季度的美国经济形势比大家想象的好一点；忧的方面仍是失业率太高，远高于美联储设定的 5.5% 左右的合意水平。

在美联储内部，2011 年争吵不休，几位鹰派（达拉斯联储费舍尔等三人）多次投反对票，这种状况让伯南克有些难堪。然而，在 2012 年，伯南克的日子好过很多，几位鹰派的投票权将被鸽派所取代（10 位成员有 8 位支持宽松，见表 2），这给伯南克在实行更加宽松的货币政策方面留出了很大余地。我们认为，只要条件许可，美联储有动力推出第三轮量化宽松（QE3）以刺激就业。

1.1 2012 年很可能具备推出QE3 的条件

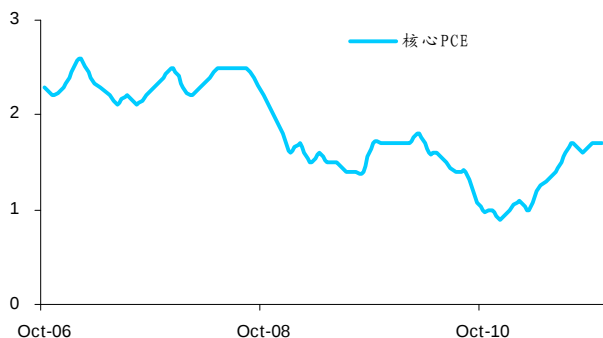
通胀失控是美联储推出 QE3 的心头大患。我们来观察下美联储面临的通胀环境，一方面，核心 CPI 和核心 PCE 两个指标并未明显偏离美联储合意的区间（1.7% - 2%），虽然核心 CPI 略微偏高，但 CPI 已连续数月下行，预示着未来几个月核心 CPI 将回到合意区间。另一方面，通胀预期也相当稳定，在 2% 左右徘徊。

图 1 核心 CPI 和 CPI (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

图 2 核心 PCE (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

在全球经济增速放缓的背景下，美国通胀失控的风险相当小，美联储是否推 QE3，关键还是看 GDP 增速和失业率与美联储预期的偏离（表 1）。对于美联储而言，为了解决居高不下的失业率，非常期望 GDP 增速能够持续处于 3% 以上，这种强劲的内生增长动力可让美联储不用再增加弹药，保持当前火力即可。

表 1 美联储对重点经济指标的最新预测（2011 年 11 月）

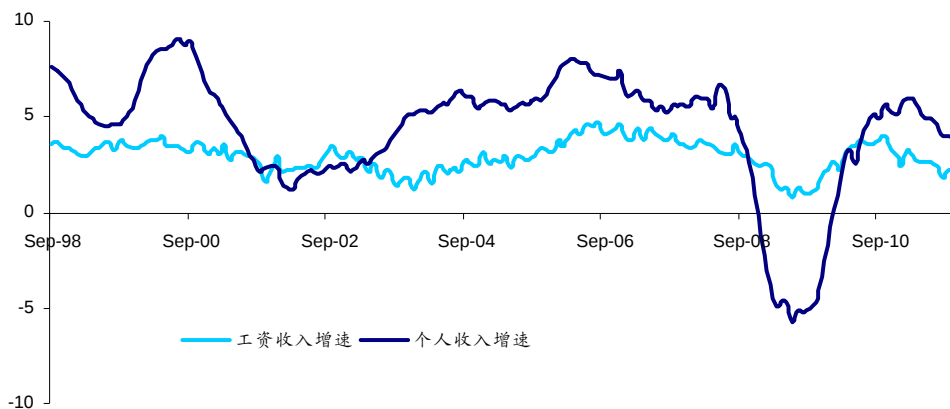
	2011	2012	2013	长期
实际 GDP 增速	1.6% - 1.7%	2.5% - 2.9%	3.0% - 3.5%	.4% - 2.7%
失业率	9.0% - 9.1%	8.5% - 8.7%	7.8% - 8.2%	5.2% - 5.6%
PCE 物价指数	2.7% - 2.9%	1.4% - 2.0%	1.5% - 2.0%	1.7% - 2.0%
核心 PCE 物价指数	1.8% - 1.9%	1.5% - 2.0%	1.4% - 1.9%	

资料来源：Fed Reserve，海通证券研究所

然而，我们认为，美国经济要实现 3% 以上的高增速，难度颇大。在 2012 年，虽然房地产会是美国经济的一大亮点（下周我们会详细讨论），但美国经济仍面临财政紧缩和欧债危机蔓延的两大风险。另一方面，消费的根本决定因素——收入的增速连续多月不够

强劲，低于市场预期，加上近期原油价格高企，也使得我们对美国经济持较为谨慎的态度。目前我们预计 2012 年美国经济增长在 2% - 2.5%。

图 3 工资增速和个人收入增速 (%)



资料来源：CEIC，海通证券研究所

1.2 推出QE3的时点更可能在二季度

在通胀可控、经济增速不旺及失业率仍远高于美联储合意水平的情形下，伯南克和大多数美联储理事有较大动力推出 QE3，那么 QE3 何时推出呢？

我们认为，美联储推出 QE3 有个渐进和相机抉择的过程。

一方面，推出 QE3 需要做些前奏。在 2012 年 1 月底的议息会议中，美联储很可能将“保持极低利率至 2013 年中”的措辞替换为“对联邦基金利率未来路径的预期”，如果美联储预期 2014 年以前联邦基金利率都在 0 - 0.25% 的区间，那么这又是进一步宽松。

另一方面，美联储还得评估经济状况和就业情况。如果接下来几个月的经济运行状况比美联储近期所预测的数值（表 1）持平甚至更低，美联储很可能会做完上述前奏后，在 2012 年二季度推出 QE3。如果经济好于美联储预期，那么 QE3 的推出将会推迟。

因此，目前我们预期美联储在 2012 年二季度推出 QE3，以购买抵押贷款证券（MBS）的形式进行。除非美国经济明显高于预期或者通胀失控，否则 QE3 推出的概率相当大。

1.3 二季度大宗商品可能有机会

2012 年一季度，大宗商品的机会有限，主要理由有几点：一是欧债危机进入关键阶段，意大利和希腊迎来到期债务高峰，避险情绪将推高美元，不利于大宗商品；二是从基本面来看，大宗商品的最大消费国——中国经济在一季度仍将下滑，需求的向上拐点未到也制约大宗商品的机会。

2012 年二季度，大宗商品可能有机会，因为届时可能会出现多个利好因素的叠加：欧债危机在 4 月份后告一段落，避险情绪消退；中国经济止跌企稳、美国经济增速平稳；全球流动性释放明显加强，美联储推出 QE3，欧洲央行继续降息，中国央行多次降存款准备金率甚至降息。这对于国内有色金属等相关板块可能是个较好介入时点，我们将密切跟踪相关信息并及时提示。

2. 欧债危机跟踪

2.1 欧洲主要国家国债收益率和CDS报价跟踪

上周除意大利外，主要国家的 10 年期国债收益率走势较为平缓，CDS 报价继续出现一定程度的下跌，我们认为上周市场情绪整体是缓和的，欧洲股市也出现了一定幅度的上涨，这与圣诞节投资者情绪有一定的关系。具体数据如下：

第一、除意大利外，上周主要国家 10 年期国债收益率波动比较平缓。在经历了长短期一级市场国债拍卖之后，意大利国债收益率再次站在了 7% 以上，报收 7.10%，可以看到西班牙国债收益率有所下降报收 5.08%，法国国债收益率也值得关注，上周继续上涨报收 3.148。

第二、从PIIGS五国与德国 10 年期国债收益率息差图中看出，除去西班牙外，各国国债息差有所扩大。意大利与德国息差继续扩大，报 528 个基点，西班牙与德国息差小幅缩小，报 325 个基点，希腊与德国息差达到 3313 个基点，而法国作为欧元区第二大经济体，与德国息差再次上升，达到了 132 个基点。

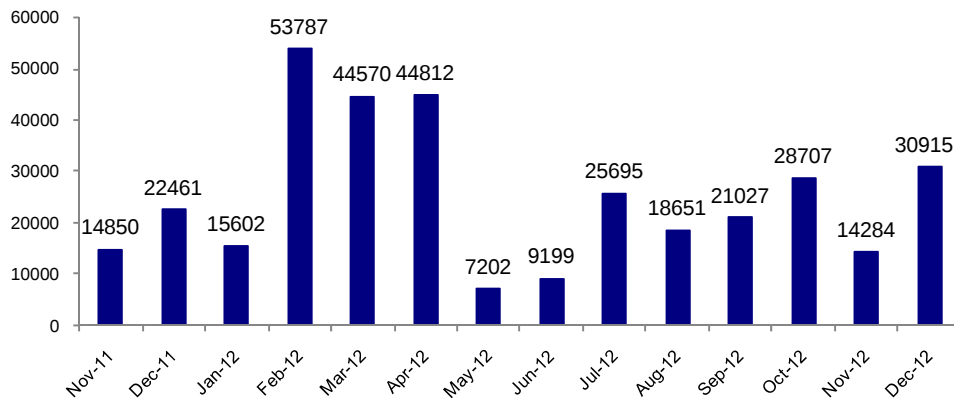
第三、上周CDS市场较为缓和，主要品种报价出现了一定程度的下跌。葡萄牙的信用违约互换上周下跌，收报 1081.9 点。意大利CDS报价上周下跌报 484.35 点，西班牙和法国分别报收 380.35 个基点和 220 个基点。

2.2 欧债危机将逐步进入“红色警戒”地带

我们在国庆节后表态——“欧债危机将进入为期两个月的平静期”，市场的表现大致与我们当时做出的表态一致，在进入 2012 年之后的第一个月，欧债危机将逐步从“绿色安全”地带进入“红色警戒”区域，具体判断依据有以下几点：

第一、意大利大量债务即将到期，两条偿付债务渠道都有难度。意大利将有 1400 亿欧元的债务将集中于 2-4 月到期，而这些债务需要偿还主要有两个途径：财政盈余+发债。从意大利经济先行指标看，意大利经济继续衰退已成为大概率事件，国内紧缩政策的实施将使经济在很长一段时间内看不到起色。12 月底意大利一级市场国债拍卖 10 年期国债收益率达到 6.98%，二级市场 10 年期国债收益率再次站到了 7% 以上，7% 以上的发债成本有极大的不可持续性，如果市场需求再度萎缩，意大利有可能无法在一级市场进行融资。

图 4 2011-2012 意大利到期债务本利和（百万欧元）



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所。

第二、评级机构会继续施压。标普 12 月 13 日将欧元区 15 个国家评级列入负面观察

名单，并声明这些被列入负面观察名单的国家评级被下调的机率为 50%。惠誉 12 月 16 日也将比利时，西班牙，意大利，爱尔兰，斯洛文尼亚，塞浦路斯主权评级纳入负面观察名单。标普表明可能在 2012 年 1 月公布 15 个欧元区国家的评级报告，届时或将有大批欧元区国家的主权信用评级被下调。如果 1 月标普果真出手，将对市场信心造成很大打击。

第三、资本大量流出欧洲市场，欧洲银行业流动性紧张局面难以改变。前期我们对欧央行 LTRO 操作进行了分析（见报告《欧央行 LTRO 操作充当最后贷款人了吗？》），认为该操作对欧洲银行业补充资本金作用并不大，欧洲商业银行如何在 6 月中旬前把资本充足率补充道 9% 成为一大难题。最近 IMF 发布了 2011 年第三季度全球外汇储备货币构成报告，报告显示全球外汇储备中美元比例在三季度有所上升，而欧元比例却有所下降，纷纷有银行出现欧元存款流失现象，市场对欧元逐步丧失信心，这将会加剧银行业流动性紧张局面，主权债务危机向银行业蔓延的势头似乎正在悄然进行。

3. 美欧经济跟踪

短期和中期趋势判断：我们认为，从美国近期公布的各项前瞻性指标来看，美国经济在短期（未来两个月），仍然会延续当前较好的增长态势。但从中期（未来一年）来看，**经济增速过 3% 仍有较大难度**，主要在以下三个方面：一是消费的核心驱动因素——收入增速不旺，加上近期个人储蓄率已经降至 3.5%，为危机前的正常水平，减少储蓄增加消费的空间有限；二是美国财政紧缩会带来一些负面效应；三是欧债危机对美国的影响也会渐渐体现。因此，对于 2012 年的美国经济，我们仍然预测 GDP 增速为 2%-2.5%。

重点指标跟踪：

先行指标：美国 12 月 PMI 从 11 月的 52.7 上升至 53.9 超过市场预期。值得一提的是就业指标大幅上升 3.3 个点至 55.1。美国 PMI 数据反映出美国经济短期数据在房地产和就业的带动下持续向好，我们认为这种向好趋势还能维持一段时间，美国经济目前处于温和增长区间。

就业：上周首次申请失业救济人数反弹至 38.1 万人，比市场预期略差一些，不过四周移动平均值为 37.5 万人，是 2008 年 6 月以来的最低水平。整体来看，就业形势在近期继续好转。

房地产：成屋签约销售指数从 10 月的 93.3 上升至 11 月的 100.1，涨幅为 7.3%，达到了 19 个月以来的最高水平。该指数提前成屋销量一个月到两个月，意味着 12 月和 1 月的成屋销量增速较为乐观。近期的美国房地产数据均是利好消息，去库存化已经基本结束，在 2012 年，我们能期待房地产市场的较好表现。

图 5 首次申请失业救济人数（人，四周移动平均）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 6 成屋签约销售指数



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

4. 美联储政策观察

我们分析美联储货币政策，是围绕美联储**物价稳定和就业最大化**这两大目标来进行的。另一方面，跟踪美联储理事的态度对于判断美联储货币政策非常重要。我们在 2010 年和 2011 年都提前判对了美联储的政策动向（包括 QE2 和各项进一步宽松措施，可详见我们之前发布的各份报告）。

4.1 美联储成员近期立场

我们的评论：

从近期美联储成员的态度来看，支持货币政策宽松的成员占大多数，比较有代表性的观点是“只要经济低于预期，货币政策就有进一步宽松的必要性”（以伯南克为代表）。大多美联储成员希望货币政策以渐进的方式进一步宽松，并根据经济形势相机抉择。

对于欧债危机，美联储成员的观点比较谨慎，认为欧债是 2012 年美国经济的一大风险点。前期美联储与欧洲央行等达成的美元互换协议，是美联储能够帮助欧洲的很有限的手段之一。一旦欧债危机恶化，美联储更会关注本国的银行业和经济是否会受到影响。一旦负面影响有较大幅度上升，美联储会采取措施应对。

表 2 美联储 FOMC 成员（有投票权）的近期立场

成员	职位	近期对经济和货币政策的立场	对货币政策的态度
Bernanke	主席	如果经济低于预期即有必要采取第三轮量化宽松	支持宽松
Dudley	纽约联储主席	若欧债危机进一步加剧，对美国银行业资本和流动性缓冲可能造成更大压力。若欧债进一步恶化，也不应指望美联储采取更多行动	支持宽松
Yellen	理事	美联储有空间进一步放宽货币政策，可能通过提供更多利率前景方面的信息的方式进行（11 月 29 日）	支持宽松
Duke	理事	近期未发表立场	态度不明，总投赞成票
Tarullo	理事	支持美联储再度实施大规模购买抵押贷款支持债券(MBS)的计划来为美国经济提供支撑（10 月 21 日）	支持宽松
Raskin	理事	虽然美联储采取了扭曲操作等非常行动，但如果它们对经济增长和就业的推动“不及预期”，联储可能仍有必要采取进一步措施（9 月 25 日）	支持宽松
Pianalto	克利夫兰联储主席	美国经济复苏慢得令人沮丧，失业率要降至更正常的 6%还要许多年（11 月 17 日）	支持宽松
Lacker	里奇蒙德联储主席	通胀可能突破美联储的目标区间，无需额外刺激（12 月 19 日）	反对宽松
Lockhart	亚特兰大联储主席	对美联储更多资产购买计划能否大力提振美国经济活力感到怀疑，当前的经济问题并不能通过资产购买得以修复（11 月 30 日）	反对进一步宽松
Williams	旧金山联储主席	避免承诺购买确定金额的债券，应看经济情况而定（11 月 29 日）	支持宽松，但要符合条件

资料来源：Federal Reserve 及美国地区联储网站，海通证券研究所

表 3 美联储 FOMC 候补成员和其它成员的立场

成员	职位	立场	对货币政策的态度
Cumming	纽约联储第一副主席	与纽约联储主席 Dudley 立场一致	支持宽松
Evans	芝加哥联储主席	美联储需要立即采取进一步货币刺激措施，以帮助经济脱离“流动性陷阱”，除非核心通胀升穿 3%，美联储应保持低利率（12 月 5 日）	强烈支持宽松
Rosengren	波士顿联储主席	未来几年通胀几乎不会上升（12 月 3 日）	支持宽松
Bullard	圣路易斯联储主席	美联储(FED)目前的政策举措已经足够，而未来数月将不会调整货币政策。如果经济形势进一步恶化，尤其是如果通货膨胀开始回落的话，那么，到那个时候就可以考虑进一步定量宽松措施了。（12 月 1 日）	中性，经济低于预期才支持进一步宽松
Hoenig	堪萨斯联储主席	在 QE2 以来，一直对宽松货币政策持反对态度	反对宽松
Fisher	达拉斯联储主席	如果美联储继续实施宽松的货币政策，美国经济将因通胀而在长期内遭受打击，印钞票不是美联储的选择（12 月 2 日）	反对宽松
Kocherlakota	明尼阿波利斯主席	如果通胀压力减轻，失业率继续上升，则将支持更多宽松政策（12 月 20 日）	原来反对宽松，现逐渐支持
Plosser	费城联储主席	不清楚货币政策能否解决经济问题，如果金融领域形势恶化，进一步放松政策是适当的（12 月 2 日）	中性，经济低于预期才支持进一步宽松

资料来源：Federal Reserve 及美国地区联储网站，海通证券研究所

4.2 美联储成员最新观点摘要

美联储成员都是美国经济和货币政策的专家，他们的观点值得我们关注。下图为主要成员近期的一些讲话，从诸多专家的讲话中可以看出，大部分对 2012 年美国经济增长表示乐观，并认为通胀率将逐步下行，但是对失业率还是有些许担忧。专家一致认为欧债危机是 2012 年美国的主要外围风险点，必须予以关注，适时关注银行业的安全。

图 7 美联储主要成员最新观点摘要

纽约联储主席 Dudley	美国银行机构的利益与欧洲其他核心国家及整个欧洲银行业体系紧密相连，这意味着若危机进一步加剧，对美国银行业资本和流动性缓冲可能造成更大压力
里奇蒙德联储主席 Lacker	12月19日表示美国2012年经济增速将在2%-2.5%，通胀率很可能达到美联储的目标，无需实施额外刺激措施 - 认为美国近期经济处于向好阶段，而欧洲经济在恶化
美联储理事 Yellen	11月29日表示通过增加对联邦基金利率路径走向的指引，或额外购买长期金融资产，美联储仍有进一步宽松货币政策的空间，可能会公布更多关于利率方向的信息。
芝加哥联储主席 Evans	12月5日表示，美联储需要立即采取进一步货币刺激措施，以帮助经济脱离流动性陷阱。 - 最近的数据稍显积极，但未来两年美国经济面临的挑战依然强劲，进行更多调整会是不错的选择。除非通胀升穿3%，否则美联储应保持低利率
达拉斯联储主席 Fisher	12月2日表示如果美联储继续实施宽松的货币政策，美国经济将因通胀而在长期内遭受打击。 - 联邦赤字问题使美联储促进经济增长变得更复杂，但印钞票不是美联储的选择。货币政策不能够独自解决经济问题，它必须配合财政政策实施。
费城联储主席普罗索 Plosser	12月2日表示美国经济已经脱离衰退，但依然存在尾部风险，就业形势依然严峻。如果金融领域形势恶化，进一步放松政策是适当的。 - 欧债危机是对美国经济所面临的重大风险之一
明尼阿波利斯联储主席 Kocherlakota	12月20日表示，对美国经济前景的乐观情绪有所增强，预计美国2012年GDP增速将达到3%。 - 失业率在未来两年内将逐步下降，预计2012年底失业率将接近8%-8.5%，到2013年底接近7.5%-8% - 美联储要注意政策权衡，如果通胀压力减轻，失业率继续上升，则将支持更多宽松政策。
美国圣路易斯联储主席 Bullard	12月1日表示欧债危机没有一个很快的解决方式，欧债危机对美国来说是一个警示，若欧洲形势恶化，美联储可再次采取紧急措施 - 美联储作出的将低息维持到2013年年中的承诺存在问题，但对美国经济将实现增长持乐观态度

资料来源：海通证券研究所

5. 欧洲央行政策观察

我们的评论：

从近期欧洲央行主要成员的态度来看，许多成员对欧洲央行前期提供3年期流动性工具(LTRO)来缓解欧洲银行业流动性紧张局面表示肯定，但并不赞成欧央行大规模购买危机国国债充当最后贷款人，最近越来越多成员对欧央行的证券购买计划(SMP)产生怀疑，欧央行是否能继续在国债二级市场大规模购买边缘国国债成为议题。

9位欧央行成员中有6位倾向于通过宽松货币政策来刺激经济，另外3位持保守态度，

如果经济继续衰退，进一步降息将成为可能。

表 4 欧洲央行主要成员近期立场

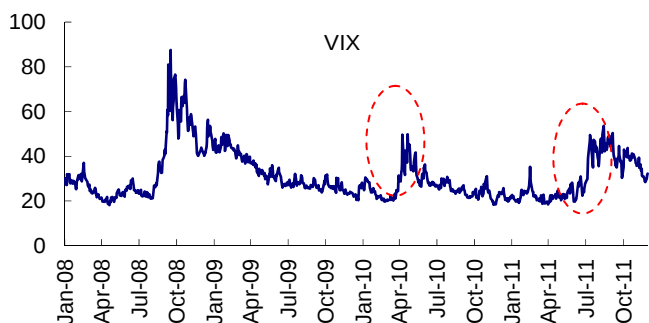
成员	职位	近期对经济和货币政策的立场	对货币政策的态度
Draghi	行长 (意大利籍)	欧央行不会越权行动，增加债券购买规模（12月19日）。因各国政府采取紧缩措施，欧元区或将无法避免陷入衰退（12月15日）	倾向宽松，但拒绝大规模购买边缘国国债
Constâncio	副行长 (葡萄牙籍)	2012年初银行将面临非常高的再融资需求，以偿还中期债务，提供3年期的流动性工具是必要的。（12月20日）	倾向宽松以刺激经济
Coeure	执委会理事 (法国籍)	如果经济形势变化，欧洲央行应启动美国式的资产购置计划（12月23日）	倾向宽松以刺激经济
González-Páramo	执委会理事 (西班牙籍)	欧洲央行愈发不想延长低利率的期限（12月19日）	比较保守
Asmussen	执委会理事候选人 (德国籍)	反对欧洲央行大规模购买政府债券，如果欧洲官方无条件大量购买政府债券，会削弱负债国实施改革的压力	比较保守
Praet	执委会理事 (比利时籍)	欧洲领导人达成的更为严厉的欧盟经济和财政规则对于帮助金融市场恢复正常至关重要。（12月10日）欧央行只能在市场出现恐慌时购买债券，但否认欧央行购买意大利国债的举措属于超越职权范围。（11月10日）	倾向宽松，但拒绝大规模购买边缘国国债
Weidmann	德国央行行长	欧洲央行三年期再融资操作对维持经济中的信贷而言是有必要的，其也并不是在为公共债务融资（12月28日） 解决危机的责任在于各国政府，而不是通过让欧洲央行提供财政支持来解决危机（12月14日）	比较保守，但不反对提供流动性
Noyer	法国央行行长	欧洲央行将进行干预，以阻止流动性危机影响的欧洲银行的稳定性，并保持中期价格稳定，但大规模的债券购买仍然远远超出其作为最后贷款人的角色（12月19日）	倾向宽松，支持欧央行提供流动性
Visco	意大利央行行长	欧洲央行将在关注经济周期的同时制定货币政策，确保中期货币政策的稳定性。如果欧元区经济恶化，存在进一步降息的可能性。（12月28日）	倾向宽松以刺激经济

资料来源：海通证券研究所整理

6. 风险和流动性指标

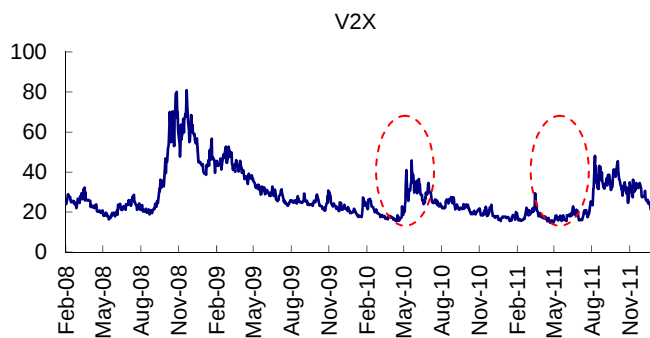
两个风险指标显示目前海外风险近期还不会传递到国内市场。CBOE 期货市场波动率指数（VIX 指数）和欧洲 STOXX50 期权波动率指数（V2X 指数）分别代表了美国和欧洲资本市场的风险。从指数看出，系统性风险较大的月份为 2011 年 4 月份和 7 月底，两个指数都出现了快速的上升，同时传导到了国内 A 股市场，造成了 A 股市场的快速下跌，从这个意义上看，如果海外的系统性风险会传导到国内的话，会表现为这两个指数的急速蹿升，目前这两个指数都处于一个下降的状态，由此并不会对国内 A 股市场产生影响，继续关注此两个指数的变化。

图 8 CBOE 期货市场波动率指数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所。

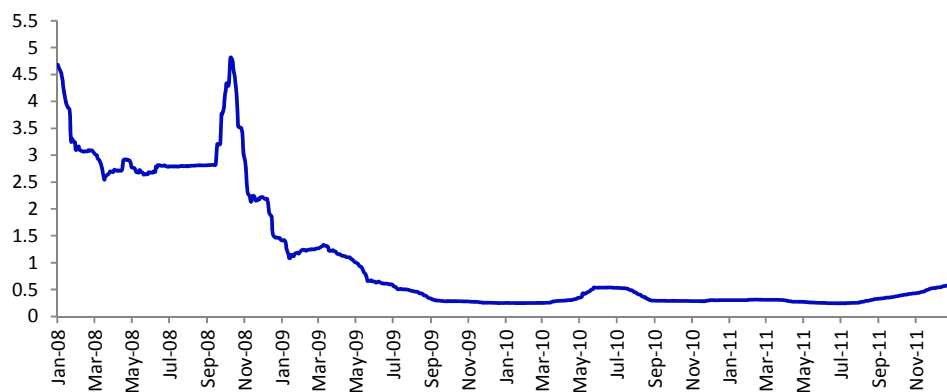
图 9 欧洲 STOXX 50 期权波动率指数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所。

流动性指标显示流动性还比较充足。从 3 个月美元 LIBOR 利率看，该利率还在较低的水平，市场流动性还是较为充足的，还没有出现像 08-09 年的情形，不过可以看出该指标有所抬头，需加以关注。

图 10 美元 3 个月 LIBOR 利率 (%)



资料来源：Bloomberg, 海通证券研究所。

信息披露

分析师声明

李明亮：宏观经济

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明 所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德 副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路颖 副所长
(021) 23219403
luying@htsec.com

江孔亮 所长助理
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

宏观经济研究团队
李明亮 (021) 23219434
汪辉 (021) 23219432
刘铁军 (021) 23219394

lml@htsec.com
wanghui@htsec.com
liutj@htsec.com

联系人
高远 (021) 23219669
李宁 (021) 23219431
周霞 (021) 23219807

gaoy@htsec.com
lin@htsec.com
zx6701@htsec.com

策略研究团队
陈瑞明 (021) 23219197
吴一萍 (021) 23219387
荀玉根 (021) 23219658

chenrm@htsec.com
wuyiping@htsec.com
xyg6052@htsec.com

联系人
王旭 (021) 23219396
汤慧 (021) 23219733
李珂 (021) 23219396

wx5937@htsec.com
tangh@htsec.com
lk6604@htsec.com

基金研究团队
娄静 (021) 23219450
单开佳 (021) 23219448
倪韵婷 (021) 23219419
罗震 (021) 23219326
唐洋运 (021) 23219004
王广国 (021) 23219819
联系人
陈瑶 (021) 23219645
伍彦妮 (021) 23219774
桑柳玉 (021) 23219686
曾逸名 (021) 23219773

loujing@htsec.com
shankj@htsec.com
niyt@htsec.com
luozh@htsec.com
tangyy@htsec.com
wgg6669@htsec.com
chenyao@htsec.com
wyn6254@htsec.com
sly6635@htsec.com
zym6586@htsec.com

金融工程研究团队
吴光兴 (021) 23219449
丁鲁明 (021) 23219068
郑雅斌 (021) 23219395
联系人
冯佳睿 (021) 23219732
朱剑涛 (021) 23219745
张欣慰 (021) 23219370
周雨丹 (021) 23219760

wuxx@htsec.com
dinglm@htsec.com
zhengyb@htsec.com
fengjr@htsec.com
zhujt@htsec.com
zxw6607@htsec.com
zyh6106@htsec.com

固定收益研究团队
姜金香 (021) 23219445
徐莹莹 (021) 23219885
联系人
武亮 (021) 23219883
黄轩 (021) 23219886

jiangjx@htsec.com
xyy7285@htsec.com
wl7222@htsec.com
hx7252@htsec.com

政策研究团队
陈久红 (021) 23219393
陈峥嵘 (021) 23219433
联系人
倪玉娟 (021) 23219820

chenjiuhong@htsec.com
zrchen@htsec.com
nyj6638@htsec.com

计算机行业
陈美凤 (021) 23219409
联系人
蒋科 (021) 23219474

chenmf@htsec.com
jiangk@htsec.com

煤炭行业
朱洪波 (021) 23219438
刘惠莹 (021) 23219441

zhh6065@htsec.com
liuhy@htsec.com

批发和零售贸易行业
路颖 (021) 23219403
潘鹤 (021) 23219423
汪立亭 (021) 23219399
联系人
李宏科 (021) 23219671

luying@htsec.com
panh@htsec.com
wanglt@htsec.com
lhk6064@htsec.com

建筑工程行业
江孔亮 (021) 23219422
联系人
赵健 (021) 23219472
张显宁 (021) 23219813
张光鑫 (021) 23219818

kljiang@htsec.com
zhaoj@htsec.com
zxn6700@htsec.com
zgx7065@htsec.com

石油化工行业
邓勇 (021) 23219404
联系人
王晓林 (021) 23219812

dengyong@htsec.com
wxl6666@htsec.com

机械行业
龙华 (021) 23219411
联系人
何继红 (021) 23219674
熊哲颖 (021) 23219407

longh@htsec.com
hejh@htsec.com
xzy5559@htsec.com

农林牧渔行业
丁频 (021) 23219405
联系人
夏木 (021) 23219748

dingpin@htsec.com
xiam@htsec.com

纺织服装行业
卢媛媛 (021) 23219610
联系人
杨艺娟 (021) 23219811

lyy5991@htsec.com
yyj7006@htsec.com

非银行金融行业
董乐 (021) 23219374
联系人
黄媚 (021) 23219638

dl5573@htsec.com
hm6139@htsec.com

电子元器件行业
邱春城 (021) 23219413
联系人
张孝达 (021) 23219697
郑震湘 (021) 23219816

qiucc@htsec.com
zhangxd@htsec.com
zzx6787@htsec.com

互联网及传媒行业
联系人
白洋 (021) 23219646
薛婷婷 (021) 23219775

baiyang@htsec.com
xtt6218@htsec.com

交通运输行业
钮宇鸣 (021) 23219420
钱列飞 (021) 23219104
联系人
虞楠 (021) 23219382
李晨 (021) 23219817

ymniu@htsec.com
qianlf@htsec.com
yun@htsec.com
lc6668@htsec.com

汽车行业
赵晨曦 (021) 23219473
冯梓钦 (021) 23219402
联系人
陈鹏辉 (021) 23219814

zhaocx@htsec.com
fengzq@htsec.com
cph6819@htsec.com

食品饮料行业
赵勇 (0755) 82775282
齐莹 (021) 23219166

zhaoyong@htsec.com
qiy@htsec.com

钢铁行业
刘彦奇 (021) 23219391
联系人
任玲燕 (021) 23219406

liuyq@htsec.com
rly6568@htsec.com

医药行业
联系人
刘宇 (021) 23219608
刘杰 (021) 23219269
冯皓琪 (021) 23219709
郑琴 (021) 23219808

liuy4986@htsec.com
liuj5068@htsec.com
fhq5945@htsec.com
zq6670@htsec.com

有色金属行业
联系人
刘博 (021) 23219401

liub5226@htsec.com

基础化工行业
曹小飞 (021) 23219267
联系人
易团辉 (021) 23219737
张瑞 (021) 23219634

caoxf@htsec.com
yith@htsec.com
zr6056@htsec.com

家电行业 陈子仪 (021) 23219244 chenzy@htsec.com 联系人 孔维娜 (021) 23219223 kongwn@htsec.com	建筑建材行业 联系人 赵 健 (021) 23219472 zhaoj@htsec.com	电力设备及新能源行业 张 浩 (021) 23219383 zhangh@htsec.com 牛 品 (021) 23219390 np6307@htsec.com 联系人 房 青 (021) 23219692 fangq@htsec.com 徐柏乔 (021) 23219171 x bq6583@htsec.com
公用事业 陆凤鸣 (021) 23219415 lufm@htsec.com 联系人 汤砚卿 (021) 23219768 tyq6066@htsec.com	银行业 联系人 刘瑞 (021) 23219635 lr6185@htsec.com 汤婧 (021) 23219809 tj6639@htsec.com	社会服务业 林周勇 (021) 23219389 lzy6050@htsec.com 联系人 胡宇飞 (021) 23219810 hyf6699@htsec.com
房地产业 涂力磊 (021) 23219747 tll5535@htsec.com 谢 盐 (021) 23219436 xiey@htsec.com 联系人 贾亚童 (021) 23219421 jiayt@htsec.com	造纸轻工行业 徐 琳 (021) 23219767 xl6048@htsec.com 联系人 马浩博 (021) 23219822 mhb6614@htsec.com	通信行业 袁兵兵 (021) 23219770 ybb6053@htsec.com 联系人 侯云哲 (021) 23219815 hyz6671@htsec.com

海通证券股份有限公司机构业务部

陈苏勤 总经理
(021) 63609993
chensq@htsec.com

贺振华 总经理助理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

深广地区销售团队 蔡铁清 (0755) 82775962 ctq5979@htsec.com 刘晶晶 (0755) 83255933 liujj4900@htsec.com 辜丽娟 (0755) 83253022 gulj@htsec.com 高艳娟 (0755) 83254133 gyj6435@htsec.com 伏财勇 (0755) 23607963 fcy7498@htsec.com 邓 欣 (0755) 23607962 dx7453@htsec.com	上海地区销售团队 高 溱 (021) 23219386 gaoqin@htsec.com 季唯佳 (021) 23219384 jiwj@htsec.com 胡雪梅 (021) 23219385 huxm@htsec.com 黄 毓 (021) 23219410 huangyu@htsec.com 朱 健 (021) 23219592 zhuj@htsec.com 肖文宇 (021) 23219442 xiaowuy@htsec.com 王丛丛 (021) 23219454 wcc6132@htsec.com	北京地区销售团队 孙 俊 (010) 58067988 sunj@htsec.com 张广宇 (010) 58067931 zgy5863@htsec.com 王秦豫 (010) 58067930 wqy6308@htsec.com 隋 巍 (010) 58067944 sw7437@htsec.com
---	--	---

海通证券股份有限公司研究所

地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼

电话: (021) 23219000

传真: (021) 23219392

网址: www.htsec.com