

海外深度观察（2012 年第 4 期）

2012 年 1 月 30 日

美联储将宽松进行到底

美联储利率预测表明货币环境更加宽松：在议息声明中，美联储采用“将极低的利率水平至少维持至 2014 年底”的措辞。对于货币政策首次收紧的时点，大多成员认为 2014 年及之后才有加息的必要，且应该采取缓慢步伐。绝大多数成员都认为 2013 年前应保持极低利率水平不变。

伯南克讲话意味着 QE3 渐行渐近：美联储对于经济仍然谨慎，并预期通胀未来几年处于低位，这给宽松货币政策提供了基础。即使通胀略高于目标水平，美联储仍然会把降低居高不下的失业率放在优先位置。对于之前量化宽松，伯南克非常满意，这在一定程度上为 QE3 铺平了道路。接下来几个月的经济增速和失业改善情况将决定美联储是否推出 QE3。我们仍然认为美国经济处于缓慢复苏态势，失业率缓慢下行而通胀可控。我们坚持美联储在二季度推出 QE3 是大概率事件的观点。

欧洲市场：春节期间欧洲市场情绪较为平静，欧洲股市也出现了小幅的反弹。反映在国债市场上，除去葡萄牙外，其他国家的 10 年期国债收益率和 CDS 报价都出现一定程度的下跌。葡萄牙走出与市场相反的走势，一路创新高。葡萄牙步希腊后尘寻求债务减记的可能性进一步加大。从希腊债务各利益方立场看，PSI 谈判主要集中在票面利率的确定（3%-4%）和欧洲央行是否愿意承担损失。综合看来，希腊债务减记谈判最后可能是欧洲央行做出一定的让步来换取较低的票面利率。

美国经济：从短期和中期趋势看，春节期间公布的经济数据低于预期的比较多，特别是 GDP 数据和房地产相关数据。但由于地区制造业 PMI 数据和就业数据较为乐观，我们认为短期经济走势仍然较为强劲。对于中期，正如我们之前多次所强调的，消费走强的持续性（收入增长缓慢、高油价等因素）存在疑问。因此，我们仍然维持 2012 年美国将处于温和增长阶段（增速 2.5% 左右）的判断。

美联储政策动向观察结论：从美联储多位成员 1 月以来的表态来看，即使最近美国经济数据比较好看，许多成员（Dudley、Williams 和 Evans 等）仍然倡导进一步宽松。2011 年 4 季度 GDP 增速有所低于预期，推高了 QE3 的概率，我们预测的推出时点在二季度。本期观察中我们摘录了伯南克在发布会做的精彩回答。

欧洲央行政策动向观察结论：从近期欧央行主要成员的态度来看，欧央行行长德拉吉对经济和货币政策提出了一定看法：对于欧洲经济，认为出现暂时企稳迹象，但是下行风险依然很大。对于救助，欧央行不会停止二级市场购债计划，同时对首次 LTRO 表示满意，对 2 月底将执行的第二轮 LTRO 比较看好。他还强调应减少对评级机构的依赖。德央行行长维持欧央行只能有限制地购买二级市场国债的观点。

两个风险指标（VIX 和 V2X 指数）显示海外风险近期依然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，短期内指标处于高位，但是有掉头向下迹象，表明流动性有可能会得到暂时缓解，继续关注此类指标的异动。

相关研究

海外深度观察：欧债危机和伊朗局势，不得不防

2012 年 1 月 16 日

海外深度观察：2012 年美国房地产迎来春天

2012 年 1 月 9 日

海外深度观察：2012 年伯南克将推 QE3

2012 年 1 月 4 日

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

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. 美联储：将宽松进行到底.....	4
1.1 美联储利率预测表明货币环境更加宽松	4
1.2 伯南克透露的信息.....	5
1.3 QE3 越来越近.....	5
2. 欧债危机跟踪.....	7
2.1 国债市场整体暂时缓和，但葡萄牙担忧情绪上升	7
2.2 希腊债务减记或累及欧洲央行	7
3. 美国经济跟踪.....	8
4. 美联储政策观察.....	10
4.1 美联储成员近期立场	10
4.2 伯南克在新闻发布会的问答摘要	11
5. 欧洲央行政策观察.....	13
6. 风险和流动性指标.....	14

图目录

图 1 美联储成员预测的首次加息时点 (%)	4
图 2 美联储成员预测的各年年末及长期目标利率 (%)	4
图 3 工资增速和个人收入增速 (%)	6
图 4 希腊债务减记利益方观点	7
图 5 GDP 各项对实际 GDP 环比拉动率 (%)	9
图 6 美国成屋销售 (季调折年, 万套)	10
图 7 首次申请失业救济人数 (人, 四周移动平均)	10
图 8 CBOE 期货市场波动率指数	14
图 9 欧洲 STOXX 50 期权波动率指数	14
图 10 美元 3 个月 LIBOR 利率 (%)	14

表目录

表 1 美联储对重点经济指标的预测（2012 年 1 月和 2011 年 11 月）	6
表 2 希腊债务减记敏感性分析	8
表 3 美联储 FOMC 成员（有投票权）的近期立场	11
表 4 美联储 FOMC 候补成员和其它成员的立场	11
表 5 2012.1.16-2012.1.27 欧洲央行主要成员立场	13

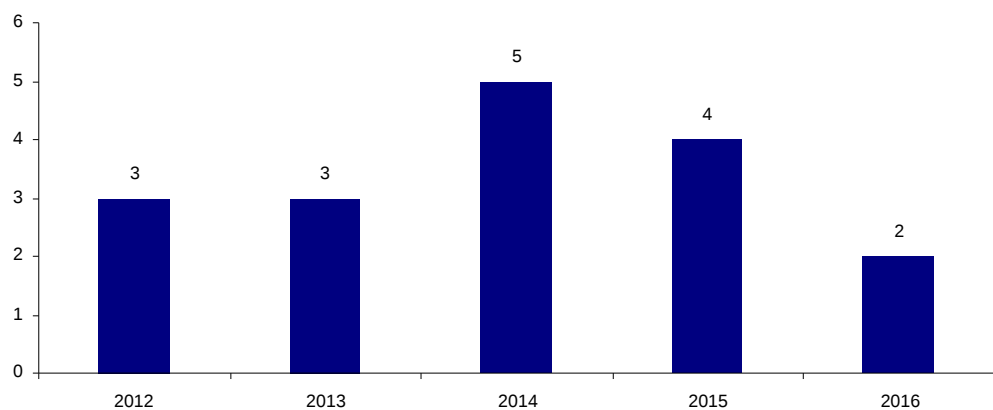
1. 美联储：将宽松进行到底

1.1 美联储利率预测表明货币环境更加宽松

1月24日至25日，美联储召开了2012年第一次议息会议。在本次议息会议上，美联储首次对联邦基金利率做出了预测，并释放出可能推出QE3的关键信息。

美联储公布的利率预测如我们所料，让市场对进一步宽松的预期增强了。在议息声明中，美联储采用“将极低的利率水平至少维持至2014年底”的措辞，与之前“将极低的利率水平至少维持至2013年中”措辞相比又推后了一年半。

图1 美联储成员预测的首次加息时点(%)

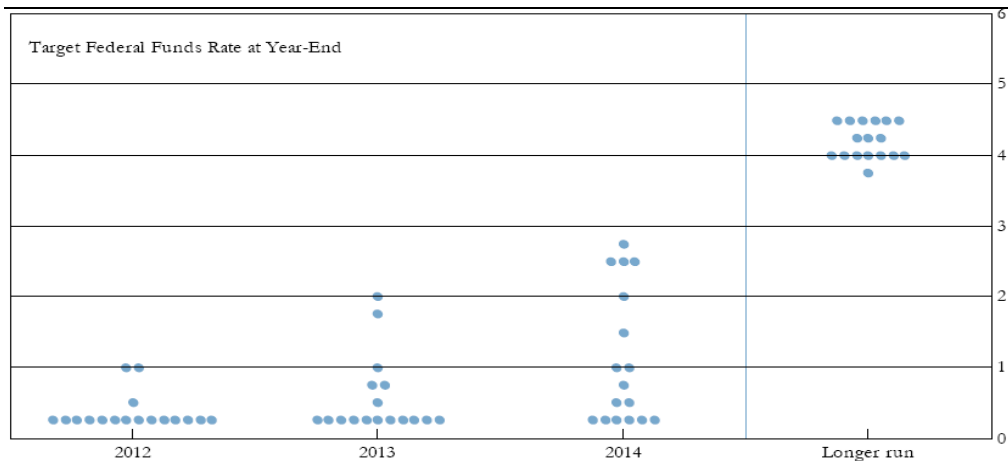


资料来源：Fed Reserve，海通证券研究所

对于货币政策首次收紧的时点，根据公布的预测图1，大多成员认为2014年及之后才有加息的必要，仅有6位成员认为2014年之前应当加息（根据我们的分析，应该是Hoenig、Lacker、Fisher、Plosser、Kocherlakota和Bullard，详见第四部分）。

对于加息这样的政策收紧行动，绝大多数成员都认为应该采取缓慢步伐。绝大多数成员都认为2013年前应保持极低利率水平不变。对2014年底的利率预测中，6位认为仍然维持0-0.25%的水平，2位认为2014年加息一次至0.5%，1位认为加息两次至0.75%，另有2位认为加息三次至1%。

图2 美联储成员预测的各年年末及长期目标利率(%)



资料来源：Fed Reserve，海通证券研究所

从 17 位成员的预测中值来看，2012 和 2013 年中值都在 0.25%，2014 年上升至 0.75%。这也显示了美联储宽松货币政策将会延续较长时间，即使政策收紧，也是缓慢的过程。

1.2 伯南克透露的信息

伯南克在议息会议后召开了新闻发布会，对议息会议和利率预测进行了解读，之后回答了十多家媒体的提问。从伯南克的回答中，我们总结了美联储特别是伯南克对各个方面的最新看法。

美国经济：美联储认为近期经济确实有些好转，包括就业市场和工业生产。然而，近期的零售数据差强人意，欧洲局势可能会带来负面影响。因此，美联储还不认为经济进入了强劲增长阶段。

通胀：美联储预期未来数年通胀将处于较低水平，原因有三个方面，包括近期大宗商品价格回落或盘整，全球经济放缓和期货市场对供需的估计都显示商品价格将受到抑制；由于很高的失业率，工资上升非常缓慢；通胀预期也被锚定，处于较低的水平。

房地产：美联储显然对房地产部门非常感兴趣。房地产疲弱是经济未能稳健复苏的重要原因。房地产融资问题也是货币政策不能更有效的原因，因为传导机制通过低利率来影响融资和销售。

对利率的前瞻：即使美国经济略微更强劲，美联储当前制定的极低利率仍然有效且合适。除非经济在近期明显走强，伯南克认为在一段时间内维持当前利率是较好的假设。

QE3：如果复苏迟缓、失业率改善非常缓慢且通胀很可能在未来几年低于目标水平，就像美联储在预测显示的那样，那么伯南克认为基于美联储的框架，寻找不同的额外扩张工具将是大概率事件。

美联储资产负债表：美联储将维持极低利率的时间段延长至 2014 年底意味着我们资产的首次出售将比之前想的要晚，可能会在 2015 年。因此，美联储预期资产负债表在长时间内维持在较高水平。

货币政策双重目标的取舍：如果通胀稍微高于目标水平，美联储肯定会采取措施让它回到目标。然而，如果失业率非常高，这会让美联储采取抑制通胀的措施更加谨慎和更加缓慢。所以，要看通胀和失业率这两个关键变量离目标值有多远。

之前货币政策的效果：美联储的行动非常积极，伯南克对于额外资产购买计划的效果（QE1 和 QE2）非常满意，因为它们放松了金融条件，降低了市场利率水平，增强了资产价格，这都是货币政策为了稳定经济应当做的。

从伯南克回答中，我们认为美联储对于经济仍然谨慎，预期通胀未来几年仍然处于低位，这给宽松货币政策提供了基础。即使通胀略高于目标水平，美联储仍然会把降低居高不下的失业率放在优先位置。对于之前量化宽松，伯南克非常满意，这在一定程度上为 QE3 铺平了道路，接下来几个月的经济增速和失业改善情况将决定美联储是否推出 QE3。

1.3 QE3 越来越近

在美联储的双重目标中，就业最大化（失业率长期目标为 5.6% 左右）和物价稳定（个人消费支出 PCE 价格指数长期目标为 2%）被赋予同样权重。美联储成员仍然预测失业率在未来数年仍将很高，而通胀率会低于联储的目标（表 1），这构成了美联储推行 QE3 的必要条件。

不过美联储推行 QE3 还缺一个条件，这就是经济增长不强劲（GDP 增速低于 3%）。根据美联储的最新预测，2012 年和 2013 年的经济增速预测区间分别为 2.2% - 2.7% 和 2.8% - 3.2%，对应大多数成员维持 0 - 0.25% 极低利率不变的立场，仅当成员们将 2014 年经济增速预测调高到 3.3 - 4.0%，认为应当加息的成员才逐渐多起来（图 2）。

因此，除非 GDP 增速明显高于美联储成员预期（超过 3%），否则美联储成员们仍会将宽松进行到底。一旦经济增速不够强劲且失业改善缓慢，美联储会进一步推出 QE3。

表 1 美联储对重点经济指标的预测（2012 年 1 月和 2011 年 11 月）

重点指标	预测时点	2012 年	2013 年	2014 年
实际 GDP 增速	2012 年 1 月	2.2% - 2.7%	2.8% - 3.2%	3.3% - 4.0%
	2011 年 11 月	2.5% - 2.9%	3.0% - 3.5%	3.0% - 3.9%
失业率	2012 年 1 月	8.2% - 8.5%	7.4% - 8.1%	6.7% - 7.6%
	2011 年 11 月	8.5% - 8.7%	7.8% - 8.2%	6.8% - 7.7%
PCE 物价指数	2012 年 1 月	1.4% - 1.8%	1.4% - 2.0%	1.6% - 2.0%
	2011 年 11 月	1.4% - 2.0%	1.5% - 2.0%	1.5% - 2.0%
核心 PCE 物价指数	2012 年 1 月	1.5% - 1.8%	1.5% - 2.0%	1.6% - 2.0%
	2011 年 11 月	1.5% - 2.0%	1.4% - 1.9%	1.5% - 2.0%

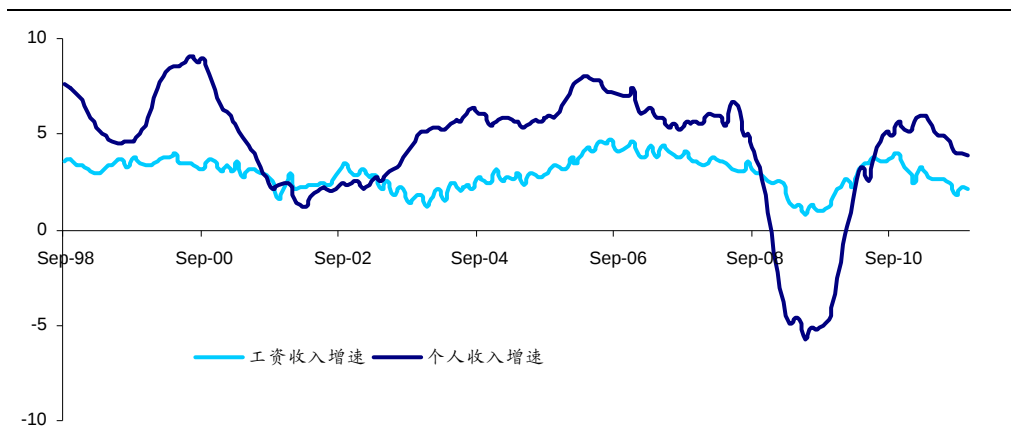
资料来源：Fed Reserve，海通证券研究所

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，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。再考虑到伊朗局势动荡很可能造成油价高企影响到美国的消费。这些都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 2.5% 左右。

另外，近期美国失业率的下滑还有一重要原因是美国劳动参与率下降，更多适龄人口退出了劳动力市场。美联储肯定也看到了这点，对劳动力市场改善的预期也比较谨慎。

综合以上讨论，由于我们仍然认为美国经济处于缓慢复苏态势，失业率缓慢下行而通胀可控。我们坚持美联储在二季度推出 QE3 是大概率事件的观点。

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

2. 欧债危机跟踪

2.1 国债市场整体暂时缓和，但葡萄牙担忧情绪上升

春节期间欧洲市场情绪较为平静，欧洲股市也出现了小幅的反弹。反映在国债市场上，除去葡萄牙外，其他国家的 10 年期国债收益率和 CDS 报价都出现一定程度的下跌。葡萄牙走出与市场相反的走势，一路创新高。5 年期葡萄牙政府债券 CDS 报 1431.3 个基点。这意味着为 1000 万欧元葡萄牙政府债券购买 5 年保险，每年需支付 143.1 万欧元的保险。而葡萄牙 5 年期国债年收益率报收 19.82%，如此看来购买葡萄牙 5 年期国债和 CDS 获得的利差为 5.5%，而意大利这一利差为 0.77%，葡萄牙步希腊后尘寻求债务减记的可能性进一步加大。主要国家的收益率和 CDS 报价数据如下：

第一，春节期间除去葡萄牙外其他国家 10 年期国债收益率出现一定幅度的下跌。葡萄牙国债收益率创出历史新高，报收于 15.22%。意大利和西班牙国债收益率都有所下降，分别报收于 5.898% 和 4.9654%，法国国债收益率也值得关注，上周有所下降报收 3.034%。

第二，从 PIIGS 五国与德国 10 年期国债收益率息差图中看出，除葡萄牙外其他国家国债息差有所缩小，意大利与德国息差有所缩小，报 404 个基点，西班牙与德国息差小幅缩小，报 310.7 个基点，希腊与德国息差达到 3211 个基点，而法国作为欧元区第二大经济体，与德国息差也缩小至 117 个基点。

第三，春节期间除葡萄牙外，其他国家 CDS 市场报价继续下跌，葡萄牙的信用违约互换创新高收报 1431.3 点。意大利 CDS 报价上周下跌报 400 点，西班牙和法国分别报收 353.48 个基点和 164.95 个基点。

2.2 希腊债务减记或累及欧洲央行

春节期间的希腊债务减记谈判未能取得最终成果，但是各方都表达了自己的态度。参与希腊债务减记谈判的主要有以下几方：希腊官方、国际金融协会（IIF，私人部门代表）、IMF、欧央行以及欧盟国家，各方的观点立场如下：

图 4 希腊债务减记利益方观点

IMF 总裁拉加德	- 私人部门和公共部门参与的平衡性值得注意，欧央行和欧元区央行应就持有的希腊债务承担部分减记。 - 同时要求将 EFSF 和 ESM 结合以恢复市场对欧元区的信心。进一步强调希腊债券到 2020 年不能超过 GDP 的 120%，这是 IMF 发放贷款的前提。
欧盟	欧元区财长因新债券成本过高否决希腊债务重组方案，他们希望新债券的票面利率低于 4%，从而降至 3.5%，这一利率是私人部门无法接受的。
国际金融协会	- 代表私人部门的利益，呼吁各方（包括欧洲央行）承担各自应有的责任，IIF 所能承受的最低票面利率为 4%。 - 除银行、保险公司和共同基金外，还有一个利益群体是对冲基金。对冲基金从银行等机构手中以低价购买了大量在英美法系下发行的希腊债券，这样可以避免希腊触发“集体行动条款”，对冲基金手中还持有大量的 CDS，对冲基金对于希腊是否违约并不在意，其在意的是 CDS 条款是否生效，如果债务减记不被认定为违约，那么 CDS 将一文不值，这是对冲基金最为担心的。所以对对冲基金也造成损失，但是其要求欧洲央行也一起进行减记。
欧洲央行	外界估计 ECB 持有 350 亿至 400 亿欧元希腊债券，如果减记 70%，大约是损失掉 200 亿，这一减记可能会带来两方面的影响：第一，虽然对于欧央行来说并不是很大的数目，但是基于欧央行的特殊地位，同意减记可能会被视为对希腊提供财政支持，这违反了欧盟对欧央行向政府融资的禁令。第二，减记可能会导致其他国家的效仿，向欧央行提出债务重组要求。

资料来源：CEIC，海通证券研究所

从各方的立场来看，PSI 谈判主要集中于两个方面，一是关于票面利率的确定，是在 3%-4% 之间，另外一个则是欧洲央行是否愿意承担损失。从目前的情况看，IMF 和私人债权人都纷纷施压，要求欧洲央行参与到 PSI 计划中去。而私人部门债权人更是计划提出 3.75% 的新方案，该新方案实施的前提是包括欧洲央行在内的公共部门参与到减记计划中来。综合看来，希腊债务减记谈判最后可能是欧洲央行做出一定的让步来换取较低的票面利率。

我们对于希腊减记幅度进行了简单的敏感性分析，我们暂定票面的到期收益率为 9%，面值为 100 欧元的 30 年期国债，3.5% 的票面利率对应的现值为 43.49 欧元，相当于减记了 56.51%，其他条件不变，3.75% 的票面利率对应的现值为 46.06 欧元，相当于减记了 53.94%，而 4% 的票面利率对应的现值为 48.63 欧元，相当于减记了 51.37%。而到期收益率如果为 10% 那么减记的幅度将会更大。

私人部门目前持有 2741.33 亿欧元左右希腊债务，如果其中 30% 由希腊政府以现金的方式偿还给私人部门（这些现金来自于欧盟与 IMF 对希腊的贷款），剩下的 70% 的债务展期为同等面值的长期债券，我们假定到期收益率为 9% 的情况下，折算到现值是大约减记了 50%，貌似进行了减记，如果希腊经济出现转机，收益率有所下降，那么对于私人部门是有利的，我们可以理解为此次减记实为给希腊以喘息的机会。如果希腊情况继续恶化，那么私人部门将遭受更大的损失，可能会面临进一步的减记。而私人部门要求欧洲央行也进行减记目的是为了希腊减少负担，早日走上复苏的道路。

表 2 希腊债务减记敏感性分析

现值	票面利率												
	3.00%	3.25%	3.50%	3.75%	4.00%	4.25%	4.50%	4.75%	5.00%	5.25%	5.50%	5.75%	6.00%
到期收益率	8.00%	43.71	46.53	49.34	52.15	54.97	57.78	60.60	63.41	66.23	69.04	71.86	74.67
	9.00%	38.36	40.93	43.49	46.06	48.63	51.20	53.77	56.34	58.91	61.47	64.04	66.61
	10.00%	34.01	36.37	38.73	41.08	43.44	45.80	48.15	50.51	52.87	55.22	57.58	59.94

资料来源：海通证券研究所整理

3. 美国经济跟踪

短期和中期趋势判断：春节期间公布的经济数据低于预期的比较多，特别是 GDP 数据和房地产相关数据。但由于地区制造业 PMI 数据和就业数据较为乐观，我们认为短期经济走势仍然较为强劲。

对于中期，正如我们之前多次所强调的，消费走强的持续性（收入增长缓慢、高油价等因素）存在疑问。因此，对于 2012 年美国经济，我们仍然维持美国经济将处于温和增长阶段（增速 2.5% 左右）的判断。

重点指标跟踪：

GDP：2011 年 4 季度美国经济增速为 2.8%，低于 3% 的市场预期。美国在四季度走强主要反映了私人库存投资的上升、个人消费支出的提升以及住宅投资的改善。

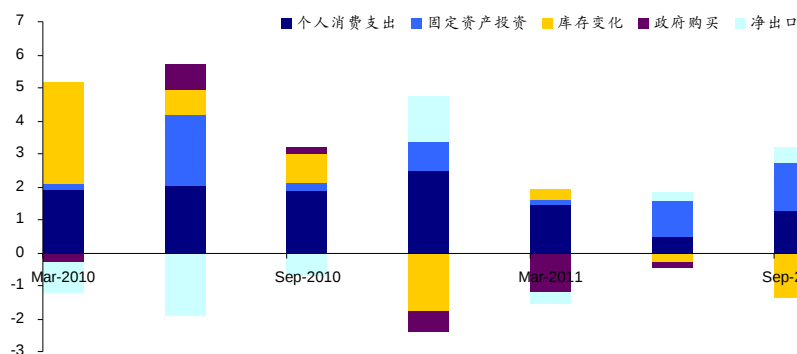
个人消费支出对 GDP 的支撑举足轻重，它在 4 季度对 GDP 的拉动上升至 1.45%，比 3 季度的 1.24% 有所增强。

私人库存投资的对 GDP 拉动明显上升的主要原因是前两个季度库存下降后，企业发现需求状况有所改善而进行的补库存行为。

固定资产投资对 GDP 拉动下滑，主要是软件和设备投资、非住宅建筑投资的拉动减弱，而住宅投资的拉动出现明显增强，但并不能对冲前两项投资的拉动的减弱。

政府支出是 4 季度 GDP 的第一大负向拉动，2012 年政府财政紧缩仍是美国经济面临一大风险。净出口对美国 GDP 的贡献很小。

图 5 GDP 各项对实际 GDP 环比拉动率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所。

展望 2012 年 1 季度，我们对各项目进行前瞻：

由于收入增长缓慢和油价高企，消费难有强劲表现，1 月以来的周度零售数据可以佐证。库存变化对 GDP 的贡献会大幅下降，由于 2011 年 4 季度补库存太多，延续这种势头的可能性很小。政府购买对 GDP 仍然会有小幅负向拉动。

对于固定资产投资中的各项，我们认为住宅投资仍有正向拉动。近期除国防外的耐用订单明显上升让我们预期软件和设备投资的拉动会增强，近期的建筑招标指数重新爬上 50 的荣枯分界线也意味着非住宅建筑投资的拉动也会有所增强。整体来看，固定资产投资对 GDP 的拉动会有一定程度的上升。

综合以上分析，负面因素是消费拉动小幅下滑和库存变化拉动大幅下降，正面因素是固定资产投资拉动上升和政府支出负向拉动减小，负面冲击会比正面改善大一些。因此，我们预计 2012 年 1 季度 GDP 增速回落至 2%。

就业：最新一周的首次申请失业救济人数出现反弹，升至 37.7 万人，而之前两周分别为 35.6 万人和 40.2 万人。我们认为，近期该数据波动较大，观测移动平均值更为重要，就业四周移动平均值仍然在 40 万人以下（最新一周为 37.75 万人），就业形势改善情况整体仍然比较好。

各地区制造业情况：堪萨斯联储制造业综合指数 1 月环比上升 7%，从上月的-2%反弹。里奇蒙德制造业综合指数从上月的 3 上升至 12。费城联储制造业指数从上月 6.8 上升至 7.3。纽约联储制造业 PMI 从 8.2 上升至 13.5。各地区联储的制造业情况转好，预示着 1 月的 ISM 制造业 PMI 比 12 月更强劲是大概率事件。

房地产数据：

2011 年 12 月的成屋销售环比上升 5%，成屋库存下降 9.2%，可供销售月数也降至 6.2 个月，与 11 月的 7.2 个月相比呈现大幅下降。由于成屋库存未经过季节调整，而圣诞节是导致成屋挂牌减少的重要因素。因而，我们认为成屋销售确实有些改善，但库存和可

供销售月数下降很可能高估了。

2011 年 12 月的新屋销售从 11 月的 31.4 万套下降至 30.7 万套，环比下降 2.2%。新屋可供销售月数也小幅反弹至 6.1 个月。虽然新屋销售低于市场预期，但待售新屋也降至 1963 年有历史记录以来的最低水平。

2011 年 12 月的未决房屋销售指数从 11 月的 100.1 下降至 96.6。由于未决房屋销售领先成屋销售 1 个月至 2 个月，这预示着成屋销售在 1 月份的环比增速可能会出现下滑。

2011 年 12 月的新屋开工 65.7 万套（季调折年），比 11 月环比下滑 4.1%，低于市场预期。不过独居新屋开工环比上升 4.4%至 47 万套（季调折年），是 2011 年以来的最高水平。由于多居新屋的开工波动很大，独居新屋开工的状况更能反映趋势。因此，我们对 12 月新屋开工数据做乐观解读。

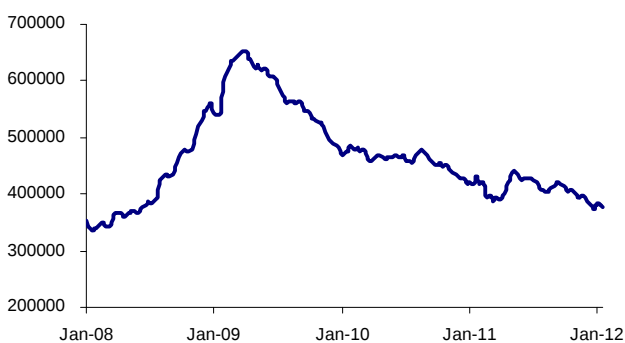
12 月房地产数据整体显示，近期美国房地产市场的改善幅度略低于市场预期，比 10 月和 11 月的数据差一些。我们认为，由于房地产去库存化已基本结束，为了满足逐渐上升的购房需求，2012 年的房地产投资会出现反弹，详见海外深度观察第 2 期《2012 年美国房地产市场迎来春天》的报告

图 6 美国成屋销售（季调折年，万套）



资料来源：CEIC，海通证券研究所。

图 7 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。

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

从美联储多位成员 2012 年 1 月以来的表态来看，即使最近美国经济数据比较好看，许多成员（Dudley、Williams 和 Evans 等）仍然倡导进一步宽松。一旦经济增速有所低于预期，推出 QE3 的概率将大大上升，目前我们预测的推出时点在二季度。

表 3 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	恢复房地产市场的健康是全美经济复苏中的重要组成部分（1月4日）。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	美国经济复苏慢得令人沮丧，必须继续评估推出更多刺激措施的必要性（1月6日）。	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	对于美联储采用通胀目标帮助控制通胀预期持开放态度（1月16日）。	态度不明，总投票赞成票
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	美联储所采取的扶持经济的非常规政策举措是完全恰当的（1月6日）	支持宽松
Pianalto	克利夫兰联储主席	美国经济仍将维持温和复苏，预计2012年美国经济增长率为2.5%（1月10日）	支持宽松
Lacker	里奇蒙德联储主席	不同意维持接近零利率直至2014年末的决议，因不认为经济状况会支持如此长时间维持超低利率（1月27日）	反对宽松
Lockhart	亚特兰大联储主席	即使在稳定增长和“可接受”通胀的情况下，美联储仍不排除推出更多量化宽松政策的可能性（1月9日）	原来保守，现在逐步支持进一步宽松
Williams	旧金山联储主席	若美国经济增幅相比平均水准低，而且低通胀环境仍持续，美联储或需购买更多债券（1月9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 4 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	美国经济需要持续大幅度的货币宽松，在采取更多量化宽松措施前支持对利率进行指导。（1月11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	2011年12月的就业数据鼓舞人心，美联储或无需开启新一轮债券购买。（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	考虑到经济前景，美国经济状况需要美联储在2013年中期之前加息（1月11日）	原来中性，最近趋于反对宽松

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

4.2 伯南克在新闻发布会的问答摘要

本次议息会议后，伯南克举行了新闻发布会，回答了美国经济、货币政策等各项媒体提问。我们摘选了一些代表性的提问和伯南克的回答，来观察美联储的政策动向。

CNBC 问：近期美国经济数据比大多数人想象的好，但在议息会议声明中却没怎么提到这点，难道是美联储对近期的经济强劲持怀疑态度？美联储在准备额外量化宽松吗？

伯南克答：最近确实有些鼓舞性的新闻。劳动力市场好了一些，消费者信心改善，工业生产也较强劲。然而，其它领域也有些不尽人意的情况，例如零售销售以及欧洲带来的负面影响等等。我们当然期望 2012 年的经济能延续 11 年四季度的强劲表现，但目前我们还不认为美国经济进入了更强劲的阶段。如果美国经济停滞或通胀未朝着长期目标前进，我们将采取进一步的措施。

问：为了经济增长，是否会容忍通胀高于长期目标？

伯南克答：如果通胀将在未来较长时间低于目标且失业率改善非常缓慢，即使当前通胀高于长期目标，也是可以容忍的。

彭博新闻：你对当前的通胀如何看？

伯南克答：有很多因素让我们预期接下来数年通胀将处于较低水平。我们能看到商品价格有回落或者盘整的趋势。全球经济放缓和期货市场对供需的估计都显示商品价格将受到抑制。由于很高的失业率，工资上升非常缓慢。通胀预期也被锚定，处于较低的水平。

《华尔街》杂志：你对美联储的利率预测有多大信心，特别是 2014 年以后的？

伯南克答：即使经济略微更强劲，我们当前制定的极低利率仍然是有效且合适。除非经济在近期明显走强，我认为在一段时间内维持当前利率是较好的假设。

《经济学人》：美联储的双重目标是就业最大化和价格稳定。然而，在两大目标冲突的时候，从传统来看，美联储会把价格稳定放在优先位置，因为价格稳定是货币政策最佳贡献。但今天你把两大目标放在同等地位。那么，我想问，为了失业率改善，是否会容忍通胀高于 2% 的长期目标水平？

伯南克答：如果通胀稍微高于目标水平，我们肯定会采取措施让它回到目标。然而，如果失业率非常高，这会让我们采取抑制通胀的措施更加谨慎和更加缓慢。所以，要看通胀和失业率这两个关键变量离目标值有多远。

路透社：为什么没有关于美联储资产负债表的新消息？

伯南克答：三周后发布的会议纪要将会有些关于资产负债表的信息。我们将维持极低利率的时间段延长至 2014 年底意味着我们资产的首次出售将比我们之前想的要晚，可能会在 2015 年。因此，我们预期我们的资产负债表在长时间内维持在较高水平。

美联社：本月早些时候，美联储发布了关于房地产的白皮书，认为对一些房地产抵押贷款进行本金削减对于房地产复苏有利。你如何看？

伯南克答：美联储显然对房地产部门非常感兴趣。房地产疲弱是经济未能稳健复苏的重要原因。房地产融资问题也是货币政策不能更有效的原因，因为传导机制通过低利率来影响融资和销售。

《晚间商业报道》：从美联储的预测来看，美联储的价格稳定和就业最大化在未来三年都没能实现长期目标，那么为什么美联储现在不做更多行动呢？

伯南克答：其实，美联储已经做了很多，包括给定低利率的时间和卖短债买长债。今天，我们又通过公布利率预期，进一步延长了低利率的时间段。我们的行动是非常积极的。通胀处于低水平证实了以下这点，即对美联储资产负债表和极宽松货币政策将导致高通胀非常担忧是多余的。如果通胀继续低于目标而失业率下降速度非常地缓慢，我们的框架认为我们应该采取更多行动。

华盛顿邮报：如果实际的经济情况和美联储预测相符，这是美联储可接受的或是需要更多的宽松？在利率降到零界后，美联储是否还能明显地影响经济增长，是否你依然认为美联储拥有使用更多工具的能力以明显地降低失业率，让失业率降得比美联储预测还低？

伯南克答：我们仍然得观测经济形势。如果复苏迟缓、失业率改善非常缓慢且通胀很可能在未来几年低于目标水平，就像我们在预测显示的那样，那么我认为基于美联储的框架，寻找不同的额外扩张工具将是大概率事件。我对于额外资产购买计划的效果非常满意，它们放松了金融条件，降低了市场利率水平，增强了资产价格，这都是货币政策为了稳定经济应当做的。我认为我们还有工具刺激经济但我们得进行研究比较哪个工具更有效。

5. 欧洲央行政策观察

目前欧洲央行管理委员会一共 6 位执委会成员：**意大利籍行长德拉吉 Draghi**，葡萄牙籍副行长康斯坦西奥 **Constâncio**，**德国籍执委会理事阿斯姆森 Asmussen**（上周新加入，掌管国际关系），**法国籍执委会理事科尔 Coeure**（新加入，负责市场运作，信息系统以及支付和市场结构），**比利时籍执委会理事普雷特 Peter Praet**（上周新加入的，掌管欧洲央行经济学部门），**西班牙籍执委会理事普雷特 González-Páramo**，另外有 17 位欧元区央行行长组成的决策小组。我们需要关注 6 位主要执委会理事的动态和德国央行行长魏德曼 Jens Weidmann，法国央行行长克里斯蒂安·诺亚 Christian Noyer，意大利央行行长维斯科(Ignazio Visco)，英国央行行长金恩(Mervyn King)，西班牙央行行长奥德内兹(Miguel Angel Fernandez Ordonez)等的主要动态。

我们的评论：

从近期欧洲央行主要成员的态度来看，欧洲央行行长德拉吉对经济和货币政策提出了一定看法，他认为欧洲经济出现暂时企稳迹象，但是下行风险依然很大，欧央行不会停止二级市场购债计划，对于首次的 LTRO 表示满意，对于 2 月底将执行的第二轮 LTRO 比较看好。德拉吉还强调应该减少对于评级机构的依赖。德国央行行长惠特曼依然保持其一贯的观点，欧央行只能有限制购买二级市场国债。

表 5 2012.1.16-2012.1.27 欧洲央行主要成员立场

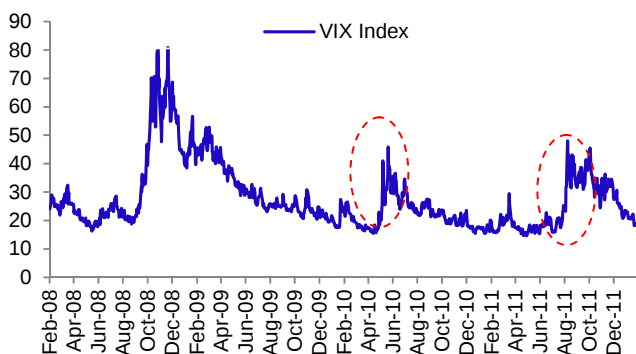
成员	职位	近期对经济和货币政策的立场	对货币政策的态度
Draghi	欧洲央行行长 (意大利籍)	1. 欧洲经济出现暂时稳定迹象，但是经济前景下行风险很大 2. 对首次 3 年期 LTRO 操作结果感到满意，预计 2 月份的第二轮招标需求仍将会较强 3. 欧洲央行能在二级市场上购买欧元区各国国债，但购买的规模和期长必须是有限的 4. 欧洲应该减少对评级机构的依赖，在维护物价稳定的前提下，竭力确保欧元区金融稳定。	适度放松
Weidmann	德国央行行长	1. 欧洲政策制定者应该抵挡住压力增加国债购买以应对欧债危机 2. 不应该无限制购买国债，因为这将违反欧盟法规，破坏欧洲各国政府执行财政改革的动机以及导致整个货币联盟重新分配损失	较为保守

资料来源：海通证券研究所整理

6. 风险和流动性指标

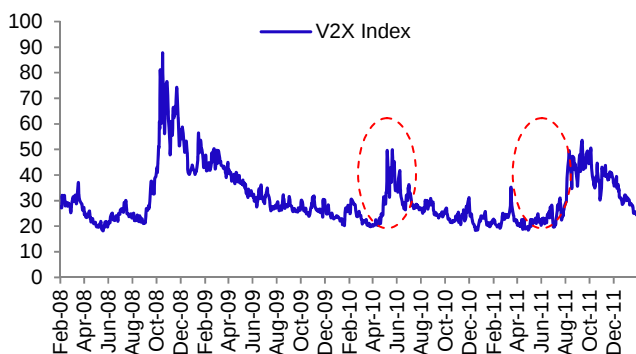
上周两个风险指标显示目前海外风险近期依然不会传递到国内市场。CBOE 期货市场波动率指数（VIX 指数）和欧洲 STOXX50 期权波动率指数（V2X 指数）分别代表了美国和欧洲资本市场的风险。从指数看出，系统性风险较大的月份为 2011 年 4 月份和 7 月底，两个指数都出现了快速的上升，同时传导到了国内 A 股市场，造成了 A 股市场的快速下跌，从这个意义上看，如果海外的系统性风险会传导到国内的话，会表现为这两个指数的急速蹿升，上周这两个指数继续处于一个下降的状态，由此并不会对国内 A 股市场产生影响，继续关注这两个指数的变化。

图 8 CBOE 期货市场波动率指数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所。

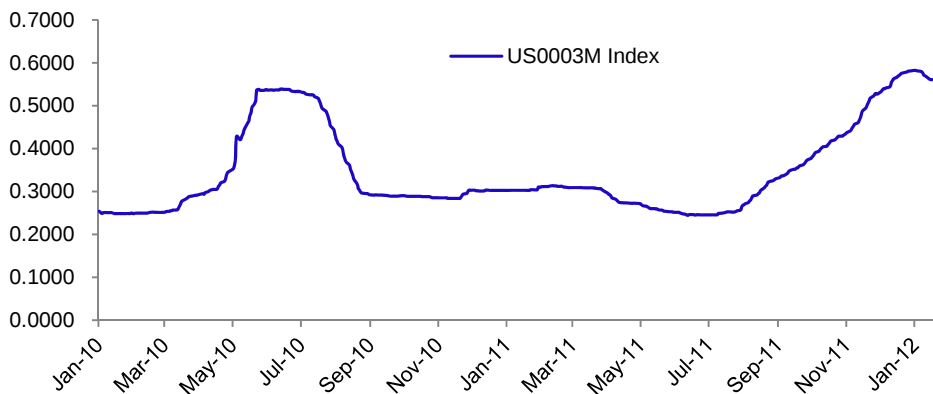
图 9 欧洲 STOXX 50 期权波动率指数



资料来源：Bloomberg，海通证券研究所。

上周流动性指标显示流动性有暂时缓和迹象。从 3 个月美元 LIBOR 利率看，长期看利率处于较低的水平，市场流动性较为充足的，还没有出现像 08-09 年的情形，不过从短期来看，该指标处于阶段性的高位，不过有掉头向下的迹象，需进一步观察。

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

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

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

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

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

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
zxx6787@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