

“后凯恩斯时代”——QE3、欧洲债券，欧美市场期待救赎？

策略高级分析师：陈瑞明
SAC 执业证书号：S0850209080673
chenrm@htsec.com
021-23219197
联系人：汤慧
tangh@htsec.com
021-23219733

1. 本周视角：后凯恩斯时代——QE3、欧洲债券，欧美市场等待救赎？

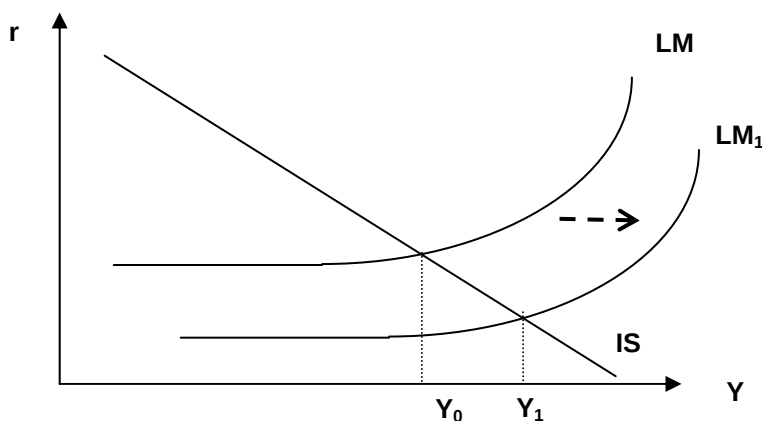
(1) 经典凯恩斯主义——政府需要继续向右移动“IS”和“LM”曲线。

1929 年-1930 年的大萧条造就了凯恩斯主义的全面繁荣。虽然学术界对凯恩斯主义的争论从未停止，但是从各国政府危机应对措施上可以发现凯恩斯主义的影子随处可见。我们不妨先来回顾一下凯恩斯主义的核心信念：

- (A) 经济在遭受某种扰动之后，运用自身的机制，需要很长时间才能恢复到充分就业状态；
- (B) 产出、就业本质上是总需求决定的，管理层可以通过干预影响“有效”需求水平；
- (C) 实施稳定政策时，财政政策比货币政策更受偏爱，因为其效益更直接，更好预测，影响更迅速。

如果更直观的表述传统凯恩斯学派的思想，就是经典的“IS-LM”模型，如下图所示。可以看到，凯恩斯主义假设政府可以通过财政政策推动 IS 曲线向右移动，或者通过货币政策推动 LM 曲线向右移动，从而刺激总需求的扩张，使得经济达到充分就业的状态。

图 1 经典 IS-LM 模型下政府推动总需求增长



资料来源：海通证券研究所

回顾最近几次，各国政府使用凯恩斯的 LM-IS 模型的经典案例：美国的两次量化宽松，欧洲金融稳定机制（EFSF）对欧债问题国家的救助，中国的 4 万亿投资。这些举措都试图将 LM 或者 IS 曲线向右移动以达到刺激总需求的目的。如果说，过去的几次“大萧条”，网络泡沫破灭时凯恩斯主义获得了全胜；那么，在目前这种全球“高杠杆”背景下，凯恩

斯主义的实施却显得有些“捉襟见肘”。我们不得不重新思考经典的“IS-LM”模型的魅力是否依旧，思考“后凯恩斯时代”下，对政府过度依赖的心理模式是否需要开始调整。

（2）“高杠杆”下的选择——我们可以期待的不止这么多。

从最近海外市场的走势可以发现：市场对政府救市的期待从来没有间断过！有了 QE1, QE2, 还想要 QE3；有了 EFSF 还希望有欧洲债券。最近两周的海外市场，在经历了美联储议息会议上 QE3 等待的落空之后，又迎来了“萨默会议”上欧元债券的失望。外加欧洲几大经济体 GDP 环比增速减缓，美国费城联储指数剧烈下降为负这一系列的冲击之后，呈现出了市场情绪宣泄式的大跌。

先不讨论这种情绪的合理性，而是重新回到我们的模型上来讨论市场对政府期待的可行性，现在政府面临的情况是：

- （A） 如果移动 IS 曲线——政府负债、财政赤字早已超过红线水平；无论是美国还是欧洲，债务上限的进一步提高都伴随着削减赤字计划的附加条款；IS 曲线向右移动举步维艰；
- （B） 如果移动 LM 曲线——通胀，这个让各国央行头痛的问题又摆在面前；更糟糕的情况是，全球化使得通胀问题不再是某一国的问题，货币战争成了囚徒困境似的结局；此外，如果 LM 曲线“不幸”正处于“流动性陷阱”区域，那么无论如何扩张货币，对经济的刺激效应为 0。

在这种全球“高杠杆”的背景下，还有选项（C）的可能吗？我们不妨大胆猜测——各国政府通过合理的减赤方案降低杠杆率，全球温和“去杠杆”，即便以牺牲一定的经济增速为代价，换取更长期的经济内生增长动力。简言之，就是“修生养息”。在市场从恐慌情绪中恢复，重新回归理性的时候，这会不会是更值得期待的事情？

（3）“温和复苏”还是“衰退”？——前者明显有更多的论据支撑。

不得不承认，从各国的经济数据来看，经历了 2008 年金融危机的全球经济没有大家期待中高歌猛进式的复苏。但是我们不认为经济已经步入“衰退”，至少从数据上看，并不支持衰退的说法。

首先，美国正处于温和复苏通道中。作为第一大经济体的美国，目前无论是消费、房地产还是就业数据上，经济并没有出现“恶化”的现象。虽然月度的数据上可能有波动，但是并不影响美国经济处于“温和复苏”这个大判断。

图 2 美国 7 月就业数据超市场预期



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 3 美国 7 月零售数据向好



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

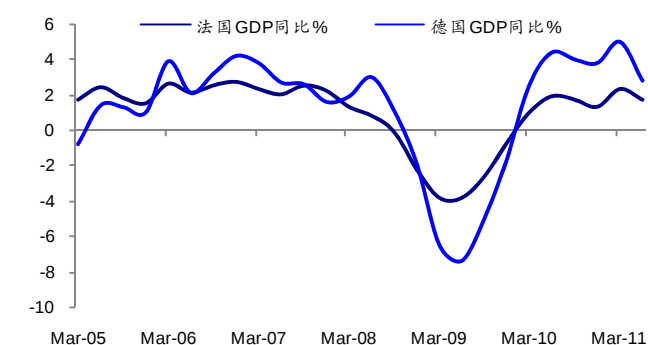
图 4 美国房地产市场温和复苏中



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

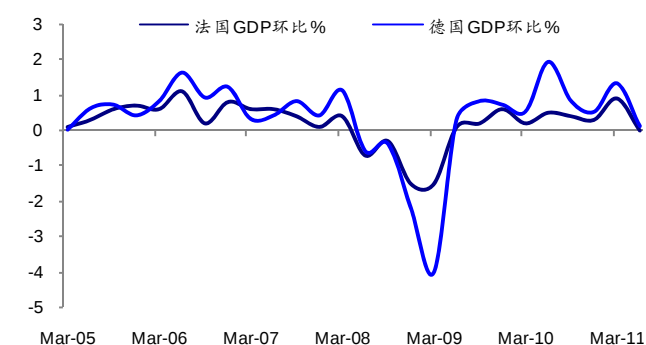
其次，欧洲主要经济体并没有经济情况恶化，欧债问题暂时看不到崩溃的证据。再来看欧洲经济，欧洲两大经济体德国和法国，上周引起市场恐慌的 GDP 数据不超预期，但是从趋势上看，无论 GDP 同比还是环比数据，已经度过了 2008 年以来最糟糕的时期，即便数据出现反复，但是复苏的趋势仍然没有改变；此外，就业以及工业生产数据也并不支持经济衰退的论断。

图 5 德法 GDP 同比增速没有 08 年式的恶化，短期有波动



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 6 德法 GDP 环比 2 季度放缓，但没有 08 年式恶化迹象



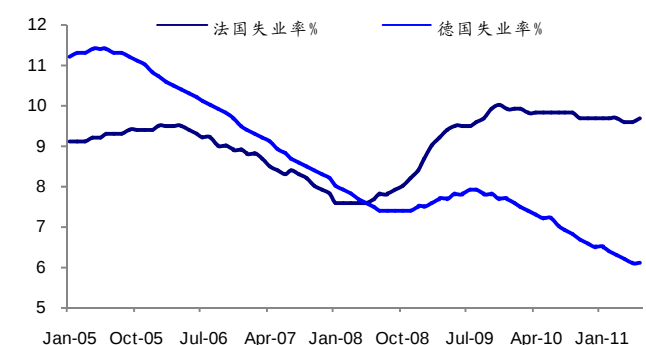
资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 7 德法工业生产指数复苏态势明显



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

图 8 德法失业率水平可控，且趋势向好



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

综上，虽然“温和复苏”的速度可能不及市场预期，但是这不能改变经济处于复苏通道中的事实；虽然欧债问题尚存在风险点，但是目前也没有不可控制的迹象；我们认为，“后凯恩斯时代”，与其把全部的希望寄托在政府的身上等待救赎，不如对市场自我修复的能力多一些信心，在恐慌情绪平静下来之后，更理性的思考市场。

2. 近期策略观点：不深跌，不久跌，震荡中筑底。

我们此前判断短期内影响市场的因素有三：海外市场、中报业绩以及资金面；从市场上一周的表现来看：

- (1) **市场情绪上海外因素占据主导。**上周外围市场大跌也拖累了 A 股的表现，A 股连跌 4 天，且成交清淡。
- (2) **中报业绩仍然是投资的主要逻辑。**市场在下跌过程中，中报业绩良好且具备持续性的大消费类行业仍然有不俗表现，食品饮料、餐饮旅游，零售等行业在下跌中具备较强的防守性。
- (3) **资金面相对宽松的局面稍有收紧。**相比较前两周相对宽松的资金面，本周银行间市场的资金稍有收紧，原因可能有二：其一是由于近期理财产品新发缩量，原有的部分理财产品转定存补缴准备金；其二是月末效应的影响。但从央行政策操作的角度看，近几周公开市场操作在连续净投放货币，外加准备金目前也没有上调的迹象，总体而言资金面紧张的状态不会对股市造成较大的冲击。

未来一周，根据这三个方面的因素，我们判断：

- (1) 海外市场方面关注 8 月 26 日全球央行将在怀俄明州杰克逊城（Jackson Hole）举行的例行年会。市场期待此次年会中 QE3 的推进。
- (2) 中报业绩方面，中报披露迎来最密集披露期，渐进尾声。业绩良好的个股和行业仍有望获得相对收益。
- (3) 资金方面，银行间市场资金价格稍有上升，在 4%-5% 左右的水平。

综上，A 股市场本周可望在震荡中筑底，仍然看好大消费中的餐饮旅游、零售在本周的表现。

表 1 海通证券策略近期主要报告列表

时间	报道名称
2011-8-9	《不深跌不久跌，边走边打，追求短期确定性》
2011-8-8	《欧债问题难重现 2319 点，A 股市场目前点位具备投资价值》
2011-8-3	《追求短期确定性，胜于拐点布局》

资料来源：海通证券研究所

3. 要闻动态解读

- (1) **央票发行利率意外上调，市场加息预期渐浓。**

上周央行意外上调了央票发行利率：先是上调了上周二发行的 1 年期央票利率，上调幅度为 9 个 BP，从原先的 3.49% 上调至 3.58%；随后在周四的 3 个月期央票发行中，又上调了 8BP 的发行利率。

此次意外上调利率，市场普遍预期未来可能加息。海通宏观判断通常连续上调央票发行利率后的 1-2 周是加息的时间窗口。

我们认为，如果央行在未来 1-2 周内加息，说明了管理层紧缩的态度并未转向。但即便加息，对市场的额外冲击有限；如果时间点上有所延后，则说明管理层对海外经济可能对我国造成的冲击态度较为谨慎，可能会对市场形成偏暖的政策预期。

- (2) **美国费城联储指数降至负值，不应过分解读。**

上周公布的美国费城联储指数降至负值-30.7，使得市场对经济复苏前景极度悲观，恐慌情绪下海外市场进一步下跌。费城联储指数是 ISM 制造业的先导指标，但是通常波动要大于 ISM 的变动。需要强调的是，无论是费城联储指数还是 ISM 制造业指数均是问卷形式形成的指数，历史上显示其波动要远大于真实经济变化的波动。

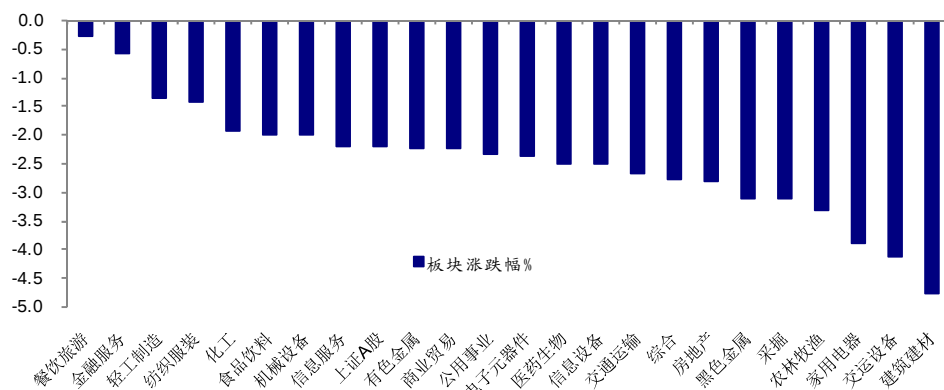
我们判断，不能过分解读月度波动较大的数据，特别是在市场情绪较为悲观的时候，类似费城联储数据以及 ISM 制

造业数据往往会夸大实际经济运行的情况。相比较此类的数据，GDP、失业率数据更值得关注。

4. 一周市场表现

上周大盘受到海外市场影响连续四天下跌，周跌幅 2.27%。跌幅较小的包括餐饮旅游（-0.27%）、金融服务（-0.59%）以及轻工制造（-1.34%），而建筑建材（-3.89%）、交运设备（-4.11%）、家电（-4.75%）则跌幅居前。

图 9 一周行业及 A 股涨跌幅表现



资料来源：WIND 资讯，海通证券研究所

信息披露

分析师声明

陈瑞明：策略部

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。