



2010.12.15

## 定量宽松和 A 股僵局



策略团队



021-38674622



jiangyaqin008083@gtjas.com



S0880109094504

本报告导读：

摘要：

近期，美联储主席伯南克公开表示，视通胀和经济基本面而定，美联储二次量化宽松（QE2）的资产购买规模将超过 6000 亿美元。据此判断近期美国不太可能退出 QE2。通胀和失业率的数据也印证了这点。

当美国宣布进行 QE2 时，美国长期国债收益率出现下滑，但是不久迅速反弹，短短一个月内上升幅度超过 0.7%。市场对美国政府巨额财政赤字的担忧下，美联储苦苦维持的低利率市场不堪一击。减税措施和医疗改革的推行将使美国政府财政赤字在未来 1-2 年还看不到解决希望。因此，即使 QE2 效果不佳，美联储还是骑虎难下。这意味着，未来相当长的一段时间里，我们必须适应全球货币泛滥的投资环境。

根据日本的经验和美国的经济状况，预计未来可能继续实施的 QE3、QE4 难以对美股产生重大影响。对于中国市场，定量宽松政策持续的影响将体现在两个方面：第一，全球货币泛滥带来的资产价格重估，推动股市的上涨。第二，商品价格上涨挤压了中游制造业的利润。外汇占款迅速的上升后被发行的货币导致国内出现资产泡沫，政府调控的压力激增。利润下滑和政策紧缩的可能导致股市面临调整压力。两大因素的交互影响，造成了近来 A 股上下两难的僵局：10 月股市大涨主要受前者影响，11 月后股市的调整主要受后者影响。在美国 QE 政策还将持续以及中国经济内生动力不足的前提下，短期内还看不到僵局被打破的可能。

国泰君安策略团队

王成

021-38676820

[wangcheng6461@gtjas.com](mailto:wangcheng6461@gtjas.com)

张堃

021-38676641

[zhangkun@gtjas.com](mailto:zhangkun@gtjas.com)

时伟翔

021-38674603

[shiweixiang007983@gtjas.com](mailto:shiweixiang007983@gtjas.com)

钟华

021-38674602

[Zhonghua@gtjas.com](mailto:Zhonghua@gtjas.com)

张赞

021-38676053

[zhangyun007589@gtjas.com](mailto:zhangyun007589@gtjas.com)

张昂

021-38676434

[zhangang@gtjas.com](mailto:zhangang@gtjas.com)

张晗

021-38676675

[zhanghan@gtjas.com](mailto:zhanghan@gtjas.com)

江亚琴

021-38674622

[jiangyaqin008083@gtjas.com](mailto:jiangyaqin008083@gtjas.com)

本期作者

江亚琴

021-38674622

[jiangyaqin008083@gtjas.com](mailto:jiangyaqin008083@gtjas.com)

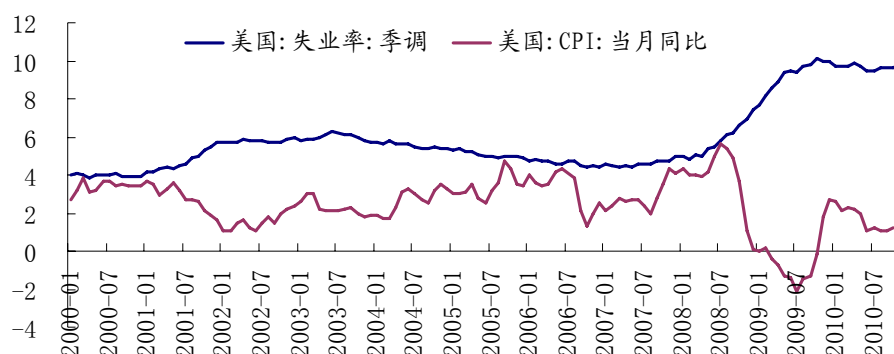
S0880109094504

注：本报告只对国泰君安重点客户发送，不对外公开发布。

近期，美联储主席伯南克公开表示，视通胀和经济基本面而定，美联储二次量化宽松（QE2）的资产购买规模将超过 6000 亿美元。

和前任格林斯潘不同，伯南克更愿意给市场一个比较明确的信号。据此判断近期美国不太可能退出 QE2。通胀和失业率也印证了这点：虽然美国通胀数据在逐渐改善，失业数据更是离美联储的目标 5% 还有很大的距离，并且“还需要 4 到 5 年的时间”（伯南克）才能恢复到正常水平。

图 1 虽然美国通胀数据在逐渐改善，失业数据更是离美联储的目标 5% 还有很大的距离。



当美国宣布进行 QE2 时，美国长期国债收益率出现下滑，但是不久迅速回升，短短一个月内上升幅度超过 0.7%。市场对美国政府债务问题的担忧（奥巴马与共和党方面达成共识，延长布什时代的减税措施）下，美联储苦苦维持的低利率市场不堪一击。

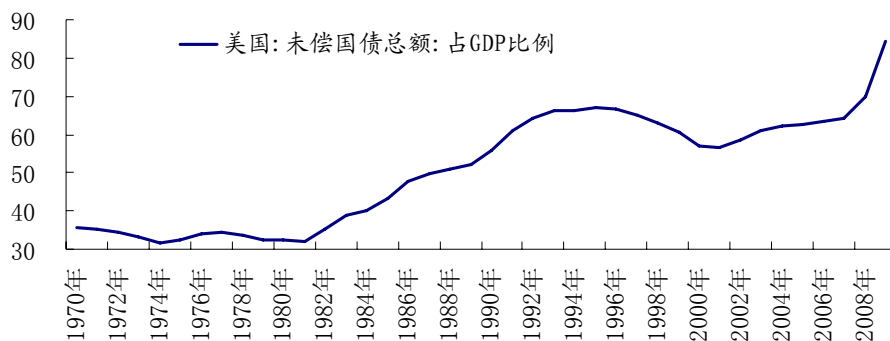
图 2 当美国宣布进行 QE2 时，美国长期国债收益率出现下滑，但是不久迅速回升，短短一个月内上升幅度超过 0.7%。



由此不难推论，一旦美联储退出 QE2，国债市场走熊将是大概率事件，再加上美国国债其他投资者大多为外国政府和居民，抛售压力将导致市场风险加剧。而代表美国国家信用的国债市场出问题，将是比次贷危机更大的灾难：次贷危机后，美联储尚可用美国国家信用为经济注入流动性。如果国家信用倒下，美联储还能拿什么挽救经济？所以，即使 QE2 效果不佳，美联储还是骑虎难下：最近美国政府实行的减税措施以及医

疗改革无疑将加大美国政府的财政赤字。退出时间表还遥遥无期。

图 3 高企的美国政府负债

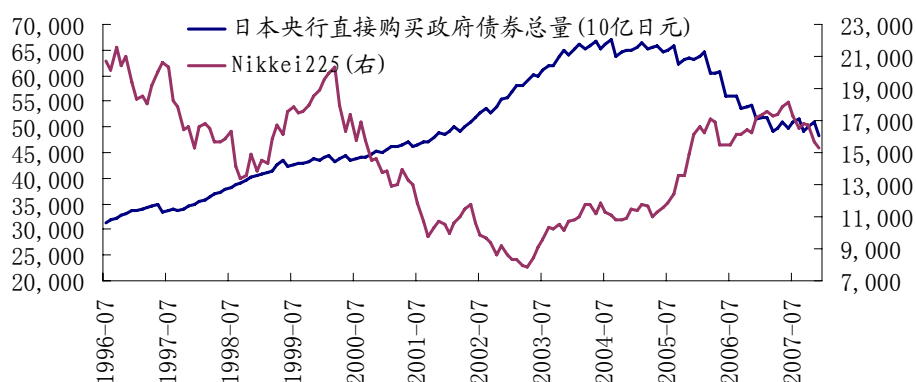


这意味着，未来相当长的一段时间里，我们必须适应全球货币泛滥的投资环境。

对美国经济而言，自 08 年 12 月 18 来的 QE1 通过给银行体系注入流动性，挽救了濒临崩溃的美国金融体系，避免了美国经济自由落体式下滑。但 QE2 的作用似乎并没有达到预期的效果。在低利率的环境中，较低的融资成本虽然能帮助企业节约成本，创造更高的利润，但高失业率下需求减缓导致经济本身扩张动力不足的本质问题并不能得到解决。

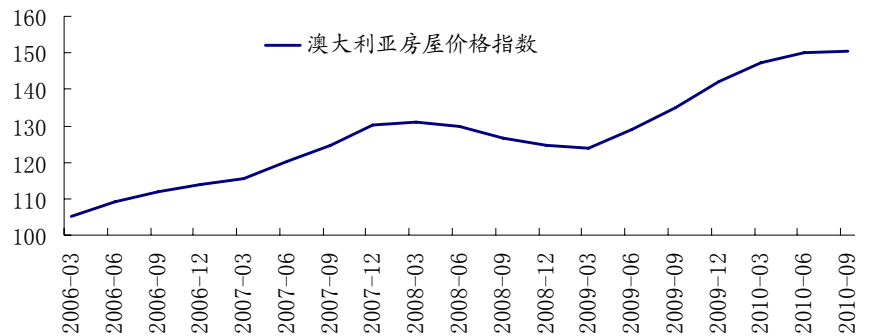
相对美股在 QE1 下的涨势如虹，QE2 推出后，市场表现相对冷淡。通过日本的例子我们也可以看到，90 年代中期，日本央行通过大量购买政府债券将流动性注入金融体系，刚开始市场还有正面的反应，之后几乎看不到任何效果。结合美国的经济状况，预计未来可能继续实施的 QE3、QE4 将难以对美股产生重大影响。

图 4 日本后几次量化宽松对市场没有影响。



新兴市场上演的是另外一个故事。商品、楼市、股市连创新高，资产泡沫问题严重。但新兴市场国家的积极应对使得 QE2 效力大减：澳大利亚提前加息，已经有效地抑制住了上涨的资产价格；中国对房地产调控以及物价行政措施也在一定程度上打压了资产泡沫。现在看来，美国没占多少便宜，新兴市场国家也没输。未来这样的拉锯战还将持续进行。

图 5 澳大利亚加息后资产升值速度放缓。



对于中国市场，美国 QE 的持续性的影响将体现在两个方面：第一，全球货币泛滥带来的资产价格重估，推动股市的上涨；第二，商品价格上涨挤压了中游制造业的利润。外汇占款迅速的上升后被发行的货币导致国内出现资产泡沫，政府调控的压力激增。利润下滑和政策紧缩的可能导致股市面临调整压力。两大因素的交互影响，造成了近来 A 股上下两难的僵局：10 月股市大涨主要受前者影响，11 月后股市的调整主要受后者影响。在美国 QE 政策还将持续以及中国经济内生动力不足的前提下，短期内还看不到僵局被打破的可能。

作者简介:

江亚琴:

清华大学金融学硕士，09 年 7 进入国泰君安证券，从事策略研究。

## 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

## 评级说明

	评级	说明
<b>1. 投资建议的比较标准</b> 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
<b>2. 投资建议的评级标准</b> 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		