



2010.11.05

货币泛滥、泡沫滋长

——美国货币政策评论之二

	王虎	姜超	薛鹤翔
	021-38676011	021-38676430	021-38674809
	wanghu007633@gtjas.co	jiangchao6164@gtjas.co	Xuehexiang008730@gtjas.co
	S0880109044193	S0880108023056	

本报告导读：

摘要：

- 截至 2011 年 2 季度末，联储还将进一步购买 6000 亿美元的长期国债，大约每月 750 亿美元。此外，美联储持有价证券的收益部分将用于再投资，但此次是全部买国债，此部分规模为 2500-3000 亿，因此截至 2011 年 2 季度末联储将计划购买 8500-9000 亿美元规模的国债。
- 近期市场对此次量化宽松的规模预期分布在 2000-10000 亿美元，此次联储的计划接近市场预期的上限，从平均水平上来看是超出市场预期的。
- 此次购买的债券期限主要集中在 2-10 年上，平均期限为 5-6 年。之所以有如此配置，我们认为一是因为这个期限的债券规模比较大，二是因为这个期限的债券收益率是市场长期利率的定价基准，如果能将其维持在合意的低水平上，就能提供一个低利率的宽松货币环境。
- 量化宽松政策使得美联储在经济利益上不再中立。在手持大量风险资产头寸的情况下，如果利率政策先于量化宽松退出，那么固定抵押利率可能改变因美联储购买 MBS 而持续下降的走势而回头上升，而利率的上升很可能使美联储出现巨亏。因此，未来如果美国经济逐步复苏，政策退出的顺序将是量化宽松退出、利率提高、财政刺激垫后。从目前的量化宽松政策计划来看，利率在 2011 年将持续维持低位。
- 美联储将美元利率长期维持在接近 0 的水平，带来的一个主要后果就是全球的资产价格泡沫逐渐泛起。由于新兴市场经济体具有更好的增长前景，其资产价格成为了低成本美元追逐的对象。当前大量新兴市场经济体的股价指数已超过 2007 年的最高水平，随着美国低利率水平的持续，资产价格泡沫难以避免。

注：附录 1 为美联储最近两次美联储声明的对比和点评。

宏观研究团队

李迅雷

021-38676523

lixunlei@gtjas.com

姜超

021-38676430

Jiangchao6164@gtjas.com

王虎

021-38676011

Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰

021-38676051

lvchunjie@gtjas.com

汪进

021-38674624

Wangjin008085@gtjas.com

相关报告

《下一个十年如何跑赢 M2》

2010.10.11

《美国城市化过程中的产业成长经验》

2010.10.11

《收入结构变化将影响未来价格走势》

2010.09.08

《区域经济巡礼之内蒙篇》

2010.08.16

《误判加息 误在哪里》

2010.08.16

出口将持续回落，顺差或逐渐扩大

——点评 10 年 7 月出口数据

2010.08.11

政策难再紧，转向诚可期——点评 2 季度货币政策报告

2010.08.06

去库存进入第二阶段

2010.08.02

一、QE2 规模超市场的平均预期

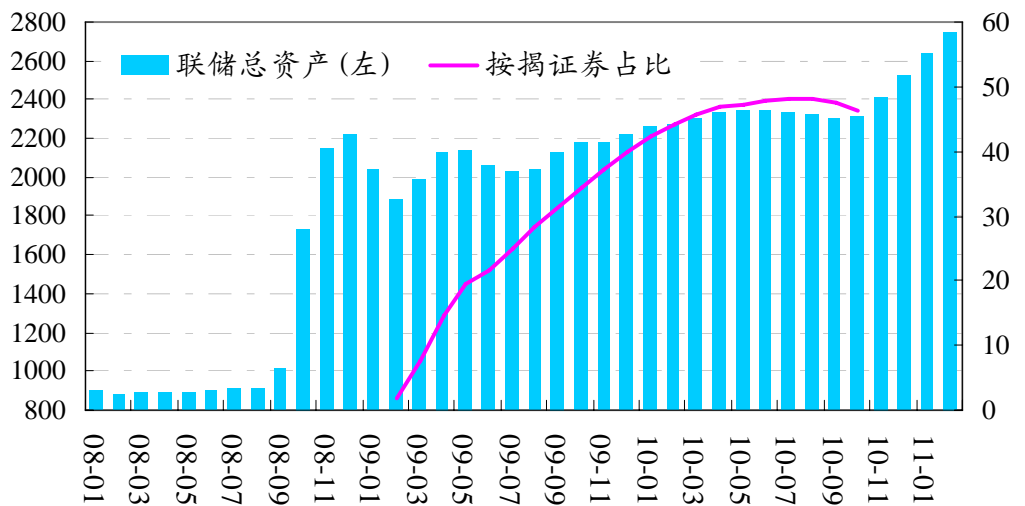
联储将继续将其持有证券收益用于再投资的政策。此外，截至 2011 年 2 季度末，联储还将进一步购买 6000 亿美元的长期国债，大约每月 750 亿美元。联储将会根据经济复苏状况不断评估其购买债券的进度和资产购买方案的总规模，并根据需求调整购买方案以更好的达致促进就业和稳定价格水平的目标。利率水平仍将维持在 0-0.25 的水平上。

此外，美联储持有价证券的收益部分将用于再投资，但此次是全部买国债，此部分规模为 2500-3000 亿，因此截至 2011 年 2 季度末联储将计划购买 8500-9000 亿美元规模的国债。

近期市场对此量化宽松的规模预期分布在 2000-10000 亿美元，此次联储的计划接近市场预期的上限，从平均水平上来看是超出市场预期的。

此次量化宽松的方案也在市场预期之内。该方案对市场的短期冲击较小，同时也有利于引导市场预期将中长端利率持续维持在低水平上。

图 1:
美联储总资产和按揭证券
在总资产中的占比
左轴单位: 10 亿元
右轴单位: %



二、意在压低中长端利率

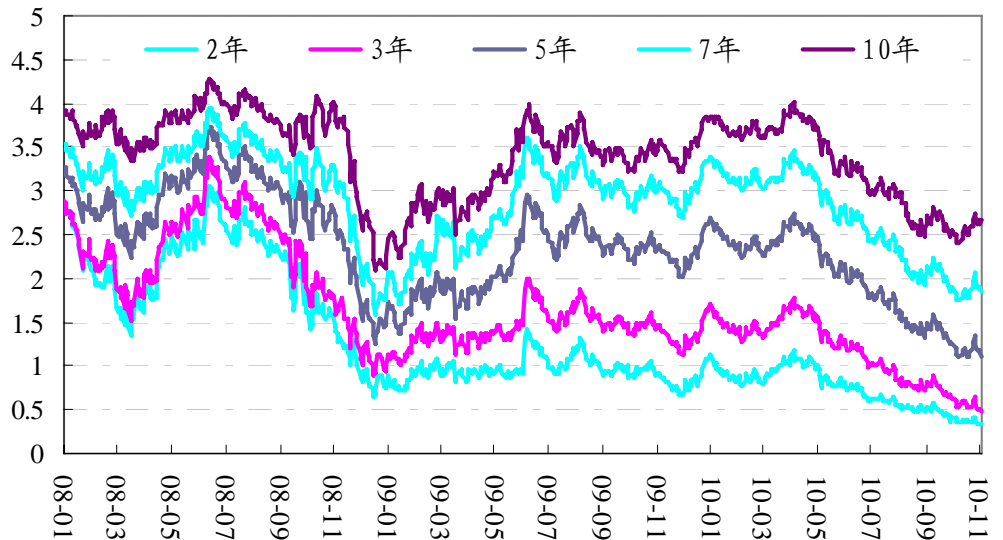
此次购买的债券期限主要集中在 2-10 年上，平均期限为 5-6 年。之所以有如此配置，我们认为一是因为这个期限的债券规模比较大，二是因为这个期限的债券收益率是市场长期利率的定价基准，如果能将其维持在合意的低水平上，就能提供一个低利率的宽松货币环境。

表 1:
美联储计划购买债券的结
构

联储购买各种期限债券占比							TIPS
1½-2½	2½-4	4-5½	5½-7	7-10	10-17	17-30	1½-30
5%	20%	20%	23%	23%	2%	4%	3%

从目前的利率水平来看，5 年以下的国债收益率已经处于历史最低水平了，预计进一步下降的空间不大。10 年期的国债收益率还超出前期的低点 50 个 bp，有进一步下降的空间。

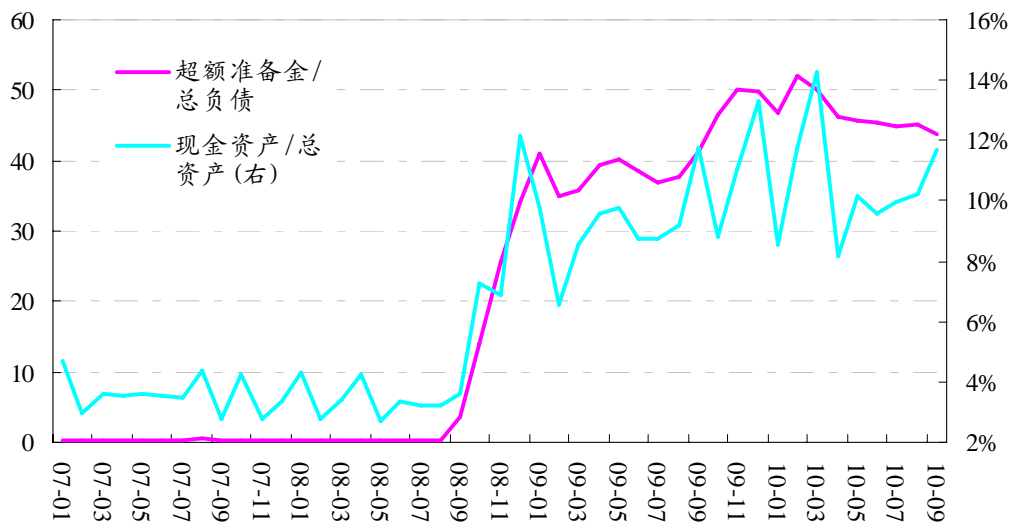
图 2:
各期限国债收益率走势
单位: %



三、信贷市场仍未完全解冻

宽松的宏观货币环境使得资金集聚于银行体系之内，存款机构的超额准备金持续的维持在 40% 的水平上，充分揭示了信贷市场目前的特征。信贷市场的实际紧缩使得企业尤其中小企业获取贷款的难度仍然较大。

图 3:
存款机构超额准备金率和
总负债的比率以及现金资
产在总资产中的比重
左轴单位: %
右轴单位: 1



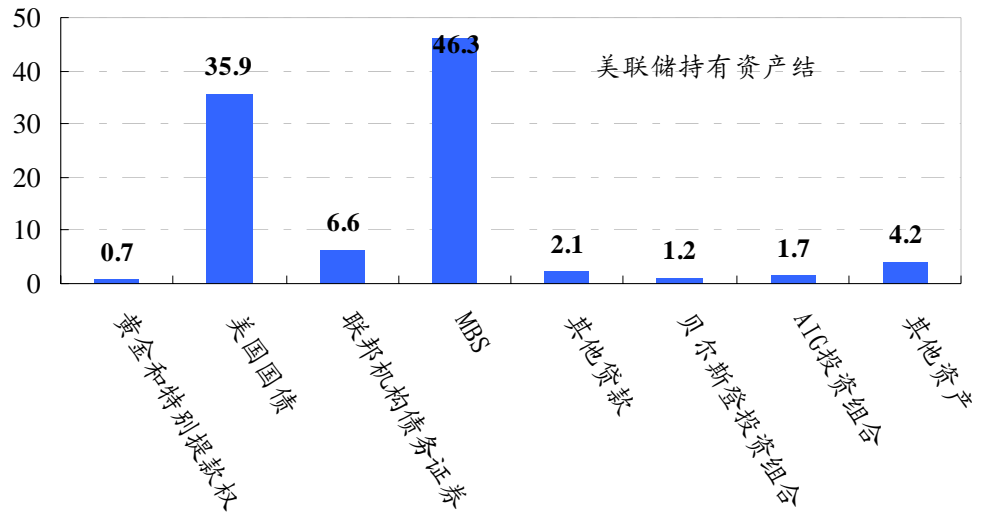
四、低利率或将长期维持

量化宽松的主要动作就是美联储积极在市场上购买 MBS，这一行为的后果是美联储在经济利益上不再中立。2009 年，美联储因实施非常规货币政策获得 461 亿美元的利润，这其中购买 MBS 功不可没，而正常情况下美联储的收益应该来自于提供清算服务和国债利息。在手持大量风险资产头寸的情况下，改变政策利率会直接并且极大地影响美联储的“投资业绩”。如果利率政策先于量化宽松退出，那么固定抵押利率可能改变因美联储购买 MBS 而持续下降的走势而回头上升，这样的话利率的上升很可能使美联储出现巨亏。

因此，未来如果美国经济逐步复苏，政策退出的顺序将是量化宽松退出、利率提高、财政刺激垫后。从目前的量化宽松政策计划来看，利率在 2011

图 4:
美联储持有资产的结构
单位: %

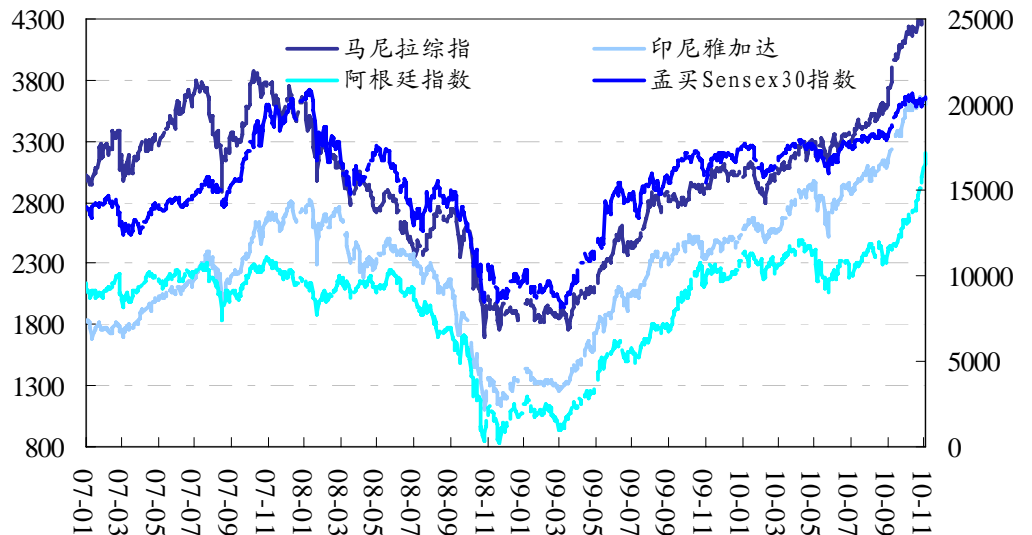
年或持续维持低位。



五、新兴市场泡沫滋长

美联储将美元利率长期维持在接近 0 的水平，带来的一个主要后果就是全球的资产价格泡沫逐渐泛起。由于新兴市场经济体具有更好的增长前景，其资产价格成为了低成本美元追逐的对象。当前大量新兴市场经济体的股价指数已超过 2007 年的最高水平，随着美国低利率水平的持续，资产价格泡沫难以避免。

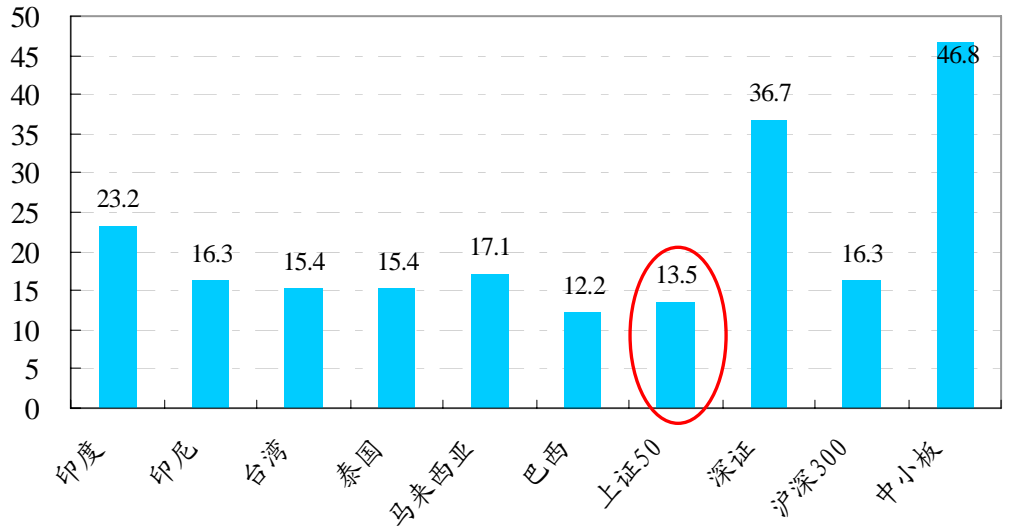
图 5:
各新兴市场国家股指走势
左右单位: 1



从新兴市场股票市场的横截面来看，目前中国的上证 50 指数和沪深 300 指数的市盈率都处于较低的较低的水平。

图 6:
各新兴市场经济体股指的
市盈率(TTM)

左轴单位: 1



附表 1: 美联储 9 月会议和 11 月会议声明对比及其点评

<p>11 月会议声明:</p> <p>Information received since the Federal Open Market Committee met in September confirms that the pace of recovery in output and employment continues to be slow. Household spending is increasing gradually, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Business spending on equipment and software is rising, though less rapidly than earlier in the year, while investment in nonresidential structures continues to be weak. Employers remain reluctant to add to payrolls. Housing starts continue to be depressed. Longer-term inflation expectations have remained stable, but measures of underlying inflation have trended lower in recent quarters.</p> <p>Consistent with its statutory mandate, the Committee seeks to foster maximum employment and price stability. Currently, the unemployment rate is elevated, and measures of underlying inflation are somewhat low, relative to levels that the Committee judges to be consistent, over the longer run, with its dual mandate. Although the Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, progress toward its objectives has been disappointingly slow.</p> <p>To promote a stronger pace of economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate, the Committee decided today to expand its holdings of securities. The Committee will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings. In addition, the Committee intends to purchase a further \$600 billion of longer-term Treasury securities by the end of the second quarter</p>	<p>9 月会议声明:</p> <p>Information received since the Federal Open Market Committee met in August indicates that the pace of recovery in output and employment has slowed in recent months. Household spending is increasing gradually, but remains constrained by high unemployment, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Business spending on equipment and software is rising, though less rapidly than earlier in the year, while investment in nonresidential structures continues to be weak. Employers remain reluctant to add to payrolls. Housing starts are at a depressed level. Bank lending has continued to contract, but at a reduced rate in recent months. The Committee anticipates a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability, although the pace of economic recovery is likely to be modest in the near term.</p> <p>Measures of underlying inflation are currently at levels somewhat below those the Committee judges most consistent, over the longer run, with its mandate to promote maximum employment and price stability. With substantial resource slack continuing to restrain cost pressures and longer-term inflation expectations stable, inflation is likely to remain subdued for some time before rising to levels the Committee considers consistent with its mandate.</p> <p>The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period. The Committee also will maintain its existing policy of reinvesting principal payments from its securities holdings.</p>	<p>点评:</p> <p>相比 9 月会议, 11 月会议进一步确认了通胀预期稳定, 以及潜在通胀低于长期趋势。9 月核心 CPI 和核心 PCE 分别为 0.8% 和 1.2%, 继续显著低于长期通胀目标 1.7%-2% 一线, 显示经济仍面临通缩风险。通缩风险是美联储此番重启量化宽松的重要原因之一, 另一原因是失业率居高不下。</p> <p>11 月会议声明中, 虽然委员们仍预期资源利用率的逐步上升, 但对上升的进展表示失望, 请注意 “disappointingly slow” 的措辞。</p> <p>11 月会议宣布了新的 6000 亿美元的长期资产购买计划, 即至 2011 年第 2 季度, 每月购买 750 亿美元。与 9 月会议一样, 原有资产的本金还款再投资政策仍将继续, 以保持美联储资产负债表规模不变。据纽约联储估算, 该再投资规模在 2500-3000 亿美元之间。</p>
---	---	---

<p>of 2011, a pace of about \$75 billion per month. The Committee will regularly review the pace of its securities purchases and the overall size of the asset-purchase program in light of incoming information and will adjust the program as needed to best foster maximum employment and price stability.</p> <p>The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels for the federal funds rate for an extended period.</p> <p>The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and will employ its policy tools as necessary to support the economic recovery and to help ensure that inflation, over time, is at levels consistent with its mandate.</p> <p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; James Bullard; Elizabeth A. Duke; Sandra Pianalto; Sarah Bloom Raskin; Eric S. Rosengren; Daniel K. Tarullo; Kevin M. Warsh; and Janet L. Yellen.</p> <p>Voting against the policy was Thomas M. Hoenic. Mr. Hoenic believed the risks of additional securities purchases outweighed the benefits. Mr. Hoenic also was concerned that this continued high level of monetary accommodation increased the risks of future financial imbalances and, over time, would cause an increase in long-term inflation expectations that could destabilize the economy.</p>	<p>The Committee will continue to monitor the economic outlook and financial developments and is prepared to provide additional accommodation if needed to support the economic recovery and to return inflation, over time, to levels consistent with its mandate.</p> <p>Voting for the FOMC monetary policy action were: Ben S. Bernanke, Chairman; William C. Dudley, Vice Chairman; James Bullard; Elizabeth A. Duke; Sandra Pianalto; Eric S. Rosengren; Daniel K. Tarullo; and Kevin M. Warsh.</p> <p>Voting against the policy was Thomas M. Hoenic, who judged that the economy continues to recover at a moderate pace. Accordingly, he believed that continuing to express the expectation of exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period was no longer warranted and will lead to future imbalances that undermine stable long-run growth. In addition, given economic and financial conditions, Mr. Hoenic did not believe that continuing to reinvest principal payments from its securities holdings was required to support the Committee's policy objectives.</p>	<p>同时,美联储将根据新情况重新审视其资产购买进度以及资产购买规模,并作出适时调整以实现其政策目标。</p> <p>FOMC 委员会新增两位委员: Sarah Bloom Raskin 和 Janet L. Yellen, 后者为新任美联储副主席。</p> <p>与 9 月会议一样, 11 会议中, 唯一的一枚反对票仍然是来自于 Thomas M. Hoenic。他认为新的资产购买计划风险大于收益。过度宽松的货币政策将增加未来金融不稳定的风险,也会导致长期通胀预期的上升。</p> <p>9 月会议中, Hoenic 反对的理由主要是,经济仍处于复苏进程中,长期保持极低利率是不合适的。</p> <p>对于 Hoenic 这枚反对票,我们不感到意外。在出现新的反对者之前,我们认为美联储政策将不会转向。</p>
---	--	--

作者简介:

王虎:

南京大学经济学博士。现为国泰君安证券宏观经济研究员。

姜超:

清华大学经济学学士/数量经济学博士;

06至09年入围新财富债券最佳分析师,08年获第三名,09年获第二名。

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
1.投资建议的比较标准 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
2.投资建议的评级标准 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		