

诺亚财富管理中心

袁力 研究员

021-38602340

research@noahwm.com

美国量化宽松政策影响追踪

近期报告：

美国新一轮量化宽松及影响
(2010-11-1)

近期经济指标走势分析
(2010-9-19)

黄金价格走势及影响因素研究
(2010-9-6)

对美国经济二次衰退的风险
评估(2010-8-26)

对经济转型的一些思考
(2010-8-17)

近期经济信息点评
(2010-7-28)

新股上市对 A 股指数的影响
研究(2010-7-15)

近期宏观经济事件追踪及点
评(2010-6-23)

近期宏观经济事件点评
(2010-5-24)

近期宏观经济风险影响评估
(2010-5-10)

秋后算账：评 SEC 起诉高盛案
(2010-4-26)

近期宏观数据及政策点评
(2010-4-6)

人民币升值争端：因果分析
(2010-3-23)

通胀隐现，调控受制
(2010-3-12)

报告摘要：

- 量化宽松首月投放 1050 亿美元，超过每月 750 亿美元的预期水平，美联储投放货币比较积极；
- 美国近期出炉的一些经济数据出现好转迹象，包括 PMI、失业率等，从过去数据的统计分析来看，美元贬值将继续推动就业好转；
- 美元贬值短期内造成 J 曲线效应，随后，美国出口将被拉动，逆差好转，量化宽松的作用还在于市场信心和预期管理；
- 1973 年至今的数据显示，美国经济周期均值为 8.44 年，据此推断，美国经济将在 2012 年左右恢复；
- 美国近两次经济低谷时，货币存量增速提高，表明政府起到了积极作用。其近 20 年的 M2 同比增速均值为 4.99%，有利于维持币值和降低通胀；

一、美国量化宽松对市场的影响

新一轮量化宽松政策推出已经一个月，我们已在之前4篇报告中连续、重点地关注了美国经济复苏进程中的不确定性，其抛出的量化宽松政策为近期全球经济最重要的风险之一。从影响上看，商品市场的剧烈波动仅为其副作用的一个方面，而新兴市场的流动性过剩和资产泡沫隐患才是应重点防范的后续问题。中国央行行长周小川所谓的“池子”已经开建，但水进来时已经造成了物价剧烈波动，水退去时谁又知道将带走什么呢？

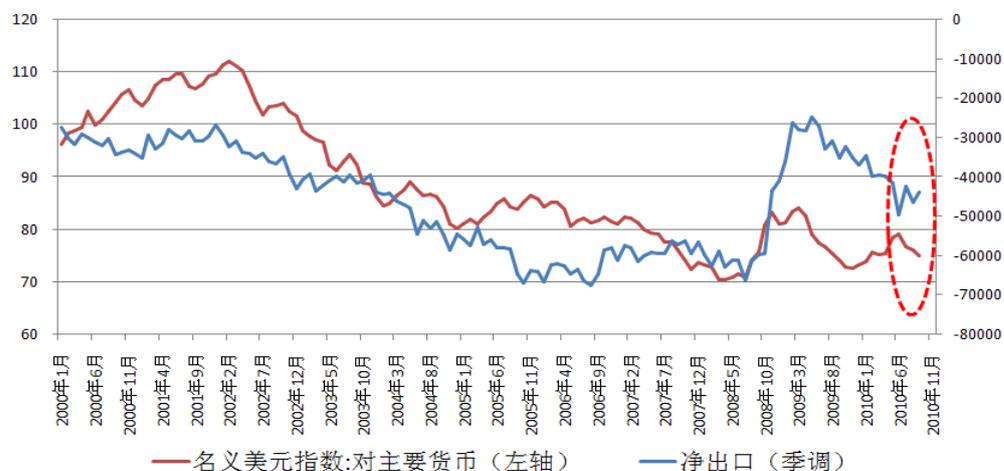
美联储在11月10日的声明中称，首月投放了1050亿美元，用于购买财政部债券，包括市场先前预期的月均750亿美元购买额度，也包括用投资收益购买的300亿美元债券。按照其投放额度，市场上几乎每天都会看见美联储的影子。

从量化宽松预期和实际投放导致的效果来看，美国部分经济指标出现了好转。比如10月份的ISM制造业采购经理人指数从9月份的54.4升至56.9。非农就业人数增加15.1万人，为5个月来的首次增加，该数据远超市场预期。就业人数的增加很大程度上来源于服务业好转、制造业下滑减缓、建筑业恢复等因素。

在之前的报告中我们曾提到，采取美元贬值的方法来降低失业率很可能有效，因为从历史数据回归来看，美元指数=94.24+0.45×失业率，这两个变量在10%的置信水平下显著正相关。同时等式显示，美元的平衡水平应在94左右，目前已经处于一个较低的水平，对就业的好转将有促进作用。

短期内，量化宽松政策还导致J曲线效应的出现，它往往出现在一国货币贬值的初期，由于进出口数量的“粘性”，逆差数据反而因为结算汇率的变化而扩大，这种效应一般会持续数月时间。美国对外贸易在6-9月的贬值周期中呈现出这样一种情况，即美元的贬值短期内并没有减少贸易逆差，反而造成进口金额变大，逆差加剧，如图1所示。由于对外贸易的好转会在贬值一段时间后才能显现，因此我们怀疑量化宽松的目的，更重要的在于预期管理和鼓励民众信心。

图1：J曲线效应（美元指数与净出口）

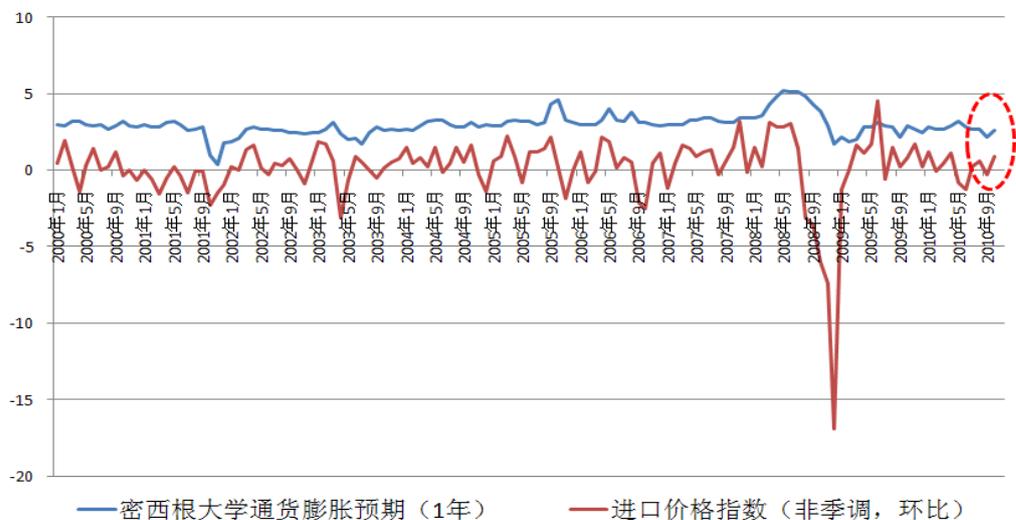


来源：诺亚财富、Wind

美国 9 月份经过季调后的出口金额环比 8 月份出现上涨，逆差的增幅也已放缓。同时，10 月份 PMI 指数中的分项新出口订单指数为 60.5，比 9 月份的 54.5 大幅增加，进口指数则出现下滑。结合 J 曲线效应时间，我们预计 10 月份美国逆差环比将继续好转。

通货膨胀方面，由于商品价格的上涨，美国 9 月份的进口价格水平环比升 0.9%，创 4 月份以来的新高。美国居民的日常消费对进口依赖较大，货币贬值带来的通货膨胀将导致居民消费水平提高。同时密歇根大学通货膨胀指数（1 年预期）在 9 月份（2.2）环比下跌之后，10 月也出现了反弹，达 2.60。这些数据有利于美联储完成除减少失业外的另一项任务，即拉动通货膨胀。

图 2：美国进口价格指数与通胀预期指数回升



来源：诺亚财富、财汇

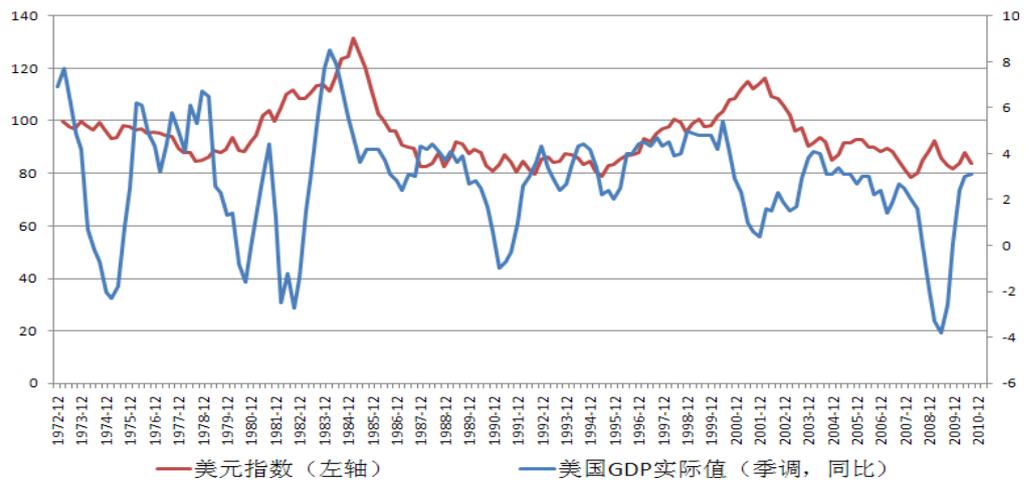
二、美国经济复苏前景不变

我们仍维持之前报告的观点，虽然存在各种困难，但美国经济正逐步复苏。我们现在看到的量化宽松等政策均为美联储货币政策微调产生的结果，而这些也只是美国经济恢复强化的一个过程。

将美国从 1973 年至今的 GDP 同比增长率与美元指数反映在图 3 中，从统计区间的 5 次 GDP 波谷来看，时间间隔分别约为 7.5 年，8.75 年，9.75 年和 7.75 年，均值为 8.44 年，这个均值同时反映了美国民众的一种心理周期。按照半个周期时间来推断，美国经济有望在 2012 年附近恢复到一个较好的水平。在那之前，随着货币的回流，新兴经济体的资产泡沫可能面临困难局面。

虽然美国的人力成本竞争优势并不强，但其科学技术和创新优势仍然处于世界领先。列举一些简单的数据，比如诺贝尔奖获得次数、顶级大学的世界排名、装备制造和信息技术领先企业等，美国的总数仍旧遥遥领先于世界其他国家。虽然人力成本导致短期的失业率高企，但这可以通过美元贬值和抑制进口来缓解，并在其国内经济好转后改善。除此外，我们暂时还难以找到美国经济长期发展的重大瓶颈。

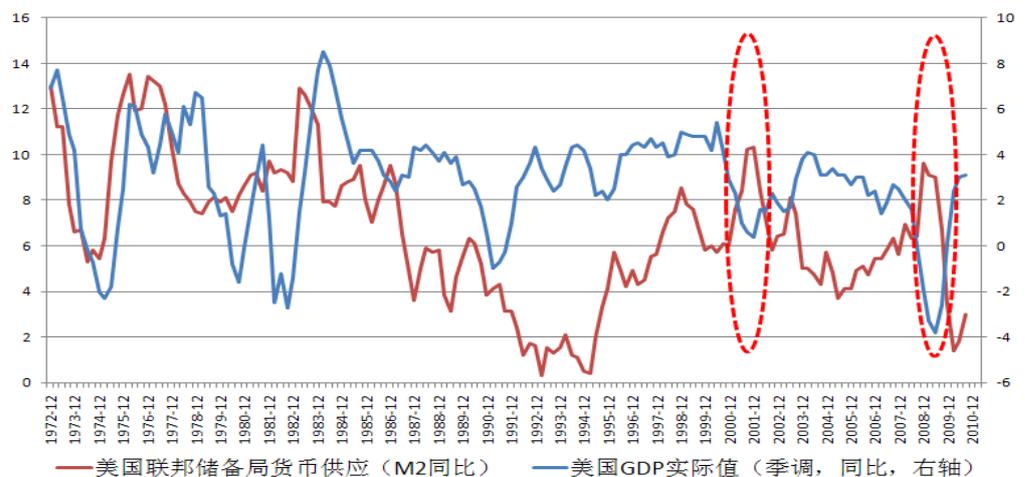
图 3: 1973 年至今的美国经济周期与美元指数



来源：诺亚财富、财汇

从经济周期与货币存量的关系来看，我们在近两次经济低谷均发现了货币存量增加的现象，这表现了美国政府在经济周期中的积极作用。同时，近 20 年 M2 均值水平为 4.99%，处于较低的水平，这也揭示了美国通胀水平较低的原因，并为稳定美元币值提供了保证。

图 4: 1973 年至今的美国经济周期和货币存量 M2 增速



来源：诺亚财富、财汇

研究员简介：

袁力，主要负责宏观经济的研究。

研究员承诺：

负责本研究报告全部或部分内容的每一位研究员，在此申明，本报告清晰、准确地反映了研究员本人的研究观点。作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响。作者薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

产品评价风险提示

对于理财产品的评级是对其已有信息的评价，并不表示对产品未来表现的预测。

理财产品评级变化并不一定表示产品业绩趋于上升或下降，或者绝对风险较小或较大，也可能是该产品与其它同类产品的相对排名发生变化。

由于投资者的风险偏好有所差异，高星级的产品未必适合所有投资者，投资者需结合产品收益风险特性及自身需求进行选择。

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表任何确定性的判断。投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

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、复制和发布。如引用、刊发需注明出处为诺亚财富管理中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。