

耶伦上位, QE 无限?

内容摘要

耶伦眼光了得。耶伦目光敏锐,她早在2005年就已警告美国房地产出现泡沫;《华尔街日报》早前统计2009至2012年14位联储局决策官员超过700个经济预测,耶伦对前景的判断较其他委员准确。

收水易放难收。美联储原想有序退市,但市场反应过敏,迫使联储局临阵退缩,期望平衡一下市场情绪。联储希望给予经济复苏腾出更多的空间,然而,这个过程令企业及消费者持续处在债息急升的恐惧中。

QE 缓退,短期好中期淡。较低的美元利率利于全球增长,减轻人民币对新兴国家的升值压力,利于出口,巩固经济增长的基础。但国内房地产泡沫还在扩张,美息维持低企会加大资金流入和房地产泡沫压力,到了QE退出,美元利率出现大幅上升时,对国内房地产和经济的冲击将难以估计。

复苏期首配股票。在经济滞涨期和衰退期资产配置首选现金和债券;在复苏期,通胀见底,股票是最佳配置;过热期,通胀上行,大宗商品优于其他选择。美国短期利率上升,发达国家资本市场的表现会优于发展中国家;而现在新兴股市回暖也只是熊市中反弹。

“克强经济学”的三大要点。李克强为中国制定的经济增长计划。其中主要核心有三大重点,一是不出台刺激政策,二是去杠杆化,三是结构性改革调整。

收水前后,短期动荡为主。A股将维持温和反弹格局,债市参与空间不大,美元短期弱势难改,黄金未受债务危机而受惠,退市及债务危机均不利于大类商品。

✉: dept_paqhyjs@pingan.com.cn

研究所 宏观策略团队

✉: dept_paqhtzxb@pingan.com.cn

投资咨询部 整理/分发

✍: 明 枫 (宏观策略)

☎: 86-755-83786971

✉: cenweizhong495@pingan.com.cn

📄: 期货从业资格:F0271803

相关报告

- 1、当前 A 股, 历史有鉴 2012. 04. 18
- 2、央行适度放水的基调不变 2012. 03. 30
- 3、饭局中的投资智慧 2012. 02. 29

周日参加一个财经圈茶叙，分别来自圈内金融机构研究或投资的6位行家（包括券商、基金、私募、期货，以下分别以【某某行家】标记），叙侃自然离不开美国QE、债务上限谈判、政府停摆以及候任联储主席耶伦未来政策；同时也谈到国内近期经济数据变化，三中全会的预期，当然也少不了评价一下“克强经济学”的影响。以下是茶叙闲聊大概：

一、美国退市未果，市场变数加大

1、退市生变，难言之隐

笔者自告奋勇先开腔：美联储暂不退市是有难言之隐。首先，9月美国密歇根消费者信心指数初值降至4月以来的最低水平；失业数据虽降，但原因是大量工人放弃申请失业；联储下调对今明两年的增长预期，反映了对未来经济的担忧。其次，美国结构性调整仍然缓慢，在减赤和债务上限方面再次出现的僵局。

当然，年内退市应该是大概率的事，这从两位美联储的决策成员的观点得知，如果经济情况好转，联储最快会在10月份的会议启动退市，笔者补充说。

不过【券商行家1】却从另一角度对QE后遗症作了颇为深刻的剖析：美联储出尔反尔，暂不退市虽为市场带来兴奋，实为市场带来忧虑。美联储担心债息急升，退市或令市场失控，但不退市却被视为向市场屈服。所以，经济数据回软使退市延后，因为日本央行当年过早退市，反而扼杀刚长出的复苏幼苗。何况，QE1后美联储承认过于乐观，被迫后来继续放水。

图1：美债息大涨之下，高息资产大幅下跌



资料来源：平安期货研究所

2、收水易放难收，联储自毁长城

这是历史教训，QE易放难收，五年前放水的第一日，早已预示了这一点。他续说，在联储主席伯南克扬言退市之际，市场尚且未担心利率回升会打击房地产市场复苏；但

如今预期不同了，如果利率回升过快，便会拖累房地产及汽车销售，美联储要退市将会更困难。因此，这才是放水的真正代价。

他解释道，美联储原想有序退市，但市场反应过敏，债市一步到位反映9月退市的预期，迫使联储局临阵退缩，期望平衡一下市场的过敏情绪。事实上，美联储担心的不是通胀的来临，而是眼前经济稍稳→联储退市→债息急升→经济再受阻的尴尬局面。所以，联储希望给予经济复苏腾出更多的空间，然而，这个过程令企业及消费者持续处在债息急升的恐惧中，经济又怎能恢复过来呢？

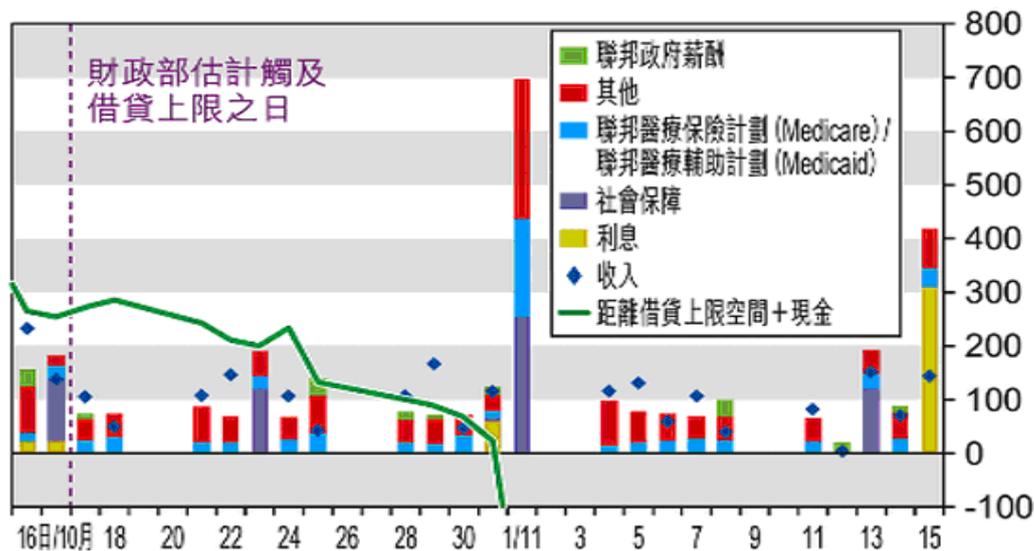
听完上述精辟分析，笔者表示认同，补充说：尽管美联储的影响力毋庸置疑，但近期在政策公布上分寸尽失的表现，实在有损其决策果断及政策清晰的信誉，无异于自毁长城。如果欧亚经济一旦再陷困境，急需美联储出手时，该局就再难于取信于世人了。

二、美国政府停摆，违约风险增

1、两党“斗鸡”博弈，年底1.28万亿到期

聊得正欢，大伙话锋转到美国债务上限谈判导致政府停摆这一事件。【券商行家2】抛出看法：白宫与共和党互不相让，罔顾债权人利益，拿债务上限作博弈筹码，却是不折不扣的政治“斗鸡”游戏。共和党将医改、拨款与债务捆绑，要奥巴马损一失三，逼其退让；后者索性缺席亚洲 APEC，贸易也不谈了，要共和党承担“美国日落”恶名。双方肯定“玩到底”僵持到债务大限前最后一刻，迫使对方妥协。

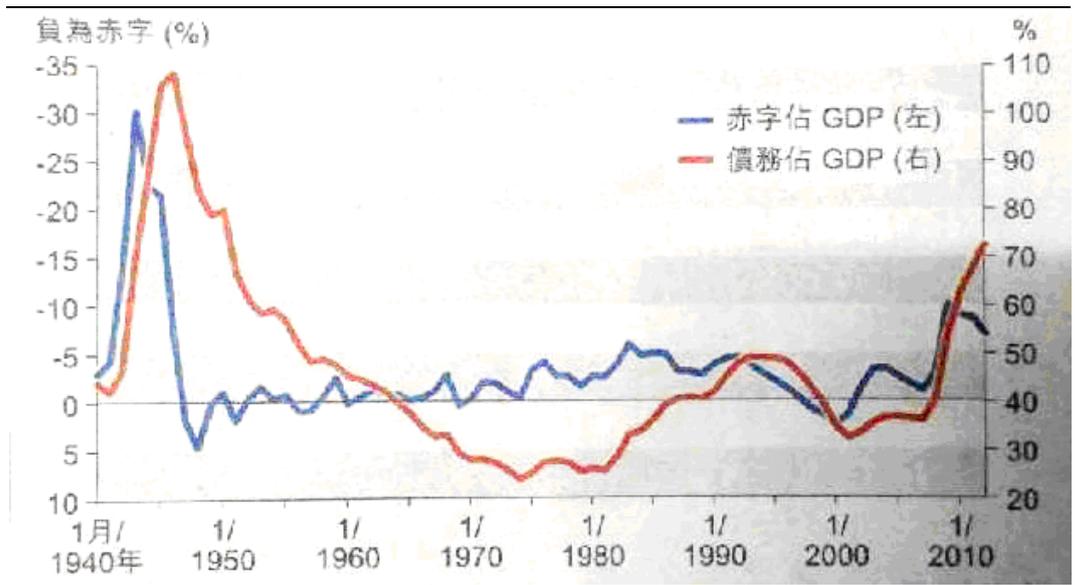
图2: 美国财政状况 (亿美元)



资料来源:美国财政部、高盛证券

事实上，两党均明白，美国根本承受不起债务上限不获提高的后果。银行界人兄续说，1940年至今的73年来，只有12年（1997-2009年）录得收支平衡。其余61年均入不敷支，近年更是二战以来预算赤字占GDP比例最大的时期。因此，美国不仅依赖发债度日，更以新债换旧债向世界债权人偿还利息。到本月底，美国政府共有1.2764万亿债务到期，单是利息，仍要支付近510亿美元。

图3: 美国赤字及债务占GDP比例



资料来源: 平安期货研究所

2、违约将现全球灾难一幕

他还补充说: 眼前情况, 我们会想起 2011 年夏季美国陷入违约边缘的一幕, 股市暴跌, 信用降级。然而, 个人感觉当前境况跟“千年虫”有更多相似的地方。由于史无前例, 2000 年降临的一刻会发生什么事, 无人能说, 五花八门的求生绝活遂应运而生大有市场。千禧年终于到来, 除了少数地区出了点“小状况”, 世界如常运作。

“千年虫”令世人捏一把冷汗, 但美元是全球储备货币, 且美债是衡量全球借贷成本的标准, 因此美国违约将带来前所未有的影响。美国财政部上周警告, 如果违约可能是“灾难性的”, 并将“震荡全球”。当然, 尽管问题严重, 但估计事件仍会跟过往一样在最后一刻获得解决, 这是周末美股大涨的原因。【券商行家 2】如是说。

三、耶伦上位, 退市未了?

1、眼光了得, 众望所归

较早前, 市传奥巴马提名联储主席乃萨默斯而非耶伦, 有无此事? 笔者转换话题。【基金行家】接话说: 呵呵, 奥巴马最佳人选的确是前财长萨默斯, 但耶伦获取三百位经济学家一致联署推荐, 理由是她在货币政策上有丰富经验, 实属众望所归, 而萨默斯则是一张白纸。

耶伦何许人也? 银行界仁兄似乎做了功课。1997 年任克林顿政府的经济顾问委员会主席, 2004 年出任三藩市联储银行行长, 2010 年转职为联储副主席。据悉, 伯南克的大型买债计划、超低利率等非常规货币政策, 设计师就是耶伦大姐。

耶伦的“经济目光”非常敏锐, 她早在 2005 年就已警告美国房地产出现泡沫; 《华尔街日报》早前统计 2009 至 2012 年 14 位联储局决策官员超过 700 个经济预测, 耶伦对前景的判断较其他委员准确, 可见耶伦眼光了得。

2、非鸽非鹰，该退则退

【基金行家】续说：耶伦予外界印象是伯南克超宽松政策的坚定支持者，因此也被标签为鸽派¹代表。以至于坊间以为，鹰派只会收水，鸽派只会放水，市场一度认为耶伦上位，QE 将无限延长，如是这样想的话，则就大错了。其实耶伦也有鹰派作风的时候。在 1990 年代，耶伦就提出制定一个正式的通胀目标，控制劳工成本和通胀预期。但现在美国通胀已消除，耶伦的目标亦转为利用宽松货币政策来刺激经济，从而推动就业市场复苏。因此，耶伦是鹰是鸽，视乎客观环境变化及经济状况而定。所以，如果条件具备，按既定目标，耶伦未来照样会收水。这可以解释了耶伦获得提名后，黄金价格出现下跌的理由了。

四、告别泛滥时代，全球资产重组

1、QE 尾声，债牛终结；

有人提问，既然美国由于受多种原因而不能退市，那么，在这一退而未退的尴尬局面下，如何部署我们的投资呢？笔者接过话题：虽然美联储退而未退，但全球投资人对即将到来的退市还是做好了准备。这从前一段时间以来新兴市场热钱大举流向发达经济体已有反映。在后 QE 时代，资本回流、欧美经济缓慢复苏及新兴市场的不稳定，将重新开启逐渐强势的美元时代，这意味着多数货币都将走贬，大宗商品将步入下降周期。

笔者继续分析道：在弱复苏的背景下，美债收益率与美元指数同步上行格局。而我国债券收益率只有在中美两国货币政策倾向不同时才会出现分化，因此美元或美债收益率上行将带动中国国债收益率随之上行。

图4：在中美经济同向之下，国内债息将随美债收益率同步升跌



资料来源:wind、平安期货研究所

这时坐在笔者对面的【私募行家】说：美联储无论何时退出，美债牛市已经告终，

¹ 学术界一般将古典学派称为鹰派，凯恩斯学派称为鸽派。前者看长线，信无形之手，不须调节政策；后者则看短线，信有形之手，主张反周期。

很难说会到达哪个位置，但十年期国债收益率到达 3%或升至 5%是迟早的。自 5 月美联储退市预期以来，全球债券型基金净流出达 615 亿，是 2004 年经计以来规模最大的资金流失。在过去 5 年的低息环境下，市场资金不断追求高息资产，股票市场债券化，资金宁买高息股而不买增长股。然而，随着货币政策的收紧，而引爆全球债券大熊市恐怕已难以避免了。

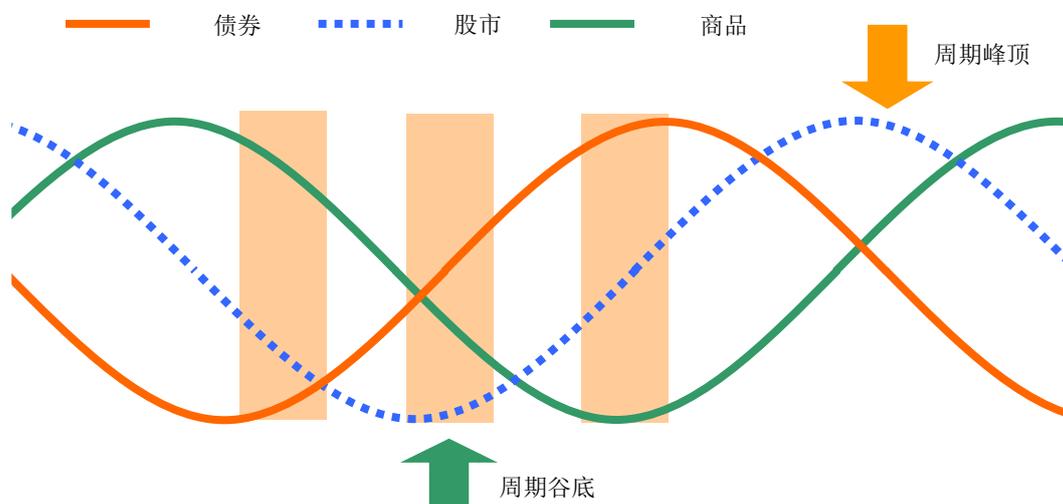
2、复苏期首配股票

【券商行家 1】又着说：前面大家说得对，未来全球利率水平将会继续上升，流动性将告别泛滥时代，并将改变投资者的风险偏好习惯，使全球金融资产重新定位，昭示资金在各大类资产中的配置行至一个新的时期。

根据美林投资时钟理论，在经济滞涨期和衰退期资产配置首选现金和债券；在复苏期，通胀见底，股票是最佳配置；过热期，通胀上行，大宗商品优于其他选择，这是公认的标准配置模型。但金融危机至今，被拉长的衰退和弱复苏交替期内，加之全球流动性泛滥，大类资产的周期循环很难再遵循“时钟”路径。2009-2010 年间，新兴国家的股票市场和全球的债券市场成为主要的资本流入；2011 年后，发达国家经济出现弱复苏，在利率维持低位之股票市场持续上涨，债券市场则处在牛市末期。

历史经验表明，美国短期利率上升，发达国家资本市场的表现会优于发展中国家；而现在新兴股市回暖也只是熊市中反弹。【券商行家 1】补充说。

图5: 经济处于复苏阶段，通胀低企情况下，股市将会进入牛市



资料来源:平安期货研究所

3、QE 未退，短期利好中线利淡

有人问道，在当前退市之际，对中国市场产生怎样的光景呢？【券商行家 2】回答：美联储 QE 缓退，对我们短期属利好、中期属利淡。利好方面：较低的美元利率利于全球增长，减轻人民币对新兴国家的升值压力，利于出口，巩固经济增长的基础。利空方面：国内房地产泡沫还在扩张，美息维持低企会加大资金流入和房地产泡沫压力，到了 QE 退出，美元利率出现大幅上升时，对国内房地产和经济的冲击将难以估计。

从今年 6 月份的“钱荒”事件可以看出，现在中国已经不是依靠货币能够促进经济

增长了，而化解金融风险的意义更显突出。【券商行家 2】补充说，

五、“克强经济学”的三大要点

1、“克强指数”的核心是真实

不知不觉间，大家将话题转到国内。笔者问：在日本，首相安倍晋三“上场”力求摆脱通缩困局，推出被市场命名为“安倍经济学”的经济政策。在中国，国务院总理李克强为了实现经济软着陆，让国内经济走向稳步增长，也搬出了被命名为“克强经济学”的政策。大家怎么看。

【券商行家 1】爆料：李克强在辽宁省任省委书记时，就表示不相信国内 GDP 数据，而应从用电量、铁路货运量及贷款发放量去判断宏观经济，故英国《经济学人》编制了“克强指数”（Keqing Index）分析国内经济。自从今年李克强就任国务院总理，市场对中央政府将会实施的经济政策甚为关注。李克强最常提到的话题是“改革”，当中涉及行政体制改革、财税体制改革、金融改革、农业改革、铁路投融资改革、养老服务改革等。

2、“改革是最大的红利”

巴克莱资本亚洲首席经济学家黄益平于今年 6 月发表报告谈论内地经济时，启用了新英文单词：Likonomics，中文译出就是“李克强经济学”。是指李克强为中国制定的经济增长计划。其中主要核心有三大重点，一是不出台刺激政策，二是去杠杆化，三是结构性改革调整。他再解释称，在十八大之前，我们预期新政府上台也会推出刺激措施，但最终没有出现，李克强只抛出通胀控制在 3.5% 以下，GDP 增长率不低于 7.5% 目标。

过去几年，企业不断借贷扩大生产，产能大量过剩。影子银行表外资产外溢风险加大，6 月“钱荒”是政府警告银行做好风险管理，主动去杠杆。李克强多次强调，改革是中国未来发展的最大红利，改革方向就是更大程度的市场化，清除市场发展的壁垒。【券商行家 1】强调说。

六、中国转型谨慎乐观

1、大摩罗奇依然唱多中国

讨论了外围市场，大家也谈谈国内情况吧，笔者提议。【基金行家】接话：上月参加巴克莱在香港举行高端会议，他们指出中国经济风险也走出了谷底，中国新领导层决心转型，这是毋庸置疑的事实，问题能否成功则是个未知数，这才是市场关注所在。他们的疑虑不是没有理由，如国内第二季的经济刺激手段，明显是重回旧路，即非消费主导，而继续以基建、投资作主。所以悲观论者认为，如此下去中国经济永远没法转型。

当然，他停顿了一下，中国大好友如前大摩亚洲主席罗奇等人，则对中国转型颇为乐观，认为需给中国一些时间，在减速转型期出现阵痛是必然的。罗奇更指出，中国在 2015 年就可以看到消费型经济基本成型，再到“十三五”（2017-2021 年）期间，中国消费型社会的特点将会更为清晰。事实上，像罗奇等乐观派，他们相信一个理念，就是中国有 13 亿人口，消费潜力巨大。看下近年的黄金周的消费，中国消费潜力急速暴增。

过去几年，中国人消费集中在房产、奢侈品上，但现在的消费已反映到所有领域了。

2、旅游消费将成指标

【券商行家 2】说，《华尔街日报》近日撰文，作为衡量消费活动的一个指针，旅游数据可能远胜官方的零售数据，统计局在零售数据当中，剔除了旅游等各项消费服务。渣打银行一份报告则引用学术研究数据指出，2009 年中国家庭消费接近经济总量的 50%，但统计局的数据反映的只是 35%。近期由旅游消费的数据均显示，中国在通向消费转型的道路，较我们想象中可能更快。

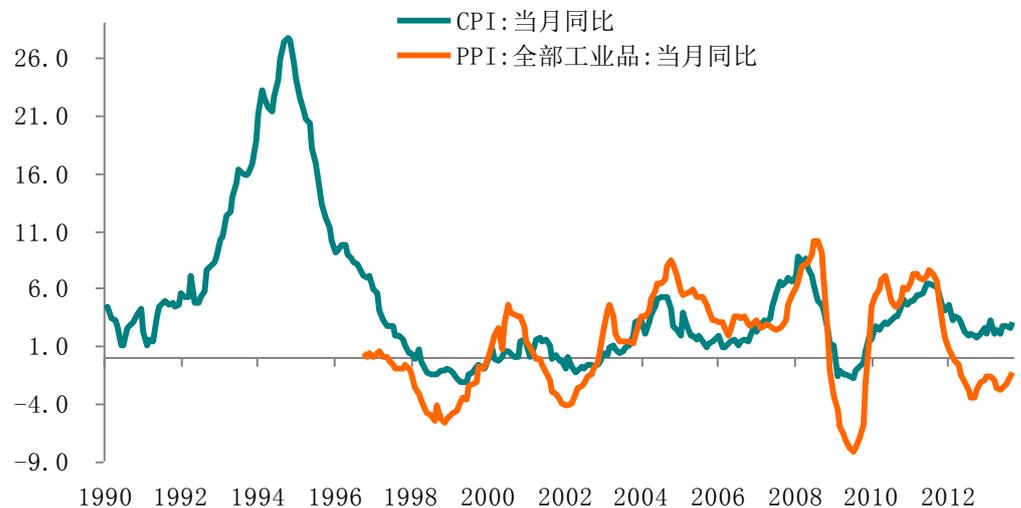
他续说，当然，单靠一两个黄金周改变不了任何趋势。从宏观大局来看，消费复苏只属温和，很大原因是中国人依然倾向储蓄。所以，中国转型，以城镇化为基础增加收入，以消费为主导的增长，其实中国转型不是外界想象那样悲观。

七、收水前后，短期资产价格动荡为主

午茶聊毕，有人提议每人发表意见，分享对资本市场的看法：

A 股维持温和反弹格局。下周将公布三季度数据，料会符合预期，经济温和复苏将更明确，11 月的三中全会仍是市场最大的预期，同时，外围股市向好也间接支持 A 股强势，短期将维持温和反弹格局。【券商 1】

图6: 中国9月CPI同比轻微反弹至3%，PPI同比增长-1.5%



资料来源:wind、平安期货研究所

债市年内参与空间不大。国内 IPO 重启及美国 QE 退出时机，将影响到国内债市的流动性，并最终决定债券市场的走向。QE 退出将拉动收益率上升，但从过往几次 QE 来看，影响轻微。而年内货币放松已很小，按经济面→央行决策→债市这条导链，年内债市波动空间小参与度不大。【券商 2】

美元短期难改弱势。美元强势仍未形成，原因是联储退出存在变数，美债上限悬而未决，经济数据也绝非全是好消息；同时德国总理默克尔成功连任，有利欧元走势，四季度美元积弱的概率依然是主基调。【基金】

退市及债务危机均不利大类商品。受到美债危机前景不明确影响，投资机构已开始出清持有的大宗商品资产、美债资产，以便增大手中的流动性。尽管美债违约的可能性不大，但市场忧虑情绪弥漫还有其他原因，QE 暂缓退出曾一度刺激商品反弹，然而货币政策的不确定性反过来对市场产生更多疑虑，短期低迷格局仍难改变。【私募】

债务危机，黄金未见受惠。2011 年债务危机期间适逢欧洲经济更为严峻，美债因而成为避险工具，债息下降有助降低持金成本，黄金一举创下 1921 美元历史新高。但今年的债务违约，有更多对冲风险工具供选择，令美债息急升，反而不利黄金。因此，若连美债违约风险事件仍未能撬动金价，未来还有什么因素更能刺激金价上升？【笔者】

太好了，周末午间小叙，能有如此高质量的思路碰撞。笔者说，希望下次在市场关键节点上能再次碰头，再次切磋。

周末茶叙结束。

风险提示:

期货市场是一个风险无时不在的市场。您在进行交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券，期货交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安期货有限公司（以下简称“平安期货”）的特定客户及其他专业人士。未经平安期货事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

平安期货可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的期货、期权和证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安期货有限公司的立场。

平安期货有限公司版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安期货有限公司

地址：深圳市福田区中心区福华三路88号时代财富大厦26楼

客服：400 8888 933

电话：0755-8378 8578

传真：0755-8378 5241

邮编：518031

网址：<http://futures.pingan.com>