

第一创业研究所

王皓宇 S1080209110061

联系人:

宋启超 0755-25832167

songqichao@fcsc.cn

波澜或已不惊

——美国 QE3 影响展望

报告要点:

- 量化宽松 (QE), 广义上可以理解为货币当局允许或者实际上促使基础货币快速增长的政策。利率接近于零时常规货币刺激难以继续, 此时货币当局直接增加货币供给, 通过扩大自身资产负债表, 向市场注入流动性, 即为量化宽松的措施。与常规的货币政策传导不同, 量化宽松从资产结构调整、信贷可得性、利率期限结构等多方面, 影响产出决策, 刺激经济复苏。
- **QE 扶大厦于将倾, QE2 效力衰减。**金融危机后, 美联储将利率降至零附近, 为了进一步扩张货币政策, 走上了“从直升机撒钱”的 QE 之路。伴随政府救助而来的 QE, 力挽金融体系狂澜。首先, 美联储大量注入流动性, 扭转了资金极度紧张的局面, 信贷可得性渠道恢复。其次, 联储对 MBS 等有毒资产的大量购买, 支持了银行资本充足率, 防止了金融体系和房地产市场崩溃。QE2 的购买则集中于中长期国债, 冀望资产置换和期限结构效应, 刺激经济复苏, 但效果明显衰减。两轮 QE 推动了股票市场上涨, 但是幅度缩小。短期收益率维持在超低水平, 而 10 年期国债在 2.0%-4.0% 波动。QE 一度带来消费和经济的较快复苏, 但是由于房地产市场持续低迷, QE2 对经济贡献乏善可陈。近期失业率再度回升, 二季度 GDP 仅增长 1.3%, 三季度可能更低。相较之下, QE2 引起的通胀和资产价格上涨的副作用更大, 通胀在油价刺激下曾较快上行。
- **QE3 或随再衰退风险而来, 但副作用将喧宾夺主。**经济再度衰退的风险, 是 QE 继续进行的正向条件, 而通胀则是 QE 最有力的制约条件。只有通胀才能阻止货币当局印钞, 而通胀预期的降低 (甚至通缩) 会促进货币宽松。近期通胀预期的回落, 加上核心通胀保持在 2% 以内, 给了美联储操作的空间。QE3 的可能方式有: 第一, 拉长资产久期; 第二, 降低超额准备金利率; 第三, 开展新的资产购买 (狭义的 QE3)。QE 的核心是压低长期利率, 但是 10 年期国债收益率已经创出 1953 年以来最低, 进一步宽松对资产价格支持有限。股市的受益也将缩小, 住房市场要真正走出谷底, 仍需基本面的好转。因此, QE3 对美国的作用可能相当有限, 然而按照 QE2 的经验, 油价等或再次显著上行。这会又一次证明, 货币终究是不可信的, 手握资产才更可靠。
- 对于中国来说, QE3 短期来看有助于改善国内流动性状况, 因此可能令权益市场和债券市场有不同程度受益。但是中期来看, 美国的进一步宽松, 会将中国进一步推向滞胀的处境, 不利于资产价格的表现。

一、QE 的传导机制

1、量化宽松

量化宽松 (Quantitative Easing), 广义上可以理解为货币当局允许或者实际上促使基础货币快速增长的政策。具体来讲, 量化宽松可看成常规货币政策的边际拓展。根据凯恩斯学派的观点, 货币政策必须通过利率来传导, 利率是货币政策的中介目标, 扩张性货币政策的路径是, $M \uparrow \rightarrow i \downarrow \rightarrow I \uparrow \rightarrow E \uparrow \rightarrow Y \uparrow$ 。但是, 在危机等特殊情况下, 如果利率已经降至接近于零的水平, 上述途径就会出现“流动性陷阱”的问题。一方面, “流动性陷阱”的出现, 令货币供应量的增加不能使利率降低, 另一方面, 投资对于利率降低变得不敏感。此种情况下, 货币当局直接增加货币供给, 通过扩大自身资产负债表, 向市场注入流动性, 即为量化宽松的措施。

具体来说, 央行通过公开市场操作买入各种债券, 增加商业银行的超额储备, 从而实现基础货币增长。实践中的方法则有多种, 包括央行购买包括信用债券、股票等多种资产, 直接向商业银行提供低息或零息贷款, 扩大向央行贷款的抵押品类别, 购买特定类别债券 (如长期国债)。量化宽松与利率调控在形式上类似, 都是通过公开市场买入/卖出资产进行, 但是两者是有实质区别的。

图 1: 不同货币政策操作的比较

	公开市场操作	信贷宽松	QE
使用时机	常规性	利率降至零前使用	利率接近或达到 0 时使用
操作对象	买卖短期政府债券	放松信贷标准和数量	买入长期政府债或企业债
操作目标	影响短期基准利率	信贷放松	降低长期利率
央行资产负债表影响	暂时	暂时	永久

资料来源: 第一创业整理

2、政策传导机制

与常规的货币政策传导不同, 量化宽松从资产结构调整、信贷可得性、利率期限结构等多方面, 影响个体的行为和决策, 从而刺激经济复苏。

资产结构调整, 是指央行通过资产置换, 买入金融机构手中流动性较差的资产, 使其高流动性资产 (活期账户、现金) 增加, 促进其积极放贷、投资, 刺激整体经济

产出。在各项资产不可完全替代的情况下，资产平衡效应可以改变市场的危机处境：一方面，央行对某些金融资产的大规模购买，会抬高其价格压低收益率，有助于金融机构修复资产负债表，另一方面，央行购买会增加市场流动性，降低流动性风险溢价。此次危机的经验显示，央行资产置换的操作是必要的而且有效的。

信贷可得性，描述的是信贷市场的情况，包括微观个体可以从金融机构获得的贷款数量，信贷利差等。在此次金融危机中，流动性紧张令信贷市场几乎停滞，美联储通过扩大可接受的抵押品范围，直接购买次级债务等，直接目的就是解冻信贷市场和恢复向企业和居民的贷款。

央行通过量化宽松，将短期利率保持在零附近，同时维持超低利率的承诺，期望降低中长期利率。通过期限结构效应，央行意图提高资产价格，促进产出和消费的增长，刺激经济复苏。根据Ugai（2006）对日本经验的研究，量化宽松货币政策与保持零利率的承诺有效降低了收益率曲线，从而促进了经济的复苏。

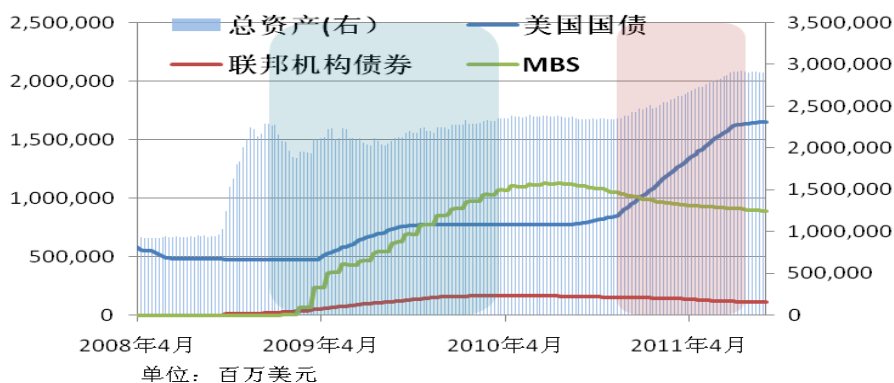
二、两轮 QE 的效果

1、两轮 QE 的成效

金融危机后，美联储将基准利率降至接近零的水平，随后至今推行了两轮 QE，通过大幅扩张其资产规模，刺激经济复苏。其中，QE1 的规模达到 1.75 万亿美元，以 MBS（1.25 万亿）为主，QE2 的购买目标则是国债，总额达 8500 亿元（6000 亿购买+本息再投资 2500 亿）。

两轮 QE 的结果，是美联储资产规模的大幅扩张（8000 亿至 2.8 万亿），同时资产持有的结构也发生变化。

图 2：美联储资产规模的扩张



资料来源：Bloomberg、Wind 第一创业整理



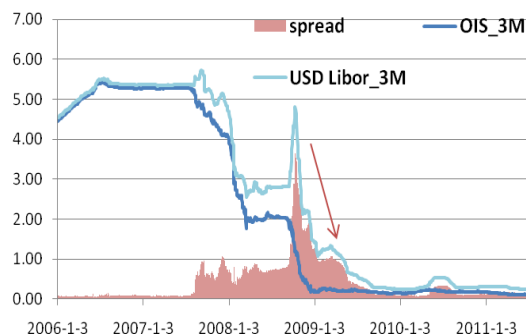
具体来看，美联储两轮 QE 的目标是有所不同的，传导途径和效果也有区别。**QE1 是作为危机的紧急应对措施推出的，首要和直接目标是稳定市场信心，缓解金融流动性极度紧张的状况。**2008 年 11 月 23 日，美国政府决定注资花旗银行，并为其 3000 亿美元的不良资产提供担保。11 月 24 日，美联储宣布，将购买有两房和联邦住房贷款银行的 1000 亿美元债券和 5000 亿美元资产支持证券，开启了 QE 大门。

以信贷可得性作为直接目标和传导路径的 QE1，事实上确实起到了很好的效果。危机中，银行体系出于对未来损失的不确定性，彼此惜贷，金融市场流动性急剧紧张。同时，信贷风险溢价显著升高，商业票据等信贷市场几乎停滞。**美联储通过购买资产，直接注入大量流动性，稳定金融体系信心，恢复信贷可得性。**QE 推出后，TED 利差和 Libor-OIS 利差均高位回落，显示出市场流动性和信贷可得性的改善。因此，可谓扶大厦于将倾，功不可没。

图 3: TED 利差



图 4: Libor-OIS 利差

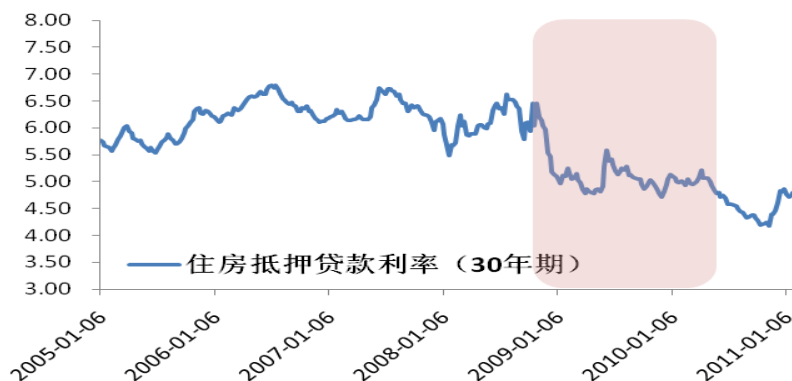


资料来源: Bloomberg 第一创业整理

同时，央行破例的大量买入 MBS 等资产，拓宽可接受的商业银行抵押品的范围，通过资产置换效应发挥作用。美联储对 MBS 等的购买，一方面激活了冰冻的信用市场，支持了其价格，即支持了银行体系的资产负债表，缓解了资本充足率危机；另一方面，住房抵押贷款利率相应降低，有助于居民修复资产负债表，避免了房地产市场的进一步崩溃。



图 5: 住房抵押贷款利率走势



资料来源: Bloomberg 第一创业整理

在紧急救市目标完成后, QE1 以及后续推出的 QE2, 更重要的核心目标是刺激经济的复苏和增长。Fed 立足或者期望的传导路径, 是资产置换和期限结构效应的结合。一方面, 央行直接购买大量资产, QE1 中是流动性差的信用资产, QE2 则集中于中长期国债, 令金融机构和居民的流动性增强, 推高资产价格, 从而扩大消费支出, 刺激经济增长。另一方面, 通过直接购买中长期国债, 承诺超低利率, 压低期限风险溢价, 促进信贷投放, 刺激投资以及消费。概况起来, Fed 希望以此修复全社会的资产负债表, 通过再杠杆, 实现资产价格推动型的复苏。

从美国股票市场的表现看, QE 对股价有明显的推升作用, 但是政策的边际效力减弱。S&P500 指数, 在 QE1 期间上涨了 62%, 在 QE2 期间上涨了 28%。股票价格受到量化宽松的刺激明显, 主要来自于上市公司的盈利改善。

债券市场的表现则相对反复, 整体来看, 短期国债利率维持在超低水平, 中长期利率则在低位波动。受超低基准利率和宽松流动性的作用, 美国短期国债收益率一直处于超低水平, 如常规货币政策对期限结构的影响类似, 中长期利率变动较为复杂。美国 10 年期国债收益率, 通常在 QE 推出之前大幅下行, 而 QE 真正开始后则有所回升。这主要受市场预期影响, QE 开始前通常经济表现较差, 而美联储购买预期刺激价格上升, QE 真正开始后, 通胀担忧则有所上升, 而且市场对无风险资产的偏好下降。整体看来, 10 年期国债在 2.0%-4.0% 的低位空间波动, 有效降低了长期利率水平。QE2 期间长期利率运行区间更低, 欧债危机应该起到了重要作用, 因此难以说明量化宽松的效果增强。

图 6: 两轮 QE 对美股的推动作用显著



资料来源: Bloomberg 第一创业整理

图 7: 美国国债收益率走势



资料来源: Bloomberg 第一创业整理

尽管资产价格到实体产出的传导非常复杂, 但从终端的消费, 可以看出 QE 对经济复苏是起到了一定刺激作用的。当然目前看来, QE 并非治本之策, 刺激效果似乎也是衰减性的、难以持续的, 而且后续副作用可能更大。

我们看到, 随着 QE 等政策的实行, 个人消费支出有所恢复, 消费者信心止跌企稳。储蓄率有所回落 (5%附近), 居民杠杆有所恢复, 但是 QE1 结束后速度明显放缓。



图 8: 消费支出从谷底反弹

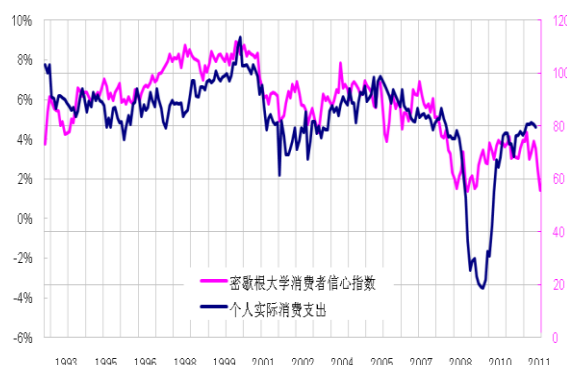
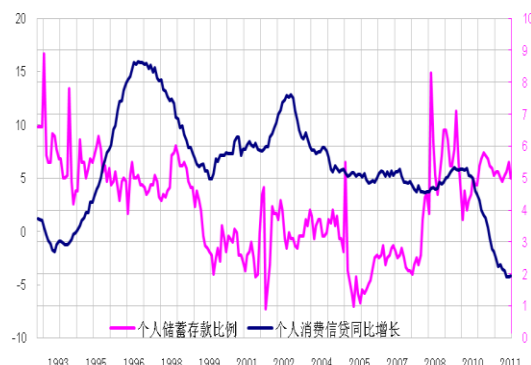


图 9: 个人储蓄和消费信贷情况



资料来源: Bloomberg、Wind 第一创业整理

2、未完成的任务

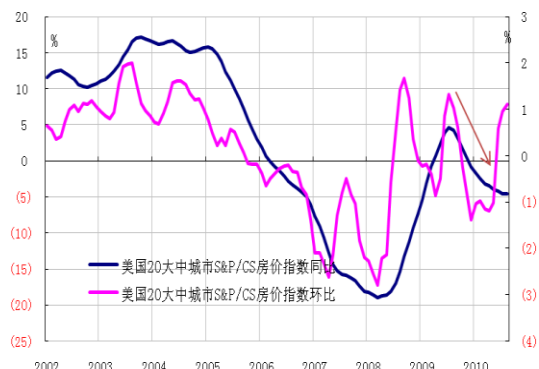
规模庞大的两轮量化宽松，推高了股票市场等资产价格，同时令长期利率维持低位，但是并未有效提振房地产市场，美国徘徊在无就业复苏的状态，目前更面临着再度衰退的风险。

房地产市场作为危机爆发的源头，是美国经济复苏的核心问题所在。美联储的连续量化宽松，刺激房价是关键意图之一，期望以此带动消费和整体经济的增长。房地产市场表现却令人失望，在 QE1 的初期，出现了一些复苏的积极迹象，然而之后却跌入谷底。2009 年中开始，房地产销售状况再度恶化，不断创出历史记录低点，而房价也随之重归下降通道。购房优惠的结束，更令房地产市场彻底步入谷底，QE2 的推出也没能有效提振市场，房价的下跌至今仍未有终结迹象。

图 10: 美国房地产销售情况



图 11: 美国房价走势



资料来源: Bloomberg、Wind 第一创业整理



房地产市场低迷不振，消费支出增长难有持续动力，制约了就业增长和经济复苏，使得经济在无就业复苏的状态附近徘徊。虽然初期就业市场复苏状况较好，但是失业率始终在高位，今年4月起更转为回升，就业改善的力度明显趋缓，8月份的非农就业更是降为零增长。经济增速放缓，二季度GDP增速大幅降至1.3%，三季度可能更低。居民消费支出更加下滑显著，消费增速从去年四季度的3.6%，降至今年一季度的2.1%，再到二季度的0.1%。

图 12: 美国失业率维持高位

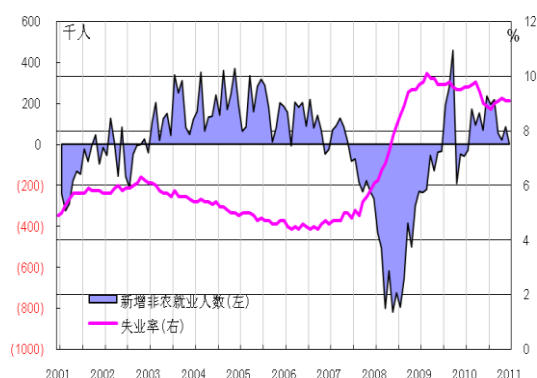
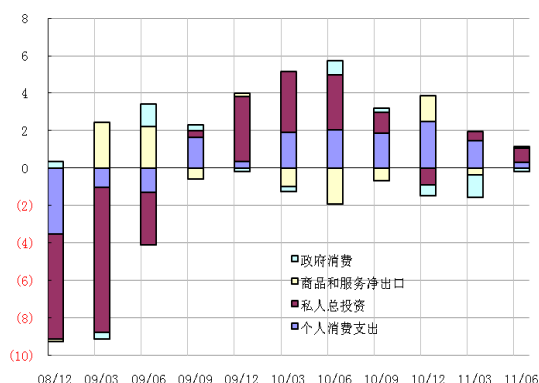


图 13: 美国经济增长再度放缓



资料来源：Bloomberg、Wind 第一创业整理

经济复苏前景的黯淡，高企的失业率，萎靡的房地产市场，成为进一步推行QE的正向条件。当然，由于美联储内部的分歧，和来自外部的压力，QE3推出的门槛更高，主要在于经济要有明显衰退风险。

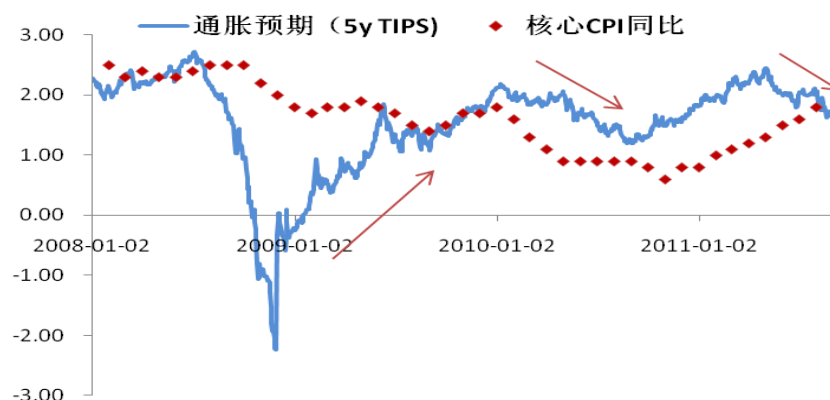
三、QE3 影响展望

对于货币当局来说，只有通货膨胀才能真正阻止其印钞，美联储推行量化宽松的底线同样如此。通胀是美联储进一步量化宽松的最有力约束，而反之，通胀预期的降低（甚至通缩预期）是推动QE的正向条件。

QE1推出时，5年期TIPS隐含的通胀预期，从2008年7月的2.7%降至11月底的最低-2.2%，美联储的举措明显具有反通缩的意图。类似的，QE2推出时，通胀预期从2.1%降至1.2%，经济有再度通缩的风险。目前虽然通缩的风险不大，但是经济衰退的担忧增大，而近来通胀预期的回落，给了美联储继续实施某种宽松措施的空间。另外，在油价的推动下，美国通胀水平较快上升，但是核心通胀保持稳定，一直处于2%以内。



图 14: 美国通胀预期和核心通胀率



资料来源: Bloomberg 第一创业整理

因此,当正向条件足够强时,美联储是有理由推出进一步量化宽松措施的(我们统称为QE3,可能与有关表述不同)。目前,美联储已经承诺将超低利率维持到2013年年中,同时维持目前的资产负债表规模。下一步,美联储实施QE3的可能方式有:第一,拉长资产久期,增加长期国债的比重;第二,降低银行的超额准备金利率,目前为25bp(空间只有一次);第三,开展新的资产购买计划(狭义的QE3)。

相对于QE3是否会推出的争论,我们更关注其会产生怎样的影响。总的说来, QE3基本不会以资产购买规模显著扩大的形式出现,因此类似于QE、QE2,边际影响应该是会递减的。因此,对于复苏乏力的经济,单靠进一步宽松难有明显帮助。

对于美国股票市场,正向刺激将会收窄,受益的涨幅可能低于20%。QE3在期限结构上的影响,可能也不会太大。一方面,长期利率已经很低,之前10年期国债收益率降至不到2%的历史低位,再下降的空间有限。另一方面, QE2对中长期国债的集中购买,似乎也不能证明使得期限溢价确定性降低,货币当局总是难以很好控制长期利率的。

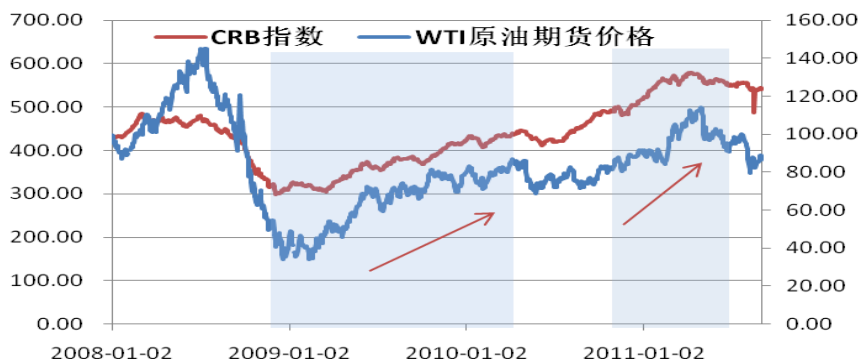
房地产市场方面,进一步的货币宽松,对房价和杠杆有支持作用,但是仅此并不足够令市场复苏,如两轮QE的经验所显示。住房市场要真正走出谷底,仍需基本面的好转,包括就业状况的改善和经济增长的企稳。

当然, QE3对某些市场的效果可能仍然显著,或刺激原油等大宗商品价格再度上涨。大宗商品价格的上涨,某种程度上可以看成QE的副作用,而此效应在两轮QE中相当显著。CRB指数所代表的大宗商品价格,几乎处于持续上行通道,两轮QE下来大约翻倍。原油价格的涨幅更是明显, QE1期间最大涨幅超过120%, QE2期间最大涨幅约40%,而且在中东北非政局因素影响下,出现了一轮急升,曾达到110美元/桶以上的历史高位。因此, QE3很可能推动油价再度明显上涨,成为表现强劲的品种,工业金属等价格,则或受到中国等紧缩带来的需求影响。

油价等或因此再度上涨,推高新兴市场国家的通胀,削弱其紧缩效果。这会又一

次证明，货币终究是不可信的，手握资产才更可靠。

图 15: QE 推动大宗商品和油价显著上涨



资料来源: Bloomberg、Wind 第一创业整理

对于中国经济，QE3 的影响将更有限，但短期来看有助于改善国内流动性状况，因此可能令权益市场和债券市场有不同程度受益。中期来看，美国的进一步宽松，将令中国步入滞胀的可能性更大，不利于资产价格。

免责声明:

本报告仅供第一创业证券有限责任公司（以下简称“本公司”）研究所的客户使用。本公司研究所不会因接收人收到本报告而视其为客户。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

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。

本报告可能在今后的段时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的目标价格不能达成的风险。

我们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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

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头寸并进行交易，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。

本报告版权归本公司所有，未经本公司授权，不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，任何媒体和个人不得自行公开刊登、传播或使用，否则本公司保留追究法律责任的权利；任何媒体公开刊登本研究报告必须同时刊登本公司授权书，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改，并自行承担向其读者、受众解释、解读的责任，因其读者、受众使用本报告所产生的一切法律后果由该媒体承担。任何自然人不得未经授权而获得和使用本报告，未经授权的任何使用行为都是不当的，都构成对本公司权利的损害，由其本人全权承担责任和后果。

市场有风险，投资需谨慎。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内，股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内，股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120