

FED 两难：从 QE 到 OT

数据与事件：

9月21日，美联储在两天的公开市场操作委员会（FOMC）例会后宣布，决定延长持有债券的平均期限，以降低长期利率。具体的做法是在2012年6月底之前进行购买4000亿美元到期期限在6年至30年的长期国债，同时卖出同等规模到期期限小于3年的国债，即“扭曲操作(Operation Twist)”。

报告摘要：

- 欧美联储进行“扭曲操作”的用意是很明确的，压低长期利率，进一步降低私人部门的长期投资成本，从而让私人部门的需求接过财政刺激的接力棒。
- 本次美联储并没有选择刺激性更强的QE3，而是采用这种比较“非主流”的操作方式，显然是因为美国已经逼近美联储心理底线的通胀水平。美联储采用这样的“扭曲操作”的用意就在于在达到降低长期利率的政策目标的同时，避免流动性投放推高通胀水平。反过来说，这样的政策显著表明，美联储已经把通货膨胀的风险考量纳入到政策的制定中去。
- 我们认为，美联储的这一政策的效果可能非常有限。原因在于，在美国的利率水平已经很低的情况下，进一步降低利率水平依然无法刺激私人部门的投资，反而会让美国在流动性陷阱中陷得更深。
- 换个角度分析，在利率已经处于低位，通胀的阴影隐隐显现，前两轮QE没有把美国经济从萧条的泥潭中拉出来，反而导致美国经济对流动性注入的依赖的情况下；美联储的政策空间已经非常之小。而由于美国债务的去杠杆化，美国财政处于艰难的减赤历程中，美国经济又急需私人部门的需求接过财政刺激的接力棒，在这种情况下，美国的经济政策部门已经非常被动。
- 整体上，我们仍然维持今年8月6日以来对未来美国实际经济的预测，下调其10年期国债到期收益率预测，预计年底将下跌到1.65%。

宏观策略组

研究支持

秦培景

电话：(8621) 5178 2233

Email: Qinpeijing@hysec.com

分析师

邴彬 (S1180511050001)

相关研究

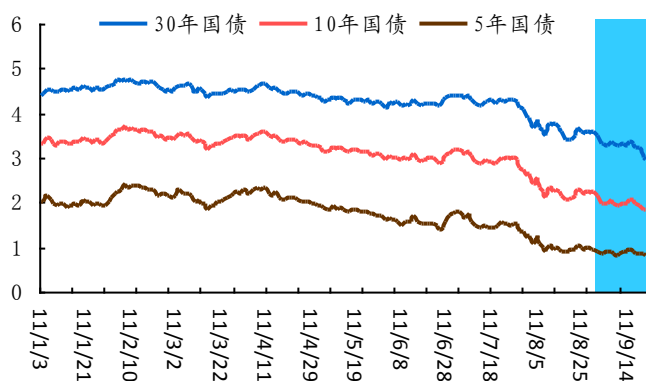
崛起的中国高端消费市场.....	2011/9/18
欧债危机的逻辑与前景.....	2011/8/7
美债之争.....	2011/7/29
流动性锦标赛：大经济体货币政策前瞻.....	2011/4/24
消费的新支点：个税改革与保障房建设.....	2011/4/6
日本大地震的经济余波与风险提示.....	2011/3/13
全球宏观大图景中东篇：油与血.....	2011/3/13
2011年宏观经济十大预测：从危机后到后危机.....	2011/1/11
全球宏观经济大图景：三次失衡、三个世界、三足鼎立.....	2010/11/23
日本：高收入水平陷阱.....	2010/9/27

一、事件

9月21日，美联储在两天的公开市场操作委员会（FOMC）例会后宣布，决定延长持有债券的平均期限，以降低长期利率，使金融条件更为宽松。具体的做法是在2012年6月底之前进行购买4000亿美元到期期限在6年至30年的长期国债，同时卖出同等规模到期期限小于3年的国债的“扭曲操作(Operation Twist)”。**这一操作基本在我们的预期之内，但是显然低于期待着QE3出台的市场预期**（参考我们8月28日的点评报告《海外政策预期修正，国内企业利润下行》）。美国的长期国债利率明显下行，逐步达到07年以后的低点。而美股市场则用3%的跌幅对美联储的这一做法的刺激效果投了不信任票，美国经济前景依然悲观。

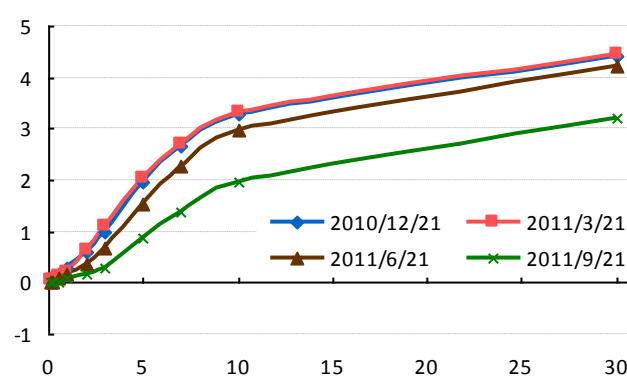
同时值得关注的是，穆迪公司当天则宣布下调美国银行、花旗银行和富国银行的债券评级，并将这三家美国大银行的债券评级展望定为负面，意味着未来还有可能继续对三家银行实施降级，这一消息造成了美国股市金融板块的领跌。

图 1：美国中长期国债到期收益率（%）



数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

图 2：美国国债利率期限结构（%）

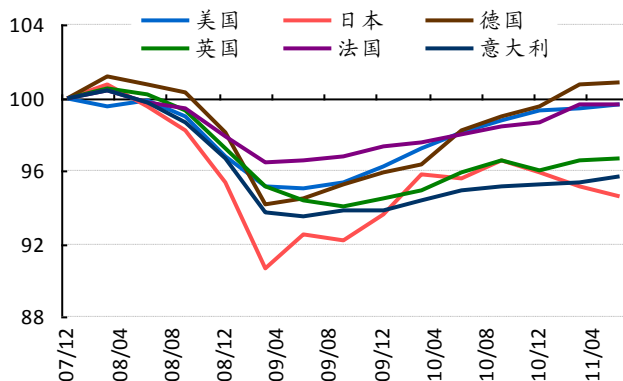


数据来源：Bloomberg；宏源证券研究所

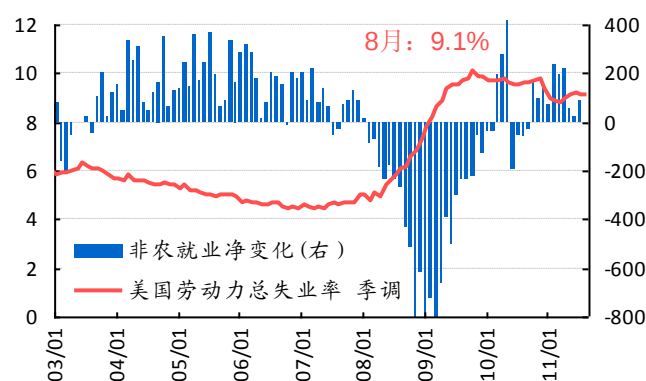
二、美联储的目的：刺激私人部门的长期投资

美联储进行“扭曲操作”的用意是很明确的，压低长期利率，进一步降低私人部门的长期投资成本，从而让私人部门的需求接过财政刺激的接力棒。

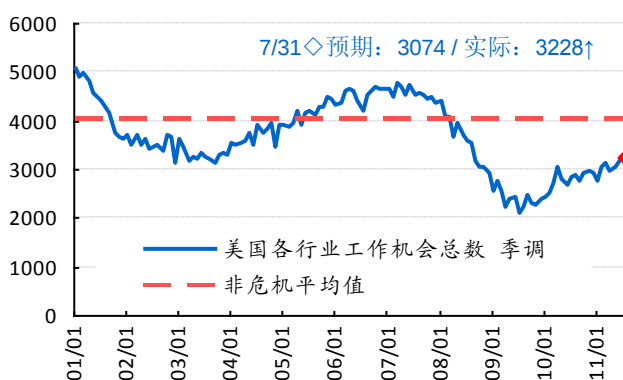
严格地说，我们难以认同“二次探底”的说法，因为在我们看来，世界主要发达经济体根本就没有复苏到2008年初的水平，我们在图1中给出了以07年底为基期的主要工业国的经济增长情况，可以看出，除了德国以外，包括美国在内的主要工业国都没有恢复到危机前的水平。既然根本没有复苏，依然处于在底部艰难跋涉的过程中，又何来“探底”之说？就美国经济而言，经济增长预期的低迷造成的失业率的高企是最为关键的问题，目前美国的失业率水平同正常的产出下的失业率相比明显存在一个缺口，而与失业率的缺口（图4）相对应的是美国各行业所提供工作总数的缺口（图5）。我们认为，美国就业率之所以迟迟难以恢复到正常的产出水平的主要原因就在于房地产部门的不景气，以及中小企业部门的融资问题。从2007年开始，直线下行的房地产市场就一直在低点徘徊，而且没有任何好转的迹象。而与这种长期投资密切相关的就是长期资金的资金成本，美联储此次采用这种操作的最根本用意，就是使得长期利率进一步下降，从而刺激美国私人部门特别是房地产部门的投资，以求拉动美国的经济增长和就业。因为按照伯南克在八月底提到的，目前的美国经济增长情况和结构尚不足拉动就业的复苏。

图 3: 世界主要发达经济体的季度实际 GDP (2007Q4=100)


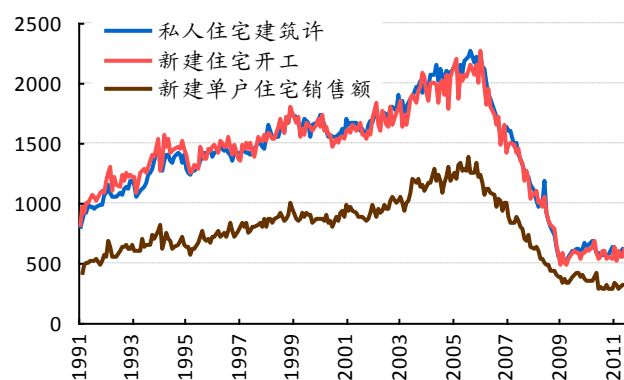
数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

图 4: 美国失业率情况 (%)


数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

图 5: 美国工作机会总数的缺口 (千人)


数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

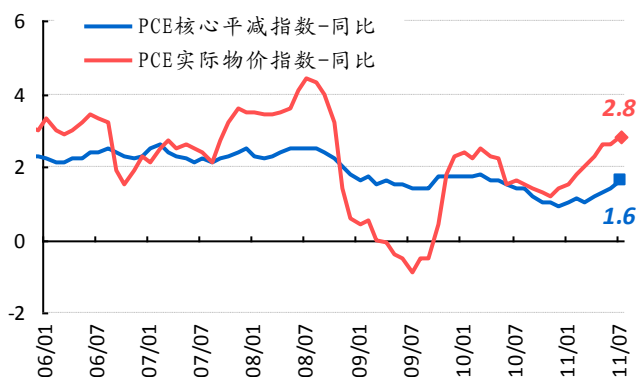
图 6: 美国房地产住宅建设情况


数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

三、“非主流”的方法：顾及通胀的压力

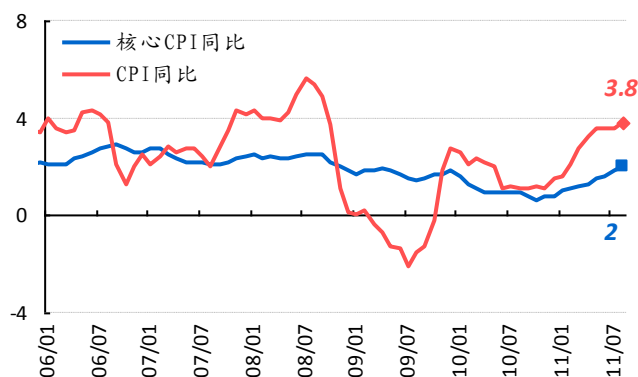
本次美联储并没有选择刺激性更强的 QE3，而是采用这种比较“非主流”的操作方式，显然是因为美国已经逼近美联储心理底线的通胀水平。目前美国的 CPI 同比增速已经达到率 3.8%，核心 CPI 同比也达到了 2% 的危险水平，作为一个以控制通货膨胀为主要目标的货币当局，眼下如果使用大规模的货币投放的货币刺激政策，势必进一步加大美国的通胀风险。美联储采用这样的“扭曲操作”的用意就在于在达到降低长期利率的政策目标的同时，避免流动性投放推高通胀水平。反过来说，这样一个政策也鲜明地表明，美联储已经把通货膨胀的风险考量纳入到政策的制定中去，这说明如果通胀率的上升势头不出现一个反转，QE3 之类的货币宽松政策也就难以出台，所以眼下，美国的通胀水平成为了决定美国整体经济走势的最为重要的变量。

图 7: 美国个人消费支出物价指数



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

图 8: 美国 CPI 和核心 CPI 同比 (%)



数据来源: Bloomberg; 宏源证券研究所

四、政策效应：并不乐观

我们认为，美联储的这一政策的效果可能非常有限。原因在于，在美国的利率水平已经很低的情况下，进一步降低利率水平依然无法刺激私人部门的投资。美联储已经表示其将会长时间把美联储的基础利率维持在 0.25% 的低水平上，而美国十年期的长期国债的到期收益率也已经达到 1.95% 的低水平，我们认为，这种低水平下，美国已经进入了“流动性陷阱”，在“陷阱”中，美联储降低利率的操作已经难以发挥相应的政策效应。对于投资部门来说，已经很低资金成本其实并不是阻止其进行投资的瓶颈，对于美国经济低迷的预期以及美国居民部门的去杠杆化的进程所造成的需求的减少，才是私人投资动力不足的根本原因，在这种情况下，进一步降低长期利率其实难以达到美联储想看到的增进投资的效果。

换个角度分析，在利率已经处于低位，通胀的阴影渐显，前两轮 QE 没有把美国经济从萧条的泥潭中拉出来，反而导致美国经济对流动性注入的依赖的情况下；美联储的政策空间已经非常之小。而由于美国债务的去杠杆化，美国财政处于艰难的减赤历程中，美国经济又急需私人部门的需求接过财政刺激的接力棒，在这种情况下，美国的经济政策部门已经非常被动。在这种背景下，穆迪公司降级美国银行、花旗银行和富国银行三大银行，似乎就是在为美国经济的悲观前景做注脚，我们不能说一切都在向坏的方向转变，但是美国这一全球最大的经济体显然麻烦不小。

整体上，我们仍然维持今年 8 月 6 日以来对未来美国实际经济的预测，下调其 10 年期国债到期收益率预测，预计年底将下跌到 1.65%。

表：美国宏观经济核心指标季度数据历史及预测汇总

		2010				2011				2012			
指标	单位	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
经济活动													
实际GDP	环比折年%	3.90	3.80	2.50	2.30	0.40	1.00	1.26	1.21	2.00	1.80	1.90	1.60
CPI	同比%	2.33	1.77	1.13	1.27	2.13	3.47	3.60	3.20	2.50	1.90	2.15	2.20
失业率	失业率%	9.70	9.63	9.57	9.63	8.90	9.10	9.10	9.10	9.00	9.00	9.00	9.00
国际收支平衡													
经常账户	占GDP%	-2.80	-3.02	-3.15	-3.19	-3.18	-3.13	-3.10	-3.10	-3.10	-3.10	-3.10	-3.05
财政收支平衡													
预算收支差额	占GDP%	-9.5	-9.2	-8.9	-8.7	-9.5	-8.4	-8.4	-8.7	-8.6	-7.2	-7.0	-6.9
利率													
央行利率	年利率%	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25	0.25
3个月利率	年利率%	0.29	0.53	0.29	0.30	0.30	0.25	0.28	0.31	0.35	0.39	0.50	0.52
2年期债券收益率	年利率%	1.02	0.61	0.43	0.60	0.83	0.46	0.23	0.31	0.40	0.53	0.70	0.80
10年期债券收益率	年利率%	3.83	2.93	2.51	3.30	3.47	3.16	1.93	1.65	1.63	1.59	1.72	1.85
汇率													
本币兑美元	USD/EUR	1.35	1.22	1.36	1.34	1.42	1.45	1.43	1.40	1.40	1.41	1.41	1.43

数据来源：历史数据来源，Bloomberg；宏源证券研究所。

分析师简介:

郇 彬: 宏源证券研究所首席策略分析师, 复旦大学金融学博士, 2011 年加盟宏源证券研究所。2008 年获得“新财富”最佳策略研究第一名, 2006、2007 年第三名。

秦培景: 宏源证券研究所宏观分析师, 复旦大学金融学博士, 主要研究领域为开放宏观经济学, 对外经济政策, 人民币汇率; 于 2010 年加盟宏源证券研究所。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、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。