

美国：暂用扭转操作替代量化宽松

——发达经济体周报第 20 期

核心要点：

- 美联储在 9 月 21 日决定维持 0-0.25% 的现行联邦基金利率不变，同时还推出规模为 4000 亿美元的扭转操作。扭转操作会压低长期国债收益率，鼓励市场投资者融长期国债筹资，这有利于抵押贷款再融资以及消费者与企业贷款，形成信贷扩张，最终刺激美国经济。我们认为，扭转操作不同于量化宽松，对市场的影响小于量化宽松。量化宽松的本质是扩张美联储的资产负债表，通过购买美国国债以实现向市场释放更多的流动性，而扭转操作本身并没有增加市场的流动性，只是由美联储抛售短期国债之后再购入长期国债，是美联储资产负债表的结构改变。扭转操作对美国失业问题帮助不大，因为业率很高，导致消费者可能更加愿意偿还现有债务而非借新债。因此，无论美联储把利率降到多低，短期内对降低高失业率的作用是很有限的。美国 8 月新屋开工继续减少，房价继续下降，然而成屋销售有所好转，我们维持美国房产筑底的看法，因为供给连续减少到历史最低，而库存正在下降。谘商会领先指标连续 4 个月上升，申请失业人数有所下降，本周数据看，美国经济没有亮色但也不是太糟糕。
- 本周欧元区债务危机加剧，由于经济联盟、统一货币与财政分离、政治独立的内在矛盾，针对危机国家采取单独的救助难以解决欧元区的整体债务问题。欧盟一直不能拿出一个统一的方案，从根本上解决债务问题，这导致不仅陷入债务危机的国家持续动荡，而且引发国际市场对欧元区整体的担忧。周一标普将意大利的主权评级下调一个级距，加剧对欧债危机蔓延的担忧，这可能是欧猪五国评级持续遭下调的一部分。受到欧债危机持续并有加剧可能性的影响，欧元区经济前景黯淡。本周公布的欧元区经济指标全面下滑，消费与生产都出现下降，而从未趋势看，随着消费信心指数下降到 -18.9，连续 3 个月下降；PMI 指数下降到 50 以下，加上工业订单与 ZEW 经济景气指数的全面下滑到两年来的最低，如果欧洲领导人不能采取有效的措施，从基本制度上解决欧债问题，欧元区经济不容乐观，可能会连累全球经济复苏
- 日本 7 月领先指标从 106 向下修正到 104.6，月率为上升 2.0%。8 月日本所有产业指数月率上升 0.4%。领先指标看，自 5 月以后，连续 3 个月上升；所有产业活动指数自 4 月以后连续上升，表明日本经济正逐渐从 3.11 大地震中稳步走出，生产活动水平基本上恢复到震前的水平。但是，在全球经济前景下滑与日本国内经济结构问题依旧的情况下，日本经济难有起色

首席经济学家



潘向东

☎：(8610) 8357 4197

✉

panxiangdong@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0930510120027

分析师



周世一

☎：(8610) 66568471

✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn

执业证书编号：S0130511070004

美国：暂用扭转操作替代量化宽松

—发达经济体周报第 20 期

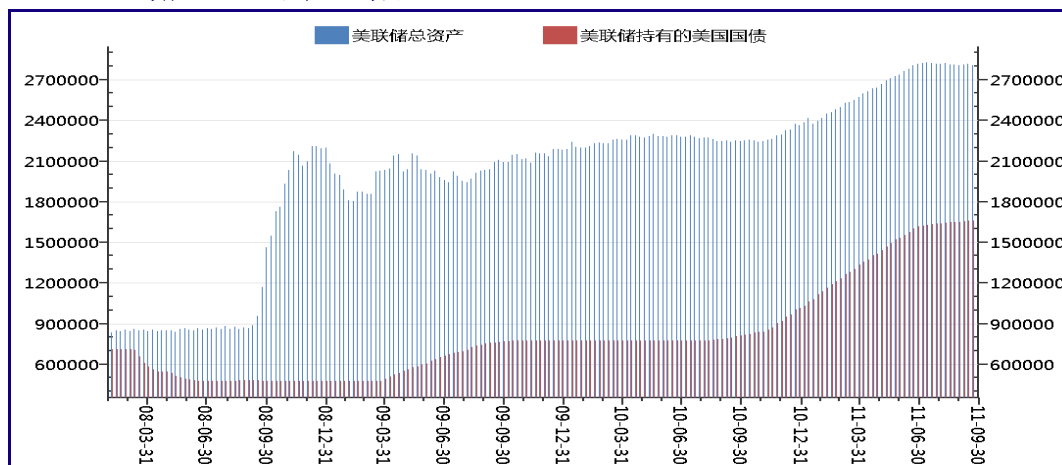
(2011.9.19-2011.9.25)

● 美联储推出 4000 亿美元扭转操作

在经历了 2 天的公开市场委员会会议之后，美联储在 9 月 21 日发布声明称，由于经济下行风险巨大，为了支持更加强劲的经济复苏进程和帮助确保长期内的通胀水平，维持 0-0.25% 的现行联邦基金利率不变，同时还将推出规模为 4000 亿美元的扭转操作（Operation Twist）。此次扭曲操作的具体作法是：出售剩余到期时间在 3 年以下的美国国债，买入等量剩余到期时间在 6 年到 30 年之间的美国国债。扭转操作可以使美联储在不扩大资产负债表规模的情况下，延长其持有债券的期限；卖出短期国债，买入长期国债，进一步推低长期债券的收益率。这种方法可以获得量化宽松（QE）的好处，但又可以免去扩大资产负债表的风险，美国曾经在 1960 年代使用该办法。

我们认为，扭转操作不同于量化宽松，对市场的影响小于量化宽松。量化宽松的本质是扩张美联储的资产负债表，通过购买美国国债以实现向市场释放更多的流动性，而扭转操作本身并没有增加市场的流动性，只是由美联储抛售短期国债之后再购入长期国债，是美联储资产负债表的结构改变。因此扭转操作不会增加基础货币投放，但联储通过购买长期国债将推高长期国债价格、压低长期国债收益率，此举将鼓励市场投资者融长期国债筹资，然后投资短期高收益产品以博取利差。这有利于抵押贷款再融资以及消费者与企业贷款，形成信贷扩张，最终刺激美国经济。由于扭转操作没有增加美元的货币投放，因此，对美元来说短期的压力释放，美元指数迎来了较好的反弹，打压大宗商品与风险资产。

图 1：美联储资产总额与持有的国债余额（百万美元）



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

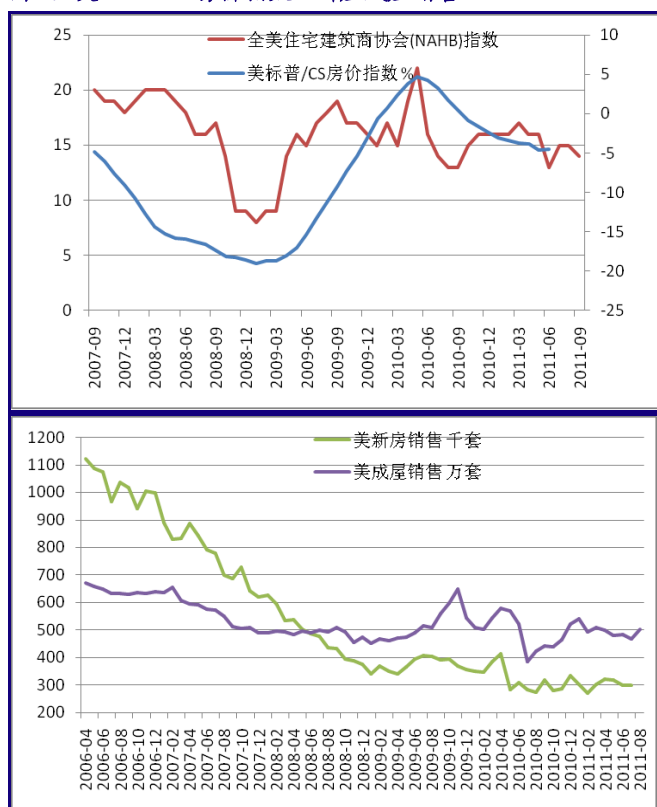
短期而言，扭转操作对美国失业问题帮助不大，因为长期借款成本下降与短期

的用工需求之间并无直接关系。高达 9.1% 的美国失业率意味着有 1400 万人失业，其中超过 600 万失业者已经失业 6 个月以上，这些失业人员与就业市场的联系越来越少，更加难以找到工作。由于失业率很高，打压家庭对未来消费的信心，导致消费者可能更加愿意偿还现有债务而非借新债。因此，无论美联储把利率降到多低，短期内对降低高失业率的作用是很有限的。对于失业问题来说，政府的财政刺激政策或有效的促进就业计划更为直接有效，奥巴马总统的就业刺激一揽子计划能否顺利实施，对失业与美国经济来说更为关键。

其他方面，美国 8 月新屋开工继续下降，房价继续下降，然而成屋销售有所好转，我们维持美国房产筑底的看法，因为供给连续减少到历史最低，而库存正在下降。谘商会领先指标连续 4 个月上升，申请失业人数有所下降，本周数据看，美国经济没有亮色但也不是太糟糕。

房地产上，美国房地产商继续悲观，9 月的 NAHB 房价指数也继续下降；8 月新屋开工月率下降 5%、年率下降 5.8%，房地产供给是历史最低，而 8 月的成屋销售月率上升 7.7%、年率大幅上升 18.6%，房地产去库存化加快。从二季度的出租空置率与出售空置率看，都有所下降，但仍在正常水平以上，这表明美国房地产仍在筑底过程中。

图 2：美 NAHB 房价指数、新屋成屋销售

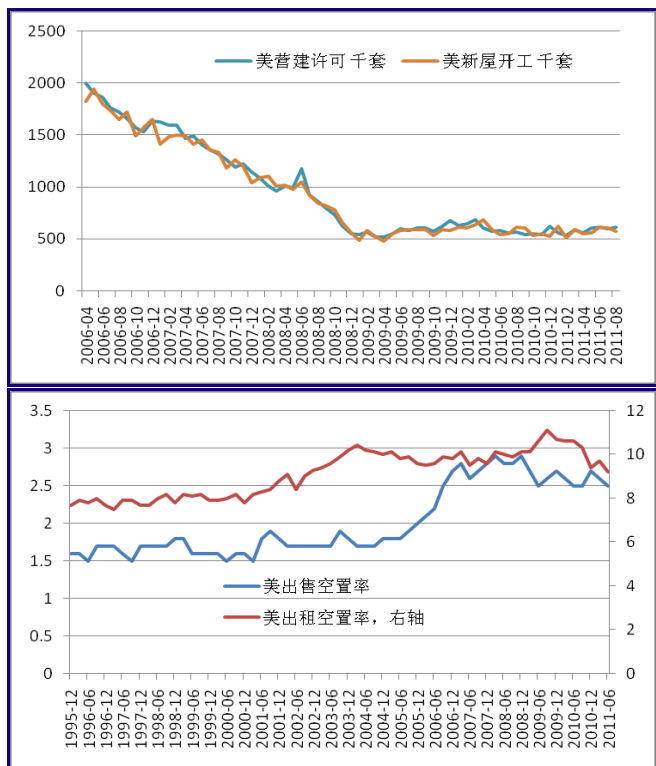


资料来源：Wind，中国银河证券研究部

全美住房建筑商协会 9 月 19 日公布的美国 9 月 NAHB 房价指数为 14.0，该指数的三个分类指数均下降，衡量潜在买家的指标以及衡量住房建筑商对未来六个月单户型住房销售状况预期的指标均下降 2 点，衡量当前销售状况的指标下降 1 点。表明美国 9 月份开发商信心恶化，经济增速下滑以及消费者情绪悲观是该行业面临的

困境。该指数高于 50 表明看好住宅销售前景的建筑商数量多于持悲观态度的建筑商。自 2006 年 4 月份以来该指数一直低于 50。

图 3：美营建许可与新屋开工、美出租与出售空置率

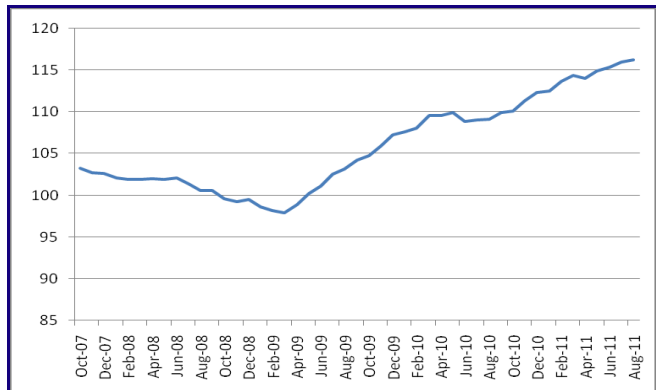


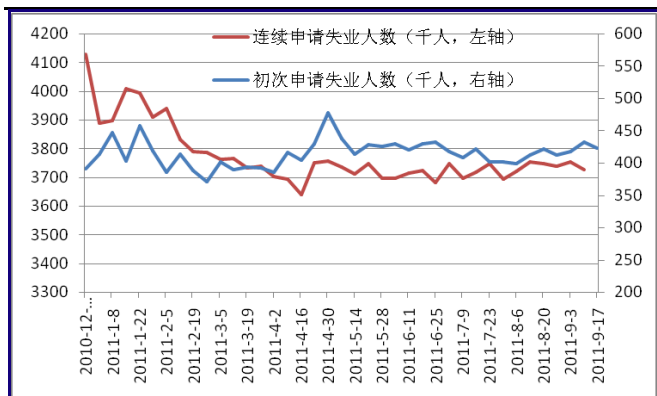
资料来源：Wind，中国银河证券研究部

美国商务部 9 月 20 日公布，美国 8 月新屋开工总数折合年率为 57.1 万套，环比下降 5.0%；同比下降 5.8%，是 4 月以来的最大降幅。远低于低于 100-150 万户每年的健康水平，供给的压力下降。美国 8 月经季调营建许可总数折合年率为 62 万套，环比上升 3.2%，是自去年 12 月以来最高水平，营建许可上升，表明对未来的预期有所好转。

谘商会 9 月 22 日公布的美国 8 月谘商会领先指标月率上升 0.3% 至 116.2，连续第四个月上升。8 月份 10 个分类指标中有 4 个上升。升幅最大的是实际货币供应量和利差指标，表现最差的是股价指标。

图 4：谘商会领先指数、初次与连续申请失业人数





资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

就业方面,美国劳工部 9 月 22 日公布的上周美国初请失业金人数下降 0.9 万人,至 42.3 万人,是三周以来的首次减少。9 月 10 日当周续请失业金人数下降 2.8 万人,至 372.7 万,预期为 372.5 万。从就业市场看,解雇事件增多,美国企业可能推迟招聘计划的概率增大,9 月失业率很难下降到 9% 以下。

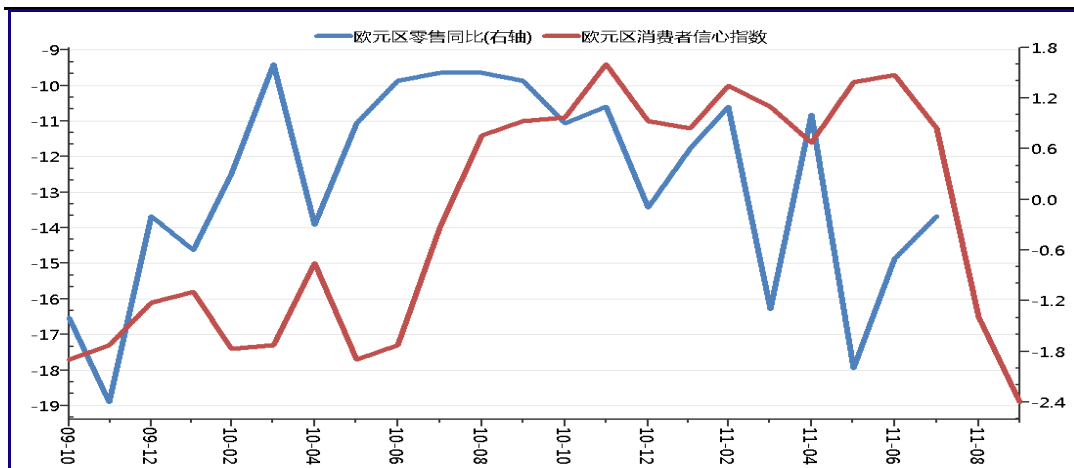
● 欧元区：前景黯淡

本周欧元区债务危机加剧,希腊面临流动性枯竭,欧盟与欧洲央行表示要全力救助希腊,德法表态希腊退出欧元区不是一个可以考虑的选项,但欧盟仍未就发行统一欧洲债券解决债务问题达成一致。由于经济联盟、统一货币与财政分离、政治独立的内在矛盾,针对危机国家采取单独的救助难以解决欧元区的整体债务问题。从两年前对南欧的救助开始到现在,欧盟一直不能拿出一个统一的方案,从根本上解决债务问题,目前对于是否扩大欧洲金融稳定基金(EFSF)的规模,内部也有争议,这导致不仅陷入债务危机的国家持续动荡,而且引发国际市场对欧元区整体的担忧。周一标普将意大利的主权评级下调一个级距,前景仍为负面,并称此次调降评级反映其对意大利经济增长前景趋弱的看法。标普下调欧元区第三大经济体的评级,加剧对欧债危机蔓延的担忧,这可能是欧猪五国评级持续遭下调的一部分。

受到欧债危机持续并有加剧可能性的影响,欧元区经济前景黯淡。本周公布的欧元区经济指标全面下滑,消费与生产都出现下降,而从未来趋势看,随着消费信心指数、PMI 指数与工业订单、ZEW 经济景气指数的全面下滑,如果欧洲领导人不能采取有效的措施,从基本制度上解决欧债问题,欧元区经济不容乐观,可能会连累全球经济复苏。

消费方面,欧盟委员会 9 月 22 日发表的欧元区 17 个成员国 9 月份消费者信心指数为-18.9,低于预期水平的-17.9,也低于 8 月数值-16.5,为连续第 3 个月下降。欧元区的财政危机加重且经济增长放缓是令消费者信心受挫的主要原因。由于消费在欧元区经济中比重高达 65 左右,消费对欧元区下半年 GDP 增速贡献将是负面的。

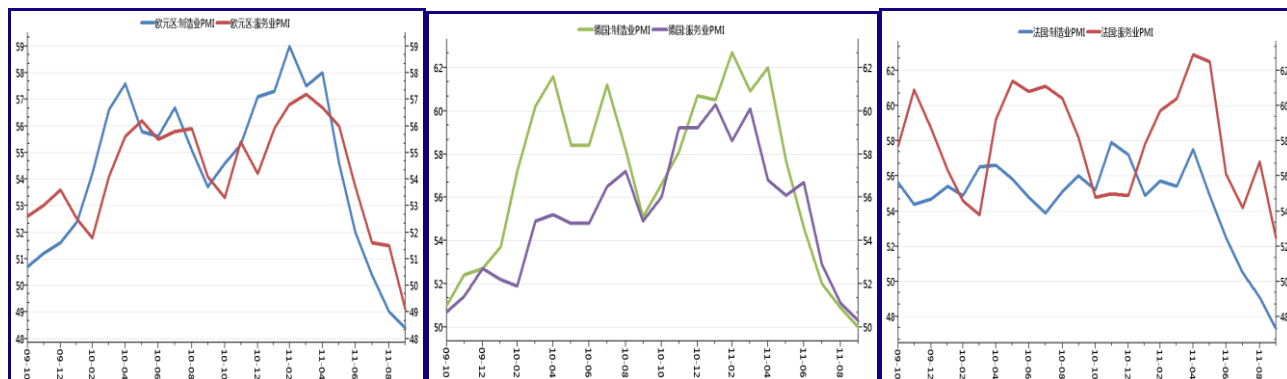
图 5: 欧元区消费者信心指数与零售同比



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

因欧洲主权债务危机日益恶化和全球市场混乱情况妨碍经济增长,欧元区 9 月生产活动收缩。9 月 22 日公布的欧元区 9 月服务业 PMI 自 8 月的 51.5 降至 49.1,远低于之前预期的 51.0,是 2009 年 8 月来首次跌破荣枯分界线 50。同时,作为推动欧元区经济复苏主力的制造业也遭萎缩。欧元区 9 月制造业 PMI 初值降至 48.4,为两年来最低水平,略微低于之前预计的 48.5。从 PMI 指数看,欧元区制造业和服务业第四季度将持续恶化。

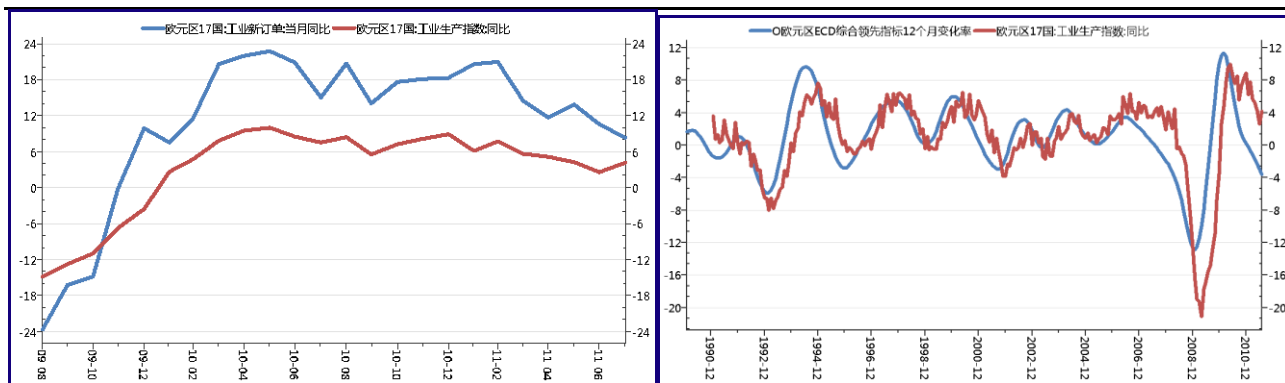
图 6: 欧元区、德、法制造业服务业 PMI



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

同日公布的欧元区核心国德法的 PMI 指数也创下 2 年新低,特别是德国 9 月制造业 PMI 降至 50 荣枯分界线,新订单量连续 3 个月出现下降,凸显欧元区最大经济体已失去经济增长动力;德国 9 月服务业 PMI 指数初值自 8 月的 51.1 跌至 50.3,低于预期的 50.5,创 26 个月新低。这表明德国三季度经济增长数据不佳,制造业和服务业增长情况都趋于停滞状态,预计四季度可能会出现经济紧缩。出口市场需求下降是德国经济下滑的主要原因。法国 9 月制造业 PMI 初值跌至 47.3,是 27 个月的新低,连续两个月低于 50,服务业 PMI 初值自 8 月的 56.8 跌至 52.5,创 25 个月来新低。主要是因为随着新订单的减少,法国制造业和服务业正转为下滑并开始裁员。

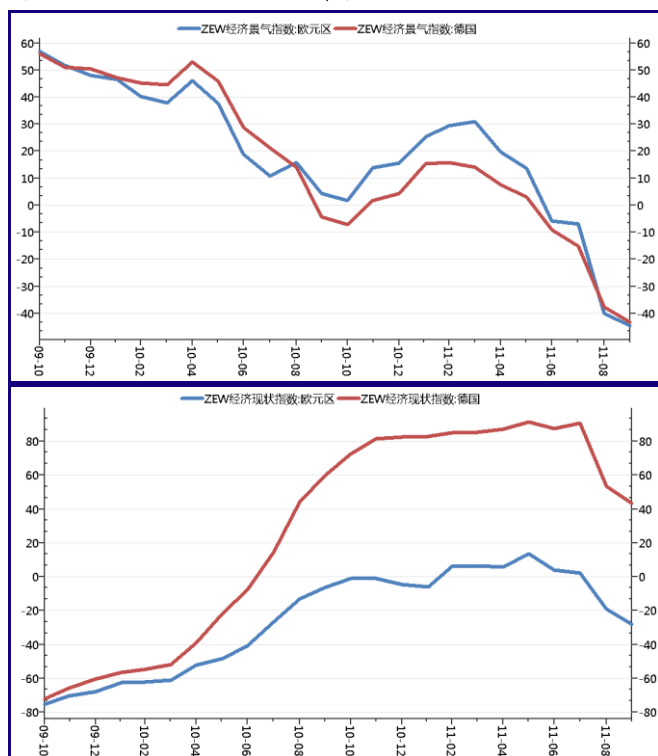
图 7: 欧元区 PMI 指数、OECD 领先指数 12 个月变化率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

对工业生产有明确指示意义的工厂订单上, 欧盟统计局周四公布的欧元区 17 国 7 月工业订单年率上升 8.4%, 创 2009 年 11 月以来的最低水平, 当时为年率下降 2.6%。主要是因为需求下降。从工业订单与工业生产的关系看, 订单增速领先于工业生产增速。上周三公布的欧元区 7 月工业生产年率上升 4.2%。但欧盟的工业生产统计数据发布比较慢, 这些 7 月数据的意义在于三季度欧元区的工业生产正在下降。结合比较有效的领先指标——OECD 领先指数的 12 个月变化率看, 欧元区工业下滑趋势相当确定。从领先指标与工业生产之间的长期关系看, 我们相信在未来两个月, 欧元区工业生产增速将会下降到 3% 左右。

图 8: 欧元区、德国 ZEW 经济景气指数与现状指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究部

经济景气方面, 欧洲经济研究中心周二公布的欧元区 9 月 ZEW 经济景气指数下降 4.6 个点, 至 -44.6, 前值为 -40.0, 经济现况指数下滑 8.8 个点, 至 -27.9, 目前欧元区多个成员国的债务危机加重, 以及全球经济前景不佳是经济预期下滑的主要原因。

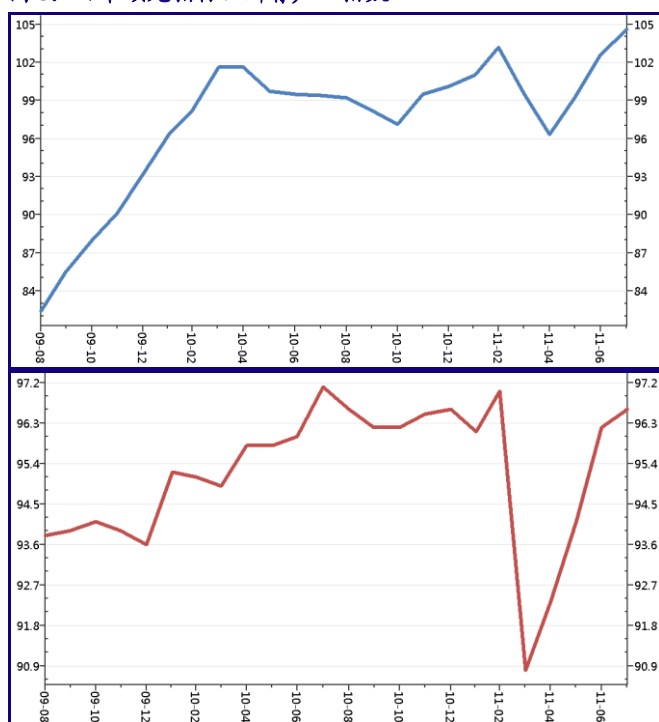
同日公布的德国 9 月 ZEW 经济景气指为-43.3，数连续第七个月下滑，并创近 3 年以来的新低。特别是自 7 月以后，德国经济现状指数快速下降，表明欧债危机已经对上半年增长非常强劲的德国造成巨大影响，如果作为欧元区经济发动机的德国经济下滑，那么欧元区整体就会遭到重创。

● 日本：领先指标上升

日本周二公布的 7 月领先指标从 106 向下修正到 104.6，月率从初值的上升 2.7% 下调到上升 2.0%。日本 7 月同步指标修正值月率下降 0.3%，至 107.1。7 月滞后指标修正值月率下降 0.6%，至 88.6。

周三，日本经济产业省公布的日本所有产业指数月率上升 0.4%，7 月所有产业指数为 96.6，6 月为上升 2.3%。

图 9：日本领先指标、所有产业指数



资料来源：Wind，中国银河证券研究部

从领先指标看，自 5 月以后，连续 3 个月上升；所有产业活动指数自 4 月以后连续上升，表明日本经济正逐渐从 3.11 大地震中稳步走出，生产活动水平基本上恢复到震前的水平。但是，在全球经济前景下滑与日本国内经济结构问题依旧的情况下，日本经济难有起色。

未来一周重点关注的经济数据

根据对近期海外宏观经济的分析，在未来新的一周里，我们建议投资者重点关注以下即将公布的经济数据。

附表 1：新的一周海外重点经济数据公布

时间	地区	数据名称
2011-9-26 周一	美国	NAHB 房价指数
2011-9-27 周二	德国	PPI
	欧元区	ZEW 景气指数
	美国	新屋开工与营建许可
2011-9-28 周三	美国	成屋销售
	日本	8 月贸易收支
2011-9-29 周四	欧元区	工业订单
	欧元区	制造业 PMI
	美国	谘商会领先指标
2011-9-30 周五	日本	8 月 CPI、失业率、工业生产
	欧元区	8 月 CPI、失业率
	美国	8 月个人收入支出、芝加哥 PMI

资料来源：中国银河证券研究部

作者介绍

潘向东，首席经济学家，清华大学经济管理学院应用经济学博士后。《经济研究》和《世界经济》审稿专家。主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。2011 年加入中国银河证券。

周世一，宏观研究研究员，中国人民大学经济学院经济学博士。在 2007 年 7 月加入中国银河证券研究部至今，从事国际宏观经济研究工作。

潘向东、周世一具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

机构请致电：

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao-jg@chinastock.com.cn

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn

公司网址：www.chinastock.com.cn