

美联储与 5 大央行联合降低美元互换利率；

基本结论

- **事件：**美联储和其余 5 大央行（欧洲央行、英国央行、日本央行、瑞士央行和加拿大央行）将在 12 月 5 日将各央行与美国央行的美元互换利率下调 50 个基点。该项安排持续到 2013 年 2 月 1 日。
- 我们注意到，从 2010 年以来，货币互换货币政策的出台时点与欧债危机的进展密切相关，这显示出了欧洲主权债务对于流动性的压力的时点，也说明欧洲主权债务危机对于美元流动性的影响成为美联储与各大央行货币互换政策出台的关键影响因素
- 与最近 6 月 29 日货币互换不同的宏观背景是：1、10 月 26 日欧盟通过了一揽子的对策，其中包括了促进各国加强财政整固，加强对处于困境中的国家进行支持，加强对欧元区政府的监管，采用一切办法以促进欧元区的完整。承诺各国将致力于财政整固和经济结构的调整。以及将 EFSF 扩大杠杆 4—5 倍，将“火力”扩大到 1 万亿欧元。扩大杠杆主要通过两方面的途径，一个是通过发行债券；另一个是寻求外部的支持。尽管对于扩大杠杆是否正确还有争论以及对欧盟有没有能力扩大 EFSF 杠杆的疑问。2、有更多的央行加入了货币放松的行列。从 10 月到 11 月初，先后有印尼央行、巴西央行、澳大利亚央行、欧洲央行宣布降息。最重要的是中国一次性将存款准备金率调低了 0.5。
- 本次 6 大央行的联合行动对于全球经济和金融环境的影响是正面的，有助于向需求者提供更多、成本更低的美元。在当前美元大幅度升值的背景下，增加美元供应，有望减缓美元升值的压力。从而有助于缓解因为美元升值而可能导致的全球经济和金融产生的新的不平衡。
- 年底也是欧美银行流动性最紧张的时候，自 8 月以来由于避险因素导致欧洲资金持续流向美国国债也使得欧洲的美元流动性在年底更加紧张。本次 6 大央行的联合行动有助于缓解迫在眉睫的银行美元流动性的紧张。
- 本次行动，体现了各国央行之间的联合行动对抗欧债危机的决心，也有助于市场增加信心。
- 当前导致美元升值的最根本的基本面因素是欧洲主权债务高风险国家可能出现的违约风险。本次 6 大央行的联合行动，并没有使得主权债务高风险国家的竞争力提升，也没有使得欧元区财政向更统一的方向演进，各国的财政整固也和 6 大央行降低货币互换利率没有直接关系，所以，期望这次联合行动就解决导致主权债务危机的一切问题也不切实际。
- 关于通胀方面。该安排有助于美元流动性改善，有助于促进宏观和金融平衡的改善，对于价格有潜在的、间接的上行影响。但由于任何增加货币互换额度和降低互换掉期利率的安排，并不会改变各央行资产负债表的规模，因此理论上不会直接影响到通胀和通胀预期。

刘锋 分析师 SAC 执业编号：S1130511040004
 (8621)61038297
 liufeng@gjzq.com.cn

李治平 联系人
 (8621)61038205
 lizhip@gjzq.com.cn

汪毅 分析师 SAC 执业编号：S1000511050002
 (8621)61038200
 wangyi@gjzq.com.cn

刘茜华 联系人
 (8621)61356502
 liuqh@gjzq.com.cn

美联储与五大央行联合降低美元互换掉期利率。

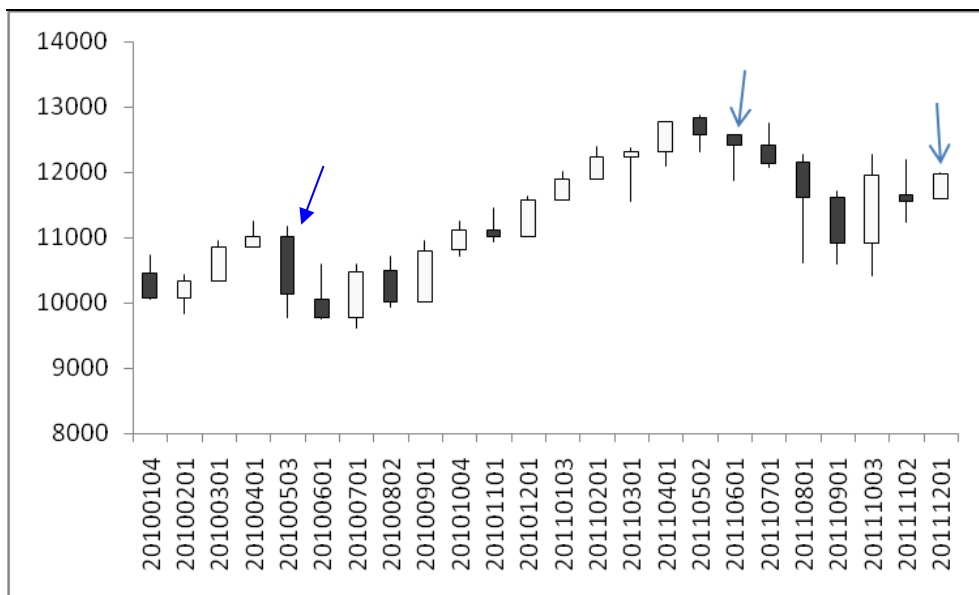
■ 事件

- 美联储和其余 5 大央行（欧洲央行、英国央行、日本央行、瑞士央行和加拿大央行）将在 12 月 5 日将各央行与美国央行的美元互换掉期利率下调 50 个基点。该项安排持续到 2013 年 2 月 1 日。同时各央行建立各自货币之间互换的临时机制，使得各央行能更容易得到欧元、日元、英镑、瑞士法郎和加拿大元。之前各央行的互换掉期利率是 OIS 利率+100 基点，现在互换掉期利率是 OIS 利率+50 基点。OIS 利率是隔夜互换利率，该利率小于银行间隔夜拆借利率。

■ 近年美联储与有关央行联合货币互换行动回顾

- 美联储自金融危机发生以来，美联储与其他央行多次采用的联合货币互换的货币政策，以缓解流动性的紧张。
- 在 2008 年 3 月 11 日，美联储与欧洲央行、瑞士央行执行了货币互换的临时性货币政策。当时，给各央行的互换额度为：欧洲央行 300 亿美元、瑞士央行 60 亿美元、
- 在 2008 年 10 月 29 日，美联储与巴西央行、墨西哥央行、韩国央行、新加坡货币当局建立了临时性的货币互换协议。
- 在 2009 年 4 月 6 日，美联储与英国央行、欧洲央行、日本央行和瑞士央行建立临时性的货币互换协议，时间截止到 2009 年 10 月 30 日。
- 在 2010 年 5 月美联储与 5 大央行建立了临时性的货币互换机制。时间截止到 2011 年 1 月。
- 在 2011 年 6 月 29 日，美联储与 5 大央行继续建立临时性的货币互换机制。实践截至到 2012 年 8 月 1 号。
- 在 2011 年 11 月 29 日，美联储将现在的货币互换协议延长到 2013 年 2 月 1 日，同时将互换利率降 50 个基点。
- 我们注意到，从 2010 年以来，货币互换货币政策的出台时点与欧债危机的进展密切相关，这显示了欧洲主权债务对于流动性的压力的时点，也说明欧洲主权债务危机对于美元流动性的影响成为美联储与各大央行货币互换政策出台的关键影响因素

图表1: 道琼斯指数与货币互换时点



来源: 国金证券研究所

■ 与最近 6 月 29 日货币互换不同的宏观背景是:

- 1、10 月 26 日欧盟通过了一揽子的对策, 其中包括了促进各国加强财政整固, 加强对处于困境中的国家进行支持, 加强对欧元区政府的监管, 采用一切办法以促进欧元区的完整。承诺各国将致力于财政整固和经济结构的调整。以及将 EFSF 扩大杠杆 4—5 倍, 将“火力”扩大到 1 万亿欧元。扩大杠杆主要通过两方面的途径, 一个是通过发行债券; 另一个是寻求外部的支持。尽管对于扩大杠杆是否正确还有争论以及对欧盟有没有能力扩大 EFSF 杠杆的疑问。
- 2、有更多的央行加入了货币放松的行列。从 10 月到 11 月初, 先后有印尼央行、巴西央行、澳大利亚央行、欧洲央行宣布降息。最重要的是中国一次性将存款准备金率调低了 0.5 而不是 0.25, 显示了中国央行的决心。

■ 本次行动点评:

- 本次 6 大央行的联合行动对于全球经济和金融环境的影响是正面的, 有助于向需求者提供更多、成本更低的美元。在当前美元大幅度升值的背景下, 增加美元供应, 有望减缓美元升值的压力。从而有助于缓解因为美元升值而可能导致的全球经济和金融产生的新的不平衡。
- 年底也是欧美银行流动性最紧张的时候, 自 8 月以来由于避险因素导致欧洲资金持续流向美国国债也使得欧洲的美元流动性在年底更加紧张。本次 6 大央行的联合行动有助于缓解迫在眉睫的美元流动性的紧张。
- 本次行动, 体现了各国央行之间的联合行动对抗欧债危机的决心, 也有助于市场增加信心。
- 当前导致美元升值的最基本因素是欧洲主权债务高风险国家可能出现的违约风险。本次 6 大央行的联合行动, 并没有使得主权债务高风险国家的竞争力提升, 也没有使得欧元区财政向更统一的方向演进, 各国的财政整固也和 6 大央行降低货币互换利率没有直接关系, 所以, 期望这次联合行动就解决导致主权债务危机的一切问题也不切实际。

- 本次行动有助于相关主体降低获得美元成本，但是，并没有从根本上改变导致避险情绪高涨的原因，因此期望这样的一次行动就改变现在的资金流向美债的趋势也不切实际。世界经济和金融的平衡需要欧元区在财政整固、增强相关国家竞争力、财政统一方面展现出更大努力之后才有望达成。其中，相关国家竞争力的增强体现在工资的灵活性和要素流动的灵活性方面有更大的进展；而任何从货币的联盟向财政联盟扩展的政策和行为也是有助于欧债危机解决的最重要基本面因素。
- 关于通胀方面。该安排有助于美元流动性改善，有助于促进宏观和金融平衡的改善，对于价格有潜在的、间接的上行影响。但由于任何增加货币互换额度和降低互换掉期利率的安排，并不会改变各央行资产负债表规模，因此理论上不会直接影响到通胀和通胀预期。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 5599-8803

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 深圳市福田区福中三路
1006 号诺德金融中心 34B