

2012 年 3 月 29 日

关于美国 QE3 的一些判断

——国际金融市场风险监测 2012 年 3 月 29 日

总体判断:

- I 隔夜风险情绪下降, 因美国 2 月耐用品订单涨幅低于预期、且伯南克认为美国经济成功复苏言之尚早, 风险资产全面下跌。
- I 对于市场所关心的 QE3, 我们的判断是, 美联储今年很可能推行 QE3, 概率约为 60%-70%, 而时间可能为 4 月或 6 月宣布、6 月后执行。方式可能为冲销式 QE。美联储先通过购买 MBS 和长期国债 6000 亿美元左右, 给市场注入流动性; 但同时担心资金过多流向商品, 从而通过附加条款部分回收流动性, 限制资金流向大宗商品, 减少通胀的上行风险。
- I 美联储可能推出 QE3 的原因在于: (1) 通胀下行美国推出 QE3 扫除了最大的障碍。今年, 美国通胀整体上仍呈稳中有降的趋势, 尽管油价维持高位对通胀有上行风险。以 2 月为例, 尽管汽油价格指数激增 6%, 但 CPI 同比仍持平在 2.9%。而核心 CPI 因租金涨幅趋缓、服装、娱乐休闲价格回落而同比涨幅回落至 2.2%。(2) 失业率依然高企, 而且不排除再次上升的可能性, 未来几个月将持续在 8% 以上, 2012 年底也难以降至 7.5% 以下。在现有 63.9% 的劳动力参与度水平下, 如果年底失业率降至 7.5%, 需每月增加就业 35.1 万人, 这以目前私营部门的就业增速来看是无法企及的。(3) 政府有必要通过加大 MBS 和长期国债购买量来压低房贷利率和长期国债收益率, 拉动购房需求, 以扶持房地产行业, 刺激经济。因为近期数据表明, 美国经济略显疲态, 无法延续去年四季度 3% 的高增速, 房地产市场虽底部企稳但仍有反复, 而且 30 年房贷利率和 10 年期国债收益率出现明显上升, 对居民购房等需求构成压制, 美国巨额国债的利息支出陡增, 这是美国政府不可承受之重。
- I 如果推行冲销式 QE, 回收流动性可能通过逆回购和定期存款安排(Term Deposit Facility, TDF) 来实施。(1) 第一种选择是逆回购, 美联储以所持资产为担保, 通过短期贷款的形式以低利率从一级交易商、商业银行、货币市场基金和政府支持企业(GSE) 回收资金, 回收资金量至少在 2000 亿美元以上, 从而部分抵消市场资金增长过多过快、催生通胀的风险。(2) 第二种选择是定期存款安排(TDF), 这是美联储 2010 年 4 月 30 日引入的新的准备金管理工具, 美联储允许商业银行等合格机构将隔夜存款转存为 1 年以内的定期存款, 这样变相提高了商业银行在央行的准备金, 从而部分抵消流动性过剩的影响。
- I 从冲销式 QE 的影响来看, 虽然美联储的资产负债表仍有一定扩张, 也延长了美联储债务的久期, 可能造成联邦基金有效利率下行, 短期利率和回购利率则有上行风险, 但避免对宏观经济造成显著影响。本质上, 扭曲操作(OT2) 也属于冲销式 QE, 不同之处在于 OT2 属于资产项下的完全冲销, 买 4400 亿美元长期国债, 卖相同规模的短期国债; 但美联储所持有的短期国债是有限的, 导致其不得不考虑负债项下的冲销, 这就是有望于今年下半年实施的冲销式 QE3。
- I 关注: 3 月 29 日 美国 2011 年第四季度 GDP 环比增速(预期: 3%)
3 月 28-29 日 金砖五国峰会

相关研究

从伯南克讲话看美国劳动力市场
2012 年 3 月 27 日

美国新屋销售环比下滑, 但房地产市场逐步企稳
2012 年 3 月 26 日

欧元区难逃衰退, 美国就业市场温和复苏
2012 年 3 月 23 日

美国成屋销量下滑, 英国对富人和企业减税
2012 年 3 月 22 日

美国新屋开工下降, 风险资产遭抛售
2012 年 3 月 21 日

美国经济数据背后的隐忧
2012 年 3 月 20 日

证券分析师

李慧勇 A0230203100029
lihy@swsresearch.com

研究支持

谢伟玉
xiewy@swsresearch.com
陈果
chenguo@swsresearch.com
钟嘉妮
zhongjin@swsresearch.com

联系人

钟嘉妮 (8621)23297484
zhongjin@swsresearch.com

地址: 上海市南京东路 99 号
电话: (8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司
<http://www.swsresearch.com>

1. 美国 2 月耐用品消费数据点评

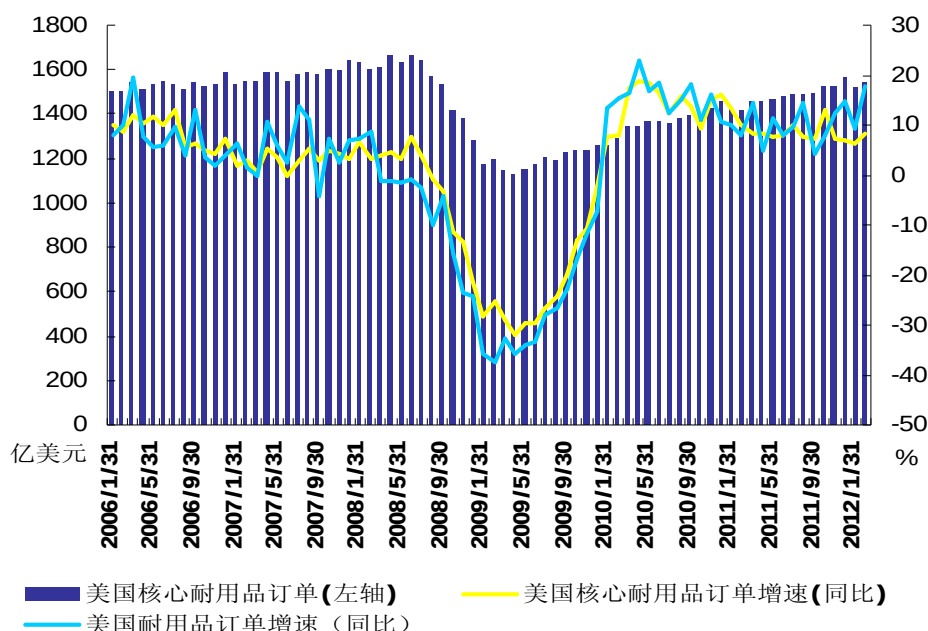
美国耐用品订单的 1 月环比跌幅由 -4% 上修至 -3.6%，2 月恢复性反弹 2.2%，但仍不及预期的 2.9%，而且发货量下跌 -0.2%；而除了运输以外的耐用品订单继 1 月环比跌 -3% 后，2 月增长 1.6%。

不论从同比还是环比来看，主要行业订单大多呈反弹趋势。从环比增速来看，飞机订单反弹 6%，重型机械增长 5.7%，运输设备增长 3.9%，电脑和电子产品增长 2.7%，我们推断美国今年第一季度的软件设备的实际资本支出有望增长 2.7%，加上不计国防与运输的核心资本商品订单环比增长 1.2%，相应的发货量环比增长 1.4%，这将为第一季度 GDP 增长 2.2% 提供支撑。而未完成订单和总库存增速由 1 月的 0.6% 放缓至 0.4%，支持了我们对美国企业去年第四季度的补库存难以为继、导致对 GDP 增长的贡献减弱的判断。

从 2 月数据来看，耐用品需求出现回暖，但单月上升不足以支持经济复苏强劲的判断，我们预计 3 月耐用品订单涨幅趋缓；而美国增加军费开支，有利于飞机和国防品的增长，这一趋势有望延续。

每周抵押贷款申请数量最近一周继续下跌，其中再融资部分连跌六周，主要因为房贷利率上升所致，但用于买房的抵押贷款申请量上升 3.3%，释放了房地产需求逐步企稳回升的积极信号。

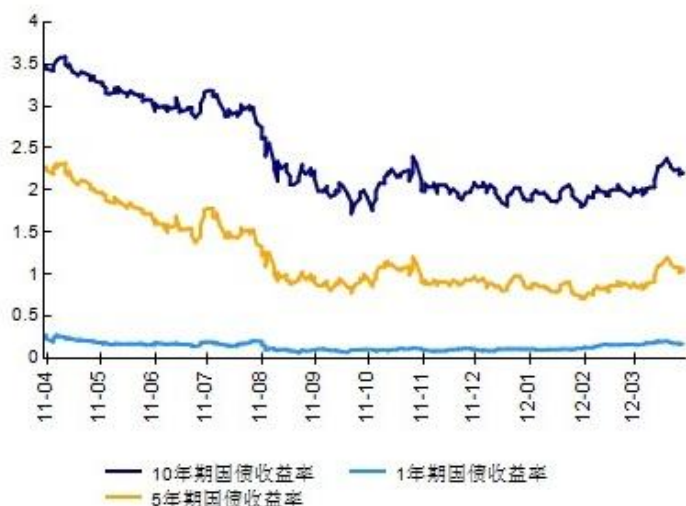
图：美国核心耐用品订单及其同比增速



资料来源：世界银行，申万研究

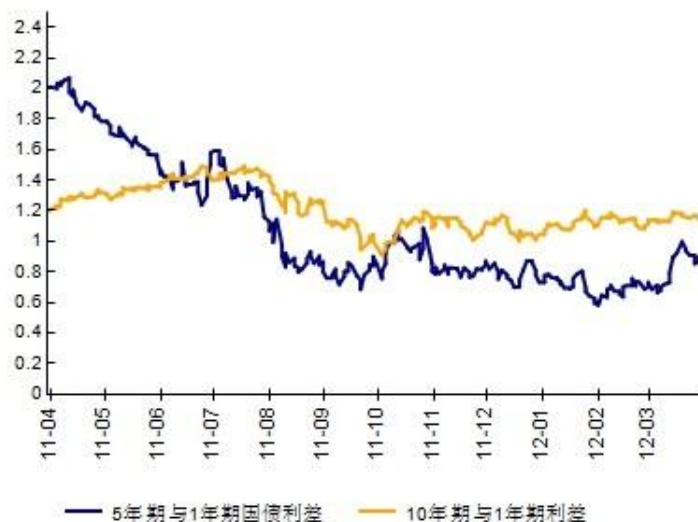
2. 2月耐用品订单涨幅低于预期，美股商品下挫

图 1：美国国债收益率上涨，对经济形势担忧有所减弱。



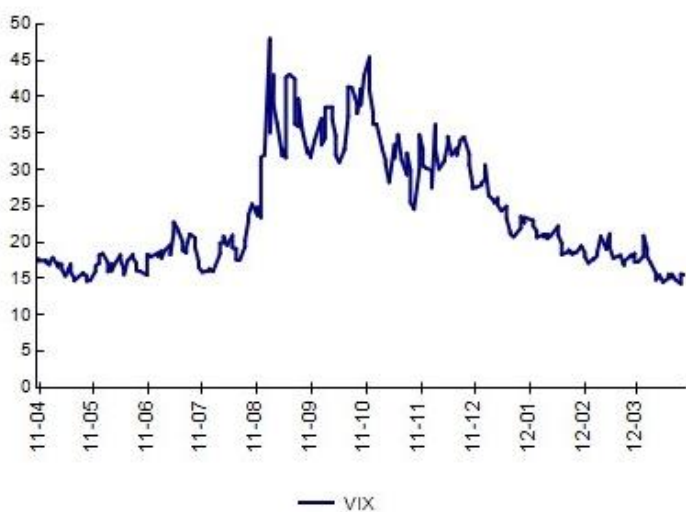
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 2：美国国债利差上涨，对长期经济形势担忧有所减小。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 3：VIX 指数小幅下降，显示股市波动风险有所缓和。



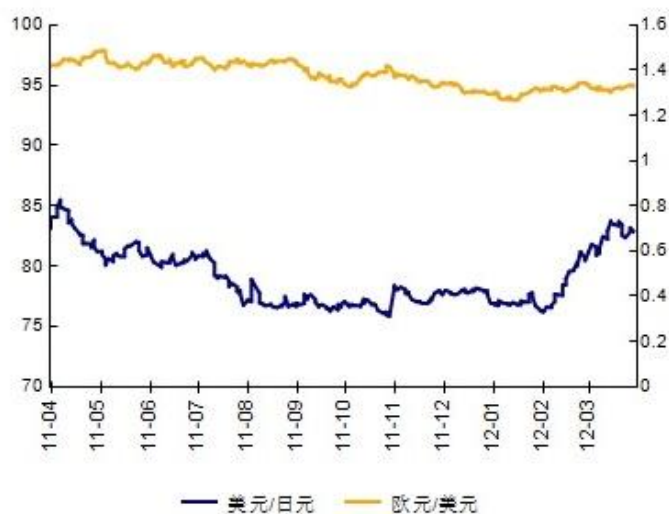
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 4：美国 CDS 均下滑，对美国债务违约风险的担忧有所减轻。



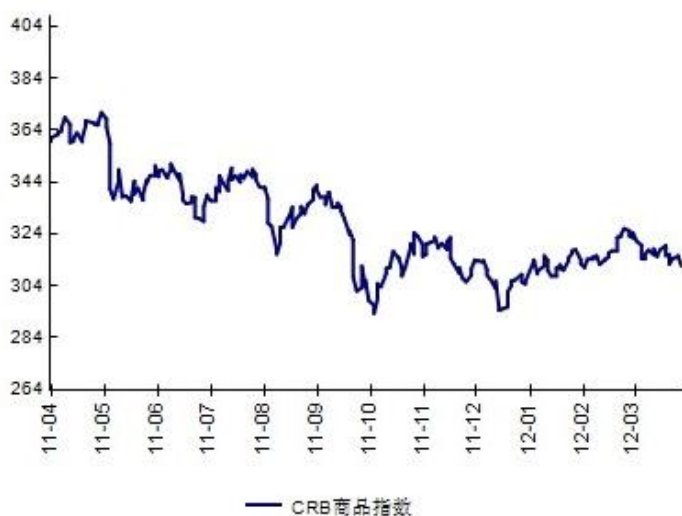
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 5: 美元下挫, 由于德国失业率稳定在 6.8% 的低位且亚洲市场对日元避险性需求加大。



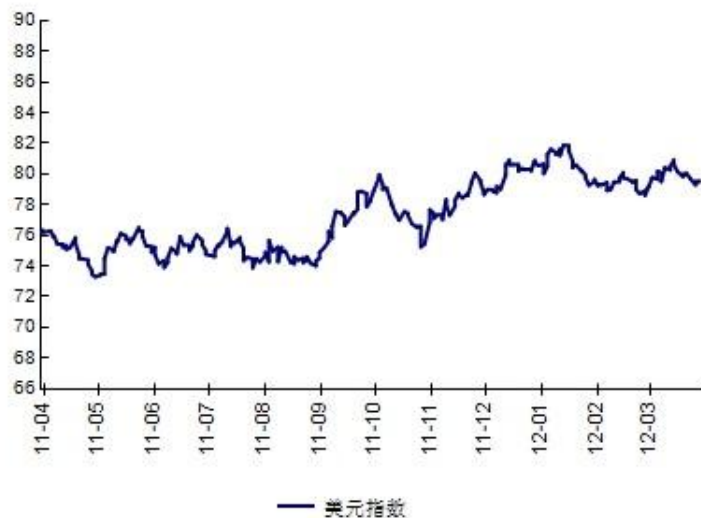
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 7: 大宗商品价格下降, 由于原油和金属价格大幅下滑。



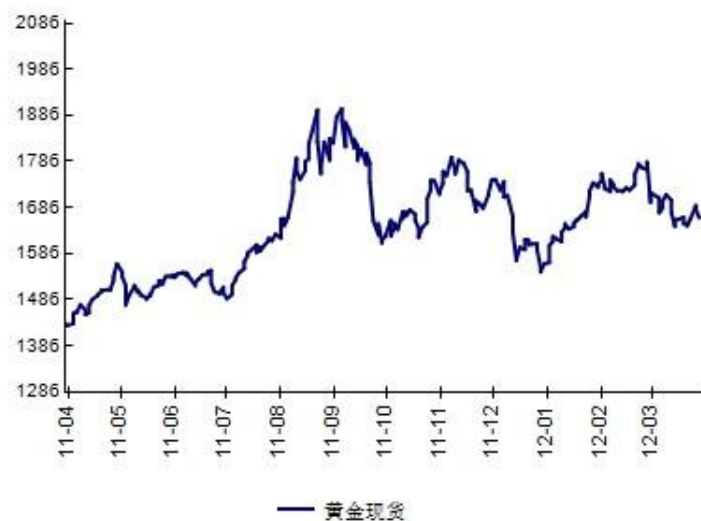
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 6: 美元指数小幅回升, 对其避险需求增加。



资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 8: 黄金现货价格小幅下跌, 对其避险需求有所减弱。



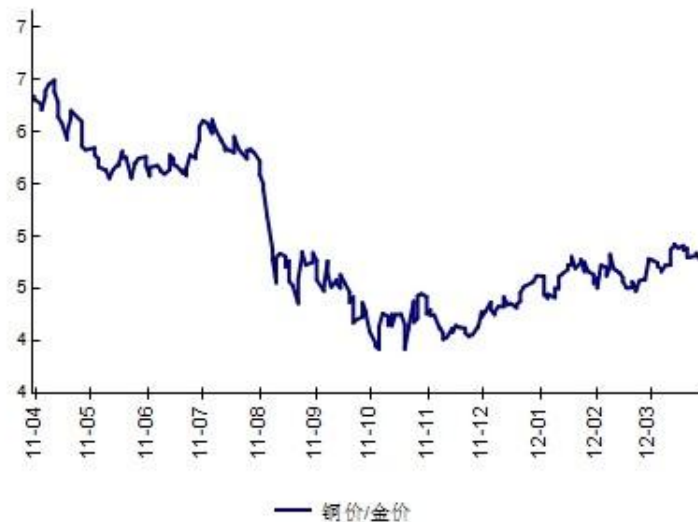
资料来源: Bloomberg, 申万研究

图 9：原油价格下挫近 1.8%，由于美国库存上升且美国考虑释放原油储备。



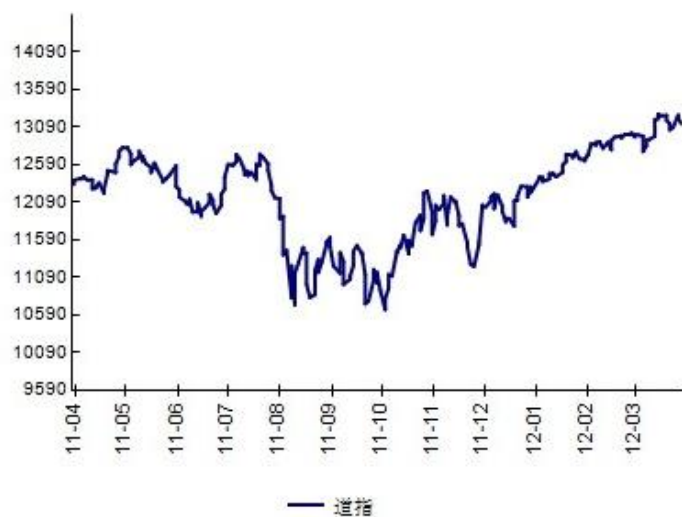
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 10：铜价与金价比下滑，由于美国 2 月耐用品订单增幅不如预期导致铜价下挫。



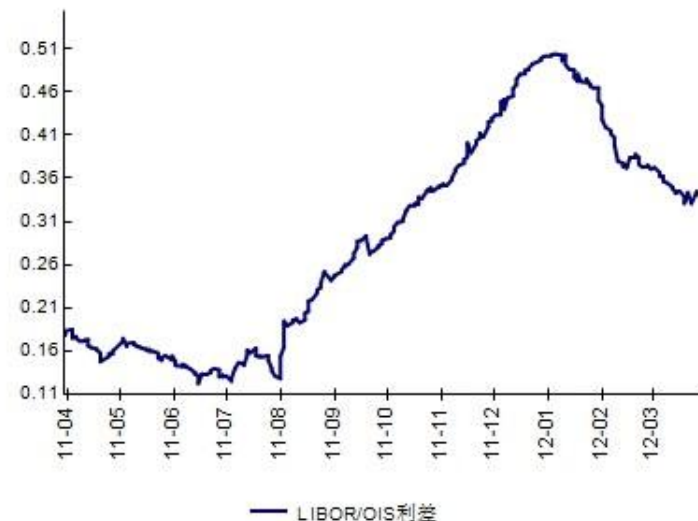
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 11：道指小幅下跌，由于原油大幅下挫拉低能源板块，且美国 2 月耐用品订单涨幅不如市场预期。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 12：Libor-OIS 利差回落，银行信贷压力有所减小。



资料来源：Bloomberg，申万研究

近一周已公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
03/20/2012 20:30	房屋开工(月环比)%	FEB	0.10%	-1.1%	1.50%
03/20/2012 20:30	建筑许可	FEB	686K	717K	676K
03/20/2012 20:30	建筑许可(月环比)%	FEB	0.50%	5.1%	0.70%
03/21/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAR 16	--	-7.4%	-2.40%
03/21/2012 22:00	现房销售	FEB	4.61M	4.59M	4.57M
03/21/2012 22:00	旧宅销售 月环比	FEB	0.90%	-0.9%	4.30%
03/22/2012 20:30	首次失业人数	MAR 17	350K	348K	351K
03/22/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAR 10	3380K	3352K	3343K
03/22/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAR 18	--	-34.9	-33.7
03/22/2012 21:45	彭博经济预期	MAR	--	1	-7
03/22/2012 22:00	住宅价格指数 月环比	JAN	0.30%	0.00%	0.70%
03/22/2012 22:00	领先指标	FEB	0.60%	0.70%	0.40%
03/23/2012 22:00	新建住宅销售	FEB	325K	313K	321K
03/23/2012 22:00	新建住宅销售 月环比	FEB	1.30%	-1.60%	-0.90%
03/26/2012 20:30	芝加哥联储全美活动指数	FEB	0	-0.09	0.22
03/26/2012 22:00	待定住宅销售量(月环比)	FEB	1.00%	-0.50%	2.00%
03/26/2012 22:00	待定住宅销售 同比	FEB	9.70%	13.90%	10.30%
03/26/2012 22:30	达拉斯联储储备银行制造业活动指数	MAR	17	10.8	17.8
03/27/2012 21:00	标普/CS 20 个城市月环比%经季调	JAN	-0.30%	-0.04%	-0.50%
03/27/2012 21:00	标普/CS 综合指数-20 同比	JAN	-3.80%	-3.78%	-3.99%
03/27/2012 21:00	标普/CS 住宅价格指数	JAN	135.8	135.46	136.71
03/27/2012 22:00	消费者信心	MAR	70	70.2	70.8
03/27/2012 22:00	里士满联储制造业指数	MAR	18	7	20
03/28/2012 19:00	MBA 抵押贷款申请指数	MAR 23	--	-2.70%	-7.40%
03/28/2012 20:30	耐用品订单	FEB	3.00%	2.20%	-4.00%
03/28/2012 20:30	耐用消费品 (除运输类)	FEB	1.70%	1.60%	-3.20%
03/28/2012 20:30	非国防资本货物订单 (飞机除外)	FEB	1.50%	1.20%	-4.50%
03/28/2012 20:30	非国防资本货物出货 (飞机除外)	FEB	0.90%	1.40%	-3.10%

本周将公布的经济数据

时间	经济数据	期间	调查值	实际值	前期值
03/29/2012 20:30	GDP 季环比(年度化)	4Q T	3.00%	--	3.00%
03/29/2012 20:30	个人消费	4Q T	2.10%	--	2.10%
03/29/2012 20:30	GDP 价格指数	4Q T	0.90%	--	0.90%
03/29/2012 20:30	核心个人消费支出 季环比	4Q T	1.30%	--	1.30%
03/29/2012 20:30	首次失业人数	MAR 24	350K	--	348K
03/29/2012 20:30	持续领取失业救济人数	MAR 17	3350K	--	3352K
03/29/2012 21:45	彭博消费者舒适度	MAR 25	--	--	-34.9
03/29/2012 23:00	堪萨斯城联储制造业活动指数	MAR	13	--	13
03/30/2012 20:30	个人收入	FEB	0.40%	--	0.30%
03/30/2012 20:30	个人开支	FEB	0.60%	--	0.20%
03/30/2012 20:30	PCE Deflator (MoM)	FEB	0.30%	--	0.20%
03/30/2012 20:30	个人消费性支出平减指数(年比)	FEB	2.30%	--	2.40%
03/30/2012 20:30	个人消费支出核心平减指数(月环比)	FEB	0.10%	--	0.20%
03/30/2012 20:30	个人消费性支出核心指数(年比)	FEB	1.90%	--	1.90%
03/30/2012 21:45	芝加哥采购经理指数	MAR	63	--	64
03/30/2012 21:55	密歇根大学消费者信心	MAR F	74.6	--	74.3
03/30/2012 22:00	Revisions: Wholesale Trade Sales, Inventories				
03/30/2012 22:00	密尔沃基采购经理指数	MAR	58	--	58.6
03/31/2012 00:00	Revisions: Industrial Production				
04/02/2012 22:00	建筑开支月环比	FEB	0.80%	--	-0.10%
04/02/2012 22:00	ISM 制造业	MAR	53.5	--	52.4
04/02/2012 22:00	ISM 支付价格	MAR	62.1	--	61.5
04/03/2012 21:45	ISM 纽约	MAR	--	--	--
04/03/2012 22:00	工厂订单	FEB	1.40%	--	-1.00%
04/04/2012 02:00	Minutes of FOMC Meeting				
04/04/2012 05:00	汽车总销售量	MAR	14.70M	--	15.03M

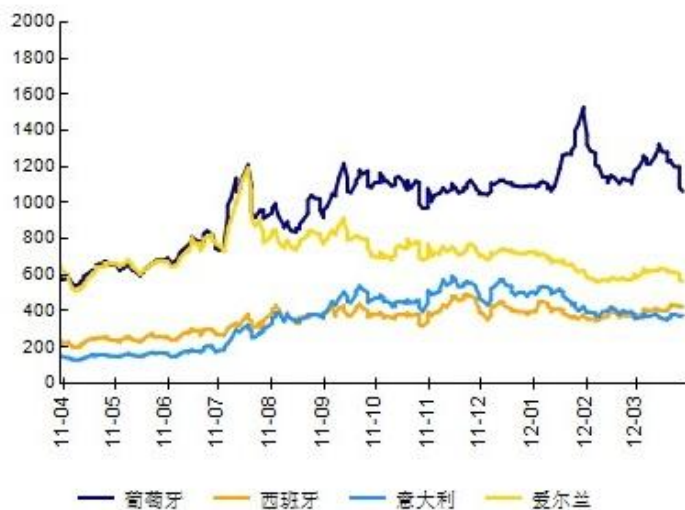
3. 受美国经济与耐用品订单不及预期，欧洲风险资产下跌

图 13：除希腊外，其他欧猪五国国债收益率均下跌。对经济担忧情绪有所减缓。



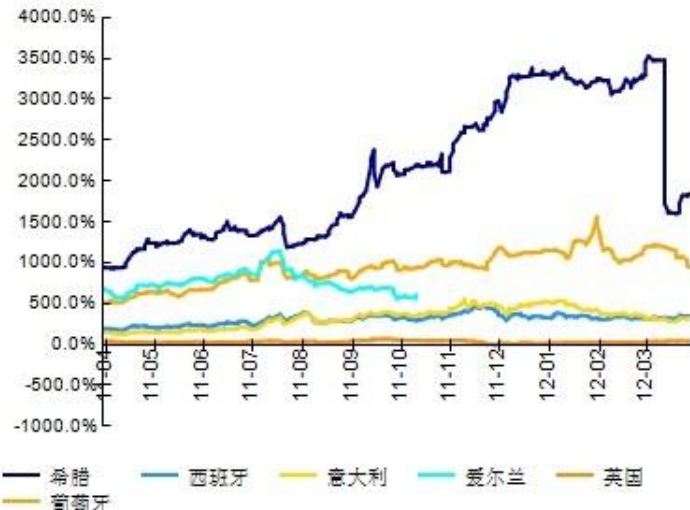
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 15：除意大利外，其他欧猪五国 CDS 均下滑。



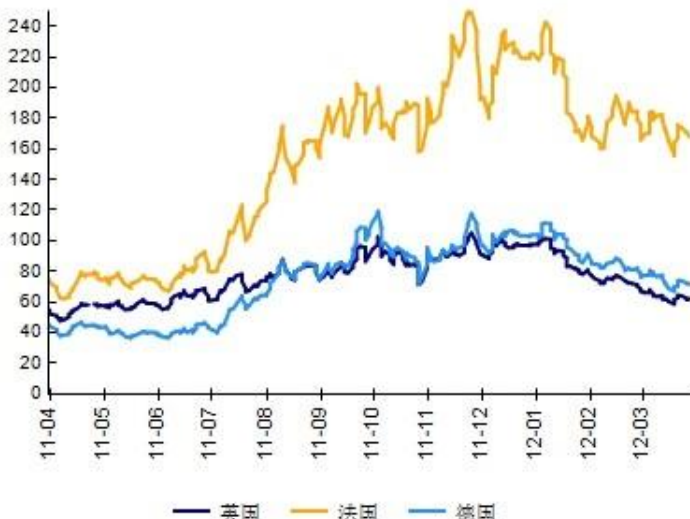
资料来源：Bloomberg，申万研究

图 14：除葡萄牙外，其他国国债利差均上涨，由于德国国债收益率明显下滑。



资料来源：Bloomberg，申万研究

图 16：除英国外，其他核心国 CDS 均下挫，对债务违约风险担忧情绪有所缓和。



资料来源：Bloomberg，申万研究