

2012 年 09 月 07 日

欧央行如期实施新购债计划，提振市场

——宏观日报 2012.09.07

相关研究

欧央行会议前瞻：有望启动新购债计划——宏观日报 2012. 09. 06

全球 PMI 滑至 38 个月新低，制造业继续收缩——宏观日报 2012. 09. 05

8 月非制造业 PMI 表现好于制造业——宏观日报 2012. 09. 04

伯南克强调额外宽松，为 QE3 铺路——宏观日报 2012. 09. 03

开展城乡居民大病保险，加大居民保障力度——宏观日报 2012. 08. 31

央行：加大差别存款准备金动态调整机制的参数调整——宏观日报 2012. 08. 30

经济低迷 央企“过冬论”再现——宏观日报 2012. 08. 29

证券分析师

李慧勇 A0230511040009

lihy@swsresearch.com

孟祥娟 A0230511090004

mengxi@swsresearch.com

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

研究支持

徐有俊 A0230112070007

xuyj@swsresearch.com

联系人

吉灵浩

(8621)23297336

jilh@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>

om

- 昨日欧央行议息会议结果完全符合我们预期，包括：1、维持基准利率在 0.75% 不变；2、启动直接货币交易（OMT, Outright Monetary Transactions），一种无限量的完全冲销式购债计划，代替原有的证券市场计划（SMP），并将持有通过 SMP 购买的债券到期。此外，欧央行还放宽了抵押品担保，包括取消抵押品担保所需的最低信用评级的限制、扩大可用于担保的资产范围至欧元区持有或发行的非欧元资产。
- 此次欧央行议息会议的基调是积极的，旨在为欧元区需要救助的国家和机构提供足够的流动性，能在一定程度上降低融资成本，恢复市场信心，有利于缓解欧债危机。因此，继续维持 6 月以来的“全球号角已吹响，风险资产将受益”的观点。
- 整体来看，目前全球延续宽松的货币政策，例如下周四的美联储议息会议也可能出台某种形式的购债计划，即量化宽松政策，可能性更大的是开放式 QE 而非冲销式，主要因为美联储持有的短期国债有限。在这种流动性宽松的背景下，大宗商品等风险资产将继续受益，而美元指数继续受到压制，但需要警惕的是，流动性推升带来的效应更多是短期的，长期来看难以延续。欧央行的购债计划也只能缓解市场紧张情绪，而难以根治欧债危机，从根本上来看，还需要欧洲经济通过结构性改革和财政整顿来恢复经济增长。
- 其他关注：(1) 前 7 月农产品逆差扩大，加大金融对农业生产支持力度 (2) 财政部首次提煤炭资源税

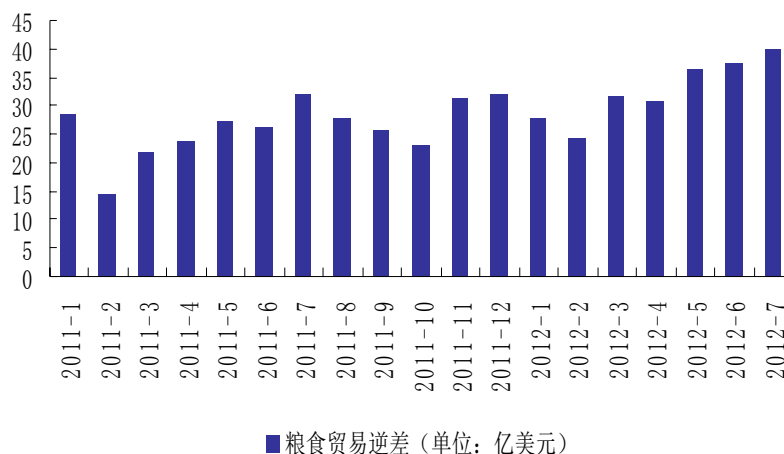
本公司不持有或交易股票及其衍生品，在法律许可情况下可能为或争取为本报提到的公司提供财务顾问服务；本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报提到的上市公司所发行的证券或投资标的，持有比例可能超过已发行股份的 1%，还可能为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

1、前7月农产品逆差扩大，加大金融对农业生产支持力度

2012年1-7月我国农产品贸易逆差为298.1亿美元，同比扩大75.0%。其中，1-7月份我国农产品进出口总额为994.9亿美元，同比增18.2%。其中，出口348.4亿美元，同比增3.8%；进口646.5亿美元，同比增27.8%。

虽然我国粮食生产连续增收，但是随着工业发展对农产品的需求日益增大，国内农产品供给需求压力增大，我国农产品进口逆差趋势显著。加大对粮食生产、粮棉油收购、农业科技、农田水利、农村流通等方面的支持力度，不仅已成为短期稳定经济增长的重要手段，也是我国长期经济结构调整的必要准备。

图 1：粮食贸易逆差扩大



■ 粮食贸易逆差 (单位: 亿美元)

资料来源：CEIC，申万研究

在保持农业和农村经济平稳较快发展方式上，一方面应该根据各地不同情况，采取多种方式进行农村金融服务创新试点，积极发展农村信用社对“三农”的支持，改进农村金融服务，把政府主导的政策支持和市场机制有机结合起来；另一方面，要积极落实鼓励、引导和规范民间资本进入村镇银行等新型农村金融机构，切实地对“三农”经济形成强有力的支撑。

2、财政部首次提煤炭资源税

财政部部长谢旭人昨日表示，要继续深化资源税改革，将煤炭等资源品目逐步纳入从价计征范围，并适当提高税负水平，这是自去年资源税改革以来官方首次明确表态把煤炭纳入资源税征收范围。在业内人士看来，目前经济增速下滑、煤炭市场疲软，为煤炭资源税改革提供了时机，在此背景下，官方这一表态或暗示煤炭资源税改革的窗口已经开启。

十二五期间，我国能源消费仍刚性增长，节能减排压力较大，将积极推进要素价格改革。自2011年全国范围内实施原油、天然气资源税改革后，煤炭资源税改革是接下来的重点工作。

从当前的情况看，煤炭资源税改革面临较好的时机。一方面，当前煤炭市场疲软，煤炭价格下行，国内的通胀压力也不大，在这种情况下，将煤炭资源税改为从价征收是较好时机。另一方面，由于资源税归地方政府，在当前财政收入和卖地收入双下滑的背景下，煤炭资源税改革有助于提升地方政府收入，从一定程度上缓解资金压力。

考虑到当前煤炭在我国一次能源消费中占70%的比重，煤炭税收的提升将抬高成本，进

一步挤压企业盈利，因此煤炭资源税的改革预计将逐步推进。

3、欧央行如期实施新购债计划，提振市场——9月6日欧央行议息会议点评

昨日欧央行议息会议结果完全符合我们预期，包括：

1、维持基准利率在0.75%不变；

2、启动直接货币交易（OMT, Outright Monetary Transactions），一种无限量的完全冲销式购债计划，代替原有的证券市场计划（SMP），并将持有通过SMP购买的债券到期。

此外，欧央行还放宽了抵押品担保，包括取消抵押品担保所需的最低信用评级的限制、扩大可用于担保的资产范围至欧元区持有或发行的非欧元资产。

所以，正如我们在前瞻中提到的，此次欧央行议息会议的基调是积极的，旨在为欧元区需要救助的国家和机构提供足够的流动性，能在一定程度上降低融资成本，恢复市场信心，有利于缓解欧债危机。因此，继续维持6月以来的“全球号角已吹响，风险资产将受益”的观点。

具体来看，OMT的目的在于确保货币政策的传导机制和单一性，避免欧元区边缘国家利率水平偏离基准利率过高。尽管OMT和SMP同属于欧央行在二级市场干预债券市场的公开市场操作工具，但根本的不同在于：（1）操作方向不同：SMP只购买而不出售国债，而OMT不单购买债券而且将出售等量的债券。（2）对象不同：SMP的范围是欧元区任意国家，没有约束条件；而OMT有严格的附加条件，只针对满足条件的国家。（3）债券属性不同：SMP购买的债券属于优先债，任何期限均可；而OMT放弃了优先权，属于普通债，集中于短债，特别是1-3年期国债。

之所以把OMT称作欧洲版的扭曲操作（OT），原因在于两者都是属于完全冲销型的购债计划，在购入债券的同时又出售等量的债券。不同点在于：（1）条件不同：OT并不设置准入门槛，而OMT设置了严格条件；（2）冲销对象不同：OT是针对一国不同期限的国债进行冲销，而OMT是针对不同国家间的债券特别是短债的冲销；（3）购买金额和披露方式不同：OT是限定总额、每月平均进行，每周公布一次；而OMT不设定总额和每月购买的金额，属于开放式，便于相机抉择，每周公布一次总持仓额，每月公布一次持有债券的国家分布和平均久期。

综合来看，OMT具有诸多SMP和OT所没有的优点，主要表现在：（1）我们认为，OMT最大的优点在于，既压低边缘国家融资成本，又避免了被救助国的道德风险。被救助国如果不符合欧央行约定的条件，可能面临国债被欧央行出售的压力，所以有动力去满足条件而不是等待救助，需要根据条件采取一些措施，例如宏观上的调整方案或预防措施，结构性改革和财政整顿；（2）防止了市场的过度投机行为。承诺无限量购债，对于持有近9000亿欧元意大利和西班牙国债的外资来说，如果不承诺无限量，他们会借机抛售，赚取价差，而现在实施期限和总额都不定，而且方向也是双向的，投资者只能预期OMT实施的时点和方向进行套利，难度增大。

但是，OMT实施细节尚不明确，例如具体条件和冲销方式，而且也有一定缺陷，例如购买3年期以内的国债能否有效压低10年期国债收益率尚待观察。这样的设计也是折中的选择，因为欧央行不能违反职责去购买10年期国债，相当于为该国政府融资，而是在二级市场购买3年期以内的国债，类似于变相的短期借款，尽管德国央行反对，但更容易获得其他委员的认可。

整体来看，目前全球延续宽松的货币政策，例如下周四的美联储议息会议也可能出台某种形式的购债计划，即量化宽松政策，可能性更大的是开放式QE而非冲销式，主要因为

美联储持有的短期国债有限。在这种流动性宽松的背景下，大宗商品等风险资产将继续受益，而美元指数继续受到压制，但需要警惕的是，流动性推升带来的效应更多是短期的，长期来看难以延续。欧央行的购债计划也只能缓解市场紧张情绪，而难以根治欧债危机，从根本上来看，还需要欧洲经济通过结构性改革和财政整顿来恢复经济增长。

信息披露

证券分析师承诺

李慧勇, 孟祥娟, 谢伟玉: 经济。

本人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, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。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收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司 (以下简称“本公司”) 的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于已公开信息撰写, 但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并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人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期, 本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告首页列示的联系人, 除非另有说明, 仅作为本公司就本报告与客户的联络人, 承担联络工作, 不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通, 需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准, 本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突, 不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示, 本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失, 任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险, 投资需谨慎。

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。

本报告的版权归本公司所有, 属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示, 否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权, 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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。