

2012 年 09 月 14 日

美国如期推出开放式 QE3

——宏观日报 2012.09.14

相关研究

八项措施促外贸 10%的目标仍有压力——宏观日报 2012.09.13

温家宝：万亿财政资金适时预调微调——宏观日报 2012.09.12

国房景气指数连降 14 个月触底反弹——宏观日报 2012.09.11

8 月经济数据：仍在筑底结构信号偏积极——宏观日报 2012.09.10

欧央行如期实施新购债计划，提振市场——宏观日报 2012.09.07

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

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

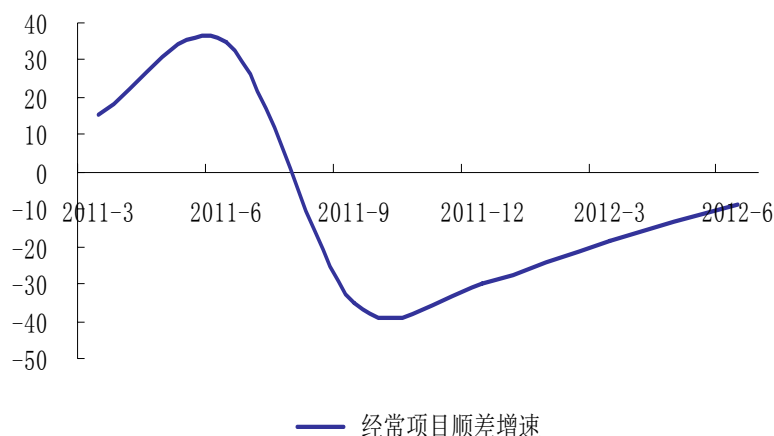
- 美联储宣布：（1）今日起直至年底购买机构抵押贷款支持证券（MBS）合计 1430 亿美元，且将利息再投资于机构 MBS，并强调如果劳动力市场未出现根本改善，将继续购买 MBS 或采取其他政策；（2）保持零利率直至 2015 年中期。
- 此次美联储议息会议整体符合预期，透露出积极的信号。开放式 QE3 将对美国长期利率和抵押贷款债券息差造成一定压力，并推动抵押贷款市场和房地产市场复苏，一定程度上拉动就业和经济增长，但效用递减。根据美联储对明年失业率为 7.6%-7.9% 的预测，QE3 很可能持续至明年底以后，那么 QE3 的总规模至少为 6230 亿美元，除非失业率提前降至 7% 以下。
- 此次推出 QE3 的原因在于：1、美联储担心经济增长可能不足以支撑劳动力市场的持续改善，2012 年初至今失业率一直在 8% 以上，依然严重且进展不大；2、美国经济前景的下行风险显著，主要是欧洲危机和信贷紧缩，以及财政悬崖。3、通胀预期将处于 2% 这一目标值或更低的水平，为 QE3 扫除了最大障碍。具体来看开放式 QE3，今日至 9 月底将购买 230 亿机构 MBS，10-12 月每月购买 400 亿机构 MBS，基本上按时间进度购买，那么已宣布的今年 QE3 规模为——1430 亿加上机构债和机构 MBS 的利息。由于今年内失业率几乎不可能降至 7% 以下，我们预计美联储很可能在 12 月议息会议上再度延长 QE3 至明年中期，然后逐步延长至 2014 年初，那么 QE3 的规模将扩大到 6230 亿美元以上。
- QE3 短期内在刺激房地产和就业复苏上会发挥较大作用，表明了美联储彻底改善劳动力市场的决心，将较大地提振市场信心，部分抵消了财政悬崖对投资和消费的拖累，反映在 VIX 波动率指数的大幅下滑和消费者信心的提振；同时，也将对风险资产有所提振。
- QE3 的负面作用也是明显的，它对经济和风险资产的边际效用递减，而且将造成流动性泛滥，加剧流动性陷阱，并对新兴市场造成负面的溢出效应，包括输入性通胀压力。风险资产短期将受益，而美国抵押贷款利率和长期利率受到一定压制，待市场消化掉 QE3 预期后，风险资产将出现回落。
- 其他关注：（1）二季度货物贸易顺差大幅增加，其他投资流出加剧（2）央行重启 28 天逆回购

1、二季度货物贸易顺差大幅增加，其他投资流出加剧

二季度我国国际收支经常项目、资本和金融项目一改一季度“双顺差”格局，国际收支经常项目持顺差、资本和金融项目呈逆差态势。经常项目大幅顺差主要因货物贸易顺差大幅增加所致，而其他投资净流出加剧则是资本与金融项目逆差的主要原因。

二季度我国经常项目顺差537亿美元，比一季度扩大302亿美元。其中，按照国际收支统计口径计算，货物贸易顺差909亿美元，服务贸易逆差222亿美元，收益逆差156亿美元，经常转移顺差6亿美元；资本和金融项目逆差412亿美元，其中，直接投资净流入411亿美元，证券投资净流入111亿美元，其他投资净流出944亿美元。

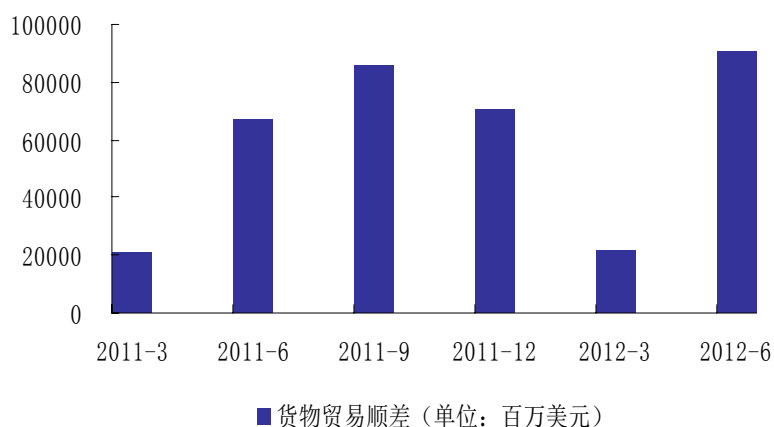
图 1：2 季度经常项目顺差增速降幅收窄



资料来源：CEIC，申万研究

受到7月和8月进口大幅下滑影响，2季度经常项目中的货物贸易顺差较1季度大幅增加，2季度货物贸易顺差909亿美元，比1季度增加了690亿美元。经常项目顺差增速虽然连续4个月负增长，但是降幅进一步收窄，2季度经常项目顺差增速为-9.0%，比1季度增加了9.4个百分点。

图 2：2 季度货物贸易顺差大幅增加



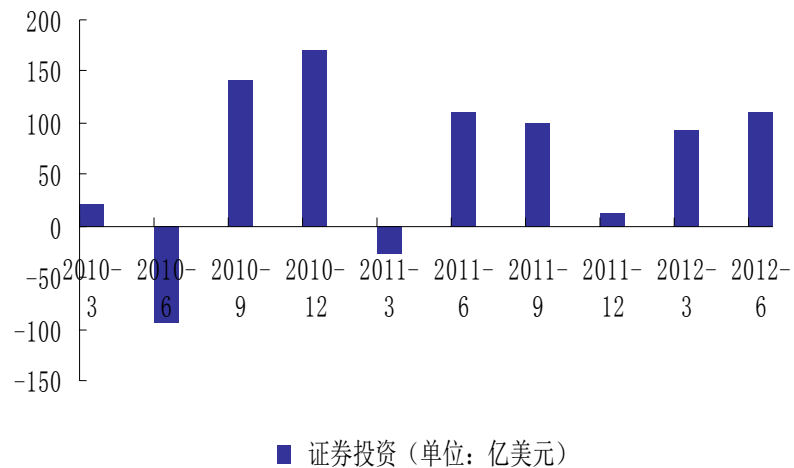
资料来源：CEIC，申万研究

资本与金融账户方面，受到欧债危机反复和美国制造业投资回流影响，外资对我国投资趋于谨慎，2季度直接投资净流入较1季度有所降低，2季度直接投资净流入411亿美元，比1季度减少78亿美元。同时，其他投资净流出加剧，由1季度的35亿美元净流出增加到944

亿美元净流出，增加了909亿美元。

值得注意的是，2季度证券投资净流入较1季度有所增加，2季度证券投资净流入111亿美元，比1季度多增18亿美元。表明我国证券市场对外资吸引力增大。当前QFII投资机构数量和投资金额的增加加快了国内资本市场的对外开放程度，同时也缓解了市场对资金外流的担忧。

图3：2季度证券投资资金流入我国增加



资料来源：CEIC，申万研究

2、央行重启 28 天逆回购

央行周四上午在公开市场开展了逆回购操作，包括 350 亿 7 天逆回购和 200 亿 28 天逆回购。另外，本周公开市场操作的一个新变化是，近一个月一直进行的 14 天期品种未有操作，而此前多次询而未发的 28 天逆回购得以实施，为 2002 年 12 月 31 日以来首次。

若央行今日进行 14 天期逆回购操作，资金到期日为 9 月 27 日；而 28 天品种到期日则在 10 月 11 日。因国庆和中秋假期，9 月 30 日至 10 月 7 日中国主要金融市场均休市。因此 28 天逆回购增加了跨节资金供应，有助于缓解节假日前资金需求，防止银行出现季末资金紧张情况。

从银行间同业拆解利率和回购利率看，从 8 月中旬至今，资金利率有所下降，银行间资金紧张局面有所缓解，季末资金紧张局面尚未出现。

从央行重启 28 天逆回购的操作看，月内降准的概率有所下降，但是考虑到逆回购期限相对较短，影响银行配置结构，尤其是中长期贷款的发放，因此后期仍存降准的必要。

图4：银行间同业拆借利率从8月中旬开始波动中回落



资料来源：CEIC，申万研究

3、美国如期推出开放式 QE3，直至劳动力市场彻底改善

美联储宣布：（1）今日起直至年底购买机构抵押贷款支持证券（MBS）合计1430亿美元，且将利息再投资于机构MBS，并强调如果劳动力市场未出现根本改善，将继续购买MBS或采取其他政策；（2）保持零利率直至2015年中期。

此次美联储议息会议整体符合预期，透露出积极的信号。开放式QE3将对美国长期利率和抵押贷款债券息差造成一定压力，并推动抵押贷款市场和房地产市场复苏，一定程度上拉动就业和经济增长，但效用递减。根据美联储对明年失业率为7.6%-7.9%的预测，QE3很可能持续至明年底以后，那么QE3的总规模至少为6230亿美元，除非失业率提前降至7%以下。

此次推出QE3的原因在于：1、美联储担心经济增长可能不足以支撑劳动力市场的持续改善，2012年初至今失业率一直在8%以上，依然严重且进展不大；2、美国经济前景的下行风险显著，主要是欧洲危机和信贷紧缩，以及财政悬崖。3、通胀预期将处于2%这一目标值或更低的水平，为QE3扫除了最大障碍。

具体来看开放式QE3，今日至9月底将购买230亿机构MBS，10-12月每月购买400亿机构MBS，基本上按时间进度购买，那么已宣布的今年QE3规模为——1430亿加上机构债和机构MBS的利息。由于今年内失业率几乎不可能降至7%以下，我们预计美联储很可能在12月议息会议上再度延长QE3至明年中期，然后逐步延长至2014年初，那么QE3的规模将扩大到6230亿美元以上。

与前两轮QE相比，QE1每月购买量为795亿美元，其中MBS为560亿；QE2每月净买入735亿美元，不考虑卖出额，每月买入总额为948亿；而QE3目前为每月净买入400亿美元，叠加OT2.5的影响，每月买入850亿美元，小于前两轮QE，但由于是开放式的，规模可能大于QE2，甚至接近QE1，这将确保向市场投放足够流动性。

QE3短期内在刺激房地产和就业复苏上会发挥较大作用，表明了美联储彻底改善劳动力市场的决心，将较大地提振市场信心，部分抵消了财政悬崖对投资和消费的拖累，反映在VIX波动率指数的大幅下滑和消费者信心的提振；同时，也将对风险资产有所提振。

QE3的负面作用也是明显的，它对经济和风险资产的边际效用递减，而且将造成流动性泛滥，加剧流动性陷阱，并对新兴市场造成负面的溢出效应，包括输入性通胀压力。风险资产短期将受益，而美国抵押贷款利率和长期利率受到一定压制，待市场消化掉QE3预期后，风险资产将出现回落。

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。