

点评报告

伯南克的不归路

2012 年 9 月 19 日

美联储9月议息会后声明点评

主要预测

美国

%	11	12E
GDP	1.7	2.0
CPI	3.17	2.5
失业率	9.0	8.2
外贸顺差/GDP	-3.14	-3.0
财政赤字/GDP	-8.2	-7.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	80.187	81.0

欧洲

%	11	12E
GDP	1.4	-0.5
CPI	2.69	2.1
失业率	10.17	10.6
外贸顺差/GDP	-0.33	-0.1
财政赤字/GDP	-4.2	-3.8
央行基准利率	1	1
欧元/美元	1.30	1.30

资料来源：彭博、招商证券

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn
S1090512070002

研究助理:

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

闫玲

86-755-83896863
yanling@cmschina.com.cn

1、 美联储本次公布的每个季度约 1200 亿的机构抵押贷款支持债券购买计划，占按揭抵押贷款相关证券的发行量的 25%左右，对抵押贷款市场提供了强有力的支持，可以通过压低贷款融资市场的长期利率的方式刺激房地产以及其上下游需求。

2、 购买按揭抵押债券可以与扭转操作起到较好的互补作用。此外，无上限的按揭抵押债券购买计划无疑增加了美联储政策操作的灵活性，是市场之前尚未见过的方式。美联储仅表示将在就业市场前景实现重大的改善后，结束按揭抵押债券购买计划，并没有提供具体锚定指标以及锚定值，令市场无法准确预期本轮刺激性政策的积极效果。与就业市场复苏挂钩的计划，对量化宽松政策边际效果逐轮递减起到弥补作用。

3、 QE 作为最重磅政策武器的出台并不代表着宽松货币政策短期内缺乏再次加码的可能性，货币政策将相机调整。除未来仍有可能出台的计划外，扭转操作、经济好转前持续购买按揭抵押债券计划以及延长超低利率到 2015 年年中，三大主要措施奠定美国货币政策进入新一轮超宽松时期的基调。

4、 QE3 以及美联储将购买 MBS 的预期起起落落将近一年，造成了市场提前反应了 QE3 的部分效果。保守估计，我们认为近一年来，美联储推出 QE3 的预期压低按揭贷款利率 27.6 个基点，对应 4800 亿美元的按揭抵押债券购买计划，接近于 QE3 进行 12 个月所购买的金额。基于这个角度解读，QE3 对于压低按揭贷款利率的边际效果有限。

5、 QE3 出台后，无上限的购买按揭抵押债券令通胀预期大幅攀升，美元汇率随之转弱。不过考虑到欧洲央行的直接货币交易计划(OMT)还未执行，欧债危机还未有根治方法以及全球避险币种的缺乏，我们认为美元汇率下行空间有限。

6、 需要注意的是不设期限的开放式 QE，意味着年底如果财政悬崖威胁加剧，国债收益率再次上升时，有可能继续加码和重新扩展购买资产范围至国债。此外，未作冲销的计划，会导致资产负债表扩张，美元阶段性走软，有可能促使一部分资金回流大宗商品和新兴市场，加剧四季度至明年的通胀上行压力。

7、 在史无前例的宽松货币政策出台后，美联储直接面对着高达 2.8 万亿美元的资产负债表，低至 0-0.25% 的联邦基金利率，以及仍将不断扩张的资产负债表，无疑将自己置于一个从未见过的境地。货币政策回归正常化将成为未来全球央行的难解之题，构成经济下行风险。

Comments Report

Bernanke's Road of No Return

19 Sep 2012

Comments on FOMC Statement from September Meeting

Key Data

USA

%	11	12E
GDP	1.7	2.0
CPI	3.17	2.5
Unemployment	9.0	8.2
Trade balance/GDP	-3.14	-3.0
Fiscal balance/GDP	-8.2	-7.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	80.18	81.0

Eurozone

%	11	12E
GDP	1.4	-0.5
CPI	2.69	2.1
Unemployment	10.17	10.6
Trade balance/GDP	-0.33	-0.1
Fiscal balance/GDP	-4.2	-3.8
Policy rate	1	1
Dollar Index	1.30	1.30

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

S109051104001

Dr. David XIE

86-755-83295524

xieyx@cmschina.com.cn

S1090511030010

Dr. Binbin SUN

86-21-68407302

sunbb@cmschina.com.cn

S1090512070002

Research Assistant

Dr. Yiping ZHANG

86-755-82944676

zhangyiping@cmschina.com.cn

Stella YAN

86-755-83896863

yanling@cmschina.com.cn

➤ The program that Fed announced, which is to purchase additional agency mortgage-backed securities at a pace of \$120 billion each quarter, counted for about 25% of the amount of the issued mortgage-related securities, providing strong support for the mortgage market and driving loan financing market long-term interest rates lower to stimulate the real estate market as well as its downstream demand.

➤ The purchase of mortgage-backed securities plays a complementary role with operation twist. In addition, open-ended MBS buying program increases the operational flexibility of Fed policy undoubtedly, and it has not been seen before in the market. The Fed only stressed to quit the MBS purchasing program after achieving a significant improvement in the outlook for the job market and did not provide specific anchor indicators as well as anchoring value, so the market cannot estimate positive effects from the current round of policy stimulus accurately. Plans related to the job market recovery will compensate the diminishing marginal effect of quantitative easing.

➤ Unlike the previous two rounds, the launch of current QE, the blockbuster policy weapon, did not mean the lack of the possibility of new stimulus policy in short term. The monetary policy will adjust according to the development of the economy. In addition to some possible plans in future, operation twist, the program to buy mortgage-backed securities and the guidance to keep the low federal fund rate till mid-2015 set the an ultra-loose tone for U.S. monetary policy.

➤ Expectation for QE3 experienced its ups and downs for nearly a year and the market has already priced in part of the QE3's effect. A conservative estimate is that the QE3 expectation has lowered the mortgage loan interest rate by 27.6 basis points, corresponding to a MBS purchasing program of 480 billion, which is close to the amount QE3 will buy in 12 months. From this perspective, QE3's marginal effect to drive down mortgage lending rates is limited.

➤ After QE3 announcement, unlimited purchase of mortgage-backed securities raises the inflation expectations significantly, along with weakening dollar. However, taking into consideration of the OMT in Europe, the debt crisis in Europe which lacks in solutions as well as the limited safe-haven currency, we believe that the dollar's downside is limited.

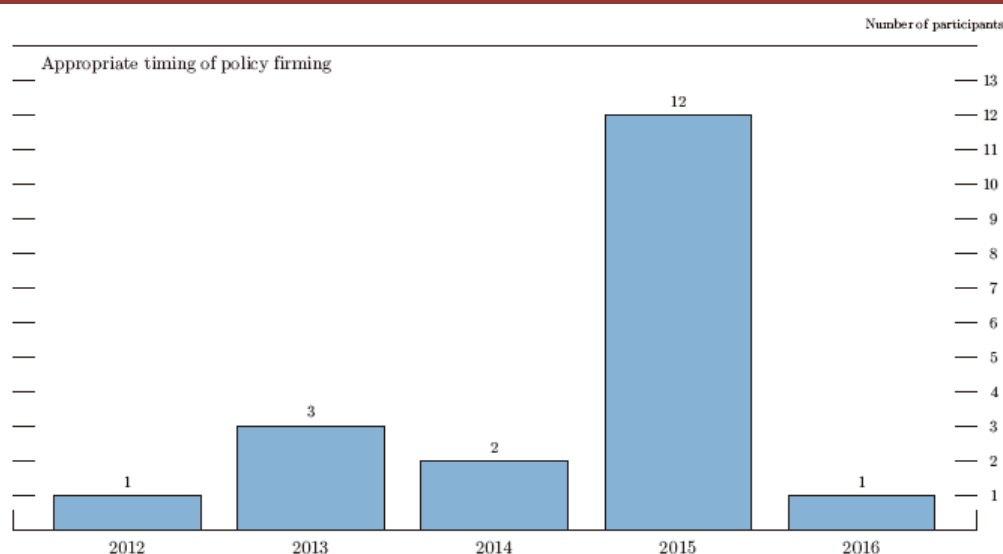
➤ Be aware of the risk that the Fed might start bond buying program when the worries over financial cliff increased at the end of this year and bond yields rose again. In addition, no sterilization will inevitably lead to a balance sheet expansion, which will lead to weak dollar in certain period and may prompt some capital inflows to commodities and emerging markets, intensifying the upward pressure on inflation in the fourth quarter and next year.

➤ After few rounds of unprecedented accommodative monetary policy, the Fed's balance sheet sits at around 2.8 trillion which is expected to expand further and the federal funds rate remains at 0-0.25%, an situation even the Fed have never seen. "Normalization" in the bank's monetary policy will constitute economic downside risk in the future.

1、QE3：美联储开出“空白支票” 药方超预期

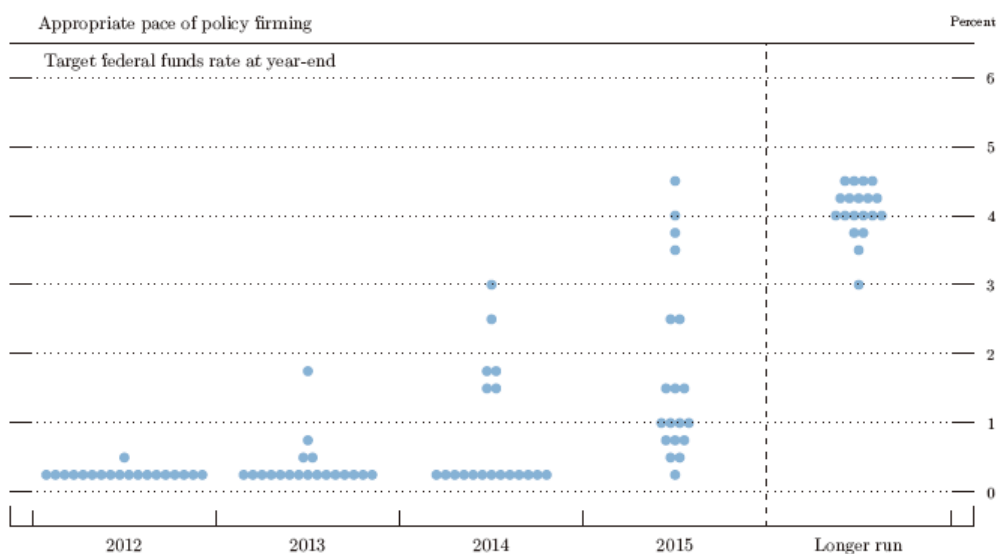
为期两天的美联储议息会议于9月13日结束。联邦公开市场委员会宣布维持联邦基金利率在0%-0.25%区间不变。与此同时，联储官员推迟了退出超低利率的时点，从原来的2014年底推迟至2015年中。声明原文为“为了支持经济继续向最大就业和物价稳定性的目标前进，FOMC预计，在经济复苏进程加强以后的相当长的一段时间里，维持超宽松的货币政策仍将是合适的。FOMC今天决定将联邦基金利率维持在0-0.25%的目标区间不变，并预计联邦基金利率将维持在极低水平至少到2015年中期。”

图 1：9 月份联储官员预测的升息时点对应官员人数



资料来源：美联储，招商证券

图 2：9 月份联储官员预测的联邦基金目标利率以及对应该官员人数



资料来源：美联储，招商证券

此外，委员会计划将把来自于所持机构债和机构抵押贷款支持债券的本金付款再投资到机构抵押贷款支持债券中去，并维持现有政策，即在国债标售交易中展期即将到期的美国国债。此外，联邦公开市场委员会决定保持2012年6月份宣布的延长所持债券

资产平均到期时间的计划（又称“扭转操作”），延长扭转操作至今年 12 月。新一轮扭转操作的规模为 2670 亿美元。

美联储此次会后声明中最为令人瞩目的是，美联储终于“扣动扳机”，推出了市场期盼已久的新一轮量化宽松政策。声明原文为：“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最符合 FOMC 的双重使命，FOMC 今天决定增强政策的宽松度，具体方式是以每个月 400 亿美元的速度购买更多的机构抵押贷款支持债券。”声明同时表示美联储并未给该项机构抵押贷款支持债券月购买计划设置上限。有关结束该项计划的时间方面，美联储表示“FOMC 将密切监控未来几个月中有经济和金融形势发展的信息。如果就业市场前景并未实现重大的改善，那么 FOMC 将继续实施其购买机构抵押贷款支持债券的计划，从事额外的资产购买行动，并在合适的情况下动用其他政策工具，直到能在物价稳定的前提下实现这种改善为止。”

综上所述，本次议息会有两大点政策变动值得注意：

- 1、美联储祭出开放式月度机构抵押贷款支持债券计划，计划退出时点与就业市场前景挂钩。美联储月度购买长期证券额增加约 850 亿美元；
- 2、超低利率维持时间继续后推至 2015 年中期。

根据近期公布的证券发行数据，按揭抵押贷款相关证券的发行量仅此于美国财政部发行的长期国债金额。美联储本次公布的每个季度约 1200 亿的机构抵押贷款支持债券购买计划，占按揭抵押贷款相关证券的发行量的 25% 左右，对抵押贷款市场提供了强有力的支持，可以通过压低贷款融资市场的长期利率的方式刺激房地产以及其上下游需求。不过，在市场信心起伏较大的情况下，市场效率不高，该计划释放的流动性顺利传至消费，投资者手中创造实体需求的效率难言乐观。美国财政问题一拖再拖，国会通过议案，解决问题效率低下，都制约市场信心回升。因此，在美国财政政策前景不明的情况下，宽松的货币政策的效果预计难达理想效果。

表 1：今年二季度美国证券发行额

单位：十亿 美元	2011:Q2	2012:Q2	同比变化	2012:Q1	2012:Q2	环比变化
美国财政部长期国债	555.2	573.0	3.2%	562.9	573.0	1.8%
联邦政府机构长期债券	147.7	161.7	9.5%	152.4	161.7	6.0%
市政债券	69.0	114.2	65.5%	78.7	114.2	45.1%
按揭抵押贷款相关证券	367.1	465.7	26.9%	485.9	465.7	-4.2%
资产支持证券	37.5	53.1	41.6%	47.4	53.1	12.0%
全球债务抵押债券	1.9	6.5	232.5%	4.4	6.5	48.2%
长期公司债券	282.6	245.8	-13.0%	406.8	245.8	-39.6%
股票	68.8	64.8	-5.9%	59.8	64.8	8.3%

资料来源：sifma，招商证券

表 2: 本次与 7 月份联储议息会后声明措辞对照

	本次议息声明	7 月份议息会议声明
经济概述	经济活动适度扩张。就业市场的增长一直都有所放缓, 失业率则仍旧维持在较高水平。	今年上半年经济活动一定程度上减速。整体就业市场状况改善放缓, 失业率仍处于较高水平。
家庭支出与企业的设备与软件投资	固定资产投资增长放缓。家庭支出持续增长。	固定资产投资继续保持增长。家庭支出增速较年初慢。
住房市场	虽然出现改善迹象, 但仍然低迷。	与本次一致。
经济前景	FOMC 担心, 如果不采取进一步的宽松措施, 那么经济增长可能不足以达到能让就业市场状况持续改善的强度。此外, 全球金融市场上的紧张状况仍旧对经济前景造成了重大的下行风险。	经济增速温和, 但将非常渐进地加速。失业率会非常缓慢地下降至与美联储目标相符的水平。全球金融市场继续对经济前景造成显著的下行风险。
通胀形势	中期内通胀率很可能将为 2% 或低于这一目标水平。	通胀将在中期内降至或低于联储规定的水平。
非常规货币政策	- 委员会将把来自于所持机构债和机构抵押贷款支持债券的本金付款再投资到机构抵押贷款支持债券中去。并决定以每个月 400 亿美元的速度购买更多的机构抵押贷款支持债券。 - 将密切监控未来几个月有关经济和金融形势发展走势。如果有必要将提供额外宽松政策, 在价格稳定的背景下促进经济更强劲复苏, 并维持劳工市场改善。 - 延续 6 月份延长扭转操作的决定。	于本次 2,3 点一致。
常规货币政策	FOMC 今天决定将联邦基金利率维持在 0-0.25% 的目标区间不变, 并预计联邦基金利率将维持在极低水平至少到 2015 年中期。	委员会将维持联邦基金利率在 0-0.25% 的区间不变, 并预计在包括较低的资源利用率以及中期通胀放缓的经济状况影响下, 联邦基金利率将在 2014 年年底前维持在超低水平。

资料来源：美联储，招商证券

本次议息会议投票反对行动的是 Jeffery M. Lacker，他反对推出新一轮量化宽松政策以及在议息声明中明确说明超低利率将保持的时间。11:1 的投票结果显示鸽派已经占据了绝对优势，联储的宽松倾向十分明显。

从美联储对于美国经济的预测来看，很显然，美联储官员认为新一轮刺激性货币政策将有助于未来经济增长。2013 年和 2014 年的经济增长预期都有所上调，失业率总体上有所下调，通胀率略高于 6 月份的预期。

表 3：美联储再次下调经济数据预测

	预测值				预测范围			
	2012	2013	2014	长期值	2012	2013	2014	长期值
GDP 增速	1.7-2.0	2.5-3.0	3.0-3.8	2.3-2.5	1.6-2.0	2.3-3.5	2.7-4.1	2.2-3.0
6 月份预测	1.9-2.4	2.2-2.8	3.0-3.5	2.3-2.5	1.6-2.5	2.2-3.5	2.8-4.0	2.2-3.0
失业率	8.2-8.5	7.6-7.9	6.7-7.3	5.2-6.0	8.0-8.3	7.0-8.0	6.3-7.5	5.0-6.0
6 月份预测	8.0-8.2	7.5-8.0	7.0-7.7	5.2-6.0	7.8-8.4	7.0-8.1	6.3-7.7	4.9-6.3
通胀率	1.7-1.8	1.6-2.0	1.6-2.0	2.0	1.5-1.9	1.5-2.1	1.6-2.2	2.0
6 月份预测	1.2-1.7	1.5-2.0	1.5-2.0	2	1.2-2.0	1.5-2.1	1.5-2.2	2
核心通胀率	1.7-1.9	1.7-2.0	1.8-2.0	n.a	1.6-2.0	1.6-2.0	1.6-2.2	n.a
6 月份预测	1.7-2.0	1.4-2.1	1.5-2.2	n.a	1.7-2.0	1.4-2.1	1.5-2.2	n.a

资料来源：美联储，招商证券

新一轮 QE(下简称“QE3”)和 QE2 主要有两点区别：1、QE3 集中购买按揭抵押债券，而不是政府债券；2、QE3 为开放式，没有规定上限。

美联储期望通过本次操作帮助房地产市场加快复苏速度，创建更为宽松的金融环境，更有力地推动经济增长，从而解决一系列包括就业市场复苏缓慢等问题。另外，购买按揭抵押债券可以较好和扭转操作起到互补的作用。另一方面，无上限的按揭抵押债券购买计划无疑增加了美联储政策操作的灵活性，是市场之前尚未见过的方式。美联储仅表示将在就业市场前景实现重大的改善后，结束按揭抵押债券购买计划，并没有提供具体锚定指标以及锚定值，令市场无法准确预期本轮刺激性政策的积极效果，和就业市场复苏挂钩的计划对于量化宽松政策边际效果逐轮递减起到弥补作用。

本轮 QE 最为重要的特点是，QE 作为最重磅政策武器的出台并不代表着宽松货币政策短期内缺乏再次加码的可能性，货币政策将相机调整。这点超过市场预期。议息纪要显示，美联储“将密切监控未来几个月有关经济和金融形势发展走势。如果有必要将提供额外宽松政策，在价格稳定的背景下促进经济更强劲复苏，并维持劳工市场改善。”

QE3 的出台，对于市场信心无疑起到很强的提振作用，是美国经济复苏进程上的重要事件。大选前，美国财政政策对于经济增长推动方面难有作为，美国货币政策只能加大药剂分量。除未来仍有可能出台的计划外，扭转操作，经济好转前持续购买按揭抵押债券计划以及延长超低利率到 2015 年中，三大主要措施奠定美国货币政策进入超宽松时期的基调。

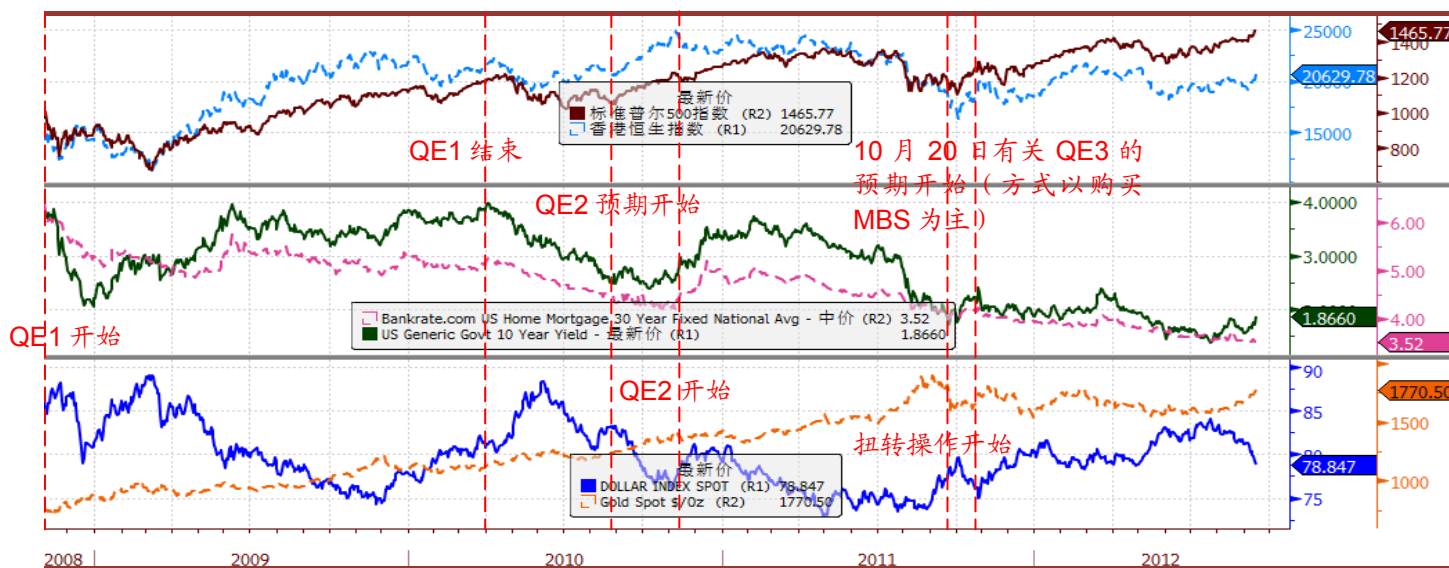
值得注意的一点是，QE1 和 QE2 的出台时期，经济都面临着非常大的下行风险或是通缩的风险，而此次 QE3 出台时，美国经济基本面的下行风险总体上不大。因此，QE3 的出台预计受到经济基本面外的因素影响。

2、从 QE 到 QE¹：政策进入超宽松新阶段 风险日益增加

本轮经济危机爆发后，为了解决金融系统流动性突然冻结的问题及刺激经济复苏，美联储于 2008 年 11 月推出救市计划，市场称之为 QE1。截至 2010 年第一季度底，第一轮量化宽松政策结束时，标准普尔指数上涨 312.04 点。不过，QE1 对压低长期利率的效果并不理想，10 年期美国国债利率不降反升。30 年期按揭贷款利率下降 69 个基点至 3.8257%。此外，在量化宽松政策影响下，美元指数略有下降至 81.073，每盎司黄金价格上升 297.89 美元至 1114.49 美元/盎司。

虽然非常规货币政策帮助美国经济逐渐从衰退中走出，然而疲弱的就业市场和房地产市场继续制约美国经济增长，通缩风险若隐若现。2010 年 4 月开始，美国经济数据持续令人失望。第二轮量化宽松的序幕于 2010 年 8 月 27 日美联储主席伯南克在全球央行峰会上暗示美联储将推出非常规的货币政策时拉开。2010 年 11 月 12 日，美联储正式开始 6000 亿美元的国债购买计划。截至 2011 年第二季度底，第二轮量化宽松政策结束时，从伯南克暗示推出 QE2 时计算，标准普尔指数上涨 256.05 点，低于第一轮量化宽松期间股指上涨的幅度。和 QE1 类似，QE2 对压低长期利率的效果也不理想，10 年期美国国债利率在 QE2 结束时仍比 QE2 开始时高出 51 个基点。此外，由于 QE2 并没有集中购买抵押贷款证券，30 年期按揭贷款利率上升 21 个基点。美元在量化宽松政策影响下，继续走弱至 74.303，黄金价格总体趋势向上，每盎司黄金价格上升 266.89 美元至 1504.72 美元/盎司。

图 3：美国货币政策时点对应资本市场的表现



资料来源：彭博，招商证券

2011 年下半年，全球金融市场动荡推波助澜下，美国经济增长的下行风险显著增加。外部风险，特别是欧债危机或恶化引发的市场担忧对于美国经济复苏进程的影响增加。受以上因素影响，美联储于 2011 年 9 月宣布了扭转操作的方案，即计划在 2012 年 6 月底以前买入 4000 亿美元的美国国债，其剩余到期时间在 6 年到 30 年之间；同时出售等量的美国国债，其剩余到期时间为 3 年或以下。扭转操作对于压低长期利率方面的效果

¹ QE+：本次 QE 叠加了扭转操作及美联储的超低利率指导，是前两轮 QE 所不具备的。

明显好于第一及第二轮量化宽松政策。当然，欧债危机疑虑下，资金流入美国国债市场避险也是压低美国国债利率的主要原因之一。

不过，进入 2012 年后，美国经济形势并未得到显著好转。为了应对迟迟未能得到根治，并逐渐向欧元区核心经济体蔓延的欧债危机以及美国经济复苏减速，就业市场复苏反复，房地产市场略有起色但远未强劲复苏等情况，美联储在今年 6 月议息会议上决定延长扭转操作至 2012 年底。具体计划为于 2012 年 12 月底以前买入剩余到期时间在 6 年到 30 年之间的 2670 亿美元的美国国债，于此同时出售等量的剩余到期时间为 3 年或以下的美国国债。

自扭转操作推出至 QE3 出台前一天，标准普尔指数上涨 269.8 点，略高于第二轮量化宽松期间股指的上涨幅度。美元指数则一改前两轮量化宽松期间总体走弱的趋势。美元，作为全球避险情绪高涨时的避风港，走势稳步向上，升至 79.737。

根据前几轮刺激性货币政策对于市场的影响，总体上，我们可以发现宽松的货币政策将支持股票市场的表现。此外，宽松政策在应对危机、扭转通缩预期和对资本市场的支持上更容易立竿见影，但是在缺乏财政政策配合的情况下，仅靠宽松政策促进后续经济复苏、改善就业等方面的效果并不理想。

两轮 QE，扭转操作，再加上新一轮不设限的按揭抵押债券购买计划，伯南克在货币政策宽松之路上越走越坚定。然而，盛宴过后，曲终人散时是尽兴回味还是杯盘狼藉，仍是未定之数。

本轮 QE 可谓市场预期最为充分的一次。去年 10 月 20 日，就有联储理事塔鲁洛在哥伦比亚大学的一次演讲中表示希望美联储购买 MBS 从而刺激房地产市场复苏（I believe we should move back up toward the top of the list of options the large-scale purchase of additional mortgage-backed securities... A large-scale MBS purchase program has many of the benefits associated with purchases of longer-duration Treasury securities, such as inducing investors to shift to other assets, including bonds and equities. But it could also have more direct effects on the housing market. By increasing demand for MBS, such a program should reduce the effective yield on those MBS, which in turn should put downward pressure on mortgage rates. The aggregate demand effect should be felt not just in new home purchases, but also in the added purchasing power of existing homeowners who are able to refinance.）。QE3 以及美联储将购买 MBS 的预期起起落落，从 2011 年 10 月 20 日至 9 月 13 日美联储真正推出 QE3 已经将近一年。这也造成了市场提前反应了 QE3 的部分效果。

根据数据，从 2011 年 10 月 20 日至 QE3 推出，30 年期按揭贷款利率已经下降了 61 个基点，10 年国债收益率下降了 43 个基点。与 QE1 过后，30 年期按揭贷款利率下降 69 个基点，10 年国债收益率上升了 72 个基点相比，按揭贷款利率下降的幅度已经和 QE1 相若，10 年国债收益率下降幅度已经高于 QE1。QE1 购买按揭贷款的规模为 1.25 万亿美元。做简单估算的话，下降 69 个基点对应着规模为 1.2 万亿美元的按揭贷款购买计划。同期的扭转操作购买了约 5100 亿美元，考虑到同期进行的扭转操作起到压低长期融资利率的作用，保守估计，我们认为近一年来，美联储推出 QE3 的预期对于压低按揭贷款利率贡献了 40%，即令按揭贷款利率下降 27.6 个基点，对应 4800 亿美元的按揭贷款购买计划。按 400 亿美元的购买速度，接近于 QE3 进行 12 个月所购买的金额。基于这个角度解读，QE3 对于压低按揭贷款利率的边际效果有限。

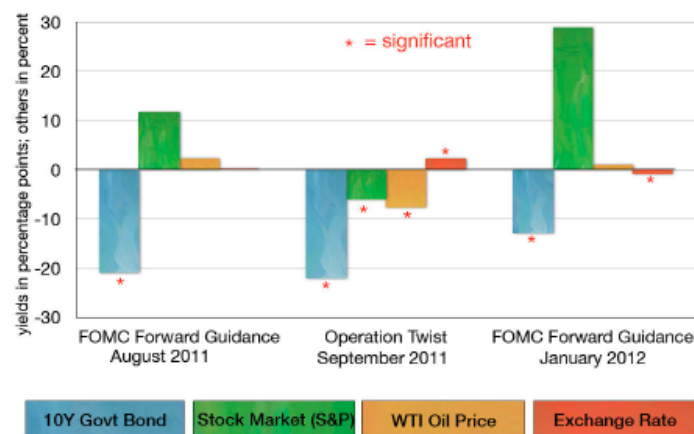
表 4: 美联储宽松政策一览

	开始时点	经济下行风险	证券购买规模
QE1	2008 年 11 月	2008 年 9, 10 月份金融危机爆发, 金融系统流动性突然冻结, 经济衰退	MBS: 1.25 万亿 国债: 3000 亿 机构债: 1750 亿
QE2	2010 年 11 月	经济数据不如预期, 失业率高, 通缩风险增加	国债: 6000 亿 买长期国债卖短期国
扭转操作第一轮	2011 年 9 月	全球金融市场动荡, 欧债危机恶化	债: 共 4000 亿(约 450 亿/月)
扭转操作第二轮	2012 年 6 月	欧债危机向核心经济体蔓延, 美国经济复苏减速, 就业市场复苏反复, 房地产市场略有起色但远未强劲复苏	买长期国债卖短期国 债: 共 2670 亿(约 450 亿/月)
QE3	2012 年 9 月	就业市场复苏速度令人失望, 全球金融市场动荡	MBS: 400 亿/月

资料来源: 美联储, 招商证券

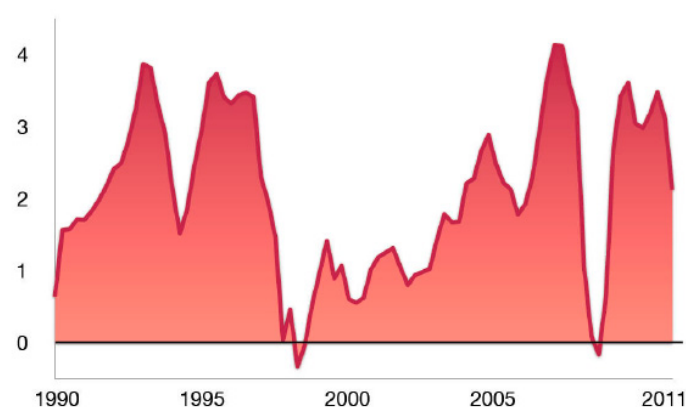
美联储前两轮量化宽松政策的流动性外溢效应和通胀全球的传导作用, 已经熟为人知。根据 2012 年 IMF 溢出效应报告², 市场效率是确定新出台货币政策影响的核心。QE1 对新兴市场汇率及资产价格造成的影响高于 QE2。QE1 时期, 美国长期债券收益率每下降 100 个基点, 新兴市场债券收益率下降 150 个基点。QE2 时期, 美国长期债券收益率每下降 100 个基点, 新兴市场债券收益率下降低于 50 个基点。

图 4: 美国货币政策对资本市场的影响



资料来源: IMF, 招商证券

图 5: 净资金流入新兴市场占新兴市场 GDP 比例



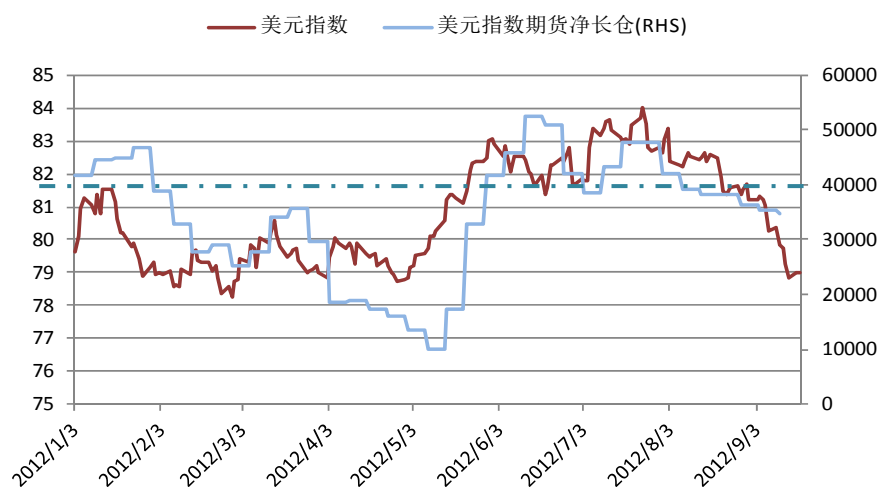
资料来源: IMF, 招商证券

此外, 超低利率保持时间的前瞻性信息和扭转操作对汇率和资产价格的影响并不一致。

QE3 出台后, 无上限的购买按揭抵押债券令通胀预期大幅攀升, 美元汇率随之转弱。不过考虑到欧洲央行的直接货币交易计划(OMT)还未执行, 欧债危机还未有根治方式以及全球避险币种的缺乏, 我们认为美元汇率下行空间有限。

² 该报告旨在研究欧元区, 美国, 中国, 日本和英国 5 大系统经济体的宏观政策如何相互作用及影响世界其他地区。

图 6: 美元指数期货净长仓跌至 40000 份以下



资料来源: 彭博, 招商证券

图 7: 美国通胀预期上升明显



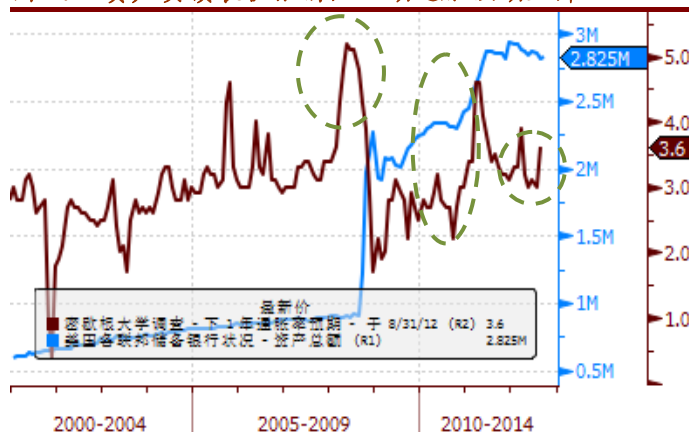
资料来源: 彭博, 招商证券

图 8: 美元指数显著下滑, 大宗商品价格指数反弹



资料来源: 彭博, 招商证券

图 9: 资产负债表扩张前, 短期通胀预期上升



资料来源: 彭博, 招商证券

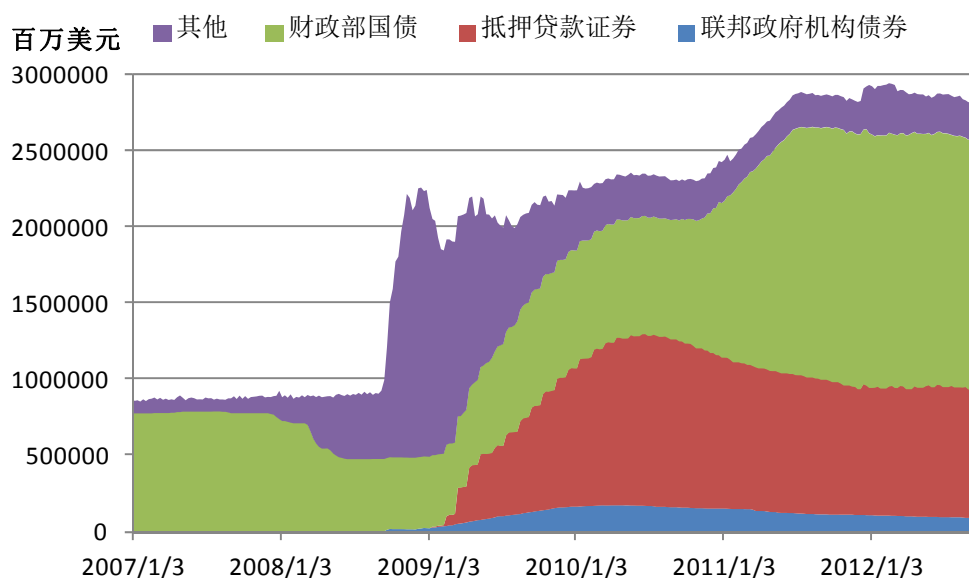
需要注意的是不设上期限的开放式 QE，意味着年底如果财政悬崖威胁加剧，国债收益率再次上升时，有可能继续加码和重新扩展购买资产范围至国债。此外，未作冲销的计划，会导致资产负债表扩张，美元阶段性走软，有可能促使一部分资金回流大宗商品和新兴市场，加剧四季度至明年的通胀上行压力。

资本市场如今高度依赖充裕的流动性，美联储从宽松货币政策中退出的风险值得重视。伯南克的讲话中，曾经提及从宽松的货币政策退出可采取的措施，措施包括：

- 1、被动兑现到期或已偿还机构债和抵押贷款支持证券；
- 2、正常化常规贴现窗口贷款的条款；
- 3、增加准备金利息；
- 4、通过逆回购协议减少准备金金额；
- 5、在传统的公开市场操作中兑现或出售证券；
- 6、一般情况下，美联储在赋予非常规货币政策提供强流动性特性的同时，也在其中相应设计了在金融状况回归正轨后，融资者将减少对该措施使用的特性。

在史无前例的宽松货币政策出台后，美联储直接面对着高达 2.8 万亿美元的资产负债表，低至 0-0.25% 的联邦基金利率，以及仍将不断扩张的资产负债表，无疑将自己置于一个从未见过的境地。货币政策回归正常化将成为未来全球央行的难解之题，构成经济下行风险。

图 10： 美联储资产负债表扩张程度史无前例



资料来源：美联储，招商证券

附：机构 MBS 与国债交易的相关声明

美联储公开市场委员会(FOMC)于 2012 年 9 月 13 日要求纽约联储银行的公开市场操作部门以每月 400 亿美元的额度购买机构抵押支持证券(MBS)。FOMC 还要求公开市场操作部门在年底前继续实施其 6 月份宣布的延长所持有证券的平均到期期限计划以及将到期证券回笼资金继续用于购买机构 MBS 的计划。

FOMC 表示，在年底前，这些令委员会所持有长期证券持仓量每月增加 850 亿美元的操作，将给长期利率带来向下压力，起到支持抵押贷款市场的作用，并且有助于金融市场环境更为宽松。

购买机构抵押贷款支持证券(MBS)

额外的机构 MBS 购买计划将从明天(9 月 14 日)开始，预计 9 月份剩余时间内购买金额约为 230 亿美元。9 月份之后，与每个月额外的机构 MBS 购买计划有关的细节将在前一个月最后一个工作日左右宣布。

和现有惯例一致，每个月所持机构证券到期本金再投资计划的购买金额将在前一个月的第八个工作日左右宣布。下个月再投资采购的额度已在今天(9 月 13 日)公布，可在以下网址 http://www.newyorkfed.org/markets/ambbs/ambbs_schedule.html 找到。

公开市场操作部门预计，与额外的机构 MBS 购买计划以及和本金再投资计划相关的机构抵押贷款证券(MBS)采购，可能集中在待宣布(To be announced, 简称 TBA)市场上新发行的机构 MBS。尽管如果市场环境允许，该操作部门也可能采购其他机构 MBS。

和现有惯例一致，所有机构 MBS 的购买都将由美联储的一级经销商通过竞争的招标程序进行，结果将在纽约联储网站上公布。公开市场操作部门还将每个月一次公布单项操作交易价格。与这些购买相关的常见问题将于今晚些时候发布³。

³ 机构 MBS 购买计划常见问题网站: http://www.newyorkfed.org/markets/ambbs/ambbs_faq.html

敬请阅读末页的重要说明

参考报告:

1. 《美联储 7 月议息会后声明点评-QE 大门未关 货币政策效果或低于预期》2012/08/13
2. 《美联储 6 月议息会后声明点评-经济下行风险增加 美联储以扭转操作换时间》2012/06/25
3. 《美联储 4 月议息会后声明点评-美联储“弹药”充足 QE3 预期减弱》2012/05/04
4. 《美联储 3 月议息会后声明点评-声明措辞趋乐观 宽松基调未改》2012/03/16
5. 《美联储 1 月议息会议纪要点评-美联储发出明确宽松信号》2012/02/02
6. 《美联储 11 月议息会议纪要点评-管理预期或成为未来货币政策的核心》2011/11/28
7. 《美国宏观数据周报(2012 年 6 月第 2 周)-欧债危机负面影响显现 美国经济下行风险增加》2012/06/13
8. 《美国宏观数据周报(2012 年 5 月第 4 周)-消费动力不足 二季度经济趋缓风险增加》2012/05/22
9. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012 年 5 月第 3 周)-欧洲银行体系脆弱性问题仍在发酵中》2012/05/21
10. 《欧元区债务危机发展动向追踪-银行初现挤兑潮(2012 年 5 月第 4 周)》2012/05/21
11. 《美国宏观数据周报(2012 年 5 月第 3 周)-信贷条件得到改善》2012/05/15
12. 《欧元区债务危机发展动向追踪-希腊重演政治闹剧(2012 年 5 月第 3 周)》2012/05/14
13. 《美国宏观数据周报(2012 年 5 月第 2 周)-就业数据大幅低于预期 货币政策短期内将按兵不动》2012/05/07
14. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012 年 5 月第 1 周)-关注人民币升值预期边际改善的新迹象》2012/05/07
15. 《5 月份欧洲央行议息会议声明点评-继续观望》2012/05/07
16. 《欧元区债务危机发展动向追踪-经济增长将成为核心议题(2012 年 5 月第 2 周)》2012/05/07
17. 《美联储 4 月议息会后声明点评-美联储“弹药”充足 QE3 预期减弱》2012/05/04
18. 《美国宏观数据周报(2012 年 5 月第 1 周)-一季度经济增速下滑 订单数据施压复苏进程》2012/05/02
19. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012 年 4 月第 3 周)-存疑的报道 无疑的微调》2012/04/23
20. 《国际资本与国内流动性监测周报(2012 年 4 月第 2 周)-货币政策加速微调》2012/04/16

《分析师承诺》

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

闫玲：北京大学经济学硕士、香港大学金融学硕士。两年汇丰银行工作经验，现任招商证券研究发展中心宏观经济助理分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，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。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。