

世界经济

2012 年 12 月 13 日

QE3 加码，短期看好高弹性基本金属，贵金属中长期有超额收益

相关研究

美国延续 QE3，12 月或加码
2012 年 10 月 25 日

美国零售 3 季度走强，印度
通胀存隐患
2012 年 10 月 16 日

美国 9 月劳动力市场出现一
定程度的改善，但不容过于
乐观
2012 年 10 月 9 日

美国第二季度 GDP 如期下
滑，三季度有望企稳
2012 年 7 月 30 日

证券分析师

谢伟玉 A0230512070007

xiewy@swsresearch.com

叶培培 A0230511040055

yepp@swsresearch.com

研究支持

徐若旭 A0230112060005

chenguo@swsresearch.com

钟嘉妮 A0230112070027

zhongjin@swsresearch.com

联系人

徐若旭 021-23297427

chenguo@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>

总体判断：

- 今日凌晨，美联储宣布用每月购买 450 亿美元长期国债的方式来代替今年底到期的扭曲操作（OT2.5），加上今年 9 月宣布的每月购买 400 亿美元贷款抵押支持证券（MBS），那么，美国明年每个月将增加 850 亿美元的流动性，略好于市场和我们的预期，而且将持续至少一年以上，直至劳动力市场出现显著改善。我们预计，明年 1 月开始实施增强版的 QE3 后，有望对基本金属和贵金属形成支撑。
- 第二个重大变化是，美联储改变了沟通策略，维持低利率的时限不再拘泥于具体时点（2015 年中期），而是用失业率高于 6.5%、未来一两年通胀预测在 2.5% 以内作为维持低利率的充分非必要条件。这意味着，一旦失业率下滑至 6.5%、或者美联储对未来一年或两年通胀的预测中值高于 2.5%，美联储将考虑加息。而根据美联储的预测，通胀并不值得担忧，未来三年将低于 2%，而失业率直至 2005 年才会跌破 6.5%，那么加息也会在 2005 年以后。加息预期弱化，更长期限的货币政策，将提高投资者的风险偏好，也对大宗商品形成提振。
- 再次，美联储下调了对美国经济、失业率和通胀的预测。美联储下调 GDP 的主要原因在于财政悬崖导致美国经济的下行风险增大，特别是对今年四季度美国经济非常悲观，而对于未来三年偏乐观，认为美国经济将持续缓慢复苏，2014 年将明显好于 2013 年，但 2015 年增速趋缓。（1）从美联储各成员预测值的中间趋势值来看，对 2012 年实际 GDP 增速的预测从 1.7%-2.0% 下调至 1.7%-1.8%，这隐含着美联储对今年四季度经济的预测非常悲观。而对于未来三年，美联储认为美国经济将缓慢复苏，2014 年将明显好于 2013 年，但 2015 年增速趋缓；对于 2013 年的预测，他们从 2.5%-3.0% 下调至 2.3%-3.0%，这一预测仍过于乐观，但下调 GDP 预测的下限反映了悲观者认为财政悬崖导致美国经济的下行风险增大。（2）失业率方面：美联储将 2012 年的预测从 8.0%-8.2% 下调至 7.8%-7.9%，主要因为近三个月失业率都维持在 8% 下方，好于此前预期；对 2013 年的预测进一步下调至 7.4%-7.7%，而对 2014 年的预测反而上调至 6.8%-7.3%，因经济增速趋缓导致就业增加缓慢。（3）美联储对个人消费支出（PCE）物价水平所代表的通胀更乐观，认为未来三年都将保持在 2% 下方。
- 再次，美联储下调了对美国经济、失业率和通胀的预测。美联储下调 GDP 的主要原因在于财政悬崖导致美国经济的下行风险增大，特别是对今年四季度美国经济非常悲观，而对于未来三年偏乐观，认为美国经济将持续缓慢复苏，2014 年将明显好于 2013 年，但 2015 年增速趋缓。（1）从美联储各成员预测值的中间趋势值来看，对 2012 年实际 GDP 增速的预测从 1.7%-2.0% 下调至 1.7%-1.8%，这隐含着美联储对今年四季度经济的预测非常悲观。而对于未来三年，美联储认为美国经济将缓慢复苏，2014 年将明显好于 2013 年，但 2015 年增速趋缓；对于

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”。

2013 的预测，他们从 2.5%-3.0% 下调至 2.3%-3.0%，这一预测仍过于乐观，但下调 GDP 预测的下限反映了悲观者认为财政悬崖导致美国经济的下行风险增大。（2）失业率方面：美联储将 2012 年的预测从 8.0%-8.2% 下调至 7.8%-7.9%，主要因为近三个月失业率都维持在 8% 下方，好于此前预期；对 2013 年的预测进一步下调至 7.4%-7.7%，而对 2014 的预测反而上调至 6.8%-7.3%，因经济增速趋缓导致就业增加缓慢。（3）美联储对个人消费支出（PCE）物价水平所代表的通胀更乐观，认为未来三年都将保持在 2% 下方。

- **QE3 加码正向持续催化商品市场，弹性最大优选白银、锡和铜。**我们认为，商品市场和 A 股均未对 QE3 加码超预期有充分定价。2013 年开始，直接购买美国长债更有利于流动性对金融市场的注入，带动基础货币的更快扩张，预计此轮基本金属的涨幅会高于 2012 年；从持续时间上来说，对 QE 的敏感度趋弱，会令上涨时间不及前两轮量化宽松，但 QE 代替 OT 在货币扩张本质上的变化会令持续时间超过 QE3 时期的涨幅持续时间，考虑到财政悬崖会平稳度过及中国需求的支撑，我们认为此轮基本金属的上涨会在两周之内开始，且至少持续两周以上，有一定的操作空间。从品种上考虑，我们根据近期对商品市场的观察，优选弹性最大的白银，基本面最好的锡以及融资属性最高对利率变化最为敏感的铜为主要推荐标的。
- **黄金走势慢牛，中长期配置超额收益显著。**我们认为，本质上来说黄金的大属性是对冲货币信用的工具，同时作为风险资产的被动关联配置。在这种属性条件下，黄金在 QE 推出的初期仅是因风险资产的上涨而相应有所表现，走势较弱。当弹性较大的风险资产的收益率开始下滑的时候，受到美联储资产负债表扩张（基础货币扩张引发金价上涨预期）和实际利率走低的影响，黄金才开始展现其牛市特征，最终的整体涨幅也不逊于达到最高点时的基本金属，只是整个上扬的时间段相对拉长。值得一提的是，QE3 之后黄金并没有突出表现我们认为最主要的原因是 OT 的存在，这对短期利率的支撑令金价难有作为，毕竟在完全无风险收益确定的美债面前，黄金几乎没有优势（负利率资产）。而 QE4 用购买长债替代了扭转操作，我们预计美国短期利率可能快速下滑，且美元本位将再次受到质疑，这两个因素对于对冲货币信用工具的黄金来说均是利好消息。
- **维持行业评级看好，建议优先选取弹性大的小盘有色股。**虽然短期由于利好出尽后，投资者获利回吐会对股价构成压力，但是，基于商品价格未来有望强势持续上扬、对股价形成催化的逻辑，我们认为未来 2-4 周内有色行业整体可能显示强势。在短期整个行业受催化上扬的情况下，对个股的选择可以更多地考虑股价的弹性。我们认为，尽管商品市场上黄金涨幅滞后于基本金属，但股票市场考虑到最终结果的预期，我们认为黄金个股的弹性可能超过基本金属的股票。基于此，我们推荐以下标的（排名分先后）：恒邦股份，辰州矿业，盛达矿业，铜陵有色、中金黄金、锡业股份和山东黄金。

表 1：QE1 与 QE2 阶段铜价金价表现分析