

中银分析（专题）

中国银行金融市场信息服务

06月21日 2012年第8期 总第46期

货币宽松：欲速则不达

分析师：徐凡

联系人：丁孟

Tel: (8610) 66591589

Email: zj_dingmeng@bank-of-china.com

中银金融市场不定期报告系列

- 中银分析（专题）
- 中银分析（快读）

中银金融市场定期报告系列

中银市场资讯系列

声明：

本研究报告由中国银行股份有限公司撰写，研究报告中所引用信息均来自公开资料，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。

本报告中包含的观点或估计仅代表作者迄今为止的判断，它们不一定反映中国银行的观点。中国银行可以不经通知加以改变，且没有对此报告更新、修正或修改的责任。

本研究报告内容及观点仅供参考，不构成任何投资建议。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本研究报告版权仅为中国银行股份有限公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为中国银行股份有限公司，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。中国银行股份有限公司保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

美联储议息会议决定延长扭转操作（OT）至年底。虽然表现出更多的宽松倾向，但伯南克在新闻发布会上并未暗示一定会增加资产购买（QE）。这更多是一种安抚市场的安排，但在获得更多评估时间的同时，这无疑推迟了进一步QE的出台。在已经延长OT的情况下，要同时进行QE，将会提高触发的标准。货币宽松的边际效果是递减的，OT只是修补性的政策，而只有大规模的直接资产购买才能产生足够的刺激。QE3可能至少延迟至临近年底的时候，这对于资产价格、市场信心和实体经济都是不利的。基于我们这一的判断，我们认为在接下来一个季度，美元可能逐渐走强，国债收益率可能不会因为延长OT有太大的变动，股市更可能走弱，商品价格也不会有好的表现。

报告正文

6月20-21日的议息会议上，美联储决定延长扭转操作（OT）至年底。虽然表现出更多的宽松倾向，但伯南克在新闻发布会上并未暗示一定会增加资产购买（QE），这难免令市场失望。我们认为延长OT意味着未来两次会议推出QE3的可能性大大降低，可能要等到年底前才会有新的宽松政策；OT更多是一种安抚市场的安排，但在获得更多评估时间的同时，这无疑推迟了进一步QE的出台。

一、倾向而非行动

会议声明中，美联储在三个方面表现出更多宽松倾向。首先是会后声明的措辞上，明确提出就业增长放缓和家庭支出减速，而不再是改善和提高；同时通胀开始下降，反映原油和汽油价格走低，现在美联储更加确定在中期通胀都会等于或低于目标水平。其次是在6月份的经济预测中美联储调降了增长预期，2012年下调了0.5个百分点至1.9-2.4%，2013年和2014年也有所下调；而这三年的失业率被上调了0.2-0.3个百分点，PCE通胀则被下调；更疲弱的增长和通胀预期提供了宽松空间。第三是延长了扭转操作至今年年底，买入2670亿美元的6-30年期国债，卖出等量的3年期以内国债，并且表示在适当时将会采取进一步的行动。

美联储主席伯南克在新闻发布会上表示，额外的资产购买仍然是一种选择，但还需要更多的评估。他一方面捍卫美联储的宽松立场，指出货币宽松政策仍然支持着经济复苏，且即使利率已经处于极低水平，货币宽松也仍然有空间和能力支持经济，它不仅仅降低利率，也引导投资者购买风险资产。这番辩护显得他仍可能选择QE，而且他认为欧元区带来的紧张和全球性的增长放缓都影响到美国，这似乎为未来的宽松留下伏笔。然而另一方面，伯南克说美联储已准备好采取更多措施，但货币政策不是万能药，还要考虑这些非常规政策的风险和成本，这说明美联储内部仍有分歧，政策选择上仍然犹豫，且美联储认为不能依靠货币政策独力支撑，这确实带来未来的风险，理想的状况下应有财政政策的支持，这可能也是美联储愿意等待和评估的原因。

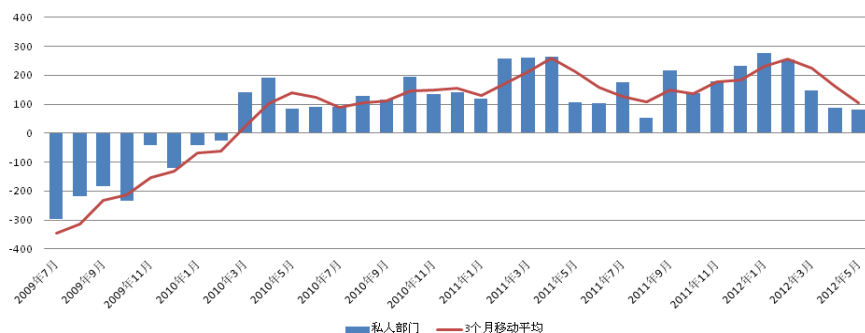
二、先发而后至

美联储可能希望先以延长OT暂时安抚市场，从而获得更多的时间评估前景变化。但我们认为这实际上将推迟了QE3的出台。我们原本预期的在7月底会议上推出QE3，已经不太可能发生，除非欧洲形势出现急剧的恶化。9月会议出台的概率也比较低，可能要等到12月的会议，并且需要增长、就业和通胀前景更明显的恶化。这无疑延迟了本应提前反应的货币政策，因而我们认为对于市场的影响将是偏向负面的。

OT和QE并非一定是互斥的，但在已经延长OT的情况下，要同时进行QE，将会提高触发的标准。当前美国就业增长的放缓已经比较明显，私人部门增长3个月移动平均已降到接近10万人，这类似于2010年三季度和2011年三季度的水平，即QE2和OT1之前的水平（参见图1）。因而从就业市场的角度说，信号已经比较明显，我们认为面临全球经济放缓的大环境和欧元区的不确定冲击情况下，

未来 1-2 个月推出 QE 的时机就可能成熟；但在已经延长 OT 的情况下，只有在就业增长继续不断恶化的情况下，才会有 QE 的充足理由，否则美联储就将观察更长时间，从而可能错过合适的政策时机。

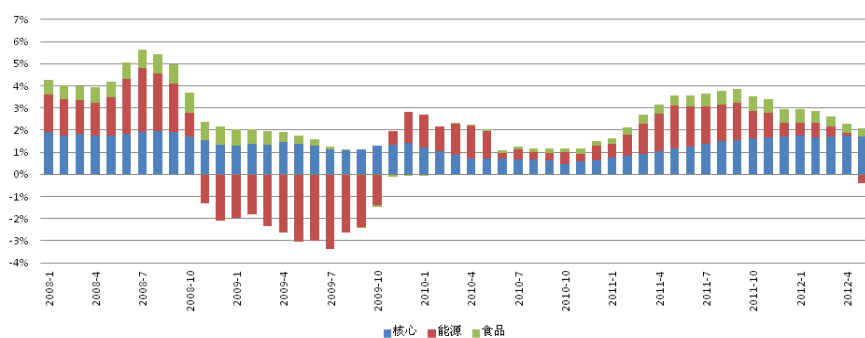
图 1：美国私人部门就业增长



资料来源：CEIC，中国银行

另一方面，总体通胀在 5 月份环比出现环比下降，来自能源价格的降低，但核心通胀仍然坚持在 2.3%，因而看起来通缩风险并不显著（参见图 2）。这样本就是对再次宽松持反对意见的鹰派委员将会认为短期内刺激政策已经足够甚至过多，进一步 QE 将遭遇更大的阻力。

图 2：美国 CPI 构成



资料来源：CEIC，中国银行

与 QE 相比，我们认为 OT 并不适合当前的局势。QE1 推出期间，10 年期国债收益率大概下降了 120bp，而到了 QE2，大概只下降了 30 多个 bp，而到 OT1 时，10 年期国债收益率之前已降至 2% 之下，基本上呈现区间波动；对资产价格的支持来看，QE1 执行期间，标普 500 指数上升接近 40%，QE2 执行期间（加上推出前市场已有预期的时间）股市涨幅降至 25%，而 OT1 至今股市涨幅为 17%。可见宽松政策的效果是逐渐减弱的，而 OT 由于并不扩大资产负债表规模，其效果是要弱于 QE 的。

在宽松刺激效果边际下降的情况下，延长 OT 只能算是修补性的政策，因而我

们更相信这是为了安抚市场以提供评估时间的举措。但这会得不偿失。这基于我们对于未来经济前景的判断。我们预期美国经济仍将继续减速，同时欧元区债务危机带来的不确定性可能更加明显地影响到全球经济进而作用于美国，接下来就业的趋势增长速度可能略高于4月和5月的水平，但仍然缓慢，这时美国将会需要一项大规模的直接资产购买，以对经济构成较为显著的支撑。而现在QE3可能至少延迟至临近年底的时候，这对于资产价格、市场信心和实体经济都是不利的。我们以上判断面临以下风险：一是欧元区债务危机再次出现急剧恶化，这将使美联储有理由提前进行QE；二是美国经济和就业表现大幅高于我们的预期，这种情况下将不需要QE；三是美国政府推出更多财政政策，有效地支撑了经济，从而缓解了货币政策压力。对于第一种风险需要保持警惕，存在一定的可能，而后两种风险其发生的可能性还要低于第一种风险。

基于我们上述的判断，我们认为在接下来一个季度，美元可能逐渐走强，国债收益率可能不会因为延长OT有太大的变动，股市更可能走弱，商品价格也不会有好的表现。