



QE3 呼之欲出？

东海期货研究所

美好的记忆总是让人流连忘返。伯南克在去年的全球央行年会上首次对启动第二轮量化宽松政策(QE2)做出明确表态，其引致的大宗商品等风险资产价格的结构牛市让投资者至今难以释怀，一年一度的全球央行年会将在本周五召开，再考虑到目前的全球经济复苏放缓的现状，投资者对伯南克是否会在本次暗示QE3 的预期自然格外高涨。

我们认为：美国政府财政赤字货币化的需要决定了美联储继续推出 QE3 应是大概率事件，但是美联储正面临最糟糕的宏观经济状况组合——滞涨，因而，相较于 QE1 和 QE2 时期较为单纯的宏观经济环境来说，滞涨让美联储的货币政策取向投鼠忌器，增加了推出 QE3 的难度与复杂性。

QE2 在 6 月底刚结束，美联储需要对其功效进行评估，美联储内部对 QE3 是否推出争论也需要一个争论的过程，这至少需要一个季度的时间；若美联储内部想尽快结束争论而达成推出 QE3 的统一意见，也需要耐心等待大宗商品价格尤其是原油价格一定程度下滑对美国通胀水平的降温，这也需要时间；另外，美国 2012 财年开始于 10 月 1 日，8 月初两党关于提高政府债务上限协议中消减财政赤字部分的第二轮谈判将在 11 月底结束；因此，为美国政府 2012 财年财政赤字融资而推出的 QE3 应排在上述两个事件之后。若 QE3 最终成行的话，则



在今年 12 月份前推出的可能性不大，大概率在今年 12 月份后推出。

鉴于 8 月初两党关于提高政府债务上限协议中消减财政赤字内容要求，美国政府 2012 财年的最终财政赤字应会逐步缩减，美联储为美国政府财政赤字融资的量化宽松规模也会相应缩减，因此，我们认为：如果有 QE3 的话，则其资产购买规模将会小于 QE2 的 6000 亿美元规模。

坊间流传的“变相的 QE3”政策几乎都不会增加美元基础货币的供应量，因而对金融市场的刺激尽可忽略，市场对“变相的 QE3”可能毫无兴趣，置之不理。

即使可能推出的 QE3 中包含能新增美元基础货币供应量的资产购买部分，那么在边际效应递减、缺乏财政刺激政策支持致使量化宽松货币政策受到质疑以及目前投资者的情绪并未绝望的状态下，我们认为：即使在本周五的全球央行年会上伯南克果真如投资者期望的那样暗示 QE3 的推出的话，其对金融市场的刺激可能仅仅是昙花一现。

一.QE3 的必然性：量化宽松的真实目的及 QE3 的概率

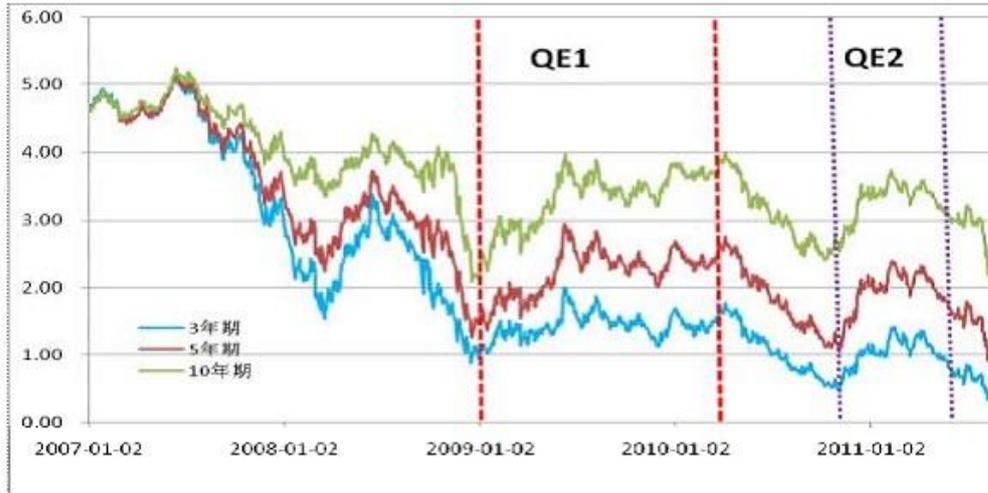
如果第一轮量化宽松货币政策的目的是为融化降入冰点的货币市场流动性的话，我倒认可，但是我们并不认同其宣扬的第二轮量化宽松的目的：压低市场利率和促进经济增长。我们认为：美联储第二轮量化宽松货币政策的真实目的是为美国政府的财政赤字融资，即：财政赤字的货币化。

疑点 1：国债收益率等市场利率在两次量化宽松期间被未出现美联储所预



期的下跌，反而是上涨（如图）。

图 1. QE1 和 QE2 期间美国各期限国债收益率大幅上涨



数据来源：REUTERS、东海期货研究所

疑点 2 :QE1 时期美联储多样化的资产购买策略对货币市场流动性的补充与期间积极的财政政策配合推动了经济的复苏；但 QE2 期间，诸多的财政刺激政策或结束或边际效应递减，扛大旗的 QE2 并未能阻止经济复苏步伐的逐步放



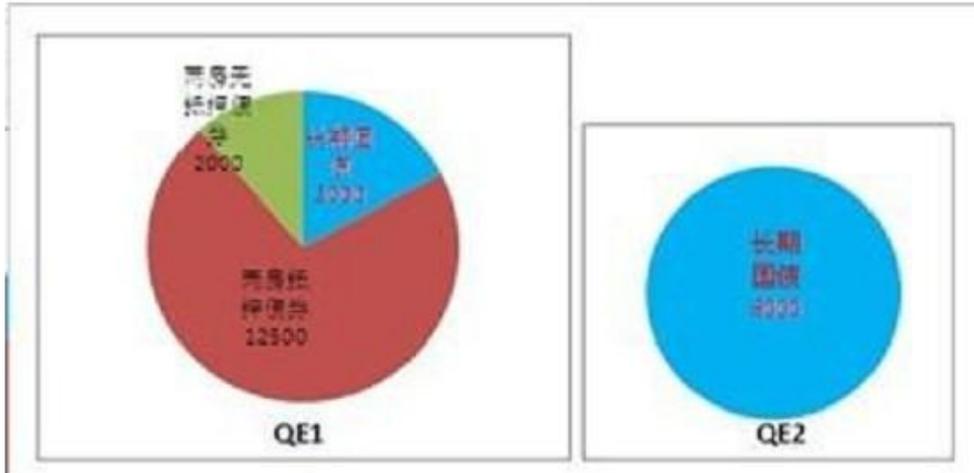
图 2.美国 GDP 增速环比折年率



数据来源：REUTERS、东海期货研究所

疑点 3：同为量化宽松，QE2 时面临的宏观经济背景要优于 QE1 时期，但为何 QE2 时期不仅只购买国债，而且购买的规模也大于 QE1 时期，并且还将把 QE1 时期购买的到期的机构债转换为国债。

图 3.QE1 和 QE2 内容组成



数据来源：REUTERS、东海期货研究所

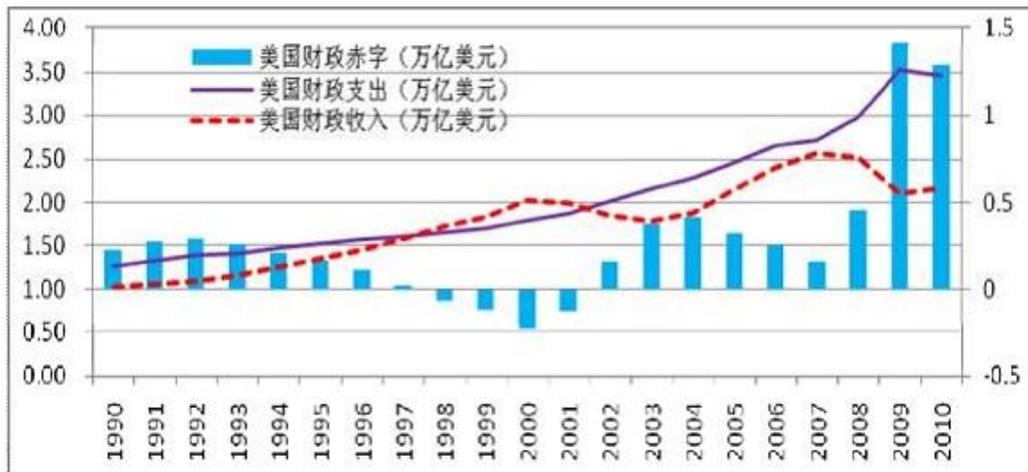
疑点 4：供求失衡的美国国债市场需要美联储的托市。在 2008 年金融危机发生的前，美国国债市场每年供求平衡时的规模不超过 5000 亿美元，金融危机发生后，美国政府扩张的财政政策使美国的财政状况急剧恶化，财政收入的急剧减少和财政支出的急剧增加，使美国政府的财政赤字从之前高峰时的 0.4 万亿急促增加到 2009 和 2010 财年的 1.42 万亿和 1.29 万亿（如图 1），预计 2011 财年的财政赤字在 1.45 万亿左右（2011 财年截止 6 月份已经累积赤字 0.97 万亿）。财政赤字占 GDP 的比例从之前高峰时的 4.6% 急剧扩大为 2009 和 2010 财年的 10.2% 和 8.92%（如图 2）。财政赤字的猛然引致的国债市场供求失衡的巨大缺口需要也只有美联储才能填平。

据统计，2011 财年中美国国债新发行规模的 8 成被美联储所购买，也印证了我们的猜测：QE2 的真实目的是为美国政府的财政赤字融资。即：美国政府



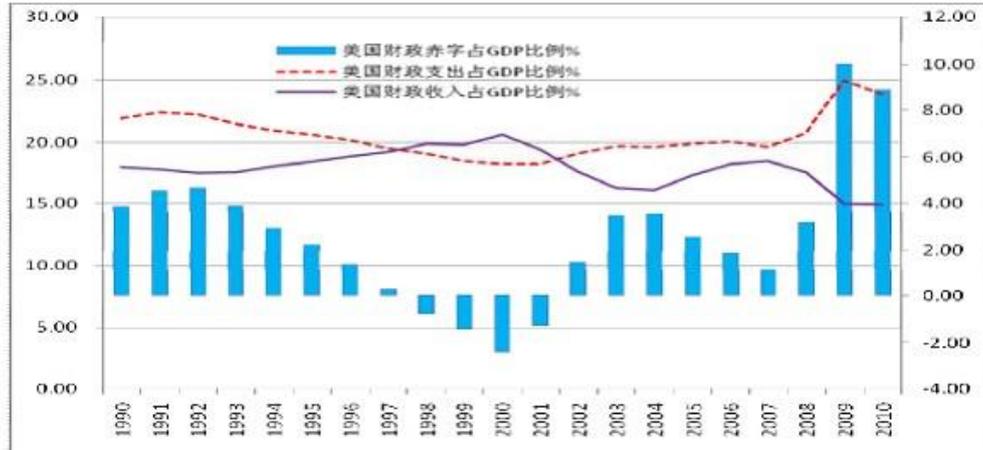
财政赤字的货币化。

图 4.近 20 个财年内美国政府收支概况



数据来源：REUTERS、东海期货研究所

图 5.1990 年至今美国政府收支及财政赤字的 GDP 占比



数据来源：REUTERS、东海期货研究所

今年2月份美国政府公布的2012财年的支出预算规模为3.73万亿，按照目前的美国经济复苏状况而言，其2012财年的财政收入大概维持在2.2万亿，有1.53万亿的财政赤字需要从国债市场上融资。即使根据最近签署的政府债务上限提高协议中消减财政赤字的要求，美国政府的财政赤字货币化的规模要求仍然比较高。因此，美国政府2012财年财政赤字货币化的漏洞很可能还需要美联储新一轮的量化宽松货币政策来支持，而这正是我们认为第三轮量化宽松货币政策的推出是大概率事件的根据。

二.QE3的条件性：滞涨——美联储投鼠忌器

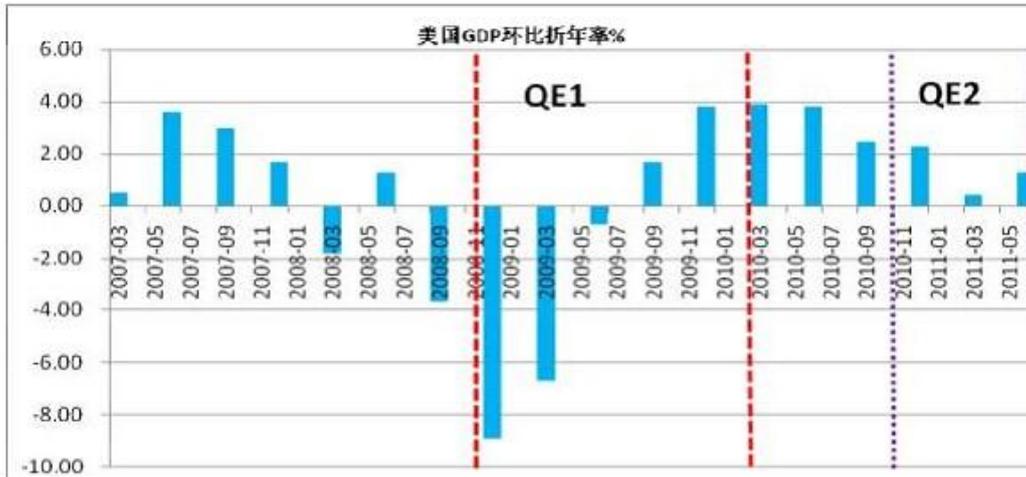
美联储正面临最糟糕的宏观经济状况组合——滞涨，因而，相较于QE1和QE2时期较为单纯的宏观经济环境来说，滞涨让美联储的货币政策取向投鼠忌



器，增加了推出 QE3 的难度。

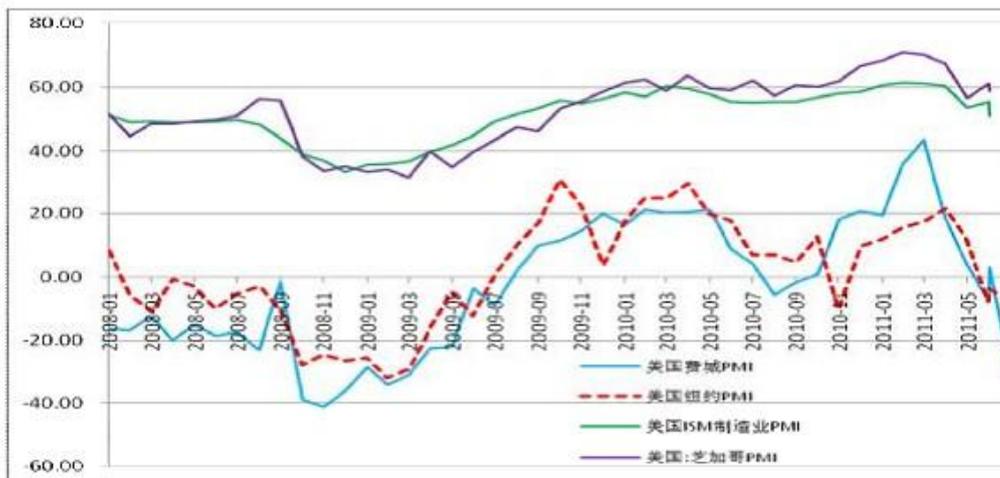
7 月 29 日美国政府发布报告显示：今年一季度美国经济的增速被意外大幅下调，增长率由上个月发布的 1.9% 一举降至 0.4%；二季度 GDP(国内生产总值)GDP 的环比年化增长率仅为 1.3%，此外，去年四季度 GDP 的增速由 3.1% 下调至 2.3%，这表明美国经济在汽油价格开始上涨和日本大地震冲击供应链之前就开始减速，美国经济复苏增速从 2010 二季度开始下滑，至此未见企稳迹象，即使期间有被寄予厚望的 QE2，这些都说明美国经济自身存在较大问题。美国制造业和服务业采购经理人指数自今年 2 月份触及历史高点后已经连续 5 个月下滑，7 月份的还呈现加速下滑态势，因此，鉴于采购经理人指数与 GDP 增速间较好的印证关系，我们有理由相信：美国二季度的 GDP 增速将会按理应低于一季度，因此，在 10 月下旬今年二季度美国 GDP 增速可能修正为衰退状态。

图 6.美国 GDP 增速环比折年率



数据来源：REUTERS、东海期货研究所

图 7. 美国制造业和服务业 PMI 已经连续三个月下滑



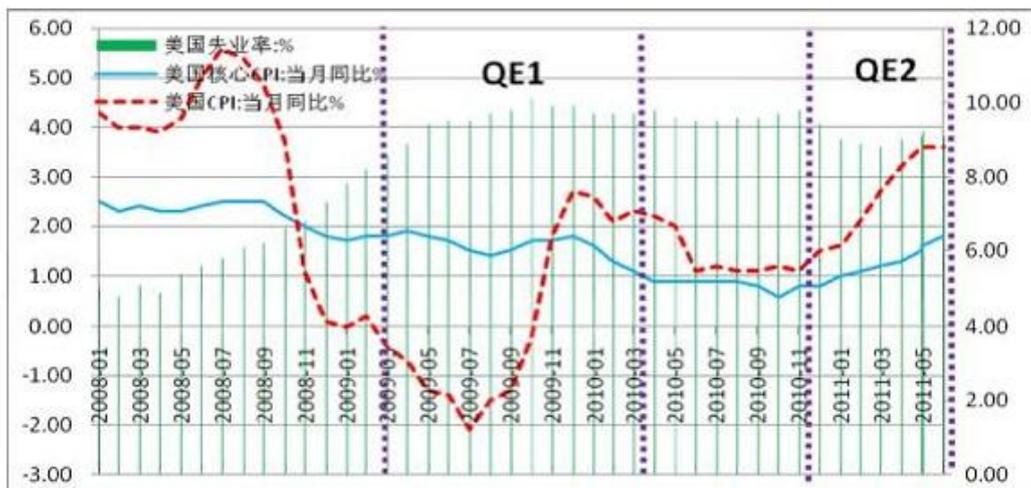
数据来源：REUTERS、东海期货研究所

通过扩大美联储资产负债表规模的量化宽松货币政策，将通过增加基础货币规模的途径增加美元的货币供应量，进而为中长期通胀水平的走高埋下隐患。经过 2009 年 3 月以来的两轮量化宽松货币政策，美国的整体通胀水平已经处于 3.6% 的高位，核心通胀 1.8% 的水平已经逼近 2% 的警戒线，这是 QE1 期间的通



货紧缩和 QE2 的通胀水平低位所不能比拟的。通胀水平高企是美联储推出 QE3 的最大障碍，这也增加了 QE3 推出的曲折与复杂性。

图 8.通胀水平高企是美联储推出 QE3 的最大障碍



数据来源：REUTERS、东海期货研究所

三.QE3 可能推出的时机与规模

我们认为，若 QE3 最终成行的话，则在今年 12 月份前推出的可能性不大，大概率在今年 12 月份后推出。做出上述结论的依据主要有以下三点：第一，QE2 在 6 月底刚结束，美联储需要对其功效进行评估，美联储内部对 QE3 是否推出争论也需要一个争论的过程，这至少需要一个季度的时间，即：一个季度的 GDP 统计间隙；第二，若美联储内部想尽快结束争论而达成推出 QE3 的统一意见，也需要耐心等待大宗商品价格尤其是原油价格一定程度下滑对美国通胀水平的降温，这也需要时间；第三，美国 2012 财年开始于 10 月 1 日，8 月初两党关



于提高政府债务上限协议中消减财政赤字部分的第二轮谈判将在 11 月底结束；

因此，

为美国政府 2012 财年财政赤字融资而推出的 QE3 应排在上述两个事件之后。

鉴于 8 月初两党关于提高政府债务上限协议中消减财政赤字内容要求，美国政府 2012 财年的最终财政赤字应会逐步缩减，美联储为美国政府财政赤字融资的量化宽松规模也会相应缩减，因此，我们认为：如果有 QE3 的话，则其资产购买规模将会小于 QE2 的 6000 亿美元规模

四.金融市场对 QE3 可能的反应：昙花一现

市场对“变相的 QE3”可能毫无兴趣，置之不理。坊间流传的“变相的 QE3”政策包括正在实施的通过宣布在更长的期限内将基准利率维持在低位，并给出该政策期限的明确指引；债券到期本金再投资，从而维持现有资产负债表的规模，并给出该政策期限的明确指引。还包括未来实施可能性最高的，将到期资金投资于年限较长的国债，例如 30 年期国债，从而压低收益率曲线的长端（降低长期利率）；降低支付给准备金存款的利率水平（当前为 25 个基点），以便于刺激银行信贷，同时压低收益率曲线的短端（降低短期利率）。还有实施可能性不太大的措施，如设定一个国债收益率上限，如果国债收益率超过该上限，则买入国债，从而压低国债利率水平。在这些可能的“变相 QE3”措施中，除最后一项外，其余的都不会增加美元基础货币的供应量，因而对金融市场的刺激尽可忽略。至于最后一项的提议，只怕其所带来的风险偏好会促使资金流出国债市场进入风险



资产市场，进而出现类似于 QE1 和 QE2 时期国债收益率越买越涨的尴尬局面。

即使可能推出的 QE3 中包含能新增美元基础货币供应量的资产购买部分，那么在边际效应递减、缺乏财政刺激政策支持致使量化宽松货币政策受到质疑以及目前投资者的情绪并未绝望的状态下，我们认为：即使在本周五的全球央行年会上伯南克果真如投资者期望的那样暗示 QE3 的推出的话，其对金融市场的刺激可能仅仅是昙花一现。

第一，边际效应递减。同类消息对金融市场的刺激会随着其刺激次数的递增而呈现边际效应递减的现象，况且我们前面的分析中也提到 QE3 购买资产的规模应会低于 QE1 和 QE2 时期的 1.75 万亿美元和 6000 亿美元。

第二，量化宽松货币政策能否刺激实体经济复苏备受质疑。QE1 时期美国经济稳健的复苏不仅得益于量化宽松的货币政策，更得益于积极的财政政策刺激；然而，当 QE2 时期时，随着积极的财政政策逐步到期或效应减弱，QE2 已经难以扛起美国经济复苏的大旗，因此，我们看到整个 QE2 时期，美国经济复苏的步伐实质上在放缓。因此，对量化宽松货币政策能否刺激实体经济复苏已经受到各方的普遍质疑。

第三，目前大众投资者的市场情绪也不利于可能推出的 QE3 发挥效用。市场总在绝望中见底，犹豫中上升，疯狂中见顶。相较于 QE1 和 QE2 时期，大众投资者的怀疑和犹豫，目前大众投资者普遍对 QE3 抱有较高期待，于此同时，大宗商品等风险资产的价格又多处于震荡状态，这决定了投资者的情绪还需要一



东海期货有限责任公司
DONGHAI FUTURES CO.,LTD.

青岛营业部

宏观政策

个从希望到绝望的状态，大宗商品价格长期走势难言底部，即使本周五的全球央行年会上伯南克果真如投资者期望的那样暗示 QE3 的推出的话，其对金融市场的刺激可能仅仅是昙花一现。

东海期货- 张子谟

地址：青岛市市南区东海西路 39 号 世纪大厦 17 楼
邮编：266071

电话：15865528608 0532-86676979
传真：0532-86676955

<http://www.qh168.com.cn>