

分析师

王涵	S0190512020001
高群山	S0190512040003
卢燕津	S0190512030001
贾潇君	S0190512070005
王连庆	S0190512090001
王轶君	S0190513070008
唐跃	S0190513070005

研究助理

段超

联系方式

wanghan@xyzq.com.cn

相关报告

20150118

欧洲最近有点忙

20150111

原油、希腊和联储政策：市场的缓和

20150104

晴朗天空中的两朵乌云

20141228

无近忧，无远喜

20141222

新兴市场没那么弱，发达国家也可以有黑天鹅

20141214

全球避险情绪上升

20141130

全球油价下跌的原因及影响分析专题

20141109

危机后全球央行都做了点啥

20141102

逐利新兴市场的窗口期

20141026

美国消费需求改善不足：另一个视角

20141019

空穴来风，未必无因

欧版 QE 有什么，谁接宽松下一棒

----海外经济周报（2015.1.19-2015.1.25）

2015年1月25日

要点

- **欧版 QE 规模超预期。**本周公布的欧央行 QE 计划超市场预期：1) 购债规模 600 亿欧元/月意味着央行每月扩表 2.9%，速度与美国 QE3 高峰相当；2) 按照目前计划，QE 总规模将达到 1.08 万亿欧元。尤其值得注意的细节在于：1) QE 是否延长取决于届时通胀水平，因此通胀将是 QE 核心观察变量；2) QE 购债出资与各成员国在欧央行中的股份直接挂钩，但各国并非只能购买本国资产；3) 12% 的欧元区机构债券购买和 8% 的欧央行购买将由成员国风险共担，剩余的 80% 将由各自成员国央行风险自担；4) 虽然希腊国债并非投资级，并不在最初的购债范围之内，但 7 月以后可能被纳入；5) 由于购债细节尚未公布，购债具体如何在各国国家之间，以及各种类型债券之间分配仍有不确定性，而这将直接影响到 QE 效果。
- **谁会接过宽松的下一棒？**1 月以来印度、瑞士、埃及、丹麦、加拿大、欧元区等经济体纷纷降息，英国央行投票也显示加息预期大幅下降。全球央行普遍实施宽松的货币政策，既是为了对抗油价下跌带来的通缩压力，也暗示了新一轮“货币战”的开启，经济体之间竞相通过放水贬值来抢夺全球范围内稀缺的“需求”。我们对未来可能宽松的经济体进行了筛选分析：1) 基于通胀和基本面来看，中国、澳大利亚、韩国和加拿大等国家或继续宽松；2) 尚未充分反应欧央行 QE 影响的欧洲经济体，如挪威、波兰、瑞典和土耳其等，可能在近期的央行会议中进行宽松调整。
- **政策波动折射全球经济主线。**油价大幅下跌和货币政策分化加剧是近期市场波动的两大主因。全球来看，经济呈现出“（油价导致）商品国补贴消费国，（汇率导致）升值国补贴贬值国”的主线，而欧洲国家或享受双重利好。对于中国而言，我们在近期报告中持续指出：1) 在未来 TPP vs RCEP 的大竞争格局下，汇率稳定或是“需求”换“贸易权”的重要基础；2) 同时，经济能否成功转型带来内需增长，将是中国经济发展成败的关键。在此过程中，货币政策宽松概率也在上升。“货币稳需求+促转型，稳汇率保持贸易谈判话语权，外储护航”将是中国汇率、货币政策的一条主线。

Han Wang

wanghan@xyzq.com.cn

Qunshan Gao

gaoqs@xyzq.com.cn

Yanjin Lu

luyj@xyzq.com.cn

Xiaojun Jia

jiaxj@xyzq.com.cn

Yijun Wang

wangyijun@xyzq.com.cn

Lianqing Wang

wanglq@xyzq.com.cn

Yue Tang

tangyue@xyzq.com.cn

Chao Duan

duanchao@xyzq.com.cn

Easing Relay Race: Who is the Next

Jan25, 2015

Summary

- **ECB'QE plan launched.** ECB announced their QE plan on 22th Jan, with a bigger volume than market expectation. According to the plan, ECB will purchase €60 billion euro securities per month, close to the speed of QE3 of US. ECB's QE will be carried out at least to Sep 2016. And QE will probably be scaled up further over time if the inflation rate continues to the ultra-low level. 20% of the QE purchasing will be loss sharing among NCBS, while the rest 80% purchases will not. Although bonds in Greece can not be purchased at the beginning of QE since they are not investment grade, they may be back on the table after July 2015. Further details will be announced later, till then we know only little about the distribution of purchase between countries and between different types of securities.
- **Who will be the next to ease?** Many countries have cut their policy rates since 2015, such as India, Swiss, Egypt, Denmark, Canada, etc. We find that two types of countries are more likely to ease further. Firstly, FX and policy rate forecasts show that China, Australia, Korea and Canada are more likely to ease, partly due to their low inflation pressure. Secondly, the European countries which has not respond enough to ECB's QE, such as Norway, Polan, Sweden and Turkey, may adjust their policy rates in recent central bank meetings.

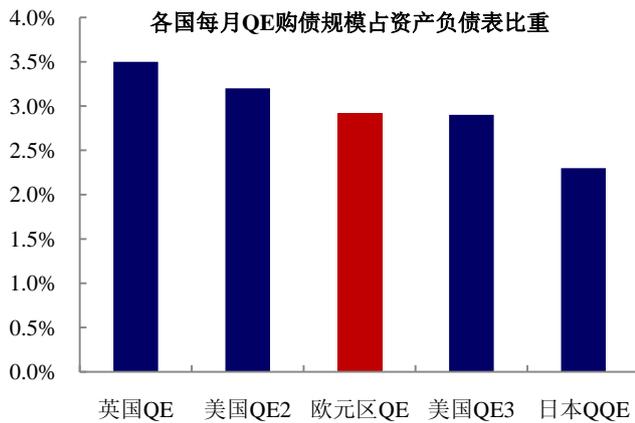
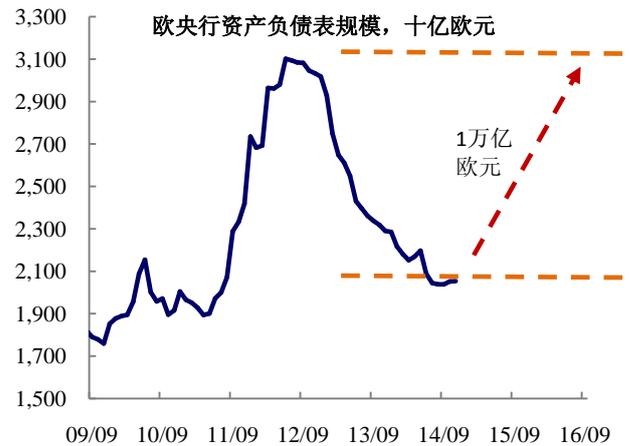
欧版 QE 宽松超预期

- **欧版 QE 宽松超预期。**1月22日，欧央行宣布推行包括国债购买在内的资产购买计划（即 QE），总体而言，欧版 QE 宽松幅度超市场预期。
 - **QE 购债范围：**QE 将购买欧元区成员国国债、机构债券和在欧元区内注册的跨国组织发行的债券，该计划包括了 2014 年已经推出的担保债券购买（CBPP3）和资产抵押证券购买（ABSPP）。（关于 2014 年欧央行的宽松政策详情可参见 14 年 9 月 7 日报告“欧央行宽松底牌已现，看效果”和 6 月 8 日报告“风险偏好回升的窗口期”）
 - **QE 时间：**QE 将从 2015 年 3 月开始，至少将持续至 2016 年 9 月，取决于届时经济情况决定是否延长 QE。
 - **QE 规模：**QE 整体的购债速度为每月 600 亿欧元，高于市场预期的 500 亿欧元，扩表速度与美国 QE3 相当；按照目前计划，本次欧版 QE 总规模至少达到 1.08 万亿欧元，兑现了德拉吉计划使欧央行资产负债表规模回到 2012 年初水平的承诺。
 - **购债责任分担：**QE 购债的出资与各成员国在欧央行中的持股比例直接挂钩，德国、法国和意大利是欧央行中股份占比最高的国家，分别为 26%、20%和 18%。但各国央行并不一定只购买本国的资产。
 - **风险共担：**在购债计划之中，12%的欧元区机构债券购买和 8%的欧央行购买将由成员国风险共担，剩余的 80%将由各自成员国央行风险自担。
 - **希腊问题：**资产购买计划目前仅包括投资级债券，因此希腊及塞浦路斯国债并不在范围中，但德拉吉在答记者问时称 7 月以后也可能购买希腊国债。

图表 1:2015 年 1 月 22 日欧版 QE 的具体细则

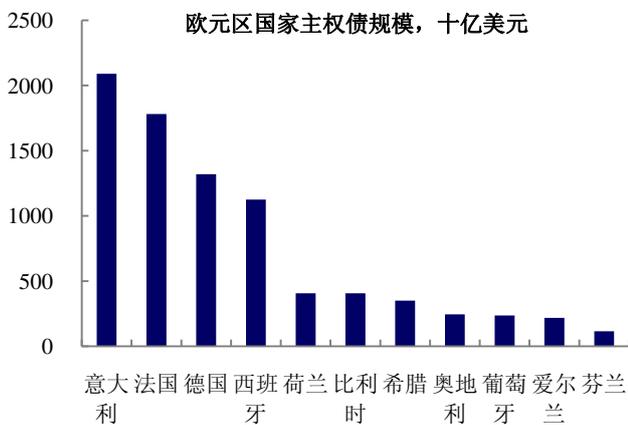
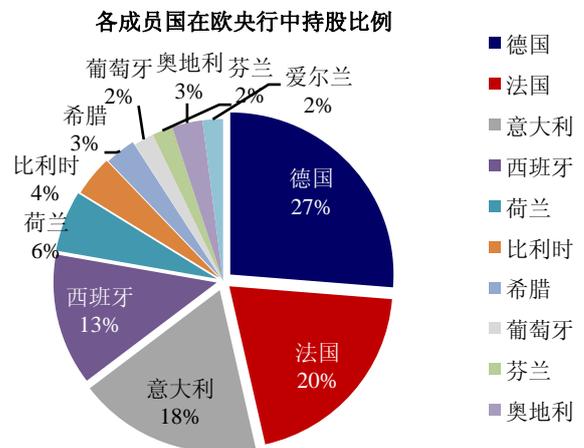
欧版 QE 细则	
购债时间	自 2015 年 3 月起开始购债，至少进行至 2016 年 9 月，而最终结束时间取决于经济情况
QE 规模	每月 600 亿欧元的购债速度相当于欧央行每月扩表 2.9%，速度与 美国 QE3 高峰时相当 ；按目前到 2016 年 9 月的计划计算，欧央行 QE 总规模将达到 1.08 万亿欧元 ，回到 2012 年初的资产负债表规模。
覆盖范围	QE 将购买欧元区成员国国债、机构债券和在欧元区内注册的跨国组织发行的债券，该计划包括了 2014 年已经推出的担保债券购买（CBPP3）和资产抵押证券购买（ABSPP）
责任分担	购买计划与欧央行成员国持股比例直接挂钩，其中德国、法国和意大利在欧央行中占比最高，分别为 26%、20%和 18% 。
风险共担	在购债计划之中，12%的欧元区机构债券购买和 8%的欧央行购买将由成员国风险共担，剩余的 80% 将由各自成员国央行风险自担。
其他说明	资产购买计划目前仅包括投资级债券，因此希腊及塞浦路斯国债并不在范围中，但德拉吉称 7 月以后也可能购买希腊国债 。

数据来源：欧央行，兴业证券研究所

图表 2: 欧元区 QE 购债速度与 QE3 相当

图表 3: 德拉吉计划至 16 年 9 月扩表 1 万亿欧元


数据来源: CEIC, 兴业证券研究所

数据来源: CEIC, 兴业证券研究所

图表 4: 欧元区各国主权债务规模一览

图表 5: QE 出资与各国在欧央行中股份直接挂钩


数据来源: CEIC, 兴业证券研究所

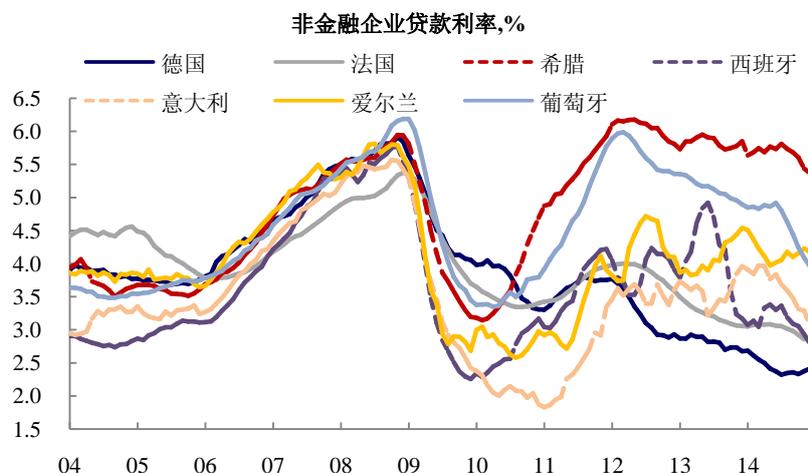
数据来源: Wiki, 兴业证券研究所

图表 6: 欧央行行长德拉吉上任以来推出了多种非常规货币政策

欧央行主要非常规货币政策				
项目名称	开始时间	结束时间	(计划) 规模	详细说明
CBPP2	2011/10	2012/10	400 亿欧元	购买欧元区资产担保债券
LTRO	2011/12	2015/02	共 1.02 万亿欧元	长期再贷款计划
OMT	2012/09			直接货币交易, 主要用于购买 1-3 年期的短期国债, 但尚未启用过。
负利率政策	2014/06			2014 年 6 月欧元区主要利率降至负利率, 9 月进一步降至最底线
SMP	2014/06		停止冲销 1645 亿欧元	购买国债和私人债务, 但通常进行冲销
TLTRO	2014/09	2018/09	首轮 9 月规模 826 亿, 12 月规模 1298 亿欧元	定向长期再贷款计划
CBPP3	2014/10		德拉吉 1 万亿扩表计划的一部分	购买欧元区资产担保债券
ABSPP	2014Q4			购买欧元区资产抵押证券
欧版 QE	2015/01			广泛购买欧元区各类资产

数据来源：欧央行，兴业证券研究所

- **欧版 QE 的不确定性在于具体购债内容。**我们预计欧央行购买的 8% 份额将主要分配在各国央行可能相对不愿购买的等级较低的债券上。但由于欧央行购债细节尚未公布，我们尚不能得知每月 600 亿欧元的购债具体将如何在各国国家之间，以及主权债、机构债和跨国组织债券之间分配。而这将是决定欧版 QE 最终效果的重要变量。
- **欧央行 QE 的目标效果：刺激通胀+减少不平衡。**
 - **通胀将是欧版 QE 的核心观察变量。**欧央行 QE 的核心目标在于刺激已经陷入技术性通缩的 CPI，以帮助欧元区经济增长。德拉吉也在发布会中强调欧版 QE 是否于 2016 年 9 月结束将取决于届时的通胀情况，有可能将 QE 进一步延续。因此，欧元区通胀率将是欧版 QE 最重要的观察指标。
 - **欧版 QE 的重要目的在于减少欧元区内的不平衡。**欧版 QE 的另一个目标在于减少欧元区国家之间的不平衡，帮助欧元区中的边缘国家实现经济转型，向德国等核心国家靠拢。我们发现，自 2014 年 6 月欧央行推出 QE 以来，欧元区国家之间的贷款利率已经出现收敛的迹象，这或是欧央行宽松政策发挥作用的一个体现。

图表 7：欧央行 6 月推出宽松政策以来国家间贷款利率出现收敛迹象

数据来源：CEIC，兴业证券研究所

央行“货币战”加剧，谁将接过宽松下一棒

- **全球货币政策分化进一步加剧。**近期全球货币政策分化趋势进一步加剧，一方面，21 日巴西加息 50bp 以对抗通胀，美联储 2015 首次加息也是大概率事件，但另一方面，更为普遍的是，1 月以来印度、瑞士、埃及、丹麦、加拿大、欧元区等经济体纷纷降息，英国央行投票也显示加息预期大幅下降。全球央行普遍实施宽松的货币政策，既是为了对抗油价下跌带来的通缩压力，也暗示了新一轮“货币战”的开启，经济体之间竞相通过放水贬值

来抢夺全球范围内稀缺的“需求”。

- **谁将接过宽松的下一棒？**在央行纷纷放水，货币政策不确定性变大的情况下，我们筛选了未来宽松预期较高的经济体列表，以作为投资者的参考。
 - **泰勒法则目前并非衡量政策利率走向的合适指标。**以通胀水平和就业率为变量的泰勒法则是判断潜在利率水平的有效方法。但就目前而言，泰勒法则并非政策走向的有效衡量，因为其隐含的利率水平目前普遍高于实际水平，这一方面是经济危机和老龄化带来的低利率环境的反应，另一方面这也是宽松引发的“货币战”的一个表现。
 - **市场预期指向亚欧国家普遍处于宽松周期。**我们可以直接从资本市场隐含的未来政策利率来观察各经济体货币政策的走向。除美国仍处于升息通道以外，其余主要经济体普遍处于宽松周期，尤其以亚洲国家和欧洲国家的宽松预期最高。除利率已经接近于0的国家以外，挪威、波兰和土耳其等欧洲国家，中国、韩国和澳大利亚等亚洲国家，以及加拿大都有较高的降息预期。

图表 8：市场预期美国以外国家将进一步货币宽松

	政策利率	市场隐含未来利率		与即期之差
	即期	3 月后	6 月后	6 月后
美洲				
美元	0.12%	0.13%	0.23%	0.11%
加拿大元	0.75%	0.65%	0.61%	-0.14%
欧洲				
欧元	0.05%	-0.01%	-0.04%	-0.09%
英镑	0.50%	0.49%	0.49%	-0.01%
瑞典法郎	-0.75%	-1.23%	-1.33%	-0.58%
匈牙利福林	2.10%	1.84%	1.72%	-0.38%
波兰兹罗提	2.00%	1.58%	1.39%	-0.61%
土耳其里拉	7.75%	7.49%	7.22%	-0.53%
俄罗斯卢布	17.00%	16.86%	12.42%	-4.58%
挪威克朗	1.25%	0.94%	0.85%	-0.40%
瑞典克朗	0.00%	-0.10%	-0.08%	-0.08%
丹麦克朗	0.00%	-0.04%	-0.05%	-0.05%
亚洲				
人民币	5.60%	5.06%	4.89%	-0.71%
日元	0.08%	0.06%	0.06%	-0.02%
韩元	2.00%	1.84%	1.82%	-0.18%
印度卢比	7.75%	7.47%	7.05%	-0.70%
澳元	2.50%	2.36%	2.25%	-0.25%

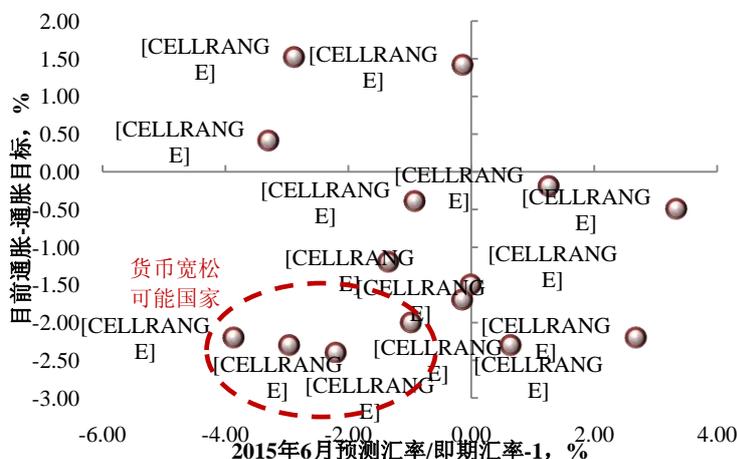
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

- **通胀和汇率指向韩元、人民币和瑞郎最可能宽松。**一方面，从各经济体实际通胀水平和通胀目标之差来看，韩国、中国等亚

洲国家和瑞士、瑞典等欧洲国家的实际通胀水平明显低于目标，反映了油价下跌带来的影响，因此货币宽松的可能性相对较高。另一方面，从对各国汇率的预测来看，经济学家预期韩国、印度、日本等亚洲国家和挪威、丹麦等欧洲国家的货币汇率会在 2015 年 6 月前出现下跌，暗示了进一步货币宽松的可能。综合而言，从通胀和汇率的维度来看，中国、韩国和瑞士最有可能货币宽松。

总体而言，1) 由于通胀等经济基本面的需求，中国、印度、澳大利亚和韩国等亚洲国家以及加拿大可能在未来半年中继续宽松；2) 尚未充分反应央行 QE 影响的欧洲经济体，如挪威、波兰、瑞典和土耳其等，可能在近期的央行会议中继续宽松，以应对欧元区 QE 带来的通缩压力和“抢需求压力”。

图表 9: 从通胀和汇率的角度看，韩元、人民币和瑞士法郎等最可能进一步宽松



注：1) 假设香港和印度通胀目标与中国的 3.5% 相同；2) 假设阿根廷通胀目标与巴西的 4.5% 相同；3) 假设台湾通胀目标与韩国的 3% 相同；4) 通胀目标为区间的经济体则计算实际通胀与目标区间中间值之差。5) 汇率预测源自彭博经济学家预测。

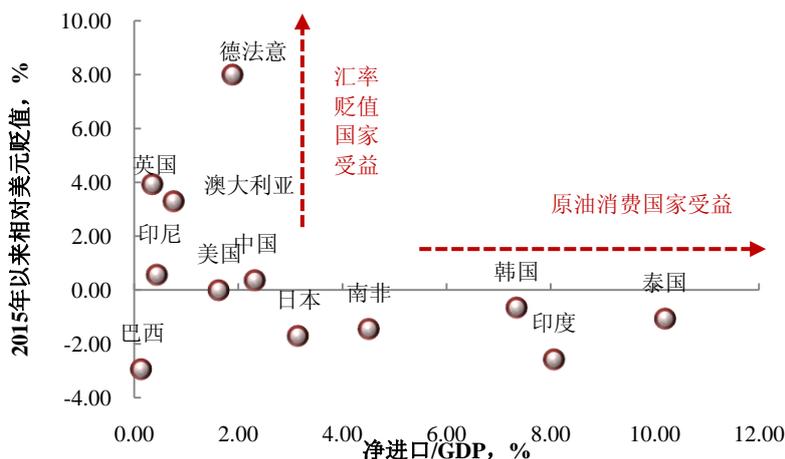
数据来源：Bloomberg，兴业证券研究所

政策波动折射出全球经济主线

- 全球经济主线：(商品) 生产补贴消费，(汇率) 升值补贴贬值。** 油价大幅下跌，以及货币政策分化驱动的汇率也出现大幅波动，是近期资本市场波动的两大主要原因。因此，从全球来看经济呈现出“(油价导致) 商品国补贴消费国，(汇率导致) 升值国补贴贬值国”的主线：一方面，原油价格下跌，等效于原油生产国对消费国居民的税收补贴；另一方面其他经济体汇率贬值，将使得汇率强势国(美国)的需求部分分享给弱货币国家。综合来看，欧洲国家将得益于汇率贬值和油价下跌的双重利好，而陷入通胀的巴西或将继续承受压力。
- 中国：稳汇率争夺贸易话语权+货币稳需求促转型。** 我们在 1 月 21 日报告《未来十年的大事：TPP VS RCEP》和 23 日报告《欧洲 QE 了，人民币怎么办》中指出：1) 在未来 TPP vs RCEP 这个大竞争格局下，汇率稳定可

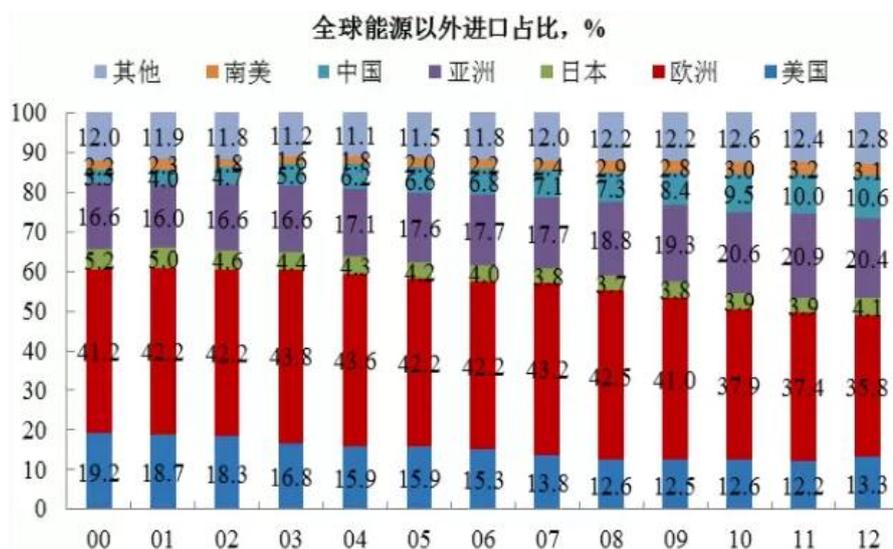
能是“需求”换“贸易权”的重要基础；2) 与此同时，自身经济能否成功转型，带来内需能否稳定增长，克服汇率升值带来的“需求”外流问题，将是中国经济发展成败的关键。在此过程中，为防止出现硬着陆和系统性风险，货币政策动一动的概率也在上升。“货币稳需求+促转型，稳汇率保持贸易谈判话语权，外储护航”应该是当前中国汇率、货币政策的一条主线。

图表 10: 两条经济主线: 原油下跌补贴消费国, 汇率升值国分享需求给贬值国



数据来源: Comtrade, CEIC, 兴业证券研究所

图表 11: 亚洲新兴市场是新需求的来源, TPP vs RCEP 或是未来经济面的主战场



数据来源: Comtrade, 兴业证券研究所

投资评级说明

行业评级报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推荐: 相对表现优于市场;
- 中性: 相对表现与市场持平
- 回避: 相对表现弱于市场

公司评级报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
- 增持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
- 减持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱圣诞	010-66290197	zhud@xyzq.com.cn	李丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮箱	姓名	办公电话	邮箱
徐瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

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,独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司(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。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.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准,本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料,我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证,也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正,但文中的观点、结论和建议仅供参考,报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价,投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下,兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此,投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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。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。未经授权的转载,本公司不承担任何转载责任。