

美联储“大把撒钱”效果有限

——美联储“超宽松”货币政策的影响分析


东方证券
ORIENT SECURITIES

报告日期

2009年3月23日

冯玉明

宏观经济首席分析师

021-63325888×6110

fym@orientsec.com.cn

高义

宏观经济高级分析师

021-63325888×6106

gaoyi@orientsec.com.cn

王骏飞

宏观经济助理分析师

021-63325888×6105

wangjunfei@orientsec.com.cn

相关研究报告

3月18日美联储宣布：未来六个月内将买入3000亿美元的长期国债。同时，增持“两房”发行的房屋抵押证券7500亿至1.25万亿美元，增持“两房”发行的机构债券1000亿至2000亿美元。此外，联储将通过总额1万亿美元的TALF（Term Asset-backed Securities Loan Facility），向家庭消费信贷和中小企业贷款市场直接提供流动性。美联储上述政策立即成为全球市场关注的焦点：一是联储超常规的政策能否带来美国经济的复苏；二是大量货币投放是否会在未来引发通胀；三是政策对美元汇率可能的影响。对这三个问题，我们的看法如下：

- **政策会促成美国经济复苏，但复苏程度有限。**我们认为，美联储的行动会促成美国经济的复苏。首先，美联储的政策一方面为政府融资创造了有利条件，使得奥巴马政府的经济刺激计划能够顺利实施。其次，我们预期在银行信贷被激活以前，美联储的“量化宽松”政策规模仍会不断扩大。再次，从日本的经验看，在资产泡沫破灭、金融体系出现系统性风险以及信贷紧缩的市场环境下，积极扩张的财政政策和货币政策对避免经济陷入长期衰退还是能够起到至关重要的作用的。不过，我们同时认为，对美国经济复苏的程度也不能抱有太多的期望，在其经济步入复苏后，经济增长速度也会如当时的日本一样非常缓慢，因为二者面临的问题在本质上是同样的，即资产负债表的收缩。资产负债表的收缩将限制美国经济复苏的高度，特别是家庭部门资产负债表的收缩会经历较长时间。因此，即使美国经济复苏，中国对美国的出口增长也可能远不如以往那样强劲。
- **远期通胀预期上升，但最终结果具有高度不确定性。**美联储激进的扩张政策无疑使市场对远期通胀的担忧上升。不过，我们这里要指出两点。一是对通胀的担忧是在远期而非近期，近期内各国央行最为担心的仍然是通缩而非通胀。二是远期通胀是否确如市场预期一样发生以及其程度如何仍然充满不确定性。首先，从日本90年代的经验看，尽管日本当时的货币政策也很积极，财政赤字规模也很大，但并没有产生通胀。其次，如果真如我们预期，美国复苏后经济增长依然缓慢，那全球经济增长速度也不会很高，只要供给面不出现大的冲击，高通胀就不太会发生。再次，控制通胀是美联储的首要任务，一旦通胀势头出现，美联储也会有政策调整，虽然与以往相比，由于经济增长缓慢，美联储政策调整可能会慢一些，但是毕竟会调整。我们预期，最可能的情形是通胀水平出现一个短时间的上升，但高通胀和恶性通胀发生的可能性不大。当然，由于通胀是远期的，其结果将有很大的不确定性。
- **短期美元进一步大跌仍有阻力，中期可能维持强势。**就联储政策对美元汇率的影响看，我们认为虽然它增加了短期内美元的压力，但由于避险情绪仍存在，美元短期进一步大跌有阻力，而中期内，随着美国贸易赤字规模的缩窄，美元对主要货币还可能维持强势。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

1. 为救经济美联储加速“撒钱”

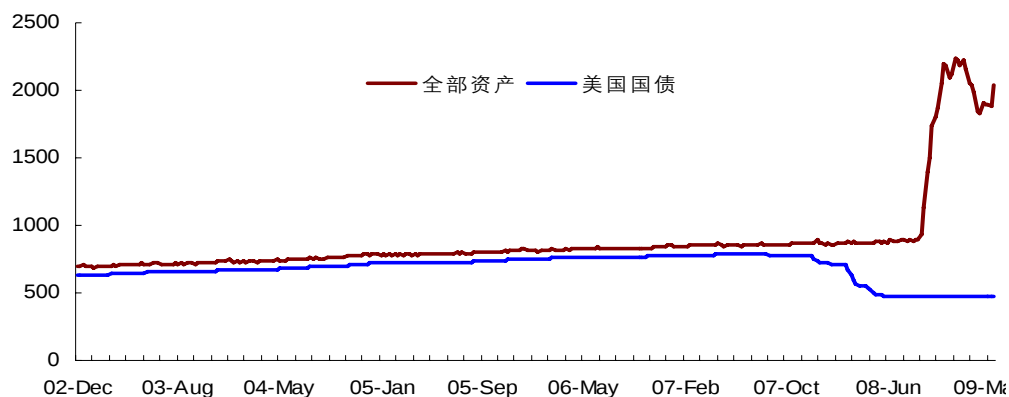
3月18日，美联储会议决定维持现有接近于零的基准利率水平不变，同时宣布为了更大力度地支持房地产市场，联储将再购入7500亿美元抵押贷款支持证券，使其在年内购入的此类证券规模达到1.25万亿美元，为了改善信贷市场条件，未来6个月内，联储将购入3000亿美元长期国债。此举将联储的“量化宽松”货币政策提升到了前所未有的激进程度。尽管市场此前对美联储购入美国长期国债有所预期，但联储行动时间早于市场预期。在联储会议声明公布后，美元当日对主要货币贬值3%，30年期长期国债收益率下跌35个基点，原油价格盘中止跌回稳，道指在美联储在下午2点宣布新政后由下跌50点转为收高90点。

美联储之所以祭出购买长期国债这一撒手锏，其原因有如下几点：

一是尽管08年4季度以来，美联储通过购入抵押证券、向金融机构提供贷款等各种方式对处于冻结的信贷市场进行救治，但信贷市场依然不为所动。自去年9月至今，美联储的资产负债表已经翻倍，从9000亿美元上升至近2万亿美元，按有关测算这增加的超1万亿美元主要流向了金融机

图1 美联储资产负债表迅速扩大

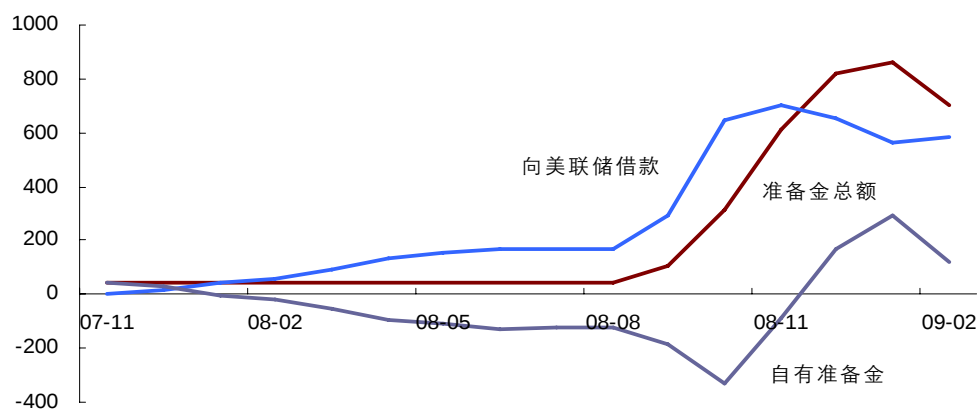
单位：10 亿美元



资料来源：FRB, 东方证券研究所

图2 美国金融机构准备金总额及其组成走势

单位：10 亿美元

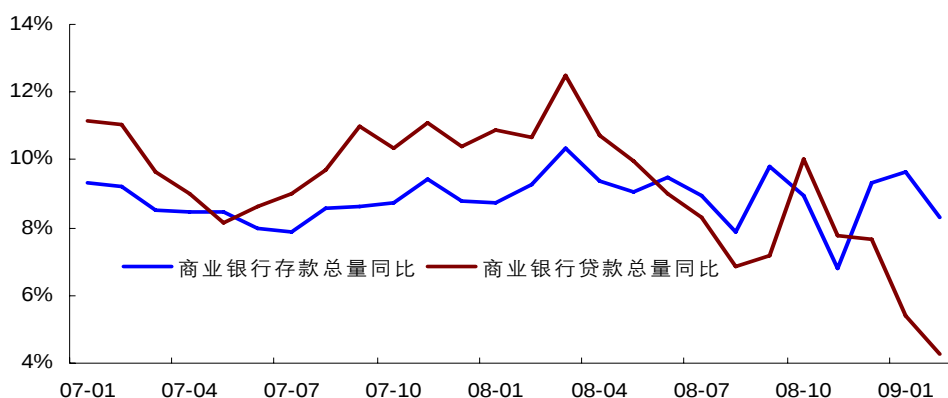


资料来源：FRB, 东方证券研究所

构，其中美国各商业银行向美联储的借款已超 5000 亿美元，另一半是用于目前正在进行的政府担保 MBS 收购上。不过，由于金融系统囤积大量流动性和存在惜贷情绪，到目前为止，美联储输出的流动性大部分困在金融系统内，未能顺畅进入实体经济和消费领域。如 2 月末，美国金融机构总的储备金为 7010 亿美元，同比扩大了 15 倍多，但商业银行贷款总额同比增速仅为 4.23%，下滑趋势并未改变。同时，美国商业银行的资产中现金的占比在不断上升，在 12 月达到了“现金为王”的顶峰，现金占比达到 8%，虽然 2 月开始有所回落，但仍明显高于历史正常水平。

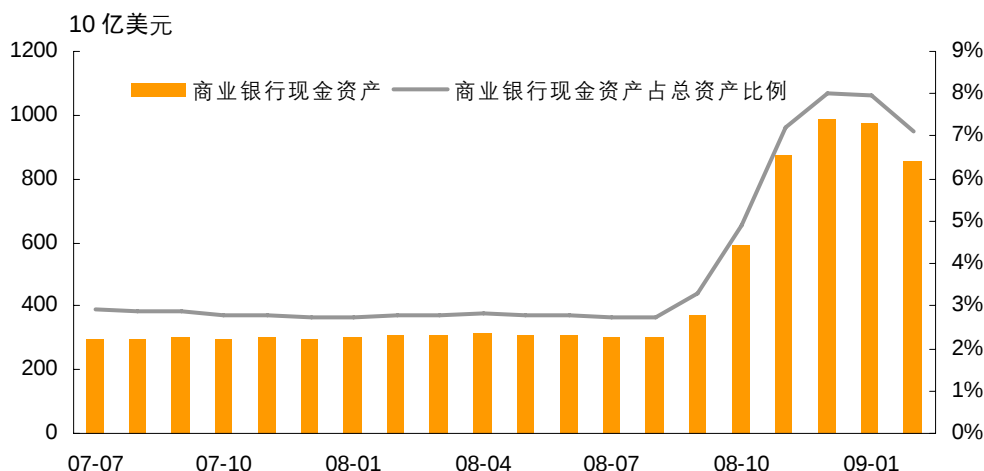
由于信贷恢复是美国经济复苏的关键所在，但也是目前最难以解决的问题，美联储推出非常的政策，其主要目的就在于此。

图 3 美国商业银行存贷款同比增速



资料来源：FRB, 东方证券研究所

图 4 美国商业银行现金资产占比走势



资料来源：FRB, 东方证券研究所

二是美联储购买美国国债，也是美国实施财政刺激计划的需要。前不久，美国国会通过了规模近 8000 亿美元的经济刺激计划，这使得奥巴马政府在 2010 年的财政预算赤字达到 1.17 万亿美元，而市场则预期 09 年美国政府的赤字规模将超过其 GDP 的 10%，这都要靠发债弥补。而市场上其他经济部门很难为美国政府提供如此大规模的融资，其空额就需要由美联储填补。

三是日本央行和英国央行前不久宣布购买本国国债，也在一定程度上鼓励了美联储出手。

2. 联储“量化宽松”货币政策的效应分析

在联储宣布购入美国长期债后，市场关注的焦点主要在三个方面，一是联储超常规的政策能否带来美国经济的复苏。二是大量货币投放是否会在未来引发通胀。三是政策对美元汇率可能的影响。

2.1 政策会促成美国经济复苏但复苏程度有限

我们认为，美联储的行动会促成美国经济的复苏。其理由在于：

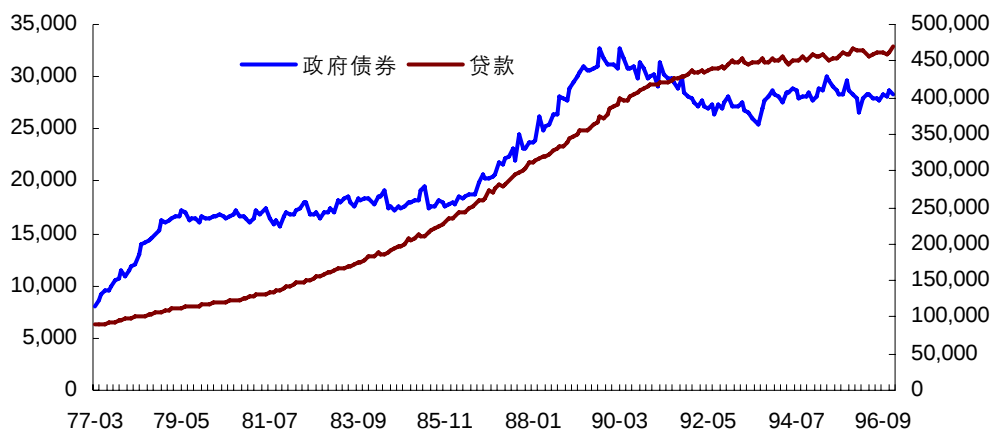
一是美联储的政策一方面为政府融资创造了有利条件，使得奥巴马政府的经济刺激计划能够顺利实施，另一方面将拉低国债的收益率，从而带动融资成本的下降。

二是我们预期在银行信贷被激活以前，美联储的“量化宽松”政策规模仍会不断扩大。此次美联储宣布的增加 7500 亿美元用于收购政府担保 MBS 和收购 3000 亿美元长期美元国债，将使美联储的资产负债在 09 年第三季度达到 3 万亿美元。而美联储在公开声明中强调，将动用所有可获取的工具来促进经济复苏和保持物价稳定，彰显出其恢复信贷市场的决心。实际上，根据现有统计，美国政府自本轮金融危机始已总计承诺和计划向金融机构和金融市场投放资金达 9.92 万亿美元（见附表 1），至今已实际公布实施和支出金额已达到 2.23 万亿美元，“量化宽松”政策规模仍有很大的扩充空间。

三是从日本的经验看，在资产泡沫破灭、金融体系出现系统性风险以及信贷紧缩的市场环境下，积极扩张的财政政策和货币政策对避免经济陷入长期衰退还是能够起到至关重要的作用的。众所周知，今天美国经济面临的困境与日本在上世纪 80 年代末资产价格破灭后所面临的局势在很大程度上是相同的，当时的日本政府也采取了与今天美国政府类似的政策。虽然有人认为日本政府的财政扩张措施是以失败而告终的，日本也损失了 3 倍于 GDP 的财富总额，但是从另一个角度看，日本并没有遭遇大萧条，在其后的 10 年中，仅有 98 年的经济增长率为负，与美国当前的情形相比应该说那就是日本政府的胜利。而 98 年经济增长为负的原因就在于当桥本(Hashimoto)政府在 1997 年试图削减财政赤字。因此，目前美联储和美国政府所采取的政策，应该能推动美国经济复苏。

图 5 日本银行信贷和持有政府债券规模的变化

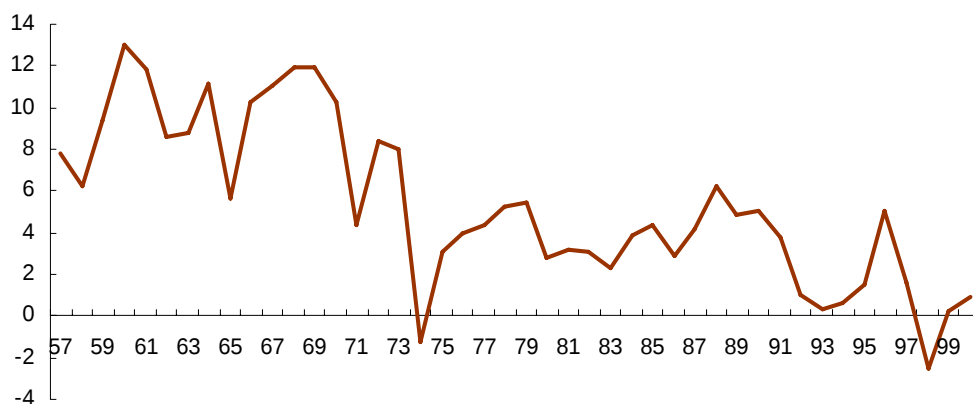
单位：10 亿日元



资料来源：FRB, 东方证券研究所

图 6 日本 GDP 的增长

单位：%

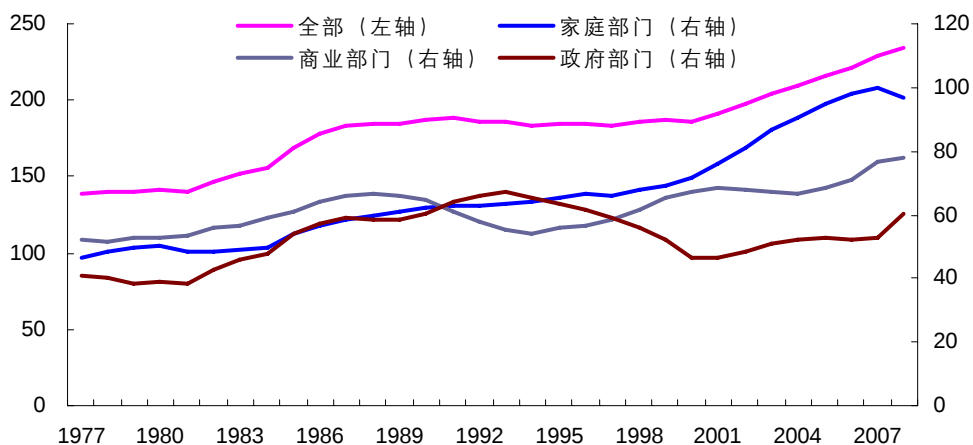


资料来源: CEIC, 东方证券研究所

不过, 我们同时认为, 对美国经济复苏的程度也不能抱有太多的期望, 在其经济步入复苏后, 经济增长速度也会如当时的日本一样非常缓慢, 因为二者面临的问题在本质上是一样的, 即资产负债表的收缩。根据野村综合研究所的辜朝明(Richard Koo)先生的观点: 资产负债状况十分重要, 面对破产的威胁, 过度借贷者会难以偿还债务。同样是资产价格的下降, 在举债购买的情况下所造成的破坏性, 要比没什么债务的情况下严重得多。他认为, 上世纪 90 年代日本私人支出和借贷规模的缩减, 很大程度上应归咎于借款人的状况, 而非银行状况。当时尽管日本的利率多年处于低得不能再低的水平, 债务人还是继续偿还贷款以降低负债水平。略有不同的是, 当时日本调整负债水平的是工商企业部门, 而今天美国需要投资负债水平的是家庭部门和金融部门。从 1981 年至 2008 年, 美国家庭部门总债务在 GDP 中所占比例从 48.2% 升至 96.8%, 上升了一倍多; 金融部门总债务在 GDP 中所占比例从 21.8% 升至 120.6%, 扩大了 5.6 倍。与之相比, 商业部门总债务占 GDP 的比例仅从 53% 升至 77.7%。因此, 金融机构和家庭部门资产负债表的收缩将限制美国经济复苏的高度, 特别是家庭部门资产负债表的收缩会经历较长时间。有测算显示, 假设家庭收入不变, 若

图 7 美国非金融部门债务占 GDP 的比重

单位：%

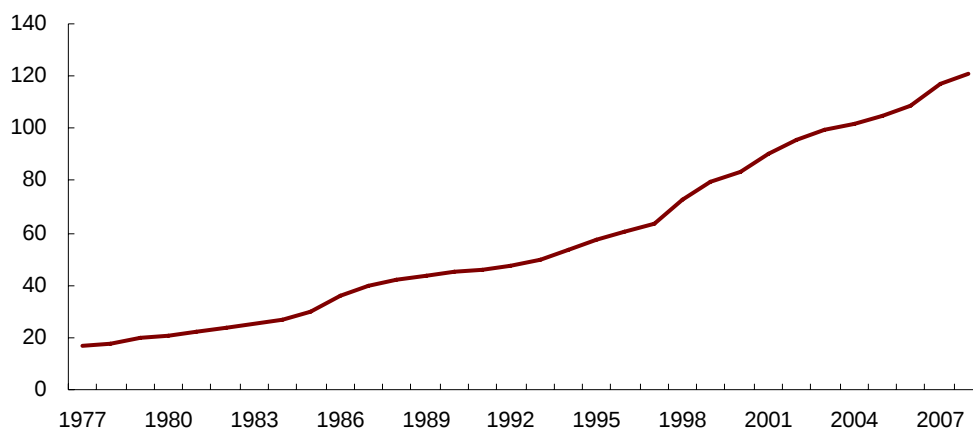


资料来源: FRB, 东方证券研究所

想使家庭部门的这一比例回到上世纪 90 年代平价 90% 的水平，就需要削减 4.7 万亿美元的家庭负债，相当于美国 GDP 的约三分之一。而家庭负债的收缩很大程度上依赖储蓄的提升，因此，即使美国经济复苏，中国对美国的出口增长也可能远不如以往那样强劲。

图 8 美国金融部门债务占 GDP 的比重

单位：%



资料来源：FRB, 东方证券研究所

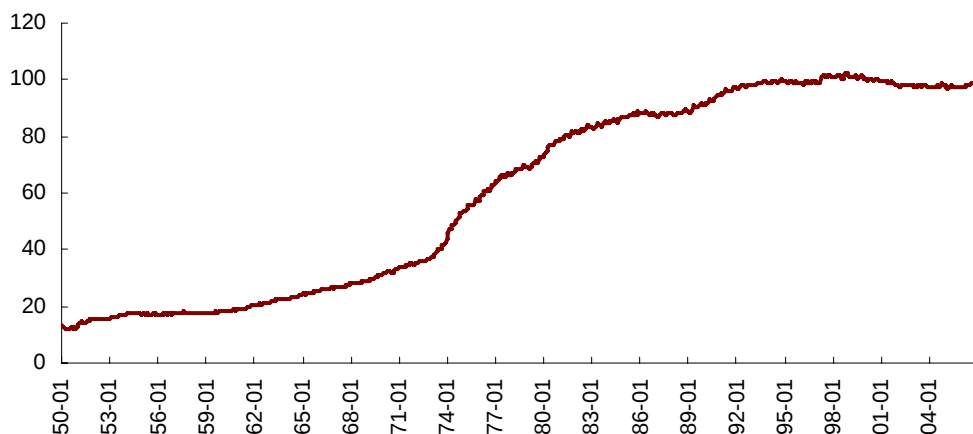
2.2 通胀预期的上升与结果的不确定性

美联储激进的扩张政策无疑使市场对远期通胀的担忧上升。不过，我们这里要指出两点。

一是对通胀的担忧是在远期而非近期，近期内各国央行最为担心的仍然是通缩而非通胀。

二是远期通胀是否确如市场预期一样发生以及其程度如何仍然充满不确定性。首先，从日本 90 年代的经验看，尽管日本当时的货币政策也很积极，财政赤字规模也很大，多数年份赤字占 GDP 的比重达到 6% 以上，但并没有产生通胀。其次，如果真如我们预期，美国复苏后经济增长依然缓慢，

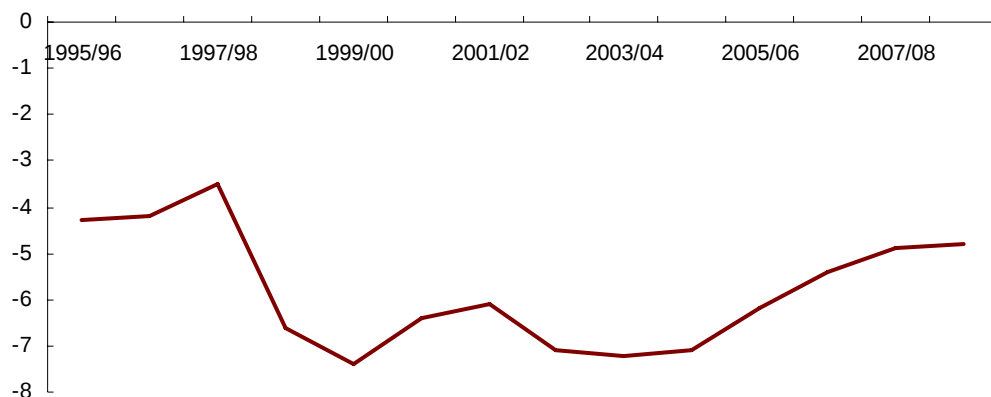
图 9 日本 CPI 的变动 (2000=100)



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

图 10 日本财政赤字占 GDP 的比重

单位：%



资料来源：CEIC, 东方证券研究所

那全球经济增长速度也不会很高，只要供给面不出现大的冲击，高通胀就不太会发生。再次，控制通胀是美联储的首要任务，一旦通胀势头出现，美联储也会有政策调整，虽然与以往相比，由于经济增长缓慢，美联储政策调整可能会慢一些，但是毕竟会调整。我们预期，最可能的情形是通胀水平出现一个短时间的上升，但高通胀和恶性通胀发生的可能性不大。当然，由于通胀是远期的，其结果将有很大的不确定性。

2.3 美元进一步大跌仍有阻力

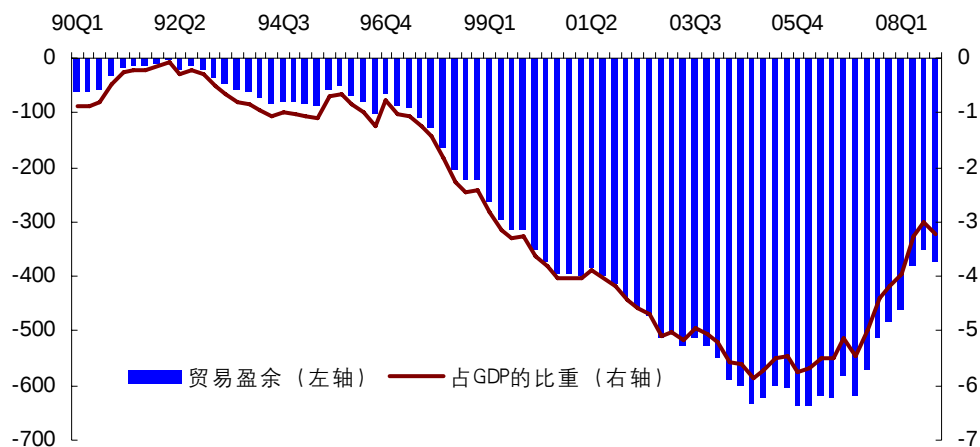
就联储政策对美元汇率的影响看，我们认为虽然它增加了短期内美元的压力，但由于避险情绪仍存在，美元短期进一步大跌有阻力，而中期内，随着美国贸易赤字规模的缩窄，美元对主要货币还可能维持强势。

根据目前市场的一般预期，09 年欧洲、日本等发达经济体衰退的幅度将比美国更大，其复苏步伐可能落后于美国，另外全球金融系统尚未稳定，因此金融市场避险情绪仍然较强，在美国信贷和消费有明显好转迹象前，短期内美元进一步大幅下跌会有较大阻力。

从中长期看，首先，随着美国家庭储蓄率的上升，美国的贸易逆差将会进一步缩窄，这会成为支撑美元走势的主要力量。而这正是过去一段时间以来发生的事情。其次，就“量化宽松”的货币政策而言，日本央行和英国央行已宣布购买本国国债，欧洲央行也已经开始变相实施，只不过力度还比较小。再次，虽然美国政府债务规模的上升也给美元带来压力，但其它经济体未必会好到哪里。根据 Carmen Reinhart 和 Kenneth Rogoff 两位教授的研究结论，从历史经验看，在银行业危机爆发后的 3 年里，实际公共债务平均增加 86%。在一些情况下，增幅超过了 150%，因此全球公共部门的负债都将大幅上升。而根据 IMF 估计，到 2012 年，意大利公共债务总额与 GDP 的比例可能为 117%；美国 97%；法国 80%；德国 79%；英国 75%，日本则可能达到 224%。与美国相比，其它经济体公共债务的相对规模量小不了多少。

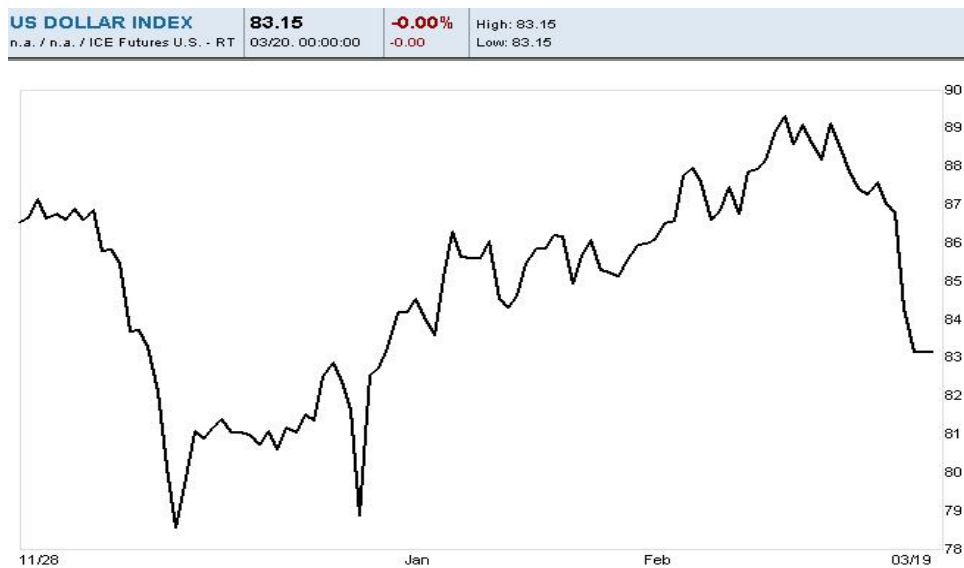
图 11 美国贸易逆差占 GDP 的比重

单位: %



资料来源: CEIC, 东方证券研究所

图 12: 美元指数近期走势



资料来源: FXStreet, 东方证券研究所

附表 1：美联储公布新政前美国政府已公布和承诺的救助金融机构和金融市场措施总览

单位：10 亿美元

政府救助金融机构计划	计划内容概述	政府计划或承诺总金额	已履行或公布金额
政府作为投资人	至今为止承诺向金融机构注资或购买其资产和坏账总额	5486	1219
— 商业票据	美联储充当商业票据市场最终买家	1600	238
— 联邦房屋贷款银行证券	财政部购买两房发行债券和 MBS	1500	358
— 公私联合投资基金	政府吸引私人资金收购银行不良资产	1000	0
— 不良资产纾解计划 (TARP)	财政部注资数百家银行、三大汽车公司和保险巨头 AIG 换得股份	700	540
— 货币市场基金	美联储与财政部联手通过收购货币市场基金的流动资产帮助其恢复流动性	600	7
— AIG 救助	美联储提供资金收购 AIG 持有或发行的不良证券	53	43
— Bear Stearns 救助	美联储购买 Bear Stearns 不良资产帮助其被 Jpmorgan Chase 顺利收购	29	29
— Reserve U.S. Government Fund 救助	首家遭遇流动性危机的私人货币市场基金财政部收购其部分资产避免该基金清算	4	4
政府作为债权人	至今为止承诺向金融机构和金融市场提供贷款总额	2296	729
— 短期资产支持证券贷款工具 (TALF)	接受以消费信贷和小企业贷款资产支持证券为抵押品提供短期融资	900	0
— 短期竞买工具 (TAF)	美联储以竞价方式确定向金融机构提供 28 天或 84 天短期融资	900	493
— 其他贷款	美联储以贴现窗口向金融机构提供隔夜至 90 日资金拆借	236	85
— 债务互换 (TSLF)	美联储向金融机构出借短期国债置换其机构和企业债券	200	108
— AIG 救助	美联储向 AIG 提供借款将以其子公司优先股作抵	60	43
政府作为担保人	至今为止承诺向金融机构和金融市场提供担保总额	2140	286
— 银行债务担保 (TLGP)	FDIC 承诺为“两房”债券和不良资产担保	700	272
— 无息储蓄账户担保 (TLGP)	FDIC 承诺为用于企业日常结算的该类账户提供担保	684	0
— Citigroup 担保	为 Citigroup 总计 3060 亿美元贷款和证券提供担保	249	0
— Fannie Mae/Freddie Mac 担保	为“两房”的亏损提供担保	400	14

– Bank of American 担保	为 Bank of American 总计 980 亿美元贷款和证 券提供担保	98	0
– Morgan Stanley 担保	财政部为 Morgan Stanley 提供担保	9	0
总计		9922	2234

资料来源：NYT，东方证券研究所

分析师承诺

冯玉明：宏观经济首席分析师

高义：宏观经济高级分析师

王骏飞：宏观经济助理分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

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。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn