



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

宏观经济报告

2009 年 6 月 22 日

美国

研究部

刘奥琳

联系人

liuolin@cicc.com.cn

周洪礼

联系人

chown@cicc.com.cn

孙淼玲

联系人

sunml@cicc.com.cn

利率上调为时尚早

经济复苏基础脆弱，利率上调为时尚早

目前美国经济虽有触底向好迹象，但基础脆弱，通缩持续，上调利率的时机尚未成熟。特别是经济的持续复苏仍缺乏私人部门支撑，经济低迷导致的产出缺口依然严峻，而近零利率政策更有益于刺激最终需求。上周举行的八国财长会议，他们共同重申经济尚未走出谷底，金融体系前景依然有较高的不确定性，现在讨论“退出策略”需持审慎态度，尤其是美国和英国财长认为目前谈论“退出策略”为时尚早。预期美联储在 23-24 日的决策会议上将传达出一个明确的信息：加息在美国依然相对遥远，在私人最终需求仍严重低于潜在需求的今年下半年，加息的可能性微小。

“退出策略”是一个组合型措施，而加息为较后期的一步

一旦经济复苏明确，有些 QE 将会自动回调，减低货币政策的宽松程度；而不再增加国债购买量，维持货币政策的独立性，并采取积极措施防止大量超额储备金流入市场，将表明美联储有控制通胀的工具和能力。市场目前尤其关注的是美联储是否会扩大其购买国债的计划，这将会是 23-24 日政策制定会议上的一个风向标。如果美联储不再增加国债购买量就意味着它已开始了“退出策略”的第一步；让市场机制对国债利率进行自我调节是吸引投资者为巨额国债融资买单的必要条件。同时，与财政政策保持距离，也将更加鲜明的表达美联储控制通胀的立场。

目前美联储必须调整策略，防止通胀预期恶化，但不压制需求

通缩周期预计将在 2009 年 4 季度结束（参看 6 月 22 日报告《通缩 3 季触底，4 季反转》），而这可能刺激市场对通胀预期的进一步转变，从而造成对国债市场和美元信心的恶性循环。为控制通胀预期恶化，美联储有必要在近期内公布其“退出策略”，并在通缩结束前后予以实施。这首先包括停止购买国债，收缩其 MBS 资产，同时采取市场机制有效的控制银行在联储的大量超额储备金，使其在经济复苏时期发挥适度的“乘数效应”。

潜在国债融资困境及美元震荡对通胀预期构成直接风险

短期内美元将受到来自国债市场的间断性供求关系失衡的冲击和投资者相对风险偏好的变化，波幅振荡可能加剧；中长期美元走势将取决于财政状况的可持续性和全球新货币体系的逐渐形成。面对这些挑战，美国政府必须从基本面上作出政策性调整，以维持美元长期稳定：而政策调整的关键在于确立市场对美国恢复财政可持续性的信心（即在 2013 年财政赤字降至 GDP 的 3%），同时确保目前债市融资稳定。尽管国债利率可能在近期内继续上升，有碍于经济复苏进程，但“两弊相权取其轻”，因为保持美元的相对稳定将有利于控制通胀预期，防止国债融资价格飙升，为财政回归可持续性提供必要条件。

目录

I. 经济复苏基础脆弱，利率上调为时尚早	3
II. “退出策略”是一个组合措施，而加息为较后期的一步	5
III. 目前美联储必须调整策略，防止通胀预期恶化，但不压制需求	6
附录 1：美联储资产负债表分析	7
附录 2：美国国债难题	8

图表目录

图表 1：经济复苏基础依然脆弱：工业产出/零售额/企业拖欠贷款率/失业率	3
图表 2：美联储资产构成	5
图表 3：美联储负债构成	7
图表 4：美国政府加大发债力度为巨额赤字筹资，中长期国债利率已显著上扬	8
图表 5：每月到期国债额度将在 8 月和 11 月份达到高于全年平均值的两倍，短期融资量持续高企	9

1. 经济复苏基础脆弱，利率上调为时尚早

上周举行的八国财长会议，他们一致重申经济尚未走出谷底，持续复苏的基础仍不稳固，金融体系前景依然有较高的不确定性，此刻讨论“退出策略”需持审慎态度，尤其是美国和日本财长认为目前谈论“退出策略”为时尚早。

从近期数据看，美国经济目前虽有触底向好迹象，但基础脆弱，通缩持续，上调利率的时机尚未成熟（图表1）。

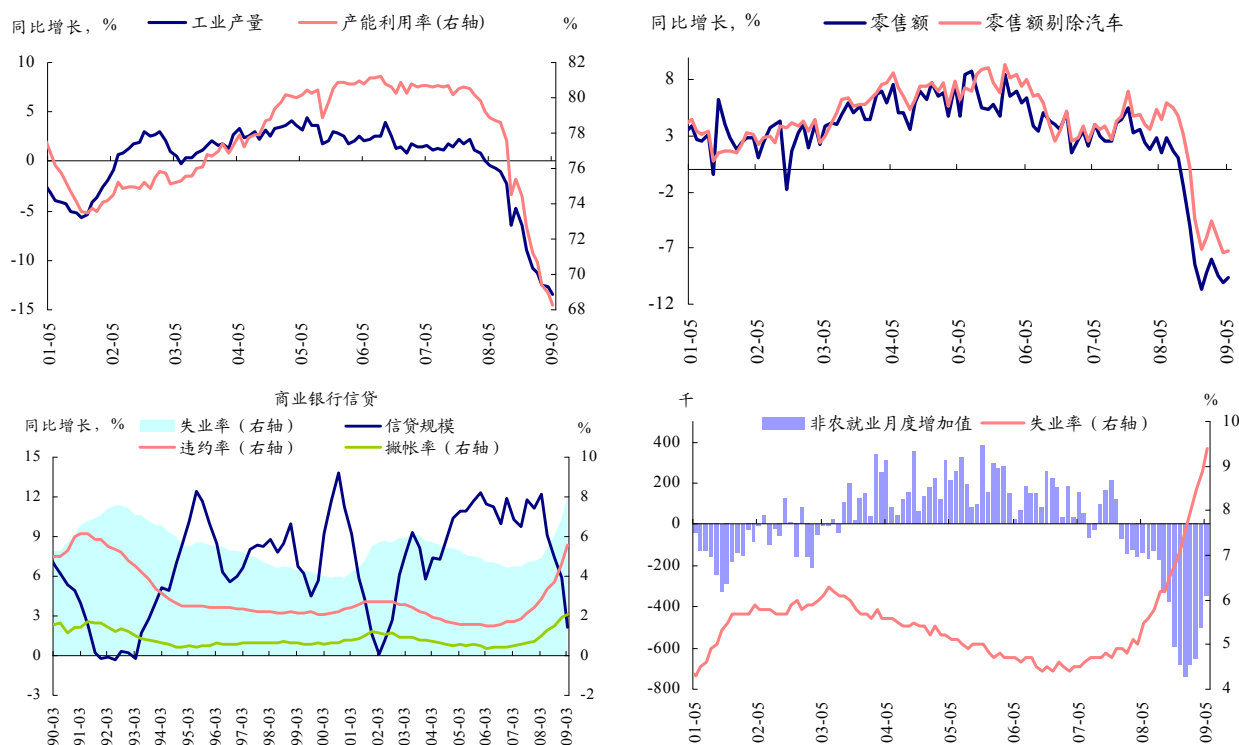
► 最近数据显示，美国经济仍处于衰退之中。5月工业产出降幅大于预期（环比下降1.1%，同比降幅更高达13.4%），而工业产能利用率显示持续下滑（目前只有不到四分之三的生产能力投入了使用）。随着海内外需求下降，企业盈利收窄，加上银行惜贷现象持续，使得其它主要经济指标如耐用品订单等连续数月在底部徘徊。尽管消费者信心最近显著回升，住房市场亦出现趋稳迹象，然而失业率的持续攀升将可能对目前的房市和零售市场的继续复苏带来压力。

► 尽管5月份非农就业人数较上月收窄，失业率上升至自1983年以来的新高的9.4%。5月份企业破产数年增加40%至7,514家，预计近月会有更多企业破产，就业情况不容乐观，继续为消费者带来压力。而失业率和零售额的负相关一直以来十分显著，因此，即使美国经济于今年下半年走出衰退，消费市场仍将在短期内持续疲软（图表1）。

✓ 尽管再库存将会带动工业生产在3-4季度加快步伐，使主要发达国家经济在今年下半年有可能实现小幅正增长，但是再库存结束后私人部门的内需支撑力能否使经济持续增长仍很不明朗。特别是资产价格大幅下跌和就业市场持续恶化，企业和居民财富大幅缩水，他们的债务偿还能力被严重削弱，使他们不得不紧缩消费。

✓ 近几个月来，几乎所有银行信贷违约率都在持续攀升（包括居民住房抵押贷款，商业房地产贷款，消费者贷款，以及工商业贷款等）都已超过历史峰值。根据历史经验，拖欠贷款率通常会在高位持续，因此银行贷款意愿随之下降。上星期四，标准普尔评级服务公司调低了18家美国银行评级，主要原因就在于银行业的资产隐性风险上升，未来营运环境将不如过去，金融市场的波动性也将加大，而且监管也将更加严格。银行信贷难以在短期内显著扩张，而工业和房市投资可能继续受压，影响经济复苏力度。

图表1：经济复苏基础依然脆弱：工业产出/零售额/企业拖欠贷款率/失业率



资料来源：彭博资讯、CEIC、中金公司研究部

然而，市场对巨额财政赤字和数量型放松可能导致将来恶性通胀的担忧愈趋严重，特别是经济复苏的萌芽让市场的风险偏好来了一个从通缩预期到通胀预期的转折性改变，甚至预测美联储可能年底前加息。市场有这种看法并非全无道理。历史经验显示，当经济前景面临高度不确定性时，及时抽走流动性难上加难。同时，市场也认识到美国的经济增长潜力已受到打击，很难再回到过去 4-5 年的持续高增长时期。这就意味着通胀将很可能早于传统理论的“充分就业”达到之后才到来。因此，决策者考虑“退出策略”，控制市场的通胀预期，但又不压制需求。

II. “退出策略”是一个组合措施，而加息为较后期的一步

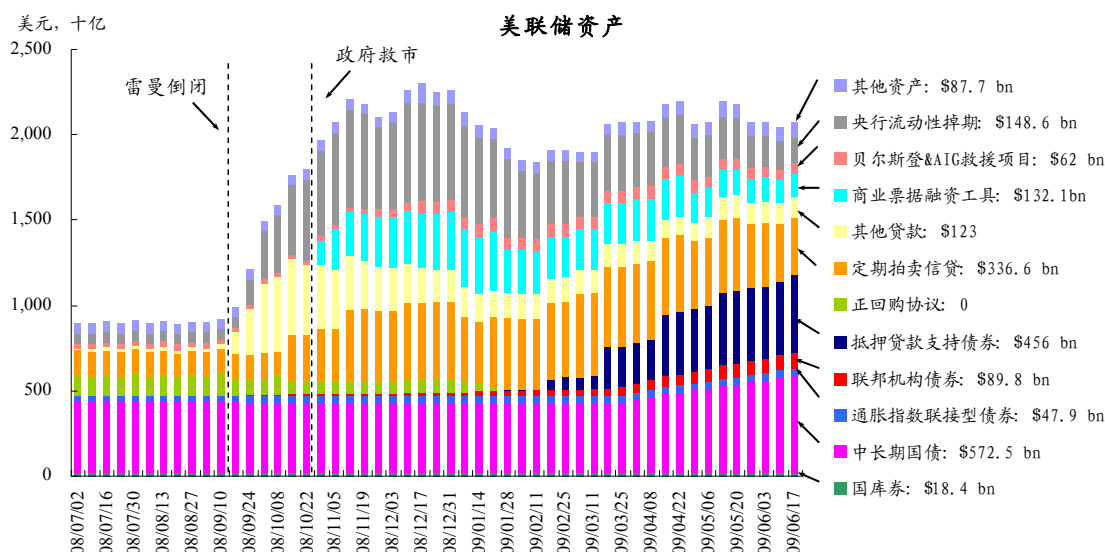
一旦经济复苏明确，有些QE将会自动回调，减低货币政策的宽松程度；而不再增加国债购买量，维持货币政策的独立性，并采取积极措施防止大量超额准备金流入市场，将表明美联储有控制通胀的工具和能力。

美联储在此轮金融危机中将联邦基金利率从07年9月的5.25%下调至08年12月的0-0.25%区间，同时，它也扮演了一个“管道疏通员”的角色，在信贷系统中为堵塞的部位提供流动性。其中包括通过商业票据融资机制、TALF、购买“两房”发行的债券和有关抵押贷款支持证券、以及购买国债等措施为市场提供流动性——这也就是大家所说的数量型放松（QE）（附录1）。在经济复苏更为明确时，银行和企业对一些QE需求将自然减小，而市场对“两房”发行的债券和抵押贷款支持证券也该产生购买兴趣，从而降低货币政策的宽松程度。

市场目前尤其关注的是美联储是否会扩大其购买国债的计划，这将会是23-24日政策制定会议上的一个风向标。如果美联储不再增加国债购买量就意味着它已开始了“退出策略”的第一步；让市场机制对国债利率进行自我调节是吸引投资者为巨额国债融资买单的必要条件。同时，与财政政策保持距离，也将更加鲜明的表达美联储控制通胀的立场。

在美联储的流动性工具中，最难收回的一项QE是MBS（总量将达到1.3万亿美元，且现在市场上对其兴趣有限），而与MBS相对应的是银行在美联储的大量超额准备金。市场担心它们一旦流出，所造成的“乘数”效应将会导致恶性通胀。事实上，美联储可以通过一系列市场性措施防止这笔超额现金流入市场以控制流动性：这包括提高超额准备金利率（目前只有0.25%）、售卖联储所持有国债以吸收部分超额准备金，财政部发行短期票据以换取超额准备金再存入联储，或发行央票（图表2）。

图表2：美联储资产构成



资料来源：美联储、中金公司研究部

所以，“退出策略”是一个组合措施，而加息为较后期的一步。这是因为它将更直接导致银行贷款和短期国债利率上升，增加政府财政负担和企业借款成本，从而制约私人部门需求。过早贸然采取加息可能扼杀经济复苏的绿芽。

III. 目前美联储必须调整策略，防止通胀预期恶化，但不压制需求

美联储必须在经济复苏，通胀风险，美元困局，和国债难题中找到一个平衡点。

通缩周期预计将在2009年4季度结束（参看6月22日报告《通缩3季触底，4季反转》），而这可能刺激市场对通胀预期的进一步转变，从而引发国债市场利率不断走高和美元信心不断下跌的恶性循环。为控制通胀预期恶化，美联储有必要在近期内公布其“退出策略”，并在通缩结束前后予以实施。这首先包括停止购买国债，收缩其MBS资产，同时采取市场机制有效的控制银行在联储的大量超额准备金，使其在经济复苏时期发挥适度的乘数效应。

潜在国债融资困境，美元震荡，对通胀预期构成直接风险。短期内美元将受到来自国债市场的间断性冲击和投资者风险偏好变化的影响，波幅振荡可能加剧；而中长期美元走势将取决于美国财政状况回归可持续性和全球新货币体系的逐渐形成（附录2）。目前全球贸易萎缩使得包括中国在内的各国贸易顺差下降，已无法为美国大量新增的国债买单，因此2009年的国债增发将主要依赖于新投资者，包括美国本土银行、企业和个人。美国国债短期内融资量的大幅上升和国内外需求量的不稳定性已对美元和国债收益率造成间断性的压力，使波动振荡加剧。此外，全球新货币体系的逐渐形成也将对美元的主导地位带来挑战。投资者风险偏好已有倾斜于新兴市场和大宗商品的趋势。

面对这些挑战，美国政府必须从基本上作出政策性调整，以维持美元长期稳定：而政策调整的关键在于确立市场对美国恢复财政可持续性的信心（即在2013年达到财政赤字3%GDP），同时确保目前债市融资稳定。尽管国债利率可能在近期内继续上升，有碍于经济复苏进程，但“两弊相权取其轻”，因为保持美元的相对稳定将有利于控制通胀，防止国债融资价格飙升，为财政回归可持续性提供必要条件。

总之，美联储必须在经济复苏，通胀风险，美元困局，和国债难题中找到一个平衡点，但它可用工具有限。市场对政策的期望变化，政府在策略和时间上的误点都可能导致美元和国债利率的波动加剧，对通胀预期产生恶性反馈。因此，有序的公布和实施“退出策略”将帮助控制通胀预期。同时，怯于市场压力下而过早上调利率也将是不明智的。这里让我们载录白宫首席经济顾问及大萧条研究学者克里斯蒂娜·罗默（Christina Romer）在2009年6月18日出版的文章“1937年的教训”中的部分论述：

“人们往往认为美国经济在大萧条后的复苏较为缓慢，直到二战爆发后，美国经济才恢复到充分就业的状态。但事实上，自1933年罗斯福执政后的4年间，美国经济以难以置信的速度复苏。……然而1937-1938年美国经济再次急剧萎缩，失业率又攀升至19%的高位。而导致那次经济再度深度衰退的根源正是货币政策的过早收紧：1936年美联储就开始为“退出策略”做准备，原因是在连续几年推行宽松的货币政策后，美国银行持有大量的超额准备金，货币政策当局担忧一旦华尔街出现过度投机的苗头，这些超额准备金会使得通胀失控。1936年7月，美联储决定锁定这些超额准备金以“未雨绸缪”，…。然而当时的银行业仍对30年代初的金融危机心有余悸，所以持有超额准备金作为缓冲之用，紧缩措施导致了银行纷纷削减信贷。…”

1937年的历史经验提示我们必须谨慎对待收紧政策。在批评30年代末政策制定者们短视的同时，我理解他们当时所承受的巨大市场压力。今天的决策者们应该从前人的经验中汲取教训，并作出建设性的应对措施，以免扼杀尚未启动的经济复苏周期。”

附录 1：美联储资产负债表分析

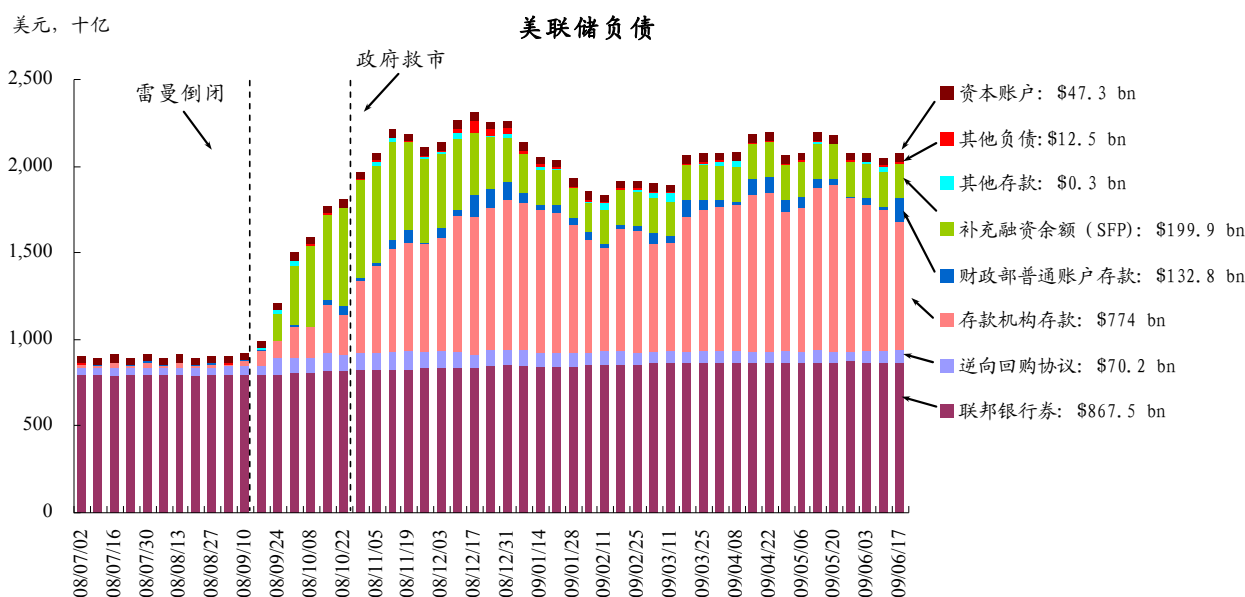
美联储现有资产构成中比重较大的包括：中长期国债、抵押贷款支持债券（MBS）、定期拍卖信贷（TAC）、央行间流动性掉期、及商业票据及货币市场融资工具。而中长期国债和 MBS 自政府救市以来增长最为显著。

- 1) 美联储 3000 亿美元的中长期国债购买额度目前已用去 1700 亿美元，市场颇为关注美联储会否在 6 月 23、24 日的 FOMC 会议上宣布增加购买额度。我们预计美联储多数可能性是保持现状，但不排除其宣布减少甚至暂停购买国债的可能性，若然将是美联储启动“退出机制”标志性的一步，届时国债市场将恢复自我调节，国债利率风险将降低，美元也将减少短期震荡。
- 2) MBS 是 2009 年 1 月新设项目，反映美联储所收购的由房利美、房地美、吉利美担保的 MBS。该收购旨在提高 MBS 市场流动性，压低 MBS 利率，从而压低长期住房抵押贷款利率，重整楼市，促进经济复苏。2009 年 3 月 18 日美联储宣布其 MBS 计划收购总量为 7500 亿美元。目前此项目余额为 4560 亿美元，较 3 月份底余额飙升 93%，占总资产余额的比重亦翻番达 22%。美联储目前所持有的 MBS 偿还期全部大于 10 年，是流动性最差、最难收回的项目，而立刻收回 MBS 亦不利于楼市复苏，因此预计美联储在未来数月少有可能减持该项退出放松。
- 3) 央行间流动性掉期的金额经过 08 年 12 月之前的高速增长之后持续减少。危机爆发以来，美联储与 14 家外国中央银行签订了双边货币互换协议，这些国家央行从联储获得美元，并贷给国内的金融机构。该项目金额在 2008 年 12 月达到最高值 5831 亿美元后逐渐下降，目前为 1486 亿美元，在资产方占比为 7.2%。预计美联储会继续减少此项目持有量收回一定的流动性。
- 4) 定期拍卖信贷（TAC）和商业票据融资机制等是偿还期在 3 个月以内的流动性工具，目前持有额为 4686 亿美元，占联储总资产余额的 23%，与 MBS 相当，为美联储提供了收回流动性的

从美联储负债构成看，所有变动项目中，商业银行存款占比最高（图表 3）。而美联储从 2008 年 7 月起获得了对超额储备上调利率的权力，藉此可鼓励商业银行将同业市场拆借来的资金作为超额准备金存放于联储，压缩储备金市场的供给，从而减少流动性。

因此，美联储逐步退出放松可能采取的措施有：停止或减少购买国债、减少央行间流动性掉期、降低定期拍卖信贷（TAC）和商业票据融资额度，以收缩其资产负债表，并在经济复苏期内提高超额储备金利率，吸引银行在联储增加存款量，适度发挥乘数效应，降低体系内流动性供应。

图表 3：美联储负债构成



资料来源：美联储、中金公司研究部

附录2：美国国债难题

美国正面临着宏观、国债和美元间的风险平衡战

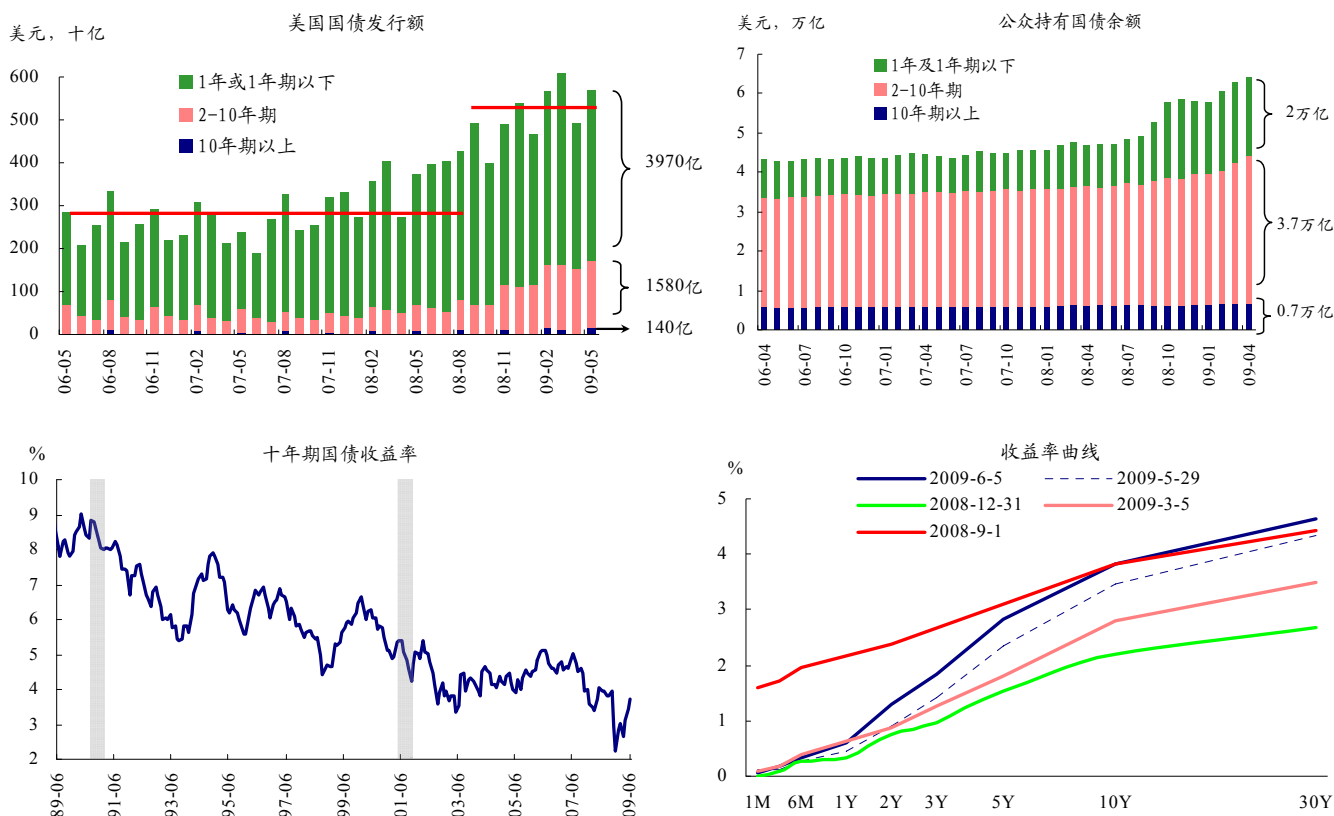
A. 美国国债市场：为挽救经济，目前财政赤字1.8万亿美元筹资成为政府的当务之急。

► 美国政府的一系列救市措施已在很大程度将金融系统从崩溃的边缘挽救了回来，同时经济也在一些层面上出现回暖迹象，但这些措施的实施却带来了创纪录的财政债务负担。09年财政赤字预计为1.8万亿美元，占GDP近13%。

► 为挽救经济，财政赤字1.8万亿美元筹资成为政府目前挽救经济的当务之急。同时，财政部还必须为陆续到期的国债进行再融资（截至5月底，09财年的净国债发行量已达1.3万亿美元）。美国财政部从去年9月份开始加大发债力度，再度推出1年，3年，和7年期国债，每月平均发行额也已从此前的3000亿美元上升至5500亿水平。公众持有债务余额从去年9月份的5.8万亿美元上升至目前的7万亿美元，占GDP比重约50%。

► 美国国债每月定期发行得融资额中最大部分为短期债（图表4），目前已达近4000亿，而2-10年国债发行量也已上升至近1600亿，但10年以上国债融资量相比之下甚微。国债总余额从08年10月以来大幅上升（约1.3万亿美元），60%以上由公众持有。

图表4：美国政府加大发债力度为巨额赤字筹资，中长期国债利率已显著上扬



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部

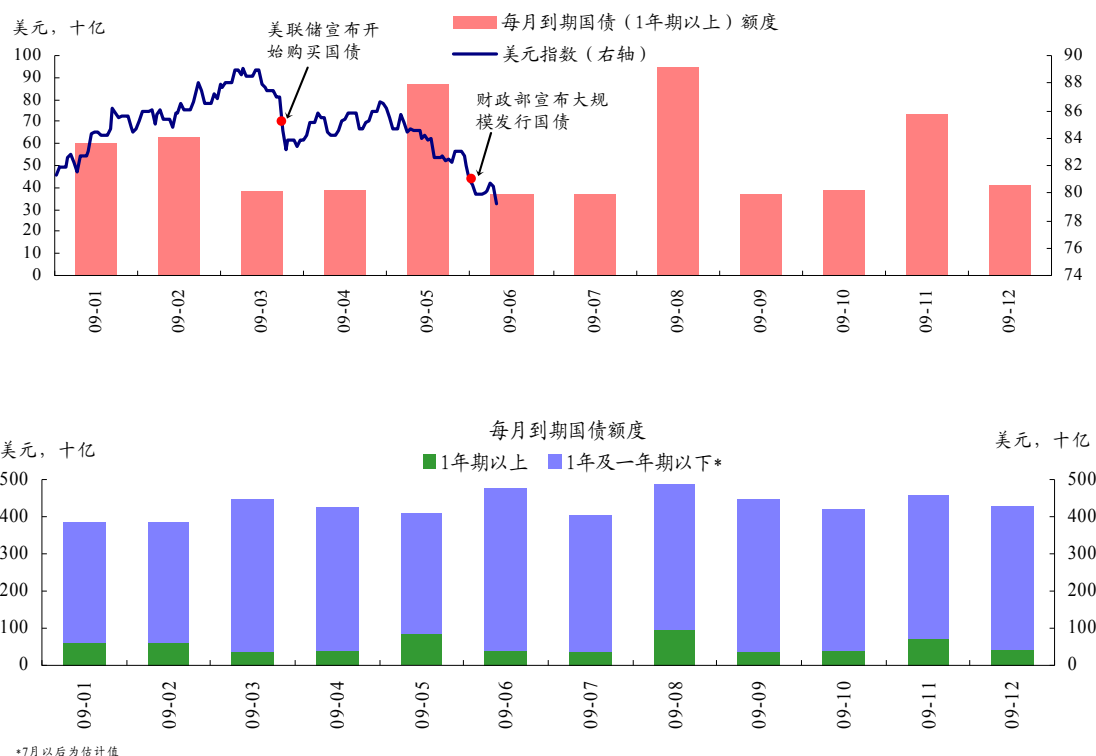
B. 市场对巨额财政赤字和数量型放松导致恶性通胀的担忧愈趋严重，近期国债利率显著上扬，美元持续受压。

► 评级机构标准普尔公司(Standard & Poor's)在09年5月20日将英国信用评级前景下调至负面，这对美国国债的风险预测和回报率影响显著。自那时以来，整个中长期国债收益率曲线亦趋陡峭，5年、10年和30年期国债利率分别上涨了80基点、60基点和50基点，至2.8%、3.8%和4.6%，30年期国债利率更已超过雷曼倒闭前的水平。仍可有所安慰的是，尽管短期融资量增大，目前市场对其需求未见减少，使短期收益回报率仍然接近于零。然而根据我们预测，中长期国债到期而需再融资额度将在8月和11月份达到高于全年平均值的两倍，同时短期新债发行数量也将持续高位，这将对下半年的国债回报率造成上行压力（图表5）。

► 评级机构传统上以过高的债务水平作为一国信用评级被下调的主要原因。目前来看，美国公众持有国债接近45%GDP，它的AAA信用评级还不会在短期内被下调。然而，此轮金融危机已使美国国债将在近两年中迅速攀升到70%以上，使市场十分关注它的风险回报和将来若干年内财政政策的趋向。如果美国财政赤字占GDP比重在未来5年继续维持在10%的高位水平，债务占GDP比重将超过100%，而沉重的利息支付将因此使得美国的债务负担地不断扩张，造成恶性循环并加大控制债务状况的难度。

► 尽管美国政府承诺将会在经济显示持续复苏是立刻采取措施把财政状况回复至平衡水平，然而私人部门的去杠杆化和消费持续减少将使美国在未来数年中继续依靠维持宽松财政政策，以保持至少1% GDP增长率以稳定就业市场。此外，美国政府还需通过发债为未来20年的社会保障及医疗支出（Medicare及Medicaid）方面投入40万亿美元，在目前的税收状况下，其债务负担必将会进一步显著攀升。因此，市场对美国财政的中长期前景和政府的有关承诺非常关注并有所保留。

图表5：每月到期国债额度将在8月和11月份达到高于全年平均值的两倍，短期融资量持续高企



资料来源：彭博资讯，美国财政部，中金公司研究部

C. 目前美国政府的首要任务是如何保持投资者信心，从而继续为 09 年剧增的国债买单，这对减低短期内美元过度波动和贬值风险至关重要。

► 预计美国 2009 年财政部的总债发行量为 3 万亿美元（包括短期债券在内的总融资需求近 6.5 万亿美元），而净国债发行量为近 2 万亿美元，是 2008 年的两倍。需求方面，由于目前全球贸易萎缩已经导致包括中国在内的全球各国贸易顺差下降，顺差国已无法为新增的美国国债买单。因此 2009 年新发的 1.5 万亿新国债将主要依赖于包括美国本土的银行，企业和个人在内的新投资者购买力（美国目前的居民储蓄率已上升至 5.7%），美国当局有可能进一步提高中长期国债收益率吸引这些新投资者。

► 以目前趋势来看，虽然投资者仍然看好短期国债，但他们对中长期通胀的担忧日趋严重。中长期国债收益率曲线近期已变得更为陡峭（收益率已超过雷曼倒闭前的水平），而联储的 3000 亿美元国债购买力根本无法打压长期国债利率于低端。不论是存量或流量，美国政府 09 年的债务负担将继续维持在高位水平。

► 目前美国政府的首要任务是如何保持投资者信心，从而继续为 09 年剧增的国债买单，这对减低短期内美元过度波动和贬值风险至关重要。目前美国政府仍有能力应付较高的中长期国债利率，以维持大量融资需求及债券市场的稳定。尽管中长期国债利率上升会对按揭及公司债利率造成负面风险，拖累经济复苏的进程，但国债市场一旦失衡对金融系统，美元地位，和经济企稳都将是致命打击。此外，目前市场流动性呈现向新兴经济体和大宗商品类资产集中的趋势，随着资金不断流入新兴经济体并推高其资产价格，美国国债收益率势必会遭到更大的上行压力。

► 美国能否将其财政状况在未来 2-3 年中恢复至可持续水平是保持美元国际地位稳定及控制国债利率风险的关键，然而目前情况不容乐观。市场对美联储资产负债表的迅速扩张以及其如何在经济复苏和通胀风险露头时把流动性及时收回甚表疑虑。部份投资者已因此抛售美债将资金转至其它货币资产。前瞻性看，美联储必须增加它的政策独立性，以控制通胀为目标，降低对财政政策的参予，从而维护其货币和汇率政策的可信性。

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。