

2009 年 12 月 17 日

美国宏观经济研究

德邦证券有限公司
陆兴元 CFA
luxy@tebon.com.cn
86-21- 6876 1616

美联储货币政策支持力度正在减弱

——析美联储 12 月会后声明

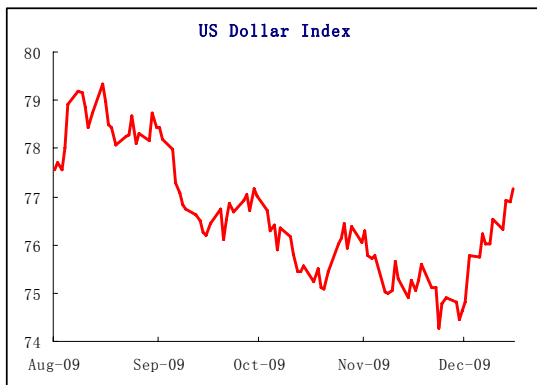
一、近期美元出现反弹

近两周美国经济数据出现显著改善，这主要包括：

- 1、**就业市场稍有好转。**失业率由 10 月份的 10.2% 下降到 11 月的 10%。
- 2、**消费者信心上升。**根据密歇根大学消费者信心指数显示，11 月该指数为 73.4，而 10 月份为 67.4。
- 3、**消费出现回升。**美国零售数据显示，11 月美国零售销售同比上升 1.9%，而 10 月为同比下降 2.0%。这是美国自 2008 年 8 月以来第一次出现同比上升的情况。
- 4、**通缩风险明显消退。**根据美国劳工部公布的数据，11 月美国 PPI 同比上升 2.7%，上月为下降 1.9%；11 月美国 CPI 同比上升 1.9%，而上月为下降 0.2%。

在美国经济好转预期的推动下，美元汇率出现强劲反弹。美元指数自 11 月 26 日创下 74.18 的低点后，显著上扬，至 12 月 16 日报 76.90，反弹幅度为 3.7%（见左图）。

正是在这样的背景下，投资者对于美联储是否会延续超宽松的货币政策相当关注，12 月 16 日公布的议息会后声明就显得尤为引人注目。



二、美联储 12 月会后声明

美联储(FED)于北京时间周四(17 日)凌晨公布其 2009 年最后一次货币政策会议纪要，以下为声明全文：

美联储公开市场委员会(FOMC)自 11 月会议以来获得的信息表明，美国经济活动继续回升，就业市场恶化程度减弱。在过去几个月，房市已显露一些改善迹象。家庭支出显现温和增加，但由于就业市场疲弱、收入增长不大、家庭财富下降以及信贷紧缩，家庭支出依然受压。企业仍在缩减固定投资和员工，但步伐放缓，并在增员方面犹豫不决，企业也继续在将库存拉回与销售相符的水准上取得进展。金融市场状况变得对经济增长更有支撑作用，FOMC 预计，旨在稳定金融市场和机构的政策行动、财政和货币刺激措施以及市场力量，将支撑经济加速增长，并逐步恢复到在物价稳定的情况下，提高资源的利用水准。

由于资源大量剩余可能继续打压成本压力，而且长期通胀预期稳定，FOMC 预计通胀将在一段时间内维持在较低的水平。

FOMC 将维持联邦基金基准利率在 0-0.25% 的区间不变，并继续预计在包括低资源使用率、通胀趋势受到抑制和通胀预期稳定的经济状况影响下，联邦基金基准利率将在较长时间内保持超低水准。为了向抵押贷款和房市提供支撑，并改善民间信贷市场的整体状况，美联储将购买总计 1.25 万亿美元的机构抵押贷款支持证券(MBS)和约 1,750 亿美元的机构债。委员会将逐步放缓购买 MBS 和机构债两者的步伐，以促进市场平稳过渡，并预计将在明年第一季度结束前完成购买计划。FOMC 将根据经济前景和金融市场状况的改变，继续评估购买证券的时机和整体规模。

鉴于金融市场运作持续改善，FOMC 预计美联储多数的特别流动性工具将在明年 2 月 1 日到期，同美联储 6 月 25 日的声明一致。这些工具包括资产支持商业票据货币市场共同基金流动性工具(Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility)、商业票据融资工具(Commercial Paper Funding Facility)、一级交易商信贷工具(Primary Dealer Credit Facility)和定期证券借贷工具(Term Securities Lending Facility)。美联储还将同其他各国央行合作，在 2 月 1 日前结束临时流动性互换安排。美联储预计，由短期拍卖工具(TAF)提供的资金额在明年年初将继续减少。由新发行商业抵押贷款证券支持的 TALF，其到期日设在 2010 年 6 月 30 日，其他形式抵押贷款支持的 TALF 到期日设在 2010 年 3 月 31 日。如果美联储认为有必要去支持金融体系稳定及经济增长，美联储将修改上述计划。

三、美联储的支持力度正在减弱

尽管美联储的基本表述与 11 月相比变化不大，但仍然能够从措辞当中找到关于美联储货币政策未来走向的线索。

1、对劳动力市场稍感乐观。在 12 月的会后声明中，增加了这样的表述“劳动力市场的恶化情况正在消退¹”，同时将 11 月的“持续的工作岗位流失”改为 12 月的“虚弱的劳动力市场²”，将 11 月的“企业正在裁员”改为 12 月的“不愿意增加雇佣人手³”。从上面表述的变化中，可以看到美联储对就业市场已没有 11 月那么悲观。

2、金融市场改善。在 12 月的会后声明中，美联储增加了这样的表述，“金融市场状况变得对经济增长更有支撑作用⁴”，这可以认为美联储觉得金融市场已经恢复到正常水平。

3、联储认为经济衰退的风险下降。在 11 月的会后声明中，还可以找到这样的语句，“在目前的情况下，美联储将继续多种政策工具，来促进经济复苏及维持价格稳定⁵”，在 12 月的声明里已找不到这样的表述。说明美联储认为目前经济衰退的风险已经明显减弱。

¹ 原文为 “Deterioration in the labor market is abating.”

² 将 “ongoing job losses” 改为 “weak labor market”

³ 将 “Businesses are still cutting back on staffing” 改为 “Businesses remain reluctant to add to payrolls”

⁴ 原文为 “Financial market conditions have become more supportive of economic growth.”

⁵ 原文为 “In these circumstances, the Federal Reserve will continue to employ a wide range of tools to promote economic recovery and to preserve price stability.”

4、定量措施告一段落。在会后声明的最后一段，美联储着重强调了将购买 1.25 万亿抵押贷款支持债券和 1750 亿政府部门债券，并将在明年第一季度结束资产收购计划。此外，美联储还宣布在 2010 年 2 月 1 日前结束与其他央行的临时流动性互换安排。因而，2010 年美联储很可能不再扩大定量宽松措施的规模。

上述一系列表述是美联储迄今所发出的最明确信号，表明其已做好准备，未来很可能会逐步撤除为因对金融危机而设立的特别货币政策举措。就目前的情况来看，美元升势还将延续，我们强烈建议投资者关注美元升值可能对中国资产价格产生的影响。

附录：美联储 12 月会后声明（原文）

FOMC statement

Release Date: December 16, 2009

Information received since the Federal Open Market Committee met in November suggests that economic activity has continued to pick up and that the deterioration in the labor market is abating. The housing sector has shown some signs of improvement over recent months. Household spending appears to be expanding at a moderate rate, though it remains constrained by a weak labor market, modest income growth, lower housing wealth, and tight credit. Businesses are still cutting back on fixed investment, though at a slower pace, and remain reluctant to add to payrolls; they continue to make progress in bringing inventory stocks into better alignment with sales. Financial market conditions have become more supportive of economic growth. Although economic activity is likely to remain weak for a time, the Committee anticipates that policy actions to stabilize financial markets and institutions, fiscal and monetary stimulus, and market forces will contribute to a strengthening of economic growth and a gradual return to higher levels of resource utilization in a context of price stability.

With substantial resource slack likely to continue to dampen cost pressures and with longer-term inflation expectations stable, the Committee expects that inflation will remain subdued for some time.

The Committee will maintain the target range for the federal funds rate at 0 to 1/4 percent and continues to anticipate that economic conditions, including low rates of resource utilization, subdued inflation trends, and stable inflation expectations, are likely to warrant exceptionally low levels of the federal funds rate for an extended period. To provide support to mortgage lending and housing markets and to improve overall conditions in private credit markets, the Federal Reserve is in the process of purchasing \$1.25 trillion of agency mortgage-backed securities and about \$175 billion of agency debt. In order to promote a smooth transition in markets, the Committee is gradually slowing the pace of these purchases, and it anticipates that these transactions will be executed by the end of the first quarter of 2010. The Committee will continue to evaluate the timing and overall amounts of its purchases of securities in light of the evolving economic outlook and conditions in financial markets.

In light of ongoing improvements in the functioning of financial markets, the Committee and the Board of Governors anticipate that most of the Federal Reserve's special liquidity facilities will expire on February 1, 2010, consistent with the Federal Reserve's announcement of June 25, 2009. These facilities include the Asset-Backed Commercial Paper Money Market Mutual Fund Liquidity Facility, the Commercial Paper Funding Facility, the Primary Dealer Credit Facility, and the Term Securities Lending Facility. The Federal Reserve will also be working with its central bank counterparties to close its temporary liquidity swap arrangements by February 1. The Federal Reserve expects that amounts provided under the Term Auction Facility will continue to be scaled back in early 2010. The anticipated expiration dates for the Term Asset-Backed Securities Loan Facility remain set at June 30, 2010, for loans backed by new-issue commercial mortgage-backed securities and March 31, 2010, for loans backed by all other types of collateral. The Federal Reserve is prepared to modify these plans if necessary to support financial stability and economic growth.

总部

德邦证券股份有限公司
上海市福山路 500 号
城建国际中心 26 楼
电话：021-68761616

上海

德邦证券股份有限公司
凉城路营业部
上海市虹口区凉城路 479 号
电话：021-65299887

德邦证券股份有限公司
浦东南路营业部
上海市浦东南路 500 号
国家开发银行大厦 10 楼 C 座
电话 021-58887251

德邦证券股份有限公司
志丹路营业部
上海市志丹路 158 号
电话：021-56078154

德邦证券股份有限公司
岳州路营业部
上海市虹口区岳州路 58 号
电话：021-65015533

北京

德邦证券股份有限公司
光华路营业部
北京市朝阳区光华路 14 号
嘉都大厦 A 座 4 层 409
电话：010-65089558

广州

德邦证券股份有限公司
体育西路营业部
广东省广州市体育西路 189 号
城建大厦 11 楼
电话：020-38796656

TEBON 德邦证券

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，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询价。在任何情况下，我公司就不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券股份有限公司所有。未获得德邦证券股份有限公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券股份有限公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。