

宏观快报

2011 年 1 月 5 日

美联储会议纪要显示第二轮量化宽松继续，第三轮可能性小

宏观经济高级分析师：李明亮
SAC 执业证书编号：S0850203100099
lml@htsec.com
021-2321 9434

联系人：高远
gaoy@htsec.com
021-2321 9669

今日公布了 12 月 14 日的 FOMC 会议纪要，最重要的是美联储成员对第二轮量化宽松的讨论。下面是我们从会议纪要中发掘的几个信息及评论：

1. **美联储成员对经济增长的预期是谨慎乐观，这会确保第二轮量化宽松继续。**2010 年 4 季度以来的经济数据整体表现是超预期的，但美联储成员对数据超预期的看法相对谨慎，这也是吸取了他们对 2010 年 1 季度数据过于乐观的教训。并且在纪要中显示，一些 FOMC 成员指出改变第二轮量化宽松需要很高的门槛。我们认为，美国经济在 2011 年上半年增速在 2.5 左右，难以大幅超预期，这也让计划变更变得很难。美联储成员谨慎乐观的态度和经济数据难以大幅超预期保证了第二轮量化宽松继续进行。
2. **美联储成员认为如果没有第二轮量化宽松，国债收益率会上升得更快。**我们同意此看法，然而，第二轮量化宽松的实际效果确实有限。我们认为其在降低失业率目标方面难有成效。奥巴马在 12 月中旬签署了一系列的减税法案，虽然对支撑收入进而推动消费存在正面效果，但其负面影响是，减税会扩大美国联邦财政赤字并让市场预期财政部会增加国债发行量，造成国债收益率在近期出现了明显的上扬，在一定程度上会抑制投资和消费，抵消减税法案的正面效果，也使美联储降低中长期国债收益率的目标变得难以实现，降低失业率难度很大，低于美联储成员预期。然而，第二轮量化宽松在提升物价水平方面会有明显效果，目前通胀预期已经向历史正常水平回归，在 2011 年，核心 CPI 和核心 PCE 物价指数也会出现缓慢的回升，这和大多数联储成员的看法是一致的。
3. **从本次会议纪要看，第三轮量化宽松推出的概率很小。**在未来的货币政策决策中，实际的经济数据会影响到量化宽松的执行甚至第三轮量化宽松的出台。从当前高企的失业率和低于联储目标的通胀率来看，美联储会切实执行第二轮量化宽松货币政策。然而，对于第三轮量化宽松，我们认为推出的概率较小，原因有两方面：一方面，通胀预期和通胀率会逐步回升至美联储满意的目标水平，使推出第三轮量化宽松只剩下高企的失业率这个理由；另一方面，美联储没有完成大幅降低国债收益率的目标，美联储成员内部分歧加大将加大推出第三轮量化宽松的难度。

以下为会议纪要精华：

FOMC 与会者对当前经济形势和未来经济走势的看法

（与会者是美联储主席、副主席、理事和 12 家地区联储主席）

在他们对经济形势的讨论中，与会者认为前次会议至今收到的信息显示近期形势有所改善，他们预期之前缓慢的经济增长将会在未来有所提升。生产指标和家庭支出指标表现强劲，劳动力市场整体上更好了点。新的财政计划被普遍预期会支持明年的复苏步伐。然而，一些因素可能会继续限制增长，包括萎靡的房地产市场，雇主继续不愿意增加雇佣，以及一些家庭和企业继续去杠杆化的努力。另外，复苏仍然存在一些下行风险，例如房地产部门更长时间处于萎靡不振和更低价格的状态，以及如果欧洲银行和主权债务问题恶化带来潜在的金融和经济外溢效应。基于最近的消费者物价指数，与会者注意到潜在通胀继续走低，但有些人仍为通缩风险有所缓解。

家庭部门

近期零售业数据略高于预期，有些企业发布了对节假日消费乐观的报告。消费者信心看起来在改善。金融负债和债务服务成本占家庭收入的比例在下降，该过程被看成是提供了可选消费品购买上升的空间。然而，有些迹象显示中低收入家庭的零售支出的提升比高收入家庭慢。

房地产部门

住宅建造和房屋销售持续受到抑制。一些与会者注意到可售房屋的供给量居高不下以及止赎房屋过多会造成房价进一步下滑。更低的房价接着会减少家庭财富从而限制消费者支出的增长。

企业运营

一些与会者注意到他们区域的企业对销量和生产更乐观了。尽管如此，许多企业仍然对雇佣和投资保持谨慎，其中一些担心政府政策的潜在影响。制造业、农业和能源部门显示了特别强劲的信号，高科技部门改善。然而，非住宅建造仍然很疲弱，除了钻探和采矿。

金融状况

信贷条件进一步放松，虽然非金融企业继续持有非常高水平的现金。

劳动力市场

劳动力市场的情况整体上有改善。这个改善反映在最近的一系列指标上，包括新失业救济申请数量的下降，职位需求的上升以及平均工时的提高。尽管如此，与会者注意到雇佣步伐仍然是缓慢的，实际上，失业率在 11 月走高了，就业/潜在劳动力人口的比率仍然很低。

市场利率

中长期利率在前次会议至今有较大幅度的上升，然而信贷利差基本上没有变化，股票价格上升也不多。与会者注意到影响收益率显著反弹的一些因素，包括投资者调低了美联储资产购买计划最终规模的预测，近期经济数据显示经济改善，以及奥巴马减税等财政计划提升增长并造成未来赤字增加。一些与会者注意到由于利率反弹很重要地反映了投资者对联储购买规模预期的变化，利率反弹与资产购买计划在保持长期收益率低于未购买时是一致的。有些与会者提到了执行有效政策时面临的沟通困难，包括需要将联储的观点清晰地传递同时合适地公开个人的看法。

物价水平

潜在通胀水平在前次会议至今继续走低，价格放缓在各种的商品和服务的价格中以及不同的通胀测度指标中显示了更多证据。虽然一些商品和进口品的价格有显著上升，许多与会者注意到由于经济中存在显著的产能过剩，企业几乎没有能力把原材料价格上升传递给消费者。另一方面，高企的失业率限制了工资上升从而造成低水平通胀。通胀保护的测度值在前次会议至今略有上升，然而家庭和专业预测者的调查继续显示长期通胀预期保持稳定。

总体的经济活动

与会者普遍同意以下观点：即使前次会议至今得到了正面的信息，最大可能的结果是增长逐步提升，慢慢地向就业最大化的目标迈进。然而，他们对经济中存在的风险有各种看法。一些人提到增长可能会快于预期，特别是在当前非常宽松的货币政策下。这样的增长加速很可能是伴随着银行借贷和货币总量显著加速。另一些人指出增长存在下行风险，一个普遍的担忧是房地产部门在大量供给推向市场的情况下可能会进一步走弱。另一个担忧是美国州和地方政府财政状况的持续恶化，可能会导致支出大幅削减和税收增加。另外，与会者指出欧洲银行业恶化和金融市场受抑制可能对美国金融市场、金融机构和经济造成的溢出效应，他们观察到欧洲市场压力在前次会议至今有所上升，爱尔兰需要欧盟和 IMF 的援助，在援助计划宣布后，市场焦点转向其它欧洲国家。然而，与会者指出欧洲监管层正在采取步骤稳定欧元区局势。

通胀的未来走势

与会者普遍预期通胀将在一段时间内继续低于与联储长期目标一致的水平。特别是，大多数与会者预期潜在通胀会在当前水平触底然后逐步随着经济复苏而走高。一些与会者指出联储资产负债表扩张的风险，短期利率持续处于低水平将触发通

胀预期和实际通胀非意愿上升。为了将这些风险最小化，联储应当继续其最终退出极度宽松货币政策的计划。其它与会者注意到，由于大量资源和产能过剩的存在，潜在通胀可能会进一步下降，低于联储长期目标水平。尽管如此，一些与会者认为通缩风险在近几个月有所缓解。

FOMC 政策行动

（FOMC 成员是美联储主席、副主席、理事和在当期拥有投票权的地区联储主席）

FOMC 成员们注意到，虽然前次会议至今的数据增加了他们对经济复苏的信心，但向联储就业最大化和价格稳定目标迈进的进程仍然缓慢，令人失望。另外，成员们普遍预期该进程很可能持续缓慢，失业率和通胀将在一段时间内偏离联储目标。基于此，在讨论会议之后的货币政策时，几乎所有 FOMC 成员同意继续扩张 11 月宣布的联储持有的长期证券规模以推动更强劲的经济复苏并确保通胀逐步回到与联储目标相一致的水平。FOMC 决定继续现有的证券本金到期回收后的再投资政策。另外，FOMC 决定继续购买长期国债，在 2011 年 2 季度末之前购买 6000 亿美元，每月 750 亿美元。虽然经济形势改善，但 FOMC 成员普遍认为局势改善不足以让资产购买计划做出任何调整，一些成员认为考虑调整前需要更多经济数据。成员们强调购买计划的步伐和规模取决于经济和金融发展状况。然而，一些人指出改变计划他们需要相当高的门槛。FOMC 也决定维持联邦基金目标利率在 0 - 1/4 百分点。并重申对经济状况的预期很可能联邦基金利率水平在较长时间内维持在相当低的水平。

信息披露

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。