

2011.06.23

美联储按兵不动,政策步入观察期 ——对 6 月 22 日议息会议声明的点评

	王虎	薛鹤翔	姜超
	021-38676011	021-38674809	021-38676430
	wanghu007633@gtjas.com	xuehexiang008730@gtjas.com	jiangchao6164@gtjas.com
	S0880511010057	S0880110100143	S0880511010045

本报告导读:

事件: 6 月 21 日至 22 日美联储公开市场操作委员会召开本年度第四议息会议。

FOMC 议息会议关键结论:

- 美国经济保持温和的复苏步伐,但复苏势头低于联储预期。劳动力市场复苏也弱于预期。复苏势头减弱部分归咎于短期因素,包括食品和能源价格的高涨和日本灾难造成的供应链断裂。家庭支出以及企业设备和软件投资仍在扩张。
- 联储认为失业率提高,但就业复苏的步伐在未来季度仍将继续,失业率将逐步下降;通胀近期走高,但随着能源和其他大宗商品价格的走弱,通胀水平将逐步回归到联储的政策目标值附近。
- 联储决定维持联邦基金利率目标值在 0-0.25% 不变,认为较低的产能利用率和中期温和的通胀前景保证低利率环境得以维持更长的时间 (for an extended period)。
- 联储决定完成将于 6 月底结束的 QE2 总计 6000 亿美元的长期国债购买计划,同时维持证券本金再投资计划。联储将定期审视其证券持有的规模和结构,并在适当时候对其资产负债表作出调整。
- 联储委员会下调 2011 年美国经济增长预测至 2.7%-2.9%,上调全年失业率预测至 8.6%-8.9%。

我们的判断:

- 联储本次利率决议符合我们预期,联储政策保持按兵不动,宽松政策既未退出也未加码,政策进入观察期。当前“有限滞胀”局面将延续,但全年经济复苏和通胀稳定仍然可期。较高的通胀率基本封杀了 QE3,至于上调通胀目标的说法在短期是不成立的,经济有限放缓也使得 QE3 的必要性很小。
- QE2 结束后国债收益率将出现小幅度回升。
- 2012 年初联储将会加息,而加息周期启动将是 2012 年底。

宏观研究团队

李迅雷
021 - 38676523
lixunlei@gtjas.com

姜超
021 - 38676430
Jiangchao6164@gtjas.com

王虎
021 - 38676011
Wanghu007633@gtjas.com

吕春杰
021 - 38676051
lvchunjie@gtjas.com

汪进
021 - 38674624
Wangjin008085@gtjas.com

薛鹤翔
021-38674809
xuehexiang008730@gtjas.com

相关报告

《工业继续回落,投资增速高企》	2011.06.15
《上调预期之内,加息或将放缓》	2011.06.15
《5 月 CPI 略高预期,预测 6 月 CPI 为 6.2%》	2011.06.14
《总消费略有下滑,必需品相对更好》	2011.06.14
《企业长贷新低、M1 继续下滑》	2011.06.14

美联储 6 月 21-22 日的议息会议声明基本符合市场，金融市场的反应是美元指数走强、道琼斯指数下挫。

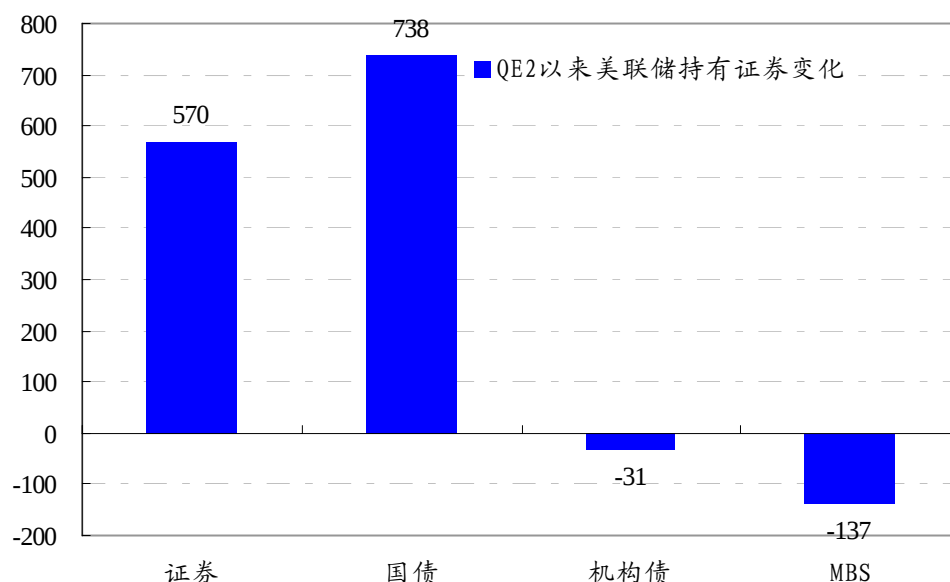
联储承认经济复苏势头低于预期，就业复苏步伐弱于预期，并将原因部分归咎于大宗商品价格高涨以及日本灾难造成的供应链断裂。联储认为通胀上升主要是受到大宗商品涨价和进口品价格上升，但近期大宗商品价格已经明显走弱，因此中期通胀压力有限。长期通胀预期也是稳定的。

联储认为家庭支出以及企业设备和软件投资仍然处于扩张状态。我们认为 2011 年下半年美国经济重新步入正常复苏轨道的主要动力即在于设备投资。

美联储宣布当前的大规模资产购买计划(LSAP)将按照计划于 2011 年 6 月末全部完成 6000 亿美元的购买计划。美联储会继续将其持有证券的主要收益用于再投资。

图 1 QE2 以来美联储持有证券变化

单位：10 亿美元



数据来源：国泰君安证券研究，美联储

美联储公布理事会成员和主席对经济的预测，与 4 月份联储成员对经济前景的展望相比，联储成员对美国经济增长速度从 3.1-3.3% 下调至 2.7-2.9%，对就业市场的预测也更为谨慎，对 2011 年失业率的预测由 8.4-8.7 调整为 8.6-8.9%。对通胀的判断更趋一致，对核心通胀的判断提升，与 4 月份相比，将 PCE 价格增幅由 2.1-2.8% 调整至更窄的区间 2.3-2.5%，将核心 PCE 通胀率由 1.3-1.6% 上调为 1.5-1.8%。

联储本次利率决议符合我们预期，联储政策保持按兵不动，宽松政策既未退出也未加码，政策进入观察期。当前“有限滞胀”局面将延续，但全年经济复苏和通胀稳定仍然可期。较高的通胀率基本封杀了 QE3 的出台，至于上调通胀目标的说法在短期是不成立的，经济有限放缓也使得 QE3 的必要性非常之小。

我们简要比较 QE2 推出和当前的经济背景就会发现两种环境存在很大的差别。2010 年 11 月 QE2 推出时,美联储看到的是通胀徘徊在 1.1%-1.2%,核心通胀则在 2010 年 8 月-10 月间从 0.9%下滑到 0.6%, 美联储此时担心的通缩风险,而当前美国通胀上升势头较猛, CPI 迅速上升到 3.6%, 核心通胀则达到 1.5%, 即便大宗商品回落的效果显现, 通胀也很难大幅回落。QE2 推出时, 美联储看到失业率正处于 9.5%以上的高位, 并有继续上升的风险, 而当前就业市场复苏仍然较为看好, 尽管 5 月非农就业数据不佳, 但难言趋势性变坏, 失业率也仅反弹至 9%。2010 年 2 季度 GDP 环比折年仅增长 1.7%, 而 2011 年 1 季度增长 1.8%, 但 1 季度全球的天灾人祸可以部分解释经济增长的放缓。

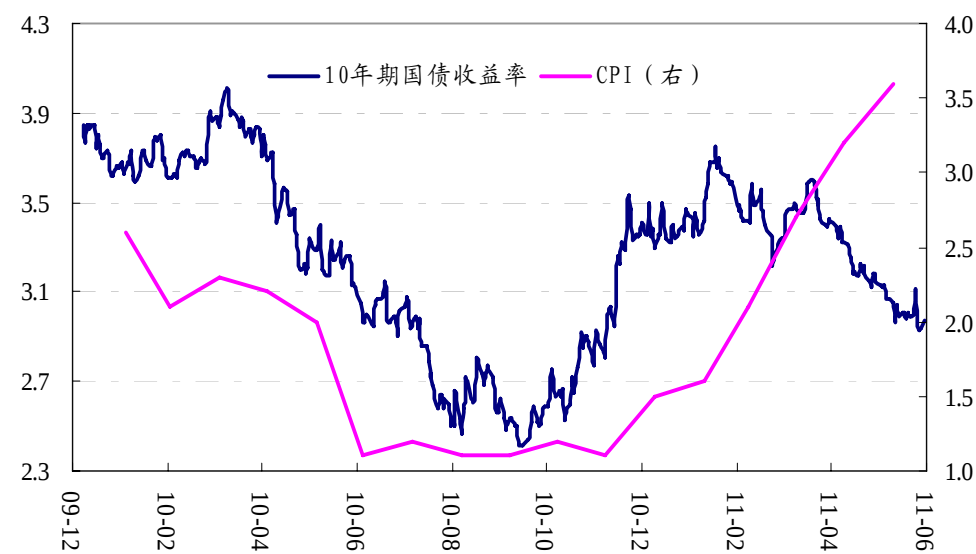
表 1: QE2 推出时与当前经济形势对比

时期	通胀	核心通胀	失业率	GDP
QE2	1.1%-1.2%	下滑至 0.6%	9.5%以上高位	1.7%
当前	3.6%	1.5%, 上升势头	9%, 下降略反弹	1.8%

对于加息, 我们判断 2012 年初将会有一次加息, 但不意味着加息周期开启。判断加息时点的一大关键就是美联储何时会考虑出售联邦机构债。同时, 核心 CPI 突破 2%也是美联储加息的一个重要触发因素, 结合二者我们判断明年初将会有一次加息, 而加息周期的真正启动要到 2012 年底。

图 2 美国 10 年期国债收益率、CPI

单位: %

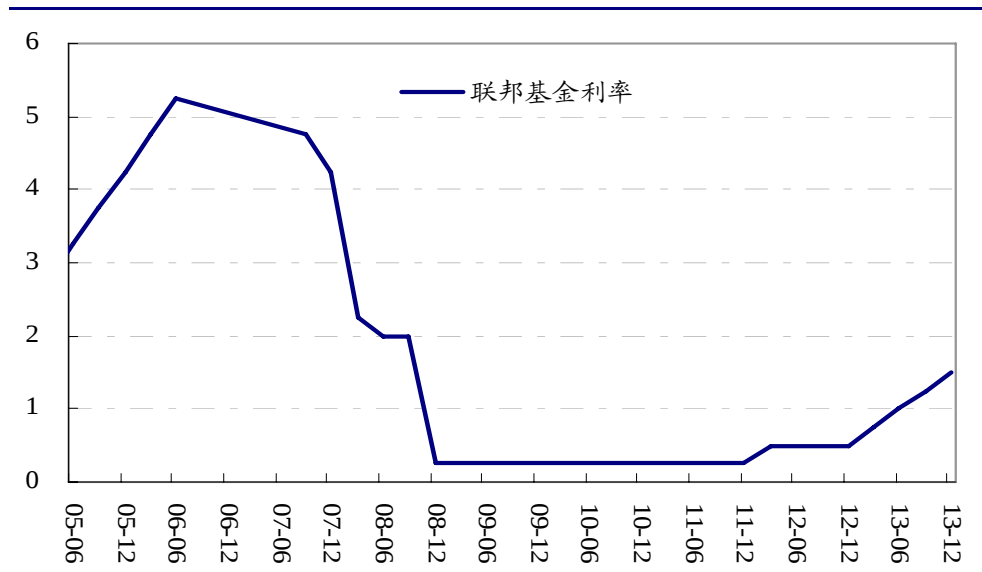


数据来源: 国泰君安证券研究, 美国劳工部, BLOOMBERG

对于加息, 我们判断 2012 年初将会有一次加息, 但不意味着加息周期开启。判断加息时点的一大关键就是美联储何时会考虑出售联邦机构债。同时, 核心 CPI 突破 2%也是美联储加息的一个重要触发因素, 结合二者我们判断明年初将会有一次加息, 而加息周期的真正启动要到 2012 年底。

图 3 联邦基金利率

单位：%



数据来源：国泰君安证券研究，美联储

表 2: 美联储成员及各联邦储备局主席对经济前景的展望

	2011	2012	2013	长期
实际 GDP 增速	2.7-2.9	3.3-3.7	3.5-4.2	2.5-2.8
4 月份	3.1-3.3	3.5-4.2	3.5-4.3	2.5-2.8
失业率	8.6-8.9	7.8-8.2	7.0-7.5	5.2-5.6
4 月份	8.4-8.7	7.6-7.9	6.8-7.2	5.2-5.6
PCE 通胀	2.3-2.5	1.5-2.0	1.5-2.0	1.7-2.0
4 月份	2.1-2.8	1.2-2.0	1.4-2.0	1.7-2.0
核心 PCE 通胀	1.5-1.8	1.4-2.0	1.4-2.0	
4 月份	1.3-1.6	1.3-1.8	1.4-2.0	

注：4 月份展望为 4 月 26-27 议息会议上联储成员做的经济展望。本表中数据为联储成员所做的核心趋势，即去掉了每个变量最高三个和最低三个预测值后的预测分布。

表 3: 美联储议息声明中关于经济和通胀的判断

日期	经济活动	通胀
2011-6-22	recovery at a moderate pace, more slowly than anticipated; labor market weaker than anticipated	move up, longer-term inflation expectations stable
2011-4-27	moderate pace of recovery proceeding, labor market are improving gradually	pickup in inflation, underlying sbdued

2011-3-15	firmer footing, labor market appear to be improving gradually	underlying inflation subdued
2011-1-26	activity insufficient to improve labor market	disappointingly slow progress
2010-12-14	activity insufficient to lower unemployment	disappointingly slow progress
2010-11-3	activity continues slow	disappointingly slow progress
2010-9-21	activity slowed	substantial resource slack
2010-8-10	activity likely more modest	substantial resource slack
2010-6-23	activity likely to modest	substantial resource slack
2010-4-28	activity continued to strengthen	substantial resource slack
2010-3-16	activity continued to strengthen	substantial resource slack
2010-1-27	activity continued to strengthen	substantial resource slack
2009-12-16	continued to pick up, less weak labor mkt	substantial resource slack
2009-11-4	continued to pick up	substantial resource slack
2009-9-23	picked up	substantial resource slack
2009-8-12	leveling out	substantial resource slack
2009-6-24	pace of contraction slowing	substantial resource slack
2009-4-29	continued to contract	could persist below rates that foster growth
2009-3-18	continued to contract	could persist below rates that foster growth
2009-1-28	weakened further	could persist below rates that foster growth

表 4: 美联储对于政策前景和通胀稳定性的评估

日期	政策前景	通胀压力
2011-6-22	for extended period	low relative to target
2011-4-27	for extended period	low relative to target
2011-3-15	for extended period	low relative to target
2011-1-26	for extended period	low relative to target
2010-12-14	for extended period	low relative to target
2010-11-3	for extended period	low relative to target
2010-8-10	for extended period	subdued for some time
2010-6-23	for extended period	subdued for some time
2010-4-28	for extended period	subdued for some time
2010-3-16	for extended period	subdued for some time
2010-1-27	for extended period	subdued for some time
2009-12-16	for extended period	subdued for some time
2009-11-4	for extended period	subdued for some time
2009-9-23	for extended period	subdued for some time
2009-8-12	for extended period	subdued for some time
2009-6-24	for extended period	subdued for some time
2009-4-29	for extended period	remain subdued
2009-3-18	for extended period	remain subdued
2009-1-28	for some time	remain subdued

作者简介:**王虎:**

S0880511010057

021-38676011

wanghu007633@gtjas.com

中南大学工学学士，南京大学经济学博士。2008 年加入国泰君安，从事宏观经济研究。

2010 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名，《证券市场周刊》“远见杯”年度经济数据预测第三名。

薛鹤翔:

S0880110100143

021-38674809

xuehexiang008730@gtjas.com

上海财经大学经济学博士（硕博连读）/同济大学工学学士；2010 年加入国泰君安证券，从事宏观经济研究/大类资产配置研究。

姜超:

S0880511010045

021-38676430

jiangchao6164@gtjas.com

清华大学数量经济学博士；现为国泰君安证券宏观债券首席研究员。10 年获新财富宏观最佳分析师第八名，水晶球最佳分析师第七名。06 至 10 年入围新财富债券最佳分析师，08 年获第三名，09、10 年获第二名。

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

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、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1.投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。 以报告发布后的12个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深300指数涨幅15%以上
	谨慎增持	相对沪深300指数涨幅介于5%~15%之间
	中性	相对沪深300指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深300指数下跌5%以上
2.投资建议的评级标准 报告发布日后的12个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深300指数
	中性	基本与沪深300指数持平
	减持	明显弱于沪深300指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路168号上海银行大厦29层	深圳市福田区益田路6009号新世界商务中心34层	北京市西城区金融大街28号盈泰中心2号楼10层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		