



2011.08.11

超低利率长期维持，联储政策武器渐尽

——对 8 月 9 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：8 月 9 日美联储公开市场操作委员会召开本年度第五次议息会议。

FOMC 议息会议关键结论：

- 美国经济增长显著弱于联储预期。最近几个月来劳动力市场恶化，失业率重新攀升。家庭支出增长停滞，非住宅投资疲软，但设备和软件投资仍在扩张。经济增长疲软仅可部分归咎于高油价和日本地震等短期因素。
- 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政策至少将维持至 2013 年中期（at least through mid-2013）。
- 联储决定维持证券本金再投资计划。美联储正商议“其他货币政策工具”以刺激经济，将通过“in light of incoming information”来评估经济前景，然后“employ these tools as appropriate”。但联储并未表示将在未来推出 QE3。

我们的判断：

- 联储将超低利率至少维持到 2013 年中期的表态（3 票反对这一新的表态），相较过去“for an extended period”的表态给市场更为明确的放松预期，市场此前普遍预期超低利率将维持至 2012 年中期。
- QE3 确如我们的预期没有推出，但联储正研究“其他可行的政策工具”。我们认为在全球增长风险大幅上升，美国国债持续上涨的背景下，美联储已经没有多少高招了。未来政策动向仍需观察，密切关注伯南克 26 日在 Jackson Hole 会议上的讲话。
- 联储明确表示 2013 年中期前不加息，即低利率环境将至少再维持 2 年。这将使得美元的弱势地位将在中期内继续保持。避险情绪极度升温，引致瑞郎和日元兑美元的升值已脱离基本面，美元进一步大幅下跌的可能性较低。

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

《工业回落趋势明确》

2011.08.10

《增速略低预期、高档消费突出》

2011.08.09

《预测 8 月 CPI 为 6.0%，物价或已见顶》

2011.08.09

《不确定性飙升利好低风险资产——点评标普下调美国主权债务评级》

2011.08.07

《PMI 下降趋缓、印证工业反弹》

2011.08.01

美联储 8 月 9 日的议息会议声明符合我们的预期，QE3 并未推出。

美国经济增长显著弱于联储预期。最近几个月来劳动力市场恶化，失业率重新攀升。家庭支出增长停滞，非住宅投资疲软，但设备和软件投资仍在扩张。经济增长疲软仅可部分归咎于高油价和日本地震等短期因素。联储认为企业设备和软件投资仍然处于扩张状态。

通胀的上升，主要是由部分大宗商品和进口商品的涨价，以及供应链的断裂。近期，通胀上升势头得到遏制，主要缘于能源和其他大宗商品价格开始从高位回落。长期通胀预期仍然是稳定的。

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政策至少将维持至 2013 年中期（at least through mid-2013）。“维持至 2013 年中期”这一措辞有别于前几次声明中强调的“在更长的一段时期内”（for an extended period）。之前，市场普遍预期美联储加息周期最早将于 2013 年前启动，因此这一新的表态存在超预期因素。同时，这一改变遭到三位 FOMC 委员的反对，分别为 Richard W. Fisher、Narayana Kocherlakota、Charles I. Plosser，其余七位委员赞成。这一分歧表明，面对较高的通胀，联储内部的鹰派成员显然是反对更进一步的政策放松。若日后伯南克设法推出 QE3，其内部阻力将更为巨大。

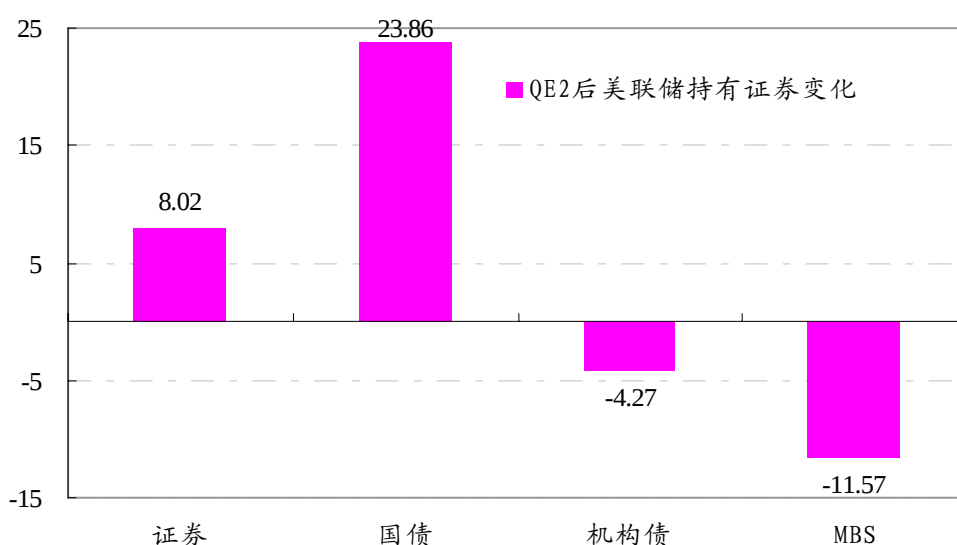
美联储会继续将其持有证券的主要收益用于再投资。美联储正商议“其他货币政策工具”以刺激经济，将通过“in light of incoming information”来评估经济前景，然后“employ these tools as appropriate”，也就是当未来的数据表明经济进一步恶化之际，美联储可以应用这些货币政策工具。

但联储并未表示将在未来推出 QE3。

自 QE2 结束以来（6 月 29 日至 8 月 3 日资产变化），国债总计增长了 239 亿美元，而证券总额增长了 80 亿美元，国债的增长额已大幅低于 QE2 时期。

图 1 QE2 结束后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 8 月议息会议决议基本符合我们预期，即 QE3 确如我们的预期没有在 8 月会议上决定推出，但联储正研究“其他可行的政策工具”。标普下调美国评级引致的风险资产暴跌显然并不是联储首要考虑的因素，经济增长进一步下行才是美联储行动的根本，这也符合美联储一贯以来货币政策不主要对资产价格作出反应的政策惯例。

联储对未来 QE3 的表态含糊不清，尽管声明通篇没有提到量化宽松 (Quantitative Easing) 和资产购买 (Security Purchasing)，但是 “disused the range of policy tools available to promote a stronger economic recovery in a context of price stability” 的表述令市场浮想联翩。如果未来经济继续恶化，同时通胀大幅回落，那么推出进一步的宽松政策则是顺理成章的。但是如果通胀仍然徘徊在较高水平，彼时推出新一轮量化宽松将面临内部和外部更大的阻力，在 FOMC 内部，可能将会有更多委员加入 “反对阵营”。

我们判断下半年美国经济增长可能会降至 0。其中，消费、投资以及净出口有小幅的正贡献，政府消费支出和投资对经济会有较大的负贡献。总起来看，下半年美国经济增长将趋于停滞。届时，如果通胀迅速回落，那么 QE3 的可能性将大增。

表 1 美国经济增长及各分项对经济增长贡献预测表

单位：%

	2007	2008	2009	2010	2011F	2011H1	2011H2(F)
GDP	1.9	-0.3	-3.5	3.0	0.4	0.9	0.0
消费	1.60	-0.39	-1.32	1.44	0.5	0.8	0.2
投资	-0.56	-1.66	-3.61	1.96	0.4	0.67	0.1
设备	0.26	-0.34	-1.20	0.93	0.4	0.50	0.30
地产	-1.05	-1.05	-0.72	-0.11	0.0	0.00	0.0
存货	-0.23	-0.51	-0.84	1.64	0.0	0.25	-0.2
净出口	0.62	1.21	1.11	-0.51	0.2	0.12	0.2
政府支出	0.25	0.50	0.34	0.14	-0.6	-0.73	-0.5

联储明确表示 2013 年中期前不加息，即低利率环境将至少再维持 2 年。这将使得美元的弱势地位将在中期内继续保持。避险情绪极度升温，引致瑞郎和日元兑美元的升值已脱离基本面，美元大幅下跌的可能性较低。

从目前以及我们对未来经济形势的判断，QE3 的可能性在逐步加大，原因是经济金融形势的恶化，但存在诸多不确定性。美联储此番声明相比 6 月伯南克在国会货币政策听证会上的表态显得力度偏弱。本月 26 日美联储在 Jackson Hole Wyoming 召开年会，密切关注伯南克在此会议上的讲话，这将是观察美联储进一步货币政策动向的重要时间窗口。

表 2: 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
2011-8-9	economic growth has been considerably slower than expected	inflation has moderated; longer-term inflation expectations have remained stable
2011-6-22	recovery at a moderate pace, more slowly	move up, longer-term inflation

	than anticipated; labor market weaker than anticipated	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 3: 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
2011.8.9	at least through mid-2013	low relative to target
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，09 年、10 年获水晶球债券最佳分析师第二名。

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		