

点评报告

格局决定结局 货币政策仍处观察期

2011年9月6日

美联储八月议息会议纪要点评

主要预测

美国

%	10	11E
GDP	3.0	1.6
CPI	1.6	2.6
失业率	9.6	9.0
外贸顺差/GDP	-3.2	-3.4
财政赤字/GDP	-8.1	-9.2
央行基准利率	0.25	0.25
美元指数	79.0	77.0

欧洲

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
失业率	10	10
外贸顺差/GDP	-0.45	-0.5
财政赤字/GDP	-6.0	-4.6
央行基准利率	1	1.50
欧元/美元	1.34	1.40

资料来源：彭博，招商证券研发中心

赵文利

852-31896126
wenlizhao@cmschina.com.cn
S1090511040016

谢亚轩

86-755-83295524
xieyx@cmschina.com.cn
S1090511030010

研究助理：

孙彬彬

86-21-68407302
sunbb@cmschina.com.cn

张一平

86-755-82944676
zhangyiping@cmschina.com.cn

事件：

美联储议息会议于8月9日结束。联邦公开市场委员会宣布维持联邦基金利率在0%-0.25%区间不变，并预计，当前和未来的经济条件 - 包括低资源利用率以及中期通胀放缓的前景 - 可以令联邦基金利率维持在非常低的水平至少到2013年年中。首次为之前声明中的“相当长的一段时间（an extended period）”提供了明确的指引。美联储八月议息会议纪要于8月30日公布。

评论：

1、八月议息会议纪要提供了美联储关于经济、金融现状，经济展望以及相关决策的更加详细的信息，支持了我们从议息会会后声明中得到的推论：1、美联储对于美国的经济增长预期较之前悲观。2、未来下行的通胀趋势将支持美联储将宽松的货币政策保持更长一段时间；3、美联储内部出现分歧或对未来美联储推行相关货币政策增加困难。

2、三位联储行长反对明确给出低利率维持的时间段的主要原因有以下三点：1、货币政策本身难以改变美国经济脆弱本身；2、若进一步放松货币政策，美联储或冒反应过度的风险；3、经济基本面持续好转，进一步放松货币政策不合时宜，反而会带来负作用，比如说通胀风险等。也就是说，如果经济基本面出现恶化，三位联储行长将转而支持进一步宽松的货币政策，不过仍需货币政策和财政政策的协同合作，才可以支持美国经济的近期及长期增长。

3、多数决策者认为，经济复苏不确定性增加是需要进一步放松货币政策的主要原因，而且未来预期的经济条件可以支持该选择。

4、如果近期公布的经济数据，如ISM采购经理人指数，8月非农就业报告等显示经济复苏动能减弱甚至出现萎缩，美联储推出新的刺激经济政策的可能性将会增加。

5、美联储货币政策决策者所讨论的货币政策选择对于刺激经济增长可以起到一定的积极作用。但是更为重要的是，美联储需要衡量每一种或将出台的经济刺激政策对于物价水平的影响，只有在保持物价稳定的前提下，货币政策方有实施的空间。

6、FOMC委员们决定将9月议息会议会期延长至2日，委员们从而可以在9月20日至21日充分讨论各种可能货币工具的优劣处。

Comments Report

Monetary Policy Remains in the Observation Period

6 Sept 2011

Comments on FOMC Minutes from Aug 9 Meeting

Key Data

USA

%	10	11E
GDP	3.0	1.6
CPI	1.6	2.6
Unemployment	9.6	9.0
Trade balance/GDP	-3.2	-3.4
Fiscal balance/GDP	-8.1	-9.2
Policy rate	0.25	0.25
Dollar Index	79.0	77.0

Eurozone

%	10	11E
GDP	1.8	1.5
CPI	1.58	2.5
Unemployment	10	10
Trade balance/GDP	-0.45	-0.50
Fiscal balance/GDP	-6.0	-4.6
Policy rate	1	1.50
Dollar Index	1.34	1.40

Source: Bloomberg, China Merchants Securities

Dr. Cliff ZHAO

852-31896126

wenlizhao@cmschina.com.cn

S109051104001

Dr. David XIE

86-755-83295524

xieyx@cmschina.com.cn

S1090511030010

Research Assistant

Dr. Binbin SUN

86-21-68407302

sunbb@cmschina.com.cn

Dr. Yiping ZHANG

86-755-82944676

zhangyiping@cmschina.com.cn

➤ FOMC minutes from Aug 9 meeting provided detailed information on the Federal Reserve's view on economic and financial situation, economic outlook and the related committee policy action, which support the inferences we have drawn from the FOMC post-meeting announcement: 1. The Fed's expectation on economic growth in the U.S. is pessimistic than the previous. As such, the Fed would pay high attention to economic trends in the future and we can see a greater chance of implementation of stimulating policies at the appropriate time; 2. Fed's loose monetary policy will be supported by the declining inflation for a certain period; 3. Disagreements within the Fed may add extra difficulties for the Fed to implement its monetary policy.

➤ Three members voting against the action to state a conditional expectation for the level of the federal funds rate through mid-2013 given the following three main reasons: first, monetary policy alone is hard to change the fragility of the U.S. economy; second, the Federal Reserve may take the risk of overreaction if providing additional accommodation; third, the economic fundamentals keep improving, therefore more accommodation is not the appropriate monetary response at the current stage, but to bring negative effects including inflation risks. In other words, if the deterioration indeed appeared in economic fundamentals, the three members will vote for further easing of monetary policy, but both fiscal policy and monetary policy have a role to play to support short-term and long-term U.S. economic growth.

➤ Most policymakers believe that further easing of monetary policy is warranted given an increase in uncertainty surrounding economic recovery and the expected future economic conditions can support the action.

➤ If the recent released economic data, such as the ISM purchasing managers index, August non-farm employment report signal a weakening economic recovery momentum, the odds for the Federal Reserve to launch a new stimulating monetary policy will increase.

➤ The policy tools which have been discussed in the FOMC meeting can play a positive role to stimulate economic growth. More importantly, the Federal Reserve have to measure the policy impacts on the price level given the price stability is the premise to implement further easing monetary policy.

➤ FOMC minutes also stated that the participants decided to extend the September FOMC meeting to two days instead of one to allow a fuller discussion to assess the possible cost and benefits of various potential tools.

八月议息会议纪要提供了美联储关于经济、金融现状，经济展望以及相关决策的更加详细的信息，支持了我们从议息会会后声明中得到的推论：1、美联储对于美国的经济增长预期较之前悲观。2、未来下行的通胀趋势将支持美联储将宽松的货币政策保持更长一段时间；3、美联储内部出现分歧或对未来美联储推行相关货币政策增加困难。

我们觉得回答以下三个问题有助于判断美联储未来的货币政策动向：1、对于将‘联邦基金利率维持在非常低的水平至少到 2013 年年中’的决定，三位委员不同意的原因是什么；2、支持更加宽松的货币政策的理由有哪些或哪些因素出现将导致美联储出台更宽松的货币政策；3、为了刺激经济，美联储可用的货币政策工具有哪些。

1、适时推出经济刺激政策方是良药

会议纪要显示达拉斯联储行长理查德-费舍尔(Richard Fisher)、明尼阿波利斯联储行长那拉亚纳-科切拉科塔(Narayana Kocherlakota) 和费城联储行长查尔斯-普罗索(Charles Plosser)对于将‘联邦基金利率维持在非常低的水平至少到 2013 年年中’的决定表示反对。

达拉斯联储行长理查德-费舍尔表示反对的主要原因是：1、美国经济的脆弱主要是由非货币因素造成的，如财政和监管措施的不确定性制约了国内资本支出、就业机会和经济增长；2、委员会并没有足够的信息来确定维持超低利率的时间段；3、若委员会决定要将联邦基金利率维持在非常低的水平至少到 2013 年年中，委员会有可能冒着对近期的金融市场波动反应过度的风险。

明尼阿波利斯联储行长那拉亚纳-科切拉科塔表示反对的主要原因是：自去年 11 月份开始回升的通货膨胀率以及呈下降趋势的失业率令他没有理由相信，提供更宽松的货币政策是对于这些经济变化的适当回应。

费城联储行长查尔斯-普罗索表示反对的主要原因是：将联邦基金利率维持在非常低的水平至少到 2013 年年中可能被市场误解为货币政策不能再根据经济发展前景而变化。虽然金融市场近期波动、经济增长和就业人数比预期疲弱，他认为该决定会向市场转达过多的经济负面评估，现在进一步放松货币政策或发出放松货币政策的信号还为时过早。考虑到正在进行的结构调整和美国经济所面临的外部挑战，该决策难以改善近期经济增长前景。

总结一下，三位联储行长反对明确给出低利率维持的时间段的主要原因有以下三点：1、货币政策本身难以改变美国经济脆弱本身；2、若进一步放松货币政策，美联储或冒反应过度的风险；3、经济基本面持续好转，进一步放松货币政策不合时宜，反而会带来负作用，譬如说通胀风险等。也就是说，如果经济基本面出现恶化，三位联储行长将转而支持进一步宽松的货币政策，不过仍需货币政策和财政政策的协同合作，才可以支持美国经济的近期及长期增长。

2、经济前景不确定性增加

对于近期和未来经济前景的小结和看法方面，多数与会者认为消费者支出差于预期，部分反映了就业市场的不景气和劳动收入增长缓慢。还有部分与会者认为虽然美国经济暂时仍在复苏，但是其非常容易受到不利因素的冲击，譬如一个更加漫长的家庭去杠杆化进程；近期实施比预期规模更大的财政紧缩政策；欧洲局势恶化导致的潜在的金融和经济负面影响等。过去三年美国 GDP 数据遭到下修、标普下调美国国债评级导致的金融市场动荡等也令经济复苏的不确定增加。

在参加投票的 10 位美联储货币政策决策者当中，除了 3 位联储行长投了反对票外，其他 7 人对将联邦基金利率维持在非常低的水平至少到 2013 年年中的决定投了赞成票，多数决策者认为近期恶化的经济前景足以成为进一步放松货币政策的理由。

决策者认为需要祭出新的经济刺激政策的理由主要有以下三点：1、虽然货币政策不可以彻底消除制约经济增长的因素，但是进一步实施货币政策对改善经济前景有重大作用；2、预计未来失业率仍然高企而通胀率会逐渐回归锚定值或以下；3、美国经济复苏疲弱仅有一部分是由于临时性因素所致，除去这些因素外，经济复苏不确定性仍然很高，且近期上升明显。

总体上，多数决策者认为，经济复苏不确定性增加是需要进一步放松货币政策的主要原因，而且未来预期的经济条件可以支持该选择。

我们认为如果近期公布的经济数据，如 ISM 采购经理人指数，8 月非农就业报告等显示经济复苏动能减弱甚至出现萎缩，美联储推出新的刺激经济政策的可能性将会增加。不过具体刺激经济的方式仍需根据预期的通胀上行风险来决定。

3、物价稳定是货币政策推行的前提条件

刺激经济的货币政策选择方面，委员会委员探讨了以下几种：1、额外购买资产，通过降低长期利率为经济发展提供更多的空间；2、增加资产组合的平均到期期限，譬如通过出售剩余期限相对较短的证券及购买剩余期限相对较长的证券，起到降低长期利率的效果；3、减少对超额准备金支付的利率，从而有助于增加金融体系的流动性。

对于货币政策的有效性方面，部分委员认为，所有这些货币政策工具都无法促进经济更快地复苏。因为经济面临的阻力逐步减小的进程并不能靠实施货币政策而加快，而且最近发生的事件已经降低了美国的潜在产出水平。因此，这些委员认为，在这个时候提供额外的刺激，只会增加通胀上行的风险，却无法令产出或就业情况得到显著改善。

于此相反，部分委员认为，近期的经济发展情况有理由令美联储采取更实质的行动。不过他们愿意从提供更加清晰的前瞻性指引开始，实施更多的宽松政策。

我们认为美联储货币政策决策者所讨论的货币政策选择对于刺激经济增长可以起到一定的积极作用。但是更为重要的是，美联储需要衡量每一种或将出台的经济刺激政策对于物价水平的影响，只有在保持物价稳定的前提下，货币政策方有实施的空间。

此外，联储八月议息会议纪要还显示 FOMC 委员们决定将 9 月议息会议会期延长至 2 日，委员们从而可以在 9 月 20 日至 21 日充分讨论各种可能货币工具的优劣处。

参考报告:

1. 《全球宏观经济图册（2011年8月份）》2011/9/1
2. 《又是货币紧缩？--存款准备金覆盖范围扩大到保证金存款点评》2011/8/31
3. 《评点伯南克“杰克逊霍尔”会议上的演讲-此时无招胜有招》2011/8/31
4. 《1980年代拉美债务危机的历史启示-政府债务问题专题研究之二》2011/8/30
5. 《政府债务问题专题研究之一-往事并不如烟》2011/8/30
6. 《国际资本与国内流动性监测周报-银行间流动性状况将趋于紧张(2011年8月第4周)》2011/8/29
7. 《美国二季度经济数据点评-经济年内二次探底概率低》2011/8/23
8. 《经济增速放缓加剧削赤难度 警惕债务危机向银行系统蔓延-2011年欧洲二季度经济数据点评》2011/8/23
9. 《香港股票市场资金流动状况月度报告（2011年7-8月）》2011/8/22
10. 《国际资本与国内流动性监测周报-回购利率止跌回升（2011年8月第3周）》2011/8/22
11. 《欧元区债务危机发展动向点评-经济复苏放缓，削赤难度加大》2011/8/15
12. 《欧元区债务危机发展动向点评-蔓延魅影重现，长痛还是短痛？》2011/8/15
13. 《M2增速低于预期，货币政策难有实质性放松--2011年7月份金融货币数据点评》2011/8/14
14. 《国际资本与国内流动性监测周报-人民币升值预期出现回升(2011年8月第2周)》2011/8/13
15. 《2011年7月份宏观数据点评-通胀已见顶，库存调整负面影响逐渐显现》2011/8/12
16. 《2011年7月份进出口数据点评-维持三季度进口增速继续向下的判断》2011/8/12
17. 《通胀已见顶、回落趋势明确---2011年7月CPI、PPI数据点评》2011/8/10
18. 《国内流动性状况略有改善-国际资本与国内流动性监测周报(2011年8月第1周)》2011/8/6
19. 《2011年6月工业企业利润点评-规模以上工业企业盈利好于预期》2011/7/28
20. 《美元变奏下的中国国际资本流动》2011/7/28

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

谢亚轩：南开大学经济学学士、硕士和博士学位。现任招商证券研究发展中心分析师（副董事），负责宏观经济研究。

赵文利：现任招商证券研究发展中心高级分析师，主要从事宏观策略研究。拥有经济学学士学位、硕士学位和金融学博士学位。

孙彬彬：复旦大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

张一平：南开大学经济学博士。现任招商证券研究发展中心宏观经济分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。