

2011.11.03

联储政策未变，美元预期强势

——对美联储 11 月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：

本报告对美联储 11 月议息会议声明的点评

摘要：

事件：11 月 1-2 日美联储公开市场操作委员会召开本年度第七次议息会议。

FOMC 议息会议关键结论：

- 三季度以来经济增长势头有所增强，但劳动力市场仍然疲软。消费支出最近几月增速加快，设备和软件投资持续扩张，但非住宅建筑投资依然增长偏弱。住宅市场依旧不振。由于大宗商品价格已从高位回落，通胀压力渐趋温和；
- 联储决定维持扭转操作不变；
- 决定维持 0-0.25% 的低利率环境至少至 2013 年中期的利率政策不变；
- Evans 投出反对票，他支持额外的刺激政策；
- 联储下调经济增长率预测，上调失业率预测，下调通胀率预测，预测 2012 年经济增长率 2.5-2.9%、失业率 8.5-8.7%、PCE 通胀率 1.4-2%。

我们的判断：

- 通胀高企以及近期经济数据好转是联储没有推出更为激进的货币政策（QE3）的主要原因，未来联储政策仍然是依数据而定（Data Dependent）。如果 2012 年上半年经济出现二次探底式衰退，那么 QE3 依然是必选的政策工具。
- 近期美国经济转强主要源于长期利率大幅降低，扭转操作的作用必须要肯定，但如果经济出现大幅下滑，扭转操作力度仍然不够，QE3 仍需推出。
- 美联储保持货币政策立场不变，而澳洲联储、巴西央行等新兴市场央行纷纷降息、欧洲央行面对经济衰退风险与欧债危机高涨而有降息预期，因此美元相对其他货币仍将保持强势，维持美元指数在 75-80 之间强势震荡的判断不变。

宏观研究团队

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

王喆

021-38676940

wangzhe@gtjas.com

相关报告

《从货币宽松到信贷宽松》

2011.11.03

《欧债危机多反复，避险情绪再升温》

2011.11.02

《PMI 全面回落，企业利润仍趋下滑》

2011.11.01

《避险情绪显著缓解，风险资产大幅上扬》

2011.10.28

《10 月 26 日欧盟峰会达成欧债危机解决方案点评》

2011.10.28

目 录

一、 联储货币政策决议	3
二、 各国央行普遍转向	3
三、 联储经济数据预测	4
四、 历次会议判断对比	5

一、 联储货币政策决议

11月1-2日美联储召开本年度第七次议息会议。

FOMC 议息会议关键结论:

1、三季度以来经济增长势头有所增强,但劳动力市场仍然疲软。消费支出最近几个月增速加快,设备和软件投资持续扩张,但非住宅建筑投资依然增长偏弱。住宅市场依旧不振。由于大宗商品价格已从高位回落,通胀压力渐趋温和;

联储决定维持扭转操作不变;

2、美联储决定维持 0-0.25% 的低利率环境至少至 2013 年中期的利率政策不变;

3、联储下调经济增长率预测,上调失业率预测,下调通胀率预测,预测 2012 年经济增长率 2.5-2.9%、失业率 8.5-8.7%、PCE 通胀率 1.4-2%。

4、Charles. Evans 投出反对票,他支持额外的刺激政策;

我们的判断:

1、通胀高企以及近期经济数据好转是联储没有推出更为激进的货币政策 (QE3) 的主要原因,未来联储政策仍然是依数据而定。如果 2012 年上半年经济出现二次探底式衰退,那么 QE3 依然是必选的政策工具。

近期美国经济转强主要源于长期利率大幅降低,扭转操作的作用必须要肯定,但

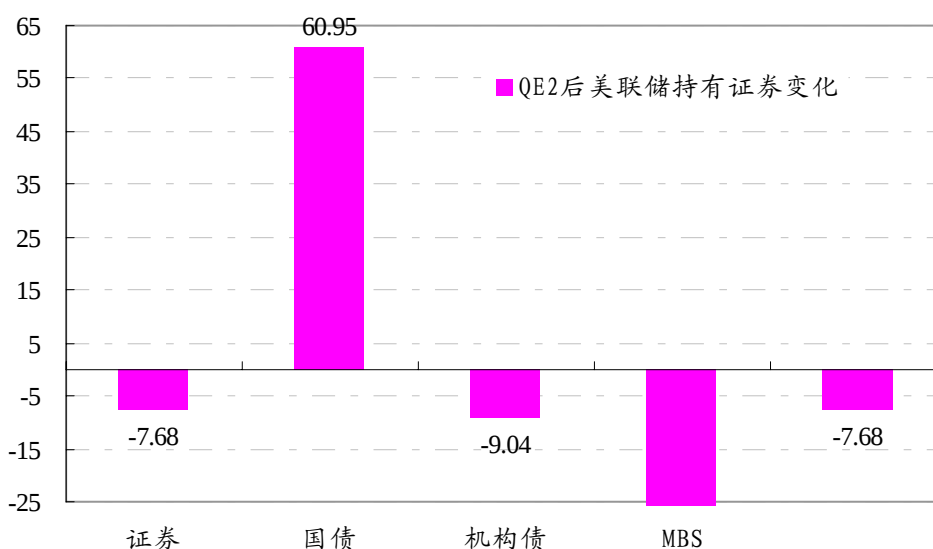
2、如果经济出现大幅下滑,扭转操作力度仍然不够, QE3 仍需推出。

3、美联储保持货币政策立场不变,而澳洲联储、巴西央行等新兴市场央行纷纷降息、欧洲央行面对经济衰退风险与欧债危机高涨而有降息预期,因此美元相对于其他货币仍将保持强势,维持美元指数在 75-80 之间强势震荡的判断不变。

10月26日当周美联储的资产负债表与 QE2 刚结束时发生显著变化,主要美联储持有的证券规模首次缩小,达到 76.8 亿美元,而持有美国国债则增加了 609.5 亿美元,持有联邦机构债和 MBS 分别减少 90.4 亿美元和 595.9 亿美元。

图 1: QE2 后美联储持有证券变化

单位: %



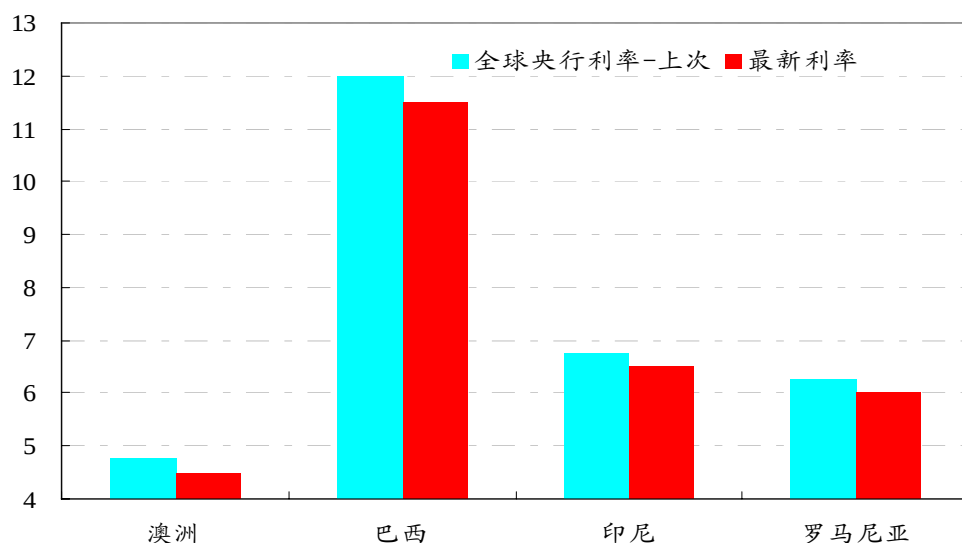
数据来源: 国泰君安证券研究, 美联储

二、 各国央行普遍转向

美联储由于利率已经降至零,因此在面对经济衰退风险时选择对资产负债表规模和结构作调整的货币政策,9月议息会议推出扭转操作。尽管美联储在 11 月仍然保持政策立场不变,但面对全球经济增长放缓,全球各大央行,从新兴市场国家到发达国家均下调其目标利率,已应对经济下行风险,同时通胀率见顶之势已经明显。

图 2: 最新全球主要央行货币政策变化

单位: %

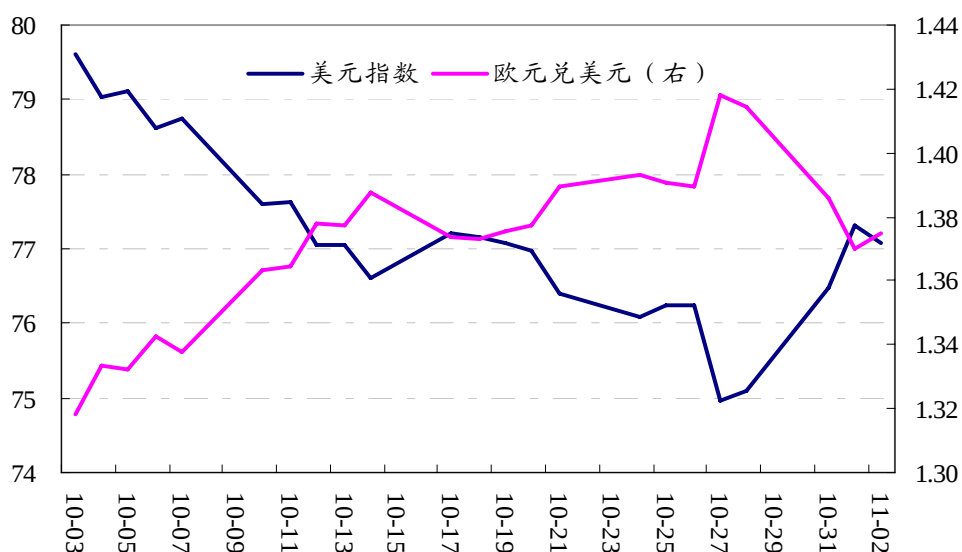


数据来源: 国泰君安证券研究, Bloomberg

目前能够制约美元走强的因素是 QE3 预期, 而我们判断在 2011 年内尚不会推出 QE3, 而欧债危机和欧洲衰退风险威胁下, 我们判断欧元将震荡向下, 欧元兑美元目标位在 1.3。

图 3: 美元指数、欧元兑美元

单位: 1



数据来源: 国泰君安证券研究, Bloomberg

三、 联储经济数据预测

上一次美联储公布其经济预测是在 2011 年 6 月, 与 6 月预测相比, 美联储下调了经济增长率, 上调了失业率, 下调了通胀率。

表 1: 美联储 11 月经济预测, 预测中心值

变量	2011	2012	2013	2014	长期
GDP, 11 月	1.6-1.7	2.5-2.9	3.0-3.5	3.0-3.9	2.4-2.7
GDP, 9 月	2.7-2.9	3.3-3.7	3.5-4.2	/	2.5-2.8
失业率, 11 月	9.0-9.1	8.5-8.7	7.8-8.2	6.8-7.7	5.2-6.0

失业率, 9 月	8.6-8.9	7.8-8.2	7.0-7.5	/	5.2-5.6
通胀率, 11 月	2.7-2.9	1.4-2.0	1.5-2.0	1.5-2.0	1.7-2.0
通胀率, 9 月	2.3-2.5	1.5-2.0	1.5-2.0	/	1.7-2.0
核心通胀率, 11 月	1.8-1.9	1.5-2.0	1.4-1.9	1.5-2.0	
核心通胀率, 9 月	1.5-1.8	1.4-2.0	1.4-2.0	/	

表 2: 美联储 11 月经济预测, 预测范围

变量	2011	2012	2013	2014	长期
GDP, 11 月	1.6-1.8	2.3-3.5	2.7-4.0	2.7-4.5	2.2-3.0
GDP, 9 月	2.5-3.0	2.2-4.0	3.0-4.5	/	2.4-3.0
失业率, 11 月	8.9-9.1	8.1-8.9	7.5-8.4	6.5-8.0	5.0-6.0
失业率, 9 月	8.4-9.1	7.5-8.7	6.5-8.3	/	5.0-6.0
通胀率, 11 月	2.5-3.3	1.4-2.8	1.4-2.5	1.5-2.4	1.5-2.0
通胀率, 9 月	2.1-3.5	1.2-2.8	1.3-2.5	/	1.5-2.0
核心通胀率, 11 月	1.7-2.0	1.3-2.1	1.4-2.1	1.4-2.2	
核心通胀率, 9 月	1.5-2.3	1.2-2.5	1.3-2.5	/	

四、 历次会议判断对比

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
2011-9-21	Economic growth strengthened somewhat in the third quarter	Inflation appears to have moderated; Longer-term inflation expectations have remained stable.
2011-9-21	economic growth remains slow	Inflation appears to have moderated; Longer-term inflation expectations have remained stable
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 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
2011-11-3	at least through mid-2013	Low relative to target
2011-9-21	at least through mid-2013	low relative to target
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。

若本公司以外的其它机构（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		