



2015.01.08

上行与下行风险平衡，加息维持原判

--12 月份美联储 FOMC 会议纪要点评



任泽平(分析师)

010-59312805

renzeping@gtjas.com

证书编号 S0880514060010

韦志超(研究助理)

010-59312817

weizhichao@gtjas.com

S0880114030001

本报告导读:

事件: 1月8日凌晨美联储公布2014年12月美联储公开市场委员会会议纪要

摘要:

- **纪要符合市场预期，资本市场反应平淡。**12月会议纪要公布后，美国股市微涨；美元指数、黄金价格、美债收益率波动幅度均不大，表明决议中超出市场预期的因素很少，相关的重要内容与耶伦12月新闻发布会中的观点相似。
- **前瞻性指引中“耐心”的解释符合市场预期。**大多数官员认为耐心意味着“至少未来一两次会议”不加息，“耐心”对“相当长一段时间”的替换可以提供更大的政策灵活性。事后看这一替换相当成功，市场平稳过渡。
- **对经济走势仍然乐观，已是共识。**美联储认为经济温和扩张，经济基本面向好，就业将保持稳定增长，多数成员预计通胀将逐步升向2%的目标。
- **海外经济疲软和原油价格下跌带来风险点。**海外经济疲软，需求下降，或拖累美国经济走向。原油价格下跌，引发全球通缩压力，金融系统风险加剧，避险情绪攀升，带动资本市场波动。
- **经济下行风险与上行风险接近平衡：**国内经济上行因素与海外经济的下行因素正负相抵，此消彼长，我们维持2015年中加息的预期不变。
- **对中国的影响：**原油价格下跌，中国GDP增加0.4-0.7%。通缩加剧，货币政策空间加大。美国经济利好，美元走强，资本市场波动加大。人民币相对美元贬值，相对其它货币升值，整体不利出口。保持人民币的相对稳定有利于人民币国际化和对外直接投资。

宏观研究团队

任泽平(分析师)

电话: 010-59312805

邮箱: renzeping@gtjas.com

证书编号: S0880514060010

汪进(分析师)

电话: 021-38674624

邮箱: wangjin008085@gtjas.com

证书编号: S0880511080005

薛鹤翔(分析师)

电话: 021-38674809

邮箱: xuehexiang@gtjas.com

证书编号: S0880512080003

韦志超(研究助理)

电话: 010-59312817

邮箱: weizhichao@gtjas.com

证书编号: S0880114030001

张彩婷(研究助理)

电话: 010-59312751

邮箱: zhangcaiting@gtjas.com

证书编号: S0880114080040

相关报告

《经济下行但在预期内，政策虽不刺激但会兜底》

2015.01.01

《通缩致企业利润下滑，成本下降利好中游》

2014.12.29

《同业存款纳入分母暂不缴准，利好银行和股市》

2014.12.29

《国企效益分化，交通钢铁利润正增》

2014.12.23

《加息时点临近，加息点位下调》

2014.12.18

目 录

1.	纪要符合市场预期,资本市场反应平淡.....	3
1.1.	加息时点与预期一致,市场反应平平.....	3
1.2.	全球经济分化,提高美国经济风险.....	3
2.	经济温和增长,影响加息时点.....	4
3.	海外经济疲软,唇亡齿寒,下行风险与上行风险平衡.....	6
4.	上行与下行平衡,加息维持预期.....	7
5.	对中国经济影响.....	7

1. 纪要符合市场预期, 资本市场反应平淡

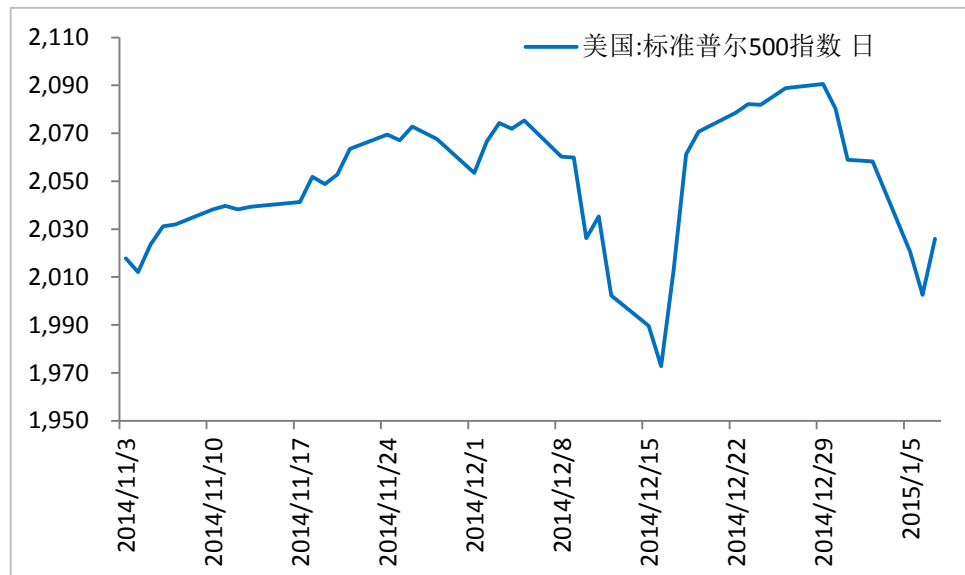
1.1. 加息时点与预期一致, 市场反应平平

昨夜美联储公布 12 月 FOMC 会议纪要, 显示美联储官员认为 4 月份之前加息可能性不大。而之前会议上, 对货币政策恢复正常化保持耐心”替代“维持低利率相当长时间是合适的”的表述。大多数与会者认为, “耐心”的期限至少意味着“未来两次会议”不加息, 不太可能启动利率正常化, 与市场之前的预判基本一致。FOMC 认为“耐心”指引可以为政策提供更大的灵活性。我们认为, “耐心”一词为美联储未来货币政策走向留下了调整的空间。一方面不希望措辞的变更造成市场的过分解读。在全球经济下行的情况下, 美国经济上行提高了人们对美联储加息的预期, 具体表现在 12 月会议前“耐心”一词就频频出现在美联储官员的讲话当中。而另一方面, 全球经济下行也给美国经济带来了一定的风险, 如果经济表现不及预期, 市场又过分解读了美联储的加息预期, 会对经济造成双重打击, 市场波动增加, 所以美联储再三强调未来政策取决于经济数据, 而“耐心”的表述和“相当长一段时间”并无区别, FOMC 先前决议声明中的前瞻指引为了避免误解“新措辞与政策意图的转变挂钩”。

纪要公布后资本市场反应平淡。12 月会议纪要公布后, 美国股市微涨 (图 1); 美元指数、黄金价格、美债收益率波动幅度均不大, 表明决议中超预期因素很少, 相关的重要内容与耶伦 12 月新闻发布会中的观点相似。美联储公布会议纪要后, 美元指数先迅速上涨, 后迅速回撤; 黄金价格也一波三折, 消息公布后三小时内, 前半小时内迅速上涨最高至 0.19%, 后开始下跌, 振幅高达 0.6%。

图 1 美国标普 500 指数

单位:



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

1.2. 全球经济分化, 提高美国经济风险

盘中资本市场出现震荡主要来自美国国内经济与海外经济展望趋势分道扬镳, 导致投资者预期出现分化, 空多竞争。一方面, 美国经济温和增长, 在国内生产总值、消费者信息、劳动力市场等方面都出现改善。原油价格下跌, 带动居民可支配收入上升, FOMC 认为促进了经济增长和就业市场的改善。另一方面, 海外经济疲软, 欧洲经济增长陷入停滞, 新兴国家增长降速, 全球经济新的增长拉动点并不明确, 全球经济展望模糊, 海外对美国市场的需求降低。原油价格降低同时带来的全球通

缩压力和金融系统风险上升，避险情绪升高，可能会拖累美国经济，带来下行风险。

资本市场反应最终归于平淡来自上下行风险平衡，加息时点符合市场预期。会议纪要公布后，资本市场反应平淡一方面是因为会议纪要中对未来两次会议不太可能加息的预计与市场一贯预期相符，资本市场早有准备；另一方面是因为上行和下行风险平衡。FOMC 虽然很多与会人员表示了对海外经济疲软带来的后续影响的担心，但美联储并没有表现出过分的忧虑，上行风险和下行风险目前仍处在平衡，而未来他国政府可能会提出改善经济的措施

2. 经济温和增长，影响加息时点

对经济预期整体向好，美国复苏成为大概率事件。2014 年，美国经济基本面整体向好，GDP 增长，消费者信心和就业市场均有不俗表现。

经济增长方面，美国 GDP 复苏超市场预期（图 2）。前三季度不变价季调 GDP 增速分别为-2.1%，4.6%和 5.0%。金融危机以来宽松的货币环境导致利率下降和居民、企业和政府间风险转移是拉动经济增长超市场预期的主要原因。而拉动因素主要为居民消费和投资，为经济增长带来可持续性

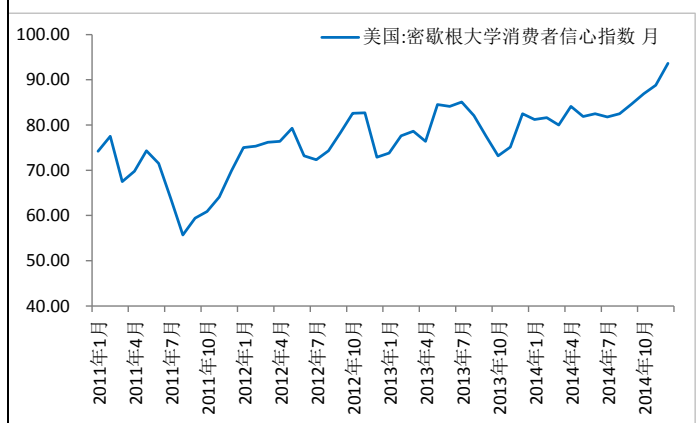
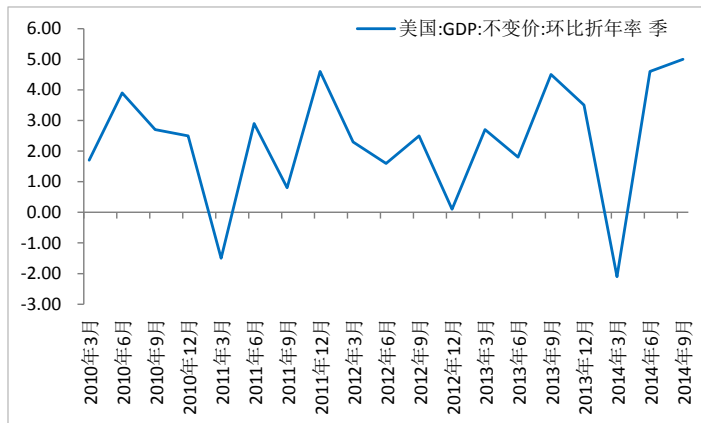
消费者信心指数不断上涨（图 3）。密歇根消费者指数不断走高，为三年来最高，消费者信息增强，消费上升带动国内需求增加，拉动经济。

图 2 美国 GDP 环比折年率

单位：%

图 3 密歇根大学消费者信心指数

单位：



数据来源: WIND, 国泰君安证券研究

美国劳动力市场全面好转。美国 12 月最新 ADP 就业人数增加 24.1 万，预期 22.5 万，前值 20.8 万修正为 22.7 万，大幅超市场预期并连续 7 个月超过 20 万人次（图 4）。专业和商业服务行业新增 6.9 万个就业居首，其次是贸易、交运和公用事业，新增 4.4 万个就业，制造业和建筑业分别新增就业 2.6 万个。从企业规模看小型企业（员工人数少于 50 人）成为新增就业的最大贡献者，累计新增 10.6 万个就业，中型企业（50-499 人）贡献 7 万个，大型企业贡献 6.6 万个。我们认为，从 ADP 就业来看，美国劳动力市场无论行业还是企业大小，整体都出现了好转。尽管上周首申人数上升，但可能是受到季节因素的影响（图 5）。结合 11 月美国非农数据大幅增长的趋势（图 6）来看，美国就业市场正在全面好转。目前，大多数与会者认为，并没有清晰的证据表明美国薪资涨幅大面积扩大。我们认为就业市场的逐步好转，也意味着美国薪资增长的步伐可能加快。

图 4 美国 ADP 新增就业人数

单位：千人

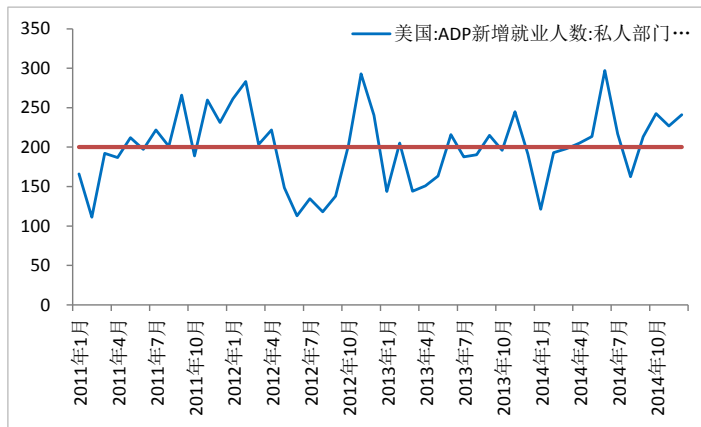


图 5 美国当周首次申请失业金人数

单位：千人

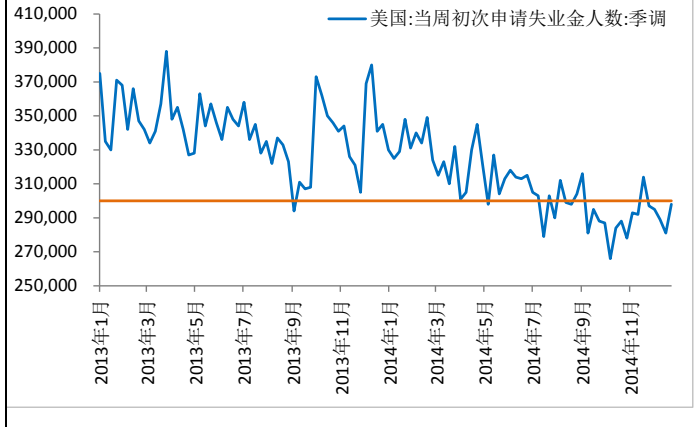


图 6 美国新增非农就业人数

单位：千人

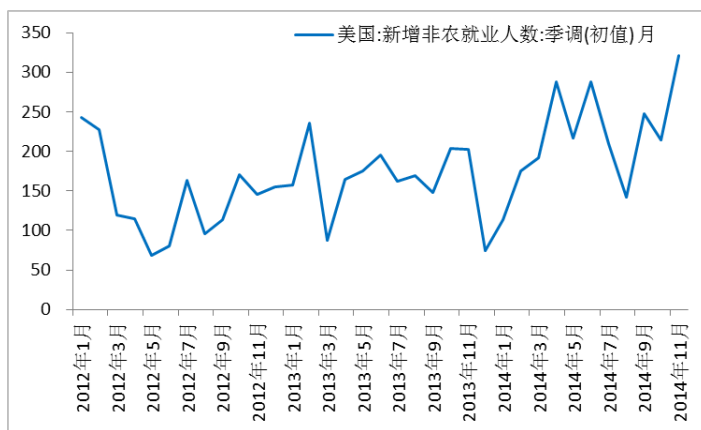
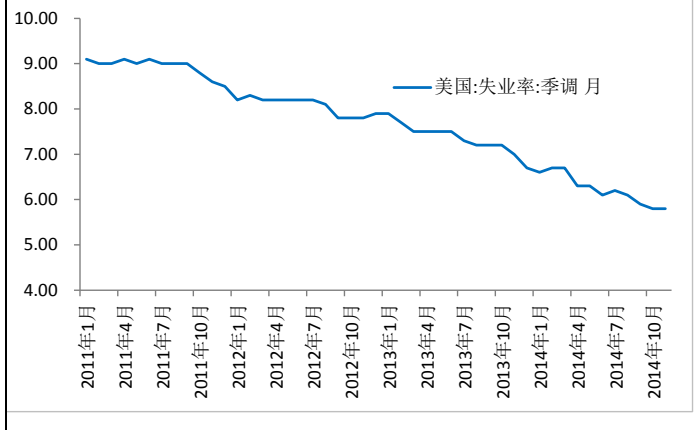


图 7 美国失业率

单位：%

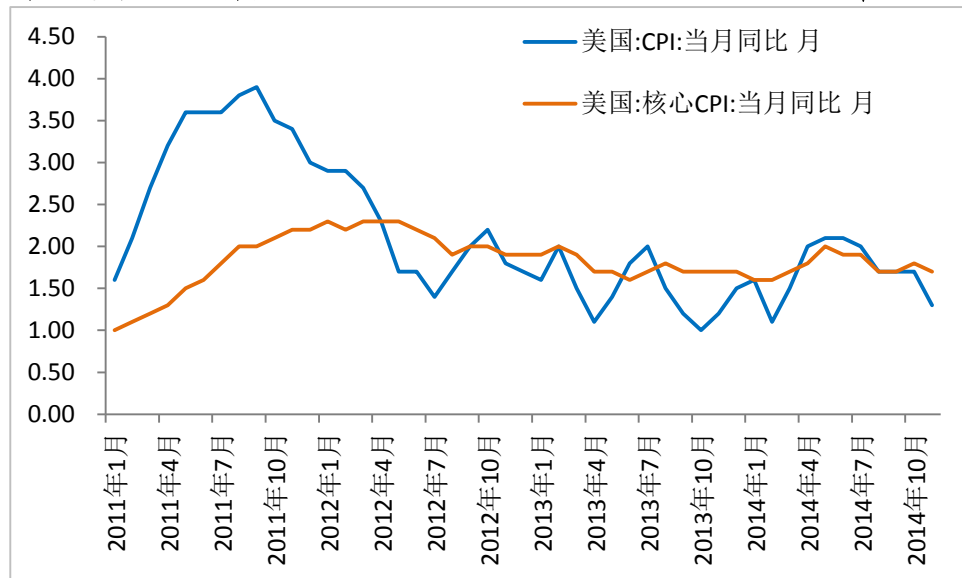


数据来源：WIND, 国泰君安证券研究

FOMC 会议纪要表示美国经济在温和复苏，劳动力市场全面好转。FOMC 一再强调加息时间取决于新的经济数据。我们认为，主要考察的经济指标依然是通胀水平和就业市场情况。通胀方面，委员会可能会在核心通胀维持在当前水平下开始利率正常化进程。受能源价格走低和美元升值的影响，美国通胀水平持续走低，在一段时间内难以实现目标水平。然而，大多数与会成员对通胀将逐步升向 2% 的目标仍然保持信心。

图 8 美国 CPI 物价指数

单位: %



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

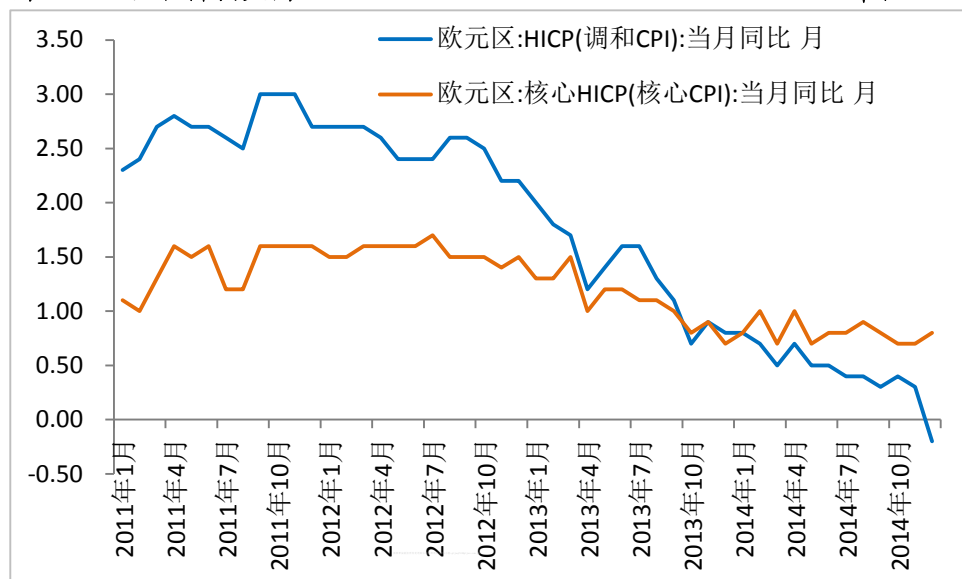
3. 海外经济疲软，唇亡齿寒，下行风险与上行风险平衡

海外经济疲软，唇亡齿寒，带来经济下行风险。许多与会者认为海外经济进一步恶化可能会导致美国经济增速放缓，带来经济下行的风险。海外经济疲软，欧洲经济增长陷入停滞，新兴国家增长降速，全球经济新的增长拉动点并不明确，全球经济展望模糊，海外市场需求降低，拖累美国经济。

原油双刃剑，通缩压力上升，金融系统风险加剧。会议认为，能源价格下降，对美国经济增长和就业市场起到了利好作用，诸多测算认为美国 GDP 将提升 0.3% 左右甚至更多。但另一方面，原油价格下跌，美元走强带来的全球通缩压力增加，全球金融系统风险上升，避险情绪增加。以欧洲为例，最新公布的 12 月欧元区 CPI 同比萎缩 0.2% (图 9)，欧元区陷入通缩更是预示着海外经济疲软。

图 9 欧元区物价指数同比

单位: %



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

4. 上行与下行平衡，加息维持预期

国际下行风险与上行风险接近平衡。综合来看纪要，美国未来经济的上行风险与下行风险基本平衡。美国国内经济与海外经济分化导致未来经济风险上升，国内经济利好，海外经济利空，此消彼长，互相弥补下，目前基本平衡。事实上，美联储对于下行风险依然比较乐观，一方面倾向与正反因素可以相互抵消，另一方面，预期欧元区和其它国家通过政策调控回应经济下行。我们认为，认为下行风险目前与上行相抵，维持对 2015 年年中加息的预期不变。我们未来仍然需要谨慎观察全球经济的变动和可能对美国产生的影响，谨防下行因素加剧上升带来的超市场预期表现。

5. 对中国经济影响

原油价格下跌，中国 GDP 增加 0.4-0.7%。中国原油依存度达到 60%，原油暴跌有利于实体经济。具体到行业层面，与原油生产相关的行业以及原油替代的新能源行业将受挫，使用原油的交通运输、石油化工等产业将向好。通缩加剧，货币政策空间加大。受进口原油价格下降影响，中国通缩继续承压。

美国经济利好，美元走强，资本市场波动加大。受原油价格下跌、美元指数走高、避险情绪影响，中国资本外流逐渐增大，9-11 月份资本流出月均为 300 亿美元。美联储未来如果加息，将抬升美元指数，资本流出增加。

人民币相对美元贬值，相对其它货币升值，整体不利出口。美元回流加上近几年中国对外直接投资量持续增加。再加上美国货币政策收紧，这些因素可能导致人民币汇率在未来半年持续地会有贬值压力。但由于欧日量化宽松货币政策不断加码，人民币相对于美元外的货币存在升值压力。

保持人民币的相对稳定有利于人民币国际化和对外直接投资。人民币升值介意美元升值、欧元日元贬值之间，将使人民币保持相对有利地位。近年来，中国与多国央行签署货币互换协议，旨在加速推动人民币国际化。另据央行统计，2014 年前三季度，跨境人民币结算金额已经超过了 4.8 万亿，而 2009 年只有不到 36 亿元。SWIFT 的报告显示，2014 年 7 月份人民币在全球支付货币中的市场份额进一步提升至 1.57%，人民币在使用最多的全球支付货币中排名第七位。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

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。

股票投资评级	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
行业投资评级	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

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。

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		