

美联储 9 月 FOMO 会议点评

上调美国经济预期，但宽松立场不尽人意

- 相较于 7 月会议，**9 月会议陈述中有 5 点值得关注：1. 美联储认为目前的复苏状况较 7 月份更好。**会议陈述里面用“经济活动与就业近几月快速回升但仍显著低于年初”代替了 7 月的“经历巨大衰退后，经济活动与就业近几月有一定回升但仍显著低于年初”，言辞的变化可以体现美联储对目前的复苏趋势更加乐观。7、8 月份美国经济复苏的强劲也能从 PMI，制造业数据、零售数据、失业率和通胀数据里面找到证明。
- **2. 美联储重申了货币政策声明中的改动，即平均通胀目标与最大就业水平相关表述，**即希望通胀数据在未来一段时间稍高于 2%以及即使就业水平已经超过委员会评估的“最大就业水平”，只要可预见地不引起过高通胀，美联储都不会干预。具体体现在美联储预测 2023 年失业率将降至 4.0%，低于其对中性失业率 4.1%的预测，且核心 PCE 则已经达到 2%的长期目标水平，但尚未超调；而点阵图显示到 2023 年末美联储都没有加息计划，**在新的货币政策框架下美联储的操作将更为宽松。**
- **3. 美联储较大幅度上调了 2020 年的经济预测，且点阵图显示至少 2023 年底前均不会加息。**美联储对 2020 年实际 GDP 增长预测（括号中为 6 月份预测值）为-6.5%(-3.7%)，2021-2023 年预测值和长期预测值分别为 4.0%(5.0%), 3.0%(3.5%), 2.5%,1.9%(1.8%)；通胀数据方面，美联储对 2020-2023 年核心 PCE 的预测值分别为 1.5%(1.0%), 1.7%(1.5%), 1.8%(1.7%), 2.0%；失业率方面，美联储 2020-2023 年的预测值分别为 7.6%(9.3%), 5.5%(6.5%), 4.6%(5.5%), 4.0%, 长期失业率预测为 4.1%；点阵图显示至少到 2023 年美联储仍不会加息。
- **4. 美联储表示将延续目前的资产购买节奏。**目前美联储主要扩表手段是 QE，主要购买的资产是美国国债与 MBS，鲍威尔表示目前每月购债规模为 1200 亿美元。**疫情中新创建的诸多政策工具实际上使用量不大，**其中最多使用的是薪酬保障计划流动性便利(PPPLF)，达 682 亿美元，而针对中小企业的主街借贷计划(MSLP)，使用量仅为 10.7 亿美元。针对 MSLP 使用量不高的问题，鲍威尔在发布会中提到要调整 MSLP 的发放，敦促银行在其中承担更多风险。
- **5. 会议声明中不乏耐人寻味之处。本次声明中提及到了货币政策的风险，**对比 7 月的声明还是显得宽松决心不足；在“政策实施笔记”中，本次资产购买计划其实不包括 CMBS，且相关表述从“至少以当前速度购债”转变为“以当前速度购债”，**在 QE 的范围和决心上均不如 7 月；同时鲍威尔讲话中多次强调需要更多的财政刺激，**鲍威尔在本次讲话以及上次的货币政策声明修改中均提到就业由货币政策以外众多因素决定，仅仅是货币政策的无限宽松难以真正纾困实体经济，**假如进一步的财政刺激迟迟不能出台，货币政策宽松或许已经到达边界。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

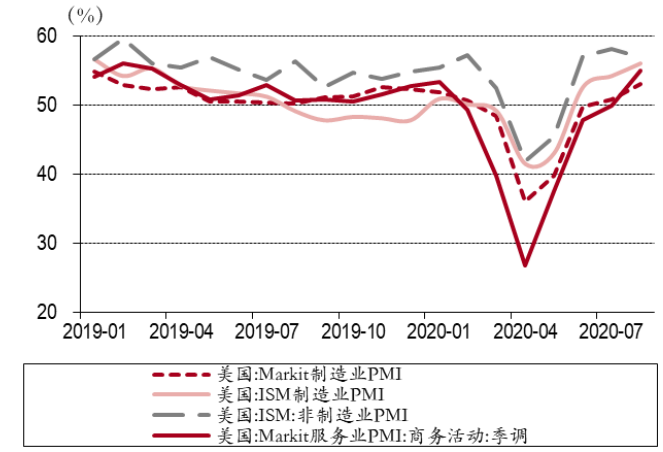
宏观及策略: 宏观经济

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

美联储最新 FOMO 会议有哪些值得关注的要点？

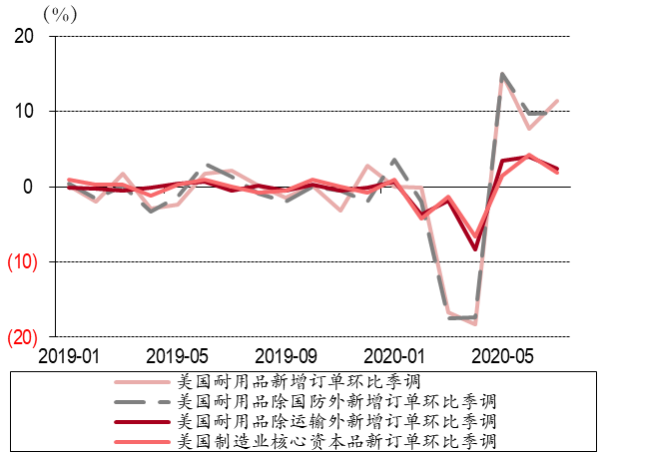
北京时间 9 月 17 日凌晨，美联储发布了 9 月 FOMC 会议陈述。**相较于 7 月会议，9 月会议陈述中有 5 点值得关注：1. 美联储认为目前的复苏状况较 7 月份更好。**会议陈述里面用“经济活动与就业近几月快速回升但仍显著低于年初”代替了 7 月的“经历巨大衰退后，经济活动与就业近几月有一定回升但仍显著低于年初”，言辞的变化可以体现美联储对目前的复苏趋势更加乐观。7、8 月份美国经济复苏的强劲也能从相关经济数据中得到印证：美国 8 月 Markit 制造业 PMI 和服务业 PMI 商务活动项分别从 7 月的 50.9 和 50.0 上升到 53.1 和 55.0，8 月 ISM 制造业 PMI 从 7 月的 54.2 增长到 56.0，ISM 非制造业 PMI 有所下降，从 7 月 58.1 降至 56.9，但仍处于扩张区间的高位；8 月失业率较 7 月份下降 1.8%至 8.4%，新增非农人数保持复苏势头；制造业方面，7 月份耐用品新增订单与核心资本品新增订单分别录得 11.4%和 1.87%的环比较高增长；7 月美国零售额同比增长 6.84%，事实上已经回到疫情前的增长水平；同时 CPI 数据在 7、8 月份继续复苏，分别录得 1.0%和 1.3%的同比增长，核心 CPI 同比更是达到 1.6%与 1.7%的水平。无论从先行指标、制造业数据还是就业通胀等各方面看，美国目前复苏状况均乐观。

图表 1. 美国 PMI 走势



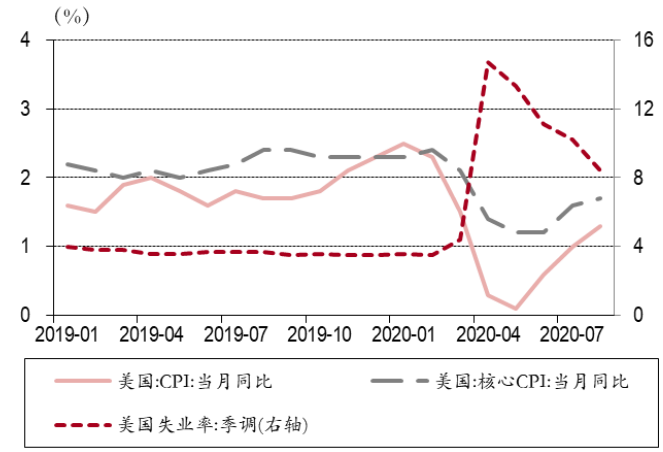
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 美国制造业新增订单数据



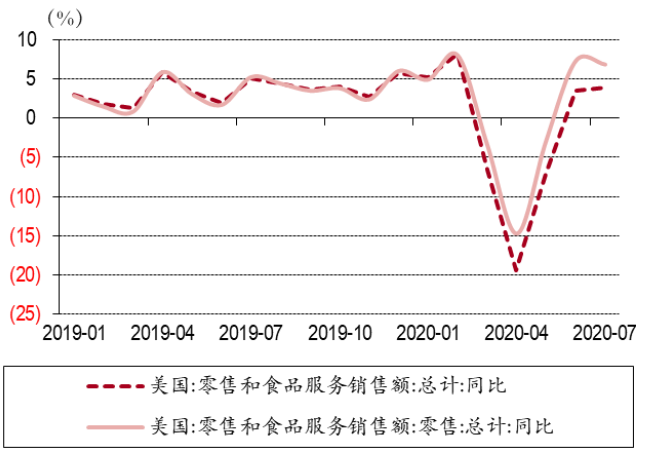
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 美国失业率与 CPI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 4. 美国零售数据走势



资料来源：万得，中银证券

2. 美联储重申了货币政策声明中的改动，即平均通胀目标与最大就业水平相关表述。尽管会议维持0-0.25%的联邦基金利率区间不变，但是相关表述从 7 月份的“直到经济渡过疫情且向最大就业水平和通胀目标收敛之前，保持目标联邦基金利率 0-0.25%不变”改为“直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到 2%并短期内收敛于稍高于 2%水平之前，保持联邦基金利率 0-0.25%不变”，即希望通胀数据在未来一段时间稍高于 2%以及即使就业水平已经超过委员会评估的“最大就业水平”，只要可预见地不引起过高通胀，美联储都不会干预。根据美联储发布的最新经济预测和点阵图，美联储预测 2023 年失业率将降至 4.0%，低于其对中性失业率 4.1%的预测，而核心 PCE 则已经达到 2%的长期目标水平，但尚未超调；同时点阵图显示至少到 2023 年末，美联储都没有加息计划，这些均反映了在新的货币政策框架下美联储的操作将更为宽松。

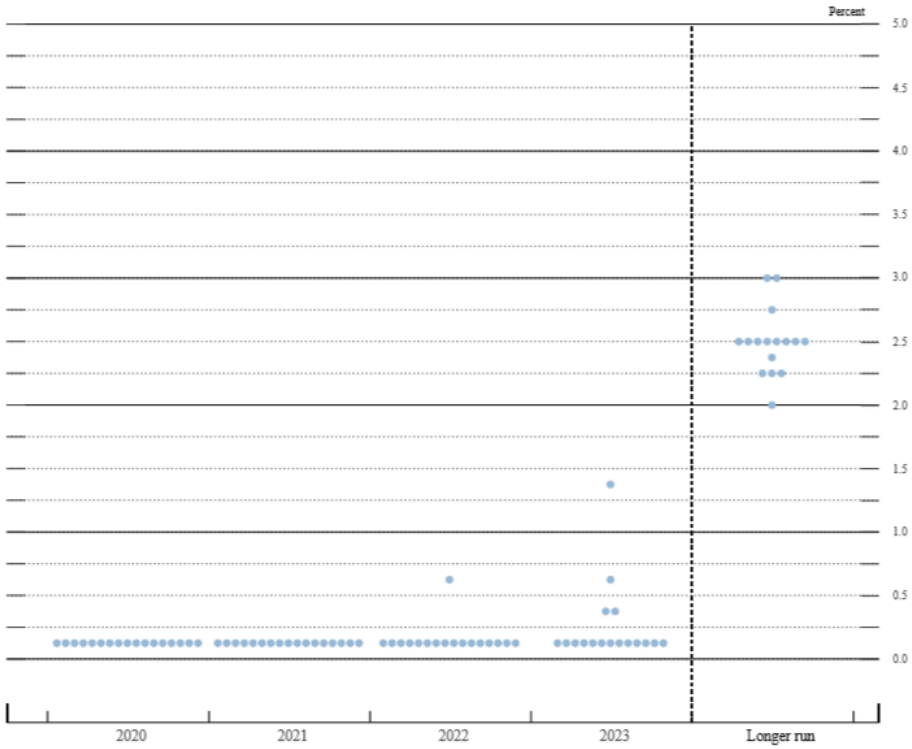
图表 5. 9 月和 7 月 FOMO 会议声明相关论述对比

指标	9月会议	7月会议
利率	1. **直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到2%并短期内收敛于稍高于2%水平之前，**保持联邦基金利率0-0.25%不变； 2. 保持储备金利率0.1%和PCR 0.25%不变	1. 直到经济渡过疫情且向最大就业水平和通胀目标收敛之前，保持目标联邦基金利率0-0.25%不变； 2. 保持储备金利率0.1%和PCR 0.25%不变
资产购买计划	1. 以当前速度继续对国债和MBS进行增持，如有需要可额外增持国债、MBS和CMBS； 2. 对国债和MBS的全部本金偿付进行再投资	1. **至少**以当前速度继续对国债、MBS和CMBS进行增持； 2. 对上述资产的全部本金偿付进行再投资
总体经济	1. 经济活动与就业近几月**快速回升**但仍显著低于年初； 2. 疲弱需求与低油价拖累通胀，整体金融状况有提升，一部分反映了政策对经济和企业家庭部门信贷的支持； 3. 经济走向仍取决于疫情，疫情继续对近期的经济活动、就业和通胀有压制，同时对中期经济状况施加巨大风险	1. 经历巨大衰退后，经济活动与就业近几月有一定回升但仍显著低于年初； 2. 疲弱需求与低油价拖累通胀，整体金融状况有提升，一部分反映了政策对经济和企业家庭部门信贷的支持； 3. 经济走向仍取决于疫情，疫情继续对近期的经济活动、就业和通胀有**巨大压制**，同时对中期经济状况施加巨大风险
产出数据	9月预测：实际GDP全年增长-3.7%(2020), 4.0%(2021), 3.0%(2022), 2.5%(2023), 1.9%(长期)	6月预测：实际GDP全年增长-6.5%(2020), 5.0%(2021), 3.5%(2022), 1.8%(长期)
通胀数据	9月预测：核心PCE全年增长1.5%(2020), 1.7%(2021), 1.8%(2022), 2.0%(2023)	6月预测：核心PCE全年增长1.0%(2020), 1.5%(2021), 1.7%(2022)
就业数据	9月预测：失业率7.6%(2020), 5.5%(2021), 4.6%(2022), 4.0%(2023), 4.1%(长期)	6月预测：失业率9.3%(2020), 6.5%(2021), 5.5%(2022), 4.1(长期)

资料来源：美联储，中银证券

3. 美联储较大幅度上调了 2020 年的经济预测，且点阵图显示至少 2023 年底前均不会加息。在最新的 SEP(Summary of Economic Projection)中，美联储对 2020 年实际 GDP 增长预测（括号中为 6 月份预测值）为-6.5%(-3.7%)，2021-2023 年预测值和长期预测值分别为 4.0%(5.0%), 3.0%(3.5%), 2.5%,1.9%(1.8%)，2021-2023 年增长的下降主要是基数变大引起的，而长期增长水平的上调显示了美联储对于经济状况的乐观；**通胀数据方面，**美联储对 2020-2023 年核心 PCE 的预测值分别为 1.5%(1.0%), 1.7%(1.5%), 1.8%(1.7%), 2.0%，其中 2023 年核心 PCE 将达到美联储的长期目标水平，预计 2024 年通胀数据显示出小幅超调的迹象时，美联储将开启加息周期；**失业率方面，**美联储 2020-2023 年的预测值分别为 7.6%(9.3%), 5.5%(6.5%), 4.6%(5.5%), 4.0%, 长期失业率预测为 4.1%，因此美联储预测在 2023 年末将出现就业大于“最大就业水平”同时通胀数据仍然处于目标区间的情况，符合其关于菲利普斯曲线平坦化的论述。**点阵图方面，**尽管显示 2023 年美联储仍不会加息，但是联储内部略有分歧，有 4 名委员认为 2023 年应该加息，其中 1 位甚至认为联储在 2023 年应加息至 1.25-1.5%区间。

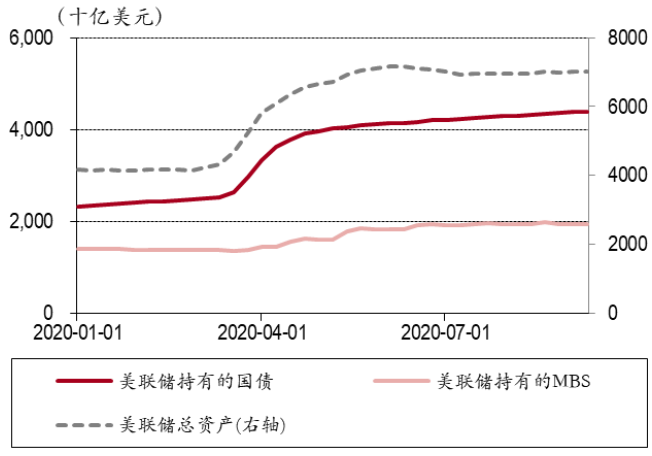
图表 6. 9 月 FOMO 会议点阵图



资料来源：美联储，中银证券

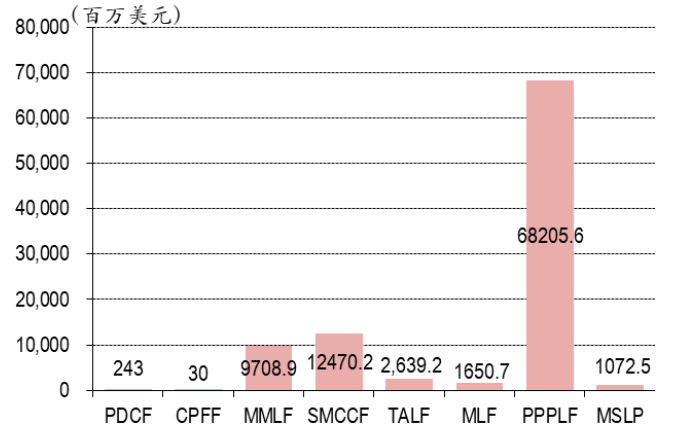
4. 美联储表示将延续目前的资产购买节奏。疫情以来，美联储总资产从 4.2 万亿美元左右扩张到现在 7 万亿的水平，其中主要扩表手段是 QE，主要购买的资产是美国国债与 MBS，鲍威尔表示目前每月购债规模为 1200 亿美元。同时，在美联储发布的向国会汇报的定期报告中（截至 8 月 31 日），我们可以发现疫情中新创建的诸多政策工具实际上使用量不大，其中最多使用的是薪酬保障计划流动性便利(PPPLF)，达 682 亿美元，这里的数目指的是实际已发生的交易额，可以看作是真正流向实体经济的额度，与美联储资产负债表上对应科目数额不同，因为资产负债表中包含了相关财政部注资。其中主街借贷计划(MSLP)使用量只有 10.7 亿美元，被美国企业诟病为“笑话”，因此鲍威尔在发布会中提到要调整 MSLP 的发放，敦促银行在其中承担更多风险。相较于简单粗暴的 QE，新创设的政策工具更能够直接支持企业部门，而实际使用量相较最大额度都尚有很大距离，在未来或许是政策发力的空间。

图表 7. 美联储扩表节奏与主要 QE 品种



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 疫情新政策工具使用量情况



资料来源：万得，中银证券

5. 会议声明中不乏耐人寻味之处。相较于 7 月会议，**本次声明中提及到了货币政策的风险，**尽管可能的风险包括了政策力度不足的风险也包括政策过火的风险，但是对比 7 月的声明还是显得宽松决心不足。事实上美联储可能也不想让市场认为本次声明更显鹰派，因此 9 月声明中将“继续以当前节奏进行资产购买计划”部分提前了，不过在“政策实施笔记”中，我们可以发现本次资产购买计划其实不包括 CMBS，且相关表述从“至少以当前速度购债”转变为“以当前速度购债”，在 QE 的范围和决心上均不如 7 月。**同时鲍威尔讲话中多次强调需要更多的财政刺激，**既然美联储扩表主要方式是购买国债，当政府的举债成本被压缩得足够低的时候，自然应该更大幅度进行财政扩张，这是毋庸置疑的。更何况货币政策有其边界，鲍威尔在本次讲话以及上次的货币政策声明修改中均提到就业由货币政策以外众多因素决定，仅仅是货币政策的无限宽松难以真正纾困实体经济。**综上，尽管美联储希望自己看起来足够宽松，但是其会议声明还是较 7 月稍显鹰派，且假如进一步的财政刺激迟迟不能出台，货币政策宽松或许已经到达边界，虽然鲍威尔强调美联储远非用尽了弹药，但是市场看起来并不买账，纳指收跌 1.25%、标普 500 收跌 0.46%、道指微涨 0.13%。**

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371