

海外宏观简评

2月 FOMC 会议纪要点评：今年可能更快加息，但3月不会加息

事件：

美联储刚刚公布2月 FOMC 会议纪要。金融市场反应相对平淡，美元指数和国债收益率微跌，黄金微涨，主要股指涨跌不一。

评论：

整个会议纪要偏鹰派，但仍需注意“与会者”与“FOMC 委员”的差别。具体来看：

- ▶ **整个会议纪要偏鹰派，至少体现在两个方面：**1) 大多数与会者认为如果未来经济数据符合或好于预期，**更快加息**是合适的 (“...many participants expressed the view that it might be appropriate to raise the federal funds rate again **fairly soon** if incoming information on the labor market and inflation was in line with or stronger than their current expectations...”)；2) 一些与会者认为，及时退出宽松，比如在下一次会议时，可以让美联储处于更有利的位置 (“A few participants noted that continuing to remove policy accommodation in a timely manner, potentially at **an upcoming meeting**, would allow the Committee greater flexibility in responding to subsequent changes in economic conditions...”)。感觉又是历史重演：同一个 FOMC 会议，发布的会议声明基调中性或鸽派，但会议纪要却鹰派。类似的事情在去年5月发生过一次¹，但不同的是，这一次金融市场的反应要平淡很多。FOMC 会议声明与纪要最大的不同点在于，声明是10个有投票权的 FOMC 委员的决策体现，纪要记录的是17个与会者的意见（10个 FOMC 委员，另加7个没有投票权的地方联储主席）。从这个角度看，会议纪要中，提到“FOMC 委员”的内容要更重要。实际上，此次会议纪要对 FOMC 委员观点的记录，主基调仍旧是“缓慢加息 (gradual adjustments)”及“短期经济风险基本平衡 (roughly balanced)”。
- ▶ **再次提及收缩资产负债表的问题。**会议纪要提到，与会者基本都认同在接下来几次会议中应该开始讨论“到期债券再投资”的问题 (“Participants also generally agreed that the Committee should begin discussions at upcoming meetings about the economic conditions that could warrant changes in the existing policy of reinvesting proceeds from maturing Treasury securities and principal payments from agency debt and mortgage-backed securities...”)。我们预计在接下来几个月，会有越来越多的美联储官员公开讨论停止到期债券再投资的问题，但**最快**要到2017年底美联储才会正式停止再投资、开始收缩资产负债表。由于美联储持有的大部分都是中长期债券，且公布了所持债券的到期结构，在停止到期债券再投资的情况下，其资产负债表收缩的速度将**非常缓慢且可预测**。我们预计到2019年底美联储总资产规模将从目前的4.5万亿美元收缩至4万亿美元左右。

下页继续

分析员

吴杰云

SAC 执业编号：S0080512110002
SFC CE Ref: AXQ260
jiyun.wu@cicc.com.cn

近期研究报告

- 宏观经济 | 技术帖：详解 CPI 与 PCEPI 的异同及通胀预测 (2017.02.15)
- 宏观经济 | 2月 FOMC 会议点评：暂缓加息，美联储进入观望模式 (2017.02.02)
- 宏观经济 | 美国4季度 GDP：出口如期回落，企业补库存的可持续性低 (2017.01.28)
- 宏观经济 | 美国贸易“新政”：进口关税、边境调节税及非关税壁垒 (2017.01.23)
- 宏观经济 | 12月非农就业：平均小时工资增速并非通胀的前瞻指标 (2017.01.07)
- 宏观经济 | 美国通胀(5)：全年V型走势已现，关注近期CPI通胀的跳升 (2016.12.04)

¹ 4月28日凌晨美联储公布4月 FOMC 会议声明，偏鸽派：未修改加息前瞻指引，市场反应积极(声明发布后数小时，美股上行、美债收益率下行、美元指数走平)；5月19日凌晨美联储公布4月 FOMC 会议纪要，明显鹰派：反复提到6月加息的可能性，市场反应剧烈。参见2016年5月29日报告《技术帖：全面理解美联储的货币政策框架》第四页。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明



- ▶ **今年可能更快加息，但3月不会加息。**我们在去年12月15日的报告中提到，要关注2017年下半年美联储更快加息的风险，主要因为2017年CPI通胀显著超过2%的概率在上升²。目前看，这一判断仍旧成立。但即便如此，3月加息的概率仍旧极低：由于2月2日的FOMC会议没有修改加息的前瞻指引（会议声明第四段的措辞一字未变），3月加息的概率接近零。由于5月3日的FOMC会议没有新闻发布会，5月加息的可能性也很低（但可能修改加息前瞻指引），即下一次加息时间窗口最早是今年6月14日的FOMC会议。我们维持今年美联储只加息两次的基准判断不变。**美联储货币政策决议有两个基本原则，一是遵守规则（“rule based”），二是加强市场沟通，尽量不给市场意外。**其中第二点是伯南克上任以来（耶伦继续保持），整个美联储一直致力于实现的方向。过去几个月，不论各个官员如何发言、如何讨论美联储加息，“缓慢加息”仍旧是当前美联储货币政策方向的主基调。在这个背景下，不论单个月的经济数据如何超预期，单个月的通胀如何上行，美联储也没有必要在没有任何前瞻指引变化的情况下，在3月意外加息（三周后）。我们也注意到，联邦基准利率期货价格隐含的3月加息概率，即便在过去几周波动较大，但仍旧只有20%左右。

² 参见2016年12月15日报告《加息靴子落地，关注明年下半年更快加息的风险》。



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：江薇



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

