

美联储拐点在哪？

分析师：吴嘉璐

执业证书编号：S0740520090004

电话：

邮箱：wuji@r.qlzq.com.cn

联系人：李俊

电话：

Email: lijun@r.qlzq.com.cn

相关报告

投资要点

- **1、零利率长期不变。**美联储1月FOMC会议决议全票通过维持联邦基金利率区间在0%-0.25%水平不变，维持超额存款准备金利率（IOER）在0.1%不变，符合市场预期，预计将持续维持这一利率水平，直至劳动力市场条件符合最大就业评估，通胀率升至2%（并有望在一段时间内超过2%）。
- **2、通胀容忍度高。**截止去年11月，美国PCE仅1.1%，核心PCE仅1.4%，远不及2%。美联储声明称，需求疲软和油价早期下跌抑制了消费价格通胀。不过，当前美国通胀预期已经上升至2%以上，美联储主席鲍威尔在随后的发布会中再度强调，美联储对通胀有很高的容忍度，将保持足够的耐心，不会因为短期通胀上行就立即做出反应。
- **3、经济复苏放缓。**截止1月23日，美国粗钢产量同比跌幅再度扩大；截止1月20日，美国零售消费活动较基期仍下滑26%，必需消费活动也较基期下滑20%左右；此外，美国12月零售继续下滑，同比连续3个月下滑，环比则连续3个月为负。同时，12月非农就业转负，为5月复工复产以来首次负增长，而且12月广义失业率维持10%以上；考虑到疫情依然严峻，我们估计1月美国非农就业或继续负增长。
- **4、Taper言之过早。**近期美国疫情有所回落，但近一周平均每日新增病例仍在17万左右的高位此外，每日新增死亡病例超过3000人，已经创历史新高，严重的疫情将继续拖累美国经济和就业的复苏。在美国疫情仍然严峻，经济修复放缓的背景下，美联储短期不会收缩货币。美联储主席鲍威尔也强调，现在还没到讨论缩债的时候。如果到了缩债的时机，美联储会提前就缩债问题进行沟通，寻求渐进式缩减购债。
- **5、美联储拐点在哪？**经济道路取决于疫苗进展，当前疫苗进度仍偏慢，货币政策拐点或取决于财政政策。为辅助经济恢复，美国采取了多轮财政刺激措施，当前美国财政赤字高企。美联储除了稳住金融市场外，还不得不为财政刺激政策的顺利实施提供有效支撑。因此，在财政刺激尚未退出的情况下，美联储将继续维持宽松态势。
- **风险提示：**第三方机构数据失真风险，疫情扩散，政策变动，贸易问题，全球经济降温。

内容目录

1、零利率长期不变。	- 3 -
2、通胀容忍度高。	- 3 -
3、经济复苏放缓。	- 4 -
4、Taper 言之过早。	- 5 -
5、美联储拐点在哪？	- 6 -

图表目录

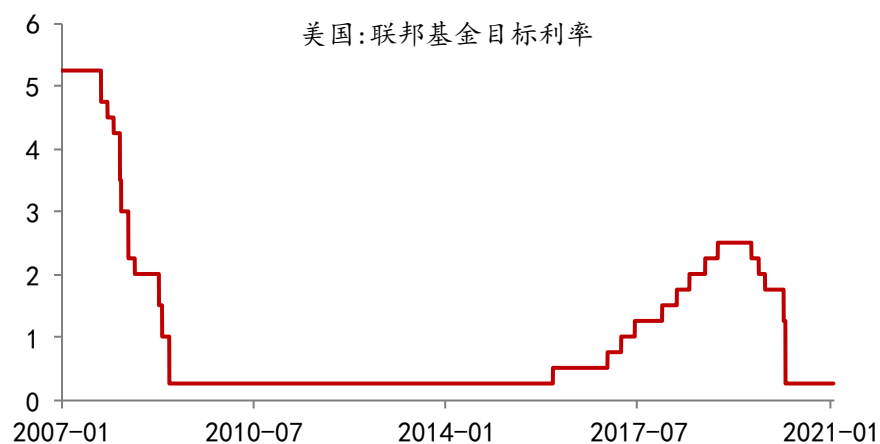
图表 1: 美国联邦基金目标利率 (%)	- 3 -
图表 2: 美国 PCE 和核心 PCE (%)	- 4 -
图表 3: 美国预期通胀率 (%)	- 4 -
图表 4: 美国粗钢产量同比 (%)	- 4 -
图表 5: 美国零售销售同比 (%)	- 4 -
图表 6: 美国每日新增病例和每日死亡病例 (七天移动平均, 例)	- 5 -
图表 7: 美国周度经济指数 (%)	- 5 -
图表 8: 美联储总资产规模 (万亿美元)	- 5 -
图表 9: 全球各国至少接种 2 剂人群占比 (%)	- 6 -
图表 10: 以色列疫苗接种与新增病例情况	- 6 -
图表 11: 美联储持有美债占联邦公共债务比重 (%)	- 7 -

1、零利率长期不变。

维持零利率不变。美联储 1 月 FOMC 会议决议全票通过维持联邦基金利率区间在 0%-0.25% 水平不变，维持超额存款准备金利率（IOER）在 0.1% 不变，符合市场的预期，预计将持续维持这一利率水平，直至劳动力市场条件符合最大就业评估，通胀率升至 2%（并有望在一段时间内超过 2%）。

美联储声明强调会使用所有工具来支持美国经济，以促进最大就业和价格稳定。本次会议并未调整资产购买计划，声明称将继续每月增持至少 800 亿美元的美国国债，每月增持至少 400 亿美元的机构抵押贷款支持证券（MBS），并根据需要购买机构商业抵押支持证券（CMBS），以及进行回购协议操作，以支持有效的政策实施和短期美元融资市场的平稳运行。与去年 12 月的声明并无太大变化。

图表 1：美国联邦基金目标利率（%）



来源：WIND，中泰证券研究所

2、通胀容忍度高。

通胀预期上升至 2% 以上。截止去年 11 月，美国 PCE 仅 1.1%，核心 PCE 仅 1.4%，远不及 2%；截止去年 12 月，美国 CPI 仅 1.3%。美联储声明称，需求疲软和油价早期下跌抑制了消费价格通胀。不过，当前美国通胀预期已经上升至 2% 以上，美联储是否会有所行动呢？

通胀容忍度高。美联储主席鲍威尔在随后的发布会中再度强调，美联储对通胀有很高的容忍度。鲍威尔称，未来几个月的通货膨胀将是短暂的；美联储对短期的通胀上升是乐意的，将保持足够的耐心，不会因为短期通胀上行就立即做出反应。毕竟过去几十年，平均通货膨胀率低于 2%，有望维持一段时间通胀水平高于 2%。

图表 2: 美国 PCE 和核心 PCE (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 3: 美国预期通胀率 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

3、经济复苏放缓。

经济复苏已经放缓。与 12 月声明中“经济修复回升”不同的是,本次会议美联储强调“经济活动和就业的复苏步伐放缓,疲软集中在受这一流行病影响最严重的部门。”可见,美联储当前对经济前景仍持谨慎态势。此外,在随后的发布会中鲍威尔也强调,尽管经济比预期更有韧性,但距离全面复苏还有很长的路要走。**具体来看:**

生产需求仍弱。截止 1 月 23 日,美国粗钢产量同比跌幅再度扩大;截止 1 月 20 日,美国零售消费活动较基期仍下滑 26%,必需消费活动也较基期下滑 20%左右;此外,美国 12 月零售继续下滑,同比连续 3 个月下滑,环比则连续 3 个月为负。

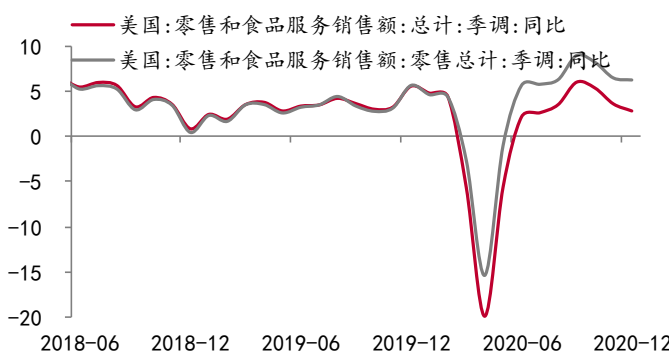
失业率仍高。12 月非农就业转负,为 5 月复工复产以来首次负增长,很大程度上是受 11 月下旬以来不断恶化的疫情影响,而且 12 月广义失业率维持 10%以上;考虑到疫情依然严峻,截止 16 日,连续 2 周初请失业金人数在 90 万以上,我们估计 1 月美国非农就业或继续负增长。

图表 4: 美国粗钢产量同比 (%)



来源: WIND, 中泰证券研究所

图表 5: 美国零售销售同比 (%)

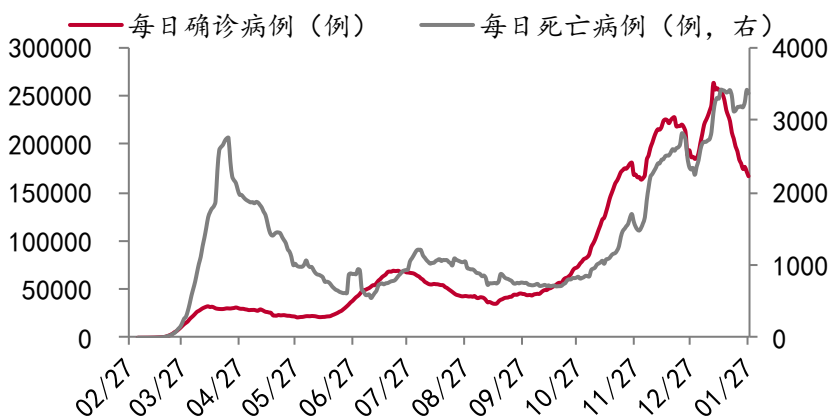


来源: WIND, 中泰证券研究所

4、Taper 言之过早。

疫情仍然严重。近期美国疫情有所回落，但近一周平均每日新增病例仍在 17 万左右的高位，单日新增病例仍在 15 万左右。此外，每日新增死亡病例超过 3000 人，已经创历史新高，且近期仍有上升的确实。严重的疫情将继续拖累美国经济和就业的复苏。

图表 6：美国每日新增病例和每日死亡病例（七天移动平均，例）

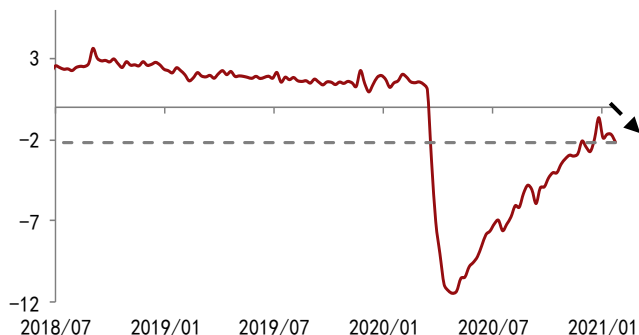


来源：WIND，中泰证券研究所

Taper 言之过早。尽管在去年 12 月会议纪要中提到，部分联储主席就缩债进行了讨论。但在美国疫情仍然严峻，经济修复放缓的背景下，美联储短期不会收缩货币。并且，随后美联储主席鲍威尔也多次强调，现在还没到讨论缩债的时候。

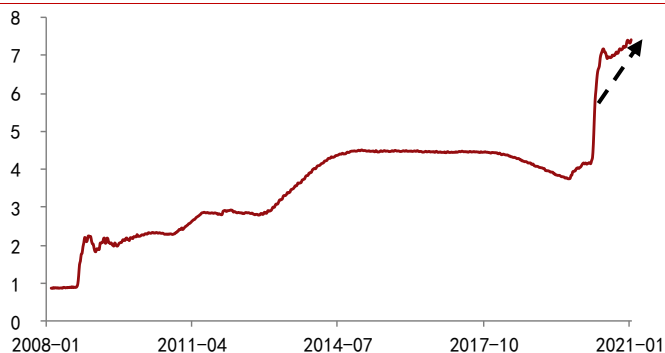
为了避免 2013 年的“缩债恐慌”，在本次会议后的发布会中，鲍威尔再次强调，现在谈论缩减购债还为时过早；在必要的时候，美联储可以在资产购买方面采取更多的措施。并强调，如果到了缩债的时机，美联储会提前就缩债问题进行沟通，寻求渐进式缩减购债。

图表 7：美国周度经济指数 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 8：美联储总资产规模 (万亿美元)



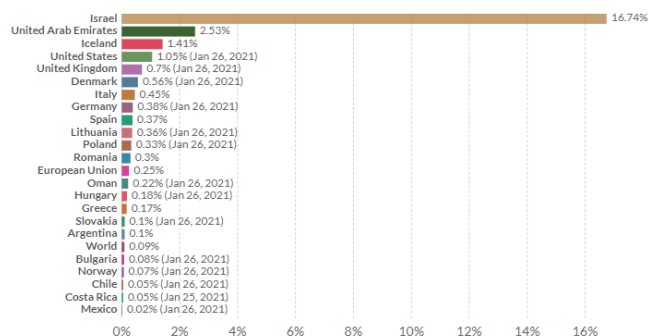
来源：WIND，中泰证券研究所

5、美联储拐点在哪？

经济道路取决于疫苗进展。美联储声称，经济的道路很大程度上取决于病毒的进程，包括疫苗接种的进展，持续的公共卫生危机继续对经济活动、就业和通胀造成压力，并对经济前景构成相当大的风险。在随后的发布会中，鲍威尔也强调，疫情仍然带来相当大的下行风险，一方面来自于疫苗推广较慢，另一方面来自于变异病毒，要达到群体免疫还需要一段时间。

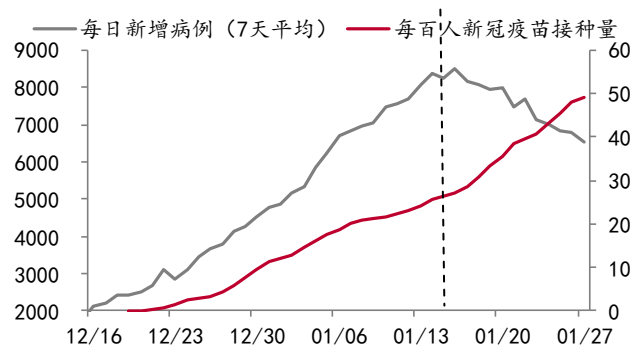
疫苗进度仍慢。截止 1 月 27 日，全球接种 8029 万剂，其中美国接种超过 2000 万剂，占比 33%，领先全球；截止 1 月 27 日，每日接种连续 3 天在 110 万剂以上，接种速度较以往大幅提升。但疫苗进度仍偏慢，截止 1 月 27 日，美国至少接种 1 剂人群占比仅 6%，至少接种 2 剂人群占比仅 1%，远不及以色列的 17%。

图表 9：全球各国至少接种 2 剂人群占比 (%)



来源：WIND，中泰证券研究所

图表 10：以色列疫苗接种与新增病例情况



来源：WIND，中泰证券研究所

货币政策拐点或取决于财政政策。此次疫情冲击下，金融市场和实体经济均遭重创，为辅助经济恢复，美国采取了多轮财政刺激措施，美国财政赤字一度高达 8000 多亿美元，截止去年年底仍高达 1400 多亿美元。

尤其疫情仍然严重，疫情进度仍慢，为辅助经济修复，拜登上台或启动新一轮 1.9 万亿财政刺激政策。在赤字规模如此高的情况下，美联储除

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18344

