

2020 年 12 月 17 日

宏观研究

研究所

证券分析师：
021-61981316樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

经济乐观，政策谨慎

——12 月美联储议息会议点评

相关报告

- 《11 月经济数据点评：出口助力经济复苏》
——2020-12-15
- 《4 季度政治局会议点评：改革新气象》——
2020-12-14
- 《11 月贸易数据点评：出口大超预期的背后》
——2020-12-07
- 《《三季度货币政策执行报告》及 MLF 续作点
评：货币政策继续保持稳定》——2020-12-01
- 《11 月 PMI 数据点评：制造业延续复苏势头》
——2020-11-30

事件：

北京时间 12 月 17 日凌晨，美联储的联邦公开市场委员会（FOMC）公布了 12 月议息会议决议，决议宣布维持当前 0%-0.25% 的利率不变，符合市场预期。联储将 QE 期限从此前的“未来数月”，改为“继续购债直到目标取得实质性进展”，虽然没有实质性地调整规模和购买期限，但是表述上的改变也已经延长了投资者对宽松政策的预期。同时美联储还小幅上调了对未来 GDP 的预测与通胀的预期。尽管当前美国经济复苏快于预期，疫苗进度较快，但是我们认为美联储大概率将维持会保持目前的政策立场，无需过早担忧货币紧缩，通胀上行的压力也不大。

投资要点：

- 美联储继续维持基准利率和 QE 购买量不变，而资产购买前景描述略有改变。

此次声明中的大部分内容与十一月的声明基本一致。利率方面，美联储宣布继续将基准利率维持在 0%-0.25% 区间不变，与预期一致。在对于当前经济形势的评估上，美联储认为经济活动和就业已经在持续复苏，但仍远低于年初的水平。通胀方面，联储重申“需求的疲软和石油价格的下跌压制了通胀”，并且“允许通货膨胀水平在一段时间超过 2%”。唯一的变化来自于对于资产购买论述，联储将期限从此前的“未来数月”，改为“继续购债直到目标取得实质性进展”，并宣称将“继续以每个月不低于 800 亿美元的速度购买国债、以每个月不低于 400 亿美元的速度购买 MBS”。

我们认为 QE 期限指引的改变意味着联储的政策将更加灵活，虽然声明中没有实质性地调整规模和购买期限，但是表述上的改变也已经延长了投资者对宽松政策的预期。主席鲍威尔在会后拒绝对于“实质性进展”进行更加具体的说明，考虑到声明中联储对于 2021 年(失业率 5%，通胀率 1.8%)和 2022 年(失业率 4.2%，通胀率 1.9%)的失业率以及通胀的预期，我们预计目前联储心中的期限应该在 2022 年中左右（美国自然失业率在 4.3% 左右）。展望未来，既然联储没有在现在展开进一步的宽松政策，那么随着疫苗的使用以及美国经济的回暖，2021 年会进一步宽松的概率非常小。

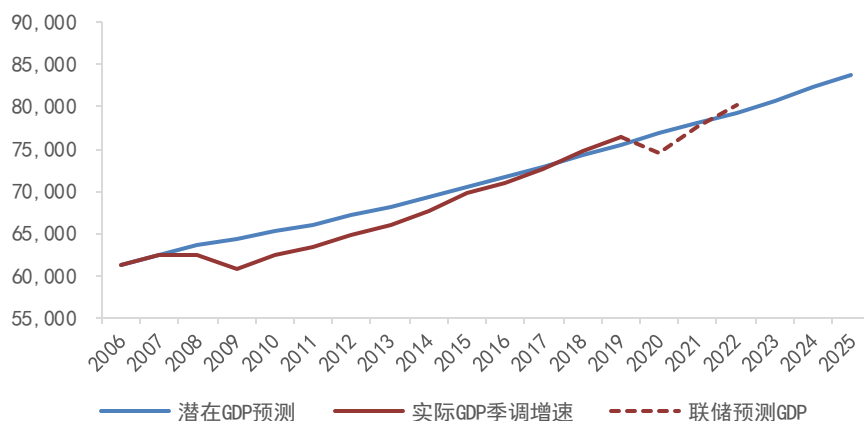
■ 美联储上调了今明两年的经济增速预测，但加息预期没有太大变化。

整体来看，联储上调了 2020 年、2021 年与 2022 年的经济预测，GDP 增速由-3.7%、4.0%、3.0%上调至-2.4%、4.2%、3.2%，失业率由 7.5%、5.5%、4.6%下调至 6.7%、5.0%、4.2%。2020-2022 三年累计上调了 1.7%的 GDP 增幅，其中 2020 年四季度隐含 GDP 同比增加 2%。由此推断，美国 GDP 将于 2021-2022 年间回到自然增长的水平，约在 2022 年中达到充分就业，这也与联储调整的就业和通胀预期相符。

核心 PCE 预测中值在 2021 年和 2022 年分别上升 0.1 个百分点至 1.8%和 1.9%，但 2023 年仍维持在 2%。可以看出，目前美联储对于经济当前情况表示乐观，但是对于通胀的预期还比较保守，如鲍威尔所说“通胀上升并非易事……在上次危机中，通胀花了很长时间才回到 2%的水平”。这也与我们 2021 年的年度展望报告想法相一致。我们认为除非美国经济在各方面因素的刺激之下增长显著超出预期，回到潜在经济增速水平以上，通胀的压力可能才会有所显现。同样，尽管上调了经济预期，但在利率预测中，17 位 FOMC 参与者中只有 5 位现在认为 2023 年底前将首次加息，仅比 9 月份预测中的 4 位多了一位；而预测的中值保持不变，认为到那时不会加息。这也反映了联储在其新货币政策框架下设定的加息门槛较高。

风险提示：经济、政策不达预期；中美关系、疫情恶化超预期

图表 1: 美联储预测 GDP 与潜在产出



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 2: 联储上调了经济预期

Percent															
Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8	-2.5--2.2	3.7-5.0	3.0-3.5	2.2-2.7	1.7-2.0	-3.3--1.0	0.5-5.5	2.5-4.0	2.0-3.5	1.6-2.2
September projection	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0--3.0	3.6-4.7	2.5-3.3	2.4-3.0	1.7-2.0	-5.5-1.0	0.0-5.5	2.0-4.5	2.0-4.0	1.6-2.2
Unemployment rate	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1	6.7-6.8	4.7-5.4	3.8-4.6	3.5-4.3	3.9-4.3	6.6-6.9	4.0-6.8	3.5-5.8	3.3-5.0	3.5-4.5
September projection	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0-8.0	5.0-6.2	4.0-5.0	3.5-4.4	3.9-4.3	6.5-8.0	4.0-8.0	3.5-7.5	3.5-6.0	3.5-4.7
PCE inflation	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0	1.2	1.7-1.9	1.8-2.0	1.9-2.1	2.0	1.1-1.4	1.2-2.3	1.5-2.2	1.7-2.2	2.0
September projection	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1-1.3	1.6-1.9	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0	1.0-1.5	1.3-2.4	1.5-2.2	1.7-2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.4	1.8	1.9	2.0		1.4	1.7-1.8	1.8-2.0	1.9-2.1		1.3-1.5	1.5-2.3	1.6-2.2	1.7-2.2	
September projection	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3-1.5	1.6-1.8	1.7-1.9	1.9-2.0		1.2-1.6	1.5-2.4	1.6-2.2	1.7-2.1	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-0.4	0.1-1.1	2.0-3.0
September projection	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1-0.4	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-0.6	0.1-1.4	2.0-3.0

资料来源: FED, 国海证券研究所

【宏观研究小组介绍】

樊磊，国海研究所宏观研究负责人，超过 10 年宏观经济和股票策略研究经验。在加入国海证券之前，曾在日本瑞穗证券，东方证券等内外资券商从事证券研究工作。2006 年获得北京大学学士学位，2008 年在美国 Texas A&M 大学获得硕士学位。

【分析师承诺】

樊磊，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建

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_760

