

李超 执业证书编号：S0570516060002
研究员 010-56793933
lichao@htsc.com

刘天天 执业证书编号：S0570518050003
研究员 010-56793946
liutiantian@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：关注明年一季度天量社融可能性》2019.12
- 2《宏观：CPI上行压力仍然存在》2019.12
- 3《宏观：进口增速重回正，内需有企稳可能》2019.12

美联储抵抗负利率行胜于言

——美联储 12 月议息会议点评

美联储不降息不代表不宽松，美联储的宽松是用扩表替代降息

12月美联储议息会议决定联邦基金利率目标区间保持在1.5%-1.75%不变，委员会全票通过此项决定。鲍威尔的措辞表态中，重点强调了低通胀的风险，美联储需要保持政策宽松来促使通胀达标。我们认为，这表明美联储未来收紧货币政策的门槛在提高。当前美联储不降息不代表不宽松，美联储的宽松是用扩表替代降息，避免过早走向零利率下限，从这一点来看，美联储抵抗负利率是行胜于言。议息会议后，美债收益率下跌，表明市场认为扩表操作不一定能带来经济的企稳。此前美债收益率的走势已反映了政策层面的宽松，但是没有反映在政策刺激下经济可能企稳的看法。

点阵图显示 2020 年美联储将按兵不动

12月会议声明有一点变化：删去了“前景依然存在不确定性”这一措辞。在经济预测中，美联储下调了联邦基金利率的预估中值，未来三年的利率预测分别降至1.6%，1.9%和2.1%。点阵图显示2020年美联储或将按兵不动，17名官员中有13名预计利率将保持不变，而4名官员认为适合加息。美联储保持GDP预测和PCE预测不变，表明美联储在连续降息三次后，对于未来的前景展望并没有变得更加乐观，鲍威尔表示货币政策需要时间来发挥作用。美联储仅下调核心PCE2019年的预测值，但全面下调了未来三年的失业率水平，预计2020年失业率将从3.7%降至3.5%。

年末是否会再次出现流动性危机？

鲍威尔在记者招待会上表示，年底的时候货币市场利率暂时上行并不少见，压力似乎可控，美联储随时准备根据需要调整措施。但鲍威尔也强调，目的并不是消除所有的波动。年底流动性压力较大是在两个时间点：12月16日和12月31日。其中12月16日是国债发行的缴款日期叠加上企业的季度缴税，而12月31日是年底季末，过往市场流动性往往较为紧张。美联储近来持续进行回购操作和购买国债，12月4日的银行体系准备金余额已较9月18日上涨11%，美联储资产负债表规模上升幅度也接近6%，我们认为，年末时点的流动性紧张大概率不会有9月严重。

2020 年中美货币政策的共性一：均出现了扩表替代降息的行为

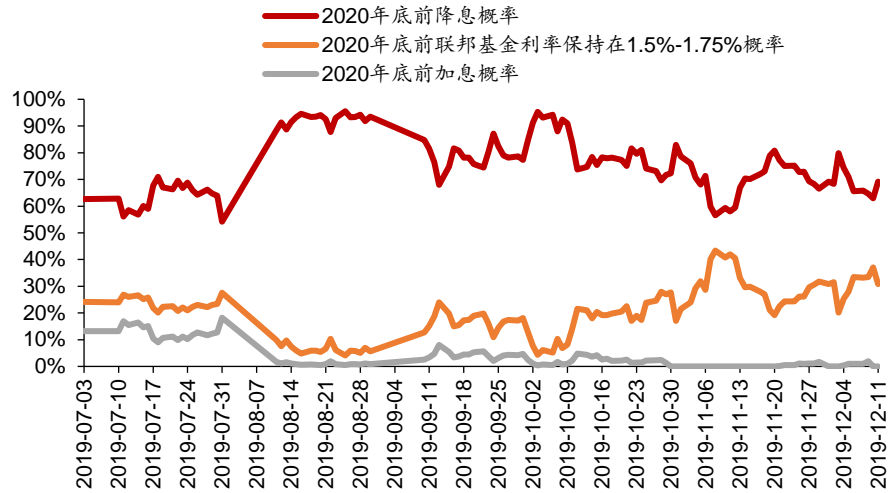
我们认为，明年中美货币政策有两个共同点：第一、都出现了扩表替代降息的行为。美联储当前扩表计划至少持续到明年二季度，600亿每月的扩表规模也较为可观，大大减少了降息次数。我们预计，明年上半年降息和扩表不会同时出现，而下半年存在降息一次的可能，中美贸易摩擦往后看仍然存在较大的不确定性。12月11日联邦基金利率期货隐含的2020年底前的降息概率从议息会议前的63%小幅上升到议息会议后的69%。而中国这一边，高通胀会限制利率政策，货币政策仍以扩信用为主，扩信用主要针对“好项目”的优质信贷投放+“类地产”的政策性金融支持。

2020 年中美货币政策的共性二：经济想要企稳最后的落足点都在货币政策

第二、不同于市场的逻辑，我们强调经济想要企稳光靠财政政策是不够的，最终必定是依靠货币政策宽松，来为财政政策提供必要的流动性支持。美国联邦政府赤字不断攀升，为了弥补财政亏空，政府只能依靠不断发债。在8月暂停债务上限之后，美国国债发行速率出现提升，所以扩表是对财政宽松形成积极配合。中国这边同样也是，明年一季度可能会有集中的信用释放。9月PSL在持续净回笼5个月首次出现净增量，10月进一步放量到750亿元。我们预计，2020年一季度PSL投放量单月可能达到1000亿以上，所以是明显的扩表行为，政策性金融发力或将对冲经济下行。

风险提示：美国财政政策发力不及预期，贸易摩擦事态升级或反复冲击市场风险偏好。

图表1：12月11日联邦基金利率期货隐含的2020年底前的降息概率从议息会议前的63%小幅上升到议息会议后的69%



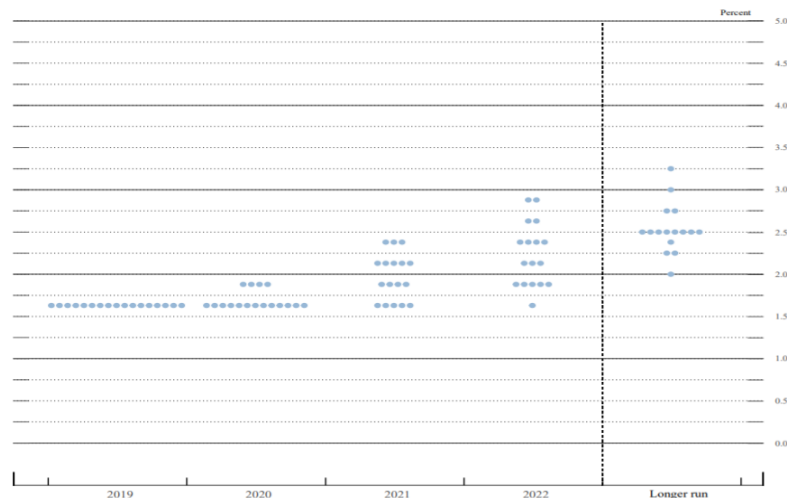
资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表2：美联储保持GDP预测和PCE预测不变，全面下调了失业率的水平，核心PCE仅下调了2019年的预测

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1-2.2	2.0-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-2.3	1.8-2.3	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
September projection	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	2.1-2.4	1.7-2.3	1.7-2.1	1.6-2.1	1.7-2.1
Unemployment rate	3.6	3.5	3.6	3.7	4.1	3.5-3.6	3.5-3.7	3.5-3.9	3.5-4.0	3.9-4.3	3.5-3.6	3.3-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.5-4.5
September projection	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2	3.6-3.7	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.0	4.0-4.3	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.3-4.2	3.6-4.5
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.4-1.5	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.2	2.0	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
September projection	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5-1.6	1.8-2.0	2.0	2.0-2.2	2.0	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.6	1.9	2.0	2.0		1.6-1.7	1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.2		1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
September projection	1.8	1.9	2.0	2.0		1.7-1.8	1.9-2.0	2.0	2.0-2.2		1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	1.6	1.6	1.9	2.1	2.5	1.6	1.6-1.9	1.6-2.1	1.9-2.6	2.4-2.8	1.6	1.6-1.9	1.6-2.4	1.6-2.9	2.0-3.3
September projection	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5	1.6-2.1	1.6-2.1	1.6-2.4	1.9-2.6	2.5-2.8	1.6-2.1	1.6-2.4	1.6-2.6	1.6-2.9	2.0-3.3

资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

图表3：点阵图显示2020年美联储或将按兵不动，17名官员中有13名预计利率将保持不变



资料来源：美联储官网，华泰证券研究所

风险提示

美国财政政策发力不及市场预期，贸易摩擦事态升级或反复冲击市场风险偏好。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、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。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

公司评级体系

— 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

— 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

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_8417

