

# 美国经济韧性仍在，2020年利率或不变

——12月美联储议息会议点评

宏观点评

潘向东（首席经济学家）证书编号：S0280517100001 刘娟秀（分析师）证书编号：S0280517070002

邢曙光（联系人）证书编号：S0280118060007 钟奕昕（联系人）证书编号：S0280118040021

北京时间2019年12月12日凌晨，美联储公布12月FOMC会议声明，美联储按兵不动宣布维持联邦基金利率在1.50%-1.75%区间，美联储票委全票通过此次利率决议。

## ● 经济不确定性下降，美联储按兵不动

12月FOMC会议声明对美国经济形势的评估与10月的评估基本一致。美联储继续表示，美国经济活动正以“温和的速度增长”，就业增长保持稳定，失业率保持在低位，家庭支出“强劲增长”，但企业固定投资和出口“保持疲软”。总体通货膨胀率以及食品和能源以外的其他商品的通货膨胀率都低于2%。

美联储认为，当前的货币政策立场合适的，并表示在评估联邦基金利率目标区间的适当路径时，美联储将继续根据经济前景以及各种经济数据及信息来评估，包括全球经济形势发展和减弱的通胀压力。此外，美联储删除“前景不确定性仍存”，暗示美联储对经济前景更加乐观，未来降息概率不大。

从实际数据上看，11月非农就业人口超预期增加26.6万人，失业率降至3.5%，美国11月每小时工资增速稳健。说明美国劳动力市场韧性仍存，薪资增速稳健增长，将有助于拉动消费增长，未来消费支出仍将是美国经济的重要支撑，加上降息的刺激作用，美国经济或不至于陷入严重衰退。

## ● 美国经济韧性仍在，2020年利率或不变

美联储主席Powell表示，今年以来的三次降息有效支撑美国经济，目前的货币政策立场可能仍是合适的，如果经济前景明显出现恶化，美联储将及时做出相应反应，并且美联储随时准备调整回购操作的运作细节，以保持联邦基金利率在区间内。此外，美联储删除“前景不确定性仍存”这一表述，结合点阵图来看，美联储对2020年利率中值预期为1.625%，长期预测值仍维持在2.5%的水平，说明美联储并不急于降息或加息，而是继续关注未来经济指标隐含的经济前景。

这也与美联储官员近期的表述一致，他们认为，经济和货币政策都处于良好状况，只要当前状况持续，货币政策就可能保持不变；尽管经济前景存在风险，但依旧处于有利状态，预计经济继续保持温和增长。从近期公布的经济数据来看，全球制造业PMI有所回升，经济出现复苏迹象，美国经济韧性仍存。

据CME美联储观察显示，美联储2020年一月底在1.5%-1.75%区间的概率为91.1%，降息25个基点的概率为8.9%；在2020年底维持利率不变的概率为35.5%，降息25个基点和降息50个基点的概率分别为39.4%和19%。

## ● 只有通胀持续回升，才会考虑加息

美联储在此次会议中表达对美国通胀不及目标的担忧，美联储不仅在声明中表示未来货币政策的路径将考虑减弱的通胀压力，还下调2019年核心PCE通胀预期至1.6%。虽然美国失业率正处于50年来的最低水平，新增非农就业也在11月起超预期增长，但美国通胀率却一直不及美联储2%的目标。鲍威尔也表示，如果通胀持续低于美联储的目标，可能会导致长期通胀预期下降，从而拉低实际通胀，这样利率也会更低，更接近有效下限。这就会导致为支持经济的降息空间缩小，不利于美国经济状况的改善。但同时美联储也相信，在强劲经济和支持性货币政策的背景下，通胀率将升至2%。对于加息的态度，鲍威尔非常明确地指出，只有“持续的、显著的”通胀率上升，他才会支持加息。

不管美联储如何行动，中国央行货币政策仍会以国内目标为主，中国经济下行压力仍存，货币政策整体宽松，但通胀会掣肘货币政策宽松程度。受低基数和猪肉价格维持高位的影响，中国11月CPI增速达到4.5%，未来物价压力仍较大，特别是猪肉价格上涨已经带动其他食品以及餐饮价格上涨，这会提高居民的生活成本，央行货币政策报告提到未来一段时间需警惕通货膨胀预期发散，若物价涨幅长期高居不下，不排除货币政策会更加中性。

## ● 风险提示：美国货币政策超预期

## 相关报告

国际经济及大宗商品：美国货币政策泰勒规则失效了吗

2019-10-27

国际经济及大宗商品：美联储宣布重新扩表，可以实现“一石多鸟”

2019-10-13

宏观点评：美联储下一步怎么走？

2019-09-19

国际经济及大宗商品：重启QE并降息，欧央行超预期货币宽松

2019-09-15

国际经济及大宗商品：美国新增非农就业人数放缓，但鲍威尔仍比较乐观

2019-09-08

国际经济及大宗商品：美联储将采取适当行动，维持美国经济扩张

2019-08-25

国际经济及大宗商品：美联储降息能刺激投资吗

2019-08-11

宏观点评：美联储预防性降息，或非启动降息周期

2019-08-01

国际经济及大宗商品：美联储考虑设置SRF，解决降息技术问题

2019-07-14

国际经济及大宗商品：美联储降息的一个技术性问题

2019-06-23

国际经济及大宗商品：为什么中国国债收益率远低于经济增速？

2019-03-17

国际经济及大宗商品：货币宽松能解决欧洲经济问题吗？

2019-03-10

国际经济及大宗商品：为何美国经济增速超预期？

2019-03-03

## 目 录

1、 经济不确定性下降，美联储按兵不动.....	3
2、 美国经济韧性仍在，2020 年利率或不变.....	4
3、 只有通胀持续回升，才会考虑加息.....	5

## 图表目录

图 1: 美联储点阵图.....	4
图 2: 美联储降息概率.....	5
图 3: 美联储经济预期.....	5
表 1: FOMC 会议声明对比.....	3

北京时间 2019 年 12 月 12 日凌晨，美联储公布 12 月 FOMC 会议声明，美联储按兵不动宣布维持联邦基金利率在 1.50%-1.75% 区间，符合市场预期，美联储票委全票通过此次利率决议。美联储会议声明公布后，美元指数先涨后跌，美股三大指数上涨，金价先跌后涨。

## 1、经济不确定性下降，美联储按兵不动

表1: FOMC 会议声明对比

	2019 年 10 月 FOMC 会议声明	2019 年 12 月 FOMC 会议声明
经济增长	经济温和增长 (rising at a moderate rate)	经济温和增长 (rising at a moderate rate)
劳动力市场	就业增长一直保持稳定 (job gains have been solid)，失业率维持低位 (remained low)	就业增长一直保持稳定 (job gains have been solid)，失业率维持低位 (remained low)
通货膨胀	总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率均低于 2% (below 2 percent)	总体通货膨胀率和剔除食品和能源的核心通货膨胀率均低于 2% (below 2 percent)
家庭消费支出	强劲增长 (rising at a strong pace)	强劲增长 (rising at a strong pace)
固定资产投资	保持疲软 (remain weak)	保持疲软 (remain weak)
货币政策	下调联邦基金利率至 1.50%-1.75% 区间	维持联邦基金利率在 1.50%-1.75% 区间不变

资料来源: Fed, 新时代证券研究所

12 月 FOMC 会议声明对美国经济形势的评估与 10 月的评估基本一致。美联储继续表示，美国经济活动正以“温和的速度增长 (moderate rate)”，就业增长保持稳定，失业率保持在低位，家庭支出“强劲增长 (rising at a strong pace)”，但企业固定投资和出口“保持疲软 (remain weak)”。总体通货膨胀率以及食品和能源以外的其他商品的通货膨胀率都低于 2%。以市场为基础的通胀补偿指标有所下降；基于调查的长期通胀预期指标几乎没有变化。

在前瞻指引方面，美联储认为，当前的货币政策立场合适的，支持经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场状况和接近委员会对称 2% 目标的通胀；并表示在评估联邦基金利率目标区间的适当路径时，美联储将继续根据经济前景以及各种经济数据及信息来评估，包括全球经济形势发展和减弱的通胀压力。此外，美联储删除“前景不确定性仍存 (uncertainties about this outlook remain)”这一表述，暗示美联储对经济前景更加乐观，未来降息概率不大。

从实际数据上看，11 月非农就业人口超预期增加 26.6 万人，失业率降至 3.5%，10 月和 9 月的新增非农就业数据共计上修 4.1 万人，修正后近三个月平均每月新增就业 20.1 万人，为近十个月以来的新高。此外，美国 11 月每小时工资增速稳健，环比和同比分别增长 0.2% 和 3.1%。说明美国劳动力市场韧性仍存，薪资增速稳健增长，将有助于拉动消费增长，未来消费支出仍将是美国经济的重要支撑，加上降息的刺激作用，美国经济或不至于陷入严重衰退。

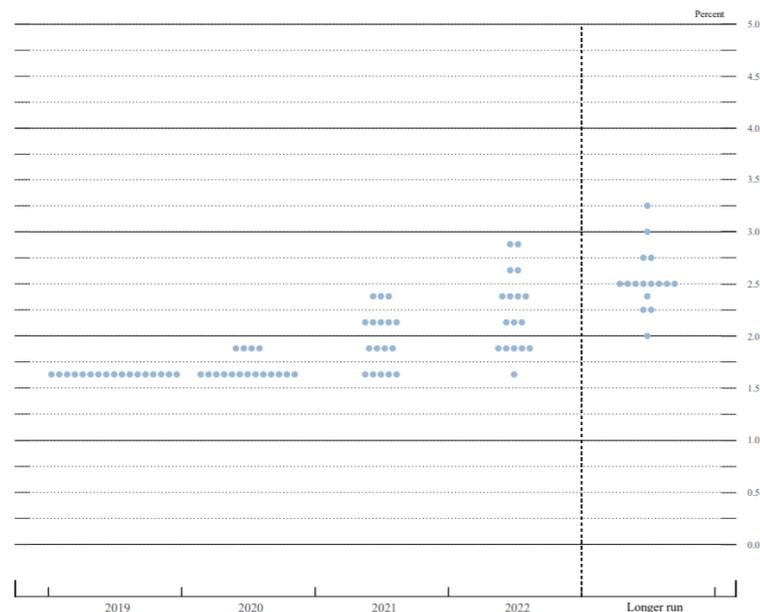
## 2、美国经济韧性仍在，2020 年利率或不变

在新闻发布会上美联储主席 Powell 表示，今年以来的三次降息有效支撑美国经济，使美国经济前景保持在正轨上；目前的货币政策立场可能仍是合适的，如果经济前景明显出现恶化，美联储将及时做出相应反应；美联储随时准备调整回购操作的运作细节，以保持联邦基金利率在区间内。此外，美联储删除“前景不确定性仍存 (uncertainties about this outlook remain)”这一表述，表明美联储官员对经济的信心正在增强，结合点阵图来看，说明美联储并不急于降息或加息，而是继续关注未来经济指标隐含的经济前景。

这也与美联储官员近期的表述一致，他们认为，经济和货币政策都处于良好状况，只要当前状况持续，货币政策就可能保持不变；尽管经济前景存在风险，但依旧处于有利状态，预计经济继续保持温和增长。从近期公布的经济数据来看，全球制造业 PMI 有所回升，经济出现复苏迹象，美国经济韧性仍存。

根据 12 月议息会议的投票结果和美联储最新公布的“点阵图”来看，美联储在 2020 年底或将按兵不动，并且在委员会的估计数中所包括的四年中，每一年的利率中值预期都有所下降，但长期预测值仍维持在 2.5% 的水平。美联储官员对 2020 年利率中值的预期为 1.625%。其中仅有 4 位官员预计 2020 年底利率为 1.875%，即预计明年将回到加息轨道；而其他 13 位官员预计 2020 年底利率为 1.625%。

图1： 美联储点阵图



资料来源：美联储，新时代证券研究所

据 CME 美联储观察显示，美联储公布 12 月 FOMC 会议声明后，美联储 2020 年一月底在 1.5%-1.75% 区间的概率为 91.1%，降息 25 个基点的概率为 8.9%；在 2020 年底维持利率在 1.5%-1.75% 区间的概率为 35.5%，降息 25 个基点和降息 50 个基点的概率分别为 39.4% 和 19%。

**图2：美联储降息概率**

MEETING PROBABILITIES					
MEETING DATE	50-75	75-100	100-125	125-150	150-175
2020/1/29			0.0%	8.9%	91.1%
2020/3/18	0.0%	0.0%	0.8%	16.1%	83.1%
2020/4/29	0.0%	0.1%	2.9%	25.5%	71.5%
2020/6/10	0.0%	0.5%	6.1%	32.0%	61.3%
2020/7/29	0.1%	1.2%	9.3%	35.6%	53.8%
2020/9/16	0.2%	2.3%	13.0%	38.2%	46.3%
2020/11/5	0.5%	3.4%	15.6%	39.0%	41.5%
2020/12/16	0.9%	5.2%	19.0%	39.4%	35.5%

资料来源：CME FedWatchTool，新时代证券研究所

美联储最新公布的经济预期总体来看变化不大，维持 GDP 增速预期不变、下调今年失业率预期、维持通胀预期不变，新增的 2022 年经济增速、失业率预期较 2021 年有所放缓。具体来看，美联储将 2019 年、2020 年和 2021 年的经济增速预期分别维持在 2.2%、2% 和 1.9% 不变，新增 2022 年经济增速预期为 1.8%；下调 2019 年核心 PCE 增速预期至 1.6%，维持 2019 年、2020 年和 2021 年的 PCE 通胀增速预期分别在 1.5%、1.9% 和 2% 不变，新增 2022 年经济 PCE 增速预期为 2%；下调 2019 年失业率预期 0.1 个百分点至 3.6%，下调 2020 年和 2021 年失业率预期 0.2 个百分点至 3.5%、3.6%，新增 2022 年失业率预期为 3.7%。

**图3：美联储经济预期**

Variable	Percent					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	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 <sup>4</sup>	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，新时代证券研究所

### 3、只有通胀持续回升，才会考虑加息

美联储在此次会议中表达了对美国通胀不及目标的担忧，美联储不仅在声明中表示未来货币政策的路径将考虑减弱的通胀压力（muted inflation pressures），还下调 2019 年核心 PCE 通胀预期至 1.6%。虽然美国失业率正处于 50 年来的最低水平，新增非农就业也在 11 月超预期增长，但美国通胀率却一直不及美联储 2% 的目标。鲍威尔也在新闻发布会上表示，如果通胀持续低于美联储的目标，可能会导致长期通胀预期下降，从而拉低实际通胀，这样利率也会更低，更接近有效下限。这就会导致为支持经济的降息空间缩小，不利于美国经济状况的改善。

但同时美联储也相信，在强劲经济和支持性货币政策的背景下，通胀率将升至 2%。美联储预期 2020 年通胀率将上升到 1.9%，2021 年通胀率将上升到 2%。对于加

息的态度，鲍威尔非常明确地指出，只有“持续的、显著的 (persistent significant)”通胀率上升，他才会支持加息。

不管美联储如何行动，中国央行货币政策仍会以国内目标为主，中国经济下行压力仍存，货币政策整体宽松，但通胀会掣肘货币政策宽松程度。受低基数和猪肉价格维持高位的影响，中国 11 月 CPI 增速达到 4.5%，未来物价压力仍较大，特别是猪肉价格上涨已经带动其他食品以及餐饮价格上涨，这会提高居民的生活成本，央行货币政策报告提到未来一段时间需警惕通货膨胀预期发散，若物价涨幅长期高居不下，不排除货币政策会更加中性。

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\\_8419](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_8419)

