

宏观点评

美联储的经济预测靠谱吗？——12月 FOMC 会议点评

事件：12月12日凌晨3点，美联储公布12月利率决议：维持联邦基金目标利率区间1.75-2.0%不变，维持经济预期和PCE通胀预期不变，并全面下调失业率预期。

核心结论：

1、美联储12月如期按兵不动，政策信号鸽大于鹰。12月FOMC会议美联储维持利率不变，会议声明删除了“经济前景存在不确定性”，主因贸易形势好转，同时新增了“当前货币政策适合于支持经济扩张、就业强劲、通胀目标达成”，意味着短期不会进一步降息。最新点阵图显示，美联储官员预计2020年利率将维持当前水平，但与9月点阵图相比，美联储官员对未来利率路径的分歧明显缩小，且支持大幅加息的官员明显减少。鲍威尔在讲话中反复强调通胀达标的重要性，称加息需看到通胀有持续且明显的上涨。整体来看，本次FOMC会议基本消除了短期内重新加息的可能性，因而政策信号较为鸽派，会议过后市场对未来降息的预期也有所升温。

2、美联储经济预测依然乐观，但历史经验表明其在经济周期尾部的准确性有待考量；维持我们此前判断，美国经济明年将延续下行，且中长期有较大的衰退风险，最快2020年底陷入衰退。本次美联储对于实际GDP增速和PCE通胀的预测与9月完全一致，全面下调了失业率的预期，同时小幅下调了2019年的核心PCE通胀预期。我们回顾了过去三轮美国经济衰退前一年12月的FOMC经济预测，发现与实际情况的偏离度较大，因而当前美联储对经济前景的乐观预测其准确性有待考量。维持此前判断，由于当前美国非金融企业存量债务压力已接近历史最高水平，美国经济中长期陷入衰退几乎不可避免。但鉴于美国当前流动性依然宽松，且经济数据的表现也明显好于历次衰退前夕，因而短期陷入衰退的可能性较低，最快可能在2020年底。

- 1989年12月FOMC会议中，美联储预测1990与1991年经济增速（当时为GNP）分别为1.6%、2.2%，而实际情况为1.9%、-0.1%；
- 2000年12月FOMC会议中，美联储预测2001与2002年实际GDP增速分别为3.1%、3.9%，而实际情况为1.0%、1.7%；
- 2007年12月FOMC会议中，美联储预测2008与2009年实际GDP增速分别为1.3%、2.1%，而实际情况为-0.1%、-2.5%。

3、美联储2020年大概率再降息2-3次；中国后续“降息”降准仍可期，明年Q1信贷社融有望延续高增。重申前期观点：本轮降息与历史上两轮“保险性降息”相比，经济周期所处位置明显不同，经济潜在风险也明显更大，因而本轮降息周期只是暂停而非终结。我们判断美联储2020年还会再降息2-3次，其中上半年大概率降息1次（2季度概率较大）。中国货币政策方面，“降息”降准仍然可期，不过幅度和次数已经较为有限，明年Q1信贷社融也有望延续高增。中短期看，春节前的TMLF利率有望跟随下调；后续有望再降准一次（最快在今年底明年初），但幅度有限。对于明年，MLF利率预计还将调降1-2次，最快2020年二三月份（主因届时CPI高点已过、美联储降息预期再次升温），累计再降10-20BP左右；同时OMO利率也有望下调，两者共同引导LPR继续下降。同时，货币政策将注重结构性调节和精准滴灌。提示关注现代中央银行制度、金融供给侧、利率并轨、补充银行资本等改革；此外，信贷将侧重支持制造业、消费和小微企业。其中，利率并轨方面重点是积极推动LPR的实际运用和存量贷款与LPR的逐步挂钩。

风险提示：美国经济表现超预期；中美贸易摩擦超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

研究助理 何宁

邮箱：hening@gszq.com

相关研究

1、《从通胀到人民币“内贬外升”——兼评11月物价》

2019-12-11

2、《月内三度“降息”，后续还会怎么降？》2019-11-20

3、《央行三季度货币政策报告的7大信号》2019-11-16

4、《美联储降息结束了吗？——兼评美国三季度GDP和10月FOMC会议》2019-10-31

5、《制度红利的春天——四季度和2020年宏观展望》2019-10-23



内容目录

美联储 12 月 FOMC 会议如期按兵不动，整体鸽大于鹰	3
美联储依然预测经济向好，但经验表明准确性有待考量	5
美联储大概率还会降息，我国“降息”降准仍可期	7
风险提示	8

图表目录

图表 1: 2019 年 12 月 FOMC 利率点阵图	3
图表 2: 2019 年 9 月 FOMC 利率点阵图	3
图表 3: 近三次 FOMC 会议声明对比	4
图表 4: FOMC 会议声明公布前后美元指数走势	4
图表 5: FOMC 会议声明公布前后 10Y 美债收益率走势	4
图表 6: FOMC 会议声明公布前后标普 500 指数期货走势	5
图表 7: FOMC 会议声明公布前后 COMEX 黄金走势	5
图表 8: 联邦利率期货市场已定价的美联储降息次数	5
图表 9: 美联储近 4 次经济预期对比（红色表示预期调整）	6
图表 10: 过去 3 轮美国经济衰退的起止日期与时长	6
图表 11: 1989 年 12 月 FOMC 会议经济预测	7
图表 12: 2000 年 12 月 FOMC 会议经济预测	7
图表 13: 2007 年 12 月 FOMC 会议经济预测	7
图表 14: 过去三轮衰退期美国实际 GDP 增速表现	7
图表 15: 当前非金融企业杠杆率远高于两轮“保险性降息”时期	7
图表 16: 当前非金融企业债务压力远高于两轮“保险性降息”时期	7

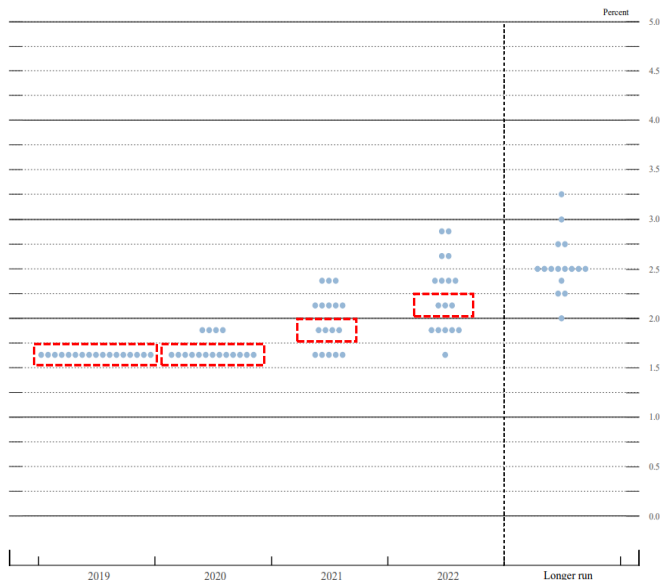
美联储 12 月 FOMC 会议如期按兵不动，整体鸽大于鹰

美联储 12 月 FOMC 如期按兵不动，最新点阵图显示 2020 年不会降息。12 月的 FOMC 会议美联储决定维持联邦基金目标利率区间在 1.75%-2.0% 不变，会议声明内容与 8 月基本一致，但删除了“经济前景存在不确定性”，同时新增了“当前货币政策适合于支持经济扩张、就业强劲、通胀目标达成”。最新点阵图显示，美联储官员预计 2020 年利率将维持当前水平，2021 年和 2022 年各加息一次；此外，与 9 月的点阵图相比，美联储官员对未来利率路径的分歧明显缩小，且支持大幅加息的官员明显减少。

在随后的新闻发布会上，美联储主席鲍威尔表示，美联储预计经济温和增长将持续，预计就业市场将维持强劲。当前货币政策立场可能仍是合适的，今年的降息有利于美国经济处在正轨。美联储致力于达成对称性通胀目标，通胀持续低于 2% 是不健康的。当前重新加息的必要性较低，如要加息，需要看到通胀有持续性的明显上涨。此外，鲍威尔在回答记者提问时，明确表示当前的经济环境与 1998 年不同（当时是保险性降息），并强调了美联储支撑通胀的决心，意味着未来货币政策仍将延续宽松。

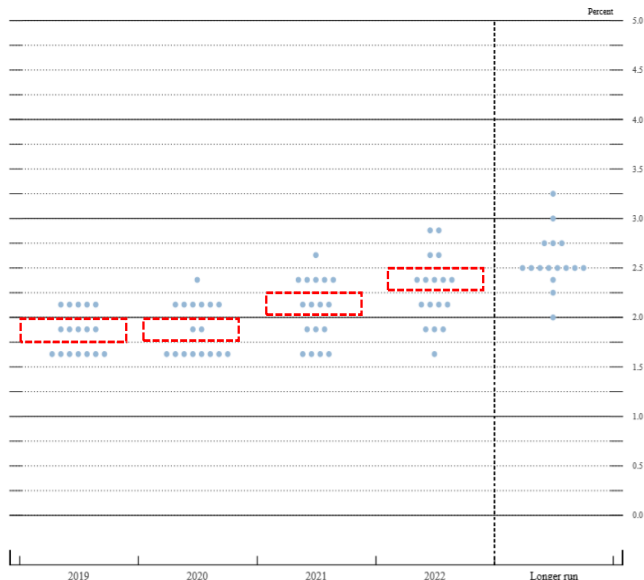
整体来看，本次 FOMC 会议信号偏鸽派。会议声明删除“经济前景存在不确定性”，主因中美贸易摩擦阶段性缓和、美墨加贸易协定取得进展、英国无协议脱欧风险下降等因素；而新增“当前货币政策适合于支持经济扩张、就业强劲、通胀目标达成”，则反映出美联储短期内可能暂停加息。在前期报告《美联储降息结束了吗？——兼评美国三季度 GDP 和 10 月 FOMC 会议》中我们曾指出，美联储货币政策立场已重回“数据依赖”，未来利率决策将取决于经济数据。考虑到点阵图显示官员分歧缩小，且支持大幅加息的官员明显减少，鲍威尔也反复强调通胀达标的重要性，本次 FOMC 会议基本消除了短期内重新加息的可能性，因此政策信号偏鸽派。

图表 1: 2019 年 12 月 FOMC 利率点阵图



资料来源: Fed, 国盛证券研究所

图表 2: 2019 年 9 月 FOMC 利率点阵图



资料来源: Fed, 国盛证券研究所

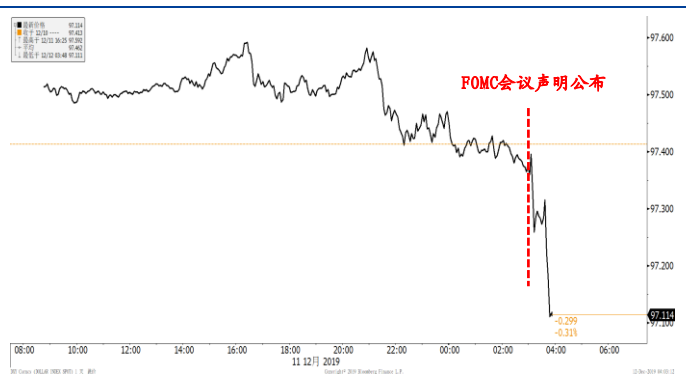
图表 3: 近三次 FOMC 会议声明对比

会议时间	2019/9/19	2019/10/31	2019/12/12
联邦基金目标利率	1.75-2.0%	1.5-1.75%	1.5-1.75%
经济增长	温和增长 (rising at a moderate rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)	温和增长 (rising at a moderate rate)
劳动力市场	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)	劳动力市场依然强劲 (remains strong), 失业率仍然很低 (remained low)
薪资增长	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)	稳固增长 (has been solid)
家庭支出	强劲增长 (rising at a strong pace)	强劲增长 (rising at a strong pace)	强劲增长 (rising at a strong pace)
固定投资	已经走弱 (have weakened)	保持疲软 (remain weak)	保持疲软 (remain weak)
通胀表现	整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent)	整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent)	整体通胀和核心通胀低于 2% (running below 2 percent)
其它表述变化	新增“出口已经走弱” (exports have weakened)	删除“将采取适当行动维持经济扩张” (act as appropriate to sustain the expansion)	删除“经济前景存在不确定性”, 新增“当前货币政策适合支持经济扩张、就业强劲、通胀目标达成”

资料来源: Fed, 国盛证券研究所

资产价格走势, 也反映出市场对本次 FOMC 会议解读为偏鸽派。12 月 FOMC 会议声明公布后, 美元指数和 10Y 美债收益率均快速跳水, 标普 500 指数期货和 COMEX 黄金价格快速拉升。此外, 联邦利率期货的数据显示, 市场对美联储 2020 年降息的预期有小幅升温, 当前市场已 price-in 了 2020 年降息 1.1 次。

图表 4: FOMC 会议声明公布前后美元指数走势



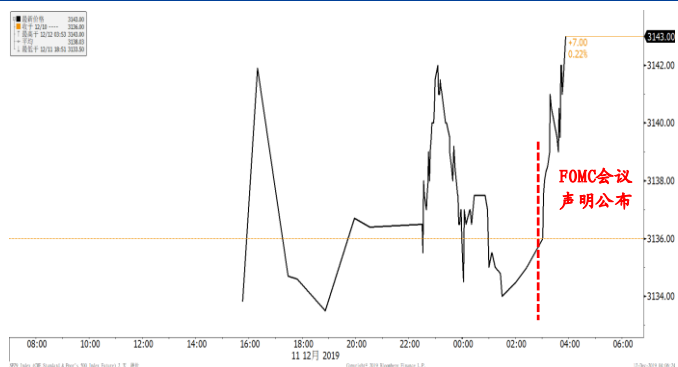
资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表 5: FOMC 会议声明公布前后 10Y 美债收益率走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

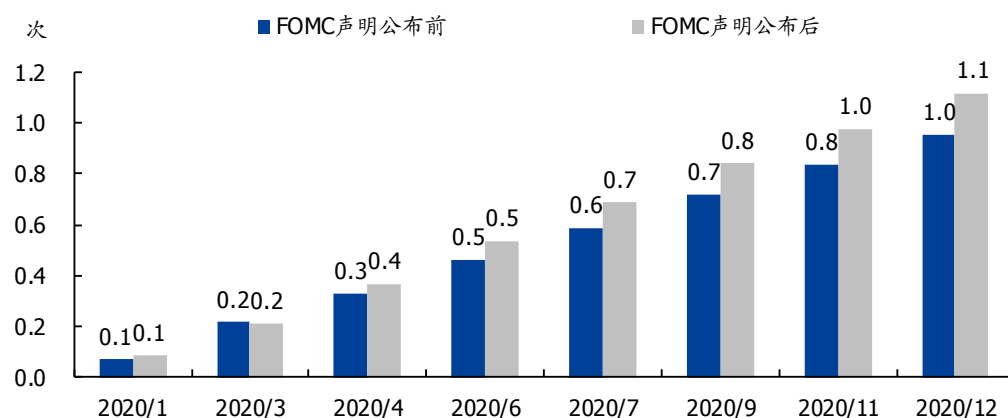
图表 6: FOMC 会议声明公布前后标普 500 指数期货走势



图表 7: FOMC 会议声明公布前后 COMEX 黄金走势



图表 8: 联邦利率期货市场已定价的美联储降息次数



美联储依然预测经济向好，但经验表明准确性有待考量

本次对经济前景展望中，美联储对于实际 GDP 增速和 PCE 通胀的预测与 9 月完全一致，全面下调了失业率的预期，同时小幅下调了 2019 年的核心 PCE 通胀预期。整体来看，美联储对于美国经济前景的预测依然偏乐观，应和美国经济数据出现边际改善有关。

数据显示，近期美国 ISM 制造业 PMI 下行减缓，密歇根大学消费者信心指数连续 4 个月回升，失业率再度下降至 3.5% 的历史低位，新增非农就业也出现反弹。此外，鲍威尔也表示贸易形势好转对经济形成利好，同时劳动力市场仍存在闲置，这些都构成美联储对经济前景偏乐观的原因。

图表 9: 美联储近 4 次经济预期对比 (红色表示预期调整)

经济指标	公布月份	2019 年	2020 年	2021 年	2022 年	长期
实际 GDP 增速	2019 年 12 月	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
	2019 年 9 月	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
	2019 年 6 月	2.1	2.0	1.8	-	1.9
	2019 年 3 月	2.1	1.9	1.8	-	1.9
失业率	2019 年 12 月	3.6	3.5	3.6	3.7	4.1
	2019 年 9 月	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
	2019 年 6 月	3.6	3.7	3.8	-	4.2
	2019 年 3 月	3.7	3.8	3.9	-	4.3
PCE 通胀	2019 年 12 月	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
	2019 年 9 月	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
	2019 年 6 月	1.5	1.9	2.0	-	2.0
	2019 年 3 月	1.8	2.0	2.0	-	2.0
核心 PCE	2019 年 12 月	1.6	1.9	2.0	2.0	-
	2019 年 9 月	1.8	1.9	2.0	2.0	-
	2019 年 6 月	1.8	1.9	2.0	-	-
	2019 年 3 月	2.0	2.0	2.0	-	-

资料来源: Fed, 国盛证券研究所

美联储的经济预测靠谱吗?从历史经验来看,经济周期尾端美联储的经济预测往往并不准确,且与实际情况偏离度较大。根据美国国家经济分析局(NBER)的划分,1983 年至今,美国经历了三轮经济衰退,其衰退的起点分别为 1990 年、2001 年、2008 年,我们选择衰退前一年 12 月 FOMC 的经济预测进行观察。结果显示:

- 1989 年 12 月 FOMC 会议中,美联储预测 1990 与 1991 年经济增速(当时为 GNP)分别为 1.6%、2.2%,而实际情况为 1.9%、-0.1%;
- 2000 年 12 月 FOMC 会议中,美联储预测 2001 与 2002 年实际 GDP 增速分别为 3.1%、3.9%,而实际情况为 1.0%、1.7%;
- 2007 年 12 月 FOMC 会议中,美联储预测 2008 与 2009 年实际 GDP 增速分别为 1.3%、2.1%,而实际情况为 -0.1%、-2.5%。

当前美国经济增速已进入下行区间,且非金融企业杠杆率、企业债务收入比等指标均表明美国经济已处于本轮周期的尾端。根据历史经验,本次 FOMC 上美联储维持 2020 年和 2021 年美国实际 GDP 增速预测为 2.0%、1.9%,其参考意义有待考量。**重申前期观**

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_8421

