

## 宏观研究/动态点评

2020年12月15日

**易峘** SAC No. S0570520100005  
研究员 SFC No. AMH263  
evayi@htsc.com

**朱洵** SAC No. S0570517080002  
研究员 SFC No. BQK711  
021-28972070  
zhuxun@htsc.com

### 相关研究

- 1《宏观：外汇占款增加+流动性投放加大推升基础货币》2020.12
- 2《宏观：前瞻中央经济工作会议：促六保六稳、防范化解风险》2020.12
- 3《宏观：社融增速微降暂时无碍再通胀进程》2020.12

## FOMC 前瞻：货币政策保持现有宽松基调

我们预计联储 12 月议息会议继续维持当前基准利率水平不变、点阵图仍然显示 2023 年前不会加息；QE 规模维持现状——即每月 800 亿美元的国债和 400 亿抵押支持债券（MBS）。北京时间 12 月 17 日凌晨，美联储即将公布 12 月 FOMC 议息决议、并更新联储官员对利率水平展望的点阵图。考虑疫情、疫苗量产等变量仍存不确定性，QE 购债和抗疫资金援助等短期不会退出，暂时难以用量化的经济数据作为抗疫援助计划退出需满足的“基准条件”。本次议息会议，我们认为美联储虽然会关注经济增长环比加速的边际变化，但大概率维持此前的宽松基调不变——美元流动性环境有望保持大体宽松，并支持美债利率曲线进一步陡峭化。

预计 12 月 FOMC 会议可能上调 2020/21 年美国 GDP 增长和通胀预测。就业方面，联储仍将重点关注疫情对部分劳动力市场的结构性冲击。联储之前多次提到“整体需求疲软和油价下跌拉低通胀水平”。目前看来，美国经济的积极因素主要体现在消费需求持续旺盛、库存周期处于低位、设备投资周期或在酝酿，而疫苗量产有望成为经济加快重启最重要的强心针，若市场一致预期经济加快重启，通胀上行可能较经济增长更快兑现；经济环比上行动能或将在 2021 上半年达到高点。

虽然疫苗提前量产预期或将兑现、美联储对经济的判断可能有积极变化，但是，美联储对核心通胀的短期回升有望保持较高的“容忍度”，预计将在未来较长时间维持低利率。预计本次会议与 9 月、11 月 FOMC 的前瞻指引保持一致，声明保持联邦基金利率在 0-0.25% 区间直至“劳动力市场达到美联储认为的充分就业，及通胀上升至 2% 且有望温和超过 2% 一段时期”——即对核心 PCE 短期超过 2% 保持一定的容忍度。疫苗有望较快量产的利好信息提振市场主体信心，如我们在《疫苗量产若提前，宏观如何演变？》（2020/11/10）中所述，整体通胀预期可能较经济增长和名义利率更快回升，实际利率（名义利率-通胀）短期内会回落。

资产购买层面，我们预计联储 12 月议息将维持每月购买 800 亿美元国债、400 亿美元 MBS 的购债指引，并且不对“退出 QE”提出明确时间表。11 月份美联储、欧央行与日本央行扩表幅度分别为 1%、3.9% 和 0.1%。即便新一轮财政刺激有望在明年一季度出台、疫苗利好和经济加速重启仍可期待，联储 QE 购债也较难在短期退出。

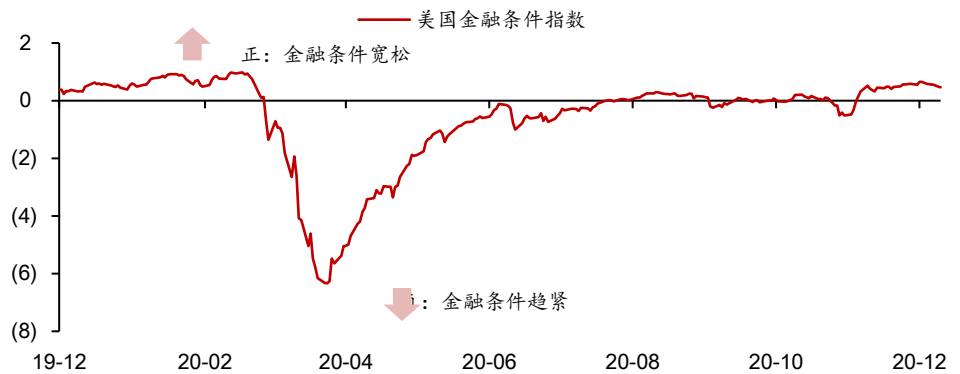
经济重启预期升温、制造业启动补库周期、叠加美联储短期维持对通胀回升的“容忍度”，支持美债利率曲线进一步陡峭化。——结合我们以上的预测及判断，随着经济重启预期兑现，美债长端利率可能更多反映“正常化”的增长通胀预期。同时，短期流动性保持相对宽松，支持美债利率曲线进一步陡峭化；金融及周期相关板块的相对表现仍然可期。

风险提示：二次疫情和疫苗量产应用的不确定性、美国经济复苏弱于预期。

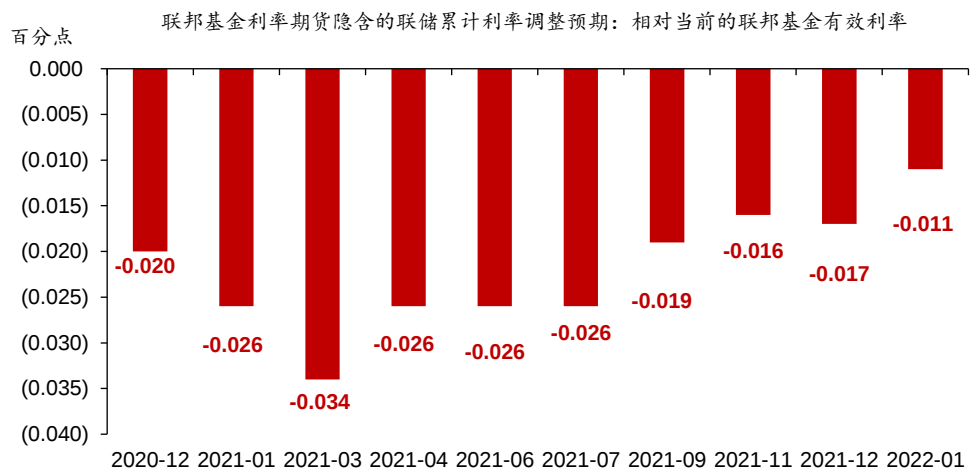
**图表1：FED 9 月、11 月议息会议及近期官员表态，对经济活动表述和展望的对比**

| 近两次FOMC会议表述对比                                      |                                                    |                                                                                                                                                                          |                            |
|----------------------------------------------------|----------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----------------------------|
| 9月FOMC表述                                           | 11月FOMC表述                                          | 近期表述                                                                                                                                                                     | 总结                         |
| 美国经济活动和就业在 <u>近几个月已开始反弹</u> ，但仍弱于疫情前水准             | 美国经济活动和就业情况 <u>保持恢复</u> ，但仍低于疫情前水平                 | 疫苗相关消息提振了对2021年基准预期的信心，相信美国从疫情冲击中复苏的速度可能会比（08年）全球金融危机后快得多。                                                                                                               | 对经济趋势展望更加乐观                |
| 需求疲软和 <u>超低油价</u> 拉低通胀水平                           | 需求疲软和 <u>油价下跌</u> 拉低通胀水平                           |                                                                                                                                                                          | -                          |
| 整体金融环境 <u>已经改善</u> ，并有充足工具支持经济复苏                   | 整体金融环境 <u>保持稳定</u> ，并有充足工具支持经济复苏                   | 当前的债券购买速度有助于保持财务状况的宽松，不必要立即调整购债速度和资产组成部分，但若情况发生变化，将允许调整购债计划。如有必要，可能提高购买速度或延长所购买的债券的到期时间；<br>现在还不是叫停抗疫援助计划的时候，目前病例数再次激增，经济复苏还有很长的路要走，再次呼吁国会提供更多财政支持，在大规模疫苗接种开始前给家庭提供过渡资金。 | QE有扩大规模、延长长期可能性；抗疫援助短期不会退出 |
| 经济复苏的路径取决于疫情状况，疫情不仅影响短期的经济活动、就业和通胀，也对中期的经济展望产生一定风险 | 经济复苏的路径取决于疫情状况，疫情不仅影响短期的经济活动、就业和通胀，也对中期的经济展望产生一定风险 | 10月零售销售疲弱，显示美国经济面临短期风险。部分家庭在大规模裁员后资金耗尽，而疫情反弹可能抑制了购物或导致新一轮企业关闭。                                                                                                           | 关注二次疫情的反弹                  |

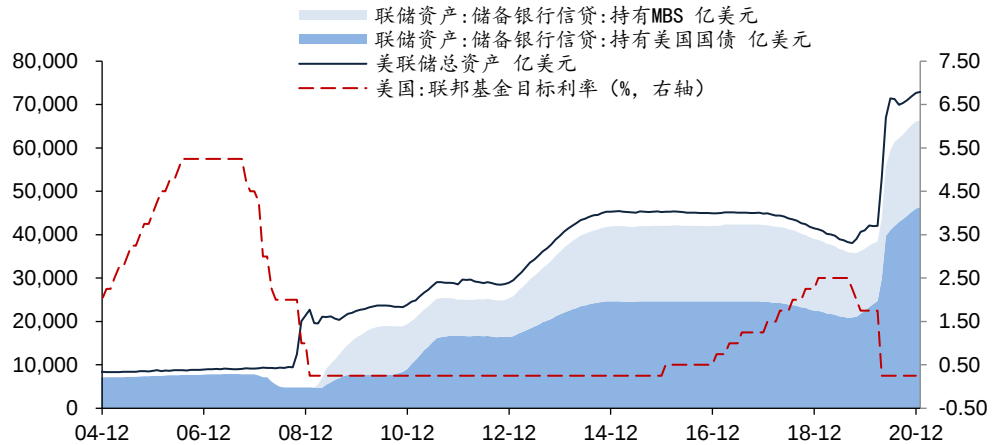
资料来源：美联储，华泰证券研究所

**图表2：美国金融条件保持宽松**

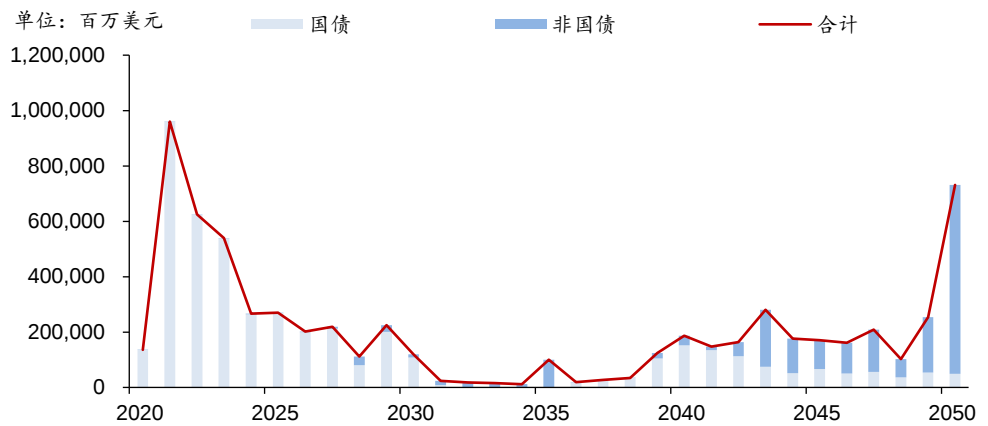
数据来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表3：彭博加/降息概率：联储未来降息空间有限，但加息时点尚远**

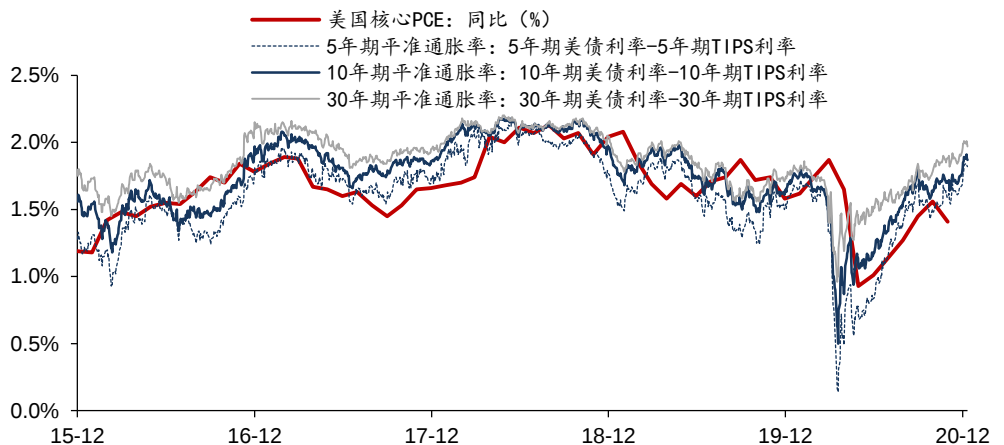
数据来源：Bloomberg，华泰证券研究所

**图表4：联储维持稳定的QE购债计划，并不提供具体退出时间表**

数据来源：Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

**图表5：已购债券的到期期限分布呈哑铃型，国债以10年内到期的为主，非国债的债券则以更晚到期为主**

数据来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

**图表6：通胀预期有所回升，基本回到疫情前水平**

数据来源：Bloomberg, 华泰证券研究所

**风险提示**

二次疫情和疫苗量产应用的不确定性，影响美国经济复苏弱于预期。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，易峘、朱洵，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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利。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。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第 571 章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

- 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。
- 更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师易烜、朱洵本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15% 以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5% 之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15% 以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

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\\_856](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_856)

