复苏延续，关注疫苗、财政等边际改变

——美联储 2021 年首次议息会议（FOMC）点评

日期：2021 年 1 月 28 日

- **事件：**北京时间 2021 年 1 月 28 日，美联储召开了年内首次议息会议，公布相关利率决议并召开新闻发布会。维持联邦基金利率目标保持在 0%-0.5%区间不变，每个月将至少增持 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS。

点评：

- **总体来看，美联储政策上仍旧按兵不动，尚未有看到边际收紧的倾向，会议的表述与去年 12 月份总体未有明显变动。**货币政策没有释放出边际收紧的倾向。
- **美国当前经济复苏进程延续，增速边际放缓。**生产方面，美国生产仍处于持续修复的进程当中。12 月的疫情反复虽然一定程度上拖累的经济的修复速度，但整体的方向不变，复苏的趋势仍将延续。当前美国仍处于补库存阶段，预期上半年补库进程仍将延续，企业营收预期也将延续修复，整体处于主动补库存阶段。消费方面，零售销售数据显示出第二波疫情对美国消费仍存在一定的影响，且居民消费信心缺乏明显的改善迹象，仍处于低位徘徊，就业没有充分修复的条件下，服务业和消费修复速度整体偏缓。
- **美国疫情自 2021 年 1 月中上旬以来，新增人数持续回落，疫苗接种进程较快，拜登政府更加关注疫情管控，疫情防控初具成效。**但未来的投放进度和民众的接受度仍需关注，疫苗接种对经济的正向推动作用。但对经济的加速作用有多强，仍需观望。
- **美国当前经济要恢复至疫情前状态仍需一段时间，要维持经济的复苏趋势，长端利率预期仍将保持低位。**美联储此次的决议相较于去年 12 月份并无太大的改变，鲍威尔也重申了将利率维持在接近于零的水平，并维持了大规模的资产购买，加上对利率和资产负债表的有力指引，确保货币政策继续为经济提供有力支持，直至复苏完成。报告中提到了就业修复的速度依然相对较慢，年内预期恢复充分就业仍有一定距离。一季度缩减 QE 的概率较低，而加息预期将更加延后。
- **近期缩减 QE 可能性较低，缩表进程仍将主要关注失业率的走势。**虽然当前缩减 QE 的可能性依然很低，但鲍威尔也表示，如果考虑收缩资产购买的条件趋于成熟，将发出充分警示。本次美联储议息会议基调依然偏鸽。如果未来表态出现偏鹰预期，长端利率将面临较大上行压力。
- 12 月份美国整体的通胀水平未发生较大的变化，总体而言，货币政策对通胀容忍度依然较高，预期未来加息节奏根据通胀来调整的可能性较小。
- **风险因素：**财政刺激政策推行受阻，二次疫情控制不及预期的风险，疫苗的使用和生产速度不及预期的风险。

分析师：徐飞
执业证书编号：S0270520010001
电话：021-60883488
邮箱：xufei@wlzq.com.cn

研究助理：于天旭
电话：021-60883499
邮箱：yutianxu@wlzq.com.cn

万联证券

目录

事件.....3
1、政策未见边际收紧倾向.....3
2、美国经济复苏进程延续，增速边际放缓.....4
3、加息预期仍将延后，Taper 时点仍未到来.....6
4、风险提示.....6

图表目录

图表 1:近 3 次 FOMC 会议声明对比.....3
图表 2:海外主要发达经济体疫情迎来拐点（%）.....4
图表 3:美国疫苗接种进程明显快于我国（%，万人）.....4
图表 4:美国耐用品新增订单增速走势（%）.....5
图表 5:美国仍处于补库存阶段（%）.....5
图表 6:财政支出同比增速走势（%）.....6
图表 7:公共财政支出各月进度（%）.....6

万联证券

事件

北京时间2021年1月28日，美联储召开了年内首次议息会议，公布相关利率决议并召开新闻发布会。维持联邦基金利率目标保持在0%-0.5%区间不变，将超额准备金率（IOER）维持在0.1%不变，将贴现利率维持在0.25%不变，每个月将至少增持800亿美元国债和400亿美元MBS。

1、政策未见边际收紧倾向

总体来看，美联储政策上仍旧按兵不动，尚未有看到边际收紧的倾向，会议的表述与去年12月份总体未有明显变动。

在利率方面，维持联邦基金利率在0-0.25%区间，同时将超额准备金利率（IOER）维持在0.10%，将联邦基金利率的目标区间保持在0%至0.25%不变，没有释放出边际收紧的倾向。

在资产购买方面,将继续每月购买800亿美元的国债和400亿美元的住房抵押贷款支持证券（MBS），并根据需要购买机构商业抵押贷款支持证券（CMBS），以维持这些证券市场的平稳运行，直到在实现最大就业和价格稳定目标上取得实质性的进展，资产购买规模不变，与市场预期并无二致。

在经济预期方面，再次申明“需求减弱和油价早前下跌一直在抑制消费价格通胀”;仍旧认为经济的走向将在很大程度上取决于疫情的发展,并增加了对疫苗接种的进展的表述;持续的公共卫生危机对经济前景构成相当大的风险,去掉了经济前景前的“中期”二字。

图表1： 近3次FOMC会议声明对比

	11月FOMC声明	12月FOMC声明	1月FOMC声明
利率	维持0-0.25%不变，直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到2%的目标	维持0-0.25%不变，直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到2%的目标	维持0-0.25%不变，直到就业达到预计的充分就业水平、平均通胀达到2%的目标
QE	未来几个月，将至少以现在的规模购买国债和MBS	每月继续购买至少800 亿美元国债、400亿MBS，直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展	每月继续购买至少800 亿美元国债、400亿MBS，直至最大就业和物价稳定的目标取得实质性进展
经济	经济活动和就业继续恢复，但仍远低于年初的水平。经济复苏的进展将很大程度上取决于疫情。新冠病毒将继续在短期内严重影响经济、就业和通胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险	经济活动和就业继续恢复，但仍远低于年初的水平。经济复苏的进展将很大程度上取决于疫情。新冠病毒将继续在短期内严重影响经济、就业和通胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险	经济的走向将在很大程度上取决于病毒的传播过程，包括疫苗接种的进展。持续的公共卫生危机继续影响经济活动、就业和通货膨胀，并对经济前景构成相当大的风险
通胀	需求疲软和石油价格早先下跌一直压制了通胀。美联储将允许一段时间内通胀适度高于2%，以便平均通胀和长期通胀预期达到2%	需求疲软和石油价格早先下跌一直压制了通胀。美联储将允许一段时间内通胀适度高于2%，以便平均通胀和长期通胀预期达到2%	由于通胀率持续低于2%这一长期目标，美联储将争取在一段时间内实现通胀率适度高于2%的目标，在该目标实现之前，将保持宽松的货币
金融市场	金融状况保持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动	金融状况保持宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动	总体金融状况仍然宽松，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动

资料来源：美联储，万联证券研究所

美联储主席鲍威尔在当日新闻发布会上表示：美联储坚决致力于实现双重目标，在目标实现之前保持宽松政策，认为现在谈论缩减购债还为时过早，美国尚未实现就业和通胀目标；新冠疫情仍将对美国经济构成相当大的下行风险（包括变异毒株），当前

高水平的货币宽松是适宜的；当前的工作重心在于向美国经济提供必要的支撑，未来如有必要，美联储将在资产购买方面采取更多行动。

经济活动方面，鲍威尔认为经济活动总体复苏的部分原因是联邦刺激付款和扩大的失业救济金，这为许多家庭和个人提供了必要的支持；认为经济的弹性比预期的要大，反映了家庭和企业的适应性；但经济距离全面复苏还有很长的路要走，货币政策在支持复苏方面发挥关键作用；认为目前服务业的消费支出仍处于低位、家庭商品消费在大幅增长后有所放缓、住房市场已经恢复、商业投资有所回升。

资产价格方面，鲍威尔称是疫苗和财政措施最近推动了资产价格，货币政策并非推动资产价格上涨的主因。

就业与通胀方面，12月就业人数减少了14万人，劳动力市场的改善步伐有所放缓；通胀率仍低于美联储2%的长期目标。消费者价格虽在夏季有所回升，但最近已趋于平稳；对于那些受新冠疫情影响最严重的部门来说，价格仍然特别疲软。鲍威尔认为若通胀在未来数月上扬，那将是暂时性的，美联储将对美国的通胀上扬保持耐心；相比通胀回暖，其更担忧经济复苏的持续性。

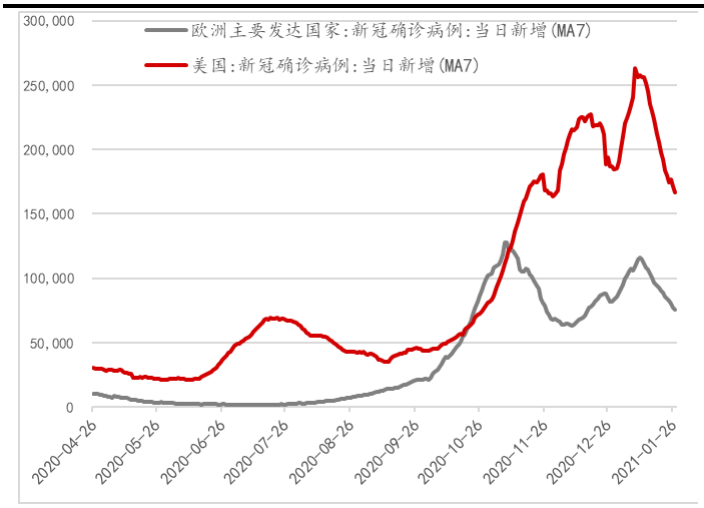
金融稳定方面，鲍威尔称整体金融市场的脆弱性是温和的，并未警示过多泡沫风险。

财政政策方面，认为财政政策的支持将有助于家庭和企业渡过经济衰退，并对可能阻碍经济复苏的持久性损害加以限制。

2、美国经济复苏进程延续，增速边际放缓

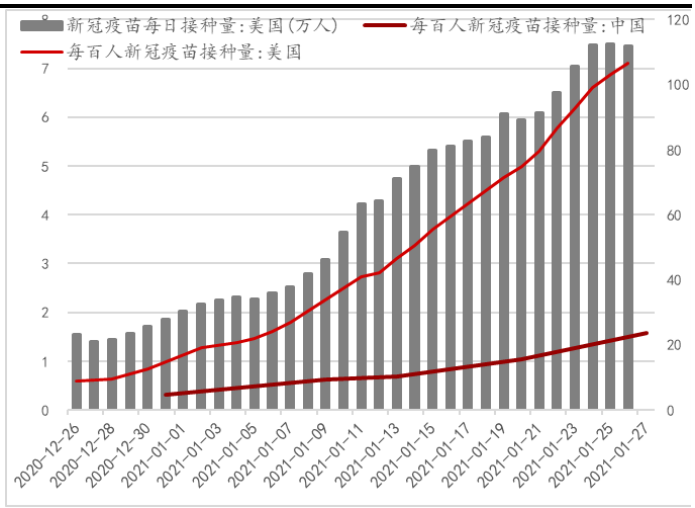
美国疫情自2021年1月中上旬以来，新增人数持续回落，疫苗接种进程较快，拜登政府更加关注疫情管控，疫情防控初具成效。目前而言，新冠疫情的反复是妨碍全球经济活动复苏的主要因素。就当日新增病例来看，美国新冠确诊病例自2021年1月8日达到单日新增人数32.5万人的峰值后一直下降至1月27日的15.5万例，美国的疫情迎来新增拐点，欧洲新增确诊病例也有所回落。截止2021年1月26日，美国已接种新冠疫苗2354万剂，接种比例达7.11%。未来随着疫苗的量产与逐步投入使用，我们有理由期待对疫情的进一步控制，从而加速包括美国在内的全球经济体的经济活动的恢复进程。

图表2： 海外主要发达经济体疫情迎来拐点（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表3： 美国疫苗接种进程明显快于我国（%，万人）

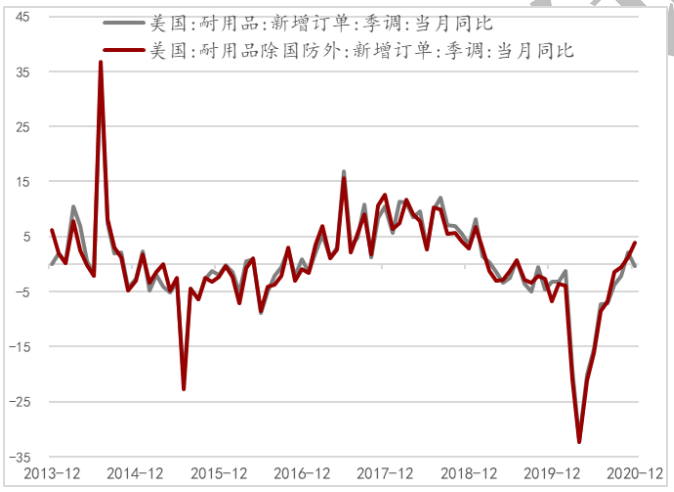


资料来源：Wind，万联证券研究所

生产方面，美国生产仍处于持续修复的进程当中。受12月的疫情反复的影响，一定程度上拖累了经济的修复速度，但整体的方向不变，复苏的趋势仍将延续。随着逐步走出高速复苏的阶段，复苏的步伐将逐步放缓，但疫苗投放范围的逐步扩大，又将推动复苏的速度。一季度来看，生产端预期依然积极。美国12月制造业PMI明显反弹，12月美国制造业PMI为60.7，前值57.5；非制造业PMI57.2，前值55.9，整体位于荣枯线上方。12月除国防外的耐用品新增订单的当月同比上升2.64个百分点至3.87%，环比下降0.63个百分点至0.55%，已经超过疫情前水平，但是环比增长的乏力显示出二次疫情给生产带来了一定的冲击。

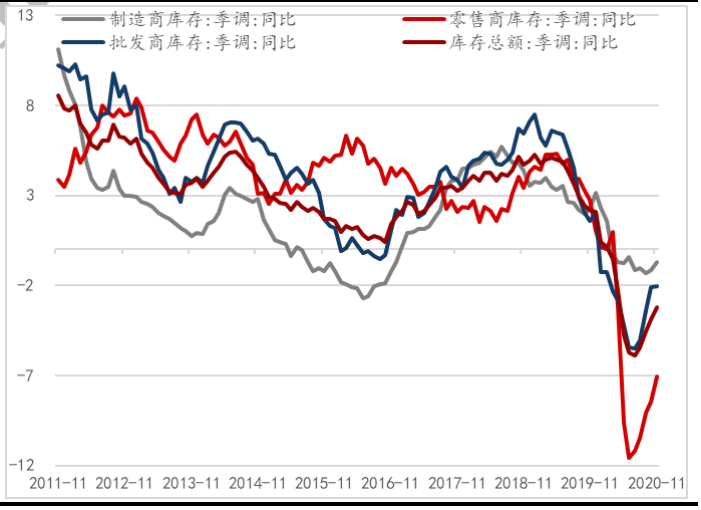
当前美国仍处于补库存阶段，预期上半年补库进程仍将延续，企业营收预期也将延续修复，整体处于主动补库存阶段。从需求端对于补库存的拉动作用来看，零售商库存修复周期最为靠前，其次是批发商库存，最后才是制造商库存。美国零售商库存于6月见底后出现明显回升，批发商库存于7月见底后出现明显回升，制造商库存于9月见底后逐步回升，2020年11月库存同比增速仍为负值。预计今年上半年美国继续处于补库存的状态。

图表4： 美国耐用品新增订单增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

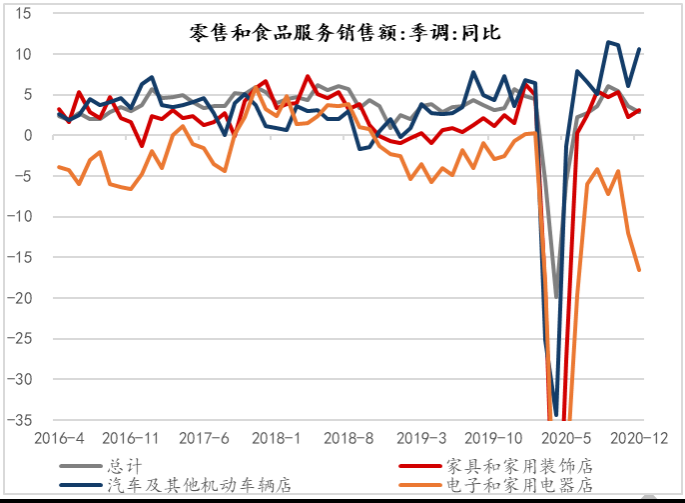
图表5： 美国仍处于补库存阶段（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

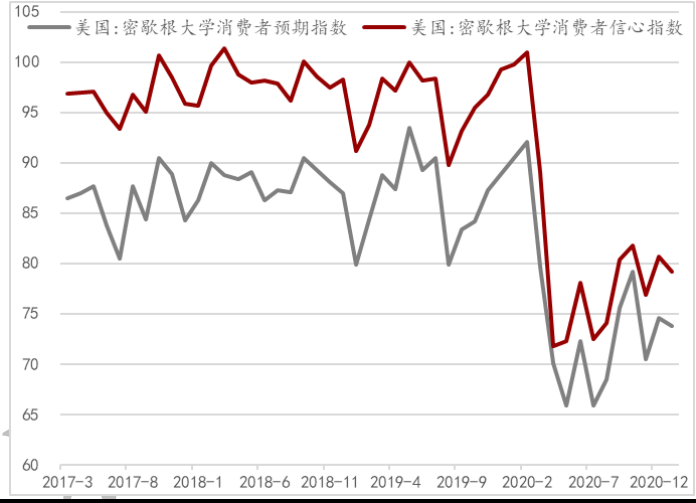
消费方面，零售销售数据显示出第二波疫情对美国消费仍存在一定的影响，且居民消费信心缺乏明显的改善迹象，仍处于低位徘徊，就业没有充分修复的条件下，服务业和消费修复速度整体偏缓。就零售和食品服务销售额环比增速而言，家具家装、汽车和机动车以及电子和家用电器销售额在11月份未能延续之前的上行趋势，均有所下跌，且电子和家用电器的销售在12月继续大幅下探。从消费者信心指数来看，根据密歇根大学消费者数据来看，消费者信心在1月份仍旧难言好转，这也是经济要取得快速复苏的不利因素。值得关注的是美国的房地产市场，在疫情的冲击过后房地产市场迅速复苏，自2020年8月份以来，美国成屋销售数目不断攀升且增长速度越来越快，同比值自-15.81%不断攀升至25.03%，在经济整体复苏叠加宽松货币政策的影响下房地产市场表现突出。此外，美国房价一定程度上对通胀具有领先性，需关注通胀的表现。

图表6： 财政支出同比增速走势（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

图表7： 公共财政支出各月进度（%）



资料来源：Wind，万联证券研究所

3、加息预期仍将延后，Taper时点仍未到来

美国当前经济要恢复至疫情前状态仍需一段时间，要维持经济的复苏趋势，长端利率预期仍将保持低位。美联储此次的决议相较于去年12月份并无太大的改变，鲍威尔也重申了将利率维持在接近于零的水平，并维持了大规模的资产购买，加上对利率和资产负债表的有力指引，确保货币政策继续为经济提供有力支持，直至复苏完成。报告中提到了疫苗接种对经济的正向推动作用。但对经济的加速作用有多强，仍需观望。就业修复的速度依然相对较慢，年内预期恢复充分就业仍有一定距离。一季度缩减QE的概率较低，而加息预期将更加延后。

近期缩减QE可能性较低，缩表进程仍将主要关注失业率的走势。虽然当前缩减QE的可能性依然很低，但鲍威尔也表示，如果考虑收缩资产购买的条件趋于成熟，将发出充分警示。本次美联储议息会议基调依然偏鸽。如果未来表态出现偏鹰预期，长端利率将面临较大上行压力。

12月份美国整体的通胀水平未发生较大的变化，未来随着疫情的控制与经济的复苏，加之现阶段的货币政策不会更加宽松，且尚未达到美联储制订的2%的长期通货膨胀率。总体而言，货币政策对通胀容忍度依然较高，预期未来加息节奏根据通胀来调整的可能性较小。

4、风险提示

财政刺激政策推行受阻，二次疫情控制不及预期的风险，疫苗的使用和生产速度不及预期的风险。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅—5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。
基准指数 ：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

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，以勤勉的执业态度，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。

免责条款

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心
深圳 福田区深南大道 2007 号金地中心
广州 天河区珠江东路 11 号高德置地广场