听其言，更要观其行

美联储 1 月 FOMC 会议点评

- **1 月会议美联储基本维持按兵不动，**重申了“直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到 2%并短期内收敛于稍高于 2%水平之前，保持联邦基金利率 0-0.25%不变”的前瞻指引并保持每月 800 亿美元的美国国债和 400 亿美元 MBS 购买速度不变。**但陈述中关于经济前景的判断有两处修改。1.** 将“经济活动与就业继续复苏但仍大幅低于年初（疫情前）水平”改为“经济活动与就业的复苏节奏近几个月有所放缓，（放缓）现象集中在受疫情负面影响最大的行业”；**2.** 将“经济复苏路径将十分依赖疫情的发展……疫情对经济中期前景施加了重要的风险”改为“经济复苏路径将十分依赖疫情的发展以及疫苗接种的进程……疫情对经济前景施加了重要的风险”。**从文字的变动看，美联储察觉到了四季度（特别是 12 月）美国经济复苏的放缓和疫苗接种的风险，但由于疫苗的存在，其对美国经济中期状况表示乐观。**
- **四季度美国复苏确实放缓明显。**其中最突出的是 12 月美国新增非农数据转负；同时，四季度美国零售销售额同比、消费支出同比增速均回落；各部门工业产出指数同比虽保持上升势头，但与疫情前仍有较大差距。**但美国疫情接种进度并不悲观，**截至 1 月 27 日，美国已接种一剂或以上疫苗的人数达 2068.8 万人，完成两剂接种的人数为 380.1 万人，我们估计美国达成我们的接种进度测算目标并不困难，即二季度完成三阶段接种（接种人数达 50%），三季度完成群体免疫（接种人数大于 70%）。**同时，悲观并非当前美国经济的全景，**1 月份美国录得有史以来最高的 Markit 制造业 PMI 59.1，且我们预计通胀数据均有望在上半年开始回暖。
- 我们还考察了 2013 年美联储缩减资产购买规模时的资产负债表与经济数据情况。**对比后我们预计美联储大概率将在今年核心 PCE 同比开始回升（已经连续回升两个月度为佳），整体失业率和各少数族裔失业率均稳健下行时提及“考虑缩减”；在总体失业率和各族裔失业率均保持下行趋势，且核心 PCE 同比达到 2%时，开始明确指定缩减购债规模时间。当前美国核心 PCE 同比仍在下跌，12 月失业率与 11 月持平，且西裔美国人失业率有所反弹，因此尚未是提及“考虑缩减”指引的最佳时机。**
- **风险提示：疫苗有效率和接种率不及预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 宏观经济

证券分析师： 朱启兵
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

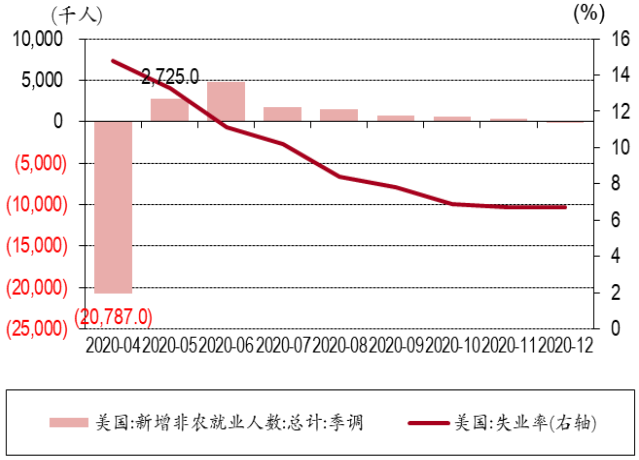
宽松指引不变，微调经济前景预期

北京时间 1 月 28 日凌晨，美联储发布了 2021 年第一次 FOMC 会议陈述。**相较于 12 月会议，1 月会议美联储基本维持按兵不动，**重申了“直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到 2%并短期内收敛于稍高于 2%水平之前，保持联邦基金利率 0-0.25%不变”的前瞻指引并保持每月 800 亿美元的美国国债和 400 亿美元 MBS 购买速度不变。

但陈述中关于经济前景的判断有两处修改。1. 将“经济活动与就业继续复苏但仍大幅低于年初（疫情前）水平”改为“经济活动与就业的复苏节奏近几个月有所放缓，（放缓）现象集中在受疫情负面影响最大的行业”；**2.** 将“经济复苏路径将十分依赖疫情的发展……疫情对经济中期前景施加了重要的风险”改为“经济复苏路径将十分依赖疫情的发展以及疫苗接种的进程……疫情对经济前景施加了重要的风险”。**从文字的变动看，美联储察觉到了四季度（特别是 12 月）美国经济复苏的放缓和疫苗接种的风险，但由于疫苗的存在，其对美国经济中期状况表示乐观。**

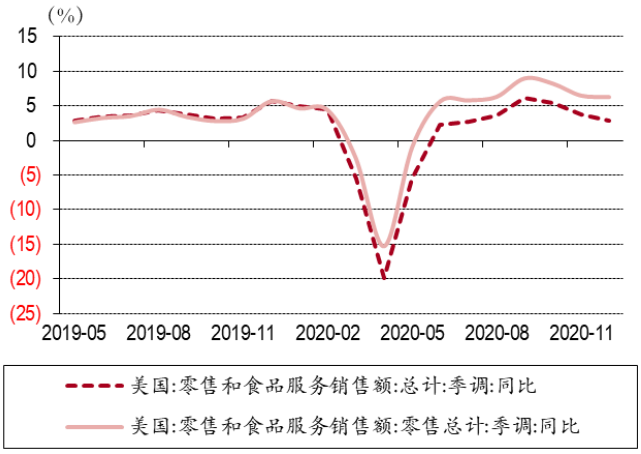
四季度美国复苏确实放缓明显。其中最突出的是 12 月美国新增非农就业人数自 4 月份后首次转负，主要是受疫情影响严重的休闲酒店业拖累。同时，四季度美国之前高歌猛进的需求端复苏也有所停滞，10-12 月美国零售销售额同比增速均较前月下行，12 月跌至 6.29%，但仍小幅高于疫情前水平；三类消费支出的同比增速在 11 月均有所下降，疫情以来一直处于高位的耐用品消费增速亦回落。生产端由于疫情以来复苏进度本就比较缓和，因此回落不明显，各部门 12 月份工业产出指数同比增速均较上月上升，但与疫情前仍有较大差距。

图表 1. 美国 2020 年 12 月新增非农就业转负



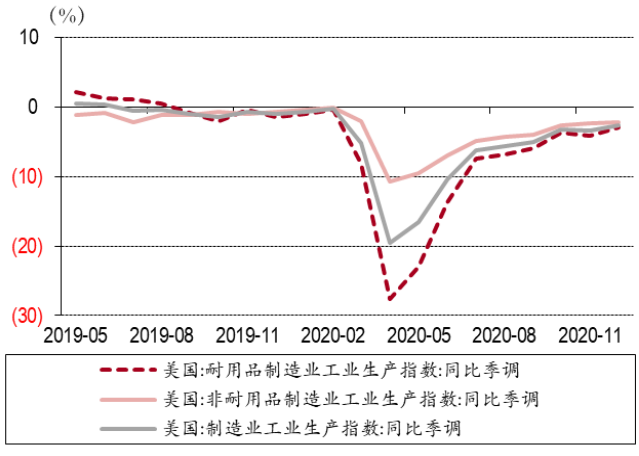
资料来源：万得，中银证券

图表 2. 四季度美国零售销售同比增速下滑



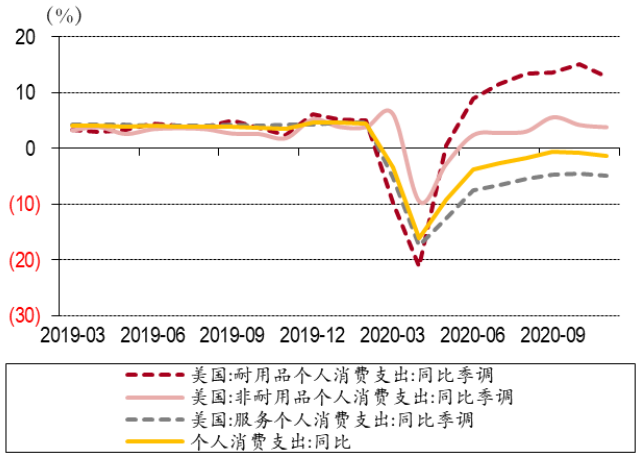
资料来源：万得，中银证券

图表 3. 美国各部门工业生产指数同比微弱上升



资料来源：万得，中银证券

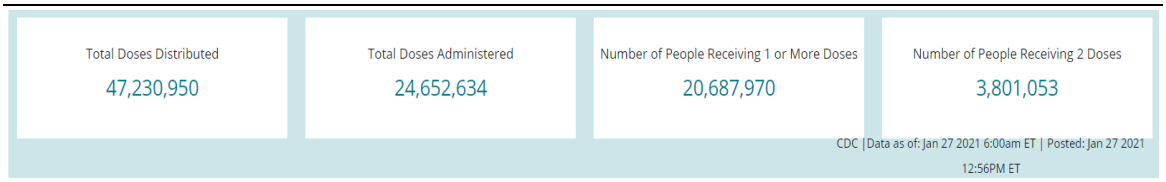
图表 4. 美国四季度消费支出同比增速回落



资料来源：万得，中银证券

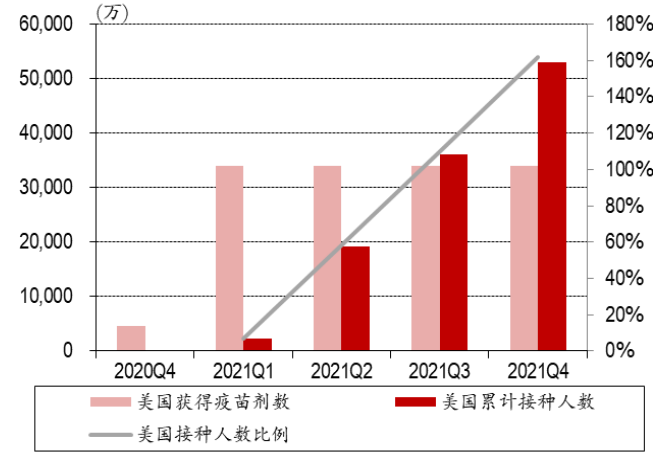
疫情接种进度并不悲观。据 CDC 官方数据，截至 1 月 27 日，美国已接种一剂或以上疫苗的人数达 2068.8 万人，完成两剂接种的人数为 380.1 万人。在 2021 年度策略报告中，我们提到“美国通过 Operation Warp Speed 计划分别在辉瑞、Moderna 和阿斯利康预定了 1 亿、1 亿和 3 亿剂疫苗，且辉瑞表示可以额外在 2021 年提供 5 亿剂、Moderna 表示可额外供应 4 亿剂；假设辉瑞、Moderna 和阿斯利康三家公司的疫苗均能在 2020 年底问世，其产能计划均能实现且 2021 年产能均匀分布在 4 个季度，以及各个国家需要一个季度去组织接种已到手的疫苗，那么至 2021 年在美国和欧盟分别最多拥有 14 亿和 7 亿剂的情况下，美国将在 2021 年二季度完成三阶段接种（接种人数达 50%），三季度完成群体免疫（接种人数大于 70%）”。**按照我们的测算，美国一季度结束可为约 2250 万人提供两剂接种，当前美国疫苗接种约已开始一个半月（辉瑞疫苗 12 月 14 日开始接种，Moderna 疫苗 12 月 19 日获 FDA 紧急使用授权），且据 CNN 报道，拜登称美国最近日均接种人数将提升至 150 万人/天，因此美国疫苗接种达到我们测算的进度并不困难。另外，美国每日新增确诊数据在 1 月 8 日达到顶峰后开始回落，当前每日新增病例仅为最高峰时期一半左右，滚动死亡率通常滞后于单日新增数据，目前也已经见顶，美国疫情正向积极方向发展。**

图表 5. 美国新冠疫苗接种情况（分别是已分配疫苗、已接种疫苗、接种一剂以上人数、接种两剂人数）



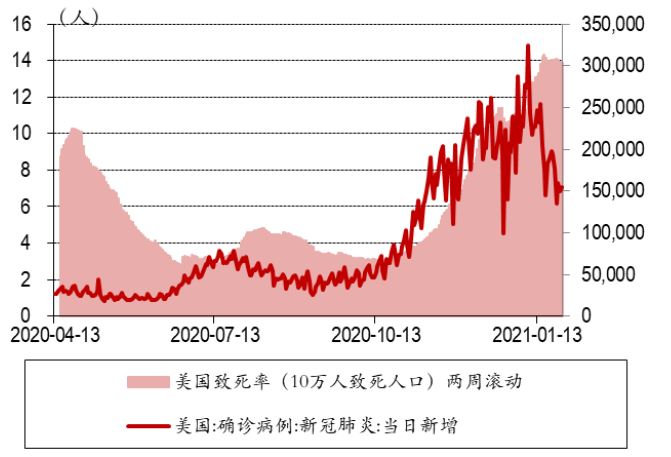
资料来源：美联储，中银证券

图表 6. 美国疫苗接种进度测算



资料来源：万得，中银证券

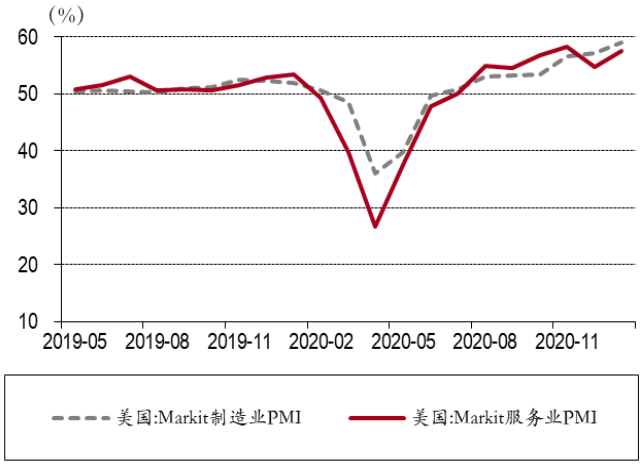
图表 7. 美国疫情开始转好



资料来源：万得，中银证券

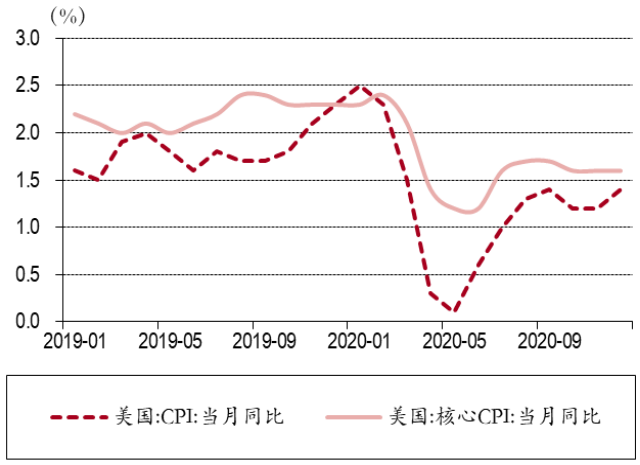
但悲观并非当前美国经济的全景。1 月份美国 Markit 制造业 PMI 初值为 59.1，较前值 57.1 有所上升，该指标不仅连续 7 个月处于扩张区间，且自 2020 年 4 月份以来便一直上升，**目前录得有史以来最高值；**美国 Markit 服务业 PMI 初值为 57.5，较前值 54.8 上升明显，已连续 6 个月处于扩张区间。**CPI 通胀方面，**尽管四季度美国经济复苏转平缓，但 12 月 CPI 同比录得 1.4%，高于 11 月的 1.2%，同时核心 CPI 同比为 1.6%，较前值持平，保持一定韧性。且需要注意的是，快速反弹的油价大概率将在一季度推升美国 CPI 数据，在报告《油价推动美国 12 月通胀回升》中我们测算美国 4 月 CPI 同比增速将迎来高点，或超 5%，下半年预计也将维持在 3%以上，原因是油价反弹带动能源分项通胀的急速上升。**在美联储更关注的 PCE 通胀方面，**虽然 11 月耐用品消费支出同比增速下滑，但耐用品价格指数同比上升明显，11 月录得 0.79%，而这一增速在以往十余年均在-2%附近徘徊，当疫情逐渐消退，服务通胀回暖后，耐用品通胀或将成为惊喜项拉高 PCE 通胀。我们在报告《高核心通胀将挑战美联储宽松政策》中估计 2021 年上半年美国核心 PCE 将突破 2%，下半年在 2.5%附近波动，而 2022 年核心 PCE 很可能触及 3%。

图表 8. 美国 1 月 PMI 延续高景气



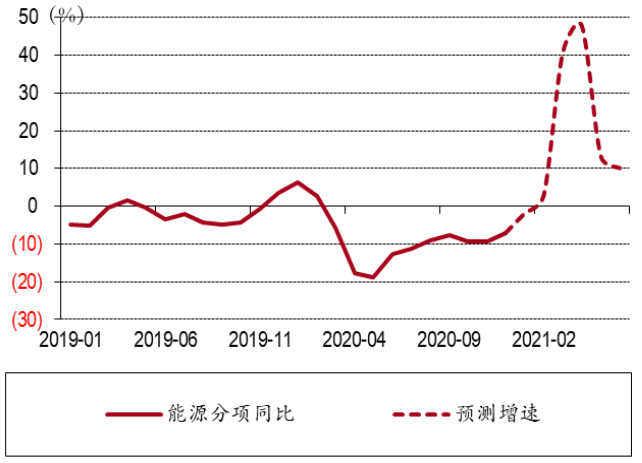
资料来源：万得，中银证券

图表 9.美国 CPI 同比增速走势



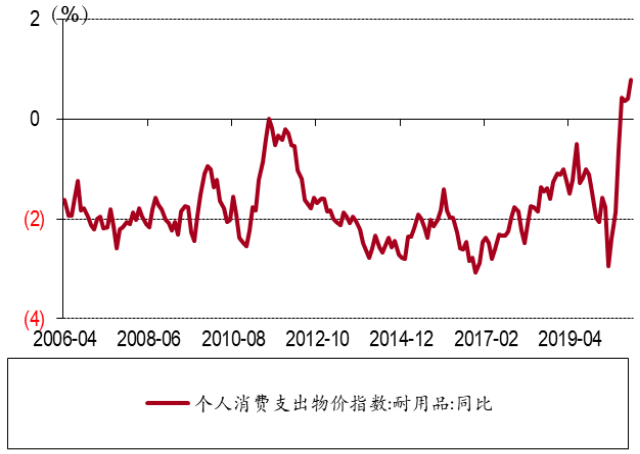
资料来源：万得，中银证券

图表 10. 美国 CPI 能源分项同比增速测算



资料来源：万得，中银证券

图表 11.美国耐用品消费通胀同比增速



资料来源：万得，中银证券

总的来说，四季度美国经济复苏放缓已经是“过去式”，一季度美国经济大概率在“疫苗接种推进+大规模财政刺激”的影响下重拾向上动能，相较于内生动力不足的欧洲和复苏相对停滞的日本，美国目前仍是发达经济体中基本面最强的国家。

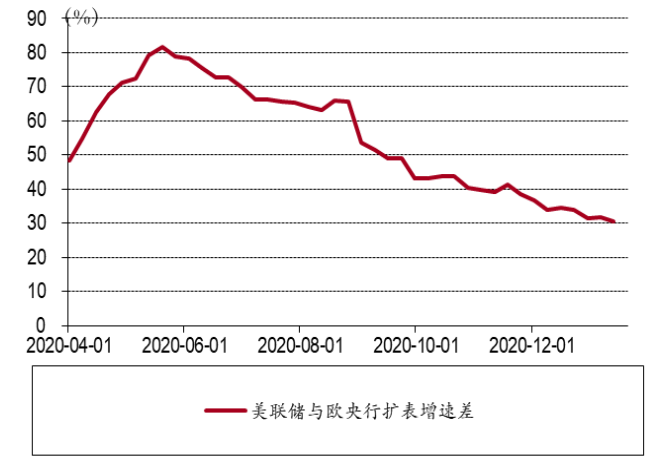
与 2013 年美联储缩减购债的情景对比

自从 12 月会议纪要中出现“缩减(taper)”提法后，美债收益率上行幅度较大，且市场对美联储逐渐退出宽松的预期不断升温，因此自此之后基本在每次美联储官员的公开谈话中，他们都会适当提及“现在谈缩减还为时尚早”之类的话语以打消市场的紧缩预期。本次会议也不例外，鲍威尔在发布会中提到“现在谈论缩减购债还为时过早，如有必要可增强前瞻性指引，加强与市场的沟通”以及“美联储将在通胀上扬时保持耐心，相比通胀回暖，其更担忧经济复苏”。

当前美联储正处于减速扩表阶段。从 6 月份开始美联储扩表速度开始放缓，资产规模同比增速开始下降，同时与欧央行的扩表增速之差也在快速下行，按照当前的趋势两者之差不久将跌入负值。同时，目前美联储资产负债表国债净头寸月度增加值已经回落至（甚至小幅低于）疫情前 2020 年初的水平，近三周月度国债净头寸增加额均在 700 亿美元以下，与其公布的 800 亿美元/月购债规模有一定差距。

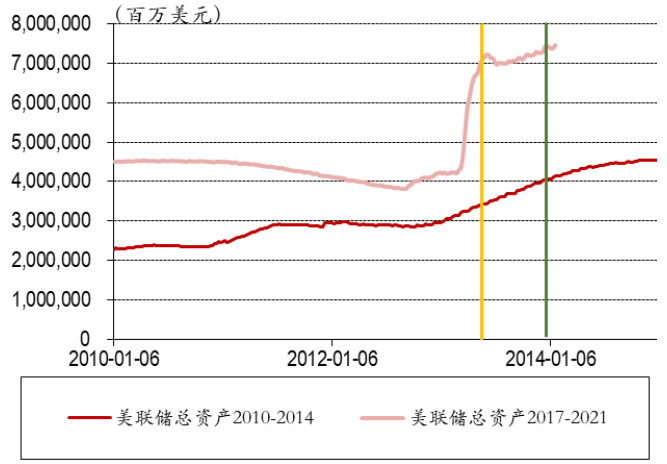
时任美联储主席伯南克在 2013 年 5 月份国会听证会中提及“考虑缩减”，2013 年 12 月议息会议中美联储宣布 2014 年 1 月开始缩减 QE 规模，同时由于在 QE3 中美联储资产负债表在 2012 年末 2013 年初才有明显扩张，因此我们尝试综合对比 2010-2014 年与 2017-2021 年（**2013 年对标 2020 年，黄线表示伯南克 2013 年 5 月讲话时间，绿线代表美联储开始缩减 QE 的时间**）美联储资产负债表变化情况以分析其特点。**在总资产规模方面，**由于 2013 年美联储资产规模均以稳定的斜率增长，因此没有太多参考价值，但假如我们认为 2020 年 6 月份以后美联储扩表速度才是正常速度，3-5 月份只是“应急式扩表”，那么当前已经进行了接近 7 个月的“正常扩表”，从简单的线性外推角度，当前已经符合“进行缩减指引”的时机。**在购债速度方面，**无论是国债还是 MBS，2013 年美联储都在其购买速度进入“平台期”一段时间后进行“缩减指引”，而当前美联储的购债速度已经接近半年平稳在较低水平。**总之，从购债和扩表的速度看，未来美联储的方向似乎大概率会是越来越紧，至少与欧央行对比扩表速度将不断放缓，而从购债的时间节奏看，当前已经是可以进行“缩减指引”的时机。**

图表 12. 美联储与欧央行扩表增速差不断下行



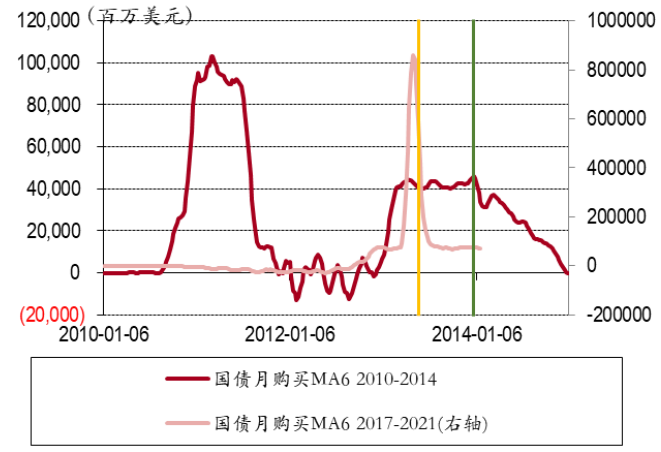
资料来源：万得，中银证券

图表 13.美联储资产负债表规模对比



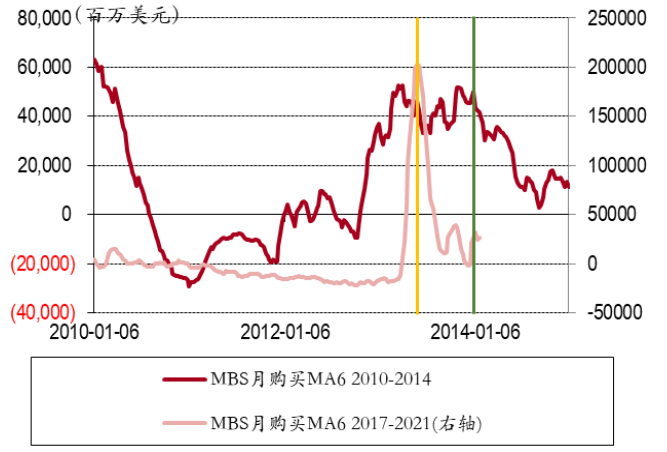
资料来源：万得，中银证券

图表 14. 美联储国债净头寸增加对比



资料来源：万得，中银证券

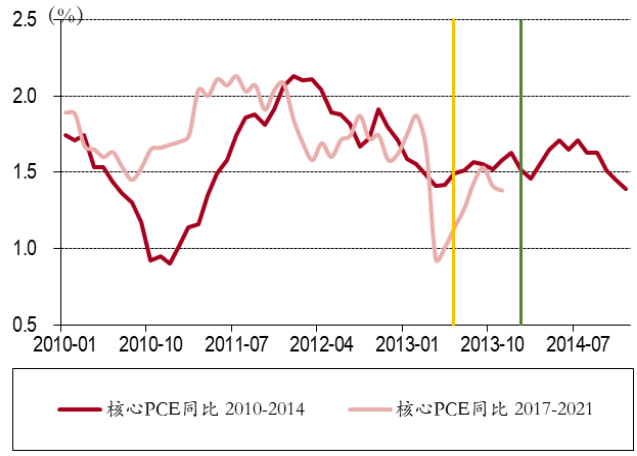
图表 15.美联储 MBS 净头寸增加对比



资料来源：万得，中银证券

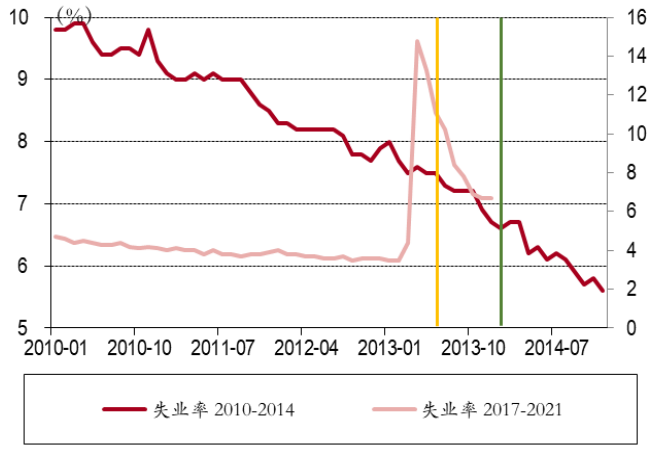
当然，单从扩表时间去判断美联储的货币政策是不严谨的，我们更需要考察的是经济数据的走向，尤其是美联储特别关注的就业和通胀数据。核心 PCE 方面，2013 年 5 月核心 PCE 同比为 1.42%，自 4 月份低点 1.41%开始回升，2013 年 11 月 PCE 为 1.58%（12 月会议只能观测到 11 月的数据），虽然离 2%的通胀目标尚有不小距离，但核心 PCE 同比自 4 月份低点以来保持良好上升势头。**失业率方面，**2013 年 5 月美国失业率为 7.5%，下跌势头较为良好，但离充分就业仍有距离。

图表 16. 核心 PCE 同比增速走势对比



资料来源：万得，中银证券

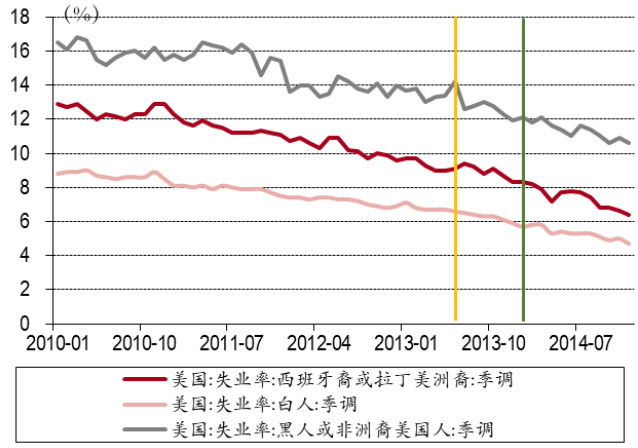
图表 17. 失业率走势对比



资料来源：万得，中银证券

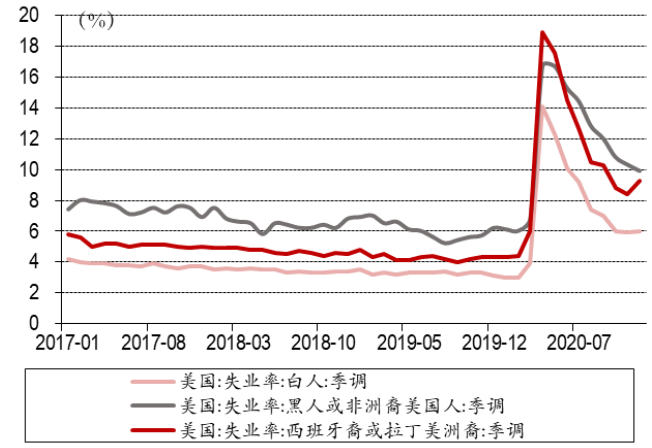
另外，美联储当前的长期政策目标包括多名官员的公开讲话中均表示当前的充分就业目标是“包容性”的，意思是将更多考虑弱势群体（少数族裔、低收入人群等）的就业水平，而不是只关注单一就业率指标。但由于这个包容性的就业目标是 2020 年 8 月份美联储修改长期政策目标时提及的，2013 年美联储作出缩减购债决定时大概率没有关注普惠性就业问题，因为 5 月份伯南克表示正“考虑缩减”的时候，黑人与非裔美国人的失业率虽然较高点有所回落，但反复明显，就业数据并不良好。**综上，我们预计美联储大概率将在今年核心 PCE 同比开始回升（已经连续回升两个月度为佳），整体失业率和各少数族裔失业率均稳健下行时提及“考虑缩减”；在总体失业率和各族裔失业率均保持下行趋势，且核心 PCE 同比达到 2%时，开始明确指定缩减购债规模时间。**当前美国核心 PCE 同比仍在下跌，12 月失业率与 11 月持平，且西裔美国人失业率有所反弹，因此尚未是提及“考虑缩减”指引的最佳时机。

图表 18. 2013 年资产购买缩减时期各族裔失业率



资料来源：万得，中银证券

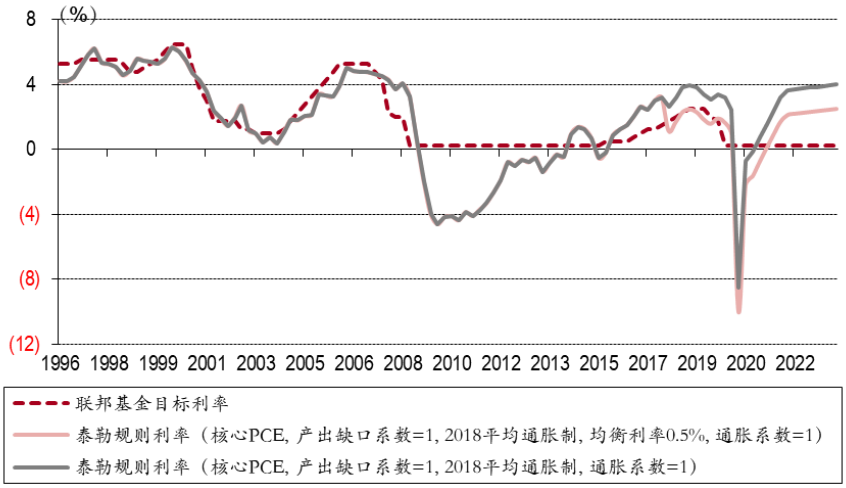
图表 19. 当前美国各族裔失业率



资料来源：万得，中银证券

我们在上文提到预测 2021 年上半年美国核心 PCE 将突破 2%，下半年在 2.5%附近波动，若疫苗接种保持顺利推进，估计美联储或将在 4 月或 6 月会议中透露出“考虑缩减”的指引，并在下半年开始逐渐退出宽松。同时，**关于具体数值的测算，**我们在报告《泰勒规则预测美联储 2021 年下半年开始退出宽松》中指出：泰勒法则对美联储政策利率的解释力度仍很高，在均衡利率为 0.5%的平均通胀目标泰勒法则中，假设 2021-2023 年通胀水平和实际 GDP 都能线性地达到 12 月 SEP 预测的水平，那么泰勒法则利率将在 2021 年 Q3 转正为 0.87%，即届时开始逐渐退出 QE。**由于美国当前财政负担较重，酝酿中的 1.9 万亿财政支出法案大概率要依靠债券筹资，因此美联储很可能用“缩减购债规模+增加购债结构久期”的手段进行退出宽松。**

图表 20. 均衡利率为 0.5%，产出缺口和通胀系数均为 1 的平均通胀目标制泰勒规则模拟



资料来源：CBO, Federal Reserve Bank of Philadelphia, The Brookings Institution, 美联储, 中银证券

风险提示：疫苗有效率和接种率不及预期，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371