宏观研究

美联储宽松立场不变，缩减 QE 为时过早

——美联储 1 月议息点评

海外事件点评 | 2020 年 01 月 28 日

报告摘要：

美联储宽松立场不变，继续将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25%不变，认为现在谈论缩减购债还为时过早。

- **美联储宽松立场不变，认为现在谈论缩减购债还为时尚早。**鲍威尔表示，即使通货膨胀率在一段时间内高于 2%，也会坚定地承诺保持低利率；必要情况下，美联储可以在资产购买方面采取更多行动；现在谈论缩减购债还为时过早；当到一定阶段时，将在逐步削减购债规模之前就进行良好的沟通；缩减购债规模将是渐进的。

- **相比通胀回暖，美联储更担忧经济复苏。**美联储将在通胀上扬时保持耐心，相比通胀回暖，更担忧经济复苏。未来几个月的通货膨胀将是短暂的，如果看到短期的通货膨胀小幅上升，美联储不会做出反应。美联储认为财政政策绝对必要，美联储虽然尚未与财政部讨论应急工具，但是会定期与财政部进行沟通。

- **疫情仍带来下行风险，要达到群体免疫还需要一段时间。**鲍威尔称，疫情仍然带来相当大的下行风险；要达到群体免疫还需要一段时间；带来下行风险的原因之一是疫苗推广的缓慢，第二是病毒的变异。

- **主要经济体货币政策宽松有望延续更长时间。**欧央行行长拉加德日前重申，欧央行可能为了保证通胀回升而调整一切工具，不排除降息可能。中国央行行长易纲在达沃斯论坛表示，中国的货币政策将继续支持经济，中国不会过早退出支持政策，确保央行采取的政策是具有一致性、稳定性和一贯性的，而不会去过早地放弃此前发布的支持政策。

- **风险提示：**

  全球疫情传播持续恶化。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127665

邮箱： xieyunliang@mszq.com

相关研究

议息会议结果：美联储 1 月份 FOMC 会议决定不加息，将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25 不变，超额准备金率(IOER)维持在 0.1%不变，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。

1 会议声明和鲍威尔讲话的主要内容：

1）关于通货膨胀：美联储将在通胀上扬时保持耐心，相比通胀回暖，更担忧经济复苏。鲍威尔表示，货币政策关注的重点是为经济提供必需的支撑；让失业的人重返工作岗位至关重要；美国的通货膨胀动态短期内不会有太大变化。对通胀稍微走高表示欢迎，即使通货膨胀率在一段时间内高于 2%，他也会坚定地承诺保持低利率。25 年来，平均通货膨胀率低于 2%。房价大幅上涨不太可能持续下去。美联储肯定会和美国财长耶伦保持良好工作关系，预计会定期沟通，虽然尚未与财政部讨论那些应急工具。

2）关于利率和 QE：必要情况下，美联储可以在资产购买方面采取更多行动；现在谈论缩减购债还为时过早；当到一定阶段时，我们将在逐步削减购债规模之前就进行良好的沟通；缩减购债规模将是渐进的。资产购买方面，美联储决定将“至少以当前的速度”购买国债和 MBS 并根据需要购买 CMBS，继续进行定期和隔夜回购协议操作。公开市场操作小组将继续在每天下午进行大规模隔夜回购操作，2 月 9 日之后将不再提供一个月期回购操作。

3）关于疫情：美联储主席鲍威尔称，疫情仍然带来相当大的下行风险；要达到群体免疫还需要一段时间；带来下行风险的原因之一是疫苗推广的缓慢，第二是病毒的变种。鲍威尔认为，没有什么比疫苗对经济更重要了，我已经接种过一剂疫苗，很快就会接种第二剂。

4）关于经济预期：鲍威尔认为下半年经济强劲是基本情况，但仍有下行风险；实际失业率接近 10%，在疫情过去后，仍需要帮助失业人群重返就业岗位。

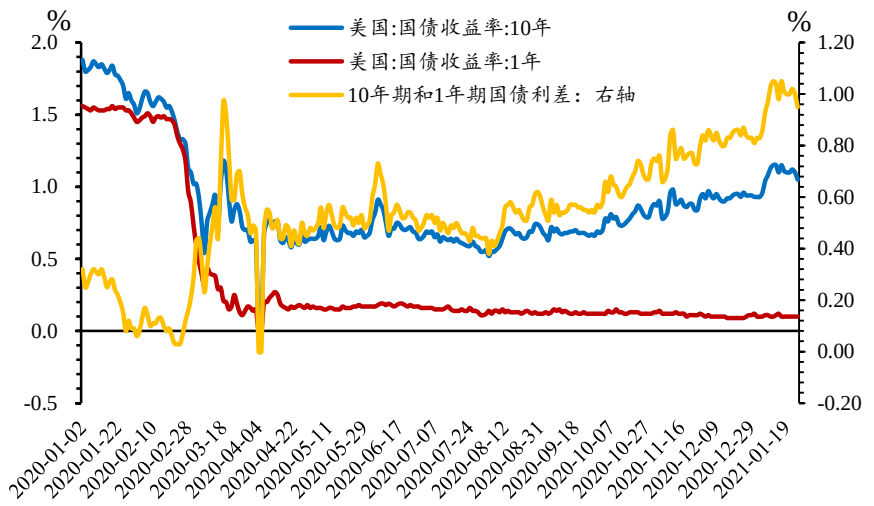
2 我们的看法：

2021 年美国年内美联储无加息预期，近期缩减 QE 的可能性不大。美联储主席鲍威尔此前在 1 月 14 日发表讲话就声称：“除非出现令人不安的通胀和失衡，否则将不会加息。”FOMC 加息时间点“不会很快到来”，美联储的预期引导消除了市场的恐慌情绪。鲍威尔表示：“美联储肩负充分就业和物价稳定的双重任务，希望通胀预期稳定在 2%。很多数据表明市场已经对新的美联储框架做出反应，需要看到通货膨胀率在一段时间内上升到 2%以上，公众才会相信新的框架。短期内会看到物价上行的压力，价格一次性上涨不意味着会出现持续的通胀。如果通胀以不符合预期的方式出现，美联储有相应的工具，相比高通胀，低通胀是更难以解决的问题。”另外鲍威尔还表示:“美联储在实现充分就业方面还有很长的路要走。经济不平等问题影响到了美联储实现就业目标的能力。”

我们认为美国经济在持续不断地复苏，尽管近日长期国债利率受市场情绪影响小幅

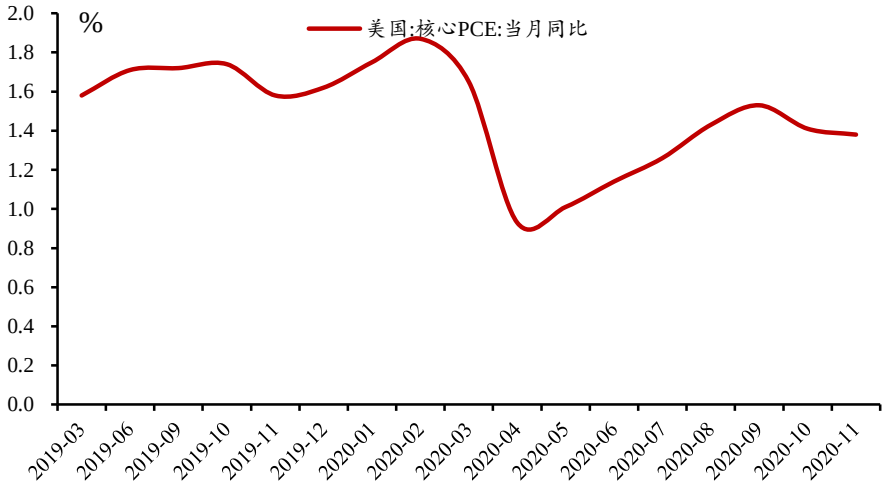
下调，但中期来看，在美国经济复苏场景下，美债收益率可能会缓慢上行。（见图 1）。美国经济在疫情之后持续不断复苏：（1）美国核心 PCE 一直在持续向上增长（见图 2），从疫情时期的 0.93 恢复到 1.38，离此前的 1.74 还有一段距离。（2）周三发布的美联储褐皮书调查报告称，多数地区的制造业活动都在继续复苏，价格都出现了小幅上涨。汽车销售有所下降，能源行业的活动自疫情爆发以来首次出现扩张。建筑和建材、钢铁产品和航运服务的价格进一步上涨。能源价格有所回升，但仍低于普遍水平。住宅房地产活动依然强劲，但商业房地产市场疲软。如图 3 所示，美国制造业和非制造业 PMI 均稳步上升，其中制造业 PMI 更是在 12 月达到年内峰值 60.7。

图 1：疫情后美国十年期国债收益率缓慢上行



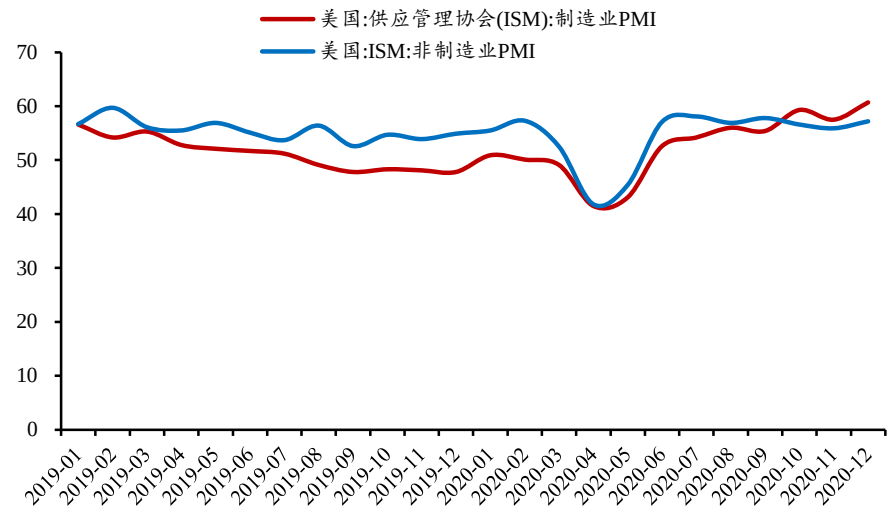
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：美国核心 PCE 在不断恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：美国 PMI 制造业稳步上升



资料来源：Wind，民生证券研究院

主要经济体货币政策宽松有望延续更长时间。欧央行行长拉加德日前重申，欧央行可能为了保证通胀回升而调整一切工具，不排除降息可能。中国央行行长易纲在达沃斯论坛表示，中国的货币政策将继续支持经济，中国不会过早退出支持政策，确保央行采取的政策是具有一致性、稳定性和一贯性的，而不会去过早地放弃此前发布的支持政策。

风险提示

全球疫情传播持续恶化。

插图目录

图 1：疫情后美国十年期国债收益率缓慢上行 3
图 2：美国核心 PCE 在不断恢复 3
图 3：美国 PMI 制造业稳步上升 4

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。