宽松延续，美联储开始为政策预留空间

——美联储 1 月议息会议点评

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289 号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

事件

北京时间 1 月 28 日（周四）03：00，美国联邦公开市场委员会（FOMC）公布最新利率决议，将基准利率维持在 0%-0.25%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，符合市场的普遍预期。美联储在声明中重申债券购买指引，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。美联储表示，经济和就业复苏步伐放缓，重申“继续购买资产直至美国经济‘出现实质性进一步进展’”这一承诺。美联储声明中将“展望在中期面临风险”这句话里的“中期”一词删除了。

点评

美联储货币政策继续保持“按兵不动”状态。在美国疫情继续发展、等待疫苗全面接种的背景下，美联储 1 月议息会议继续保持按兵不动的状态。在“物价稳定和实现充分就业”目标看到显著进展前，美联储维持宽松的状态。鲍威尔称，会议声明中“根据近期的疫情形势取消了决议声明中关于‘中期’的表述”，在市场当前对于财政刺激、对于货币宽松预期较为强烈的背景下，美联储希望“确保没有人对他承诺的在时机到来时将逐步缩减购债而感到意外”，此前我们在 12 月的会议纪要中第一次看到了“Taper”这个词，虽然近期为稳定市场，美联储做了“不是讨论关于缩减资产购买力度的时候”、“不是讨论加息”等等的预期管理，但是市场的预期将继续发生变化。

金融条件较为稳定，关注今年晚些时候的前景改善。在直接金融带来的财富效应放大的过程中，美联储通过稳定不稳定的市场，创造了美股的历史新高，GME 等散户情绪的狂热，各类资产价格的上涨。鲍威尔当前对于美股的判断是“金融脆弱性是温和的”，试图不给市场美联储想要降泡沫的预期，形成市场波动。但是近期无论是中国央行马骏对于“资产泡沫”的政策信号，还是 IMF 金融稳定报告对于资产价格回调风险的警告，政策层面正在做好对于金融市场波动的应对。从源头上来看，伴随着疫情而上升的流动性宽松，将市场从“负稳定”带向“正狂热”，也将随着疫情经历了“变异”和“疫苗”免疫之后，迎来狂热向“冷静”的再次转变——时间点关注两个：今年晚些时候、疫苗形成免疫。

宏观策略：短期通胀预期继续施压。中期来看，美联储删掉时间表述的措辞，为政策的转变预留了空间，形成货币宽松向经济复苏转变后的政策退出。但是短期内美联储对于金融市场稳定的呵护继续带动市场的不稳定性增加，短期通胀预期已经远超长期通胀预期，未来金融市场的波动料继续增加，投资者开始为多头头寸增加对冲。

相关研究：

国债市场管理日益规范，发展走向成熟——储蓄国债（凭证式）管理办法点评
2021-01-27
社融见顶得到印证，关注信用放缓的节奏——中国 12 月金融数据点评
2021-01-12
中期展望继续改善，关注短期风险——美联储 12 月议息会议点评
2020-12-17
改革增加需求侧，关注 2021 年存量博弈——12 月 11 日政治局会议点评
2020-12-12
欧央行如期增加宽松，关注美联储行动空间——欧央行 12 月议息会议点评
2020-12-11
适应经济高质量发展，市场的钱不缺不溢——三季度中国货币政策执行报告点评
2020-11-27

附：美联储保持当前宽松不变 重视接种进展 改称经济温和复苏

来源：华尔街见闻[1]

今年第一次货币政策会议上，美联储依然决定按兵不动，如市场所料**维持近零利率，保持当前的购债规模**。

点评：政策继续不变——零利率+月度购债规模。但是调降了对于经济的判断。

美东时间 27 日周三，美联储会后公布，联储货币政策委员会 FOMC 的委员一致同意，将政策利率联邦基金利率的目标水平保持在 0-0.25%不变，符合市场预期，同时将超额准备金利率（IOER）仍维持在 0.10%，维持贴现利率在 0.25%不变。

本次会后声明是民主党人拜登上台后美联储的首份政策会议总结。评论称，美联储**承认了近几周美国经济走软，但并未改变政策**，而是观察新冠疫苗发放对企业活动和招聘的影响。这说明，在经济动荡之时，美联储选择了保持政策稳定。

在介绍经济情况方面，本次会议声明称“近几个月**经济活动和就业复苏的步伐温和**，疲软集中在最受疫情负面影响的行业”，而去年 12 月会后声明重申的是，**经济活动和就业“仍远低于今年（2020 年）初的水平”**。

和前五次会后声明一样，美联储表示，将为了支持美国经济而运用联储“所有范围”的政策工具，除了继续重申“部分经济将严重依赖疫情发展形势”之外，还紧随其后增加了半句**“包括接种的进展”**。

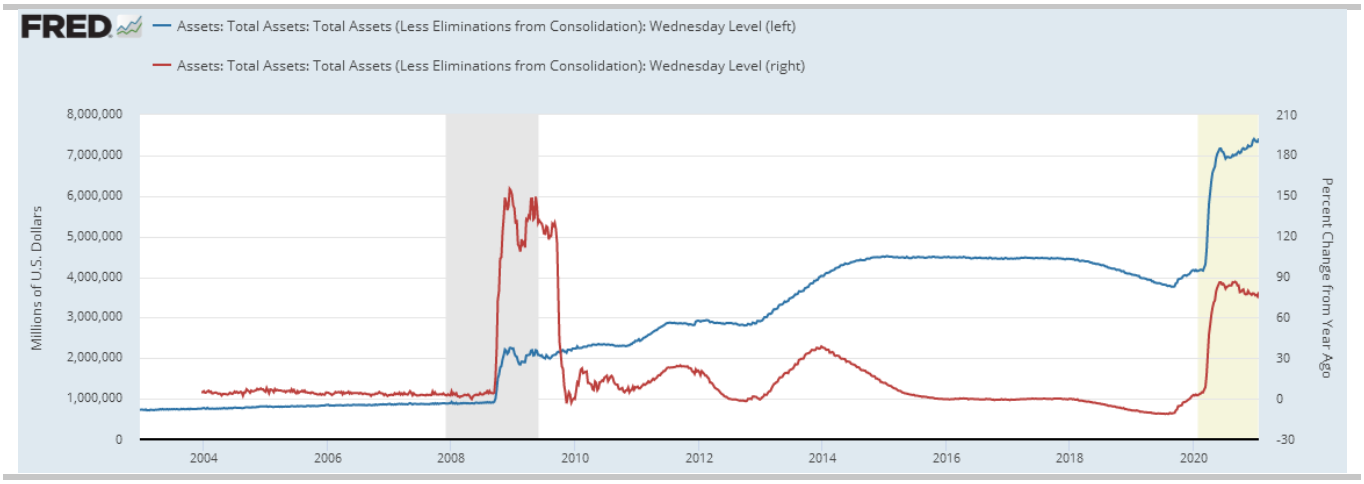
点评：美联储对于疫情的表述，删去了时间用词，模糊了市场的时间预期，未来带来的不确定性增强。后市密切关注疫苗接种进展，会对于市场预期带来影响。

另一处不同于前几次会议声明的是，此次删除了新冠疫情带来的公共卫生危机“将继续在近期内”施压经济活动、就业和通胀并在“中期内”对经济前景构成重大风险的说辞，而是直接改称，**此危机“继续施压经济活动、就业和通胀，并对经济前景构成重大风险。”**

在通胀和金融环境方面，本次声明重申了前两次声明所说的“需求更疲软和油价大幅下跌拉低 CPI 通胀。近几个月金融环境总体好转，部分反映出政策措施支持经济，美国家庭和个人得到信贷。”

[1] https://wallstreetcn.com/articles/3618660

图 1：美联储总资产（右轴）环比扩张至新高和同比增速（左轴）继续回落的对比（数据截止 1 月 20 日）



数据来源：FRED　华泰期货研究院

· **重申强化目标的购债指引 未暗示加购长债 2 月后结束每月定期回购**

去年 12 月的上次货币政策会后，美联储虽然并未直接调整 QE 购债规模，但**强化了购债指引**，成为近几次会议最大的决议改变。

点评：实质性的进一步进展，不应是数据层面，而是像疫情等影响因素层面。

本次会后声明重申了上次会后的购债指引，称“**将增加所持的美国债券，至少每月购买 800 亿美元美国国债和 400 亿美元机构住房抵押贷款支持证券（MBS），直到对实现（货币政策）委员会的充分就业和价格稳定目标取得实质性的进一步进展为止。**”

本次声明**并未提到**要改变购买不同期限债券的构成比例，**并未暗示**将增加购买更长期的债券。

点评：但是和市场的反馈出现分化。昨日 GME 继续散户逼空，但是美股出现大跌，体现出流动性边际层面的缺乏（见图 1 红线）。

负责公开市场回购操作的纽约联储本次同时公布，按既定计划，2 月 2 日和 9 日所实施的每月一次回购操作将是最后一批行动，此后不再按月进行定期回购操作。**媒体评论称，这显示金融系统目前已经充斥流动性。**

本月上旬公布的会议纪要显示，12 月会上，美联储决策者开始讨论“缩减（taper）”QE，这是鲍威尔任联储主席以来首次在会议纪要中提到缩减。所有与会者都认为，至少以目前的速度继续进行购债是适当的，几乎所有人都赞成维持当前的**债券久期构成**，只有几人对增加购买更长期债券持开放态度。一些联储官员认为，只要联储的就业和通胀目标取得了实质性的进一步进展，就可以**开始“逐渐减少”购债**，像 2013-2014 年那样逐步退出 QE。

在 12 月会后的发布会上，美联储主席鲍威尔称，在美国通胀重返正轨之前，**不会提前加息**。他重申美联储可以扩大债券购买力度，调整所购买债券的久期，并指出，在缩减债券购买之前，美联储将发布警告。本月稍早鲍威尔表示，现在不是谈论退出 QE 的时候，加息时点不会很快到来；除非通胀等方面的失衡威胁达到联储的通胀和就业使命，否则没有理由加息。

摩根士丹利最近预计，**缩减购债计划可能要在今年 12 月的美联储会议上宣布**。美联储可能不会担忧近期国债收益率和通胀预期上升，因规模空前的刺激措施为市场注入了大量流动性，但也改善了经济强劲复苏的前景。

- **重申容忍通胀短期高于 2%**

此次声明继续重申去年 9 月公布的利率前瞻指引，称 FOMC“委员会的目标将是，在一段时间内实现通胀适度高于 2%，以便让一段时间内的平均通胀达到 2%，并且长期通胀预期仍很好地锚定在 2%。

美联储此次会后还发布了关于“长期内目标和货币政策策略”的公告，内容与 2020 年 8 月保持一致，**重新确认了去年 8 月美联储发布的货币政策策略、工具和沟通评估**。和去年 8 月发布的内容一样，联储继续承诺致力于实现充分就业和价格稳定以及温和的长期利率，并且提到，鉴于通胀持续低于 2%，可能适合一段时间内让通胀适度高于 2%，以便长期内平均通胀率达到 2%。

免责声明

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、结论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。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，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者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。

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“华泰期货研究院”，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力。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。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com