黎明前的寂静

——2020 年 12 月美联储议息会议点评

美东时间 12 月 16 日，美联储公开市场委员会（FOMC）在 12 月议息会议后发表声明，宣布将维持联邦基金利率在 0-0.25%区间及目前的购债速度不变（每月 800 亿美元国债+400 亿美元机构 MBS）。

一、政策立场：加入购债计划“前瞻指引”

由于美国疫情持续失控、经济修复乏力，市场此前预期美联储可能扩大购债规模。尽管市场预期落空，但美联储在其货币政策前瞻指引中加入了购债方案的内容，表示将维持不低于当前的购债规模，直至其在促进充分就业和价格稳定的双重目标上取得“实质性进展”（substantial further progress）。此举旨在稳定市场预期，避免 2013 年“削减恐慌”再现（Taper Tantrum）。

二、经济前景：明年步入“疫苗复苏”

尽管近期非农就业等数据显示美国经济修复动能趋弱，但疫苗的突破带来了明年经济将加速复苏的良好预期。辉瑞疫苗有效率达到 95%，并已开始推广。乐观情形下，美国有望在明年一季度内完成对医护和老人等高危群体的接种，经济活动将向常态回归。

在最新的季度经济展望中，美联储全面上调了经济预测，将 GDP 增速今年预测值从三季度预测值-3.7%大幅上调至-2.4%，明年预测值也上调 0.2pct 至 4.2%；今明两年的失业率预测值分别下调至 6.7%和 5%；PCE 通胀今年维持在 1.2%不变，明年上调至 1.8%。相较前三次展望，票委们的观点进一步向中位数收敛，指向美联储认为经济运行的不确定性有所下降。中期来看，美联储预测 2023 年美国失业率和 PCE 通胀有望分别达到 3.7%和 2%，触及加息门槛。参考美联储在次贷危机期后的操作，量化宽松力度可能在 2023 年之前逐步减弱。

三、政策定力：三个原因

在疫情持续失控，经济复苏乏力的情况下，美联储保持定力的主要原因有三：

一是美联储考虑了疫苗对经济的积极作用。随着疫苗接种率不断提升，美国经济运行有望出现实质性改善。近期经济的困难可能只是短期的波动，保持货币政策的连贯性和稳定性更为重要。

二是美国国会新一轮财政刺激方案仍不明朗。尽管当前两党在国会参众两院的领袖均表态将尽力争取在本周六休会期到来前通过新的小规模刺激方案，以延续部分即将在年底到期的补助项目，但目前具体方案的规模和内容仍未敲定。

三是美国债长端收益率并非阻碍经济修复的主要因素。当前美国 10 年期国债收益率位于 0.92%，尽管前期“拜登交易”使其从 8 月初的低点上涨约 40bp，但仍处于历史低位。美联储主席鲍威尔在新闻发布会上表示，受利率直接影响的行业如房地产业均恢复良好，而修复滞后的行业如旅行酒店业则更多受疫情拖累，因此进一步压降国债收益率的经济收益将十分有限。

四、紧急信贷工具：仍将运转

美联储紧急信贷工具将不受“关怀法案”（CARES Act）到期影响。鲍威尔在发布会上对美国财政部要求美联储归还未使用的“关怀法案”拨款做出说明，表示若有需要美联储仍可使用汇率稳定基金（Exchange Stabilization Fund）维持信贷工具的运转。事实上，美联储近期已经对 CPFF、MMMFLF、PDCF、PPPLF、海外央行流动性互换等工具进行了延期。尽管汇率稳定基金规模明显小于“关怀法案”的拨款，但**考虑到前美联储主席耶伦即将就任美国财长，美联储与财政部的政策协同有望加强。**

五、前瞻：货币政策中期维持稳定

前瞻地看，美联储货币政策在中期内将基本保持稳定，但不确定性仍存。首先，疫苗的实际效果有待验证。鲍威尔认为“疫苗在时间，产能，分发和不同人群间的有效性仍存在显著困难和不确定性”，因此仍难准确评估疫苗对经济影响的程度和进度。此外，财政刺激方案仍未落地。若国会两党未能在圣诞休会前达成共识，美国财政救助将出现实质性断档，包括额外失业救济等一系列项目将被迫中止，为经济修复和金融市场带来冲击。美联储的下一次行动窗口将在明年 1 月 26-27 日的议息会议后。

市场方面，美联储宽松力度不及预期，市场期待国会就财政刺激方案达成协议，风险偏好上升、美元指数下挫。尽管联邦基金目标利率预计维持在零利率区间不变，但缺乏 QE 近期加码的信号，使明年一季度加大宽松力度的可能性下降。此外，美国新一轮财政刺激方案叠加英国退欧谈判的进展，导致避险买盘受挫，美元指数跌至 90 下方，处于两年半新低附近，并伴有进一步下行的趋势。货币市场方面，境内美元在年末时点及跨境融资宏观审慎调节参数调整双重作用下，机构谨慎情绪堆叠推升短端货币市场利率，CIROR 隔夜报 0.03%、1 个月 0.15%、3 个月 0.65%。

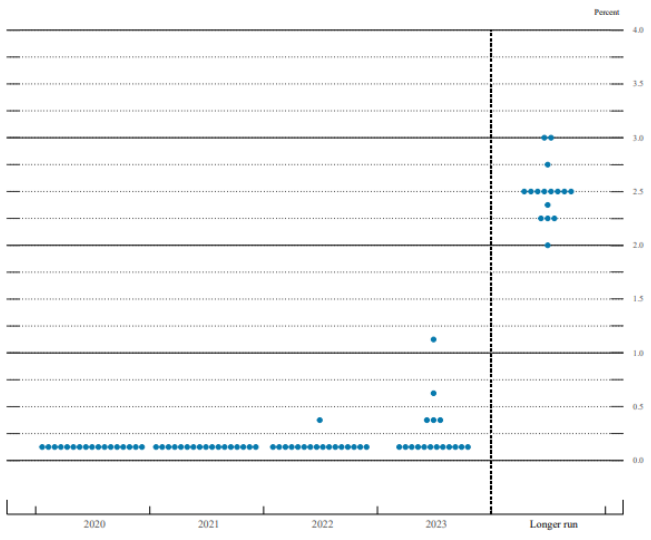
（评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 郑筝）

表 1：美联储季度经济展望预测变化

经济指标	发布时间	2020	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增速	2020-12	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8
	2020-09	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9
	2020-06	-6.5	5.0	3.5	-	1.8
	2019-12	2.0	1.9	1.8	-	1.9
失业率	2020-12	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1
	2020-09	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1
	2020-06	9.3	6.5	5.5	-	4.1
	2019-12	3.5	3.6	3.7	-	4.1
PCE 通胀	2020-12	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0
	2020-09	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0
	2020-06	0.8	1.6	1.7	-	2.0
	2019-12	1.9	2.0	2.0	-	2.0
核心 PCE 通胀	2020-12	1.4	1.8	1.9	2.0	-
	2020-09	1.5	1.7	1.8	2.0	-
	2020-06	1.0	1.5	1.7	-	-
	2019-12	1.9	2.0	2.0	-	-
联邦基金利率	2020-12	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5
	2020-09	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5
	2020-06	0.1	0.1	0.1	-	2.5
	2019-12	1.6	1.9	2.1	-	2.5

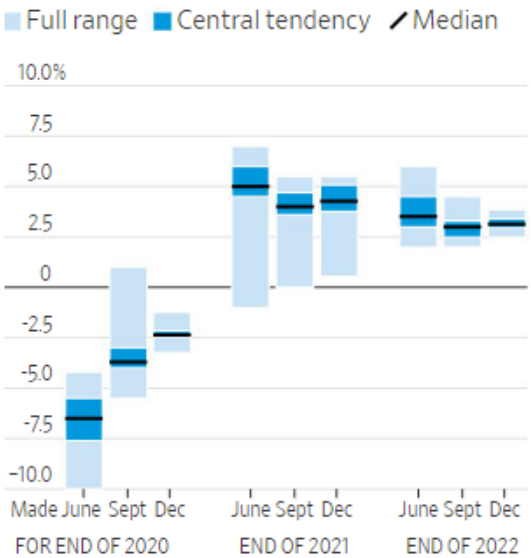
资料来源：Fed、招商银行研究院

图 1：点阵图显示零利率将维持至 2023 年后



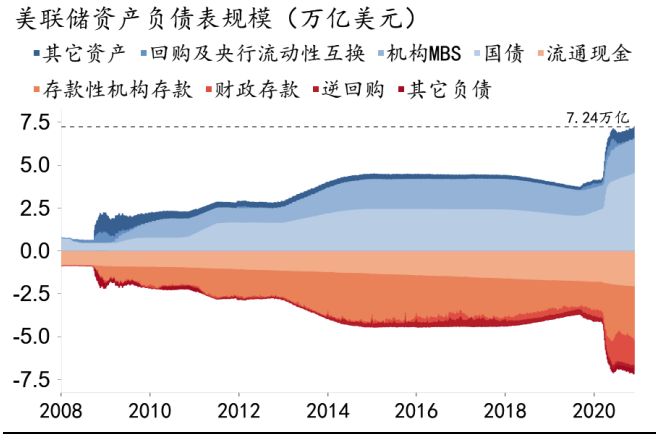
资料来源：Fed、招商银行研究院

图 2：美联储不断调高今年经济预测



资料来源：WSJ、Fed、招商银行研究院

图 3：美联储资债表稳步扩张



资料来源：Fed、Macrobond、招商银行研究院

图 4：8 月后美国债收益率逐渐走高



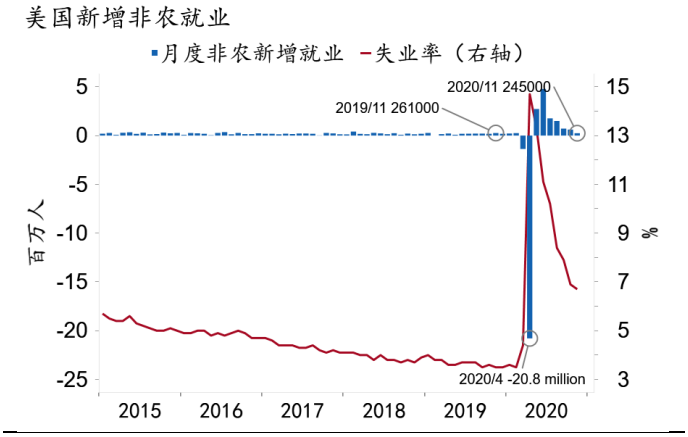
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：美国通胀出现边际下行



资料来源：BEA、Macrobond、招商银行研究院

图 6：美国就业修复动能渐失



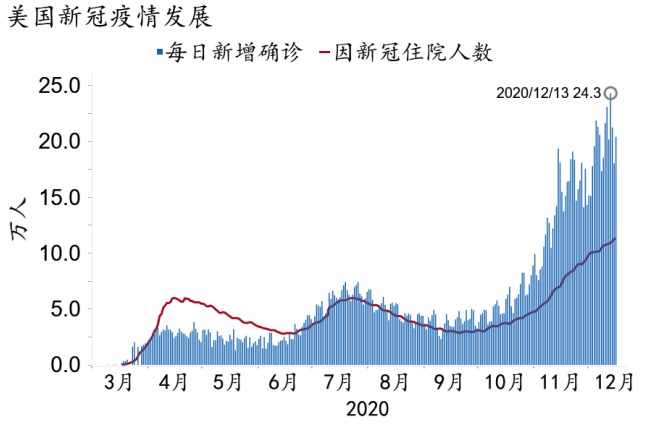
资料来源：BEA、Macrobond、招商银行研究院

图 7：美元指数持续走弱



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 8：美国疫情持续失控



资料来源：WHO、CDC、Macrobond、招商银行研究院