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

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

相关研究：

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
利率反弹未结束——国债期货下跌快评
2020-11-19
辉瑞带来对“美联储假设”的改善——美联储金融稳定报告点评
2020-11-10
央行货币政策的分化，关注风险的可能——美联储 11 月议息会议点评
2020-11-06

事件

12 月 16 日美联储公布了今年最后一次 FOMC 议息会议：维持基准利率在近 0 的历史低位不变，上调对 2020 年美国实际 GDP 的预期至-2.4%（9 月-3.7%）。美联储声明称，将继续每个月至少购买 1200 亿美元的债券，直至最大化就业和物价稳定的双重目标取得实质性进展。本次会议美联储没有调整资产购买操作的债券“加权平均久期”和购买力度，低于市场预期。美联储主席鲍威尔记者会上承认新冠疫情已对美国通胀造成重大影响，在缩减债券购买之前，美联储将发布警告；在美国通胀重返正轨之前，不会提前加息。

点评

美联储货币政策继续保持“按兵不动”状态。在美国经济表现好于此前预期、美国财政刺激仍未落地的情况下，美联储 12 月议息会议继续保持按兵不动的状态。美联储释放了两个前置条件值得关注，一方面从 6 月开始美联储保持每个月购买合计约 1200 亿美元债券的规模，12 月释放的承诺条件从“未来几个月”转向“直到对实现充分就业和价格稳定目标取得实质性进展为止”，另一方面美联储主席鲍威尔指出，1）在缩减债券购买之前，美联储将发布警告；2）在美国通胀重返正轨之前，不会提前加息。市场对美联储 12 月扭曲操作落空，从货币政策地域对比来看，使得美欧货币政策的分化继续加大；从美联储保持甚至可以扩大购债力度的“口头”宽松驱动之下，纳指和比特币都创出了新高。

关注美国不一样的宽松形式带来的影响。相比较欧洲的宏观宽松（欧央行购债增加 5000 亿欧元，欧盟 7500 亿欧元财政刺激），美国国会和美联储的迟迟不行动创造了两边政策的分化。但美国式的宽松并不缺席，只是结构转向了“实体”而非“金融”。美联储 11 月 30 日延长了 CPFF、MMMFLF、PDCF 和 PPPLF 信贷支持工具至明年 3 月，12 月 16 日延长了 FIMA 工具至明年 9 月；美国联邦存款保险公司 12 月 15 日批准了工业贷款公司的监管规则，为非银行机构从事贷款业务打开大门。而 2021 年沃克尔规则修订稿（继续禁止银行自营交易，但是扩大了银行的投资活动范围）的生效，也将意味着金融和产业之间的竞争和再分配已经开始，相对确定性的是中期通胀的回升和利率底部的形成，不确定的是短期风险的释放情况（像接近达成协定但仍未落地的财政转移支付等带来信用风险）。

宏观策略：压力继续增强。中期内经济进入到扩张的图景进一步明晰，政策放松带来的经济活动改善将推动通胀的回升（美联储通过修改货币政策框架应对）和美元的继续走弱（美国重返国际气候协议主导碳定价应对）。但是短期内仍需关注政策分化带来的压力。

附：美联储保持近零利率 承诺为充分就业保持购债 上调经济预期

来源：华尔街见闻[1]

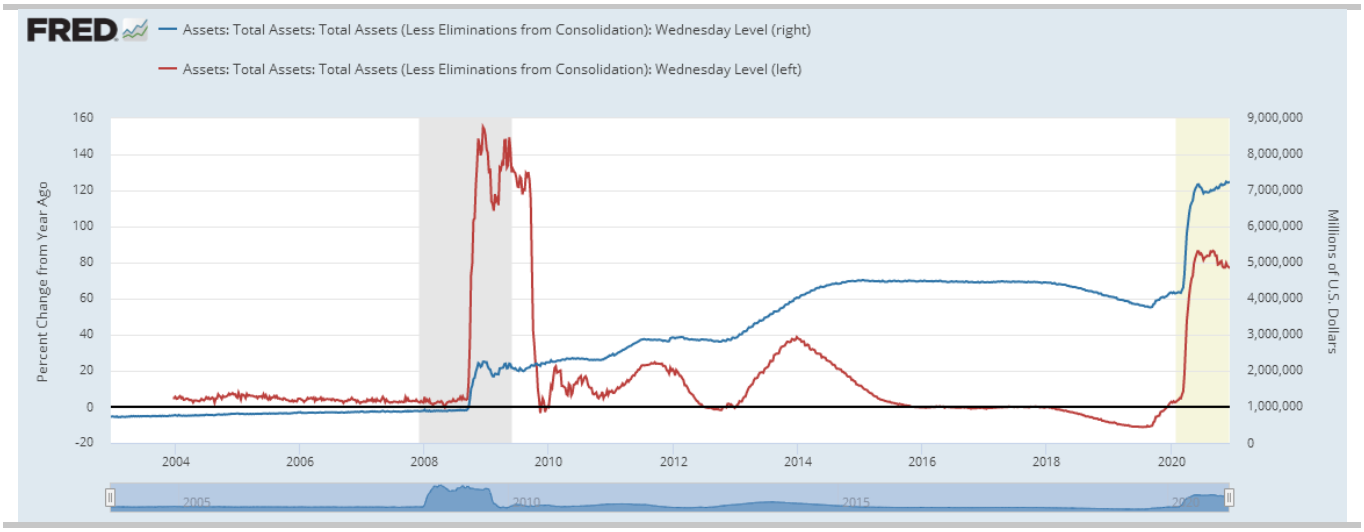
点评：政策对比的角度——相比较12月欧央行的增加边际上的宽松，美联储继续没有行动。

今年最后一次货币政策会议上，美联储继续保持近零利率不变，虽然并未直接调整 QE 购债规模，但强化了保持购债的目标。同时，联储上调了最近三年的经济增长预期。

美东时间 12 月 16 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。

在会后发布的声明[2]中，和前四次会后声明一样，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，并**再次重申，经济活动和就业“仍远低于今年初的水平”，“部分经济将严重依赖疫情发展形势”。**

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 12 月 9 日）



数据来源：FRED 华泰期货研究院

在通胀和金融环境方面，本次声明重申了上次所说的“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/3613813

[2] https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20201216a.htm

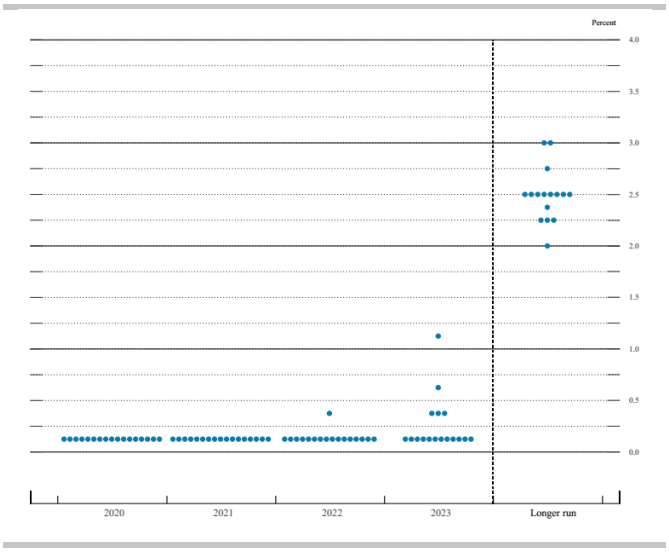
在展望经济时，和前两次会议声明一样，美联储仍表示："当前的公共卫生危机将在近期内继续施压经济活动、就业和通胀，将对中期内的经济前景构成重大风险。"

和 11 月声明一样，此次美联储也**重申了 9 月公布的新利率前瞻指引**，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%。委员会预计，将保持货币政策的宽松立场，直至实现这些结果为止。"

点评：除外的一人也调低了对 2022 年的利率展望（加息 2 次将为降息 1 次）

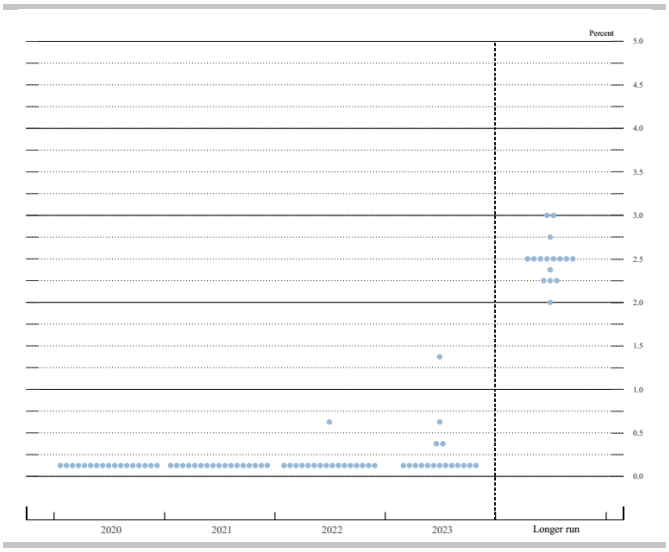
会后公布的点阵图[3]显示，**和今年 9 月上次发布的点阵图一样**，所有美联储官员均预计今明两年利率保持不变，**除一人外其他人都预计 2022 年利率也不变**，12 人预计 2023 年利率仍不变，只有五人预计 2023 年会加息，比 9 月时的预期加息者多一人。和 9 月时一样，在 2023 年之后的更长时间内，多数联储官员预计利率会升至 2.5%，高于联储长期目标 2%。

图 2：美联储 12 月 FOMC 利率点阵图



数据来源：Fed 华泰期货研究院

图 3：美联储 9 月 FOMC 利率点阵图



数据来源：Fed 华泰期货研究院

- **强化购债前瞻指引**

本次会后声明最重大的变化是，在购买资产的前瞻指引方面，不同于前三次会议声明，美联储这次的措辞修改为：

[3] https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcprojtabl20201216.pdf

*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进展为止**。*

今年 6 月中以来，美联储一直保持每个月购买合计约 1200 亿美元债券的规模。在截至上月的前三次会后，美联储均在声明中这样表达前瞻指引："**未来几个月至少按当前的速度购买**美国国债、机构住房抵押贷款支持证券（MBS）和商业抵押贷款（CMBS），以维持市场平稳运行"。

点评：市场此前预期美联储将在 12 月会议上采取扭曲操作（OT）。

今年 11 月的美联储会议决定按兵不动。会议纪要[4]显示，11 月会上，与会者重点讨论了未来可能如何通过调整 QE 资产购买项目追加货币刺激。他们指出，可能通过加快购买的速度或者转向购买更长期的国债来增加宽松，无需增加总体购买规模。当时就有多名决策者预计，可能很快改动购买资产的相关前瞻指引。

- **上调三年间 GDP 增速预期 下调失业率预期**

点评：经济展望相比较 9 月明显乐观，以及从调整了的经济展望（SEP）中，明显看到对于短期经济的乐观预期增加。

会后公布的更新后经济展望数据显示，美联储上调了今、明、后三年的 GDP 增长预期，下调了 2023 年的增长预期，下调了今年到 2023 年四年间的失业率预期，上调了明后两年的个人消费支出价格指数（PCE）通胀率预期。

美联储官员预计的中位值为：

2020 年美国 GDP 下降 2.4%，上次 9 月公布的预期降幅为 3.7%；2021 年预期增速从 4.0%升至 4.2%，2022 年增长预期从 3.0%升至 3.2%；2023 年预期增速从 2.5%降至 2.4%，2023 年以后更长期内增速预期从 1.9%降至 1.8%。

2020 年到 2023 年的预期失业率分别为 6.7%、5.0%、4.2%和 3.7%，上次预计失业率分别为 7.6%、5.5%、4.6%和 4.0%。

2020 年到 2023 的 PCE 通胀率分别为 1.2%、1.8%、1.9%和 2.0%，上次预计分别为 1.2%、1.7%和 1.8%和 2.0%；2020 年到 2023 年的核心 PCE 通胀率分别为 1.4%、1.8%、1.9%和 2.0%，上次预计分别为 1.5%、1.7%、1.8%和 2%。

[4] https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/files/fomcminutes20201105.pdf

图 4：美联储 12 月 FOMC 经济展望（SEP）

Percent

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					Range[3]				
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8	-2.5–-2.2	3.7–5.0	3.0–3.5	2.2–2.7	1.7–2.0	-3.3–-1.0	0.5–5.5	2.5–4.0	2.0–3.5	1.6–2.2
September projection	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0–-3.0	3.6–4.7	2.5–3.3	2.4–3.0	1.7–2.0	-5.5–1.0	0.0–5.5	2.0–4.5	2.0–4.0	1.6–2.2
Unemployment rate	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1	6.7–6.8	4.7–5.4	3.8–4.6	3.5–4.3	3.9–4.3	6.6–6.9	4.0–6.8	3.5–5.8	3.3–5.0	3.5–4.5
September projection	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0–8.0	5.0–6.2	4.0–5.0	3.5–4.4	3.9–4.3	6.5–8.0	4.0–8.0	3.5–7.5	3.5–6.0	3.5–4.7
PCE inflation	1.2	1.8	1.9	2.0	2.0	1.2	1.7–1.9	1.8–2.0	1.9–2.1	2.0	1.1–1.4	1.2–2.3	1.5–2.2	1.7–2.2	2.0
September projection	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1–1.3	1.6–1.9	1.7–1.9	1.9–2.0	2.0	1.0–1.5	1.3–2.4	1.5–2.2	1.7–2.1	2.0
Core PCE inflation[4]	1.4	1.8	1.9	2.0		1.4	1.7–1.8	1.8–2.0	1.9–2.1		1.3–1.5	1.5–2.3	1.6–2.2	1.7–2.2	
September projection	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3–1.5	1.6–1.8	1.7–1.9	1.9–2.0		1.2–1.6	1.5–2.4	1.6–2.2	1.7–2.1	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–0.4	0.1–1.1	2.0–3.0
September projection	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–0.6	0.1–1.4	2.0–3.0

数据来源：Fed　华泰期货研究院

图 5：美联储 9 月 FOMC 经济展望（SEP）

Percent

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					Range[3]				
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0–-3.0	3.6–4.7	2.5–3.3	2.4–3.0	1.7–2.0	-5.5–1.0	0.0–5.5	2.0–4.5	2.0–4.0	1.6–2.2
June projection	-6.5	5.0	3.5		1.8	-7.6–-5.5	4.5–6.0	3.0–4.5		1.7–2.0	-10.0–-4.2	-1.0–7.0	2.0–6.0		1.6–2.2
Unemployment rate	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0–8.0	5.0–6.2	4.0–5.0	3.5–4.4	3.9–4.3	6.5–8.0	4.0–8.0	3.5–7.5	3.5–6.0	3.5–4.7
June projection	9.3	6.5	5.5		4.1	9.0–10.0	5.9–7.5	4.8–6.1		4.0–4.3	7.0–14.0	4.5–12.0	4.0–8.0		3.5–4.7
PCE inflation	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1–1.3	1.6–1.9	1.7–1.9	1.9–2.0	2.0	1.0–1.5	1.3–2.4	1.5–2.2	1.7–2.1	2.0
June projection	0.8	1.6	1.7		2.0	0.6–1.0	1.4–1.7	1.6–1.8		2.0	0.5–1.2	1.1–2.0	1.4–2.2		2.0
Core PCE inflation[4]	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3–1.5	1.6–1.8	1.7–1.9	1.9–2.0		1.2–1.6	1.5–2.4	1.6–2.2	1.7–2.1	
June projection	1.0	1.5	1.7			0.9–1.1	1.4–1.7	1.6–1.8			0.7–1.3	1.2–2.0	1.2–2.2		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–0.6	0.1–1.4	2.0–3.0
June projection	0.1	0.1	0.1		2.5	0.1	0.1	0.1		2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–1.1		2.0–3.0

数据来源：Fed　华泰期货研究院

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