CMS 招商證券國際

2020 年 12 月 14 日（星期一）

宏观报告 – 央行观察

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

美联储12月FOMC会议前瞻

- **预计会议将聚焦资产购买计划**
- **但预期有关资产购买的政策暂不会出现大幅变动**
- **不能完全排除引入“扭曲操作”的可能性，但即使引入，规模也会有限**

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD

+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA

+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

美联储将于12月15日至16日举行下一次FOMC政策会议，这将是2020年度最后一次FOMC会议。

在资产购买方面，预计美联储将给予更加清晰的指引。继11月FOMC会议选择按兵不动之后，基于最近几周美联储官员的讲话和采访，以及11月的会议纪要内容，我们认为，美联储已准备好就其大规模资产购买计划的下一步行动至少作出一些更加清晰的指引。我们预计，美联储将就其资产购买计划的步伐和期限提供结果导向型（outcome-based）的指引，或与就业和通胀同时挂钩。资产购买的规模暂时可能会继续维持在每月1,200亿美元，其中包括800亿美元的国债和400亿美元的抵押贷款支持证券。除了不断恶化的第三波疫情外，两次FOMC会议期间最值得注意的事件无疑是数项新冠疫苗三期临床试验的成功，这应可提高美联储对明年经济复苏的预期。最新的褐皮书显示，自11月以来，在美联储划分的全美12个地区中，绝大多数地区的经济呈现温和或缓和式增长，而部分地区，尤其是中西部地区，自11月初以来经济活动因疫情再度爆发而放缓。

这里的核心问题是，货币政策通常需要12-24个月的时间才能充分体现其对实体经济的影响，而反应过程不像财政政策那么直接，这也正是货币政策的制定总是具有前瞻性的原因所在。因此，FOMC官员或会更看重他们对经济状况的预期，例如12个月后的经济状况，而非短期内的状况，这是也我们认为近期疫苗研发成功将对美联储立场产生重大影响的主要原因。

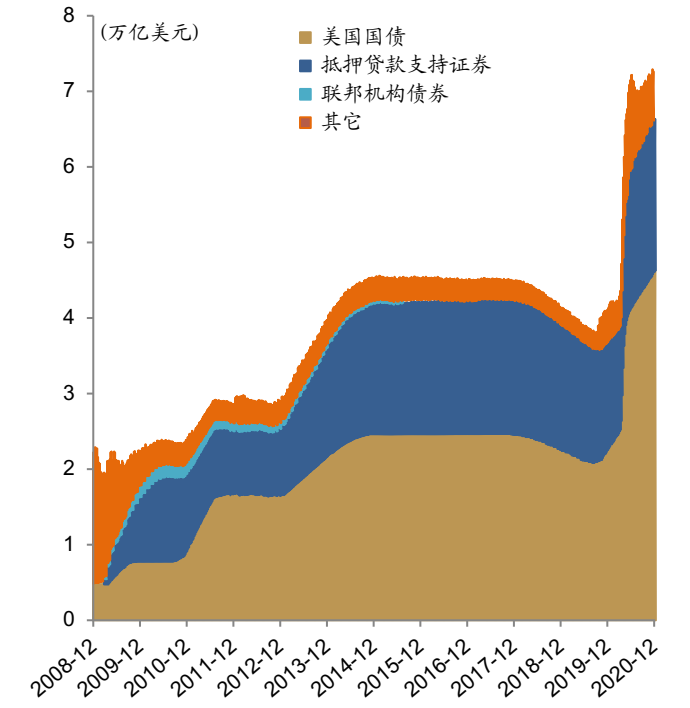
有可能会引入“扭曲操作”（Operation Twist），但可能性相对有限。“扭曲操作”是一种可以有效延长美联储持有国债的平均期限而同时无需实际扩大资产购买规模的货币政策操作。但在上个月辉瑞和BioNTech宣布其疫苗试验结果后出现的10年期国债收益率短暂的飙升结束之后，国债收益率并没有出现任何失控的迹象，该收益率近期已经稳定在1%的下方。此外，尽管最近的宏观数据显示经济活动明显放缓，但尚未观察到美国经济有二次探底的迹象。因此，美联储在当前环境下显著地提高其所持有国债平均期长的依据尽管不能说完全不存在，但确实难言充足。此外，任何此类年期的延长对经济的影响很可能都是有限的。

经济展望有可能进一步上调。鉴于近期新冠疫苗的新进展，美联储的经济预测总结（SEP）大概率将小幅上调2021年GDP增长。由于10月和11月的平均失业率已经降至6.8%，原本年底失业率降至7.6%（四季度平均水平）的预测须向下调整。我们认为美联储将继续期待核心PCE通胀在2024年之前不会超过2%。与美联储8月引入的灵活平均通胀目标（FAIT）框架的隐含指引保持一致，我们预期最新点阵图会继续暗示2024年之前不会加息。

相关报告

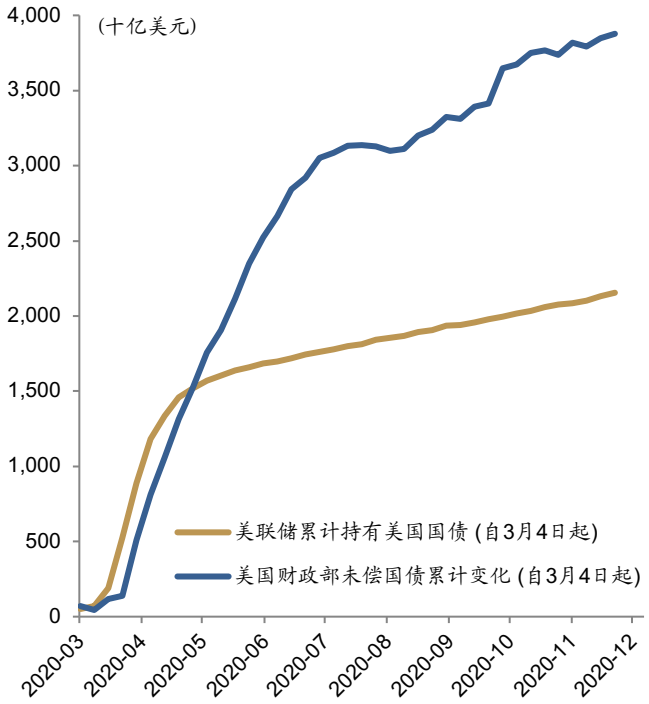
1. 美国劳动力市场复苏开始显著受阻(2020/12/05)
2. 2021 年展望：沉舟侧畔千帆过，柳暗花明万木春 (2020/12/03)
3. 美国 10 月份消费者支出保持稳定 (2020/11/26)
4. 美国企业设备投资 10 月延续增长势头 (2020/11/26)
5. 美国房地产市场有望保持走强势头(2020/11/19)
6. 美国 10 月工业产出重回扩张 (2020/11/18)
7. 美国 10 月零售数据展现复杂信号 (2020/11/18)
8. **财政政策不确定环境下美联储选择按兵不动 (2020/11/06)**
9. **美联储 11 月 FOMC 会议前瞻(2020/10/30)**
10. **美联储引入新前瞻指引 (2020/09/17)**
11. **美联储 9 月 FOMC 会议前瞻 (2020/09/11)**
12. **美联储修订政策框架；引入平均通胀目标 (2020/08/29)**

图表 1：美联储资产负债表



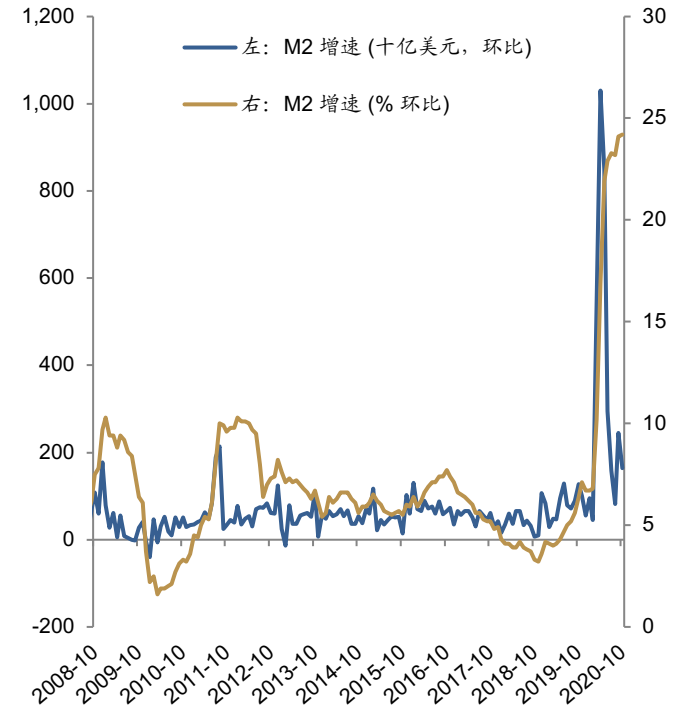
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 2：美联储购买的美国国债



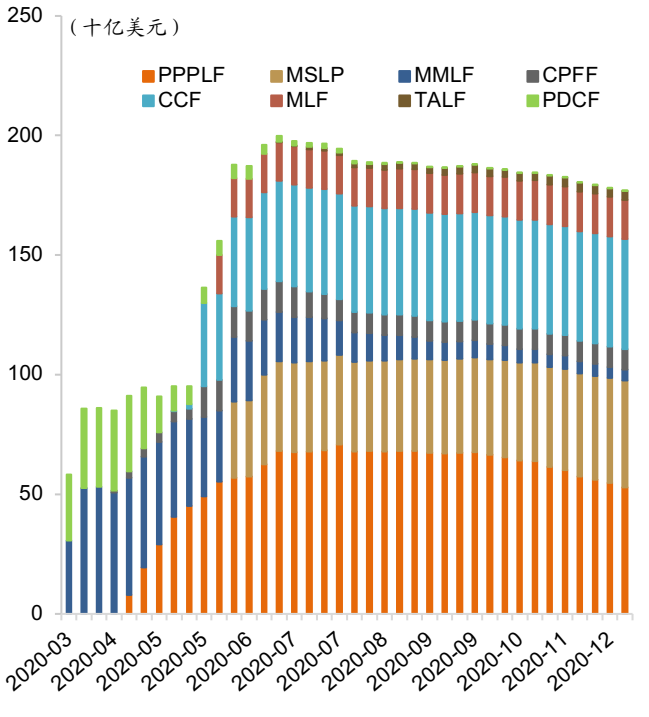
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 3: M2 增长



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 4：美联储 13（3）紧急借贷便利余额



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司　版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828