2020 年 11 月 6 日（星期五）

宏观报告 – 央行观察

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

# 财政政策不确定环境下美联储选择按兵不动

- **美联储维持政策不变，与预期一致**
- **美联储开始讨论资产购买计划的下一步**
- **总统大选结果将使美联储处于比较艰难的境地**

**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

**新看点。**11月4日至5日，美联储召开了11月FOMC政策会议，会上委员会一致投票决定维持所有货币政策不变：利率维持在接近零的水平，资产购买计划至少将继续以目前的节奏进行，全部符合市场和我们的预期。

**除对经济状况的描述外，政策声明几乎没有改变。**自上次会议以来，美联储认为经济活动和就业展现持续复苏，同时早前油价的下跌抑制了消费者价格通胀。此外，总体金融状况仍保持适度宽松。鲍威尔主席重申了美联储的立场，即“利率将保持为零，直至劳动力市场条件达到委员会评估的最大就业水平，而通胀率已升至2%并且将在未来一段时间内保持在适度超过2%的轨道上。”鲍威尔还透露，FOMC在此次会议上讨论了其资产购买计划及其在支持复苏中的作用。在新闻发布会上，鲍威尔一度表示，“我们可能会达成一种看法那就是我们需要在这方面采取更多措施。”这暗示美联储已正式开始考虑资产购买计划的下一步。关于新冠疫情方面，鲍威尔表示最近美国和海外新冠病例确诊人数激增尤其令人担忧。

**鉴于选举结果导致大规模财政刺激计划的前景黯淡，美联储可能需要采取更多措施。**当主席鲍威尔被问及选举时，不出意外他拒绝发表评论，回答说：“我非常不愿意对选举发表评论，直接和间接的，都不愿意。”然而，考虑到周二选举的初步不确定结果，国会非常可能仍然会处于分裂局面（至少在明年1月可能举行的佐治亚州参议员选举第二轮之前），而国会通过规模在2万亿美元以上的刺激方案的前景黯淡。此前美联储在呼吁采取更多财政行动方面异常地直言不讳，我们对此的解读是，美联储倾向于等待财政政策率先采取行动。在看不到大规模的财政政策推出的情况下，美联储现在不采取行动的成本可能会更高，但核心问题是，在长端国债收益率已经很低的情况下，美联储通过加快资产购买究竟能带来多大效果。

**经济预测总结的主要变化。**此次会议中一项令人意外的声明是，美联储改变了发布经济预测总结的惯常做法。首先，从12月的FOMC会议开始，所有经济预测总结的全部材料将与FOMC政策声明同时发布，而不是在三周后与会议纪要一起发布。第二，将添加两张新的显示美联储官员对不确定性和风险的评估是如何随着时间而演变的图表，而不仅仅是在会议召开的当下时点。

**我们的观点：**无论美联储官员承认与否，选举结果都将给美联储带来一个令人担忧的两难境地。展望未来，我们认为，美联储加大资产购买力度的可能性无疑已经上升。然而，这不会显著改变我们对经济前景的看法，因为当下经济困境真正需要的是财政支持，而不是进一步注入流动性。经济数据和新冠感染数字可能会在美联储的短期决策中发挥更加关键的作用，但是，除非国会出现奇迹，否则2020年四季度和2021年一季度可能仍然面对艰难的环境。

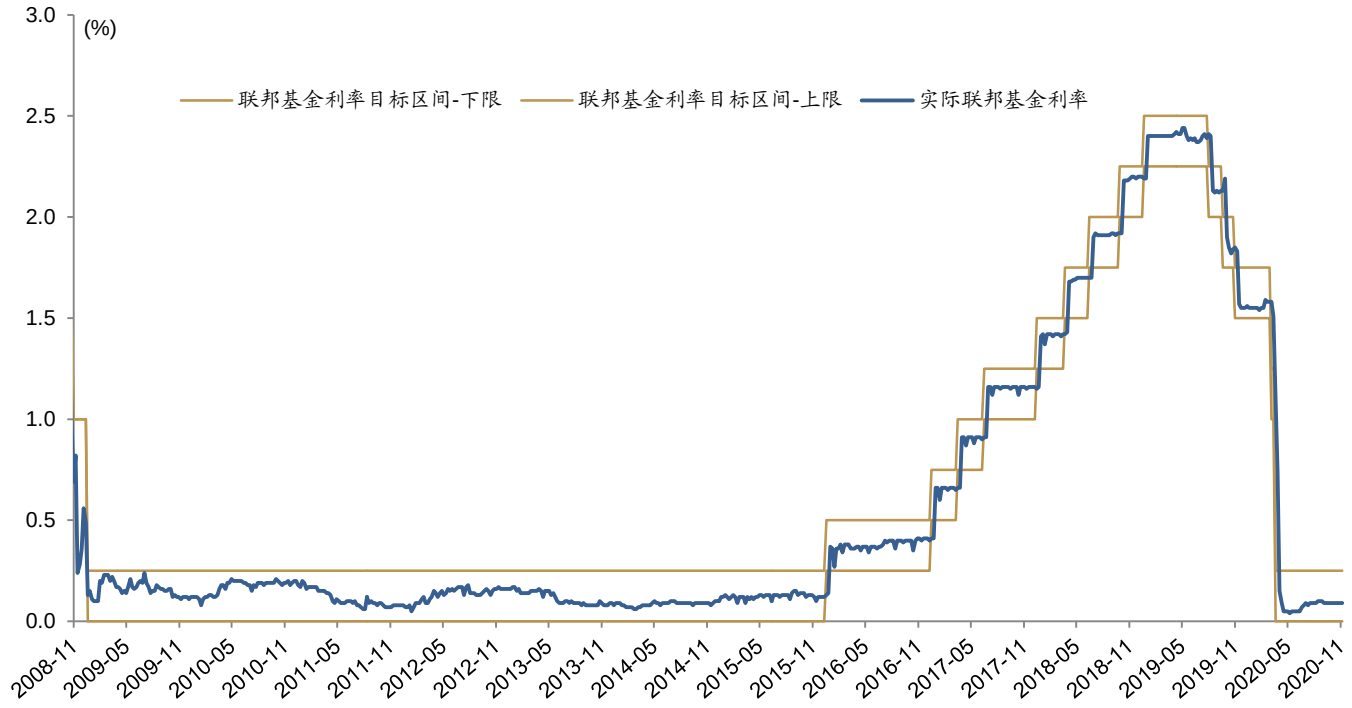
相关报告

1. 美国 9 月贸易赤字收窄(2020/11/05)
2. 10 月 ISM 制造业 PMI：产出扩张持续加速(2020/11/03)
3. 美国三季度 GDP 录得创纪录反弹(2020/10/30)
4. **美联储 11 月 FOMC 会议前瞻 (2020/10/30)**
5. 美国企业设备投资已收复二季度失地(2020/10/28)
6. 美国 9 月零售录得超预期增长 (2020/10/17)
7. US industrial output declined surprisingly in September (17 Oct 2020)
8. **美联储引入新前瞻指引 (2020/09/17)**
9. **美联储 9 月 FOMC 会议前瞻 (2020/09/11)**
10. **美联储修订政策框架；引入平均通胀目标(2020/08/29)**
11. **美联储言辞偏负面但未提供进一步前瞻性指引(2020/07/30)**
12. **美联储维持量化宽松步伐，但未提及收益率曲线控制(2020/06/11)**

# 图表

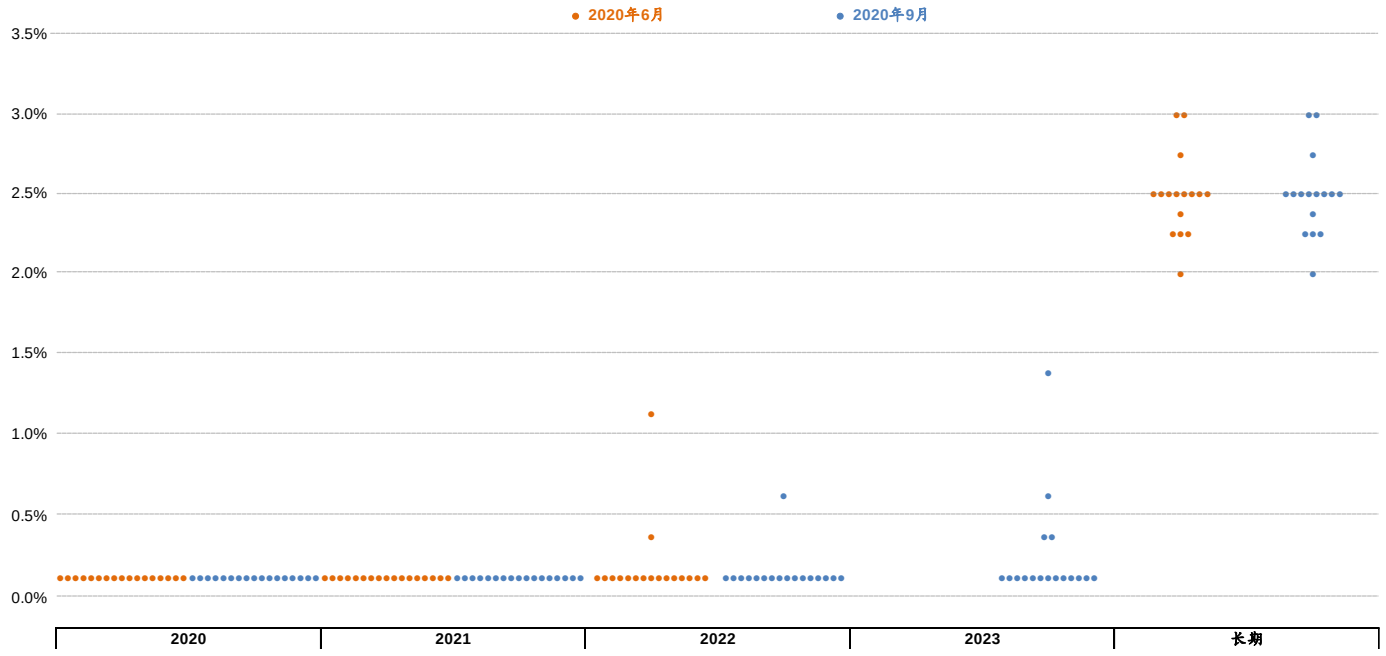
图表 1: 美国联邦基金利率 ..... 3
图表 2: 联邦公开市场委员会（FOMC）官员对利率预测的点阵图 ..... 3
图表 3: M2 增速 ..... 4
图表 4: 美联储 13（3）紧急借贷工具 ..... 4
图表 5: 美联储资产负债表 ..... 4
图表 6: 美联储国债购买速率 ..... 4

**图表 1：美国联邦基金利率**



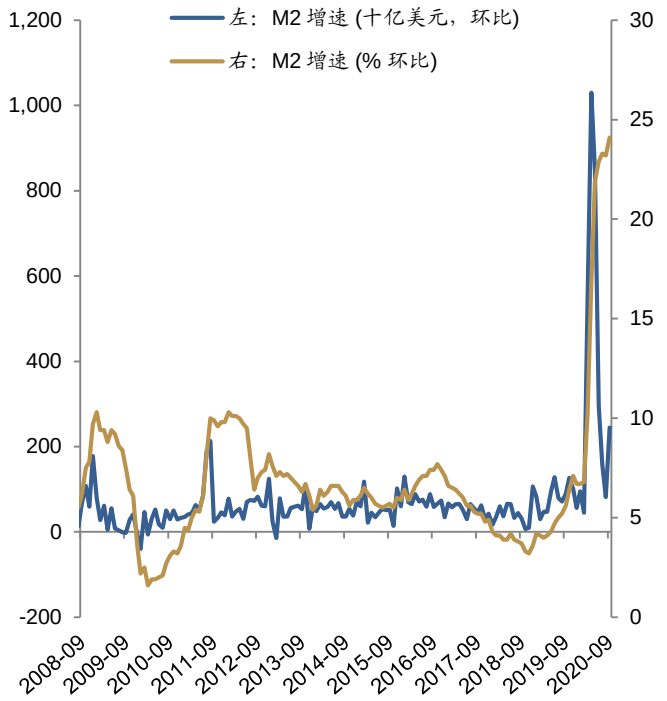

*资料来源：FRED、招商证券（香港）研究部*

**图表 2：联邦公开市场委员会（FOMC）官员对利率预测的点阵图**



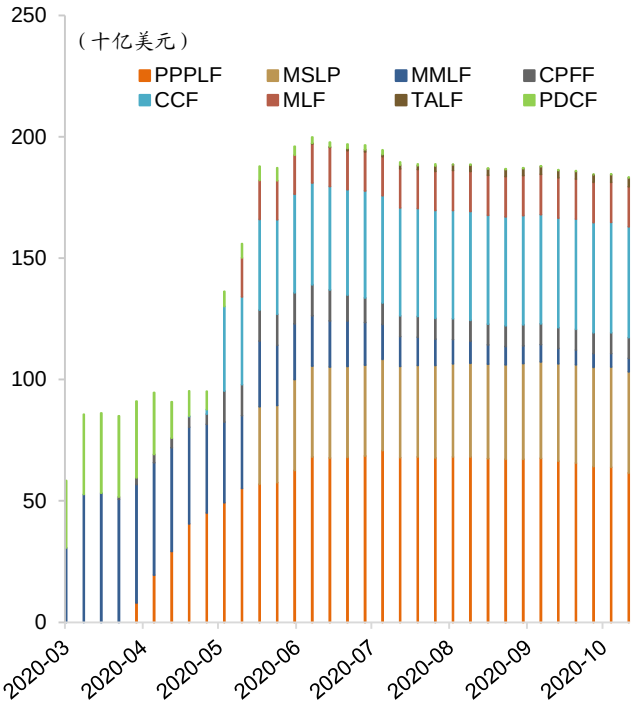

*资料来源：美联储、招商证券（香港）研究部*

**图表 3: M2 增速**



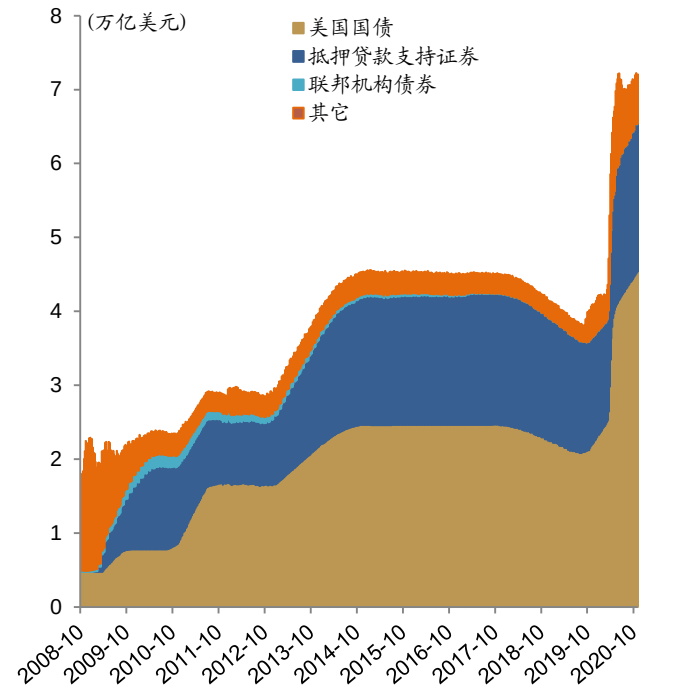

*资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部*

**图表 4: 美联储 13（3）紧急借贷工具**



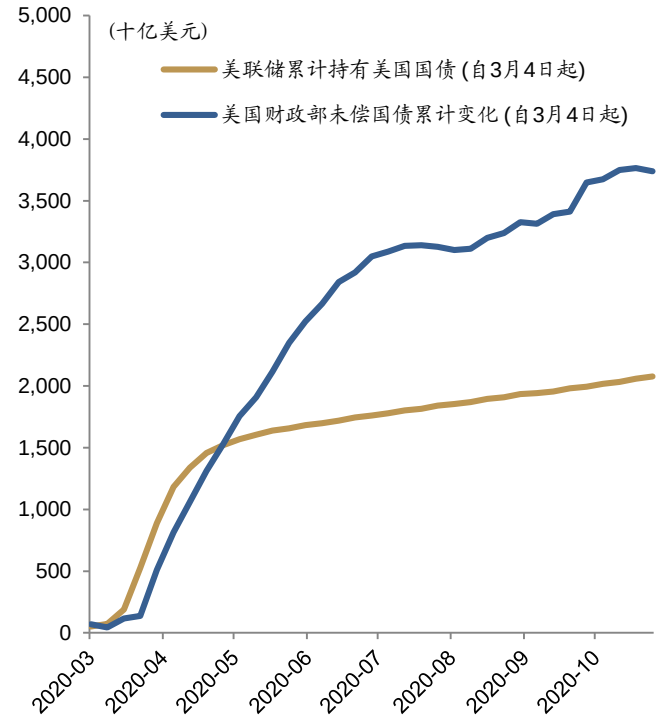

*资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部*

**图表 5: 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 6: 美联储国债购买速率**




*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