




# 美联储 11 月 FOMC 会议点评

*如预期按兵不动，美元在“大选狂欢”后或重回短期升值通道*

- **11 月会议美联储按兵不动，陈述内容几无变化，重申“直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到 2%并短期内收敛于稍高于 2%水平之前，保持联邦基金利率 0-0.25%不变”以及“在未来数月将至少以当前速度购债”。**在措辞微调方面仅有一处值得关注，美联储 11 月陈述以“金融现状保持适度(remain accommodative)”代替了 9 月陈述中的“金融状况好转(improve)”。**在会后发布会中，**鲍威尔表示“满意目前的资产购买计划，未考虑改变资产购买规模与速度”，还提到将在 12 月会议对经济预测概要(SEP)作出调整，并今后的每次会议都会发布具备全面细节内容的 SEP，总体来说发布会内容没有特别之处。
- **尽管会前部分人预测美联储将在本次会议中扩大资产购买规模或加快购债速度，但美联储按兵不动是情理之中，原因一、目前美国大选结果悬而未决且新一轮财政刺激尚未出炉，贸然更改货币政策不合时宜。**虽然按照当前形势拜登当选概率较大，但是参议院竞争进入白热化阶段，由于乔治亚州的特别席位已定于明年 1 月重选，因此参议院的控制权或推迟公布。同时，尽管民主党占众议院简单多数概率较高，但是其对比上一届选举已经损失了 5 个席位（截至当前），这意味着民主党对于众议院的控制力减弱，或对财政刺激的出台造成一定影响；**原因二、当前美国经济数据强劲，显示复苏势头不弱。**截至 10 月美国复苏势头较好，尽管复苏速率在通胀和失业率等方面已经放缓，但零售、PMI 数据则屡超预期。
- **自 11 月以来，风险资产涨势喜人，**从“蓝色浪潮”预期到特朗普赢面反超再到拜登重拾胜势，大选预期的“反转再反转”并不能阻止风险资产的一路狂飙。**但目前疫情才是目前全球经济状况的主导因素，**预计随着欧美两国经济数据的逐渐公布，交易主线将回归“疫情交易”。**在“疫情交易”下，我们坚持美元将短期走强的观点，其中四大因素或推动美元走强。1. 美国复苏确定性强于欧洲，**美国财政刺激政策规模更大且直达消费者，大选结束后两党将刺激计划当作政治筹码互相扯皮的情况料将不会出现，新一轮财政刺激应该可以顺利出台。同时，相较于欧洲的重回封锁，美国在应对疫情方面或将继续选择“与疫共舞”，**因此我们认为在疫苗问世前，基本面“美强欧弱”的格局不会改变。2. 美德利差自 8 月以来不断走阔，3. 美欧扩表的速度开始收敛，**美欧扩表速度差从 6 月初的 65.94%回落至最近的 32.88%，然而同期欧元兑美元汇率从 1.1376 升值至 1.1747。**4. 未来欧央行进一步宽松的确定性要强于美联储，**由于欧洲当前复苏受阻，11 月会议上拉加德透露 12 月将加码宽松，而美联储在扩大资产购买规模或加快购买速度方面并没有明确表态，且美联储在美国经济数据没有明显恶化之前可能没有加大宽松的动力。
- **风险提示：特朗普对选举结果进行司法诉讼引起“宪政危机”，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。**

**中银国际证券股份有限公司**
**具备证券投资咨询业务资格**

**宏观及策略: 宏观经济**

**证券分析师：朱启兵**
(8610)66229359
qibing.zhu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300516090001

## 大选结果悬而未决，美联储如预期按兵不动

北京时间 11 月 6 日凌晨，美联储发布了 11 月 FOMC 会议陈述。**相较于 9 月会议，11 月会议美联储按兵不动，陈述内容几无变化，重申“直到经济达到委员会评估的最大就业水平且通胀达到 2%并短期内收敛于稍高于 2%水平之前，保持联邦基金利率 0-0.25%不变”以及“在未来数月将至少以当前速度购债”。在措辞微调方面仅有一处值得关注，美联储 11 月陈述以“金融现状保持适度(remain accommodative)”代替了 9 月陈述中的“金融状况好转(improve)”，假如以 10 年美债收益率观察美国金融市场情况，**9 月初 10 年期收益率中枢水平为 0.7%，而最近一个月收益率波动较大，在 0.7-0.9%之间波动,总体来说10年美债收益率有所上行,但收益率小幅上行并没有对美联储的政策造成干扰。**在会后发布会中，**鲍威尔照常提及“经济在强劲复苏后速率减缓”、“复苏前景受疫情影响依旧模糊”、“整体经济水平较疫情前水平仍有较大差距”、“新一轮财政刺激非常有必要”等表述，同时在回答中言语上与现代货币理论(MMT)划清界线，并拒绝评论美国大选；**被问及如何根据财政刺激政策调整资产购买计划规模及结构时，鲍威尔表示“满意目前的资产购买计划，未考虑改变资产购买规模与速度”；**鲍威尔还提到将在 12 月会议对经济预测概要(SEP)作出调整，并今后的每次会议都会发布具备全面细节内容的 SEP。总体来说发布会内容没有特别之处。

**尽管会前部分人预测美联储将在本次会议中扩大资产购买规模或加快购债速度，但美联储按兵不动是情理之中，原因有二：一、目前美国大选结果悬而未决且新一轮财政刺激尚未出炉，贸然更改货币政策不合时宜。**截至北京时间 11 月 6 日凌晨，拜登以 264 选举人票暂时领先特朗普的 214 票，据 WSJ 数据（实际上不同媒体对于大选数据的处理不同，在显示州的选举结果时基本都加入少量的主观判断，如纽约时报将亚利桑那州显示为“未结束”但多数媒体则显示为“拜登获胜”），目前结果未决的州有内华达、宾夕法尼亚、乔治亚、北卡和阿拉斯加，**只要拜登在除阿拉斯加外的任何一州胜出便可认定为胜选，而特朗普必须拿下剩余 4 州（除阿拉斯加）方能获胜。**五州之中阿拉斯加州基本已被特朗普收入囊中；内华达尚有 24%选票未开，目前拜登领先 0.9 个百分点；宾夕法尼亚有 12%票未开，特朗普领先 1.5%；乔治亚有 1%选票未开，特朗普领先 0.3%；北卡有 6%选票未开，特朗普领先 1.4%。**考虑到目前未开选票多为邮寄选票，而民主党支持者更倾向于以邮寄方式投票，因此普遍认为拜登在内华达优势较大，并有较大希望赢取宾州或乔治亚，北卡则特朗普胜算稍大，总的来说拜登当选概率很高。在国会选举方面，**目前众议院民主党以 208 个席位暂时领先共和党的 190 席位（218 席位达到简单多数），参议院选举民主党以 48 个席位与共和党持平（51 席位达到简单多数）。从当前数据看民主党赢取众议院简单多数问题不大；**而参议院竞争将进入白热化阶段，当前民主党在乔治亚州的特别席位选举以及北卡席位尚有较大机会，若赢取这两个参议院席位，民主党便可以依靠副总统作为参议院议长的优势控制参议院。**但需要注意的是，乔治亚州的特别席位选举由于没有一个候选人争取到 50%选票，已定于明年 1 月重选，因此参议院的控制权或推迟公布。**同时，尽管民主党占众议院简单多数概率较高，但是其对比上一届选举已经损失了 5 个席位（截至当前），这意味着民主党对于众议院的控制力减弱，或对财政刺激的出台造成一定影响。**

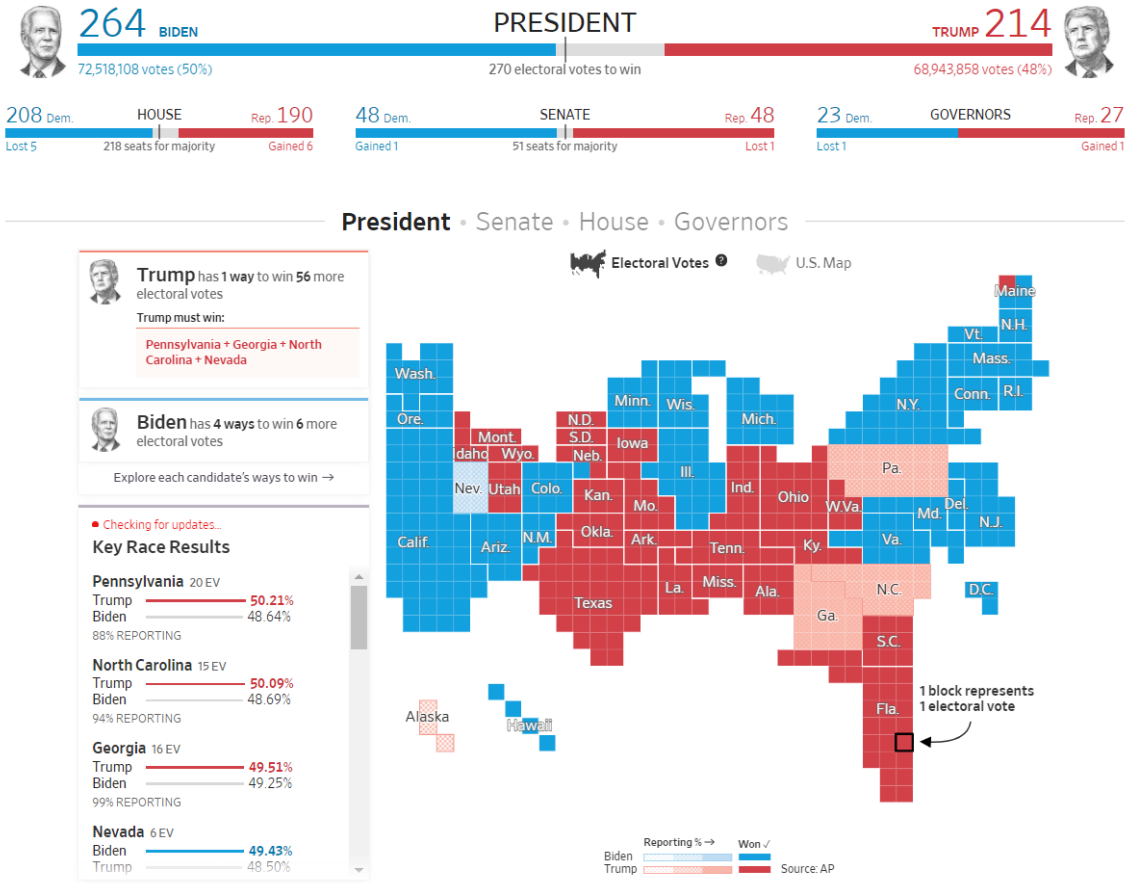
**二、当前美国经济数据强劲，显示复苏势头不弱。**美国 10 月 Markit 制造业 PMI 和服务业 PMI 商务活动项分别从 9 月的 53.2 和 54.6 上升到 53.4 和 56.9，10 月 ISM 制造业 PMI 从 9 月的 55.4 增长到 59.3，ISM 非制造业 PMI 有所下降，从 9 月 57.8 降至 56.69，但仍处于扩张区间的高位；**三季度实际 GDP** 环比增长年率为 33.1%，9 月**失业率**较 8 月份下降 0.5%至 7.9%，新增非农人数保持复苏势头；**制造业方面，**9 月份耐用品新增订单与核心资本品新增订单分别录得 1.91%和 1.03%的环比较高增长；9 月美国**零售额**同比增长 8.18%，已经高于疫情前的中枢水平；**通胀方面，**9 月 CPI 同比增长 1.4%，较 8 月 1.3%有所上升，9 月核心 CPI 同比增长 1.7%，与 8 月持平，9 月 PCE 同比增长 1.37%，较 8 月 1.26%上升，核心 PCE 同比增长 1.55%，高于 8 月 1.45%。同时如我们之前报告提到，由于特朗普行政令相关失业救助发放速度较慢，9 人均可支配收入较 8 月回升，支撑需求端复苏。**总的来说，截至 10 月美国复苏势头较好，尽管复苏速率在通胀和失业率等方面已经放缓，但零售、PMI 数据则屡超预期。**

**图表 1. 2020 年以来美国十年国债收益率曲线**



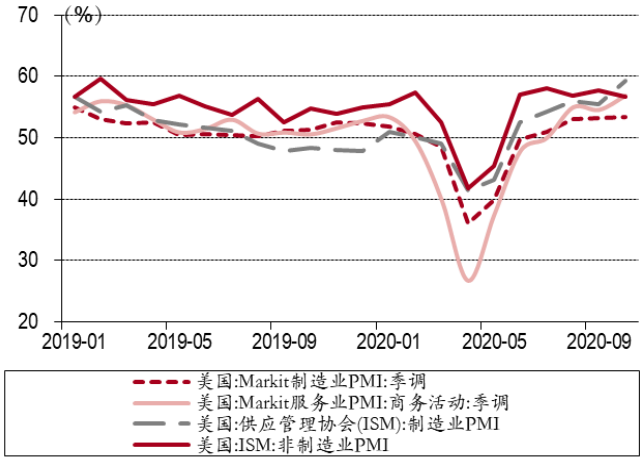

*资料来源：万得，中银证券*

**图表 2. 当前美国大选选情，拜登当选概率较大，参议院竞争白热化**



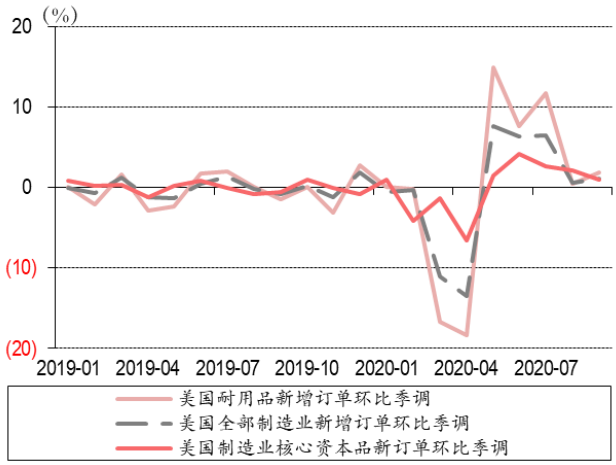

*资料来源：The Wallstreet Journal，中银证券*

图表 3. 美国 PMI 走势



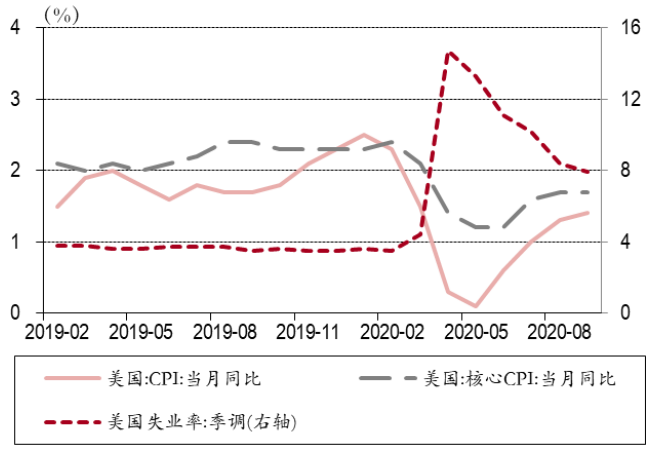

资料来源：万得，中银证券

图表 4. 美国制造业新增订单数据



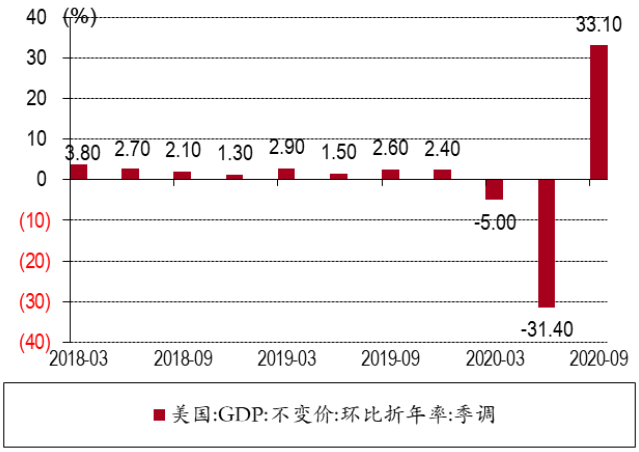

资料来源：万得，中银证券

图表 5. 美国失业率与 CPI 走势



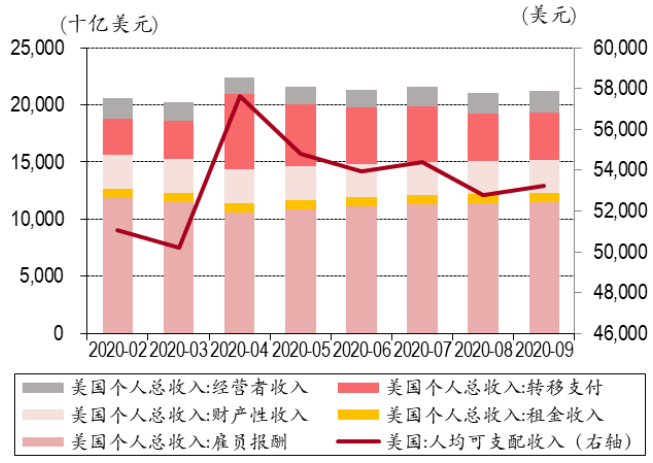

资料来源：万得，中银证券

图表 6. 美国 GDP 环比折年率



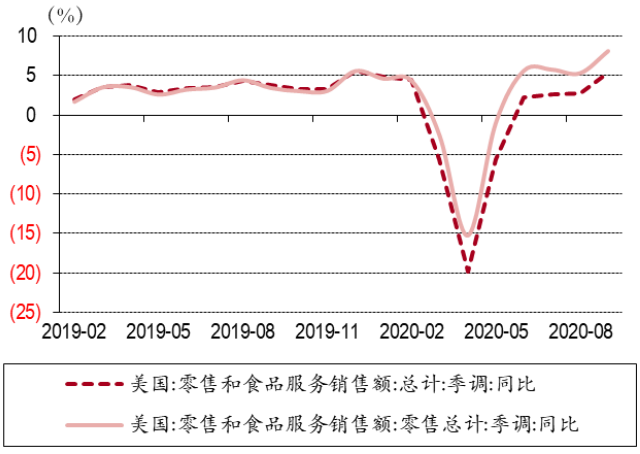

资料来源：万得，中银证券

图表 7. 美国疫情期间个人收入数据




资料来源：万得，中银证券

图表 8. 美国零售数据




资料来源：万得，中银证券

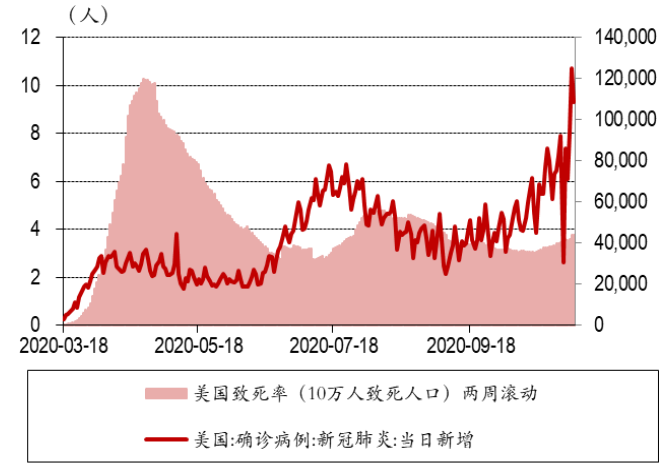
## 交易主线料从“大选狂欢”回归“疫情交易”

**自 11 月以来，**从“蓝色浪潮”预期到特朗普赢面反超再到拜登重拾胜势，大选预期的“反转再反转”并不能阻止风险资产的一路狂飙，标普 500 指数 11 月涨幅 7.35%，已连涨四个交易日；COMEX 黄金期货 11 月涨幅 3.79%；WTI 原油期货 11 月涨幅达 8.44%；美元指数 11 月跌幅超 1.5%，从高位 94 跌至目前 92.6 左右水平。风险资产的普涨主要和 3 个因素有关：1. 大选不确定性逐渐消除，投资者风险偏好增强；2. 拜登胜率增大，大规模财政刺激政策出台或提上日程，经济基本面回升和通胀预期叠加巨额财政赤字和美联储增加购债规模压降收益率配合财政政策的预期为风险资产提供巨大动能；3. 欧佩克+推迟增产计划的风声有效提振了油价。

**但需要看到的是，目前美国大选仍存最大不确定性：特朗普拒绝承认败选并以选举舞弊为由诉诸最高法院，目前特朗普竞选团队已经在宾州、威斯康星、密歇根及内华达提起了司法诉讼。同时重新计票也是为大选结果增添不确定性的因素之一，当前特朗普团队亦已要求威斯康星州重新计票。**

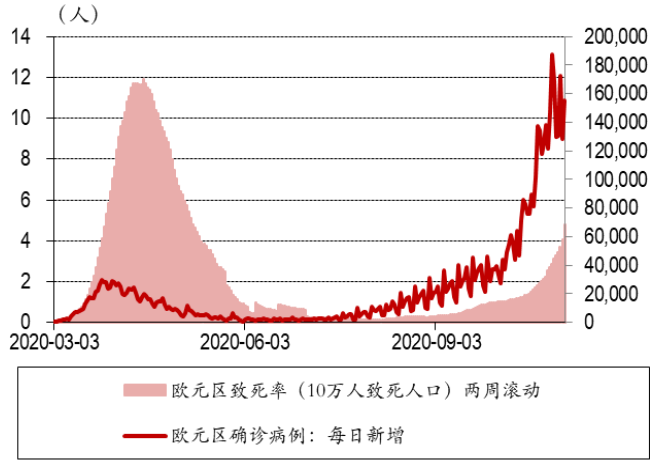
**即使抛开政治风险事件，我们仍然认为风险资产的狂欢或不能持续，因为疫情才是目前全球经济状况的主导因素。**当前美国和欧洲分别受第三波疫情和第二波疫情影响，美国 11 月 3 日单日新增超 12 万例，11 月 4 日单日新增仍超 10 万例，疫情蔓延速度触目惊心；而欧洲由于各国每日新增在 10 月份屡创新高，已经有相当一部分国家选择“封国”，且封锁状态起码持续至 12 月初。需要注意的是，欧元区的滚动死亡率随着疫情每日新增案例的激增也在快速提高，而死亡率通常是经济复苏速率的有效领先指标。同时，美国的疫情新增数似乎尚未见顶，我们认为受疫情影响美国四季度的复苏大概率将低于预期，而随着欧美两国经济数据的逐渐公布，交易主线将回归“疫情交易”。

**图表 9. 美国疫情情况**




*资料来源：万得，中银证券*

**图表 10. 欧元区疫情情况**




*资料来源：万得，中银证券*

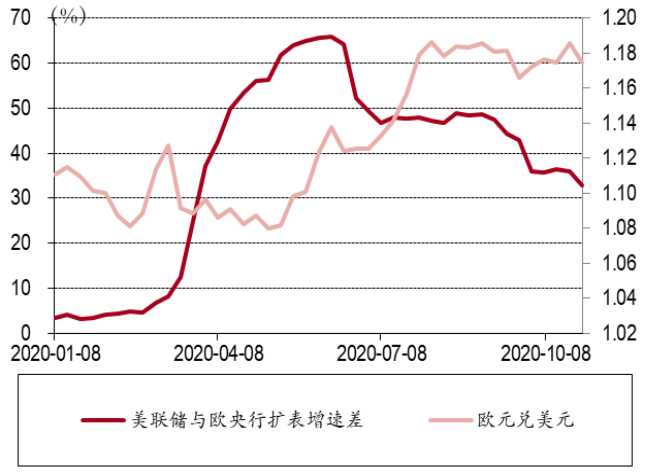
**在“疫情交易”下，我们坚持美元将短期走强的观点，其中四大因素或推动美元走强。1. 美国复苏确定性强于欧洲，**这是美国财政刺激政策规模更大且直达消费者造成的，同时大选结束后两党将刺激计划当作政治筹码互相扯皮的情况料将不会出现，新一轮财政刺激应该可以顺利出台。同时，相较于欧洲的重回封锁，美国在应对疫情方面或将继续选择“与疫共舞”，且需要注意的是，尽管拜登在应对疫情方面比特朗普严格，在他的竞选纲领中疫情控制主要靠“为企业/商家重启提供充足的防护措施”，而绝非重回封锁，**因此我们认为在疫苗问世前，基本面“美强欧弱”的格局不会改变。2. 美德利差自 8 月以来不断走阔，**美德 10 年国债 8 月 3 日利差为 110BP，11 月 4 日利差走阔到 145BP，然而欧元兑美元汇率仅从 1.1763 小幅贬值为 1.1723，因此从美德利差看，美元尚有升值动力。**3. 美欧扩表的速度开始收敛，**我们计算美联储资产负债表的年同比扩张速度与欧央行的年同比扩表速度进行对比，发现美欧扩表速度差（正数为美联储扩表快于欧央行）从 6 月初的 65.94%回落至最近的 32.88%，然而同期欧元兑美元汇率从 1.1376 升值至 1.1747。**4. 未来欧央行进一步宽松的确定性要强于美联储，由于欧洲当前复苏受阻，11 月会议上拉加德透露 12 月将加码宽松，而美联储在扩大资产购买规模或加快购买速度方面并没有明确表态，且美联储在美国经济数据没有明显恶化之前可能没有加大宽松的动力。**

图表 11. 美国疫情情况




资料来源：万得，中银证券

图表 12. 欧元区疫情情况




资料来源：万得，中银证券

**风险提示：特朗普对选举结果进行司法诉讼引起“宪政危机”，美国货币宽松超预期，美国经济复苏不及预期。**

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

**公司投资评级：**

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

**行业投资评级：**

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

**中银国际证券股份有限公司**
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

**相关关联机构：**

**中银国际研究有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

**中银国际证券有限公司**
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

**中银国际控股有限公司北京代表处**
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

**中银国际(英国)有限公司**
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

**中银国际(美国)有限公司**
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

**中银国际(新加坡)有限公司**
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371