

# 前瞻指引超预期加强，欧英“鸽声”中美联储按兵不动

## ——美联储11月议息会议传递的信息

### 报告导读/核心观点

美联储发布11月议息会议声明，短期维持预期内的宽松力度并加强前瞻指引，整体传递态度偏鹰派。我们认为2021年H1宽松持续，H2宽松速率边际收窄，此外可能重启买长卖短的扭曲操作。欧美货币政策背离将为美元提供短期支撑。

#### □ 继续维持零利率与1200亿美元/月的购债规模

利率区间方面，美联储维持基准利率为0%-0.25%区间，同时保持超额准备金利率（IOER）0.1%不变，完全符合预期。购债规模方面，美联储将以当前速度继续增持美国国债及MBS。纽约联储近期公布资产购买计划，10月15日至11月13日继续增持约800亿美元国债和400亿美元MBS，当前速度约每月1200亿美元，符合预期。此外，我们继续维持美联储年末资产规模7.4-7.5万亿美元的判断。

#### □ 前瞻指引力度超预期增强，整体传递信息“偏鹰派”

整体来看，本月议息会议的货币政策声明均符合预期，并未明确平均通胀目标制的具体实现机制以及YCC的进一步信息。但鲍威尔的会后讲话传递出了较多增量信息：一是前瞻指引力度大大加强，将过去按季公布经济预测的频率改为每次会议公布，相当于1年8次，将包含委员会成员的预测分布以及对经济风险的判断。除此之外还将增加图表显示成员们对风险不确定性判断的时序变化。这一调整有助于市场提前预判联储对于未来风险环境的态度，从而把握货币政策方向。二是传递当前疫情复发下美联储不会加码宽松的态度，紧急货币政策工具会在危机结束后放回工具箱，当前的宽松力度合适。三是进一步强调货币政策能力边界并呼吁财政支持。整体来看，我们认为美联储本次会议传递的信息偏“鹰派”，在欧英央行的“宽松”浪潮下表态不会再加码宽松，且在未来会更多采用“前瞻指引”这一节省弹药的打法。

#### □ 2021年展望：H1宽松力度持续，H2宽松速率边际收窄，可能重启扭曲操作

我们对2021年美国货币政策预判如下：全年维持零利率不变，1200亿美元/月的购债速度将至少持续至2021年H1，且这一速度不因总统选举结果而变。一是无论选举结果如何，美国大概率仍有一轮财政刺激方案落地。H1的宽松可以配合财政刺激的临时性支出需求，新一轮财政方案中将接续PPP和额外的失业救济金政策，此外可能还将开启居民新一轮现金申领。但上述措施将以短期措施为主，预计持续时间不会超过2个季度，H1的持续购债可以为这类措施提供货币支持。二是美国疫情再次复发，根据当前疫苗进度预计在明年二季度方可得到广泛使用，2021年H1仍将是后疫情时代的生产修复期，低利率环境有助于刺激企业贷款以及居民购房需求。伴随H2经济内生修复能力回升，货币政策边际宽松速率可能收窄，但收窄速度可能因选举结果而异。此外，我们判断美联储可能再度重启2012年量化宽松过程中的扭曲操作，即在买入长期国债的同时卖出部分短期国债。在避免扩表速度过快的同时，将长期国债收益率继续维持在较低水平。

#### □ 欧央行大概率于下月加码宽松，欧美货币政策背离为美元提供短期支撑

我们此前曾指出，欧美疫情复发将强化欧央行加码宽松和英国央行负利率预期。英国央行昨日将量化宽松规模加码1500亿升至8950亿英镑，同时声明：“未为负利率设置时间表，但货币委员会认同该项工作重要性”保留负利率政策预期。欧洲方面，欧盟于今日将2021年经济增速预期由6.1%大幅下调至4.2%；欧元区已连续三月位于通缩区间，预计通缩将持续至年末，我们预计欧央行将于下月议息会加码宽松。欧央行当前总规模1.35万亿欧元的疫情紧急购买计划将至少持续至2021年6月。截至10月30日，该计划共计购买资产总额6276亿欧元，预计2020年末购买规模将超过8000亿欧元，2021年仍将有超过5000亿欧元的购买规模。鉴于欧洲疫情再次爆发，我们预计欧央行将在下月议息会议对该计划进行加码，根据前次加码规模（6000亿欧元），加码后2021年该计划项下将有超过1万亿欧元的剩余购买规模，扩表速度可能超过美联储，资产总规模同样可能再次反超美联储。当前欧美央行货币政策出现小幅背离，欧、英央行的超额宽松将在短期内为美元提供支撑作用。

#### 风险提示：疫情爆发力度超预期；大选衍生风险超预期

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

### 相关报告

- 1《欧盟财政刺激将陆续兑现修复基金银比》2020.07.22
- 2《四道令牌暂缓美国财政断供之忧》2020.08.10
- 3《比整体民调更重要的是摇摆州民调-美国大选系列研究一》2020.08.15
- 4《国会改选重要性不亚于总统大选-美国大选系列研究二》2020.08.15
- 5、《民主党全国大会传递了什么信息-美国大选系列研究三》2020.08.21
- 6、《美联储宽松“助力”特朗普大选-美联储如何调整其货币政策框架？》2020.08.28
- 7、《财政博弈引发市场波动但无碍美联储宽松-美国大选系列研究四》2020.09.05
- 8、《美国1.5万亿财政刺激落地难》2020.09.16

报告撰写人：李超

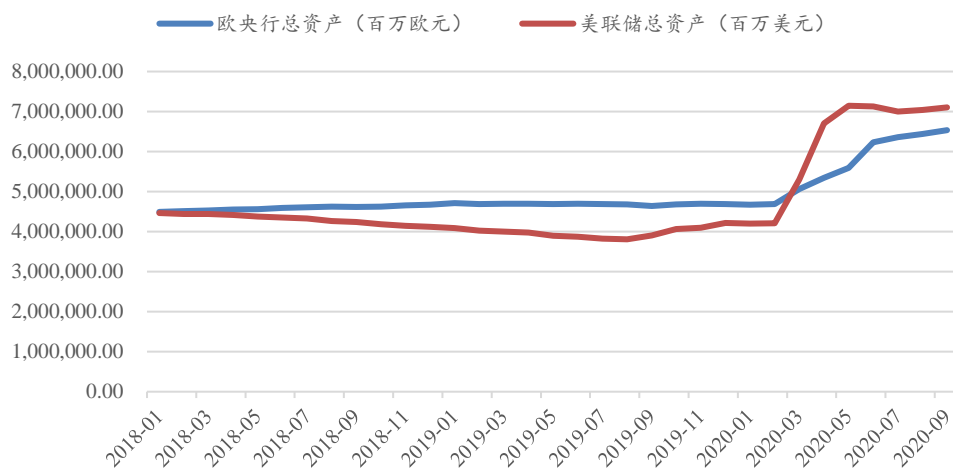
# 1. 重要图表

**表 1：美联储 11、9 月议息会议声明对比**

|        | 11 月会议  | 9 月会议   |
|--------|---|---|
| 利率区间   | 0-0.25%   | 0-0.25%   |
| 资产购买规模 | 每月购买约 1200 亿美元<br>(800 亿美元国债+400 亿美元 MBS)                               | 每月购买约 1200 亿美元<br>(800 亿美元国债+400 亿美元 MBS)                               |
| 金融环境   | 整体金融环境是合宜的  | 整体金融环境过去几月有所改善。   |
| 经济展望   | 未来的经济路径将极大程度取决于疫情的发展路径。当下的公共卫生危机将在短期内继续影响经济活动、就业和通货膨胀，并对中期经济前景构成相当大的风险。 | 未来的经济路径将极大程度取决于疫情的发展路径。当下的公共卫生危机将在短期内继续影响经济活动、就业和通货膨胀，并对中期经济前景构成相当大的风险。 |
| 通货膨胀   | 疲软的需求和此前下跌的油价抑制通胀。  | 疲软的需求和大幅下跌的油价抑制通胀。  |

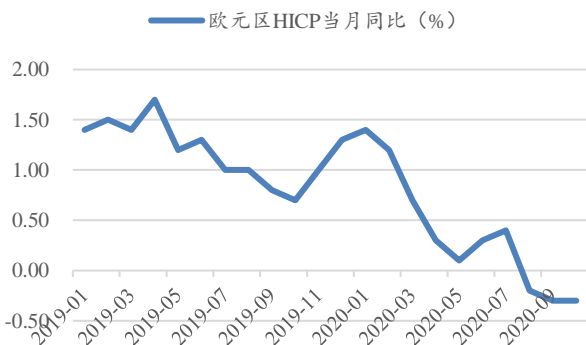
资料来源：美联储，浙商证券研究所

**图 1：欧央行总资产规模可能在 2021 年反超美联储**



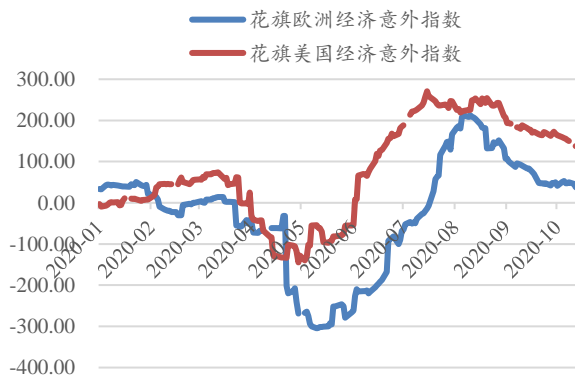
资料来源：美联储，欧央行，浙商证券研究所

**图 2：欧元区年内可能持续通缩**



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**图 3：美欧花旗经济意外指数双双回落**



资料来源：Wind，浙商证券研究所

**表 2：目前进入临床三期和有限制使用阶段的疫苗数量以及规模统计**

| 序号 | 产地    | 研发公司                               | 疫苗进度  | 疫苗数量                                |
|----|-------|------------------------------------|---|-------------------------------------|
| 1  | 美国    | Moderna                            | 7月27日启动三期临床                                 | 此前美国、加拿大政府分别订购1亿、2000万剂疫苗，          |
| 2  | 德、美、中 | 美国茨、辉瑞、复星医药                        | 三期进行中，原计划10月启动上市审查延后                        | 美国要求12月交付1亿剂（后续补充5亿剂）；日本1.2亿剂；欧盟2亿剂 |
| 3  | 中国    | 康希诺                                | 8月9日在沙特阿拉伯开展三期临床；6月25日供军队特殊使用               |                                     |
| 4  | 俄罗斯   | 俄罗斯疾控研究中心                          | 三期进行中；9月4日公布1/2阶段试验结果，发现疫苗产生了冠状病毒的抗体和轻微的副作用 | 俄罗斯向巴西、墨西哥和印度等国家提供疫苗达成协议            |
| 5  | 美国    | 强生公司                               | 10月12日由于一名志愿者出现不良反应暂停试验，三期试验将于11天后继续进行      | 如果疫苗获批准，美国政府将购买1亿剂；欧盟2亿剂            |
| 6  | 瑞典、英国 | 阿斯利康&牛津大学                          | 10月21日一名巴西志愿者死于疫情，10月23日重新开始三期试验            | 欧盟订购4亿剂                             |
| 7  | 美国    | Novavax                            | 将于11月底在美国启动更大规模的三期试验                        | 2021年1季度向美国供给1亿只                    |
| 8  | 中国    | 北京科兴                               | 7月批准在中国有限制使用，10月向从事高风险工作人员提供CoronVac        | 2021年3月前向印尼供给4000万只                 |
| 9  | 中国    | 国药集团&武汉生物制品研究所                     | 在阿联酋有限制使用                                   | /                                   |
| 10 | 中国    | 国药集团&北京生物制品研究所                     | 在阿联酋有限制使用                                   | /                                   |
| 11 | 印度    | 印度医学研究理事会&国立病毒学研究所& Bharat Biotech | 10月23日开始三阶临床试验                              | /                                   |

资料来源：NY Times, 浙商证券研究所

## 股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10%~+20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

## 行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10%~+10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

## 法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

[https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1\\_1630](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_1630)

