

海外宏观周报

悲观的不是美联储，是市场

■ 核心摘要

1、悲观的不是美联储，是市场。美联储2021年1月议息会议结束，“按兵不动”按理说符合市场预期，但市场却有些“按捺不住”。本次声明仅有三个变化：一是新提“复苏步伐放缓”，二是新提“疫苗接种的进展”，三是在谈论风险时删去了“中期”。

美联储真的悲观吗？我们认为不然。第一，美联储关于经济与就业的担忧更偏短期。此前美国经济边际转差主因是疫情反扑、政府防控工作不力，未来随着大规模财政计划落地、疫苗推广，美国经济前景整体是更乐观的。**第二，目前美国金融体系状况良好，反而“资产泡沫”问题更受关注。**美国金融体系压力水平在2020年6月以后已经处于低位，近期仍在下降。稳健的金融体系将一定程度上助力美国实体经济修复。美联储对“资产泡沫”的态度偏向于“漠不关心”，其更关注就业和通胀，甚至希望一定程度上“撇清”货币政策与资产价格的关系。**第三，美联储已经将“疫苗”纳入决策框架，而疫苗接种与经济修复路径整体上是较乐观、较确定的。**随着拜登政府更严格的防疫措施以及更积极的疫苗推广政策，美国新增确诊在1月中旬就已经开始回落，近期呈快速下降趋势。1月26日拜登宣布增购2亿剂疫苗的计划，并重申了上任100天内完成1亿剂疫苗注射的目标。至此美国已经订购了6亿剂疫苗，目标于2021年夏季末或秋季初让所有3亿美国民众都完成疫苗接种。

悲观的是市场。美联储讲话后，美股大幅下挫、恐慌指数跃升。在经济前景向好、资产表现强劲的背景下，当前市场的“紧缩恐慌”情绪正浓。美联储一直努力地“安抚”市场，但未来一段时间，市场对美联储政策“按兵不动”的紧张感可能仍会持续。

2、中美关系：拜登“当好人”，布林肯“当坏人”。拜登上任后的“中美关系”受期待，本周拜登用“耐心”为对华政策取向定调，但刚上任的国务卿布林肯却在中国新疆和台湾等地缘政治问题上再做文章。整体上，美国对华战略主线仍然有待清晰。

3、海外经济数据：“否极泰来”或是海外新年经济主题。本周美国、法国、韩国等陆续公布了2020年第四季度经济数据，新冠疫情对海外经济有很强“破坏力”，例如美国2020年经济萎缩3.5%，创1946年以来新低。同时，IMF最新公布上调2020年全球经济增速0.9个百分点至-3.5%，上调2021年增速0.3个百分点至5.5%。

4、海外疫情与疫苗跟踪。当前亚洲和非洲部分国家疫情仍在快速蔓延，美欧等地区疫情传播速度已经趋稳。截至1月29日，全球累计确诊超1.02亿人。截至1月30日，全球已经有62个国家接种了超过9440万剂疫苗，日均接种447万剂。

5、本周全球资本市场表现：全球股市——中美央行“联袂演出”，全球股市大幅下挫。美股及海外市场下挫的主因是美联储“鸽”声不够嘹亮，美股恐慌情绪传染全球。A股和港股还受到中国央行流动性投放不及预期的影响。但2021年以来A股和港股的股指仍然保持正增长，而美欧等多国市场股指增幅已经转负。**全球债市——中美债利率走高，欧洲债利率走低。**中美“股债双杀”，印证了本周资本市场的波动主要由流动性趋紧、或者说是市场对流动性及货币政策转向的担忧所致。**商品市场——1月27日后银价飙升，其余商品维持小幅震荡行情。**全球经济形势整体向好，但疫苗进展、流动性等不确定性仍存，商品市场维持震荡行情。**汇率市场——美元小幅回弹。**流动性恐慌提高了市场对现金的需求。目前，美元指数自1月8日重回90点后并未滑落至90点下方。我们在前期报告中指出，美元在长期贬值通道上仍可能具备阶段性反弹机会，大的思路是关注美国经济短期内“一枝独秀”的程度，同时技术层面的“空头牛市”亦可能造成美元价格与其合理估值出现暂时性偏离。

6、风险提示：病毒变异与扩散速度超预期，疫苗效用与推广不及预期，美国对华政策仍存变数。

1. 悲观的不是美联储，是市场

美联储 2021 年 1 月议息会议结束，美联储选择“按兵不动”，但市场却有些“按捺不住”。我们认为，美联储对经济前景态度实质上已偏“乐观”，后续政策节奏将主要取决于疫苗、就业和通胀三大要素。

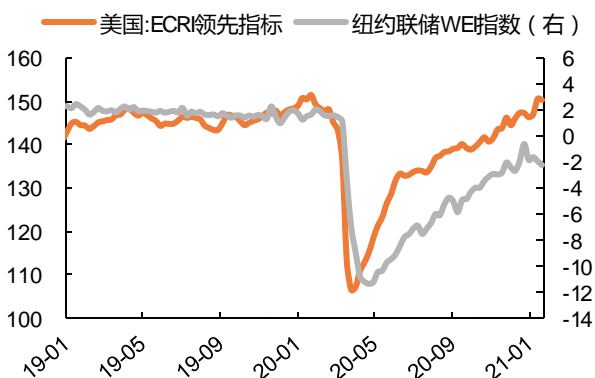
1 月 27 日美联储在 2021 年的第一次 FOMC 利率会议结束，美联储在政策上继续“按兵不动”，利率水平（0%-0.25% 区间）、资产购买速度（每月至少购买 800 亿美债和 400 亿 MBS）等均未改变，符合市场整体预期。

2021 年 1 月的声明与 2020 年 12 月相比，仅三个细微变化：一是，在谈论经济状况时，着重强调了“复苏步伐放缓”，认为最近几个月经济活动与就业的复苏步伐放缓。这一表述难免给公众一种偏“悲观”的感觉。二是，在谈论未来经济复苏路径的影响因素时，不仅提到疫情的发展，更新增了“疫苗接种的进展”。三是，在谈论疫情影响时，上一次的表述是疫情对“中期经济前景构成较大风险”，而本次删去了“中期”。美联储认为疫情风险持续时间是将更长了吗？这一表述难免给人一些遐想空间。

所以，美联储真的悲观吗？我们认为不然。

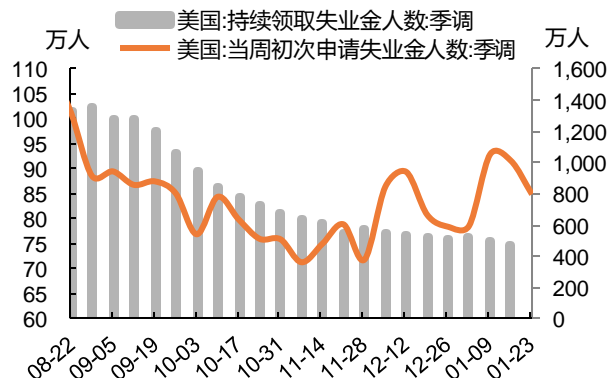
第一，美联储关于经济与就业的担忧更偏短期。我们在《拜登需要面对一个怎样的美国》报告中提到，美国经济复苏的基础尚不牢固，主要体现在近期就业和消费数据不及预期。因此，美联储提到“经济活动与就业的复苏步伐放缓”更像是一种对当前客观事实的描述，而非趋势判断。而此前美国经济边际转差主因是疫情反扑、政府防控工作不力。稍作展望，随着美国大规模财政计划落地、疫苗推广，美国就业与消费活动的前景整体应该是更乐观的。近期高频数据显示，美国经济领先指标已升至高位（图表 1）；虽然美国新增失业者有波动，但持续失业者一直在减少（图表 2），美国就业形势整体呈恢复态势。

图表1 美国经济前景预期向好



资料来源: Wind, 纽约联储, 平安证券研究所

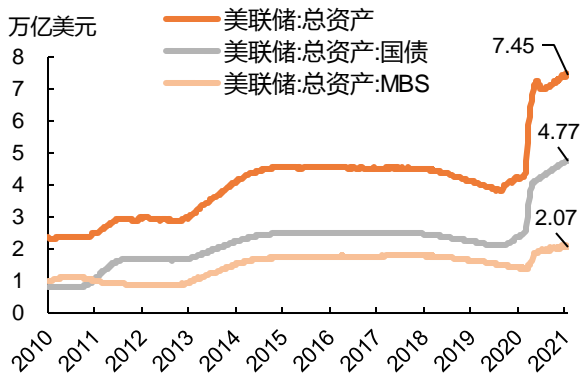
图表2 新增失业者有波动，但持续失业者在减少



资料来源: Wind, 平安证券研究所

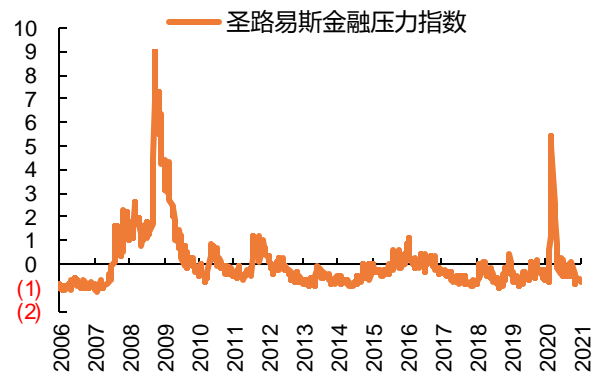
第二，目前美国金融体系状况良好，反而“资产泡沫”问题更受关注。美联储重申了资产购买计划保持相同节奏。近期美联储资产规模已经处于历史最高位（图表 3）。与此同时，美国金融体系压力水平在 2020 年 4-5 月迅速恢复（恢复进度明显快于次贷危机时期），6 月以后已经处于低位，近期仍在下降（图表 4）。稳健的金融体系，将一定程度上为美国实体经济修复保驾护航。顺便一提，美联储对“资产泡沫”的态度偏向于“漠不关心”。鲍威尔在被问及货币政策与资产泡沫的关系时，首先提到了当前的就业问题，然后表示“低利率与资产价格的关系可能并没有人们想得那么密切”、近期驱动资产价格的主因是疫苗和财政，最后表示以目前的状况看不太可能造成持续的、成问题的通胀。这体现了美联储决策框架中更注重就业和通胀，而非资产泡沫，甚至希望一定程度上“撇清”货币政策与资产价格的关系。

图表3 美联储总资产规模扩张空间愈发有限



资料来源: Wind, 平安证券研究所

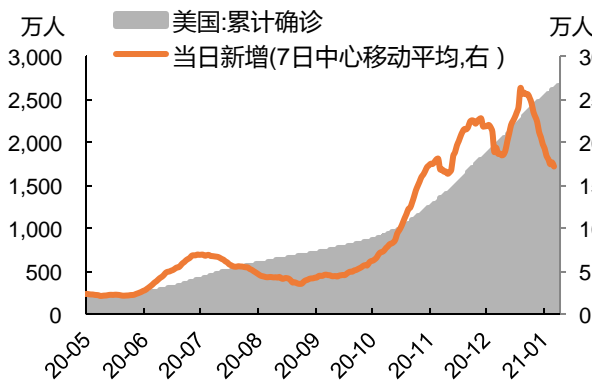
图表4 美国金融压力水平处于低位



资料来源: Wind, 平安证券研究所

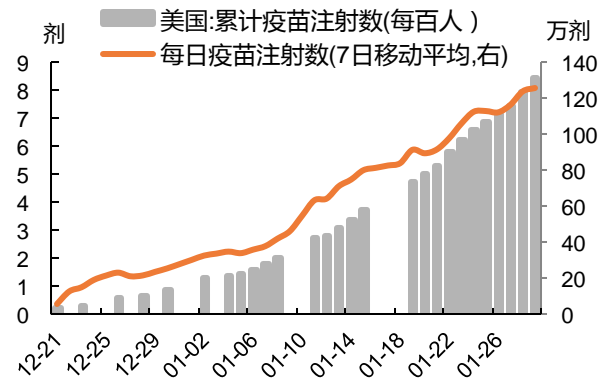
第三, 美联储已将“疫苗”纳入决策框架, 而疫苗接种与经济修复路径整体上是较乐观、较确定的。随着拜登政府更严格的防疫措施以及更积极的疫苗推广政策, 美国新增确诊(7日中心移动平均值)在2021年1月中旬就已经开始回落, 并在此后呈快速下降趋势(图表5)。1月26日拜登宣布了一系列促进疫苗推广的计划, 包括增购2亿剂疫苗的计划, 并重申了上任100天内完成1亿剂疫苗注射的目标。至此美国已经订购了6亿剂疫苗, 目标于2021年夏季末或秋季初, 让所有3亿美国民众都完成疫苗接种。截至1月29日, 美国已经接种2788万剂疫苗, 近一周日均注射约120万剂, 接种比例已达到8.42%, 且疫苗推广的前景是不断明朗的(图表6)。

图表5 美国新增新冠确诊数量已经快速回落



资料来源: Wind, 平安证券研究所

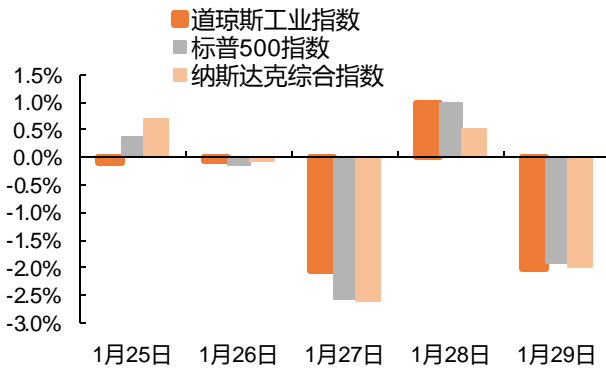
图表6 美国新冠疫苗接种持续加速



资料来源: Our World in Data, 平安证券研究所

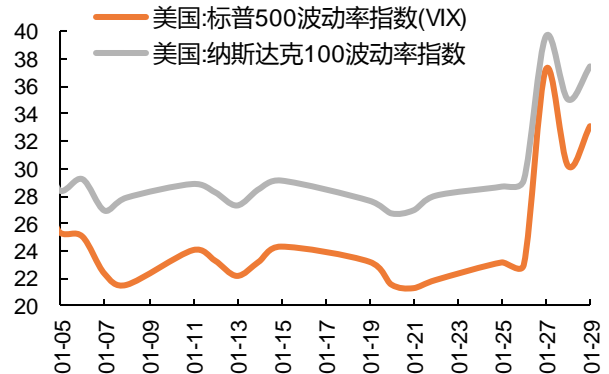
简言之, 悲观的不是美联储, 而是市场。美联储公布声明和鲍威尔发表讲话后, 1月27日美国三大股指大幅下挫(图表7), 波动率指数跃升(图表8), 同时美债收益率走低、美元指数攀升。虽然28日美股小幅反弹, 但29日继续大幅走低, 市场的负面情绪很可能仍在蔓延。造成市场恐慌的主因, 并不是近期“经济活动与就业”恢复缓慢, 也不是风险评估由“中期”改为“无期限”, 而可能是美联储的“乐观”, 以及美联储在这样的乐观下所选择的“按兵不动”。加之, 在美国经济前景向好、资产表现强劲的背景下, 当前市场的“紧缩恐慌”情绪正浓, 美联储议息会议一定程度上成为该情绪释放的窗口。虽然近期美联储已经非常努力地“安抚”市场, 但未来一段时间, 市场对美联储政策“按兵不动”的紧张感和受挫感可能仍会持续。

图表7 1月27日美联储声明公布后美股大幅下挫



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表8 1月27日美联储声明公布后市场恐慌情绪攀升



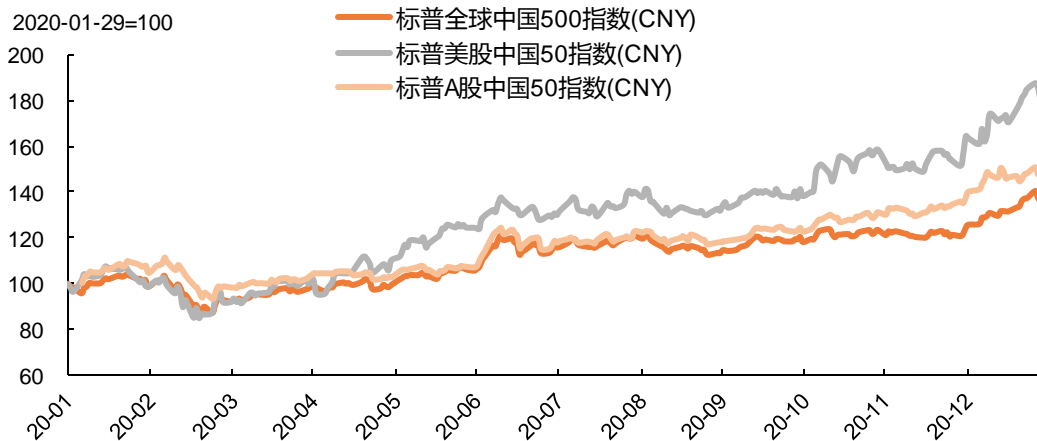
资料来源: Our World in Data, 平安证券研究所

2. 中美关系：拜登“当好人”，布林肯“当坏人”

本周，拜登上任后“对华政策取向定调”，但刚上任的国务卿布林肯却在中国新疆和台湾等地缘政治问题上再做文章。拜登上任后的“中美关系”走向受市场预期，近期拜登政府的一些举措一定程度上体现了对中国更开放的政策取向，但这些举措背后更多出于“反特朗普”的政治目的、以及“团结盟友”的国际战略，美国对华战略主线仍然有待清晰。

自2020年拜登支持率走高以来，随着拜登当选预期加强、不确定性减小，直至2021年拜登上任后，美股中概股不断走强（图表9）。在中美关系问题上，市场对拜登政府或有所期待。

图表9 拜登当选预期加强直至其上任以后，美股中概股表现不断走强



资料来源: S&P, 平安证券研究所

本周关于中美关系的积极信息：1月25日美国白宫新闻秘书称，拜登政府将以“耐心”的方式处理中美关系，“我们希望在战略上保持耐心”。1月25日中国国家主席习近平在世界经济论坛“达沃斯议程”时表示，中国始终支持经济全球化，全球要加强宏观经济政策协调，不搞割裂贸易、投资、技术的高墙壁垒，“无论是搞冷战、热战，还是贸易战、科技战，最终将损害各国利益、牺牲人民福祉。”1月27日美国财政部宣布，将投资者交易中国涉军公司证券的限期延长至5月27日，不过前总统特朗普签署的定于11月11日生效的全面投资禁令依然有效。MSCI随后宣布不执行1月26日公布的在指数中删除五家中国公司证券的决定，标普道琼斯也推迟将部分中国公司证券剔除出指数。

本周关于中美关系的消极信息：1月26日美国参议院确认了布林肯担任国务卿的提名，布林肯重视“美欧同盟”，且被认为对中国的态度较为强硬。上任后，其在中国新疆和台湾等问题上发表言论，整体上赞同特朗普时期的主张。1月25日拜登签署了关于“购买美国货(Buy American)”计划的加强条款，希望让所有的采购豁免更加透明，并在白宫设立一个高阶职位专门负责监督相关流程。据路透社，1月25日美国阻止了WTO争端解决机构审理“中国香港制造”标记争端的要求。1月27日拜登政府表示，将努力保护美国电信网络，使其免受华为等“不可信供应商”带来的国家安全威胁。1月28日美国国防部重申了对中国台湾自卫的支持。

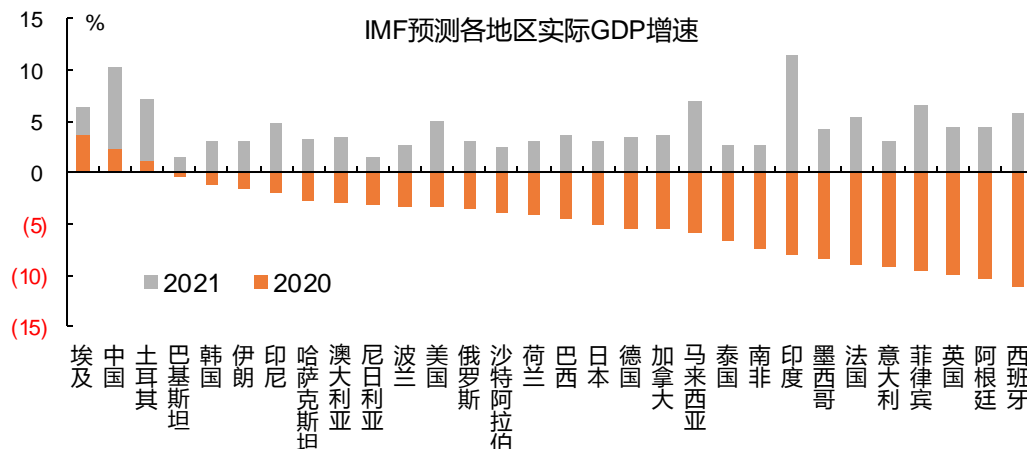
3. 海外经济数据：“否极泰来”或是新年海外经济主题

本周美国、法国、韩国等陆续公布了2020年第四季度经济数据，数据显示新冠疫情对海外经济有很强“破坏力”。与此同时IMF上调2021年的全球经济增长预期，“否极泰来”或是2021年海外经济发展的主题。

美国：2020年GDP收缩3.5%，创1946年以来新低。美国2020年第四季度实际GDP初值年化环比升4%（预期为4%），GDP平减指数初值升2%（预期为2.2%），年化实际GDP为1.88万亿美元。2020年全年GDP增速录得-3.5%，为2009年以来首次录得负值，且创1946年以来新低。**法国：**2020年第四季度GDP环比下滑1.3%，而预期为下滑4%。消费者支出在11月封锁期间暴跌后，于12月反弹了23%。**韩国：**2020年第四季度GDP增长率为1.1%，前三季度经济增速分别为-1.3%、-3.2%和2.1%，据此核算全年GDP增速为-1%，是自1998年（-5.1%）亚洲金融危机以来首次录得负值。

国际货币基金组织(IMF)上调2021年的全球经济增长预估，最新预测2020年全球经济萎缩3.5%（前值为萎缩4.4%），2021年全球经济增长率为5.5%（前值为5.2%）。IMF称2020年疫情引发的全球经济衰退比预期的严重程度低近1个百分点，但也警告，全球经济继续面临“异常高的不确定性”，新一波感染和病毒变异带来风险。IMF预测，中国2021年经济增速为8.1%，预估拜登政府的刺激计划可能在三年内使美国GDP增加5%。

图表10 IMF预期各地区经济增速（2021年1月更新）

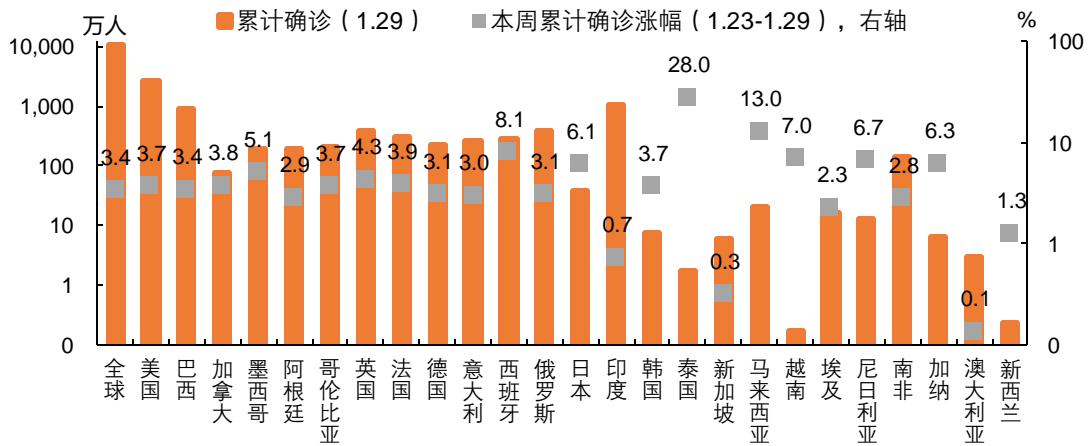


资料来源: IMF, 平安证券研究所

4. 海外疫情与疫苗跟踪

当前亚洲和非洲部分国家疫情仍在快速蔓延，美欧等地区疫情传播速度已经趋稳。截至2021年1月29日，全球累计确诊超1.02亿人，本周（1月23日至29日）累计确诊增幅为3.4%。本周累计确诊增长最明显的国家是泰国（28.0%，上周12.2%），其次是马来西亚（13.0%，上周13.6%）和西班牙（8.1%，上周6.7%）。英国（4.3%）的增速比上周（6.7%）有更为明显的下降。

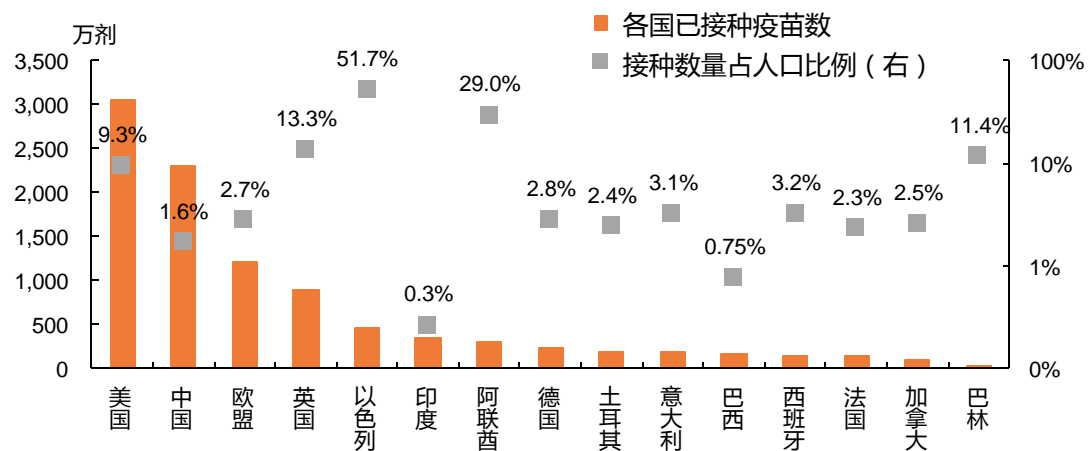
图表11 海外疫情发展情况一览 (截至 2021 年 1 月 29 日)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

据 Bloomberg 统计, 截至 1 月 30 日, 全球已经有 62 个国家接种了超过 9440 万剂疫苗 (上周为 3970 万剂), 全球平均每天接种 447 万剂 (上周为 321 万剂)。从接种比例上看, 以色列 (51.7%, 上周 38.1%)、阿联酋 (29.0%, 上周 22.6%) 和英国 (13.3%, 上周 9.5%) 领先全球, 英国和美国 (9.3%, 上周 6.4%) 领衔发达地区, 欧盟 (平均 2.7%, 上周 1.9%) 进展仍较缓慢。

图表12 各国疫苗接种进度一览 (截至 1 月 30 日)



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_18302



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn