

## 固定收益研究/动态点评

2021年01月28日

张继强 SAC No. S0570518110002  
研究员 SFC No. AMB145  
zhangjiqiang@htsc.com

芦哲 SAC No. S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

### 相关研究

- 1 《固定收益研究：转债新规执行前夜的“退潮”》 2021.01
- 2 《固定收益研究：关键期限品种的持有体验大不同》 2021.01
- 3 《固定收益研究：转型型永续债助力中小行补资本》 2021.01

# 关注财政刺激、疫苗和失业率进展

## 美联储 1 月 FOMC 会议点评

### 核心观点

北京时间 1 月 28 日，美联储公布今年的第一次 FOMC 会议决议，美联储宣布将联邦基金利率目标保持在 0% 至 0.25% 区间不变，且每个月仍将购买至少 1200 亿美元的债券，基本符合市场预期。在评估经济形势方面，美联储声明承认复苏的步伐已经放缓，一些行业受到的冲击比其他行业更严重，但在复苏预期方面，美联储特别提到了疫苗方面的进展将对复苏预期产生积极影响。

### 美国疫情恶化压制经济复苏现状，但不改经济复苏预期

从美国经济基本面来看，疫情恶化对经济数据的负面作用已有所体现。12 月失业率维持在 6.7% 不变（前 3 个月平均每月下降 0.6pct），核心 CPI 环比小幅下降，餐饮业消费支出环比下降了 4.5%，休闲和酒店行业的就业人数较上月下降了 49.8 万人。但无论从美联储表态还是市场反应来看，美国经济复苏预期并未受到影响，美联储并未因疫情而下调中期前景，病例数和阳性率降低的积极信号推动通胀预期，美债长端利率于近期快速上行，美债收益率曲线陡峭化，在复苏预期不发生大的改变的情况下，我们预计美债长短端期限利差有望维持。

### 美联储何时开始缩减 QE？何时开始加息？

从 08 年金融危机后的美联储货币政策正常化过程来看，整体呈现出缩减 QE → 停止 QE（净购买为 0，资产负债表规模不增不减）→ 加息 → 缩表的路径。我们在 1 月 22 日报告《距离美联储缩减 QE 还有多远？》中提出，当前距离美联储缩量 QE（Taper QE）仍存在很长的时间窗口。从美联储官员表态来看，所有（all）的参会者都认为目前的资产购买速度是合适的，距离最终缩量 QE（Taper QE）决定仍存在很长的推演链条，且 2021 年内回到充分就业的概率较低，再通胀下货币政策框架对通胀容忍度提高。未来一年内美联储大概率都不会推出“缩减 QE”，预计加息要更晚。

### 如何看待缩减 QE 前充分预警的表态？

从当前的经济复苏进程来看，美国经济复苏依然需要维持较低的长端利率，以降低实体经济的融资成本，而当前收益率曲线不断陡峭化，为美联储维持宽松金融条件形成一定的挑战。鲍威尔承诺，如果考虑收缩资产购买的条件趋于成熟将发出充分警示。因此美联储在引导市场方面明显注重避免过度的鹰派预期，以防止收益率曲线过快陡峭化而对经济复苏产生负面影响。如有必要，美联储或进一步增加资产购买的久期，实施类似于扭转操作（OT）的动作。且后续美联储的缩表和加息进程仍取决于实际的通胀和失业率走势，而美联储对此的表态或晚于市场反应。

### 当前至美联储缩减 QE 的窗口期，有何主要看点？

第一，1.9 万亿美元财政刺激仍将面临国会的挑战，其最终金额仍存在不确定性，但流动性的实质注入仍将对风险资产起到有利支撑；第二，美联储强调了疫苗进展对于经济预期的积极作用，当前美国疫情拐点或与疫苗接种有关，但尚待更充分的证据；第三，经济复苏预期之下，通胀压力有所增加，尤其是能源和休闲等需求对应的通胀面临一定的上行压力，且在去年低基数的作用之下，美国核心 PCE 或逐步走高，但通胀是否持续超出 2% 仍有待观察，且预计美联储对通胀的容忍度有所提高，失业率或是相对更好的观测经济是否回到充分就业水平的指标。

风险提示：疫苗有效性不足、财政刺激谈判在国会面临阻力。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明及披露

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成购买或出售所述证券的要约或招揽。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，为该公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务或向该公司招揽业务。

本公司的销售人员、交易人员或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。本公司的资产管理部、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。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 中国香港

本报告由华泰证券股份有限公司制作，在香港由华泰金融控股（香港）有限公司向符合《证券及期货条例》第571章所定义之机构投资者和专业投资者的客户进行分发。华泰金融控股（香港）有限公司受香港证券及期货事务监察委员会监管，是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。在香港获得本报告的人员若有任何有关本报告的问题，请与华泰金融控股（香港）有限公司联系。

### 香港-重要监管披露

• 华泰金融控股（香港）有限公司的雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。  
更多信息请参见下方“美国-重要监管披露”。

## 美国

本报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。华泰证券（美国）有限公司是华泰国际金融控股有限公司的全资子公司，后者为华泰证券股份有限公司的全资子公司。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

## 美国-重要监管披露

- 分析师张继强、芦哲本人及相关人士并不担任本报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或不时会以自身或代理形式向客户出售及购买华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）华泰证券研究所覆盖公司的证券/衍生工具，包括股票及债券（包括衍生品）。
- 华泰证券股份有限公司、其子公司和/或其联营公司，及/或其高级管理层、董事和雇员可能会持有本报告中所提到的任何证券（或任何相关投资）头寸，并可能不时进行增持或减持该证券（或投资）。因此，投资者应该意识到可能存在利益冲突。

## 评级说明

投资评级基于分析师对报告发布日后 6 至 12 个月内行业或公司回报潜力（含此期间的股息回报）相对基准表现的预期（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数），具体如下：

### 行业评级

- 增持：**预计行业股票指数超越基准
- 中性：**预计行业股票指数基本与基准持平
- 减持：**预计行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级

- 买入：**预计股价超越基准 15%以上
- 增持：**预计股价超越基准 5%~15%
- 持有：**预计股价相对基准波动在-15%~5%之间
- 卖出：**预计股价弱于基准 15%以上
- 暂停评级：**已暂停评级、目标价及预测，以遵守适用法规及/或公司政策
- 无评级：**股票不在常规研究覆盖范围内。投资者不应期待华泰提供该等证券及/或公司相关的持续或补充信息

### 法律实体披露

**中国:** 华泰证券股份有限公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格, 经营许可证编号为: 91320000704041011J

**香港:** 华泰金融控股(香港)有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格, 经营许可证编号为: AOK809

**美国:** 华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员, 具有在美国开展经纪交易商业业务的资格, 经营业务许可编号为: CRD#:298809/SEC#:8-70231

### 华泰证券股份有限公司

#### 南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码: 210019

电话: 86 25 83389999/传真: 86 25 83387521

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 深圳

深圳市福田区益田路5999号基金大厦10楼/邮政编码: 518017

电话: 86 755 82493932/传真: 86 755 82492062

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层/

邮政编码: 100032

电话: 86 10 63211166/传真: 86 10 63211275

电子邮件: ht-rd@htsc.com

#### 上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码: 200120

电话: 86 21 28972098/传真: 86 21 28972068

电子邮件: ht-rd@htsc.com

### 华泰金融控股(香港)有限公司

香港中环皇后大道中99号中环中心58楼5808-12室

电话: +852 3658 6000/传真: +852 2169 0770

电子邮件: research@htsc.com

http://www.htsc.com.hk

### 华泰证券(美国)有限公司

美国纽约哈德逊城市广场10号41楼(纽约10001)

电话: +212-763-8160/传真: +917-725-9702

电子邮件: Huatai@htsc-us.com

http://www.htsc-us.com

©版权所有2021年华泰证券股份有限公司

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\\_18396](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_18396)



云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn

云报告  
https://www.yunbaogao.cn