

宏观研究/动态点评

2021年01月28日

朱洵 SAC No. S0570517080002
 研究员 SFC No. BQK711
 021-28972070
 zhuxun@htsc.com

易垭 SAC No. S0570520100005
 研究员 SFC No. AMH263
 evayi@htsc.com

相关研究

- 1《宏观：4 季度工业企业盈利增长再加速》2021.01
- 2《宏观：海外各国疫苗接种推进如何？》2021.01
- 3《宏观：拜登上任初期有哪些政策值得期待？》2021.01

FOMC: 鲍威尔坦言“谈退出量宽可能为时尚早”

北京时间 1 月 28 日凌晨，美联储 1 月议息维持利率水平和购债指引不变，均符合市场预期。鲍威尔提出“美国经济距离全面复苏仍有距离，目前还不到谈论 QE 退出的时候”（The economy is a long way from our employment and inflation goals, and it is likely to take some time for substantial further progress to be achieved），我们认为较为明确的鸽派信号。同时，拜登政府的积极财政政策也需要宽松货币基调配合，联储未来的政策边际调整可能较为审慎。我们认为需要关注的是，今年二三季度以后，随着疫苗接种覆盖率逐渐走高，联储是否会“提前”对未来缩减 QE 的时点作出指引、对届时长端利率走势产生明显影响。

市场关注联储是否有缩减 QE 的计划，我们认为本次议息明确传达出“短期内，经济环境尚未达到联储预定目标”的信号，退出资产购买为时尚早。本次议息维持每月至少购买 800 亿美元国债、400 亿美元 MBS 的购债指引不变，“直到联储的就业与通胀目标取得实质性进展为止”。这与鲍威尔 1 月 15 日的表述“美联储将非常谨慎地进行购债方面的指引、并在缩减 QE 前充分与市场沟通”基调一致。

联储本次对于增长和通胀的表述偏谨慎，疫情对经济的结构性冲击仍然存在。截至 2020 年末，美国失业率仍较疫情前水平高出较多；核心 PCE 距离 2% 的中枢目标值尚有差距——2020 年 12 月同比仍在 +1.5% 左右。本次议息指出美国就业市场修复“冷热不均”，疫情对就业的结构性冲击依然存在；联储重申放宽对通胀（在供需错配等因素影响下）短期上行的容忍度，目前的通胀环境显然也未达到联储的目标区间。

我们认为，拜登政府将继续推进扩张性财政政策，而货币政策维持宽松基调有利于降低政府偿债压力及实体融资成本，短期内美国货币政策大幅调整可能性较低。我们认为，美国财政和货币政策存在一定的内在协同性，尽管更强的财政刺激可能带来更积极的经济增长/通胀预期、长端美债名义利率有上行压力，但 1) 实体经济回报率短期仍在低位，影响着无风险利率上限；2) 联储或仍将适当控制长端利率上行速率、降低实体融资成本和政府偿债压力。因而，联储在决定退出 QE 或启动加息前需经过一段较长时间的前瞻指引，货币政策短期大幅调整可能性较低。对于美元指数，如果联储在更长时间区段内维持宽松基调——美国 2020 年下半年 M2 增速大幅上行、2020 年 12 月 M2 增速为 +25.4%，是近 20 年来的高点——美元不一定有很强上行动能。

在政策和疫苗“组合拳”影响下，美国经济不确定性有望逐渐明朗，短期内，政策尚未退出而经济加快重启，总需求有望回升。我们认为疫苗的加速接种有望逐步对冲疫情影响，而更大规模的财政刺激正在酝酿，一季度美国居民收入增速有望显著跳升，消费（尤其是可选消费）动能有望重新恢复，从去年四季度开始的（TIPS 隐含）通胀预期上行有望逐步映射为核心 PCE 的回升。美国库存周期延续回补、在自动化/医疗/清洁能源等方面的设备投资周期特征也有望逐渐明晰，我们仍认为 2021 年美国有望体现较强韧性。

风险提示：二次疫情和疫苗量产应用的不确定性、美国经济复苏弱于预期。

图表1: FED 2020年9月/11月/12月, 以及2021年1月议息会议, 对经济活动表述和展望的对比

近三次FOMC会议表述对比

2020年11月FOMC表述	2020年12月FOMC表述	2021年1月FOMC表述	总结
美国经济活动和就业情况保持恢复, 但仍低于疫情前水平	美国经济活动和就业继续复苏, 但仍远低于年初的水平	美国经济活动和就业温和复苏, 疲软集中在最受疫情负面影响行业	美国经济活动与就业将继续温和复苏, 但距离疫情前水平仍较远
需求疲软和油价下跌拉低通胀水平	需求疲软和先前油价下跌拉低通胀水平	需求疲软和先前油价下跌拉低通胀水平	维持对短期通胀的容忍度
整体金融环境保持稳定, 并有充足工具支持经济复苏	保持货币宽松, 使用各种工具来支持美国经济	保持货币宽松, 使用各种工具来支持美国经济	QE短期不会退出, 退出前会做充分沟通
经济复苏的路径取决于疫情状况, 疫情不仅影响短期的经济活动、就业和通胀, 也对中期的经济展望产生一定风险	经济复苏的路径取决于疫情状况, 疫情不仅影响短期的经济活动、就业和通胀, 也对中期的经济展望产生一定风险	经济复苏的路径取决于疫情状况和疫苗接种进程, 疫情不仅影响经济活动、就业和通胀, 也对经济展望产生一定风险	关注美国二次疫情情况和疫苗接种进程, 疫苗接种可能是对疫情影响重要的对冲变量

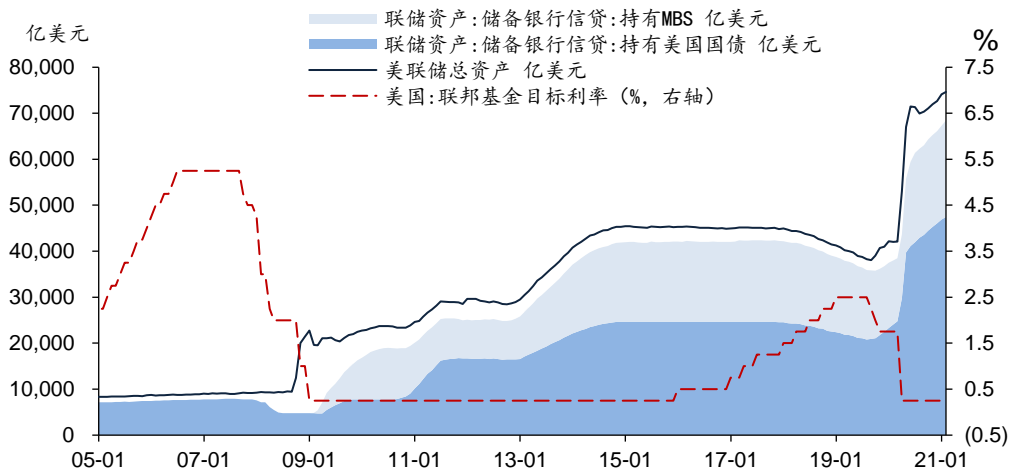
资料来源: 美联储, 华泰证券研究所

图表2: 美国金融条件保持宽松



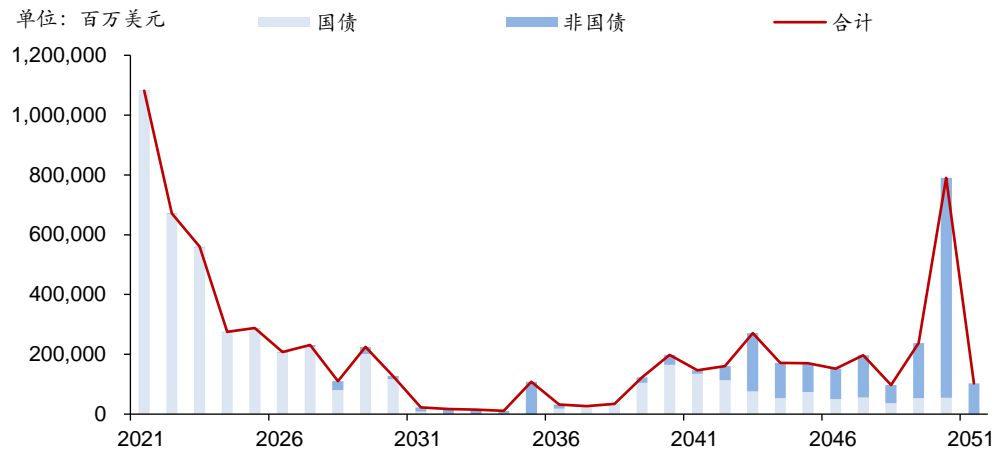
数据来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表3: 联储维持稳定的QE购债计划, 并不提供具体退出时间表



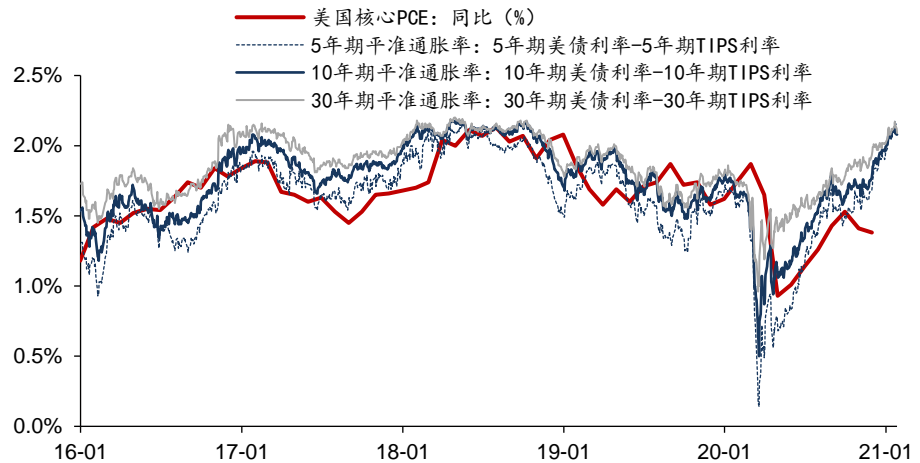
数据来源: Bloomberg, Wind, 华泰证券研究所

图表4：已购债券的到期期限分布呈哑铃型，国债以10年内到期的为主，非国债的债券则以更晚到期为主



数据来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表5：通胀预期有所回升，已超过疫情前水平



数据来源：Bloomberg，华泰证券研究所

风险提示

二次疫情和疫苗量产应用的不确定性，影响美国经济复苏弱于预期。

免责声明

分析师声明

本人，朱洵、易垭，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

- 分析师朱洵、易岷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

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_18398

