

短期未超预期，长期加强指引

——美联储9月议息会议传递的信息

报告导读/核心观点

美联储发布9月议息会议声明，短期维持预期内的宽松力度，美股在大选前的流动性环境无忧；此外，美联储通过延长经济与利率预测的时间区间加强长期指引。结合最新公开市场操作计划，我们将美联储年末资产规模目标下调至7.5万亿美元。

□ 美联储大选前将维持预期内的宽松力度

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。点阵图方面，根据当前投票情况，美联储将在未来3年内持续维持在零利率区间。

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，9月15日至10月14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，预计这一速度至少持续至11月5日的下一轮议息会议。整体来看，美联储9月议息结果继续维持宽松导向，在大选前将继续保持当前的流动性投放速度。本次议息会议以及近期系列事件走向符合我们此前对大选前美国政策环境的判断。即美国新一轮财政刺激方案已成为大选背景下两党博弈工具，方案落地的不确定性将随着大选临近与日俱增，但财政方案落地与否均无碍美联储在大选前继续维持宽松的货币环境，**美股在大选前的流动性环境无忧。**

□ 结构性调整经济数据预测中值隐含对财政刺激方案悬而不决的担忧

9月议息会议发布的经济预测中，预测中值呈现结构性调整。一是美联储全面上调2020年经济数据预测中值，表明美国疫情后经济复苏持续超预期。二是中期数据结构性调整传达出美联储对未来美国经济增长的疑虑。美联储在下调2021和2022年失业率的同时，GDP增长率的预测中值同样遭下调。这一矛盾变化可能同样隐含美联储对年内财政刺激方案无法落地的忧虑。随着PPP政策到期，8月美国就业数据已呈现出总量改善但结构恶化的趋势。如果补助政策持续无法接续，就业总量数据可能继续呈现“虚假的繁荣”，永久性失业可能增加，美国就业质量可能进一步恶化，继而导致失业率总量下行但经济整体复苏不如预期的结构。

□ 短期政策力度未超预期，经济预测以及点阵图的前瞻指引长期化

整体来看，本月议息会议的决议结果从短期来看并无超预期部分。除此之外，鲍威尔会后声明也并未传递进一步增量宽松讯息，仅是呼吁在财政领域需要更多支持，可能导致投资者期待增量宽松式前瞻指引的希望落空，道指和纳指分别在鲍威尔声明期间回吐此前涨幅，美元指数在此期间小幅走高。本月决议最大变化在于**美联储延长了经济数据及点阵图预测的时间区间，预测区间由未来两年扩展至未来三年**，这一改变是美联储对市场主体加强长期指引的体现。在美联储资产规模攀上历史高峰后，预示未来可能更多采用这一“节省弹药”式的打法进行市场调控。

□ 下调美联储年末资产规模目标至7.5万亿美元

6月至今，美联储先后经历了6-7月缩表、8月扩表的不同阶段，主要为资产负债表的内部结构调整所致。当前央行互换的存量规模已缩至721亿美元，将于年内全部到期，后续美联储的债券增持足以抵消其到期规模并继续稳步推进扩表。鉴于**各类信用支持工具的投放力度不及预期**，我们将美联储年末资产规模目标下调至7.5万亿美元附近。

□ 年内美元继续小幅下探，欧元区潜在宽松预期可能成为短期支撑

一是欧元汇率强劲可能在短期内助推欧元区通缩压力，对物价的调节诉求可能倒逼欧央行加码宽松。二是脱欧进程反复可能提升欧央行宽松预期。后续，我们预计欧央行可能效仿美联储将货币政策框架转向平均通胀目标值。

在美联储持续宽松以及财政刺激方案举步维艰的背景下，年内美元指数将继续小幅下探，但整体仍将维持在90上方，欧元区潜在宽松预期和英国脱欧进程可能成为美元的短期支撑。

风险提示：中美摩擦强度超预期；新冠病毒变异导致疫情二次爆发

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

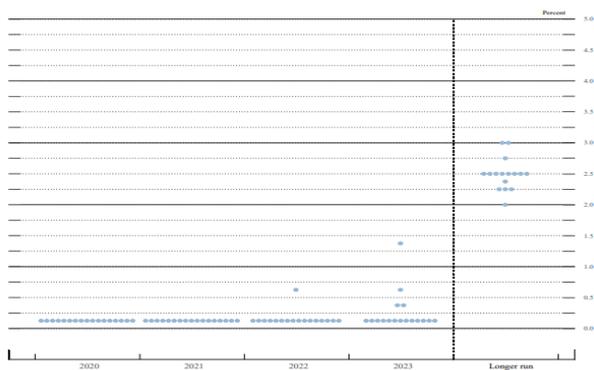
1. 重要图表

表 1：美联储 9、7 月议息会议声明对比

	9 月会议	7 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 (800 亿美元国债+超过 400 亿美元 MBS)	每月购买约 1200 亿美元 (800 亿美元国债+超过 400 亿美元 MBS)
货币政策	将在未来几个月内至少以目前的速度增持美国国债以及 MBS。 如果出现可能阻碍实现委员会目标的 风险 ，委将继续提供大规模隔夜和定期回购。委员会将准备适当地调整货币政策的立场。	将在未来几个月内至少以目前的速度增持美国国债以及 MBS。 将密切关注情况发展并酌情调整计划。
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 严重影响经济活动、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	疲软的需求和大幅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。

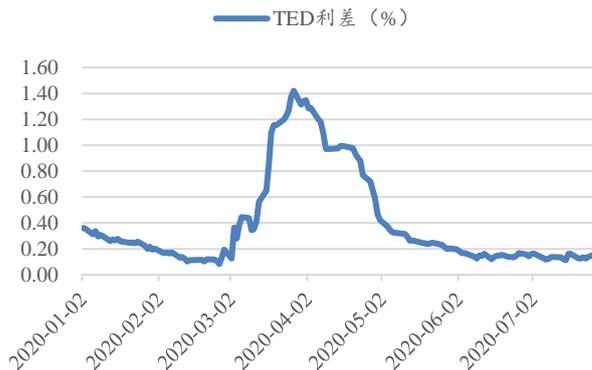
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 1：美联储 9 月利率点阵图



资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 2：美元流动性维持正常



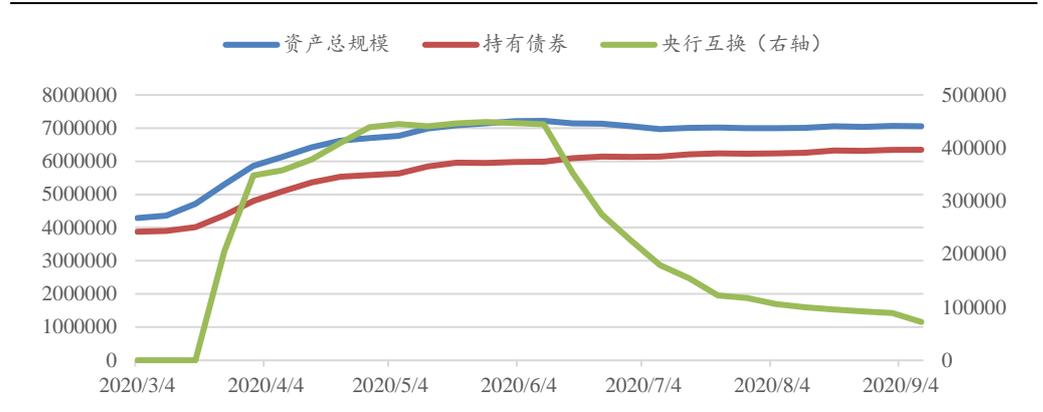
资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 2：美联储经济预测

	9 月经济预测					6 月经济预测			
	2020	2021	2022	2023	长期	2020	2021	2022	长期
GDP 增长 (%)	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-6.5	5	3.5	1.8
失业率 (%)	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	9.3	6.5	5.5	4.1
PCE 通胀率 (%)	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	0.8	1.6	1.7	2
核心 PCE (%)	1.5	1.7	1.8	2.0		1	1.5	1.7	/

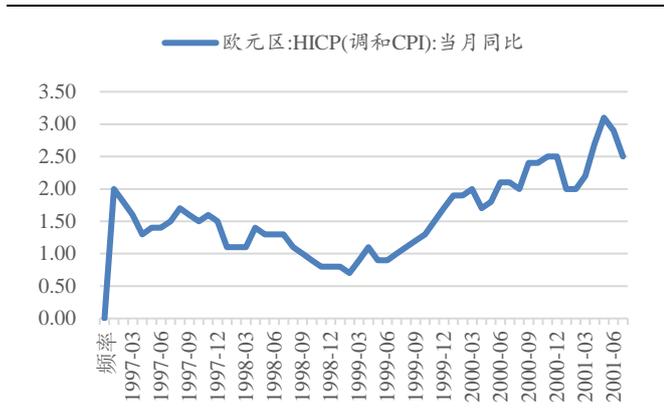
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 3：6 月至今联储增持债券被央行互换缩减所抵消（百万美元）



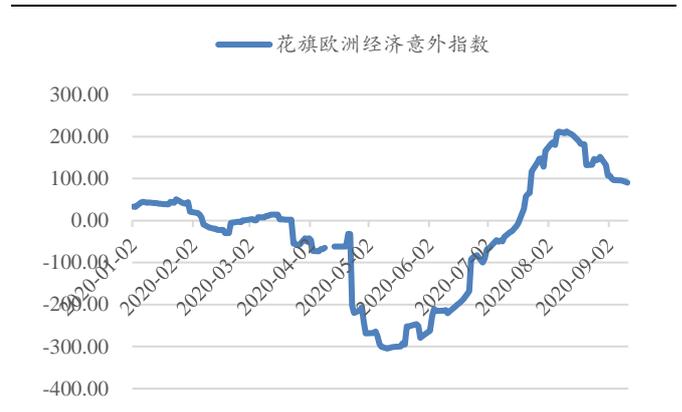
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 4：欧元区自 2016 年以来首次出现通缩



资料来源：美联储, 浙商证券研究所

图 5：花旗欧洲经济意外指数回落



资料来源：Wind, 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，并应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_2472

