

美联储短期“鸽声”持续，2021Q2 或是宽松变盘点 ——美联储 12 月议息会议传递的信息

报告导读/核心观点

美联储发布 12 月议息会议声明，短期维持预期内宽松力度并加强购债端前瞻指引，整体传递态度偏鸽派。预计 2021 年 Q1 宽松持续，Q2 可能迎来宽松速率的变盘点，单月购债规模可能于 Q2 起边际收敛，下半年扩表可能停止。

□ 维持零利率，购债规模保持 1200 亿美元/月直至经济出现实质性改善

利率区间方面，维持基准利率 0%-0.25% 区间以及超额准备金利率（IOER）0.1% 不变，符合预期。购债规模方面，明确继续以每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的速度扩表，直至就业目标和物价稳定双重目标出现实质性改善。购债端表述有所调整，前瞻指引明显加强，未来将根据经济复苏的实际情况动态调整购债速度。

□ 会后声明“偏鸽派”，政策节奏将视经济复苏保持高度弹性

整体来看，本月议息会议的货币政策声明以及前瞻指引调整均符合会前预期，与此同时仍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。经济预测方面，整体上调未来 2 年的经济增长预期，但将实际 GDP 的长期增长目标小幅下调 0.1% 至 1.8%。点阵图方面，投票结果显示将继续在 2023 年及以前维持零利率。会后声明方面，整体态度较为鸽派小幅超预期：一是明确低利率是刺激今年地产需求的重要因素，认为当前房地产行业已经完全复苏。二是指出购债端的前瞻指引将使得宽松力度保持高度弹性，美联储的决策将主要取决于复苏进程，一旦复苏进程不及预期，美联储也将进一步加大宽松力度。三是认为在人们可以放心进行远距离活动前，经济不太可能完全复原，疫苗可能在一季度末或二季度才会产生实质性效果。结合鲍威尔的会后声明以及记者问答，我们认为虽然短期内宽松仍将持续，但 Q2 将是疫苗对经济产生影响的变盘点，伴随经济实质性改善，宽松力度可能同步进行调整。

□ 2021 年 Q2 可能是宽松速率变盘点，下半年停止扩表，扭曲操作可能重启

2021 年，美联储将维持零利率，当前量化宽松速率可能于 Q2 起边际收敛；下半年扩表将停止。原因如下：一是年初宽松可以配合财政刺激方案的临时性支出需要，新一轮财政刺激可能接续 PPP 和失业救济金政策，此外可能开启居民新一轮现金申领，上半年持续扩表可为此类措施提供债务发行支持。二是根据当前美国医药协会预测，美国 Q1 末疫苗覆盖人群比例将超 20%，Q2 末将超 80%。根据疫苗注射安排以及我们此前预测，Q2 美国失业率将大幅修复（全年预计 5%）、通胀将冲至年内高点（二季度同比增速高点可能超 5%），经济复苏力度将明显走强，根据最新公开市场的前瞻指引安排，美联储的量化宽松速率可能于 Q2 迎来变盘点，宽松规模将逐步衰减。下半年，伴随经济内生修复能力回升以及阶段性高通胀压力，扩表可能停止。此外，美联储可能再度重启 2012 年量化宽松中的扭曲操作，在买入长期国债的同时卖出部分短期国债。美联储资产规模已升至历史新高，2021 年初预计规模将达 7.4 万亿美元。扭曲操作可在避免扩表速度过快的同时，将长期国债收益率维持在较低水平。

□ 不应忽视财政冗余投放对 2021 年流动性的增量影响

2020 年 2-11 月，美联储总资产增加 30588 亿美元，其中财政存款增加 10964 亿成为财政冗余暂未进入金融市场，基础货币实际仅增加 16386 亿。今年 8 月后，两党对财政刺激方案争执不下，诸如额外失业金、薪酬保护计划贷款等使用度较高的政策面临到期；而部分尚未到期的资金项目均是此前使用率较低的工具。资金需求与项目的不匹配使得财政资金拨款陷入停滞从而形成冗余，需等待新一轮预算案及刺激方案启动后方可重新投入使用，该部分财政冗余的释出将成为年末以及明年确定性的基础货币投放，扣除财政账户的常规预留规模后（3000-4000 亿）约投放 10000 亿美元以上，该部分资金也将成为美联储在 2021 年无需过分宽松的最大“底气”来源。美元方面，2021 年全年将继续中枢下行，因经济复苏导致的美联储宽松力度衰减预期可能令美元阶段性走强，基于我们判断变盘点将在 Q2 到来，美元走势可能在 Q1 率先反应，主要原因即为美联储宽松转向后的欧美货币政策背离（欧央行本月已加码 5000 亿欧元的量化宽松规模）。

风险提示：新冠病毒变异导致疫苗失效

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

报告撰写人：李超

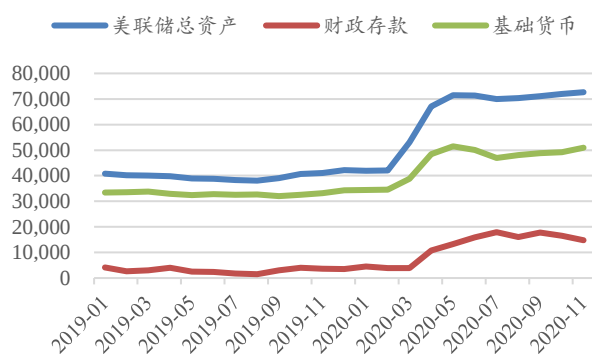
1. 重要图表

表 1：美联储 12、11 月议息会议声明对比

	12 月会议	11 月会议
利率区间	0-0.25%	0-0.25%
资产购买规模	继续以每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS 的速度扩表，直至就业目标和物价稳定双重目标出现实质性改善。	继续以当前速度购债 (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	整体金融环境是合宜的
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。	疲软的需求和此前下跌的油价抑制通胀。

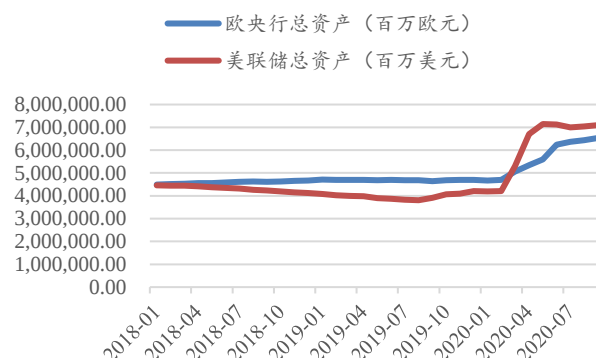
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 1：美联储今年量化宽松形成大量财政冗余（亿美元）



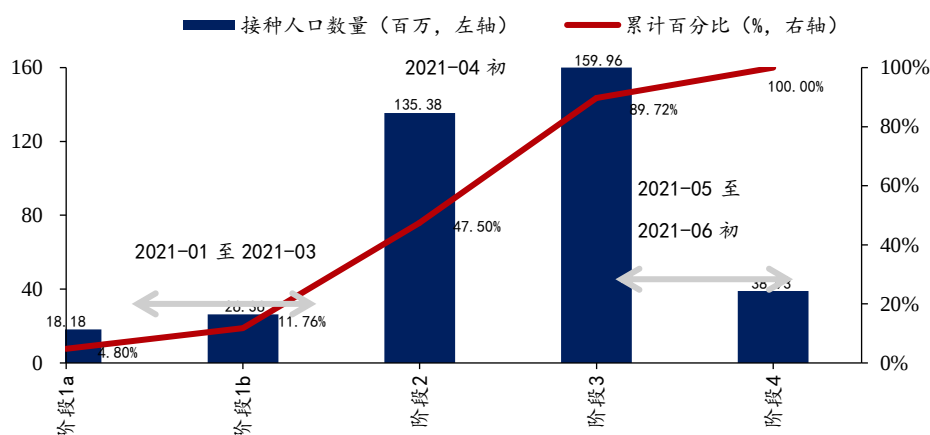
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：欧央行总资产规模可能在 2021 年反超美联储



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 3：美国新冠疫苗分配框架



资料来源：National Association of Medicine, 浙商证券研究所

表 2：美联储整体上调经济预期（%）

	批准规模	2020	2021	2022	2023	长期
实际 GDP	12 月预测	-2.4	4.2	3.2	2.4	1.8
增长	9 月预测	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9
失业率	12 月预测	6.7	5.0	4.2	3.7	4.1
	9 月预测	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1
PCE	12 月预测	1.2	1.8	1.8	2.0	2.0
	9 月预测	1.2	1.7	1.9	2.0	2.0
核心 PCE	12 月预测	1.4	1.8	1.9	2.0	
	9 月预测	1.5	1.7	1.8	2.0	

资料来源：美联储，浙商证券研究所

表 3：美国新冠疫情财政拨款的使用进度

	批准规模	已用规模	剩余规模	使用率
总拨款规模	4070	2420	1650	59.5%
贷款计划	1620	1020	600	63.0%
税收政策	789	141	648	17.9%
收入补贴	554	442	112	79.8%
医疗支出	395	219	176	55.4%
直接发放	292	272	20	93.2%
国家和地方资金	277	217	60	78.3%
其他支出	148	115	33	77.7%

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_779

