

价宽暂缓而量宽持续，全球流动性仍将保持宽松

摘要

联储12月议息会议保持利率不变，符合市场预期。点阵图给出的2020年利率路径暗示联储将保持当前利率水平不变。但我们认为不应该过分看重点阵图给出的未来利率路径。因为它并不代表联储对未来利率路径的承诺，也并非一种共识性预期，并且会随着经济形势变化而变化，过分关注可能导致误判。展望2020年联储的货币政策，可以从经济、通胀和海外风险三个方面来判断。美国经济明年将温和回落，衰退风险有限，这就决定了联储货币政策总基调偏宽松，但节奏不确定。美元指数震荡叠加中国PPI企稳回升将拉动美国通胀温和上行，对联储货币政策影响偏中性。需要指出的是通胀温和上行还远达不到会促使联储加息的水平。海外风险方面，美国明年是大选年，中美贸易摩擦继续升级的可能性不高，因而也难以促使联储降息。

我们对2020年联储货币政策的总体判断是保持平稳，全年不会降息或者降息1次。虽然明年联储利率将保持平稳，因而在流动性“价”的层面上进一步宽松空间有限。但联储持续扩表，叠加欧央行转向扩表，均意味着全球流动性仍然将保持宽松，并进而支撑全球经济保持平稳。

西南证券研究发展中心

分析师：杨业伟
执业证号：S1250517050001
电话：010-57631229
邮箱：yyw@swsc.com.cn

分析师：张伟
执业证号：S1250519060003
电话：010-57758579
邮箱：zhwhg@swsc.com.cn

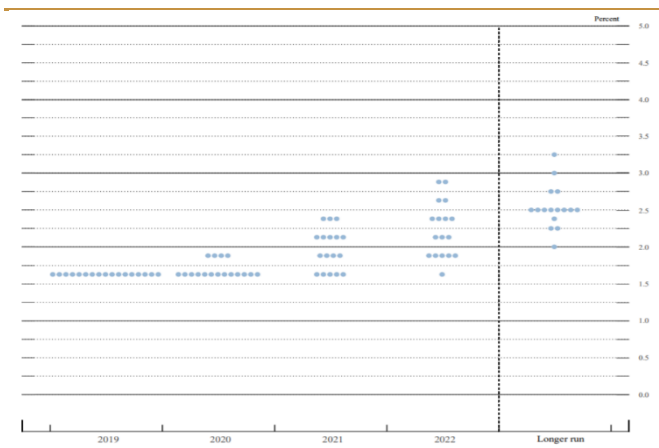
相关研究

1. 实体融资总量结构都有改善，债务置换并非其原因 (2019-12-11)
2. 无需过度担忧通胀，应关注工业品价格回升 (2019-12-10)
3. 如何正确看待并预测CPI中猪肉权重 (2019-12-09)
4. 出口保持平稳，外需依然在企稳回升过程中 (2019-12-08)
5. 央行呵护流动性，经济将逐步企稳 (2019-12-08)
6. 政策定调更为积极，经济企稳确定性上升——中央政治局会议解读 (2019-12-07)
7. 房地产韧性的来源：漫长且缓慢的补库 (2019-12-04)
8. 旧潮已退去，波涛安悠悠——海外经济年度报告 (2019-12-03)
9. 穿越数据迷雾，经济企稳正在逐步被确认——月度经济预测 (2019-12-02)
10. 经济逐步企稳回升，悲观预期需要调整 (2019-12-01)

联储按兵不动，符合市场预期。北京时间 12 月 12 日凌晨，FOMC 委员全票通过将联邦基金目标利率维持在 1.5%-1.75%，符合市场预期。联储政策声明变化不大，删除“前景依然存在不确定性”，联储对美国经济增长前景依然有底气。另外政策声明新增“当前货币政策立场是合适的”的表述。之后鲍威尔讲话中也再次强调当前的货币政策立场是合适的。说明联储货币政策将保持观望的态势，短期不会调整货币政策。

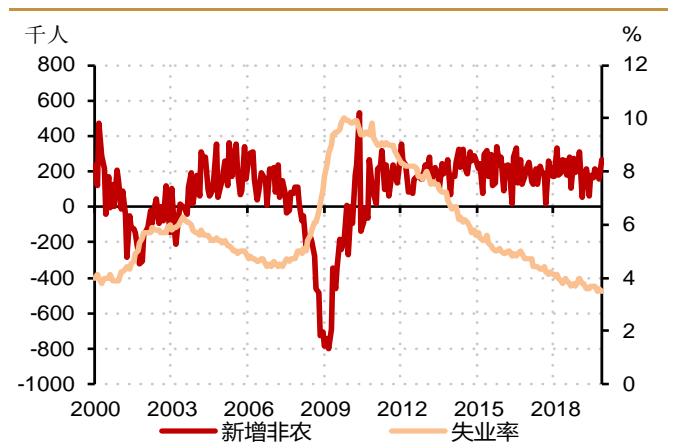
联储维持 2020 年经济预测不变，劳动力市场保持强劲，联储下调 2020 年失业率预测。与 9 月相比，联储维持 2020 年 GDP 增长 2% 的判断。前期联储 3 次降息以及重启扩表将支撑美国经济温和放缓。金融条件意味着 2020 年上半年美国或有一轮若补库来支撑经济。劳动力市场依然强劲，联储下调了 2020 年失业率预测 0.2 个百分点至 3.5%。劳动力市场保持强劲，将支撑薪资增速和居民消费。

图 1：点阵图



数据来源：Wind，西南证券整理

图 2：美国失业率处于低位劳动力市场保持强劲



数据来源：wind，西南证券整理

不应该过分看重点阵图给出的未来利率路径。本次议息会议基本在市场预期之内，市场更关心 2020 年联储货币政策走向，比如联储还会降息么，会降几次；联储会不会加息等。一般情况下，我们可以从联储的点阵图来展望联储未来的利率变化路径。本次议息会议点阵图显示，2020 年利率中枢 1.65% 与 2019 年持平，这暗示联储将保持利率不变。但我们不建议对点阵图给出的利率路径给予过多的意义。因为点阵图不代表联储对未来利率路径的承诺，也并非一种共识性预期，它会随着经济形势变化而变化，过分关注可能导致误判。比如，2018 年 12 月联储点阵图给出的指引是 2020 加息 1 次，但实际情况是联储降息了三次。鲍威尔自 2016 年上升以来，在多次公开讲话中谈到关于点阵图的问题，他认为不应该对点阵图过分关注，这可能错失对整体局面的判断，联储不会预设政策路径。

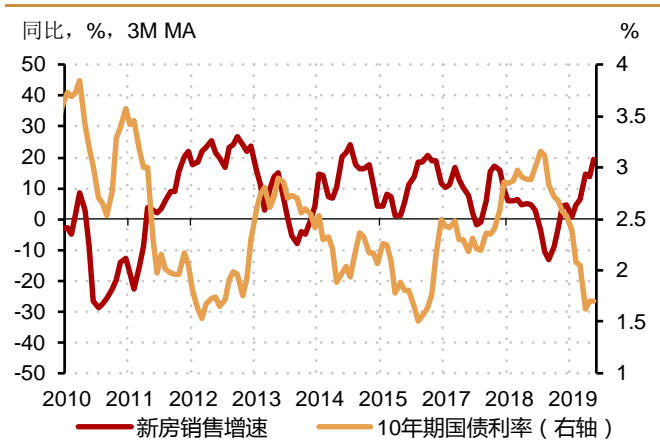
图 3：鲍威尔对美联储点阵图的看法

时间	事件	看法
2016年5月27日		美联储的点阵图不是对未来政策的承诺。
2016年12月1日		不会赋予点阵图中位数过多意义。
2018年3月21日	首次新闻发布会	鲍威尔建议投资者不要过于解读美联储关于2020年的“点阵图”利率预测，称政策制定者“没有能力预见未来。”
2018年12月20日	新闻发布会	点阵图提供有用的信息，但它并非一种共识性预期。
2019年3月8日	《货币政策的正常化与未来之路》	因为点阵图有时会引起混乱；如果理解得当，点阵图可以成为全面政策沟通的建设性要素；如你所见，如果你太专注于几个点，你可能会错过更大的画面。
2019年6月20日	新闻发布会	承认这次是点阵图首次发出降息信号；然而他也再次强调点阵图不能作为美联储货币政策方面的预测参考。
2019年6月5日	发表讲话	在不确定性很高的时期，可能最好是把‘中间点’视为最不可能发生的一种结果；不幸的是，有些时候点阵图分散了人们对（美联储）将如何应对意外经济形势这一更加重要的话题的注意力。
2019年12月12日	新闻发布会	过分关注点阵图会错过整体局面。

数据来源：FED，西南证券整理

联储货币政策操作回到数据依赖，将依据未来的经济前景来调整货币政策。而联储关注的主要经济数据包括经济基本面、通胀以及海外不确定性。因而预判 2020 年货币政策立场变化可以从美国经济、通胀、海外不确定性三个角度来综合判断。

美国经济将温和下行，有一定的韧性。2019 年联储货币政策迅速转向宽松，8-10 月连续降息 3 次，并从 10 月开始重启扩表。金融条件转向宽松对房地产销售、耐用品消费等利率敏感部门提供支撑。此外，金融条件宽松将促进美国存货投资，我们预计将持续至明年上半年。因而美国经济保持平稳下行，发生衰退的风险有限。这就决定了联储货币政策总的基调依然是偏宽松的，但节奏不确定。根据 11 月鲍威尔在国会就经济前景发表证词陈述，联储未来的货币政策路径也“取决于当前宽松政策行动的效果”，因而联储将保持观望和等待，并不急于继续降息。

图 4：利率下行支撑美国地产销售


数据来源：Wind，西南证券整理

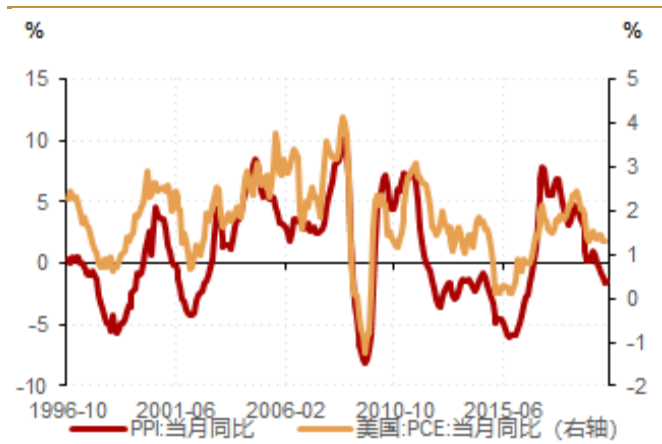
图 5：联储对明年经济预测是温和回落

		2019	2020	2021	2022	长期
实际GDP增速	19M12预测	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
	19M9预测	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9
失业率	19M12预测	3.6	3.5	3.6	3.7	4.1
	19M9预测	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2
PCE	19M12预测	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
	19M9预测	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0
核心PCE	19M12预测	1.6	1.9	2.0	2.0	
	19M9预测	1.8	1.9	2.0	2.0	
联邦基准利率	19M12预测	1.6	1.6	1.9	2.1	2.5
	19M9预测	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5

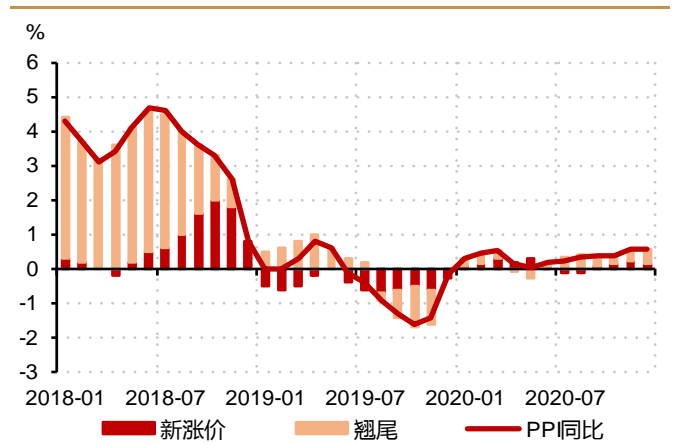
数据来源：wind，西南证券整理

美元指数震荡叠加中国 PPI 企稳回升将拉动美国通胀温和上行。2019 年美国对中国产品加征关税的幅度有所提高而范围扩大，但却并没有如市场预期的明显提高美国通胀水平。这背后的重要原因的美元指数的走强抵消了关税上行带来的美国进口产品价格的上行压力。另外，中国 PPI 回落也对美国通胀形成下行压力，因为中国工业品价格对美国进口产品价格影响力很强，二者走势较一致。而展望 2020 年，中国 PPI 将从 10 月触底回升，全年中枢为正。而美欧经济增速差有所收窄，美元指数难以持续走强，将保持在当前水平附近波动。二者将支撑美国通胀温和回升。

联储加息需要的通胀门槛非常高，更让联储担心的是通胀持续疲弱。鲍威尔在本次议息后的发布会上明确表示“如果要加息，就必须看到通胀大幅度持续上升”。而且本次议息会议声明的措词也增加了对全球经济和疲弱通胀的关注。因而通胀温和回升难以触发联储加息。

图 6：我们认为中国 PPI 企稳回升将带动美国通胀温和回升


数据来源：FED，西南证券整理

图 7：中国 PPI 走势预测


数据来源：wind，西南证券整理

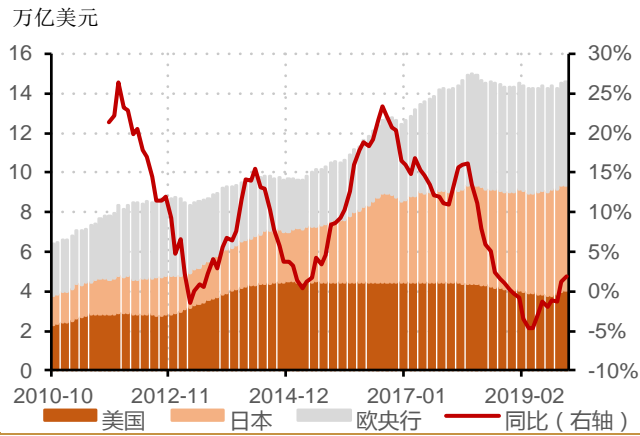
最后，海外不确定性也是影响联储货币政策的重要因素。2020 年中美贸易摩擦走向依然是影响全球经济的重要因素。如果中美贸易进一步恶化并拖累全球制造业下行，则联储货币政策也可能再次快速转向宽松。考虑到明年是美国的大选年，中美贸易摩擦再进一步升级的可能性相对不高。

结合美国经济、通胀和海外不确定性，我们判断联储货币政策将保持平稳，2020 年不再降息或者降息 1 次。考虑到上半年美国存货投资上行，经济走势要好于上半年，因而联储如果降息，更可能在下半年。

价宽暂缓而量宽持续，全球流动性将保持宽松。全球流动性主要受美元流动性驱动。虽然明年联储利率将保持平稳，因而在流动性“价”的层面上没有进一步宽松。但联储将持续扩表并持续至 2020 年 2 季度。我们预计本次扩表将使得联储资产负债表增加 5000-6000 亿美元左右，使得美联储资产负债表规模回到缩表之前的水平。在考虑到欧央行转向扩表，这意味着明年上半年全球流动性将保持在一个相对宽松的水平。

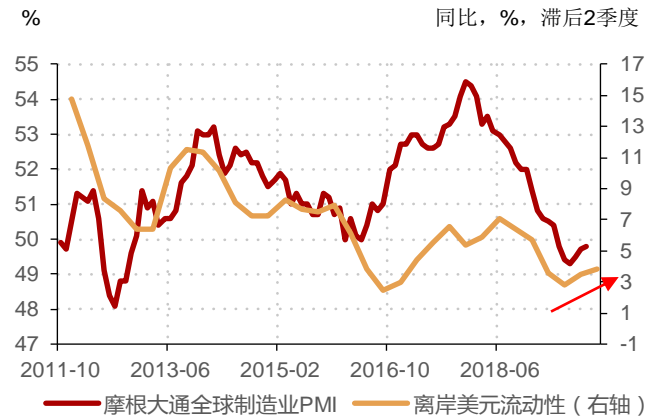
全球流动性宽松将支撑全球经济保持平稳，无需过度悲观。货币金融指标一般来说是实体经济的先行指标，所谓“三军未动，粮草先行”。从经验上来看，离岸美元流动性领先全球制造业 PMI 两个季度左右。伴随联储的持续扩表，离岸美元流动性也将保持宽松，从而支撑全球经济保持平稳。

图 8：主要央行资产负债表规模从收缩转向扩张



数据来源：Wind，西南证券整理

图 9：离岸美元流动性领先全球制造业 PMI 两个季度左右



数据来源：wind、西南证券整理

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_8364



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn