

宏观快评

联储分歧渐消，2020 年仍有望降息

■ 核心摘要

- 1) 美联储此次议息会议维持利率不变符合市场预期，是年内连续三次降息后的首次未操作。此次全员支持维持利率不变，是 5 月初会议以来的首次，显示出联储内部的分歧显著缓解，符合此前我们的预判。
- 2) 美联储删除了“经济前景不确定性”表述，表态通胀与核心通胀仍低于目标，点阵图显示未来仍有望加息；但声明中关于“达成通胀目标”的表述更令市场关注，整体而言，联储声明中性偏“鸽”；另外，联储调降了失业率预期，维持经济前景展望。鲍威尔发言偏鸽，特别是针对点阵图的表述，显示其对宽松货币政策的倾向更大。对通胀目标的追求也使得未来美联储货币政策路径可能中性偏“鸽”。
- 3) 我们认为，2020 年民主党干扰将降低美国政策效率；特朗普政府既有稳经济的诉求，也可能在选情不利的情况下重新大幅改变对内对外政策。在 2020 年美国经济大概率温和下行的背景下，美联储可能采取降息 1-2 次的操作。
- 4) 整体看，新兴市场此前面临的汇率贬值、资本外流的压力将显著缓解。与发达市场相比，新兴市场投资机会更佳，将成为 2020 年市场关注的重点。

北京时间 12 月 12 日凌晨 3 点，美联储宣布维持联邦基金目标利率在 1.50%-1.75% 不变。

■ 联储内部分歧渐消，通胀目标促使声明中性偏“鸽”

美联储此次议息会议维持利率不变符合市场预期，是年内连续三次降息后的首次未操作。从 FOMC 声明可以发现，此次全员支持维持利率不变，是 5 月初会议以来的首次，显示出联储内部的分歧显著缓解，符合此前我们的预判。另外，美联储在声明中删除了“经济前景不确定性”相关表述，并表示“劳动力与就业市场强劲，经济增长温和”，同时表态通胀与核心通胀仍低于 2.0% 的目标水平。点阵图显示，支持 2020 年维持当前利率与加息一次的人数为 13:4，对于 2021 年的货币政策分歧较大，但整体仍倾向于加息。由于美联储按兵不动符合预期，所以声明中关于“达成通胀目标”的表述更令市场关注，整体而言，联储声明中性偏“鸽”。

■ 美国调降失业率预期，维持经济前景展望

由于 10 月底的议息会议并未就未来经济前景做出展望，所以此次会议的经济前景展望吸引了市场更大关注。与 9 月发布的经济展望相比，此次发布的声明维持了未来三年美国经济增速的预判，2019-2020 年美国经济增速展望仍为 2.2%、2.0%、1.9% 与 1.8%，整体延续温和下行态势；下调失业率预期，2019-2020 年美国失业率展望自 9 月预测的 3.7%、3.7%、3.8% 与 3.9% 分别下调至 3.6%、3.5%、3.6% 与 3.7%，除下调 2019 年失业率预期 0.1 个百分点外，将 2020-2022 年失业率展望均下调 0.2 个百分点。通胀方面，FOMC 将 2019 年核心 PCE 同比自 9 月份的 1.8% 下调至 1.6%，维持 2020-2022 年核心 PCE 同比展望 1.9%、2.0% 与 2.0% 不变。根据 FOMC 对经济增速、失业率与通胀前景的判断，可以发现经济运行整体仍符合联储的判断，但劳动力市场的强劲略超联储预期，而通胀低迷的问题联储认为仍能够得到缓解。

■ 鲍威尔发言偏鸽，暗示加息概率较低

鲍威尔在美联储 FOMC 会议声明公布后参加了新闻发布会并发言，整体发言偏鸽派，并表露对加息的谨慎。鲍威尔首先表示“当前货币政策的立场是合适的，对当前政策满意，但宽松政策还需要一定时间来作用于经济”。对于点阵图透露的加息倾向，鲍威尔表示“过分关注点阵图可能会错失整体局面”。经济前景方面，鲍威尔认为“经济前景仍难看清，海外经济在放缓，而贸易局势也能给经济造成实质性影响”。在扩表方面，鲍威尔表示“回购操作对宏观经济影响不大，年底融资压力似乎可控；若回购市场压力影响到安全和稳定，我们对回购市场的改变持开放态度。”通胀方面，鲍威尔仍然认为通胀水平仍低于目标，实现 2.0% 的目标水平富有挑战性，但仍致力于完成该目标，在通胀大幅上升之前采取加息操作的概率较低。对于美墨加协定的签订和中美经贸磋商向好，鲍威尔表示这将给经济前景带来正向作用，但并未对前景进行展望。整体来看，鲍威尔此次新闻发布会发言偏鸽，特别是针对点阵图的表述，显示其对宽松货币政策的倾向更大。对通胀目标的追求也使得未来美联储货币政策路径与预期相比可能中性偏“鸽”。

■ 大选带来不确定性，2020 年可能降息 1-2 次

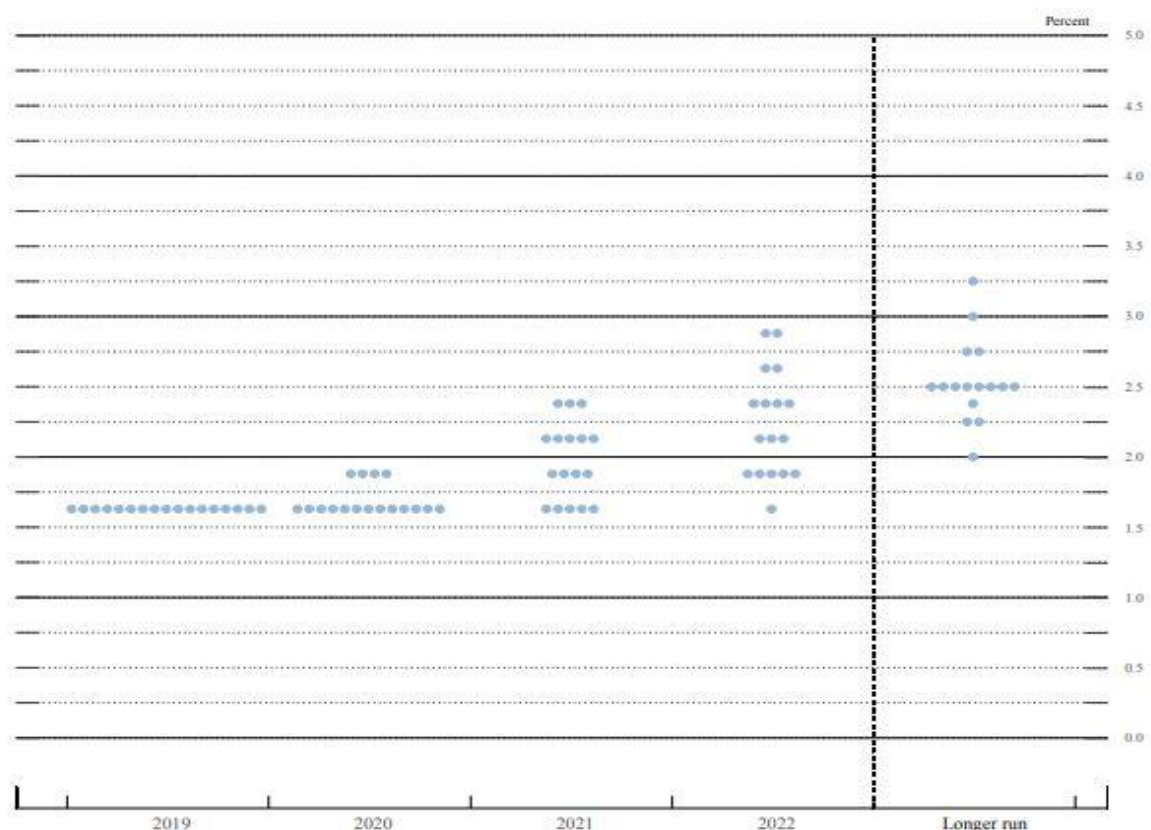
在议息会议与鲍威尔新闻发布会结束后，市场对美联储的货币政策前景重新进行了调整。2020 年全年维持利率不变的概率为 36.6%，降息一次的概率为 39.3%，降息两次的概率为 18.3%，降息三次的概率仅为 4.8%，而加息的概率则小于 1.0%，显示出鲍威尔的发言已打消了点阵图带来的加息预期。展望 2020 年，11 月 4 日举行的美国大选将成为贯穿全年的重大事件。传统上，在任总统寻求连任的这一次大选，稳定经济是最核心的诉求，所以 2020 年美国宏观经济大概率将维持温和增长，经济增速虽然会继续下行，但下行趋势仍将是温和的，无论是政府财政政策、美联储货币政策还是对外经贸策略都会为 2020 年美国宏观经济稳增长提供助力。但是，我们也应看到当前美国社会两极分化带来的两党博弈升级，当前众议院针对特朗普的弹劾调查就是典型例证。可以预料的是，2020 年，无论是财政政策、货币政策还是对外策略，民主党控制的众议院都可能给特朗普政府带来干扰，导致白宫政策效率下滑。另外，也难以排除特朗普政府在选情不利的情况下重新大幅改变对内对外政策的可能性，特别需要警惕其再度激化与其他经济体的摩擦的潜在风险。在当前时点看，特朗普选情尚稳，全球经贸摩擦也有趋于缓和的迹象，我们认为：在 2020 年美国宏观经济大概率温和下行的背景下，美联储可能采取降息 1-2 次的操作。

■ 2020 年美股恐波动加剧，新兴市场机会更佳

在美联储 FOMC 公布降息声明后，美元指数从会前的 97.4 快速下行至 97.0 附近；伦敦现货黄金则从 1470 美元/盎司上行至最高 1478 美元/盎司，但之后又逐渐回落至 1475 美元/盎司附近；美国三大股指均震荡上行；美债收益率先升后降，整体持平。虽然美联储公布维持利率不变符合市场预期，但会议声明中点阵图先是提升了市场的加息预期，之后鲍威尔讲话释放的“偏鸽”信号又打消了市场的加息预期，导致美债收益率大幅波动。

2020 年，在美国经济延续温和回落的背景下，欧元区经济也将逐渐确认底部，美元指数将由牛转熊，在 2020 年开启新一轮熊市，但由于欧元区经济底部震荡，所以 2020 年美元指数下行空间不大，预计将在 93-97 之间波动；美股在经济温和下行以及政府政策效率降低的背景下也面临波动加剧风险，这将带来发达市场风险资产波动率的提升；美债收益率将维持底部震荡；通胀水平短期内迅速回到 2.0% 的目标位以上的概率不大，通胀低迷仍是全球难题；实际利率在 2020 年也将维持震荡，加上美元指数小幅下行，这将导致黄金价格在 2020 年维持横盘震荡格局。整体看，在美元指数高位小幅下行、发达市场股市震荡加剧、全球经贸摩擦有望阶段性缓和、美国大选带来内部施政效率降低托背景下，新兴市场此前面临的汇率贬值、资本外流的压力将显著缓解。与发达市场相比，新兴市场投资机会更佳，将成为 2020 年市场关注的重点。

图表1 2019年12月FOMC点阵图显示未来可能加息



资料来源: federalreserve.gov, 平安证券研究所

图表2 2019年12月美联储对2019-2022年经济增速、失业率与通胀前景展望

Variable	Median ¹					Central Tendency ²					Range ³				
	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1-2.2	2.0-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-2.3	1.8-2.3	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
September projection	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1-2.3	1.8-2.1	1.8-2.0	1.7-2.0	1.8-2.0	2.1-2.4	1.7-2.3	1.7-2.1	1.6-2.1	1.7-2.1
Unemployment rate	3.6	3.5	3.6	3.7	4.1	3.5-3.6	3.5-3.7	3.5-3.9	3.5-4.0	3.9-4.3	3.5-3.6	3.3-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.5-4.5
September projection	3.7	3.7	3.8	3.9	4.2	3.6-3.7	3.6-3.8	3.6-3.9	3.7-4.0	4.0-4.3	3.5-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.3-4.2	3.6-4.5
PCE inflation	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.4-1.5	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.2	2.0	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
September projection	1.5	1.9	2.0	2.0	2.0	1.5-1.6	1.8-2.0	2.0	2.0-2.2	2.0	1.4-1.7	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.6	1.9	2.0	2.0		1.6-1.7	1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.2		1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
September projection	1.8	1.9	2.0	2.0		1.7-1.8	1.9-2.0	2.0	2.0-2.2		1.6-1.8	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	1.6	1.6	1.9	2.1	2.5	1.6	1.6-1.9	1.6-2.1	1.9-2.6	2.4-2.8	1.6	1.6-1.9	1.6-2.4	1.6-2.9	2.0-3.3
September projection	1.9	1.9	2.1	2.4	2.5	1.6-2.1	1.6-2.1	1.6-2.4	1.9-2.6	2.5-2.8	1.6-2.1	1.6-2.4	1.6-2.6	1.6-2.9	2.0-3.3

资料来源: federalreserve.gov, 平安证券研究所

图表3 美联储议息会议后至美股收盘期间主要金融品种表现

标的	表现	标的	表现	标的	表现
美元指数	-0.41%	十年期美国国债收益率	0.0bp	COMEX 黄金	0.54%
欧元兑美元	0.40%	道琼斯工业指数	0.20%	布伦特原油	-1.14%
英镑兑美元	0.28%	标普 500	0.20%	WTI 原油	-0.67%
美元兑人民币	-0.08%	纳斯达克指数	0.24%	LME 铜	0.66%

资料来源: WIND, 平安证券研究所

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_8409

