



东兴证券
DONGXING SECURITIES

政策利率不变，维持资本市场略偏积极

——美联储12月FOMC点评

2019年12月12日

宏观经济

事件点评

康明怡	宏观经济分析师	执业证书编号：S1480519090001	
	kangmy@dxzq.net.cn 021-25102911		
王宇鹏	首席宏观经济分析师		
	wangyp_yjs@dxzq.net.cn 010-66554151	执业证书编号：S1480519070003	

事件：

美联储维持利率不变，联邦基金利率目标区间 1.5~1.75%。

观点：

维持利率不变符合市场预期。当前货币政策整体略偏宽松，短期货币市场利率倒挂解除。美国实体经济有望温和增长，美十债有望回升至 2~2.1%，美股维持略偏积极的态度。

1. 货币政策整体略偏宽松。

当前政策利率水平处于中性略偏宽松的位置，流动性偏紧的情况得到缓解。我们认为本轮周期中，与实体经济合意的中性利率在平均实际 GDP 同比增速 50bp 下方位置。上半年实际 GDP 同比增速 2.47%，当前联邦基金利率为 1.5~1.75%，已落入中性略偏宽松区间。当前，美联储货币政策的立场并未改变，即基于充足准备金基础上的货币政策。9 月钱荒表明当前商业银行体系的准备金并不宽松。为回到充足准备金环境，预计扩表动作将持续一段时间。随着扩表动作，货币市场流动性偏紧情况得到缓解。1 年期国债和联邦基金利率利差稳定在 1bp 左右，货币政策偏紧的经典信号消失。

随着总统大选临近，选举年保经济的目的较为明确，预计美国陷入经济衰退的风险较小。上半年处于各项政策发挥作用的真空期，经济可能较为温和。由于 2020 年 3 季度进入总统正式选举期，美联储未来应对潜在风险的降息窗口在 1~6 月。

2. 实体经济：半年内经济温和，消费支撑持续，投资有望企稳。

实体经济当前处于冷热交替阶段。按区域看，从 2019 年 5 月开始，美国东西两岸，如纽约州，受中美贸易战和全球经济放缓影响，最先出现放缓迹象，而其他地区经济十分强劲。9 月负面冲击逐渐扩散至中部地区（如明州），但同时东西两岸出现温和回暖。按行业看，制造业收缩明显，整体商品经济活力较为冷淡；服务业较为强劲，虽增幅不及去年同期，但仍可抵消制造业和农业带来的就业收缩。虽然个别州出现制造业的零星裁员和产出减少，但就业市场整体仍旧处于紧绷状态。

外部因素中主要的不确定来自中美贸易。全球需求方面，由于美国经济主要以国内消费拉动为主，全球经济疲软对美国经济的拖累一直在可控范围内。贸易方面，美国与各国贸易谈判的主要目的是为美国企业争取更为有利的竞争位置。目前，除了与中国的谈判存在高度不确定性外，美方与各国的贸易谈判均或多或少达到了这一目的。基于与加拿大和墨西哥的深入贸易往来，新的北美贸易协定是美国经济短期最为重要的外部因素，有望在 2020 年年初国会（特别是以民主党为主的众议院）通过正式落地。该协议为美国在三方经贸中争取了有利位置，如汽车和农业。而与日本和欧洲的贸易谈判中，美国农业（牛肉等）已获得更大的进

口许可，汽车方面的谈判将在 2020 年继续。由于中国是全球产业链供给方的主要参与者，中美贸易是否能够达成阶段性成果是 2020 年美国最重要的外部负面因素。长期而言，这不仅对美国也对全球经济走势至为重要。谈判破裂引起的全方位的不确定性和产业链、供应链受损将急速增加企业的短期成本和抑制投资。

劳动力市场仍旧非常紧绷。10 月褐皮书首次出现个别企业裁员，制造业停止招人以及重卡司机需求不旺等信息，与去年同期形成鲜明对比。11 月褐皮书显示制造业收缩无论是从区域还是行业看均没有扩散。由于非制造业整体非常强劲，抵消了制造业的疲软，甚至用工荒成为有的企业无法扩张的主要原因。从制造业流出的失业人员可以迅速在其他行业找到工作，劳动力市场整体仍处于紧绷状态，宏观就业数据没有因为制造业的收缩而显现疲软。劳动力成本方面，低技能岗位面临愈来愈大的薪资上涨压力。

作为支撑 2019 年经济的主要力量，消费在 2020 年上半年的作用将有所持续。消费支撑来自两方面，收入和家庭消费信贷负担。收入方面，制造业就业疲软，但被服务行业的用工荒所抵消。整体看劳动力市场的紧绷程度略有降低，但宏观就业数据不会受到显著影响。褐皮书显示低技能岗位面临普遍的薪资上涨压力，因此实际收入增速对消费的支撑仍将有所持续。从消费贷款的负担来看，债务偿还负担尚未超过 6%，处于舒适区间。由于制造业就业的衰退始于 2019 年下半年，因此，预计 2020 年上半年消费略有疲软但仍将持续支撑 GDP。

投资有望底部企稳。1) 企业利率负担受降息影响有所减轻。受益于今年 3 次降息，企业债利率下降 100bp 以上。近期，穆迪 Aaa 利率 3.03%，为史上最低水平。企业负债负担大为减轻，利息支出对企业盈利的侵蚀降低。2000 年后企业盈利和利息支出属于此消彼长的关系，企业盈利压力有望得到缓解。随着美联储的扩表动作，货币市场流动性紧张局面解除，投资级别企业债信用利差（穆迪 Aaa-穆迪 Baa）恢复至 86bp 左右的正常水平，表明企业融资环境再次转为宽松。若中美贸易有所缓和，不确定性降低，则有理由看到投资的企稳。2) 企业设备投资有望底部企稳。特朗普政府对复苏能源、矿产行业产能的态度较为明确。伴随着页岩油产业的不断发展，美国逐渐转变为原油净出口国，页岩油产业革命有望推动美国经济增长。随着油价稳定于 55 美元以上，钻井投资有望企稳复苏，对企业设备投资具有企稳作用。

3. 资本市场：半年内，维持对资本市场稳定略偏积极。

实体经济：可维持目前的温和状态。

通胀：核心 CPI 没有趋势性上行的压力，前期 2.4%即为近期高点。

美债：半年内有望回升至 2~2.1%。

美元：美联储的扩表动作开启了美元走弱的拐点。但受脱欧迟迟不决，预计美元温和走弱。

美股：维持略偏积极，震荡慢涨态势，涨幅较上半年收窄。

结论：

美联储应对负面冲击的态度明确，半年内经济有望温和增长，资本市场维持略偏积极的态度。

风险提示：中美贸易摩擦继续。

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

分析师简介

王宇鹏

中科院博士，东兴证券首席宏观分析师，曾就职于国家发改委经济研究所和中信证券研究部，曾获国家发改委研究课题一等奖，在《国际金融研究》、《统计研究》、《经济评论》、《中国人口科学》等国内核心学术期刊发表学术文章数十篇，具有 8 年中国宏观经济和资产配置研究经验。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

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_8415

