

怎么看美联储政策节奏的转变？

——12月美联储议息会议点评

报告摘要

北京时间12月12日凌晨，美联储召开议息会议，维持联邦基金利率目标区间1.5%-1.75%不变，符合市场的普遍预期。纵观利率决议声明和随后的新闻发布会，我们认为主要关注点有以下五点：

1、未来的政策节奏

根据点阵图的显示，在17位美联储官员中有13位预期2020年利率保持不变，有4位预期加息一次，这是美联储在政策态度上的一次重要转变。从11月27日公布的经济褐皮书中也能看出美联储的乐观看法，这与我们观察到的数据基本一致，我们对明年的美国经济偏乐观，尤其是前三季度，主要的推动力是服务业消费、制造业和房地产。另外，在未来的政策节奏上，一个很重要的变化是市场开始出现了加息预期，可能原因在于通胀预期有所回升。

2、通胀问题

通胀也是鲍威尔新闻发布会上一个重点问题。不仅仅是市场，美联储内部对通胀问题的分歧也是比较大，一些委员认为通胀还将低于2%一段时间，一些委员则认为通胀是暂时性疲软，还有一些委员认为通胀将在2020年超过2%。由于美国原油供给可能出现减少，未来美国通胀存在提高的可能性，对此需要进一步观察。

3、货币市场流动性问题

美联储重申了“将购买国库券直至2020年第二季度”这一计划，另外还有三点需要注意：**（1）关于长期回购工具。**即便美联储确定了要建立长期回购工具，那还有一些具体操作层面的问题需要解决，推出的时间也不会太早，预计最早需要到2020年二季度左右；

（2）关于扩表政策的效果。美联储的政策确实有效地压低了联邦基金利率，但由于本次扩表的量并没有显著高于名义GDP增速，因此其主要用于缓解银行储备金不足的问题，对于长端利率的影响会比较小；**（3）关于年末的流动性问题。**在12月16日这一周，确实存在再次发生“钱荒”的可能性，不过考虑到银行体系准备金余额较9月16日当周上涨了9.19%，因此，我们比较倾向于认为，尽管有可能再次出现“钱荒”，但整体规模和影响上没有9月份那么大。

4、特朗普的态度

我们一直在强调特朗普对美联储政策的影响，本次议息会议后，截至目前特朗普仍还没有表态过相关言论。12月初虽然美国对巴西、阿根廷、法国加征了关税，但是就金融市场的表现看，此次加征的关税只能说是小打小闹，并没有引起特别大的波澜，美股也只是小幅回调了一些。12月15日还有对中国的最后一批关税需要加征，我们倾向于认为不加征或者继续往后拖的可能性更大些。

5、金融市场的表现

决议公布后，美国股市出现了一定上涨，但幅度不大。对于美国股市，短期来看由于可能有“钱荒”的因素，确实存在一些回调压力；不过就明年全年来看，我们还是比较看好的态度。从历史上看，美联储三次降息后暂停降息的做法也更有利于股市上行。

研究部

钟正生

zhongzhengsheng@cebm.com.cn

姚世泽

szhao@cebm.com.cn

关于莫尼塔研究：

莫尼塔研究是财新集团旗下的一家独立研究公司。

自2005年成立伊始，莫尼塔研究一直为全球大型投资机构及各类企业提供资本市场投资策略，信息数据以及产业相关的研究服务。我们的客户包括国内外大型资产管理公司，保险公司，私募基金及各类企业。

2015年莫尼塔研究加入财新集团，成为中国最具影响力的财经媒体集团+顶级智库的一员。



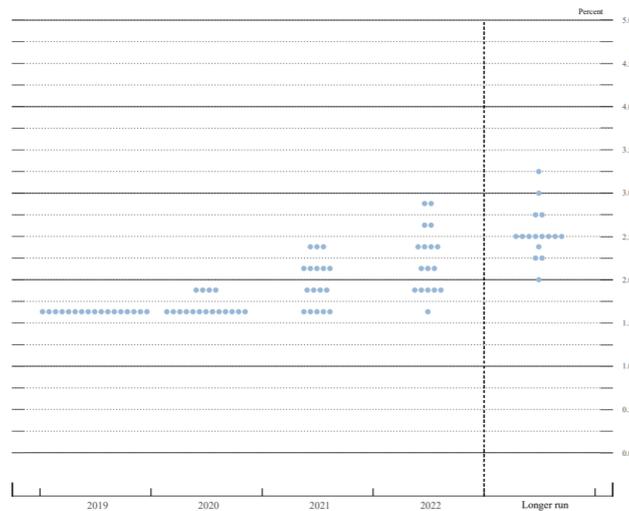
北京时间12月12日凌晨，美联储召开议息会议，维持联邦基金利率目标区间1.5%-1.75%不变，符合市场的普遍预期。此次美联储一致投票支持政策决定，没有委员投出反对票，这在今年是个非常罕见的情况。纵观利率决议声明和随后的新闻发布会，我们认为主要关注点有以下五点：

1、未来的政策节奏

本次会议公布了利率点阵图，根据点阵图的显示，在17位美联储官员中有13位预期2020年利率保持不变，有4位预期加息一次，没有委员预测2020年会继续降息（图表1）。这是美联储在政策态度上的一次重要转变，原因可能在于美国经济形势的转好，美联储在本次会议的经济预测上也更加乐观一些，下调了未来的失业率预测（图表2）。

从11月27日公布的经济褐皮书中能看出美联储对经济的看法，包括：（1）消费方面，“多数地区的消费支出稳定增长，有几个地区的汽车销售和旅游业出现增长，非金融服务业的前景仍然相当乐观”；（2）房地产方面，“银行贷款规模的增长仍在继续，房屋销售大多持平或上升，住宅建设出现比之前报告更广泛的增长”；（3）制造业方面，“尽管大多数地区仍然没有增长，不过本次报告期的扩张地区数量比前一期有所增加”；（4）就业和工资方面，“各地的劳动力市场依然吃紧，但整体就业人数继续小幅上升，大部分地区的工资持续温和增长”。美联储的看法与我们观察到的数据基本一致，我们对明年的美国经济偏乐观，尤其是前三季度，主要的推动力是服务业消费、制造业和房地产。

图表 1：本次会议的利率点阵图



来源：美联储，莫尼塔研究

图表 2：本次会议对经济的预测

| 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 |
| 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 |

来源：美联储，莫尼塔研究

在未来的政策节奏上，一个很重要的变化是市场开始出现了加息预期。加息预期最早从11月21日美联储公布10月货币政策会议纪要就开始浮现出来，此次议息会议之前，市场认为加息25个基点的概率为3.8%，明年1月加息25个基点的概率为3.3%（图表3）。加息预期浮现的原因可能在于通胀，受到油价上行、贸易问题、低基数等原因，市场对2020年美国通胀的预期有所回升。美联储在经济褐皮书里也表示：“报告期内价格上涨速度适中，不过企业普遍预期未来价格会上涨”、“报告地区的能源部门活动略有恶化”。

图表 3：市场开始出现了加息预期

| 日期 | 会议 | 加息概率 | 减息概率 | 0.75-1 | 1-1.25 | 1.25-1.5 | 1.5-1.75 | 1.75-2 | 远期利率 |
|------------|----|------|-------|--------|--------|----------|----------|--------|------|
| 12/11/2019 | | 3.8% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 96.2% | 3.8% | 1.56 |
| 01/29/2020 | | 3.3% | 11.8% | 0.0% | 0.0% | 11.8% | 84.8% | 3.3% | 1.53 |
| 03/18/2020 | | 3.0% | 21.6% | 0.0% | 1.4% | 20.3% | 75.4% | 3.0% | 1.50 |
| 04/29/2020 | | 2.5% | 32.5% | 0.2% | 4.1% | 28.2% | 64.9% | 2.5% | 1.47 |
| 06/10/2020 | | 2.1% | 42.8% | 0.8% | 7.9% | 34.1% | 55.0% | 2.1% | 1.43 |
| 07/29/2020 | | 1.8% | 50.6% | 1.8% | 11.6% | 37.0% | 47.6% | 1.8% | 1.39 |
| 09/16/2020 | | 1.5% | 59.4% | 3.6% | 16.3% | 39.0% | 39.1% | 1.5% | 1.35 |
| 11/05/2020 | | 1.3% | 64.6% | 5.3% | 19.3% | 39.0% | 34.1% | 1.3% | 1.31 |
| 12/16/2020 | | 1.1% | 69.6% | 7.4% | 22.2% | 38.3% | 29.3% | 1.1% | 1.27 |

来源：Bloomberg，莫尼塔研究

2、通胀问题

加息预期浮现最主要的原因在于通胀，而通胀也是鲍威尔新闻发布会上的一个重点问题。总结下来，鲍威尔关于通胀的看法有以下几点：（1）如果通胀长期不达2%的目标，将促使预期产生变化，使得实际通胀水平进一步下滑，并使得美联储更受零利率下限的限制；（2）通胀迟迟不达标的原因是通胀与失业率、资源利用率的关系产生了异变；（3）未来如果要加息，必须看到通胀有持续的且显著的回升；（4）工资增长速度慢是因为生产率的原因，但适龄人口的劳动参与率在过去两三年中稳步上升，确实提供了更多的劳动力供应。

实际上，不仅仅是市场，美联储内部对通胀问题的分歧也是比较大，一些委员认为通胀还将低于2%一段时间，一些委员则认为通胀是暂时性疲软，还有一些委员认为通胀将在2020年超过2%。由于美国原油供给可能出现减少，未来美国通胀存在提高的可能性，对此需要进一步观察。

3、货币市场流动性问题

此次新闻发布会上依然提及了货币市场流动性的问题，美联储重申了“将购买国库券直至2020年第二季度”这一计划。另外我们认为还有三点需要注意：

(1) 关于长期回购工具。11月21日美联储公布10月货币政策会议纪要显示，美联储讨论了建立长期回购工具的可能性，本次新闻发布会鲍威尔表示“该工具还需要进一步的研究和调研”。根据之前的一些表态，美联储内部对于长期回购工具实际上分歧是比较大的，一些官员认为长期回购工具可以作为一个有用的后备方案，在发生冲击时支撑联邦基金利率；但有另一部分官员认为，通过扩表操作建立起充足的储备后，建立长期回购工具的必要性可能并不大。即便美联储确定了要建立长期回购工具，那还有一些具体的操作层面的问题需要解决，比如应该收取的利率水平、政策工具的适用对象、用什么资产作为抵押等，因此，就算这一工具会推出，推出的时间也不会太早，预计最早需要到2020年二季度左右。

(2) 关于扩表政策的效果。鲍威尔表示“美联储的短期国债购买以及定期回购操作平抑了货币市场的不稳定状况。”从数据上来看，美联储的政策确实有效地压低了联邦基金利率（图表4）。另外，鲍威尔还表示“我们的操作在宏观经济层面没什么影响”。我们一直在强调扩表的“量”十分重要，本次扩表的量并没有显著高于名义GDP增速，因此其作用大部分限于货币市场，主要用于缓解银行储备金不足的问题，对于长端利率的影响会比较小，对经济的直接影响也比较小。

图表 4：美联储的政策有效地压低了联邦基金利率

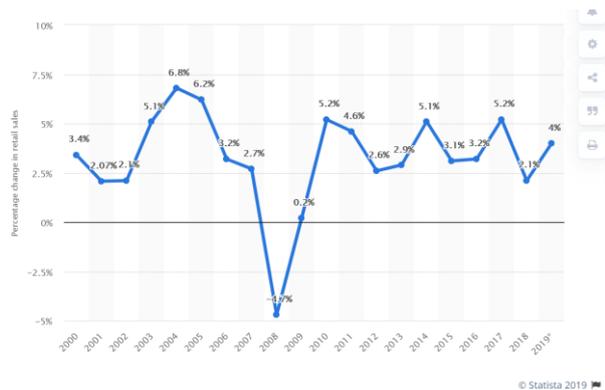


来源：Wind，莫尼塔研究

(3) 关于年末的流动性问题。鲍威尔表示“目前我们在仔细跟踪年末的流动性需求状况，但年末平稳渡过以后，定期回购和其他的流动性需求可能会下降”。在12月16日这一周，确实存在再次发生“钱荒”的可能性：原因一是12月16日为税收季度缴款日和国债月度缴款日，参照之前的经验，这部分资金大概在1500亿-2000亿美元左右；原因二是12月16日距离圣诞节只有1周左右的时间，会有大量的资金从银行体系撤出用来应对圣诞节的资金需求，根据Statista网站的预测，2019年美国圣诞节假期的零售额将同比增长4%，较2018年的2.1%显著回升（图表5）。不过，考虑到银行体系准备金余额较9月16日当周上涨了9.19%，美联储的资产负债表较9月16日当周上涨了5.41%（图表6），因此，我们比较倾向于认为，尽管有可能再次出现“钱荒”，但整体规模和影响上没有9月份那么大。

图表 5：Statista 网站预测 2019 年圣诞节假期的零售额将同比增长 4%

图表 6：美国银行体系准备金和美联储资产负债表出现明显扩张



来源：Statista，莫尼塔研究



来源：Wind，莫尼塔研究

4、特朗普的态度

今年以来我们一直在强调特朗普对美联储政策的影响。上次10月31日议息会议后，特朗普并没有像往常一样第一时间发Twitter表示不满。虽然后续的几天特朗普还是表达了不满的言论，不过行动上却没有太大的行动，这与之前几次的迅速行动是很不同的。本次议息会议后，截至目前特朗普仍还没有表态过相关言论。

12月2号，特朗普表示由于巴西和阿根廷两国货币大幅贬值，这对美国农民不利，美国将立即恢复对从巴西和阿根廷进口的钢铝产品加征关税，钢铁和铝的关税分别为25%和10%；同时美国贸易代表办公室表示，法国的数字服务税歧视美国公司，因此提议对某些法国产品征收最高为100%的额外关税，可能征收关税的产品清单包括63个项，贸易总额约为24亿美元，并考虑就数字税对意大利、土耳其和奥地利进行调查。但是就金融市场的表现看，此次加征的关税只能说是小打小闹，并没有引起特别大的波澜，美股也只是小幅回调了一些。12月15日还有对中国的最后一批关税需要加征，我们倾向于认为不加征或者继续往后拖的可能性更大些。

5、金融市场的表现

决议公布后，美国股市出现了一定上涨，但幅度不大（图表7）。对于美国股市，短期来看由于可能有“钱荒”的因素，确实存在一些回调压力；不过就明年全年来看，我们还是比较看好的态度，核心原因在于经济的企稳和盈利的恢复。从历史上看，美联储三次降息后暂停降息的做法也更有利于股市上行，20世纪90年代中后期格林斯潘执掌美联储时曾这样操作，股市反应良好；但如果美联储在三次降息后继续降息，股市反而可能表现不佳。

图表 7：股票市场在议息会议后出现了一定上涨

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_8420

