

## 美联储按兵不动，等待年末测试

### ——周期末端观察（三）

#### 摘要

12月12日凌晨，美联储公布的12月利率决议。美联储以全票通过维持联邦基金利率区间于1.5%-1.75%**不变**，将超额准备金率（IOER）维持在1.55%**不变**，维持贴现利率在2.25%**不变**。声明**删除**了“前景围绕着不确定性”的表述。

**美联储 FOMC 声明：**利率处于能够支持经济增长与就业的“合适”水平。将继续关注接下来的数据，包括全球经济发展与受抑的通胀压力。利率合适于支持经济增长和就业；基于调查的通胀指标几乎维持不变；基于市场的通胀补偿指标仍维持较低水平；就业增长稳健，通胀依旧低于目标；劳动力市场强劲，经济增长温和；整体和核心通胀依旧低于2%。

**美联储主席新闻发布会：**1) 政策立场：当前货币政策立场可能仍是合适的，对当前政策满意；2) 加息态度：如果要加息，就必须看到**通胀**大幅度持续上升；3) 经济状况：尽管存在风险，经济仍处于有利状态，料经济保持温和增长；4) 通胀状况：料通胀将会升至2%，目前使通胀回到2%很有**挑战性**；5) 劳动就业：预计就业市场保持强劲，虽失业率低至3.5%，劳动市场仍存闲置；6) 回购操作：回购操作不太可能对宏观经济产生影响，随时准备调整回购操作；7) 贸易局势：海外经济放缓，贸易局势对经济有**实质性**的影响。

CME“美联储观察”：美联储到明年1月维持利率在1.50%-1.75%区间的概率为92.5%，降息25个基点的概率为5.4%，加息25个基点的概率为2.1%。

#### 点评

**美联储“鹰派”不加息，等待市场考验。**经历了2019年的回购市场压力测试，美联储迅速开启了扩表的进程，重启回购操作至明年1月份，购买短期国债延续至明年二季度。但是在美国经济的“韧性”表现下，12月FOMC继续对前景乐观，删去“不确定性”表述，结束了“周期中降息”过程。市场当前担心的是面临年底银行流动性紧张，美国金融市场仍将面临流动性收紧的考验。

**周期仍未有效启动，等待触发点的到来，策略维持启动前的防守状态。**需求驱动的周期从利率宽松开始，但未至信用的扩张，市场仍处在谨慎观望的阶段。周期有效的启动仍需要2020年国内地方债带动的官方资产负债表扩张，而美国金融市场至少在二季度前仍处在对实体传导偏负面的阶段。在此之前关注周期末端的风险强于增长的收益。策略上维持“核心资产”叠加衍生品的对冲。

投资咨询业务资格：

证监许可【2011】1289号

研究院 宏观组

研究员

徐闻宇

☎ 021-60827991

✉ xuwenyu@htfc.com

从业资格号：F0299877

投资咨询号：Z0011454

联系人

吴嘉颖

☎ 021-60827995

✉ wujiaying@htfc.com

从业资格号：F3064604

相关研究：

[国内“保稳定”，关注流动性](#)

——宏观经济观察 012

2019-12-09

[第一场雪后，待跌入冬季](#)

——宏观经济观察 011

2019-12-02

[夕阳无限好](#)

——华泰期货宏观年报

2019-11-25

[宏观资产负债表](#)

——2020年宏观经济展望（一）

2019-11-22

[周期、黄金及其他](#)

——2020年宏观经济展望（序）

2019-11-12

[经济企稳和风险释放仍需时日](#)

——宏观经济观察 010

2019-11-18

## 美联储政策声明

美联储北京时间凌晨3点全票通过决议，**维持利率不变**，并在货币政策会议后发布的声明，以下为全文：

联邦公开市场委员会(FOMC)在10月会议后获得的信息显示，就业市场**保持强劲**，经济活动一直在以**温和的速度增长**。总的来说，近几个月就业增长稳健，失业率保持在低位。尽管家庭支出一直在强劲增长，但**企业固定投资和出口保持疲弱**。与上年同期相比的整体通胀和不计入食品和能源的核心通胀率低于2%。基于市场的通胀补偿指标仍低，基于调查的较长期通胀预期指标则变动不大。

委员会将依照法定的目标，寻求促进就业最大化和物价稳定。委员会决定维持联邦基金利率目标区间在1.50-1.75%。委员会认为，当前的货币政策立场对支持经济活动的持续扩张、强劲的劳动力市场状况和通胀接近委员会2%对称目标是**合适的**。委员会在评估联邦基金利率目标区间的适当路径时，将继续**监测即将发布的信息对经济前景的影响**，包括**全球形势发展和迟滞的通胀压力**。

在决定未来调整联邦基金利率目标区间的时机和规模时，委员会将评估与就业最大化以及2%对称通胀目标相关的已实现和预期的经济状况。评估将考量**广泛的信息**，包括就业市场状况指标、通胀压力和通胀预期指标，以及反应金融市场和国际情势发展的数据。

投票赞成美联储货币政策决议的 FOMC 委员包括：美联储主席鲍威尔、副主席威廉姆斯、理事鲍曼、理事布雷纳德、圣路易斯联储主席布拉德、副主席克拉里达、芝加哥联储主席埃文斯、堪萨斯城联储主席乔治、金融监管副主席夸尔斯和波士顿联储主席罗森格伦。

点评：政策未来关注点——1) 全球形势；2) 通胀。

点评：5月以来首次全票通过。

## 美联储政策图表

图 1: 美联储经济指标预期

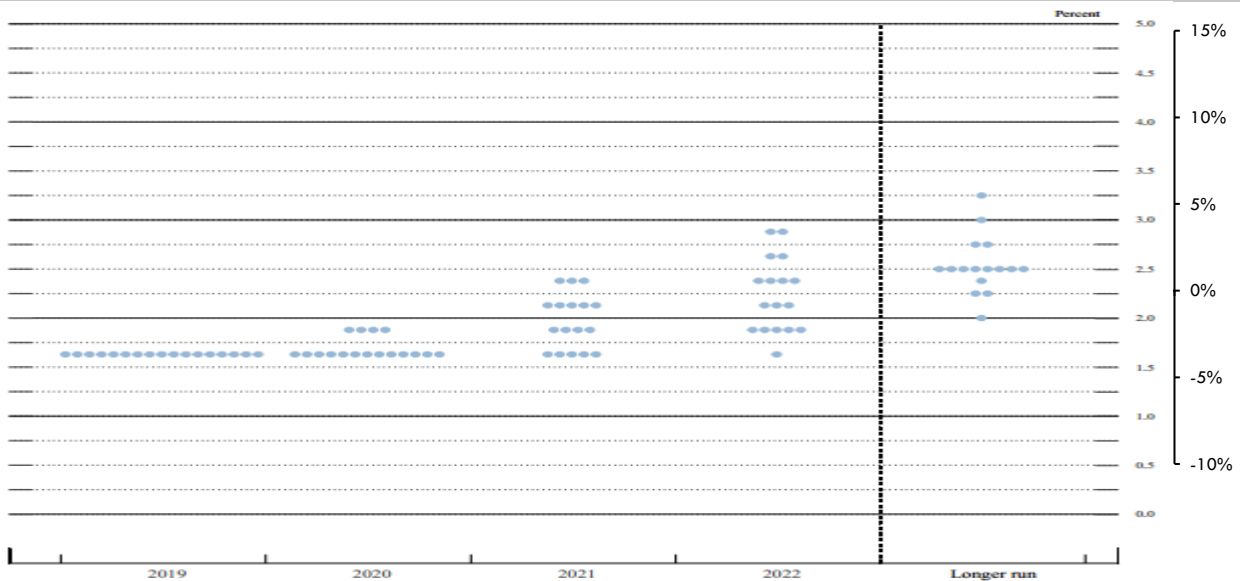
Variable	Median <sup>1</sup>					Central Tendency <sup>2</sup>					Range <sup>3</sup>				
	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run	2019	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	2.2	2.0	1.9	1.8	1.9	2.1-2.2	2.0-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.0	2.1-2.3	1.8-2.3	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
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 <sup>4</sup>	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

Note: Projections of change in real gross domestic product (GDP) and projections for both measures of inflation are percent changes from the fourth quarter of the previous year to the fourth quarter of the year indicated. PCE inflation and core PCE inflation are the percentage rates of change in, respectively, the price index for personal consumption expenditures (PCE) and the price index for PCE excluding food and energy. Projections for the unemployment rate are for the average civilian unemployment rate in the fourth quarter of the year indicated. Each participant's projections are based on his or her assessment of appropriate monetary policy. Longer-run projections represent each participant's assessment of the rate to which each variable would be expected to converge under appropriate monetary policy and in the absence of further shocks to the economy. The projections for the federal funds rate are the value of the midpoint of the projected appropriate target range for the federal funds rate or the projected appropriate target level for the federal funds rate at the end of the specified calendar year or over the longer run. The September projections were made in conjunction with the meeting of the Federal Open Market Committee on September 17-18, 2019. One participant did not submit longer-run projections for the change in real GDP, the unemployment rate, or the federal funds rate in conjunction with the September 17-18, 2019, meeting, and one participant did not submit such projections in conjunction with the December 10-11, 2019, meeting.

1. For each period, the median is the middle projection when the projections are arranged from lowest to highest. When the number of projections is even, the median is the average of the two middle projections.
2. The central tendency excludes the three highest and three lowest projections for each variable in each year.
3. The range for a variable in a given year includes all participants' projections, from lowest to highest, for that variable in that year.
4. Longer-run projections for core PCE inflation are not collected.

数据来源: Fed 华泰期货研究院

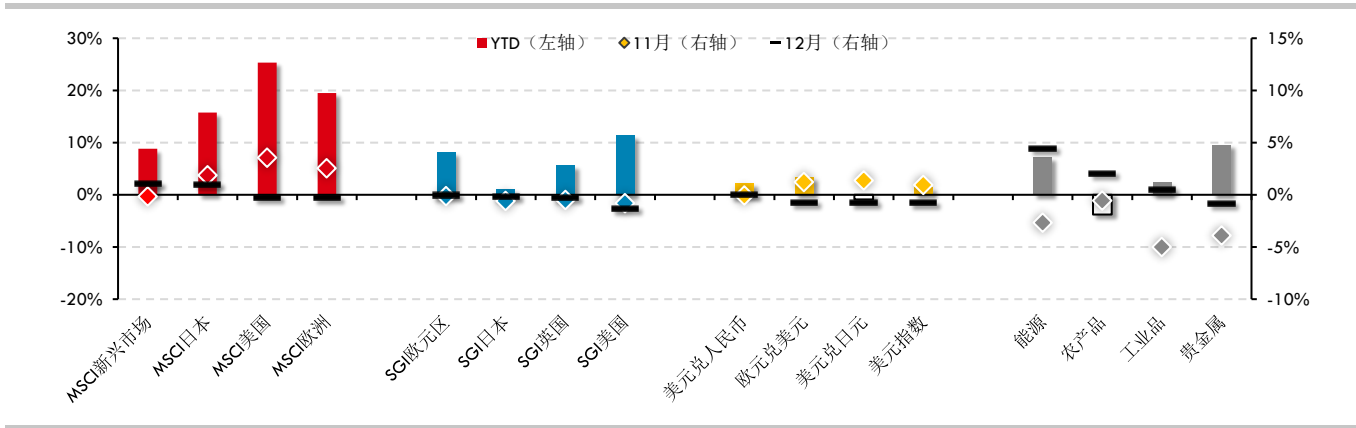
图 2: 美联储点阵图显示 2020 年有四位官员预期加息一次



数据来源: Fed 华泰期货研究院

附：宏观预期图表

图 3：全球主要大类资产走势——债券调整，贵金属调整延续，新兴市场权益弱反弹



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 4：发达新兴比价未转变



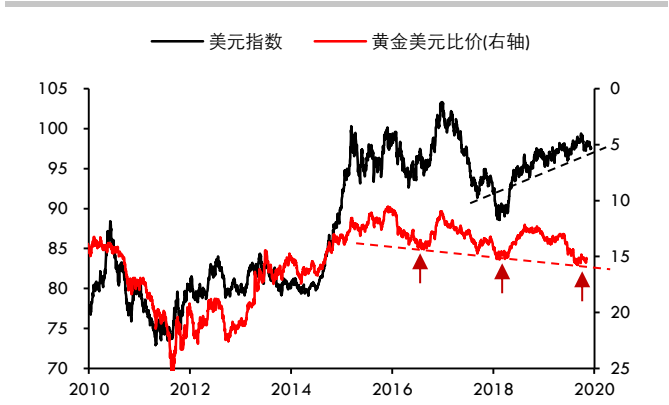
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 5：道金比调整至支撑位



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 6：关注美元第三次支撑位变化



数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 7：宽松预期中风险资产强于商品格局待变



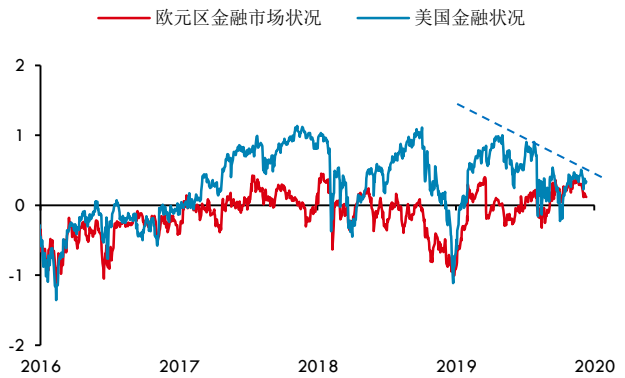
数据来源：Bloomberg 华泰期货研究院

图 8: 仍处负利率资产收缩阶段



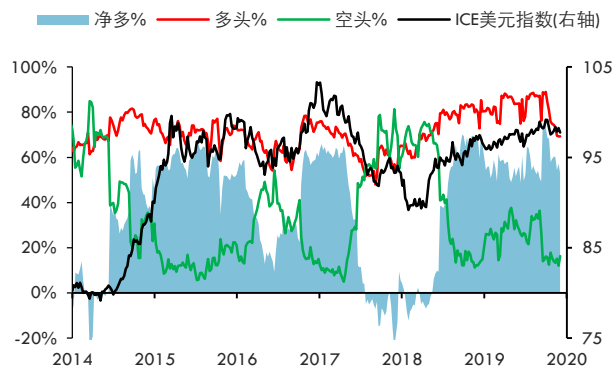
数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 9: 金融市场压力“暂”稳定



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 10: 美元空头未主动增仓



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

图 11: 美债持仓显示利率回升压力



数据来源: Bloomberg 华泰期货研究院

## ● 免责声明

此报告并非针对或意图送发给或为任何就送发、发布、可得到或使用此报告而使华泰期货有限公司违反当地的法律或法规或可致使华泰期货有限公司受制于的法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则所有此报告中的材料的版权均属华泰期货有限公司。未经华泰期货有限公司事先书面授权下，不得更改或以任何方式发送、复印此报告的材料、内容或其复印本予任何其它人。所有于此报告中使用的商标、服务标记及标记均为华泰期货有限公司的商标、服务标记及标记。

此报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照之用。此报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而华泰期货有限公司不会因接收人收到此报告而视他们为其客户。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被华泰期货有限公司认为可靠，但华泰期货有限公司不能担保其准确性或完整性，而华泰期货有限公司不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任。并不能依靠此报告以取代行使独立判断。华泰期货有限公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表华泰期货有限公司，或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下，我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何投资或策略适合或切合阁下个别情况。此报告并不构成给予阁下私人咨询建议。

华泰期货有限公司2019版权所有并保留一切权利。

## ● 公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：[www.htfc.com](http://www.htfc.com)