无增量信息，货币政策继续向财政妥协

——美联储 9 月会议纪要点评

事件

美联储公布了 9 月 15-16 日 FOMC 货币政策会议的纪要文件[1]。美联储会议纪要显示，美联储官员担心，如果缺乏进一步的政府财政刺激措施，美国经济复苏步伐将面临风险。纪要显示，新冠疫情再次爆发给经济复苏带来风险。美联储官员担心，当前美国政府的财政援助措施是不够的，多名官员预期会有更多财政援助措施到来。许多与会者表示，如果未来的财政支持大大少于他们的预期，或大大晚于他们的预期，复苏的步伐可能会慢于预期。一些与会者还认为，缺乏进一步的财政支持将加剧少数族裔、低收入社区的经济困难。

点评

总量政策意义上，美联储对市场而言依然缺乏增量信息。美联储 9 月会议纪要继续表达维持当前货币政策工具对市场“All In”状态下的观望状态。对于经济的判断中，美联储认为风险层面来看再度大范围停工的风险已经消退，但是增长层面而言二次疫情可能破坏复苏的向上斜率——因而我们注意到美联储下半年以来几乎处于政策工具的等待状态。纪要对于购债结构的讨论也仅仅是在已有的工具框架内进行的调整，缺乏增量信息进入到市场，驱动市场的来源依然在于财政端——美联储主席鲍威尔甚至直接呼吁加大财政刺激力度，认为政策干预的风险并不是对称性的，有必要推出更大的财政刺激计划。

市场的扰动因素依然将主要来源于财政端。对于当前的市场而言，适逢大选临近，市场对于财政端的刺激政策更为敏感。中秋国庆期间特朗普对于民主党财政刺激提案的否定（特朗普称将暂停财政刺激谈判、延至大选后），对于航空业与小型企业的独立救济措施和新一轮 1200 美元的刺激支票发放等形成了市场的波动。美联储在纪要中也表达了对于财政刺激的呼吁，其认为 9 月经济展望的假设条件是美国达成新一轮的财政刺激，若缺乏财政端的支持，美联储经济复苏将更为疲软。

关注美联储货币政策框架修改后新的美联储模型。美联储纪要引导对于未来会议的政策预期——一方面，美联储会继续维持当前的宽松状态，即利率保持零利率状态，购债在保持现有规模，会增加长债购买比例，改变收益率曲线结构的同时打消了市场对于美联储收益率曲线控制的预期；另一方面，美联储正在讨论对于利率前瞻指引的修改，将通胀与利率挂钩，在货币政策框架调整至“凯恩斯时代”后增加对于就业更明确的要求等。美联储模型的进一步向定量化靠拢预计将削弱货币政策独立性，释放更为明确的金融战信号。

[1] https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20201007a.htm

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：

货币政策“精准导向”，关注总需求的影响——人民银行第三季度例会点评
2020-09-29
债券市场对外开放进一步加强（三）——中国国债纳入富时罗素全球政府债券指数点评
2020-09-25
到农村去（续）——关于调整完善土地出让收入使用范围意见的点评
2020-09-24
新时代的 4050 工程——关于以新业态新模式引领新型消费加快发展的意见点评
2020-09-22
债券市场对外开放进一步加强（续）——境外机构投资者投资中国债券市场资金管理规定点评
2020-09-22
没有新的宽松，市场耐心将受考验——美联储 9 月议息会议点评
2020-09-17

附：11 月前最后一次会议纪要：美联储担心缺少刺激妨害复苏 暗示未来会议可能调整购债

来源：华尔街见闻[2]

点评：货币政策在“零利率”之上使出全部政策手段之后，不确定性来源于财政政策，美联储认为依然需要大规模财政刺激——即 9 月议息会议美联储给出“短期没那么差，长期没那么好”（见《华泰期货宏观点评 20200917：没有新的宽松，市场耐心将受考验——美联储 9 月议息会议点评》）的前提是年内财政刺激政策落地。

在 11 月美国大选前最后一次货币政策会议上，美联储决策者担心，国会和白宫未能及时或是大规模地追加刺激会伤害经济复苏，支持一段时间内保持宽松，同时暗示他们对调整未来购债持开放态度。

美东时间 7 日周三公布的会议纪要显示，9 月美联储货币政策会议上，大部分做出经济预期的联储官员都预计，今年会推出新的财政刺激，并指出，缺少新刺激案可能导致四季度 GDP 增长比预期的更快减速。

多名与会官员指出，

> *他们的经济预期是基于政府会出台新的财政支持措施而预测的，假如新的财政支持规模明显比他们预期的小，或者比他们预期的来得迟得多，经济复苏的速度可能比预期慢。*

在经济方面，与会者依然认为，美国经济前景的不确定性非常高，经济路径很依赖疫情发展形势、个人、企业和政府官员如何应对，以及公共卫生对策的有效性。

在 QE 购债方面，与会者判定，今后几个月适合将购买美国国债和机构 MBS 的速度至少保持在当前水平。

> *一些与会者指出，今后几次会议上，适合进一步评估和沟通，购买资产项目可能怎样最好地支持联储达到充分就业和价格稳定的双重目标。*

点评：不踏入负利率的底线之上，美联储没有为市场贡献新的货币政策宽松预期。购债结构的调整仅降低市场的久期风险，不增加资产负债表规模。

评论认为，今年 11 月和 12 月的会议上，美联储官员可能寻求，通过增加购债规模提供更多的货币刺激。在强调隔夜利率可能几年保持在零之后，联储决策者可能将改变购债结构，从购买期限不到三年的债券转向购买更长期的债券。那可能帮助联储，在无需增加购债总规模的情况下，降低长期利率。

联储会议纪要公布后，美股涨幅进一步扩大，道指涨超 550 点，涨幅达到 2%，标普 500 指数涨超 1.8%，纳指涨超 1.9%。

[2] https://wallstreetcn.com/articles/3606765

担心二次疫情 重申疫情对经济前景构成重大风险

点评：9月议息会议调整的预期“短期没那么差，长期没那么好”。

9月会后公布的最新经济展望显示，美联储官员上调了今年美国GDP增长预期，下调了明后年的GDP预期，下调了三年间的失业率预期，上调了三年间的通胀预期，预计2023年通胀达到联储目标2%。大多数联储官员都预计，近零利率直到2023年末都会保持不变。

点评：风险资产当前的上涨也即反馈的这一预期——不管现在财政陷入何种僵局，未来更大刺激总会到来。

本周三公布的会议纪要提到，虽然再度大范围停工的风险已经消退，但美联储的与会者仍担忧，二次疫情可能破坏复苏。大部分与会者表达了财政支持可能不足以救助家庭、企业、州和地方政府的担忧。几名与会者提到，未来财政刺激的规模可能比预期的大，但可能比预期来得晚。多人担心疫情的长期影响，比如某些经济领域可能重组，就业增长可能放缓。

与会者认为，一些服务业的收入恢复速度较慢，尤其是备受防疫社交隔离干扰的航空、酒店住宿和餐饮相关服务业。与会者普遍预计，这些服务业的支出仍会在一段时间内受抑制，因此成为限制经济复苏的一个因素。企业投资方面，与会者发现二季度暴跌的企业投资开始转向增长。多人判断，低利率支持了企业投资。但各个行业的复苏并不均衡。更依赖人与人当面互动的行业仍处困境。

点评：疫情是最大的基本面，因而虽然更宽松货币暂时看不到，但是宽松的状态会延续。

与会者再次确认，致力于动用美联储“所有范围”的政策工具支持美国经济，并且指出，新冠肺炎引发的公共卫生危机将继续在近期内施压美国的经济活动、就业和通胀，中期内对经济前景构成重大风险。

利率前瞻指引与通胀挂钩 目前不考虑收益率曲线控制

点评：新的泰勒规则？新的货币政策框架已经转向就业的情况下，关注美联储采用何种就业指标（见《华泰期货宏观点评20200828：历史的拐点，美联储调整政策框架——美联储新货币政策框架点评》）。

此次会议纪要显示，大部分与会者都支持提供更明确的基于结果的利率前瞻指引，包括设定以就业或通胀或者两者兼有的条件设定加息的标准。个别与会者支持采用公式，在前瞻指引中加入一些措辞，暗示若就业市场环境符合美联储对充分就业和通胀回升到2%并将一段时间内适度超过2%的判断，可能就适合保持当前利率不变。

与会者普遍指出，基于结果的利率前瞻指引并不是无条件承诺利率会走某种道路，而是允许公众，根据美联储对当前利率水平维持多久的评估，推测联储今后的加息行动。若通胀预示经济将疲软，通胀会引导公众预计，近零利率会维持得更久，若通胀预示经济将走强，公众会预计近零利率维持的时间会缩短。而且，若出现可能妨害实现联储目标的风险，美联储可能认定适合修改前瞻指引。

多名与会者一致认为，适合将一些关键要素加入会议声明，但他们更青睐让前瞻指引和最近几次会议声明的类似。鉴于长期利率已经很低，他们认为不需要通过强化前瞻指引，对收益率额外施加下行压力。而且，他们担心，将利率的前瞻指引涉及到就业和通胀的标准可能限制今后几年美联储的灵活性。若前瞻指引影响了短期利率的预期，可能助长金融失衡，让联储未来更难以实现就业和通胀的目标。

点评：新的宽松工作依然处于停摆状态。国庆期间美联储也仅仅是延长了到期的“日内流动性工具”的提供时间，继续表达对于财政刺激的“喊话”。

这意味着，美联储官员认可将通胀目标与利率未来走向挂钩，但并没有认为目前需要采用美债收益率曲线控制工具。这和 9 月会议联储公布的决议声明表现一致。

9 月会议声明中，美联储修改了措辞，称鉴于通胀持续低于长期目标，联储的目标将是，在一段时间内实现通胀适度高于 2%，以便让一段时间内的平均通胀达到 2%，并且长期通胀预期仍很好地锚定在 2%。联储将保持货币政策的宽松立场，直至实现这些结果为止。声明并没有提到收益率。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司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