零利率“三年规划”

——2020 年 9 月美联储议息会议点评

美东时间 9 月 16 日，美联储公开市场委员会（FOMC）在 9 月议息会议后发表声明，宣布将维持联邦基金利率在 0-0.25%区间及目前的购债速度不变（每月 800 亿美元国债+400 亿美元机构 MBS）。

一、政策不变，期限延长

总体来看， 9 月 FOMC 会议决议基本符合市场预期。从当前政策看，无论是目标利率还是购债节奏，美联储的立场都没有发生边际变化。从前瞻指引看，货币政策框架的修改显著提升了加息门槛，而 FOMC 17 位票委的加息预期点阵图显示，零利率将被维持至 2023 年以后，比 6 月会议时的预期延后一年。

此外，美联储季度经济展望（economic projections）中大幅上调了对于今年主要经济指标的预测，纳入了重启后美国经济较快恢复的情况。其中 GDP 中位数预期由 6 月的-6.5%上调至-3.7%，失业率从 9.3%上调至 7.6%，PCE 通胀和核心 PCE 通胀分别上调至 1.2%和 1.5%。

二、原因：高失业 + 低通胀

作为美联储引入新利率框架后的“首秀”，市场关注的重点是美联储对未来政策方向的前瞻指引。会后公告中，美联储将加息条件的表述明确为：“充分就业”+“通胀达到 2%并处于适度超越 2%一段时间的通道上”。尽管鲍威尔在媒体发布会上回避对“适度”（moderately）和“一段时间”（some time）做出明确定义，但美联储加息的门槛将显著高于 2015 年次贷危机后的首次加息：决定加息时美联储对当年失业率和通货膨胀的预期分别为 5%和 1.3%（核心 PCE），而在对 2023 年数据更为乐观（失业率 4%，通胀 2%）的情况下，美联储仍预期届时不会加息。

美联储给出宽松的货币政策预期主要基于两方面原因：

一是对美国就业市场的担忧。尽管经济重启后美国失业率迅速从14.7%的高点回落至 8.4%，但需看到三个问题：第一，仍有约 1,100 万美国居民因疫情失业；第二，恢复的就业绝大多数来自临时性失业的减少，也即因疫情停薪留职的员工重返原工作岗位；第三，部分行业和地区仍在失血：每周新增申领失业救济的人数仍是疫前水平的四倍以上，永久性失业人数不降反增。总体来说，疫情对就业市场但来的结构性伤害不应被复工返岗产生的修复数据所掩盖。

二是对美国进入长期低通胀的担忧。对“三低”（低增长低通胀低利率）的担忧是美联储在 8 月底对货币政策框架修改的主要原因。低通胀不仅不利于经济发展，也会压低利率，降低美联储的政策空间。联储主席鲍威尔认为过低通胀的风险不是“过时的学术理论”（idle academic theory），而已日益成为全球挑战：日本和欧洲已经在相当长的时间里无法走出低通胀泥潭。尽管经济重启后美国居民的消费支出在大规模财政刺激下迅速反弹，但在新一轮补贴缺位的情况下，8 月的核心零售数据意外出现了疫后的首次环比负增长。

三、前瞻：货币政策中期维持稳定

前瞻地看，美联储货币政策有望在中期内基本维持稳定，为经济的复苏提供支撑。一方面，经过疫情冲击的“剧变期”（acute phase）后，美国经济已初步稳定并进入“修复期”，亚特兰大联储基于高频数据的预测显示三季度 GDP 环比折年率有望达到 31.7%（同比-3.3%）；另一方面，未来的经济走势仍存在不确定因素：疫情仍未得到有效控制；入冬前疫苗能否获批存疑；下轮财政刺激大选前可能难以落地。

市场方面，三季度以来，离、在岸美元市场持续流动性充裕格局，资金供给充足而需求持续有限。昨夜美联储长期低利率宽松指引发布后，今早境内美元同业拆放参考利率报价（CIROR）隔夜利率又下 1bp 低至 0.02%，甚至有机构成交于 0.01%，一周、两周、一个月利率报在 0.07%、0.11%、0.20%；中长端方面，虽整体报价未进一步向

下松动，但受需求不足影响在报价点附近几乎没有成交。伴随对低利率环境预期的逐步确认，美元货币市场交易量呈现下行趋势，预计清淡格局或将成为常态。

（评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 郑筝）

表 1：美联储季度经济展望预测变化

经济指标	发布时间	2020	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增速	2020-09	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9
	2020-06	-6.5	5.0	3.5	-	1.8
	2019-12	2.0	1.9	1.8	-	1.9
	2019-09	2.0	1.9	1.8	-	1.9
失业率	2020-09	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1
	2020-06	9.3	6.5	5.5	-	4.1
	2019-12	3.5	3.6	3.7	-	4.1
	2019-09	3.7	3.8	3.9	-	4.2
PCE 通胀	2020-09	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0
	2020-06	0.8	1.6	1.7	-	2.0
	2019-12	1.9	2.0	2.0	-	2.0
	2019-09	1.9	2.0	2.0	-	2.0
核心 PCE 通胀	2020-09	1.5	1.7	1.8	2.0	-
	2020-06	1.0	1.5	1.7	-	-
	2019-12	1.9	2.0	2.0	-	-
	2019-09	1.9	2.0	2.0	-	-
联邦基金利率	2020-09	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5
	2020-06	0.1	0.1	0.1	-	2.5
	2019-12	1.6	1.9	2.1	-	2.5
	2019-09	1.9	2.1	2.4	-	2.5

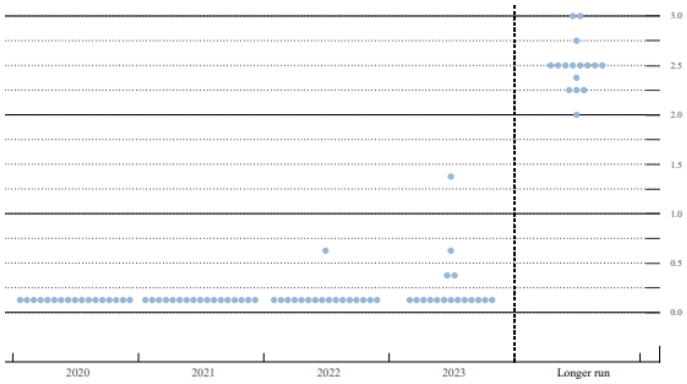
资料来源：Fed、招商银行研究院

图 1：3 月 15 日起美联储实施零利率政策



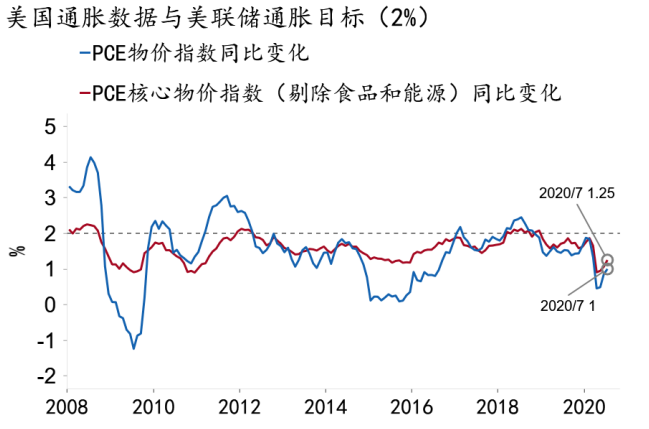
资料来源：Fed、Macrobond、招商银行研究院

图 2：美联储预计将起码维持最低利率至 2023 年底



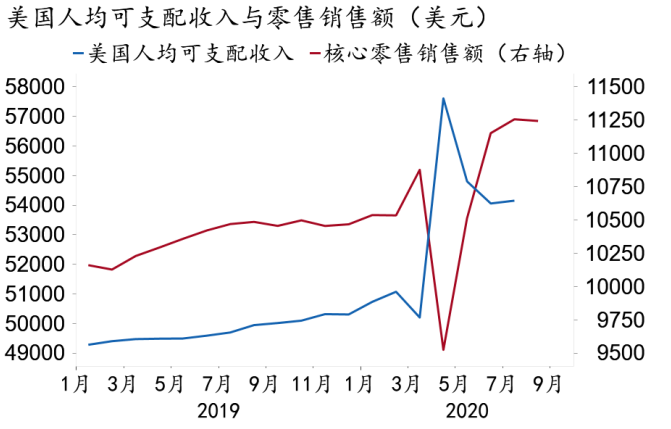
资料来源：Fed、招商银行研究院

图 3：重启后美国通胀逐渐回暖



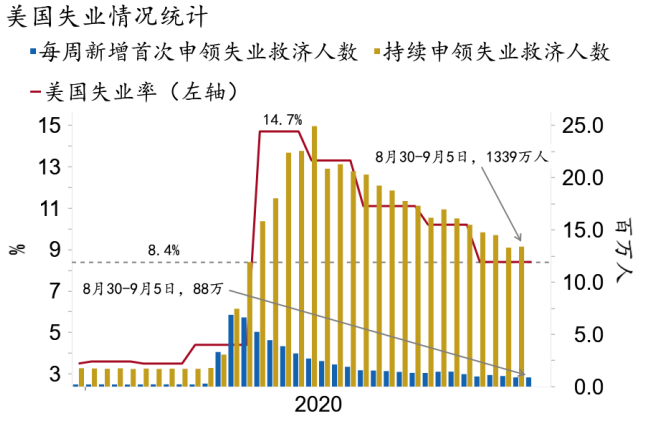
资料来源：BEA、Macrobond、招商银行研究院

图 4：美国核心零售数据边际萎缩



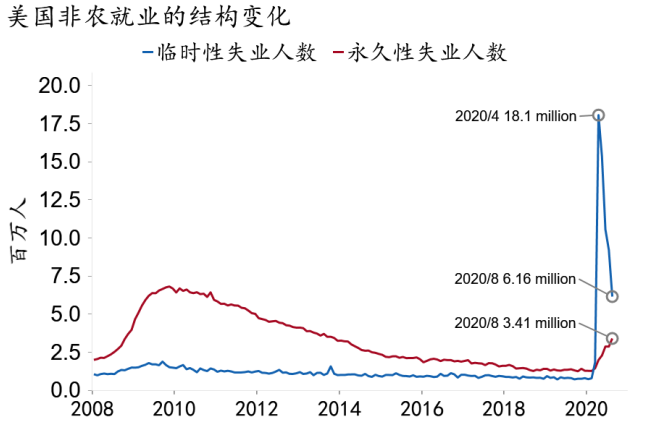
资料来源：US Census、Macrobond、招商银行研究院

图 5：重启后美国非农就业快速修复



资料来源：BLS、Macrobond、招商银行研究院

图 6：美国临时与永久失业人数走势分化



资料来源：BLS、Macrobond、招商银行研究院