2020 年 9 月 17 日（星期四）

宏观报告 – 央行观察

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

美联储引入新前瞻指引

- **美联储宣布采用新的结果导向型的前瞻性指引**
- **除非就业和通胀显著并持续超出目标，否则利率将维持接近于零**
- **经济前景展望上调，但未新增资产购买计划**

新看点：9月15日-16日，美联储举行9月例行议息会议。委员会以8比2的投票比例通过了此次新的政策声明：将基准利率维持在接近于零，不增加额外的资产购买，并引入新的结果导向型（outcome-based）前瞻指引，以上均与我们的预期一致。两名地区联储主席因不同原因持反对意见。

美联储采用结果导向型的前瞻性指引。正如我们此前9月11日发布的会议前瞻报告中指出，本次会议最可能的变化是提供新的有关利率路径的前瞻指引。新的政策声明中称“委员会决定保持...并预期其...直至劳动力市场状况达到与委员会对就业最大化的评估相一致的水平并且通胀已经上升到2%，并在一段时间内保持在略高于2%的水平”。鉴于此前新引入的灵活性平均通胀目标政策，这一变化完全属于预期之中，美联储还表示不会像2015年那样抢先提高联邦基金利率，至少在它看到就业已达到最大化的明确迹象之前不会这样做（不再只按自然失业率衡量），而是通胀保持高于2%已达一定时间。尽管如此，这一变化的宽松程度略低于我们的预期，因为美联储保留了“正在实现（on track to）”的措辞，而不是说“直到双重任务（dual mandate）能够被持续地实现”。然而，我们认为即便是这样的指引，也能够给美联储在未来几年提供足够的操作空间。

两张反对票来自截然相反的两种立场；不会立即增加资产购买。较为鹰派的达拉斯联储主席Robert Kaplan倾向整体保留之前的指引，为维持政策灵活性而保持相对较为含糊的表述；而较为鸽派的明尼阿波利斯联储主席Neel Kashkari则认为美联储应该致力维持接近于零的利率“直到核心通胀持续达到2%”。与此同时，美联储维持其对量化宽松政策的指引不变，但补充其购买资产在维持市场平稳运行之外还将为实体经济创造宽松的金融环境。

上调2020年经济预测，点阵图显示2024年之前不会加息。本次会议，FOMC参会官员显著上调了其经济预测，目前认为今年实际GDP“仅会”收缩3.7%（6月：-6.5%）。年底失业率将降至7.6%，即使在预测时间范围结束时（2021/2022/2023年底：5.5%/4.6%/4.0%），其仍将高于疫情前的水平。核心PCE通胀率预测已上调，在2020年四季度将达到1.5%，并在2023年四季度达到2%的目标，但预期在整个预测时间范围内都不会超过2%。此外，在自然失业率没有被参会官员所调整的情况下，这意味着官员们目前并不认为经济已遭受“疤痕效应”。同时，经济预测总结（SEP）和更新后的点阵图都表明美联储在2024年之前不会加息。

我们的观点：本次政策声明的温和变化使其与美联储更新后的《有关长期目标和货币政策策略声明》相一致，这更多是一种内部整合，而非政策立场的任何重大改变。正如我们预期，鲍威尔在新闻发布会上再次提到了进一步财政刺激的重要性，我们对此的解读是，美联储可能认为在本轮周期当前的这个阶段，货币政策在刺激经济复苏方面能力相对有限。就货币政策本身而言，现在的问题是美联储何时准备加大资产购买力度，从而将通胀推高至2%以上。

郭圆涛, PhD

+852 3189 6121
jessieguo@cmschina.com.hk

张轩扬, PhD

+852 3189 6751
harringtonzhang@cmschina.com.hk

钱鹭, CFA

+852 3189 6752
edithqian@cmschina.com.hk

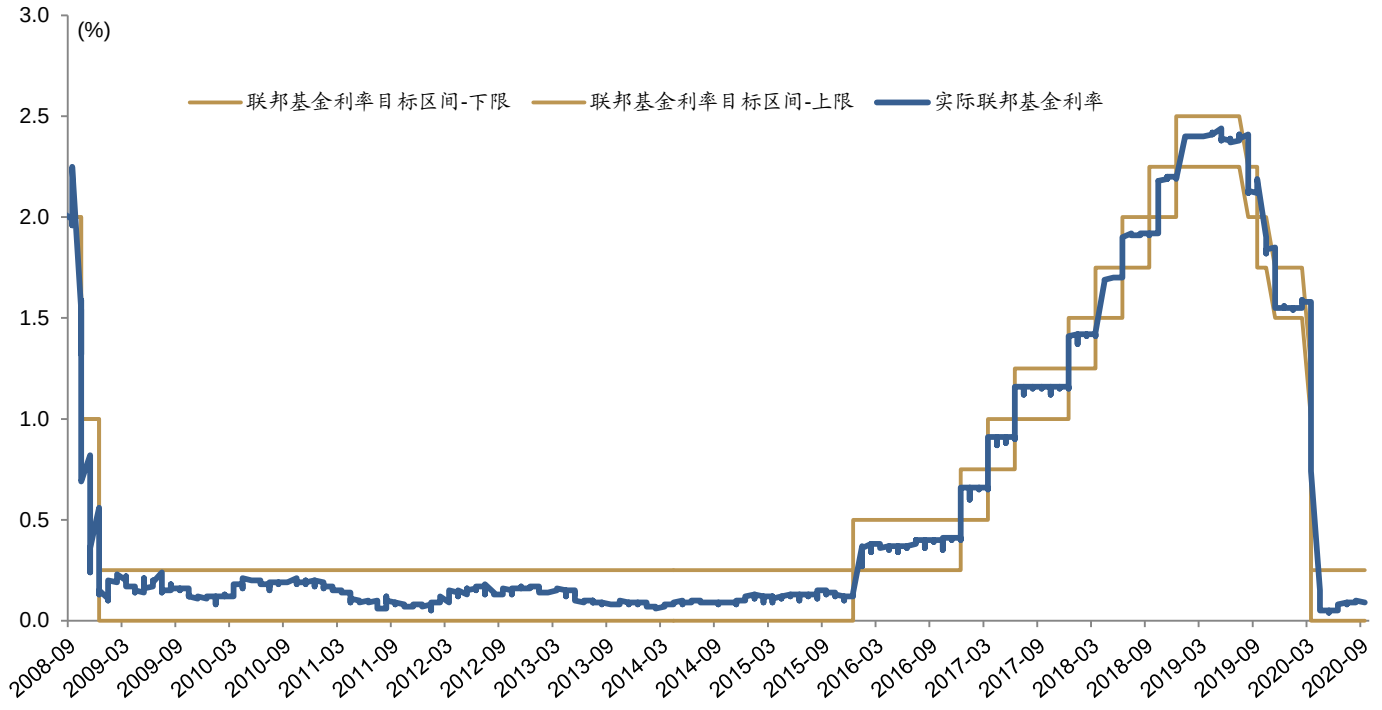
相关报告

1. 美国 8 月工业产出复苏接近停滞 (2020/09/16)
2. **美联储 9 月 FOMC 会议前瞻 (2020/09/11)**
3. 美国 8 月劳动力市场复苏继续，但不及表面亮眼 (2020/09/05)
4. 8 月 ISM 制造业 PMI：生产活动依然快速追赶需求复苏(2020/09/02)
5. **美联储修订政策框架；引入平均通胀目标 (2020/08/29)**
6. 美国 7 月企业设备投资意外录得大幅回升 (2020/08/27)
7. US July industrial sector continued to expand (15 Aug 2020)
8. 美国 7 月零售增速显著放缓 (2020/08/15)
9. **美联储言辞偏负面但未提供进一步前瞻性指引 (2020/07/30)**
10. **美联储维持量化宽松步伐，但未提及收益率曲线控制 (2020/06/11)**

图表

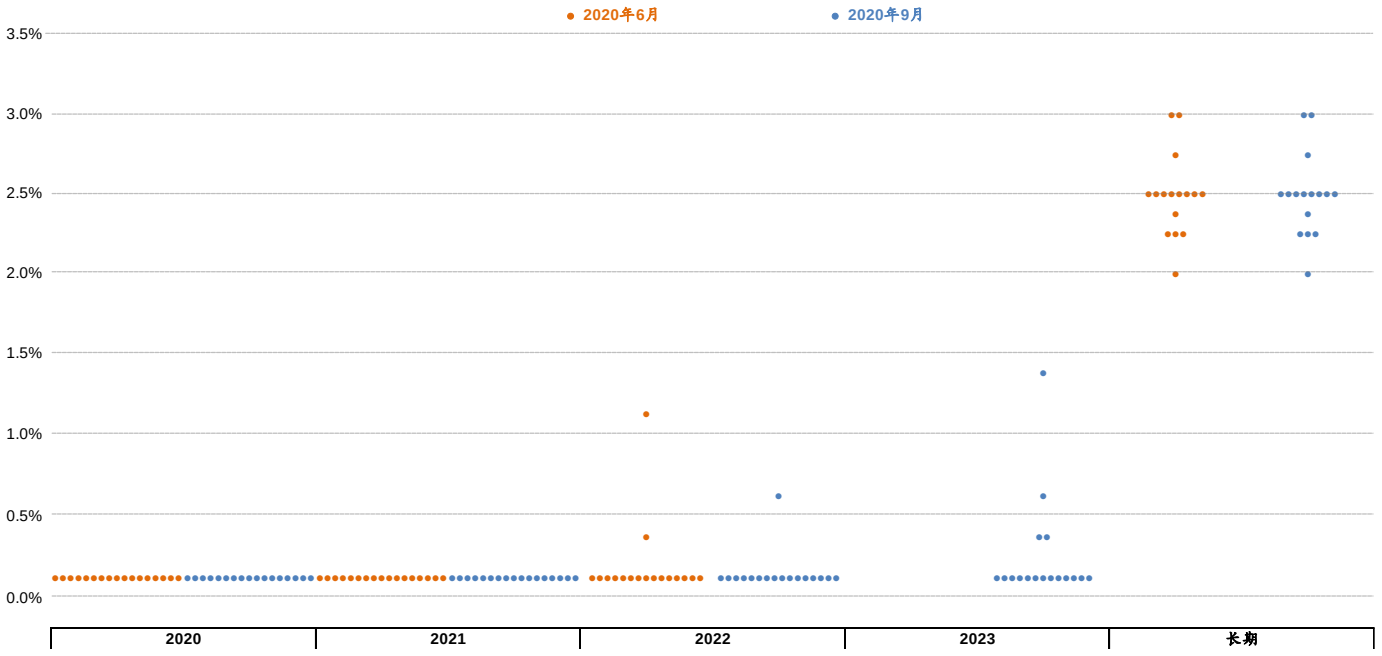
图表 1: 美国联邦基金利率 3
图表 2: 联邦公开市场委员会（FOMC）官员对利率预测的点阵图 3
图表 3: 美联储持有的美国国债和美国财政部累计增加未偿债务 4
图表 4: 美联储持有的总资产 5
图表 5: 美联储 13（3）紧急贷款便利计划使用规模 5
图表 6: 美联储 13（3）紧急贷款便利计划 6

图表 1：美国联邦基金利率



资料来源：FRED、招商证券（香港）研究部

图表 2：联邦公开市场委员会（FOMC）官员对利率预测的点阵图



资料来源：美联储、招商证券（香港）研究部

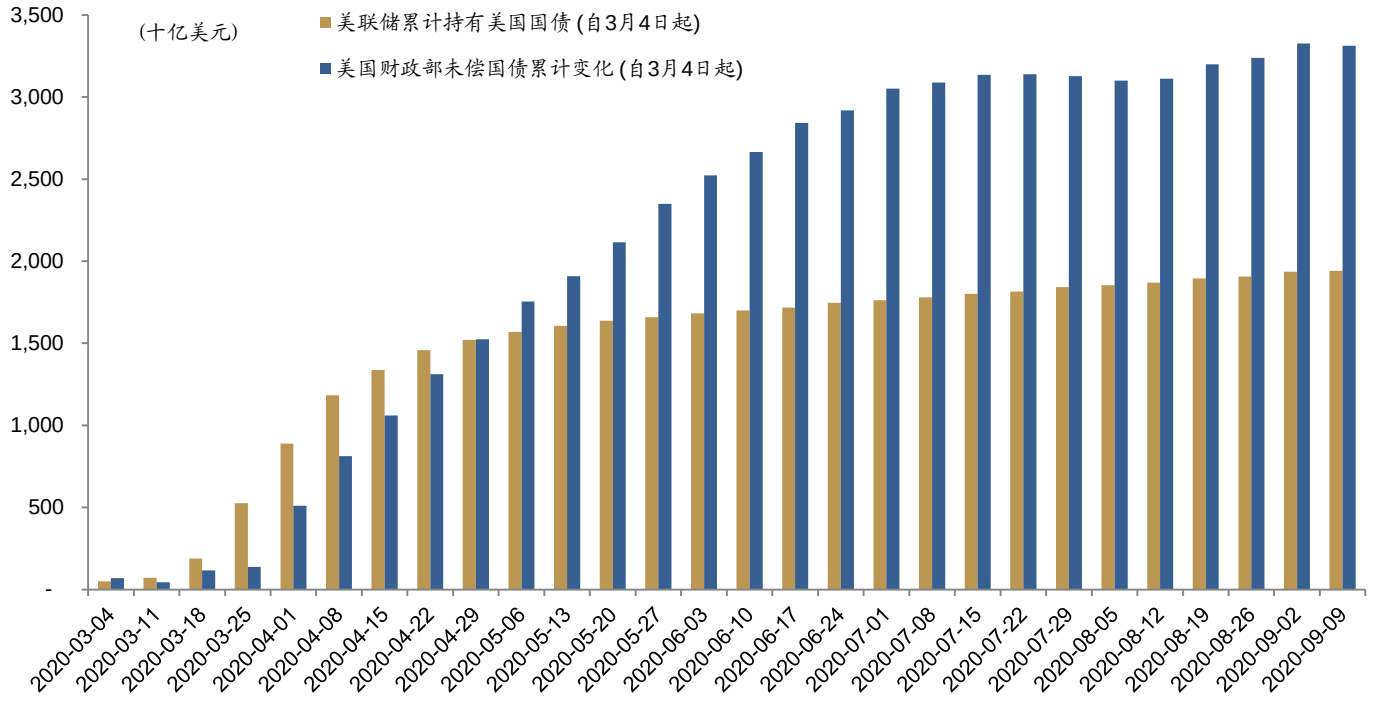
图表 3：联邦公开市场委员会（FOMC）官员的最新经济前景预测

Percent

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]					Range[3]				
	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run	2020	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	-3.7	4.0	3.0	2.5	1.9	-4.0–-3.0	3.6–4.7	2.5–3.3	2.4–3.0	1.7–2.0	-5.5–1.0	0.0–5.5	2.0–4.5	2.0–4.0	1.6–2.2
June projection	-6.5	5.0	3.5		1.8	-7.6–-5.5	4.5–6.0	3.0–4.5		1.7–2.0	-10.0–-4.2	-1.0–7.0	2.0–6.0		1.6–2.2
Unemployment rate	7.6	5.5	4.6	4.0	4.1	7.0–8.0	5.0–6.2	4.0–5.0	3.5–4.4	3.9–4.3	6.5–8.0	4.0–8.0	3.5–7.5	3.5–6.0	3.5–4.7
June projection	9.3	6.5	5.5		4.1	9.0–10.0	5.9–7.5	4.8–6.1		4.0–4.3	7.0–14.0	4.5–12.0	4.0–8.0		3.5–4.7
PCE inflation	1.2	1.7	1.8	2.0	2.0	1.1–1.3	1.6–1.9	1.7–1.9	1.9–2.0	2.0	1.0–1.5	1.3–2.4	1.5–2.2	1.7–2.1	2.0
June projection	0.8	1.6	1.7		2.0	0.6–1.0	1.4–1.7	1.6–1.8		2.0	0.5–1.2	1.1–2.0	1.4–2.2		2.0
Core PCE inflation[4]	1.5	1.7	1.8	2.0		1.3–1.5	1.6–1.8	1.7–1.9	1.9–2.0		1.2–1.6	1.5–2.4	1.6–2.2	1.7–2.1	
June projection	1.0	1.5	1.7			0.9–1.1	1.4–1.7	1.6–1.8			0.7–1.3	1.2–2.0	1.2–2.2		
Memo: Projected appropriate policy path															
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–0.6	0.1–1.4	2.0–3.0
June projection	0.1	0.1	0.1		2.5	0.1	0.1	0.1		2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–1.1		2.0–3.0

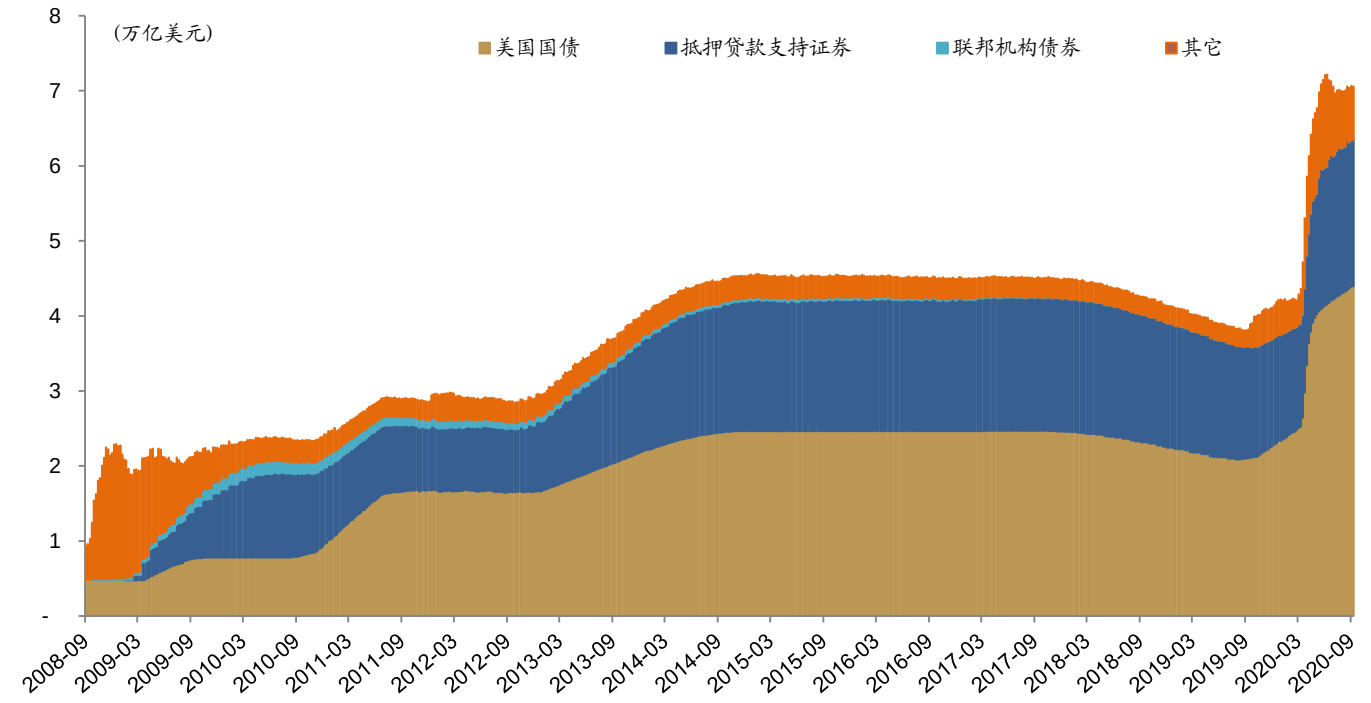
资料来源：美联储，招商证券（香港）研究部

图表 4：美联储持有的美国国债和美国财政部累计增加未偿债务



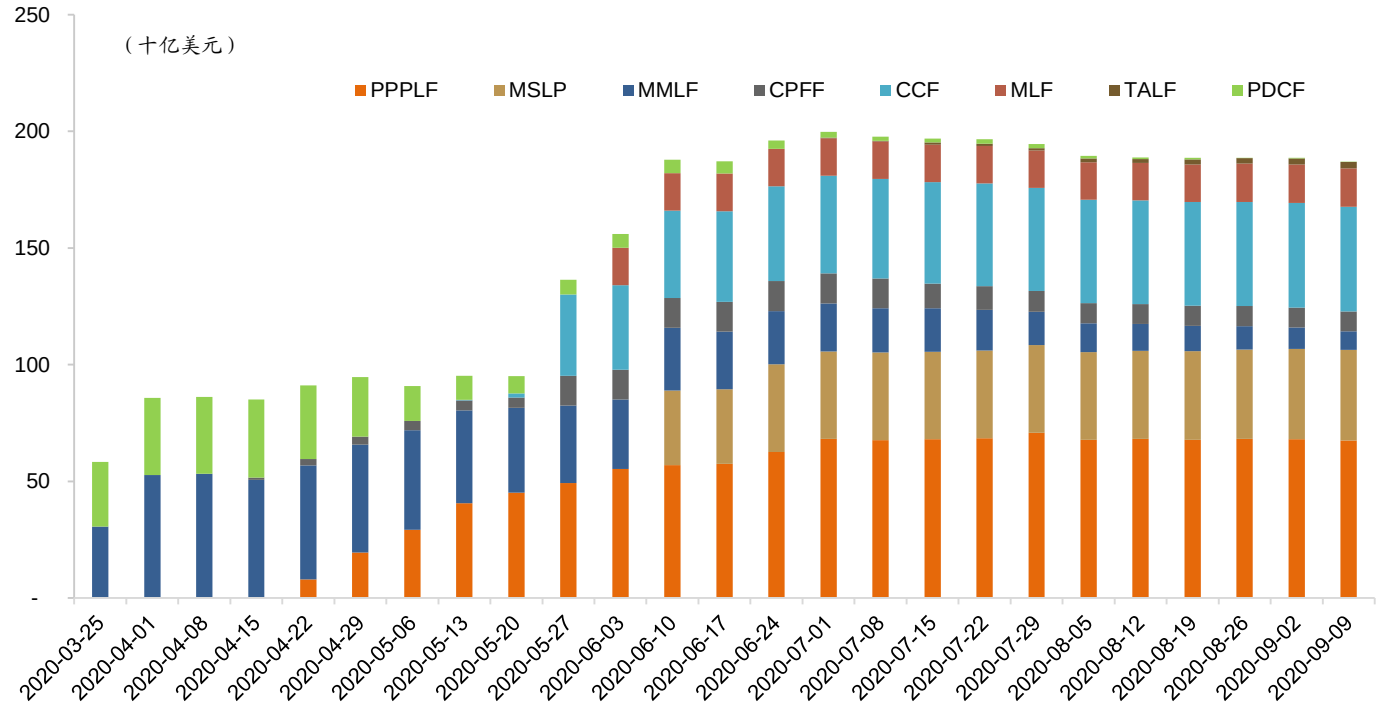
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 5：美联储持有的总资产



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 6：美联储 13（3）紧急贷款便利计划使用规模



资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部
注：企业信贷便利（Corporate Credit Facility LLC）包含一级市场企业信贷便利（PMCCF）和二级市场企业信贷便利（SMCCF）。各项便利的详细内容请参见图表 7

图表 7：美联储 13（3）紧急贷款便利计划

1) **商业票据融资便利 (CPFF)** – 为公司和市政发行人发行商业票据提供便利;
2) **一级交易商信贷便利 (PDCF)** – 为美联储 24 家一级交易商提供以多种投资级证券作为抵押的融资;
3) **货币市场共同基金流动性便利 (MMLF)** – 向存款机构提供贷款，从主要货币市场基金购买资产;
4) **一级市场企业信贷便利 (PMCCF)** – 从公司购买新债券和贷款;
5) **二级市场企业信贷便利 (SMCCF)** – 为未偿付的公司债券提供流动性;
6) **定期资产支持证券贷款工具 (TALF)** – 允许发行由学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局担保的贷款以及某些其他资产支持的资产支持证券允许发行由学生贷款、汽车贷款、信用卡贷款、小企业管理局担保的贷款以及某些其他资产支持的资产支持证券;
7) **薪资保护计划贷款便利 (PPPLF)** – 根据美国小企业管理局的薪资保障计划，向发放贷款的金融机构提供流动资金，该计划为小企业继续雇佣员工提供了直接激励;
8) **大众商业贷款计划 (MSLP)** – 向中小企业购买新的或扩大的贷款;
9) **市政流动性便利 (MLF)** – 直接向各州以及合格县市购买短期票据。

资料来源：美联储、招商证券（香港）研究部

投资评级定义

行业投资评级	定义
推荐	预期行业整体表现在未来 12 个月优于市场
中性	预期行业整体表现在未来 12 个月与市场一致
回避	预期行业整体表现在未来 12 个月逊于市场

公司投资评级	定义
买入	预期股价在未来 12 个月上升 10%以上
中性	预期股价在未来 12 个月上升或下跌 10%或以内
卖出	预期股价在未来 12 个月下跌 10%以上

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此声明:(i)本研究报告所表述的任何观点均精准地反映了上述每位分析师个人对所评论的证券和发行人的看法；(ii)该分析师所得报酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相关系。

监管披露

有关重要披露事项，请参阅本公司网站之「披露」网页 http://www.newone.com.hk/cmshk/gb/disclosure.html 或 http://www.cmschina.com.hk/Research/Disclosure。

免责条款

本报告由招商证券（香港）有限公司提供。本报告的信息来源于被认为可靠的公开资料，但招商证券（香港）有限公司、其母公司及关联机构、任何董事、管理层、及员工（统称"招商证券"）对这些信息的准确性、有效性和完整性均不作任何陈述及保证。招商证券对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失，概不负责。

本报告中的内容和意见仅供参考，其并不构成对所述证券或相关金融工具的建议、出价、询价、邀请、广告及推荐等。本报告中讨论的证券，工具或策略，可能并不适合所有投资者，某些投资者可能没有资格参与其中的一些或全部。某些服务和产品受法律限制，不能在全球范围内不受限制地提供，和/或可能不适合向所有投资者出售。招商证券并非于美国登记的经纪自营商，除美国证券交易委员会的规则第 15(a)-6 条款所容许外，招商证券的产品及服务并不向美国人提供。

招商证券可随时更改报告中的内容、意见和估计等，且并不承诺提供任何有关变更的通知。过往表现并不代表未来表现。未来表现的估计，可能基于无法实现的假设。本报告包含的分析，基于许多假设。不同的假设可能导致重大不同的结果。由于使用不同的假设和/或标准，此处表达的观点可能与招商证券其他业务部门或其他成员表达的观点不同或相反。

编写本报告时，并未考虑投资者的财务状况和投资目标。投资者自行决定使用其中的任何信息，并承担风险。投资者须按照自己的判断，决定是否使用本报告所载的内容和信息，并自行承担相关的风险。且投资者应自行索取独立财务及／或税务专业意见，并按其本身的投资目标及财务状况自行评估个别投资风险，而非本报告作出自己的投资决策。

招商证券可能会持有报告中所提到公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归招商证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和刊登。对于因使用或分发本文档而引起的任何第三方索赔或诉讼，招商证券不承担任何责任。

本报告仅在适用法律允许的情况下分发。如果在任何司法管辖区、任何法律或法规禁止或限制下，您仍收到本报告，则不旨在分发给您。尤其是，本报告仅提供给根据美国证券法允许招商证券接触的某些美国人，而不能以其他方式直接或间接地将其分发或传播入美国境内或给美国人。

在香港，本报告由招商证券（香港）有限公司分发。招商证券（香港）有限公司现持有香港证券及期货事务监察委员会（SFC）所发的营业牌照，并由 SFC 按照《证券及期货条例》进行监管。目前的经营范围包括第 1 类（证券交易）、第 2 类（期货合约交易）、第 4 类（就证券提供意见）、第 6 类（就机构融资提供意见）和第 9 类（提供资产管理）。

在韩国，专业客户可以通过 China Merchants Securities (Korea) Co., Limited 要求获得本报告。

在英国，本报告由 China Merchants Securities (UK) Co., Limited 分发。本报告可以分发给以下人士：(1) 符合《2000 年金融服务和市场法》（2005 年金融促进）令第 19(5)章定义的投资专业人士；(2) 符合该金融促进令第 49(2)(a)至(d)章定义高净值的公司、或非法人协会等；或(3) 可以通过合法方式传达或促使其进行投资活动的邀请或诱使的人（根据《2000 年金融服务和市场法》第 21 条的定义）（所有这些人一起被称为“相关人”）。本报告仅针对相关人员，非相关人员不得对其采取行动或依赖该报告。本报告所涉及的任何投资或投资活动仅对相关人员开放，并且仅与相关人员进行。

如本免责条款的中、英文两个版本有任何抵触或不相符之处，须以英文版本为准。

© 招商证券（香港）有限公司 版权所有

香港
招商证券（香港）有限公司
香港中环交易广场一期 48 楼
电话：+852 3189 6888
传真：+852 3101 0828