宏观研究

美联储宽松立场维持不变

——美联储 9 月议息点评

宏观事件点评 | 2020 年 9 月 17 日

报告摘要：

美联储维持利率不变，符合市场预期；美联储上调 2020 年美国 GDP 增速预测，从 6 月份预测的-6.5%上调至-3.7%，美联储将在短期内力争使通货膨胀率适度高于

- **美国疫情有所好转，经济边际复苏**

8 月以来，美国疫情有所好转，每日新增确诊病例逐渐下降，每日新增治愈已超过每日新增确诊，存量病例有所下降。美国公民口罩佩戴率也有所上升，这就降低了疫情传播能力。经济方面，8 月美国 PMI 录得较高值，经济边际复苏，消费企稳对经济提供强力支撑。

- **美国生产端恢复滞后于消费端恢复**

疫情爆发之后，中国和美国采取截然不同的恢复经济的政策，中国更注重复工复产，因此工业生产恢复更快；美国更注重纾困政策，通过财政救济稳定居民收入，对失业人群发放大量失业金，使其消费得以迅速反弹。由于中国生产端恢复快于消费端，美国消费端恢复快于生产端。可以看出美国消费已 1 恢复至往年正常水平，但工业生产仍离往年正常增速还有一段距离。

- **未来通胀可能制约美联储货币政策**

正常情况下美联储希望保持核心通胀率接近但不高于 2%，虽然当前来看美国通胀绝对值并不高，但由于今年疫情以来美联储货币政策极为宽松，叠加纾困政策的大力推行使美国消费恢复远快于生产恢复。市场预期明年美国可能面临通胀问题，这将对美联储货币政策构成制约。

- **风险提示：**

全球经济复苏不及预期，疫情进一步恶化，地缘政治摩擦加剧。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号： S0100519040001

电话： 010-85127730

邮箱： xieyunliang@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号： S0100119110016

电话： 010-85127665

邮箱： guyangkai@mszq.com

相关研究

事件：美联储 9 月份 FOMC 会议决定维持联邦基金利率区间于 0%-0.25%不变，维持超额存款准备金利率（IOER）在 0.1%不变，符合预期；QE 速度维持不变，均符合市场预期。委员们一致同意此次的利率决议。决议公布后，美股、黄金震荡后走低，美元指数走强，美债收益率走高。

正文：

会议声明和新闻发布会的主要内容：

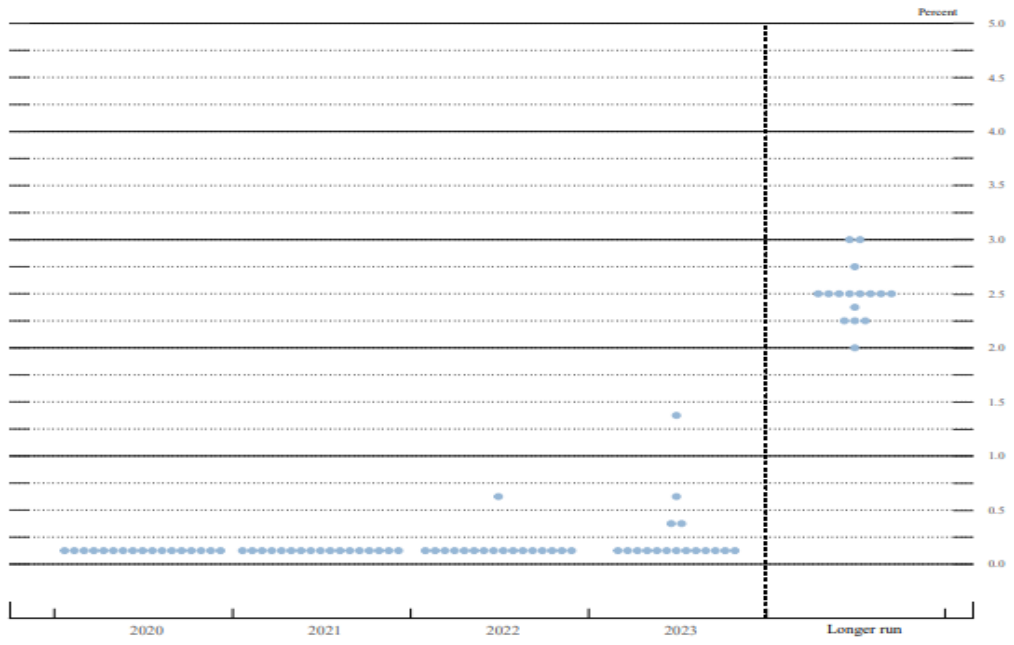
1）关于通胀：美联储力求在更长时期内实现最大就业率和通货膨胀率 2%。由于通货膨胀率持续低于该长期目标，美联储将在一段时间内力争使通货膨胀率适度高于 2%，以便使长期平均通货膨胀率达到 2%，而长期通货膨胀预期仍保持在 2%。美联储希望在实现这些结果之前保持货币政策的宽松立场。美联储对通货膨胀的评估已上升至 2%，并有望在一段时间内略微超过 2%。

2）关于利率和 QE：在接下来的几个月中，美联储将**至少**以目前的速度增加其持有的美国国债和机构抵押贷款支持证券的数量，以维持平稳的市场运作并帮助营造宽松的金融条件，从而支持信贷流向家庭和企业。

3）关于疫情和通胀：COVID-19 大流行在美国和世界各地造成巨大的人类和经济困境。近几个月来经济活动和就业有所增加，但仍远低于年初的水平。需求疲软和油价大幅下跌抑制了消费者价格通胀。近几个月来，总体财务状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业的流动。

点阵图。从美联储加息点阵图来看，2022 年以前美联储暂无加息计划，其仍将维持联邦基金利率区间于 0%-0.25%不变，市场暂不需要担忧美联储加息风险。

图 1：美联储加息点阵图



资料来源：Wind，民生证券研究院

经济展望。美联储预计 2020 年美国经济将下降 3.7%，相较 6 月份的-6.5%明显上修；对 2021 年、2022 年的预期分别为 4%和 3%，6 月份为 5%和 3.5%。年底失业率的预期为 7.6%，6 月份为 9.3%。年内核心 PCE 预期为 1.5%，6 月份为 1%。总体来看，由于美国疫情有所缓和，短期内经济再度大封锁的必要性降低，消费也起到托底经济的作用。由于 3 月以来美国新增失业主要是临时性失业，且大多集中在服务业，因此随着消费的反弹，美国失业率有所下降。但鲍威尔也依然表示了经济前景存在高度不确定性，并重申财政刺激的重要性。鲍威尔表示“在经济实现长期复苏前，政策都将保持宽松”，意味着货币政策不会因为当前的经济快速复苏而意外收紧。

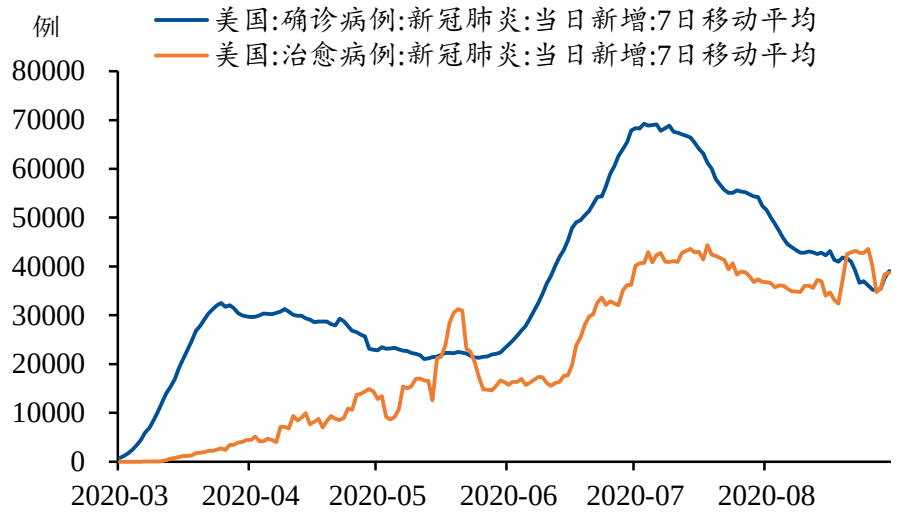
图 2：美联储上调 2020 年美国 GDP 增速

Variable	Median[1]					Central Tendency[2]				
	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
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
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
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
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
June projection	0.8	1.6	1.7		2.0	0.6–1.0	1.4–1.7	1.6–1.8		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	
June projection	1.0	1.5	1.7			0.9–1.1	1.4–1.7	1.6–1.8		
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
June projection	0.1	0.1	0.1		2.5	0.1	0.1	0.1		2.3–2.5

资料来源：Wind，民生证券研究院

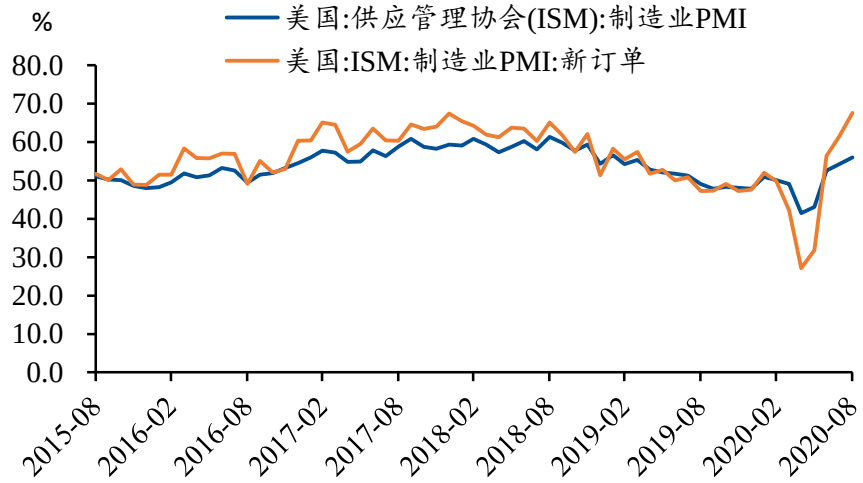
美国疫情有所好转，经济边际复苏。8 月以来，美国疫情有所好转，每日新增确诊病例逐渐下降，每日新增治愈已超过每日新增确诊，存量病例有所下降。美国公民口罩佩戴率也有所上升，这就降低了疫情传播能力。经济方面，8 月美国 PMI 录得较高值，经济边际复苏，消费企稳对经济提供强力支撑。

图 3：8 月以来美国疫情有所好转



资料来源：Wind，民生证券研究院

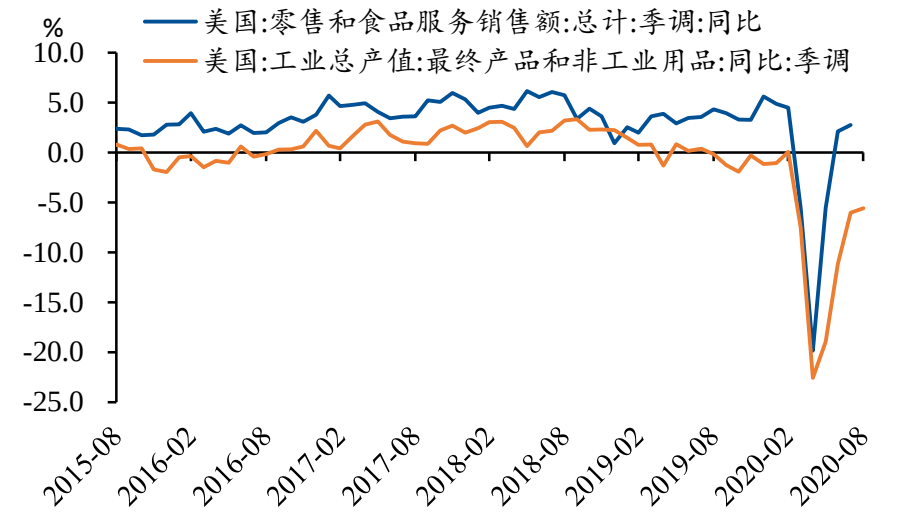
图 4：美国 PMI 录得较高水平，经济边际复苏



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

美国生产端恢复滞后于消费端恢复。疫情爆发之后，中国和美国采取截然不同的恢复经济的政策，中国更注重复工复产，因此工业生产恢复更快；美国更注重纾困政策，通过财政救济稳定居民收入，对失业人群发放大量失业金，使其消费得以迅速反弹。由于中国生产端恢复快于消费端，美国消费端恢复快于生产端。可以看出美国消费已 1 恢复至往年正常水平，但工业生产仍离往年正常增速还有一段距离。

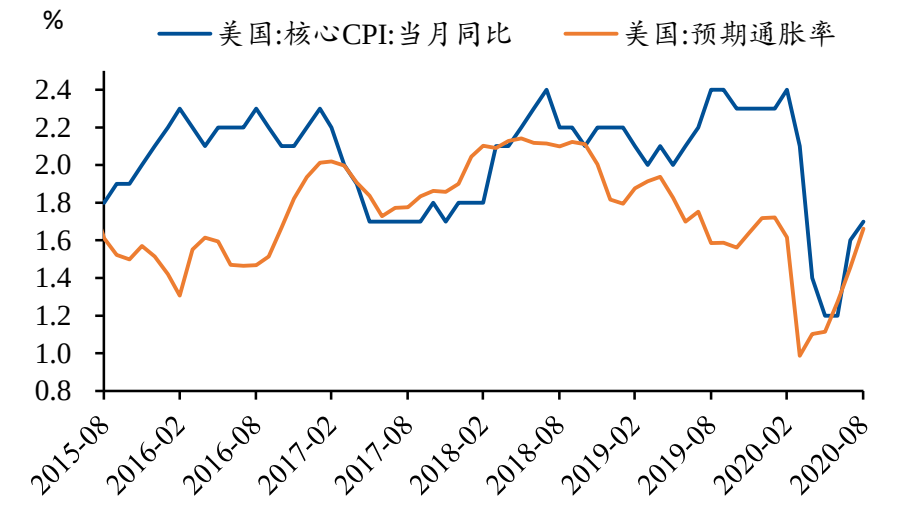
图 5：美国生产端恢复滞后于消费端恢复



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

未来通胀可能制约美联储货币政策。正常情况下美联储希望保持核心通胀率接近但不高于 2%，虽然当前来看美国通胀绝对值并不高，但由于今年疫情以来美联储货币政策极为宽松，叠加纾困政策的大力推行使美国消费恢复远快于生产恢复。市场预期明年美国可能面临通胀问题，这将对美联储货币政策构成制约。

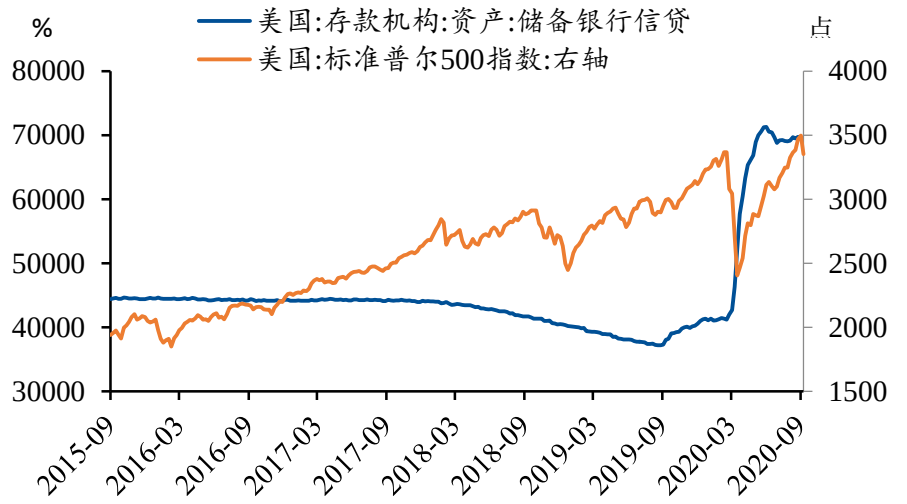
图 6：未来美国可能存在通胀压力



资料来源：Wind，民生证券研究院

美股主要靠美联储货币放水支撑。当前来看，美股和美债出现很大背离，美债在今年疫情之后一直处于低位，预示经济基本面较差。美股则在今年 5 月以来持续反弹，更多与美联储货币放水有关。长期来看，美债和美股很持续背离，未来要么美国经济复苏带动美债走强，要么美股二次探底。在美国大选前，美联储不敢轻易退出货币宽松政策，以免对美股造成损伤。

图 7：短期内美联储不敢轻易退出货币宽松，以免对股市产生利空



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示

全球经济复苏不及预期，疫情进一步恶化，地缘政治摩擦加剧。

插图目录

图 1：美联储加息点阵图 2
图 2：美联储上调 2020 年美国 GDP 增速 3
图 3：8 月以来美国疫情有所好转 4
图 4：美国 PMI 录得较高水平，经济边际复苏 4
图 5：美国生产端恢复滞后于消费端恢复 5
图 6：未来美国可能存在通胀压力 5
图 7：短期内美联储不敢轻易退出货币宽松，以免对股市产生利空 6

分析师与研究助理简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。曾供职于中国人民银行货币政策司，从事宏观经济和货币政策监测分析工作，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题，曾获中国人民银行重点课题一等奖。作品见载于《新华文摘》、《人大复印报刊资料》、《华尔街见闻》等知名期刊媒体。

顾洋恺，民生证券研究院宏观组研究助理。对外经济贸易大学金融硕士。擅长货币流动性研究、大类资产配置和国际政治分析，系统学习过社会学、历史学、国际关系等专业，曾从事过宏观策略和信用评级等岗位，有七年大类资产投资经验，2019年加盟民生证券研究院。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。