2020 年 8 月 29 日（星期六）

宏观报告 – 央行观察

招商证券（香港）有限公司
证券研究部

美联储修订政策框架；引入平均通胀目标

- **美联储主席公布新货币政策框架**
- **美国货币政策理念几十年来最大一次变动**
- **有鉴于通胀长期低于目标，预计美联储将采取进一步刺激措施**

新看点。北京时间8月27日晚，美联储主席鲍威尔在2020年Jackson Hole会议上宣布了期待已久的货币政策框架修订结果。

通货膨胀。美联储正式将平均通胀目标政策引入其货币策略中，这隐含着美国货币政策理念几十年来最显著的一次变化：防止通胀过高已不再是美联储的首要关注点。尽管宣布时间略微早于预期，但引入平均通胀目标（average inflation targeting, AIT）政策完全符合市场和我们的预期。FOMC官员投票一致通过《有关长期目标和货币政策策略声明》的修订。首先，美联储将寻求在一段时间内实现2%的平均通胀目标。因此，当通胀持续低于2%一段时间后，美联储将采用合适的货币政策，允许通胀在接下来一定时期内适度处在高于2%的水平，从而使平均2%的通胀率的目标得以实现（参见附表1-2）。

就业水平。第二个主要的变化是美联储的政策决定将以实际就业相对于最大就业的“落差”评估为依据，而此前美联储看重的是实际与最大就业的“偏差”，也就是双向绝对差值。美联储也明确承认，由于菲利普斯曲线平坦化，就业水平处于或高于实时估计的最高水平时，不一定会引发对短期通胀的担忧。这表明美联储现在认为劳动力市场短期内过热并不是问题，取而代之的是将重点放在提高就业率上。

量化宽松和前瞻指引依旧为当下核心政策工具。以上两项变动都意味着，在平均通胀政策下，经济衰退之后的加息周期将比标准通胀目标政策下的加息周期更晚到来。这一系列变化同时也暗示，即使在经济扩张期间中，加息也不会轻易到来，因为超低失业率或将不再成为今后收紧货币政策的充分理由。我们认为美联储短期内所面临的首要任务是促使通胀率重返至2%水平附近，之后再尝试将其推升至2%以上水平。随着当下去通胀压力持续存在，美联储短期内的主要任务是提供更多的刺激性货币政策。由于FOMC已经明确表示了不会实施负利率政策，我们认为余下明显可采用的政策工具仍然是进一步的资产购买计划，以及提供新的有关利率路径的前瞻指引（参见附表4-5）。

展望未来，由于7月的FOMC会议纪要已经清楚地显示，美联储官员倾向于使用前瞻指引来支持经济复苏，加上现时已经公布了更新的货币政策框架，我们认为美联储有可能会在即将到来的9月FOMC议息会议上提出第一阶段的新前瞻指引。

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 7 月企业设备投资意外录得大幅回升 (2020/08/27)
2. US July industrial sector continued to expand (15 Aug 2020)
3. 美国 7 月零售增速显著放缓(2020/08/15)
4. 美国 7 月消费者价格通胀显著回升 (2020/08/13)
5. 美国 7 月劳动力市场复苏开始放缓 (2020/08/08)
6. 通往白宫之路 II (2020/08/06)
7. 美国 7 月 ISM 制造业 PMI 进一步攀升 (2020/08/04)
8. 美国二季度 GDP 跌幅创纪录 (2020/07/31)
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. 美国耐用品订单数据显示投资有所改善 (2020/07/28)

在今年 Jackson Hole 货币政策会议的开幕演讲上，美联储主席鲍威尔公布了期待已久的关于货币政策策略、工具和沟通方式的审议评估结果。同时，FOMC 官员一致通过《有关长期目标和货币政策策略声明》的修订。这一变化的关键因素是，美联储的货币政策框架现已从标准通胀目标（即在任意给定时间点寻求实现 2%的通货膨胀目标）修订为一个非常宽泛的定义，即在一定时期内实现平均通胀率目标这样一种灵活的形式。引入此项新政策，也标志着美国货币政策理念一次意义深远的转变。

主要有哪些变化?

美联储《有关长期目标和货币政策策略声明》有三个主要变化:

1. 美联储将寻求实现*一段时间内* 2%的平均通胀目标。即当一段时间通胀持续低于 2%后，美联储将采用合适的货币政策，允许通胀在接下来一定时期内适度保持在高于 2%的水平。换句话说，当通胀在一段时间持续未达到 2%的目标之后，现在将允许通胀率暂时超过 2%的目标，从而使通胀率目标通过平均值实现。

这一备受期待的变化意味着美联储现在将把 2%的通胀率视为一个长期目标，而不是一个中短期目标，从这个意义上讲，它不会以实现特定时间点的 PCE 通胀数值为目标和考核标准，而是把实时目标看作是不断变化的。更具体地说，如果之前通胀持续高于 2%，那当下实时目标将短暂低于 2%；如果通胀已低于 2%一段时间，这一实时目标将暂时高于 2%。此外，美联储既没有定义从何时开始计算这个平均值，也没有具体说明在多长时间内的平均通胀率达到 2%。实际上，关于平均通胀目标政策的初期学术研究结果也表明，这是一项相对复杂的政策法则。在实施的过程中也有很多技术性细节需要注意：比如如何定义政策适用时段的起始时间，在多长时间内货币政策当局打算实现该平均值，为什么选择这么一个时间长度，以及其打算多么严格地实现该平均值，都可能会在实践中被证明较难和外界沟通。然而，鉴于该声明既没有使用一个特定的数学公式来定义这一平均值也没有明确指定平均值的时间跨度，我们认为美联储这一举措实际为其其后的具体实施保留了足够的灵活性，这可能很大程度上是由于美联储本身也正在对新阶段的货币政策进行尝试和摸索。这里的核心是，如果经济衰退发生前通胀率曾长期低于 2%的通胀目标水平，那么在经济衰退过后的扩张周期里，当通胀超过 2%后，美联储也不会立即加息。

2. FOMC 的政策决议将以实际就业相对于最大就业的“落差”（shortfalls）评估为依据，而此前声明使用的措辞是与最大就业的“偏离”（deviations）。正如美联储明确承认的那样，由于大衰退（全球金融危机后）以来菲利普斯曲线趋于平坦化，就业水平处于或高于实时估计的最高水平时，不一定会引发对短期通胀的担忧。

这一变化反映出美联储对劳动力市场的关注从动态失业率相对自然失业率的对称性偏离，转变为单以实际就业相对于最大就业的落差或不足作为评估依据。换句话说，美联储不会介意失业率降至或低于其自然水平（主席鲍威尔本人也承认该自然水平的测算可能存在很大误差，并且也是不断变化的），除非伴随通胀出现不必要的上升迹象或出现可能妨碍实现其目标的其他风险。结果是经济衰退后未来伴随的加息周期将比以前政策框架之下来得要晚，因为劳动力市场的紧张不再是货币政策收紧的充分理由。

3 美联储现在的关注点在于最大就业是一个广泛且具包容性的目标。这个变化反映出美联储已从一系列的 *Fed Listens* 研讨会议上意识到历史上最强劲的劳动力市场，尤其是对众多中低收入群体所带来的好处。

我们将这一变动理解为先前声明变动第 2 点的进一步加强。由于 2019 年持续长达一年的货币政策框架审视和多场 *Fed Listens* 研究会议让美联储意识到，持续维持超低的失业率可以为低收入和少数族裔社群带来超乎寻常的好处，美联储现在认为疫情前所达到的半个世纪以来最低的失业率可以显著改善社区福祉，且不会造成明显的通胀忧虑，因此决定追求近乎是“无上限”的最大就业。特别值得注意的是，美联储认为其中一些福利只有在失业率处于超低水平时才可实现。

未来的货币政策如何?

鉴于自 2012 年美联储采用正式的 2%通胀目标政策以来，PCE 通胀率长期低于 2%的目标值（现已变为长期目标），美联储短期内所面临的首要挑战是促使通胀率重返至 2%水平附近，之后再尝试将其推升至 2%以上水平。但根据美联储自己的判断，新冠疫情引起的经济衰退总体上是去通胀的，因此美联储当下面临的首要任务是提供更多的刺激性货币政策。由于 FOMC 委员们已经否决了至少在可预见的未来实施负利率政策的可能，余下比较明显可采用的政策工具是进一步的量化宽松和新的前瞻指引。

我们不能否认通膨最终在未来的某个时段会被推升至高于 2%的水平。但美联储现在面临的难题是，在目前的宏观环境下，PCE 通胀预计很难会在短时间内升至接近 2%的水平，更不用说升至 2%以上的水平并弥补疫情前十年通胀未达到目标（undershoot）而累积的偏差。在这个新时期中，美联储的迫切任务是尽早将通胀率推升至 2%，以捍卫其来之不易的公信力（central bank credibility）。我们对于美联储现时所拥有的工具是否能够有效促进总体需求并在中期提高通胀保持较明显的担忧。

过往的学术研究也发现，较为明确和强有力的前瞻指引所带来的影响也可能是好坏参半的。我们认为这是美联储面临的另一个挑战。一方面，美联储预计利率将维持在超低位的声明可能预示着持续疲软的宏观经济前景，这可能会导致整体支出放缓，因为消费者情绪和企业信心将被负面影响。另一方面，此类声明同时也意味着持久的超宽松货币政策立场（也是美联储原本试图达成的目标），这或会帮助实现刺激经济活动的作用。研究发现，在全球金融危机后美联储实施的前瞻指引中（2011 年第三季度至 2012 年第四季度），这两种效果同时存在（Andrade et al, 2019）[1]。因此，在已经决定实施平均通胀目标政策框架后，如何制定未来的前瞻指引对 FOMC 也变得至关重要。鉴于 7 月的 FOMC 议息会议纪要已经清楚地显示，美联储官员倾向于使用前瞻指引作为首选货币政策工具来促进经济复苏，加上更新的政策框架现已公布，**我们认为美联储可能会在即将到来的 9 月 FOMC 议息会议上提出第一阶段的新前瞻指引，我们相信比较有可能提出基于宏观变量变化结果（outcome-based），同时挂钩通胀和失业率的前瞻指引**。

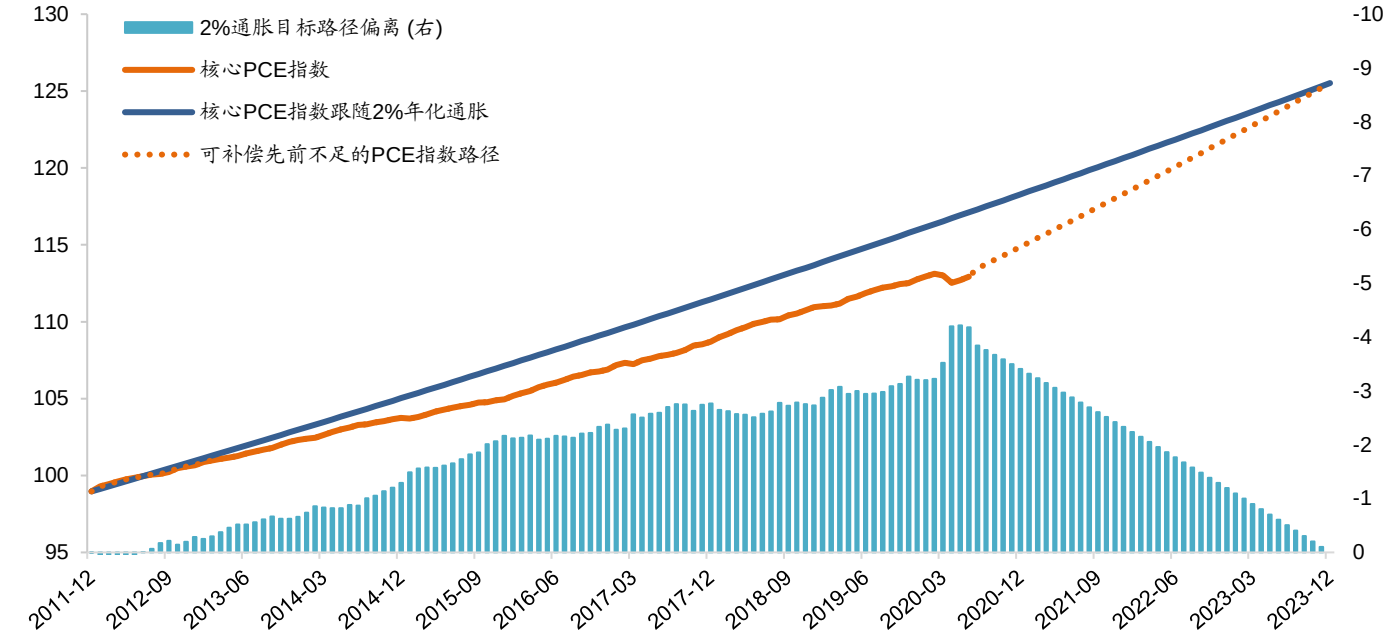
在很大程度上而言，这一政策框架的变动标志着自保罗•沃尔克（Paul Volcker）担任美联储主席以来所采取的美国货币政策理念的最大转变。尽管美联储拥有最大化就业和稳定物价的双重使命，但我们相信其最核心的目标一直是控制通胀水平不要过热。从小的方面而言，这代表着自美联储主席伯南克（Bernanke）领导的 FOMC 在 2012 年正式采用通胀目标政策以来，美联储长期政策目标的最大转变。**此外，美联储还承诺，会大约每五年进行一次此类框架审视。**

[1] Andrade, P., Gaballo, G., Mengus, E. and Mojon, B., 2019. Forward Guidance and Heterogeneous Beliefs. American Economic Journal: Macroeconomics, 11(3), pp.1-29.

附录 — 平均通胀目标的举例说明

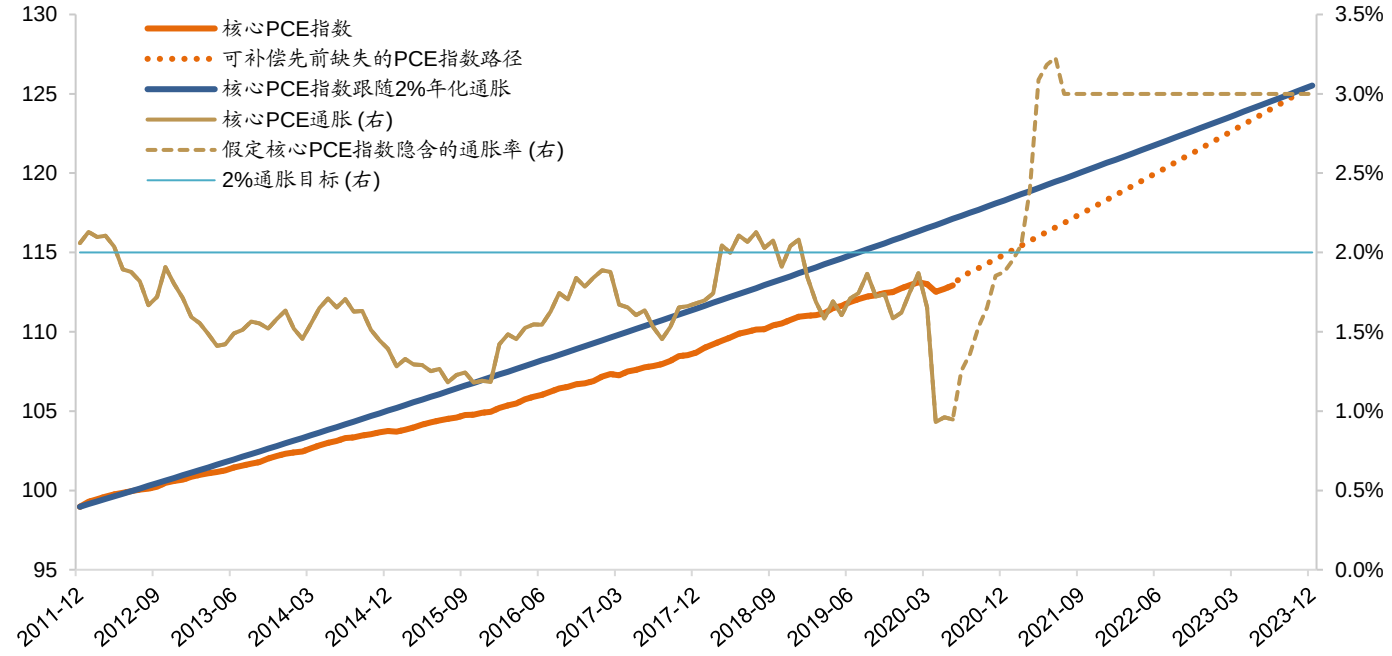
下面的举例显示，假设实行一个完整的平均通胀目标政策将可能产生的效果。如果美联储想要在2023年底之前实现其完整的平均通胀目标，那么从假设起始时间2012年1月（FOMC正式承诺2%通胀目标政策之时）开始计算，核心PCE通胀需要在接下来达到年均近3%的水平（比长期目标高出1个百分点），以弥补2012年以来未达到目标而累积的落差。假设核心PCE指数线性地恢复到2%年通胀率的路径，图2显示了假定的PCE指数所隐含的通胀路径。

图表 1: 自 2012 年 1 月美联储开始实施完整的平均通胀目标政策的举例说明



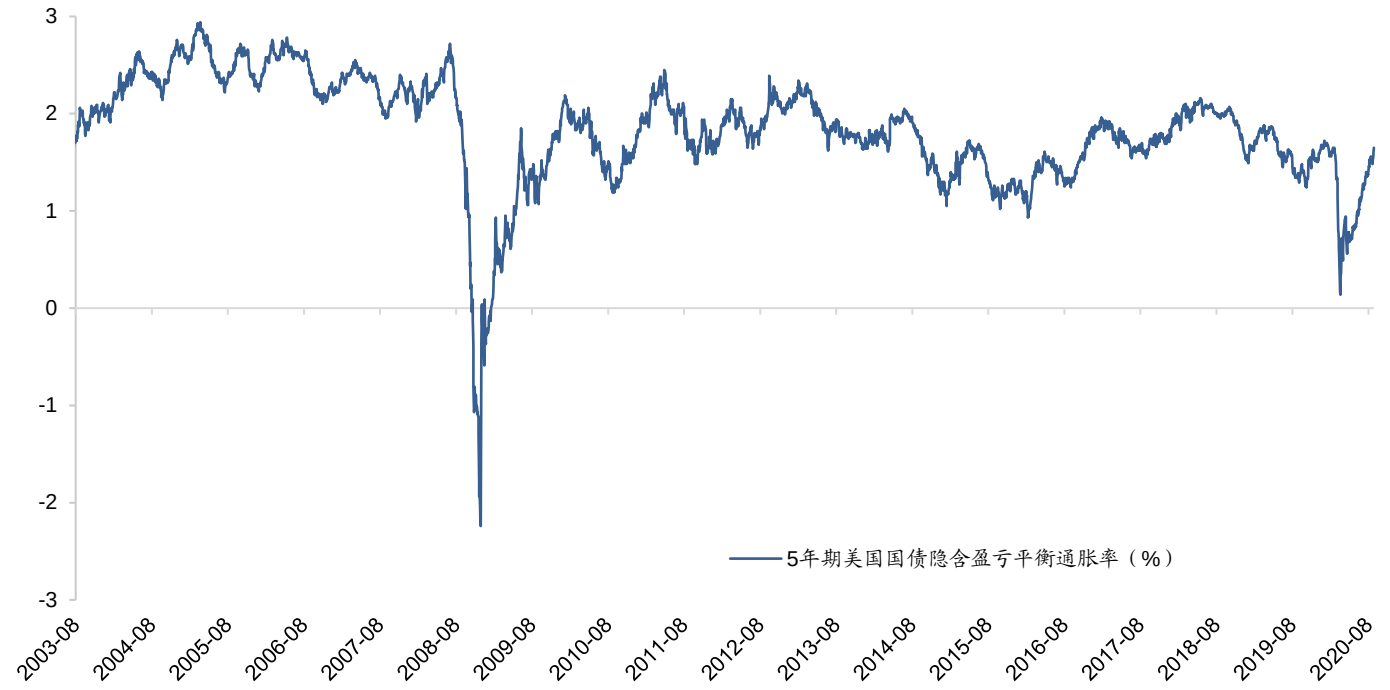
资料来源：美联储、FRED、招商证券（香港）研究部计算

图表 2: 年通胀需要在接下来的整个时期平均远高于 2%才可达致 2%的平均通胀率



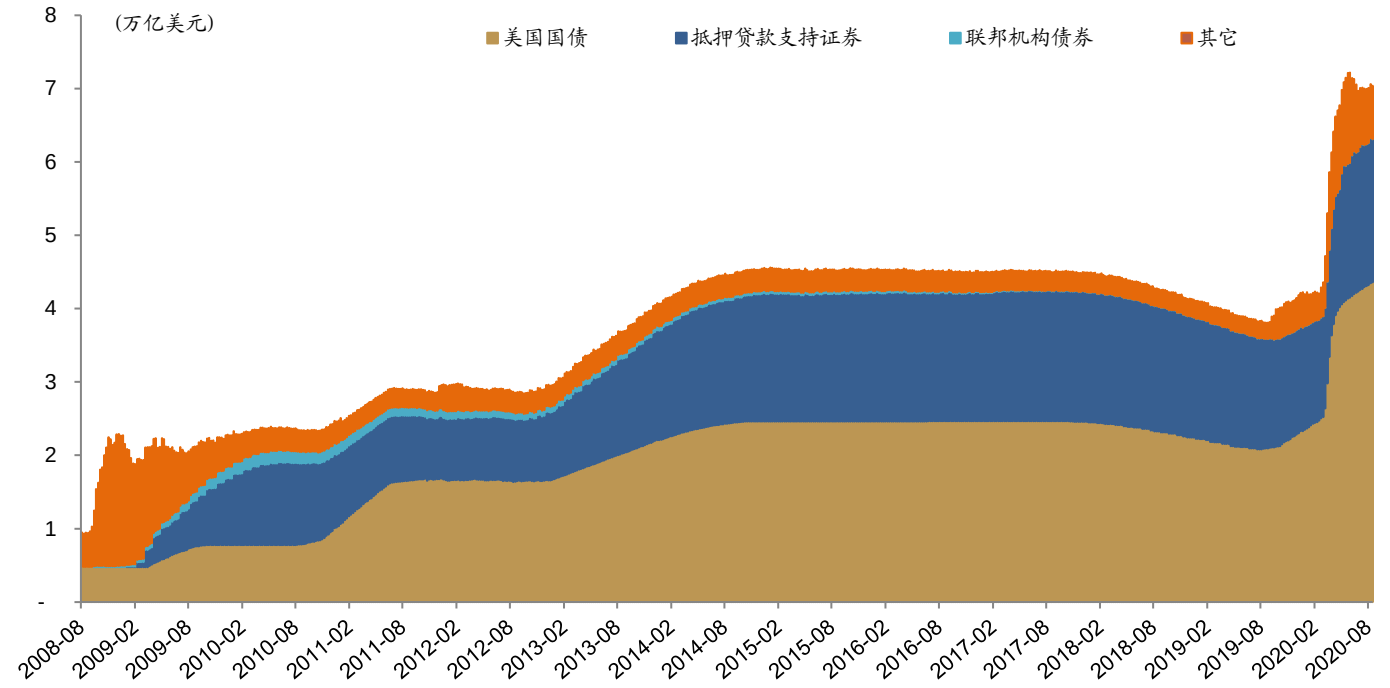
资料来源：美联储、FRED、招商证券（香港）研究部计算

图表 3：美国国债收益率显示过去 10 年比起全球金融危机（GFC）前的 10 年，市场通胀预期显著下降



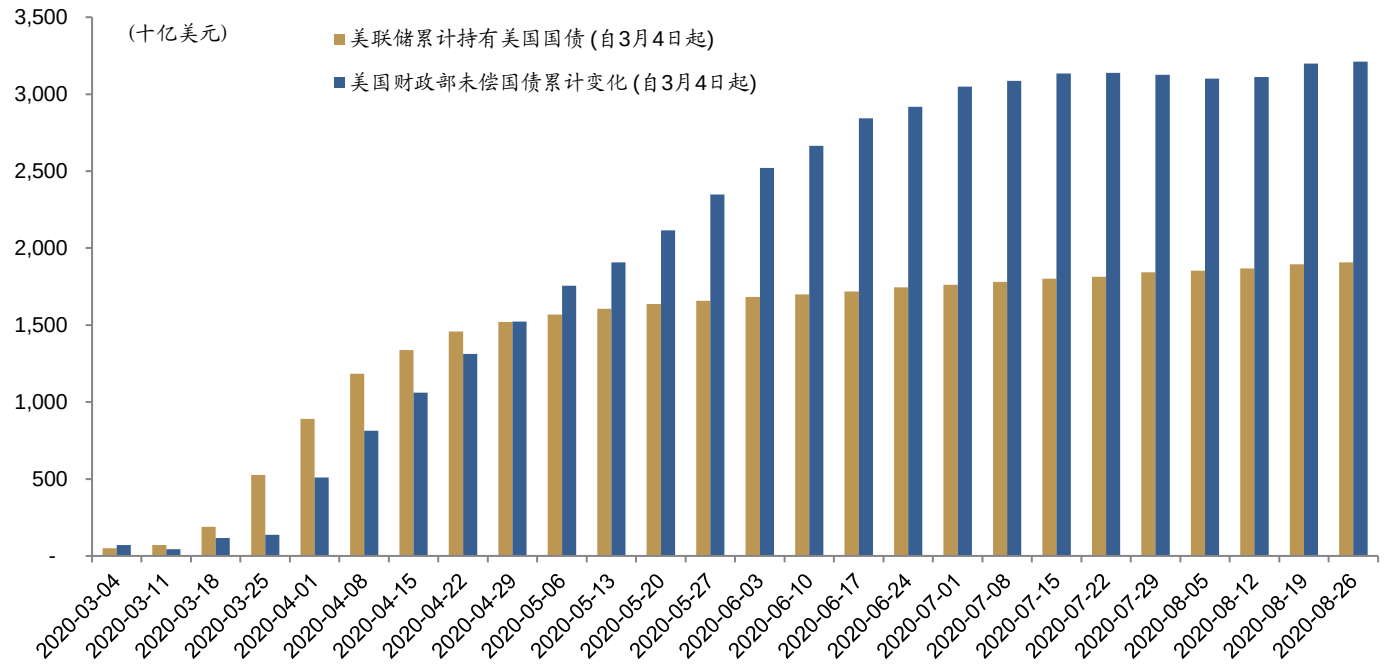
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 4：美联储持有的总资产



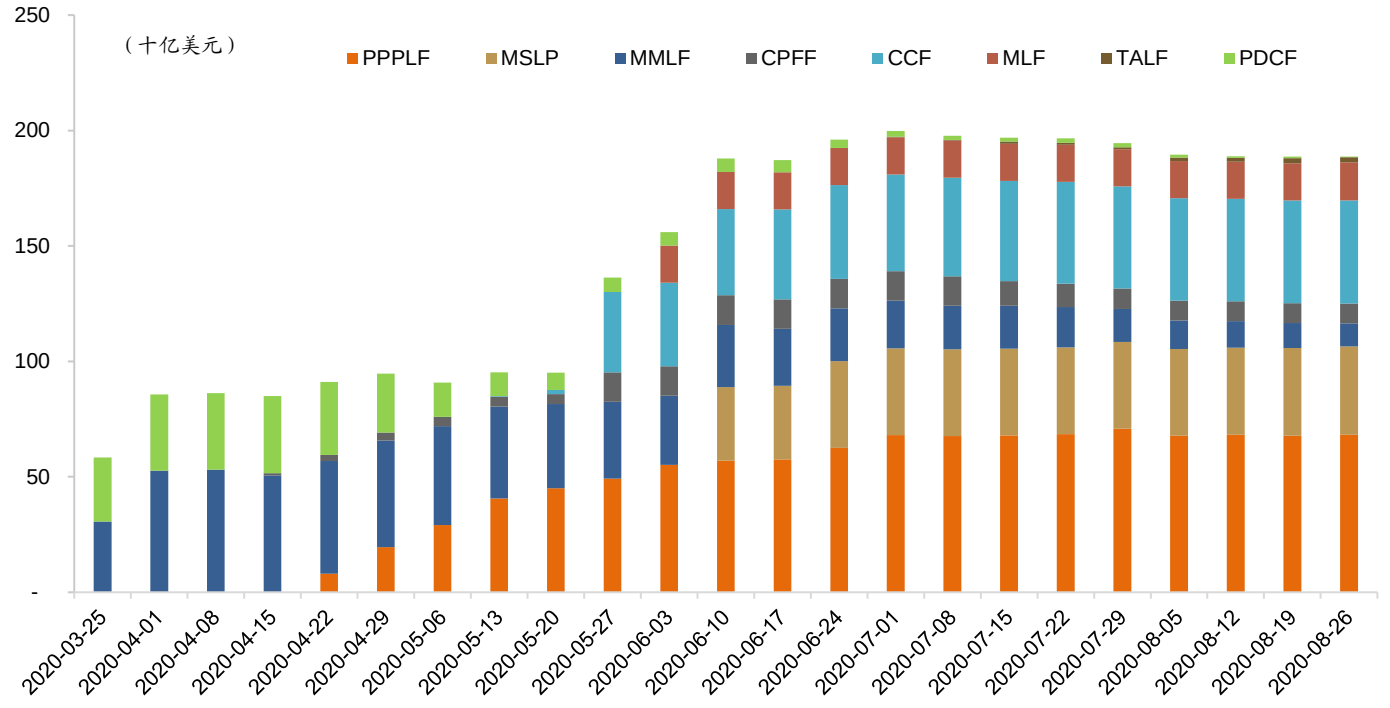
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 5：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 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）。

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