美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响

- 2020 年 8 月 27 日，美联储对其货币政策框架进行重大修订，其货币政策的新框架将对未来的全球资本市场产生深远影响。我们对新框架进行仔细梳理发现了其七大修改点，并进行了分析。
- 我们发现，**新的货币政策框架无疑是偏鸽派的**，宽松意味十足。美联储对于就业市场更为看重，其对于就业、通胀会有更高的包容度，这都预示着宽松可能会持续更久，货币政策也会更为兼顾到金融市场的稳定，兜底意味十足，即使其未宣布进行收益率曲线控制也依然是个偏鸽派的框架，其框架文件中明确表态将利用所有工具以实现政策目标。但美联储新框架灵活性的增加可能也将带来更多不确定性，加剧市场波动。
- 对于新框架，我们认为其**利好权益资产为代表的风险资产**，但并不必然利好实际利率驱动的资产，新框架很可能会加剧全球资本市场波动。

蔡瑞，CFA
策略分析师
carl_cai@spdbi.com
(852) 2808 6437

王彦臣，PhD
宏观分析师
yannson_wang@spdbi.com
(852) 2808 6440

林琰
研究部主管
sharon_lam@spdbi.com
(852) 2808 6438

2020 年 8 月 28 日

相关报告：

《黄金投资手册：黄金并不黄金》（2020-08-13）

《SPDBI 全球央行观察：整体扩大宽松，欧元走强不具可持续性 | 2020 年 8 月刊》（2020-07-31）

《SPDBI 全球央行观察 2020 年 7 月刊》（2020-07-09）

《2H20 投资策略展望:不要站在央行的对立面》（2020-06-19）

《SPDBI 全球央行观察 2020 年 6 月刊》（2020-06-05）

本研究报告由浦银国际控股有限公司分析师编制，请仔细阅读本报告最后部分的分析师披露、商业关系披露及免责声明。

目录

长期目标及货币政策策略变化 3

新框架解读 7

就业的重要性被拔高，预示了更长时间的宽松 7

就业、通胀目标调整，预示更大幅度、更持续的宽松 8

货币政策会更兼顾金融市场稳定 8

不进行收益率曲线控制不代表不够宽松 9

灵活性的增强可能带来不确定性、市场波动的增加 9

对资产的影响 10

美联储的鸽派货币政策新框架及资产影响

2012 年 1 月，美联储首次公布长期目标及货币政策策略。在实施了加息以及缩表后，美联储在 2019 年首次对其进行修订。随着疫情冲击全球经济，2020 年 8 月 27 日，美联储再度对其进行重大修订，货币政策的新框架将对未来的全球资本市场产生深远影响。我们对这个偏鸽派的新框架进行仔细梳理发现了七大修改点，并进行了解读。

我们解读核心要点发现，美联储货币政策新框架对于就业市场更为看重，对于就业、通胀会有更高的包容度，货币政策会更兼顾金融市场的稳定，即使未宣布进行收益率曲线控制，也依然是个偏鸽派的框架。但美联储新框架灵活性的增加可能也将带来更多不确定性，加剧市场波动。对于新框架，我们认为将利好权益资产为代表的风险资产，但并不必然利好实际利率驱动的资产，新框架很可能会加剧全球资本市场波动。

长期目标及货币政策策略变化

美联储的新政策框架针对“就业”、“通胀”两个议题进行了一系列修改。其中主要的修改内容为以下七大部分：

1. **修改**“就业、通胀、以及长期利率随时间而波动，以应对经济和金融的动荡”（注：此处调换了“就业”与“通胀”的顺序，之前为“通胀、就业……”，暗示美联储的政策目标优先级有所改变，就业成为首要目标）。

2. **新增**“货币政策在稳定经济以应对金融动荡方面发挥着重要作用。公开市场委员会调整货币政策立场的主要手段是改变联邦基金利率的目标区间。公开市场委员会认为，与长期完全就业和物价稳定相一致的联邦基金利率水平相对于历史平均水平已经下降。因此，联邦基金利率很可能比过去更频繁地受到其有效下限的约束。公开市场委员会认为，就业和通胀的下行风险有所增加，一部分原因是利率接近有效下限。公开市场委员会准备利用其全部工具，以实现其完全就业和价格稳定的目标”。

新增原文如下：

"Monetary policy plays an important role in stabilizing the economy in response to these disturbances. The Committee's primary means of adjusting the stance of monetary policy is through changes in the target range for the federal funds rate. The Committee judges that the level of the federal funds rate consistent with maximum employment and price stability over the longer run has declined relative to its historical average. Therefore, the federal funds rate is likely to be constrained by its effective lower bound more frequently than in the past. Owing in part to the proximity of interest rates to the effective lower bound, the Committee judges that downward risks to employment and inflation have increased. The Committee is prepared to use its full range of tools to achieve its maximum employment and price stability goals."

3. 新版本将之前的第 2 点与第 5 点进行了合并，并做了以下修改：

a. **修改**"货币政策行动往往会对经济活动、就业和物价的影响有时滞"。

b. **修改**"在制定货币政策时，公开市场委员会将根据完全就业的缺口所做的评估"。（注：此处明确指出，"完全就业"的评估标准由"完全就业的**偏离**"改为"完全就业的**缺口**"。评估标准由**"偏离"改为"缺口"**。

c. **新增**"此外，可持续地实现完全就业和价格稳定有赖于稳定的金融系统"。

原文修改如下：

*"~~**Moreover,**~~ monetary policy actions tend to influence economic activity, **employment**, and prices with a lag. In setting monetary policy, the Committee seeks **over time** to mitigate **shortfalls of employment from the Committee's assessment of its maximum level and** deviations of inflation from its longer-run goal ~~and deviations of employment from the Committee's assessments of its maximum level~~. **Moreover, sustainably achieving maximum employment and price stability depends on a stable financial system.** Therefore, the Committee's policy decisions reflect its longer-run goals, its medium-term outlook, and its assessments of the balance of risks, including risks to the financial system that could impede the attainment of the Committee's goals."*

4. **新增**“完全就业是一个**基础广泛、无法直接测量的包容性目标**，且随时间变化，这在很大程度上归因于影响劳动力市场结构和动态的非货币因素”，并删除“这些因素可能会随时间变化，并且可能无法直接测量”。（注：此处将“完全就业随时间变化、且无法直接测量”改为更肯定的描述；将“完全就业受非货币因素的影响”，从旧版的“取决于”改为“归因于”，影响程度降低）。

原文修改如下：

“The maximum level of employment is ***a broad-based and inclusive goal that is not directly measurable and changes over time owing*** *largely* ~~*determined by*~~ ***to*** *nonmonetary factors that affect the structure and dynamics of the labor market.* ~~*These factors may change over time and may not be directly measurable.*~~*”*

5. **修改“政策决定”将以“完全就业的缺口”为依据，此前为“完全就业”。**

原文修改如下：

“the Committee’s policy decisions must be informed by assessments of the shortfalls of employment from its maximum level of employment”

6. **删除**“公开市场委员会担忧通胀会持续高于或低于目标，”和“向公众明确传达对称的通胀目标”，**新增**“为了将长期通胀的预期稳定在特定水平，公开市场委员会寻求实现2%的通胀率，并因此判断，当通胀率持续低于2%后，可能维持适当的货币政策以实现一段时间内通胀率略高于 2%”。（注：此处对“平均通胀目标制度”进行了描述，即通胀率低于2%一段时间后，美联储会维持货币政策使通胀率在一段时间内高于2%，从而使两段时间的平均通胀率达到 2%。即美联储允许通胀在一段时间内可能持续高于2%的目标通胀率水平）。

原文修改如下：

“The Committee ~~*would be concerned if inflation were running persistently above or below this objective. Communicating this symmetric inflation goal clearly to the public helps keep*~~ ***judges that*** *longer-term inflation expectations* ~~*firmly*~~ ***that are well*** *anchored,* ~~*thereby*~~ ***at 2 percent*** *foster*~~*ing*~~ *price stability and moderate long-term interest rates and* ~~*enhancing*~~ ***enhance*** *the Committee’s ability to promote maximum employment in the face of significant economic disturbances.* ***In order to anchor longer-term inflation expectations at this level, the Committee seeks to achieve inflation that averages 2 percent over time, and therefore judges that, following periods when inflation has been running persistently below 2 percent, appropriate monetary policy will likely aim to achieve inflation moderately above 2 percent for some time.”***

7. **删除**了公开市场委员会委员将定期发布经济相关预测的文字。

删去原文如下：

~~*"Information about Committee participants' estimates of the longer-run normal rates of output growth and unemployment is published four times per year in the FOMC's Summary of Economic Projections. "*~~

在文末美联储每年1月例行会议上，原本框架是"重申"相关原则被**修改**为"审查"相关原则。同时新增了"每五年对其货币政策战略、工具和交流习惯进行一次彻底的公开审查"。

原文修改如下：

"The Committee intends to ~~*reaffirm*~~ ***review*** *these principles and to make adjustments as appropriate at its annual organizational meeting each January,* ***and to undertake roughly every five years a thorough public review of its monetary policy strategy, tools, and communication practices."***

新框架解读

此次货币政策框架修订之前，市场预期集中于通胀目标区间可能更为宽泛，即采用“平均通胀目标制度”，但我们仔细梳理了细节后发现，美联储的宽松幅度实际上超过市场预期，美联储通过对就业、通胀目标的间接、直接调整，其实质是增强了未来宽松的持续时间。但美联储新政策框架灵活度的上升可能也会带来不确定性、增加市场波动。

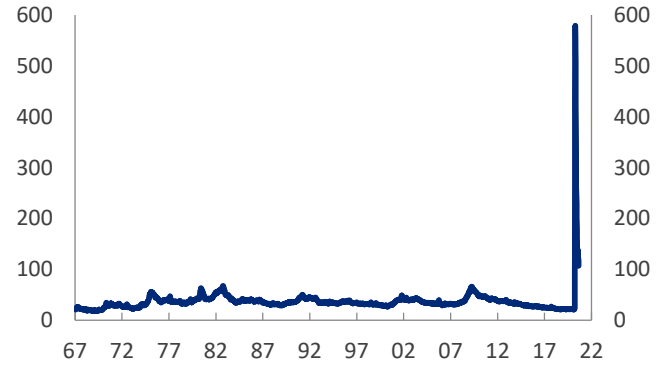
• 就业的重要性被拔高，预示了更长时间的宽松

在此次的货币政策框架文件中，出现了非常微妙的修改，就业在美联储框架中的重要性被进一步强化。

1. 美联储原先货币政策框架文件中“通胀”、“就业”的顺序，被更换为：“就业”、“通胀”。原先强调货币政策对于经济活动、物价的影响有时滞，但新框架则强调了货币政策行动对于经济活动、就业以及物价的影响都有时滞。这实质上表明就业市场对于美联储的重要性被提高。虽然美国就业市场已经较一季度明显改善，但目前美国的失业保险首次申请周度平均人数仍然维持于 100 万人以上，仍大幅高于 2008 年金融危机的巅峰数值，失业率也在 10.2%的高位，同样高于金融危机时期。**考虑到就业市场相比通胀需要更长时间恢复，美联储将就业市场的重要性提升，其实也间接表明其货币政策的宽松时间很可能会较市场预期的更长。**

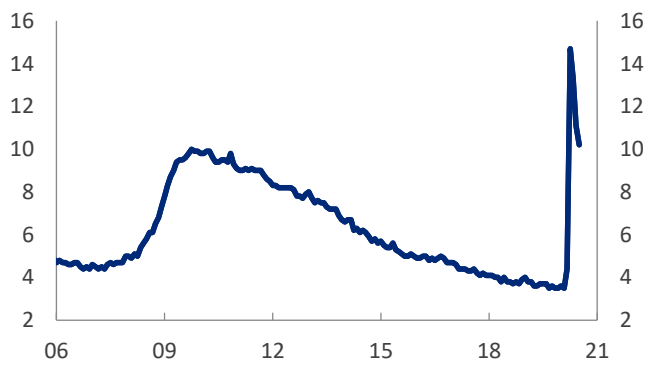
2. 美联储新增了“完全就业是一个基础广泛、无法直接测量的包容性目标”。一方面这实质上预示了美联储“数据驱动”的影响降低，在就业市场是否实现充分就业的问题上拥有更大的解释权，另一方面，美联储很可能在美国种族、性别平等等问题成为社会问题时，更加关注就业市场的结构，这两方面都意味着**美联储不仅会宽松而且会在失业率达到合意水平时依然有理由维持宽松。**

图表 1: 1967 年以来美国失业保险首次申请人数（四周平均，万人）



资料来源：FactSet，Bloomberg，浦银国际

图表 2: 美国失业率（%）



资料来源：FactSet，Bloomberg，浦银国际

● 就业、通胀目标调整，预示更大幅度、更持续的宽松

在此次的货币政策框架文件中，对就业目标、通胀目标都进行了直接、间接的调整，这很可能令宽松的幅度更大、持续时间更长。

1. **美联储如期对通胀目标进行了直接调整，将容忍更高水平的通胀。**美联储新增了“为了将长期通胀的预期稳定在特定水平，公开市场委员会寻求实现 2%的通胀率，并因此判断，当通胀率持续低于 2%后，可能维持适当的货币政策以实现一段时间内通胀率略高于 2%”，这意味着美联储容忍更高的通胀水平。市场先前已经预计到此点，这一方面预示实际利率水平（名义利率减通胀水平）可以更低，宽松幅度可更大，另一方面也预示了即使在通胀超过 2%的通胀目标水平，美联储很可能也不会立即进行紧缩，这将维持更长的宽松时间。

2. **美联储间接暗示了容忍就业市场过热。**关于就业部分，美联储原先的政策框架表示将缩减就业与完全就业的偏离度，其使用了中性意味十足的措辞“偏离”(deviation)，这意味着就业对于货币政策影响是双向的：如果就业市场过冷，就进行宽松，如果就业市场过热，就会进行紧缩（例如加息）。但新修订的货币政策框架中，将中性的就业“偏离”替换为就业“缺口”(shortfall)，原先的双向调整改变为单向调整，这暗示了美联储很可能将容忍就业超预期，这同样将令宽松的持续时间更久。

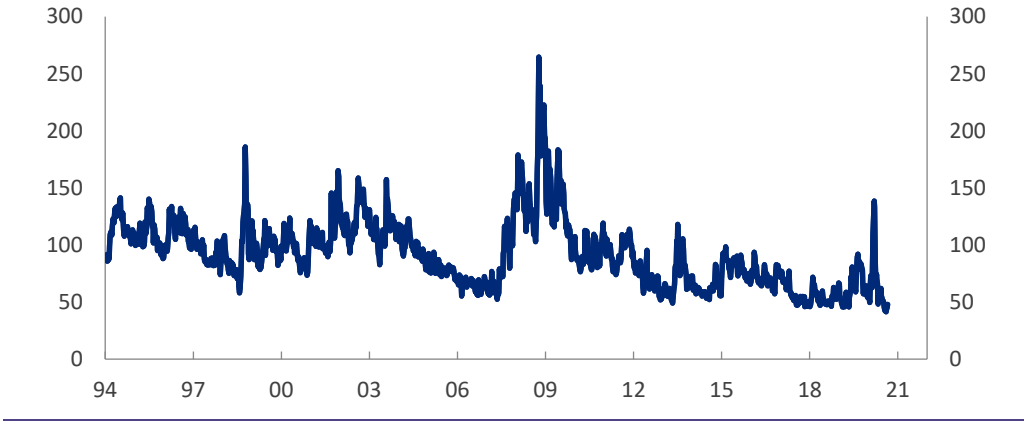
● 货币政策会更兼顾金融市场稳定

美联储的货币政策目标一直是两个：(1)“完全就业”以及(2)“物价稳定”，即美联储的货币政策函数主要针对就业和通胀两个要素。在实际操作中，美联储也会兼顾到其他因素，例如金融市场波动。但美联储先前的政策框架仅表示美联储 FOMC 会考虑一系列风险因素，包括可能影响实现决策目标的“金融系统风险”。但此次，美联储的货币政策新框架中新增内容进一步在政策框架层面确认了：“实现完全就业以及物价稳定有赖于稳定的金融系统”（Moreover, sustainably achieving maximum employment and price stability depends on a stable financial system.）。这意味着金融系统稳定性已经被明确认定为会影响美联储目标的极其重要的变量。美联储的决策框架中会更为考虑资本市场的变化情况，包括股票、债券、外汇市场在内的资本市场表现都会影响美联储的货币政策决策，**兜底金融市场的信号非常明显。这意味着即使美联储在退出宽松政策时，不太可能出现美联储退出 QE 之际引发的市场波动，美联储会更为兼顾资本市场稳定。**

不进行收益率曲线控制不代表不够宽松

在美联储的货币政策新框架中，美联储并没有提及市场呼声较高的“收益率曲线控制”（yield curve control），由于收益率曲线控制需要锚定具体的利率水平，有一定的操作难度，但缺失收益率曲线控制并非意味着不够宽松，恰恰相反，美联储的政策新框架如我们前面的分析，从多个维度来看都非常宽松。而且美联储在新政策框架中增添了一句非常重要的表态：“公开市场委员会准备利用其全部工具，以实现其完全就业和价格稳定的目标”。一旦有需要，美联储会采取所有措施（收益率曲线控制想必也可能是潜在选项之一）进行宽松。需要强调的是，随着美国经济从疫情冲击中逐渐恢复，美债收益率有上行压力，但美联储自然会宽松进行压制，因此**美债收益率有上行压力，但不会超预期大幅反弹。**另外由于没有收益率曲线控制锚定具体的利率水平，**美债市场的波动性会加大**，尤其是考虑到当前的美债市场波动性正处于极低的水平。

图表 3：美债隐含波动率



资料来源：FactSet，Bloomberg，浦银国际

灵活性的增强可能带来不确定性、市场波动的增加

美联储关于充分就业部分、实现通胀目标的定义更为灵活，对于就业、通胀水平有更高的包容度，与此同时美联储还删除了公开市场委员会委员将定期发布经济相关预测的文字，这都预示着**美联储的“经济数据驱动型”货币政策调控的占比将大幅下降，经济数据的解读、货币政策的执行都将有更大的灵活性**。颇值得玩味的是，美联储还将每年定期对相关规则进行“重申”（reaffirm）修改为更偏中性的“审查”（review），这为货币政策框架的微调预留了充足空间，**美联储灵活性的增强并非没有成本，其所带来的相关成本就是不确定性的增加，随之而来的是全球资本市场的波动增加**。但所幸的是，联储这次也新增并明确表示将每 5 年定期对货币政策框架进行彻底的公开审查，这意味着**当前偏宽松的货币政策框架具有较强可持续性，至少在未来 5 年都很可能会得到维持。**

对资产的影响

基于上面的解读，美联储的新货币政策框架毫无疑问是个鸽派框架，不仅维持宽松态势，而且保证了宽松的持续时间。对于全球资本市场的影响我们认为主要有：

1. 利好以权益类资产为代表的风险资产

我们在半年投资策略《不要站在央行的对立面》中就强调了，在当前流动性极度充裕甚至是泛滥的时代，风险资产最直接受益的。我们从流动性的量、价角度分析了全球股市、中国股市在大类资产的角度都有较高的吸引力，值得投资人配置，在此我们维持此观点不变，继续坚定看好权益类资产。

在美联储对于就业、通胀更高容忍度的情况下，权益类资产很可能迎来DDM 模型错配下的“春天”——即使经济反弹，就业、通胀等数据大幅回暖，美联储也将很可能维持宽松立场，DDM 模型下分母的折现率依然维持低位，但分子的盈利却明显反弹，此时的全球股市有可能出现超涨风险。

2. 并不必然利好实际利率驱动的资产

美联储可以容忍更高的通胀水平，但这并不必然意味着通胀水平会大幅上行。我们已经在《黄金投资手册：黄金并不黄金》中针对实际利率进行了具体测算，我们认为实际利率下行空间有限，建议投资人减持黄金，我们依然维持此判断。

3. 资本市场的波动性会加大

先前的分析已经提及，由于美联储未进行收益率曲线控制，再加上新的货币政策框架中提升了灵活性，淡化了“经济数据驱动型”货币政策，这可能会增加市场的不确定性，加大全球金融市场的波动。

评级定义

证券评级定义：

“买入”：未来 12 个月，预期个股表现超过同期其所属的行业指数
“维持”：未来 12 个月，预期个股表现与同期所属的行业指数持平
“卖出”：未来 12 个月，预期个股表现逊于同期其所属的行业指数

行业评级定义（相对于 MSCI 中国指数）：

“增持”：未来 12 个月优于 MSCI 中国 10%或以上
“中性”：未来 12 个月优于/劣于 MSCI 中国少于 10%
“减持”：未来 12 个月劣于 MSCI 中国超过 10%

分析师证明

本报告作者谨此声明：(i) 本报告发表的所有观点均正确地反映作者有关任何及所有提及的证券或发行人的个人观点，并以独立方式撰写 ii）其报酬没有任何部分曾经，是或将会直接或间接与本报告发表的特定建议或观点有关；（iii）该等作者没有获得与所提及的证券或发行人相关且可能影响该等建议的内幕信息 / 非公开的价格敏感数据。

本报告作者进一步确定（i）他们或其各自的关联人士（定义见证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则）没有在本报告发行日期之前的 30 个历日内曾买卖或交易过本报告所提述的股票，或在本报告发布后 3 个工作日（定义见《证券及期货条例》（香港法例第 571 章））内将买卖或交易本文所提述的股票；（ii）他们或其各自的关联人士并非本报告提述的任何公司的雇员；及（iii）他们或其各自的关联人士没有拥有本报告提述的证券的任何金融利益。

免责声明

本报告之收取者透过接受本报告（包括任何有关的附件），表示及保证其根据下述的条件下有权获得本报告，且同意受此中包含的限制条件所约束。任何没有遵循这些限制的情况可能构成法律之违反。

本报告是由浦银国际证券有限公司 （统称“浦银国际证券”）利用集团信息及其他公开信息编制而成。所有资料均搜集自被认为是可靠的来源，但并不保证数据之准确性、可信性及完整性，亦不会因资料引致的任何损失承担任何责任。报告中的资料来源除非另有说明，否则信息均来自本集团。本报告的内容涉及到保密数据，所以仅供阁下为其自身利益而使用。除了阁下以及受聘向阁下提供咨询意见的人士（其同意将本材料保密并受本免责声明中所述限制约束）之外，本报告分发给任何人均属未授权的行为。

任何人不得将本报告内任何信息用于其他目的。本报告仅是为提供信息而准备的，不得被解释为是一项关于购买或者出售任何证券或相关金融工具的要约邀请或者要约。阁下不应将本报告内容解释为法律、税务、会计或投资事项的专业意见或为任何推荐，阁下应当就本报告所述的任何交易涉及的法律及相关事项咨询其自己的法律顾问和财务顾问的意见。本报告内的信息及意见乃于文件注明日期作出，日后可作修改而不另通知，亦不一定会更新以反映文件日期之后发生的进展。本报告并未包含公司可能要求的所有信息，阁下不应仅仅依据本报告中的信息而作出投资、撤资或其他财务方面的任何决策或行动。除关于历史数据的陈述外，本报告可能包含前瞻性的陈述，牵涉多种风险和不确定性，该等前瞻性陈述可基于一些假设，受限于重大风险和不确定性。

本报告之观点、推荐、建议和意见均不一定反映浦银国际证券的立场。浦银国际控股有限公司及其联属公司、关联公司（统称”浦银国际” ）及/或其董事及/或雇员，可能持有在本报告内所述或有关公司之证券、并可能不时进行买卖。浦银国际或其任何董事及/或雇员对投资者因使用本报告或依赖其所载信息而引起的一切可能损失，概不承担任何法律责任。

浦银国际证券建议投资者应独立地评估本报告内的资料，考虑其本身的特定投资目标、财务状况及需要，在参与有关报告中所述公司之证券的交易前，委任其认为必须的法律、商业、财务、税务或其它方面的专业顾问。惟报告内所述的公司之证券未必能在所有司法管辖区或国家或供所有类别的投资者买卖。对部分的司法管辖区或国家而言，分发、发行或使用本报告会抵触当地法律、法则、规定、或其它注册或发牌的规例。本报告不是旨在向该等司法管辖区或国家的任何人或实体分发或由其使用。

本报告的版权仅为浦银国际证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用，浦银国际证券对任何第三方的该等行为保留追述权利，并且对第三方未经授权行为不承担任何责任。

权益披露

1) 浦银国际并没有持有本报告所述公司的财务权益或持有股份。
2) 浦银国际跟本报告所述公司在过去 12 个月内并没有任何投资银行业务的关系。
3) 浦银国际并没有跟本报告所述公司为其证券进行庄家活动。

浦银国际证券机构销售团队

黄路遥
jessie_huang@spdbi.com
852-2808 6466

王奕旻
stephy_wang@spdbi.com
852-2808 6467

浦银国际证券财富管理团队

华政
sarah_hua@spdbi.com
852-2808 6474

浦银国际证券有限公司

SPDB International Securities Limited
网站：www.spdbi.com
地址：香港轩尼诗道 1 号浦发银行大厦 33 楼