历史的拐点，美联储调整政策框架

——美联储新货币政策框架点评

事件

美联储发布其长期目标的修订声明。对于通胀目标：希望通胀在一段时间内平均增长2%，没有提供定义平均2%通胀率的公式，任何通胀超标将是温和的；对于就业目标：就业下行风险已经增加，将就业置于通胀之前，寻求确保就业不会低于最高水平，不会设定就业目标；对于联邦利率：将在未来5年内对政策策略进行公共审查，联邦基金利率可能会比过去更频繁地受到有效下限的约束。

点评

变化一：美联储对货币政策框架做出重大修改，重回凯恩斯时代。2020年美联储货币政策框架的修订影响是长期，也将是深远的。在美联储的双目标框架中，本次修订将“就业目标”置于“通胀目标”之前，意味着货币政策从单一的降低负债成本转向了追求资产扩张；鲍威尔发言表示，美联储将关注更广泛的就业市场，尤其是“政治正确”的中低收入群体在这个框架中被反复强调。我们认为这种框架的转变影响是深远的，一方面政策目标从降负债向扩资产的转变，未来名义利率的下限被锁定，过去财富向富人分配的天平将转向均衡；另一方面，从总量意义上，就业目标的前置意味着总需求的扩张路径（就业的对称目标“deviation”转向单向扩张目标“shortfall”），货币政策将配合着财政政策提振经济增长，目前美联储在等待着财政端的动作——新刺激计划带动经济从稳定就业走向扩张需求。

变化二：为配合这一政策框架的转变，美联储修改了通胀目标策略。尽管美联储长期通胀目标2%维持不变，但是达成方式从以2%为政策目标，转向了平均通胀目标制（即在一定时期内通胀不及2%，则未来一段时间内美联储将提高对通胀的容忍度）。某种程度上，这向市场释放了货币政策鸽派的信号，在宏观政策转向扩张总需求带来的“就业目标前置”过程中，财政未来对于总需求的扩张势必转变当前的低通胀预期，因而平均通胀目标制给予了美联储更长的低利率政策时间（some time）来降低财政名义债务负担。

变化三：暂时没有负利率。作为大类资产定价的核心，美债利率起到锚定的作用。通过平均通胀目标改善市场通胀预期，通过提供全部政策工具维持“0”利率下限不被打破，美联储暂时坚守着不踏入名义负利率的深渊，积极意义在于全球资产定价范式仍可延续。但是无疑政策的短期化带来金融市场的不稳定将加剧，零利率的底线不突破意味着市场预期转变，短期来看资产波动率将上升，长期来看财富从Wall Street向Main Street进行再分配的序幕正在拉开（成长/价值的分化进入到政策收敛拐点），有可能是长期利率的拐点。

投资咨询业务资格：
证监许可【2011】1289号
研究院 宏观组
研究员
徐闻宇
☎ 021-60827991
✉ xuwenyu@htfc.com
从业资格号：F0299877
投资咨询号：Z0011454

联系人
吴嘉颖
☎ 021-60827995
✉ wujiaying@htfc.com
从业资格号：F3064604

相关研究：

“变”的牵引，迎接短期阵痛
——经济社会领域专家座谈会点评
2020-08-25

信用的低预期，等待风险释放
——中国7月金融数据点评
2020-08-12

关注服务业领域就业
——财政政策执行情况报告点评
2020-08-07

以“稳”理解“灵活适度，精准导向”
——中国货币政策执行报告点评
2020-08-07

从逆周期转向跨周期，流动性边际趋紧
——7月30日政治局会议点评
2020-07-31

联储给市场时间，政策未到释放时
——美联储7月议息会议简评
2020-07-30

附：美联储公布长期目标声明和货币政策策略评估结果

来源：金融界

当地时间周四，美国联邦公开市场委员会（FOMC）宣布一致通过有关“长期目标和货币政策战略声明”的更新[1]，阐明了其对货币政策和货币政策的立场。

点评：关键词——就业

美联储主席鲍威尔称“修订后的声明反映了对**强劲劳动力市场好处**的赞赏，以及可以在避免不受欢迎的通胀上升的同时维持强劲的就业市场。”

全文如下：

联邦公开市场委员会（FOMC）周四宣布一致通过更新其声明长期目标和货币政策策略，阐述了其货币政策方法和作为其政策行动的基础。这些更新反映了过去 10 年的经济变化，以及政策制定者在实施货币政策时如何考虑这些变化。更新后的声明还旨在提高货币政策的透明度、问责性和有效性。

联邦储备委员会主席杰罗姆·鲍威尔说[2]：“经济一直在发展，联邦公开市场委员会实现其目标的策略必须适应出现的新挑战。”“我们修正后的声明反映了我们对强劲劳动力市场的益处的赞赏，尤其是对许多中低收入社区而言，而且强劲的就业市场可以在不引发不受欢迎的通胀上升的情况下维持下去。”

框架文件中比较重要的变化有：

点评：就业目标从追求平衡的表述“偏离”，转向增长的表述“不足”。

关于最大就业，联邦公开市场委员会强调，最大就业是一个具有广泛基础和包容性的目标，并报告称，其政策决策将根据其“对最大水平**就业不足**的评估”作出；此前为“对最大水平的**偏离**程度”。

点评：相反，对于通胀的表述从追求增长的表述“2%目标”转向平衡的表述“平均通胀 2%”。

在物价稳定方面，联邦公开市场委员会调整了其实现 2%长期通胀目标的策略，指出其“寻求实现**平均通胀率为 2%的长期目标**”。为此，修订后的声明指出，“在通胀持续低于 2%的时期之后，适当的货币政策可能会在一段时间内以实现通胀在 2%以上为目标。”

最新的战略声明明确承认了持续低利率环境给货币政策带来的挑战。在美国和世界各地，货币政策利率比过去更有可能受到有效下限的约束。

2012 年，该委员会首次通过了一项框架声明。

2018 年 11 月，主席鲍威尔宣布了对 FOMC 框架的首次公开审查，涉及三个不同的组成部分。

[1] 原文参见：https://www.federalreserve.gov/newsevents/pressreleases/monetary20200827a.htm
[2] 鲍威尔讲话参见：https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/powell20200827a.htm

首先，美国联邦储备理事会举办一系列会议，与雇员团体和工会成员、小企业主、中低收入社区居民、退休人员和其他人士座谈，听取关于货币政策决定如何影响其社区的广泛观点。

其次，美联储在 2019 年 6 月召开了一次研究会议，著名的学术专家在会上讨论了与该评估相关的经济问题。

最后，委员会在自 2019 年 7 月开始的连续五次会议上探讨了在审查过程中曝光的一系列问题。整个联邦储备系统各团队的分析工作为委员会的讨论提供了必要的背景。

联邦公开市场委员会（FOMC）报告称，它将在每年 1 月继续考虑长期目标和政策声明，并打算大约每 5 年对其货币政策策略、工具和沟通做法进行一次公开审查。

免责声明

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、结论及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，投资者并不能依靠本报告以取代行使独立判断。对投资者依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰期货研究院“，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

华泰期货有限公司版权所有并保留一切权利。

公司总部

地址：广东省广州市越秀区东风东路761号丽丰大厦20层

电话：400-6280-888

网址：www.htfc.com