2020 年 7 月 30 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

美联储言辞偏负面但未提供进一步前瞻性指引

- **美联储维持各项政策不变，但新增表述更加鸽派**
- **本次会议未提供更多前瞻性指引，但未来会议料将释放更多指引**
- **各项 13（3）紧急贷款便利延长表明美联储仍将其视为主要工具**

新看点。7月28日-29日，美联储举行7月例行议息会议，会上美联储官员投票一致决定维持各项政策不变：利率接近于零，资产购买计划至少将继续以目前的速度进行，全部均符合市场和我们的预期。同样，政策声明和鲍威尔主席在会后新闻发布会上的语气仍然明显的鸽派。

美联储认为风险偏向下行。声明中的主要变化包括，FOMC认可近几个月来经济活动和就业“有所回升”，但“仍远低于”疫情前的水平。该声明还补充称“经济发展的情况将很大程度取决于新冠病毒的传播情况”。在会后的新闻发布会上，鲍威尔主席重申了这些观点，他说在初步的反弹之后，经济的增速和就业的恢复“显然存在放缓的风险”，并且“我们必须抱最好的希望，做最坏的打算。”我们认为，这些悲观言辞反映出美联储近期的政策立场仍偏向于宽松。

未提供新的利率指引，但暗示可能会进一步购买资产。此次会议上，美联储没有就利率问题提供任何进一步的前瞻性指引。不过，保留了“至少以目前的速度”继续购买资产这一措辞，为必要时每周购买更多国债铺平了道路。我们认为本次会议未提供更多明确的利率指引可能出于两个主要考虑：1）6月份会议以来，情况发生了巨大变化，美国南部和西部爆发的新一轮疫情进一步带来了相当大的不确定性，美联储或想等待疫情相关事态发展更为清晰再做决定；2）财政方面的政策不确定性依然巨大，国会目前正在就应该再延长多少刺激措施进行讨论。

目前收益率曲线管理重要性降低。美联储在7月28日宣布，将把所有紧急贷款便利计划从9月底延长至年底。这表明，美联储仍将这些便利视为短期内促进经济持续复苏的主要工具，也可能表明YCT（国债收益率上限或目标）政策的重要性没有市场最初预期的那么重要。6月份的FOMC会议纪要以及美联储官员近期的讲话都表明，在FOMC做出最终政策决定前，还需要对这个问题进行更多的研究。在当天发布的另一份声明中，美联储还将其与外国央行的美元互换安排和回购协议延长至2021年3月底。

我们的观点：展望未来，我们认为美联储将在未来几次会议上就利率走势提供更多前瞻性指引，并更有可能发布基于结果（outcome-based）的利率指引，可能会与失业率和通胀同时挂钩。货币政策策略检视现在也已经恢复，我们认为结论很可能是一个平均通胀目标策略，这意味着利率需要更长时间保持在低水平，如果之前通胀率持续低于2%的目标值。此外，我们认为，最近将各项13（3）贷款便利延长的举措表明，美联储仍打算扩大使用这些工具的规模，因为迄今为止购买规模仍然不尽人意。

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

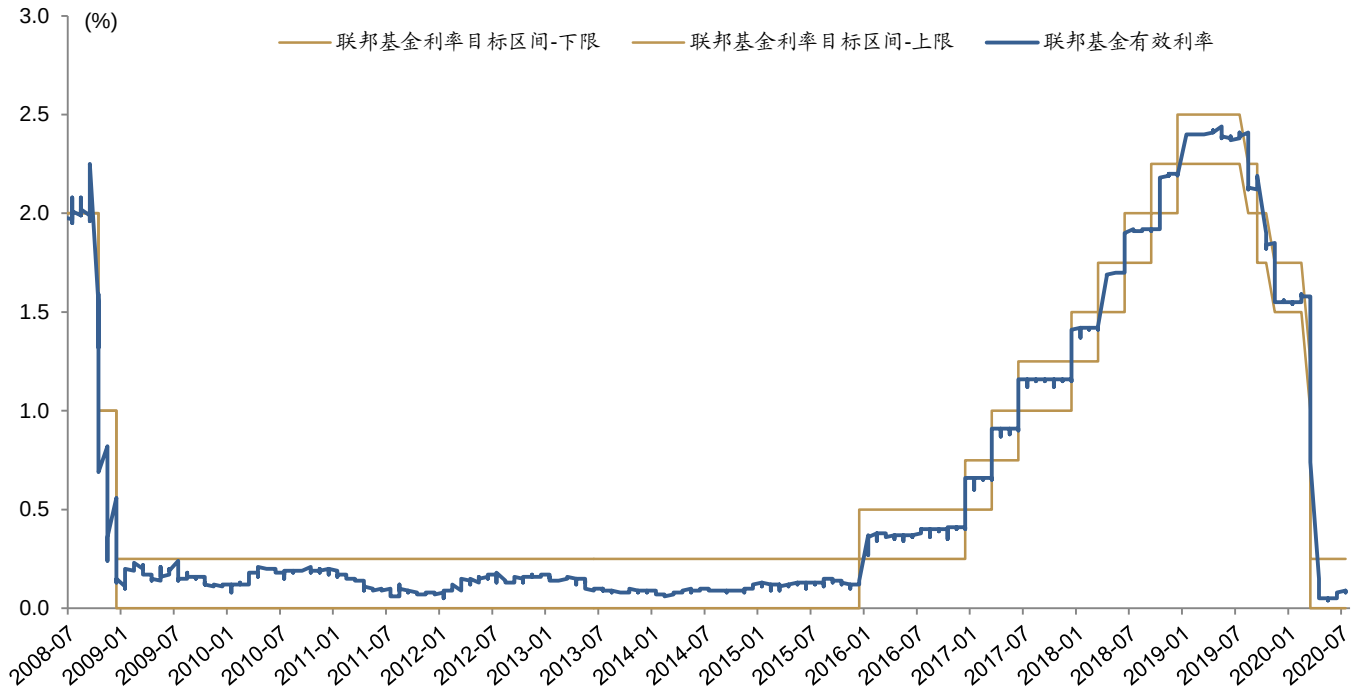
相关报告

1. 美国耐用品订单数据显示投资有所改善 (2020/07/28)
2. 欧盟达成应对疫情复苏的历史性财政计划 (2020/07/22)
3. 美国6月零售数据进一步超预期 (2020/07/17)
4. 欧洲经济在疫情封锁结束后开启复苏 (2020/07/15)
5. 美国6月就业数据超预期 (2020/07/03)
6. 美国经济展望 - 翻篇疫情；重回轨道 (2020/06/24)
7. 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

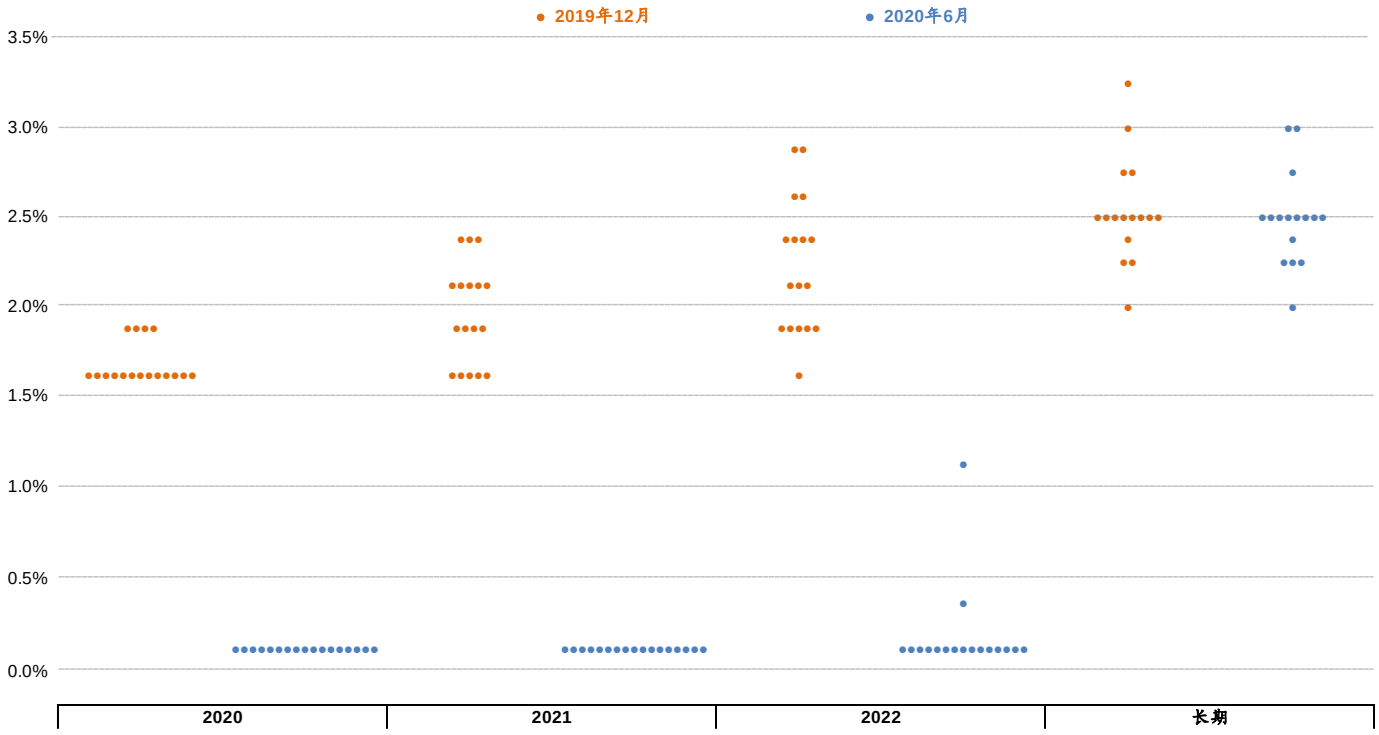
图表 1: 美国联邦基金利率 3
图表 2: 联邦公开市场委员会（FOMC）官员对利率预测的点阵图 3
图表 3: 美联储持有的美国国债和美国财政部累计增加未偿债务 4
图表 4: 美联储持有的总资产 4
图表 5: 美联储 13（3）紧急贷款便利计划使用规模 5
图表 6: 美联储 13（3）紧急贷款便利计划 5

图表 1：美国联邦基金利率



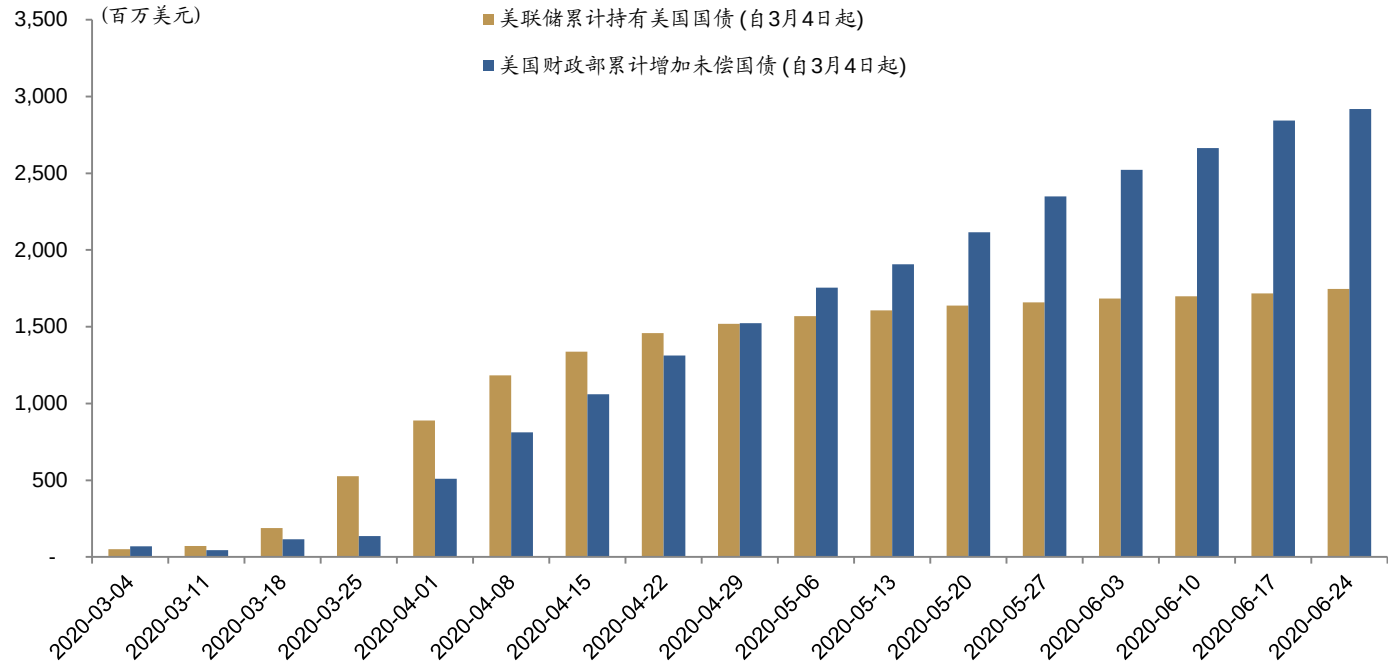
资料来源：FRED、招商证券（香港）研究部

图表 2：联邦公开市场委员会（FOMC）官员对利率预测的点阵图



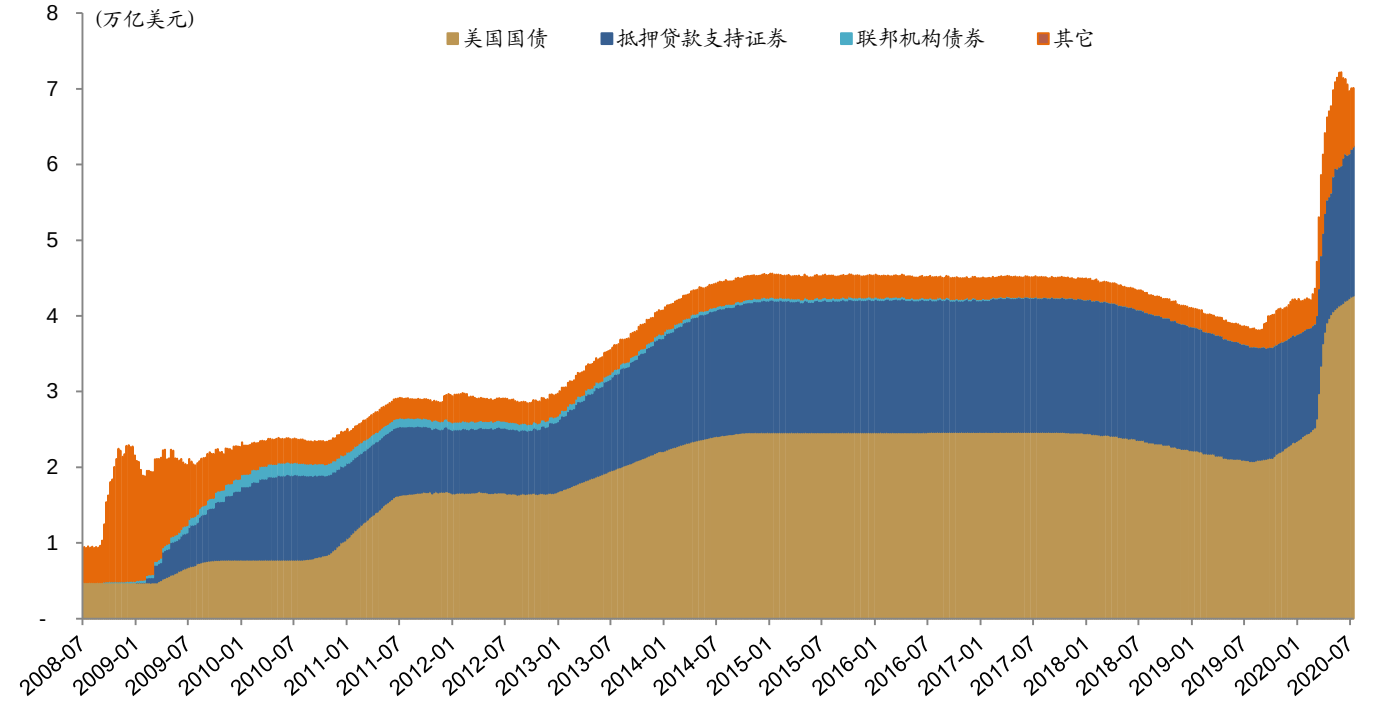
资料来源：美联储、招商证券（香港）研究部

图表 3：美联储持有的美国国债和美国财政部累计增加未偿债务



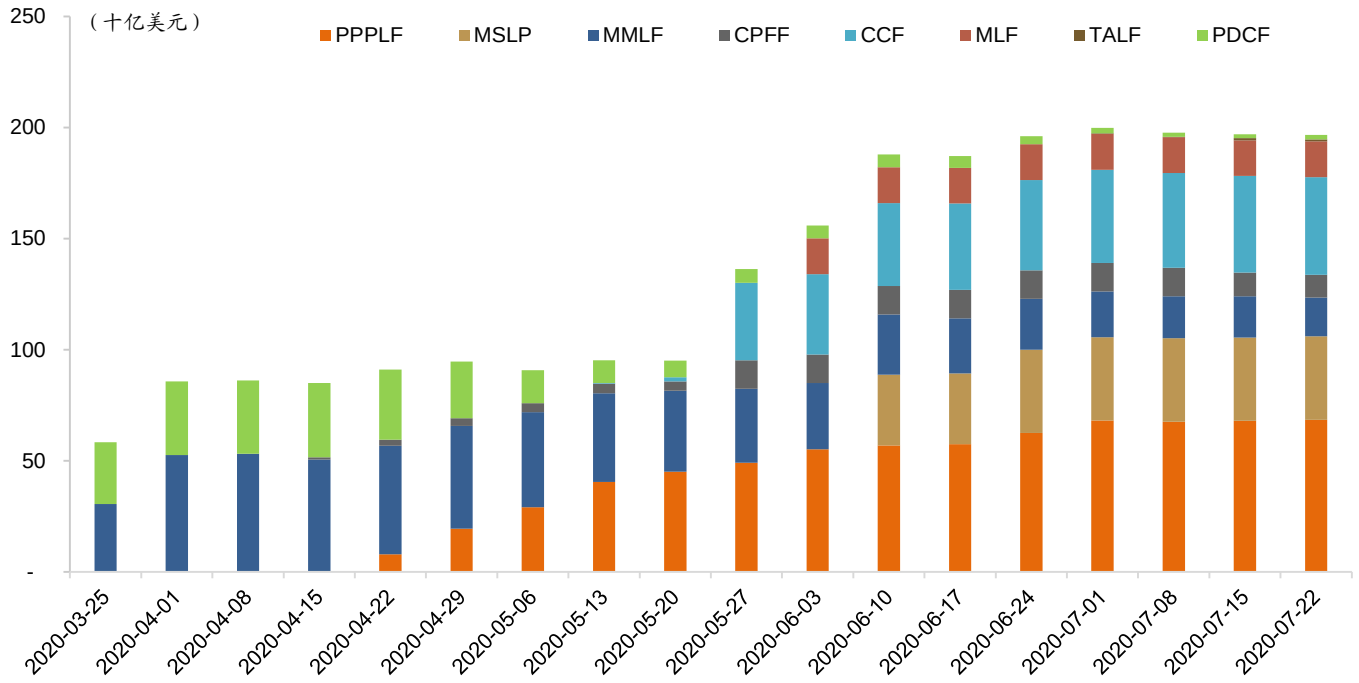
资料来源：彭博、招商证券（香港）研究部

图表 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 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 6

图表 6：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