宏观研究

美联储考虑调整前瞻指引，宽松立场不变

——美联储 7 月议息点评

宏观事件点评　　2020 年 7 月 30 日

报告摘要：

美联储维持利率不变，符合市场预期；延长回购和掉期额度至明年 3 月 31 日。鲍威尔表示愿意调整前瞻指引，宽松立场不变。

- **美国生产端修复缓慢，落后于需求端，通胀预期抬头**

美国生产端修复缓慢，落后于需求端，这是美国通胀预期抬头的重要原因。此外，超宽松政策和史无前例的财政支出政策导致货币增速创下历史新高，美元进入贬值周期，为美国带来输入型通胀压力。如果高通胀与高失业并存，美联储可能陷入货币政策两难的境界，最终影响美联储的公信力。

- **美联储考虑修改前瞻指引，可能提高通胀门槛，宽松方向不变**

货币政策依赖的菲利普斯曲线指向通胀疲软，核心通胀仍处于低位，美国失业率仍处于历史高位。更为关键的是，美联储仍认为通胀下行压力大于通胀上升压力。另外，美联储可能在未来修改前瞻指引，提高通胀门槛或加入失业率目标，进一步强化宽松预期。

- **通胀是一个货币现象，但究竟是资产价格通胀还是实体通胀？**

过多的货币追逐过少的商品形成通胀，但是商品可以是消费品，也可以是金融资产。虽然美联储在尝试结构性政策，但是美国的货币政策本质上仍是总量工具，无法决定银行的投资方向。现在的经济状况与 2009 年相似，同样有超发货币引发通胀的担忧。这是否又是一个历史重演取决于财政政策和政治变化。

- **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：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：美联储 7 月份 FOMC 会议决定维持联邦基金利率区间于 0%-0.25%不变，符合预期；同时将超额准备金率（IOER）维持在 0.1%不变，**延长回购和掉期额度至明年 3 月 31 日**。委员们一致同意此次的利率决议。决议公布后，美股上扬，美债变化不大，美元指数下滑，黄金价格上涨。彭博经济学家调查显示，市场预计前瞻指引可能最早在 9 月迎来改变，新的目标（通胀或失业率）和收益率曲线控制均在美联储工具箱里。

正文：

会议声明和新闻发布会的主要内容：

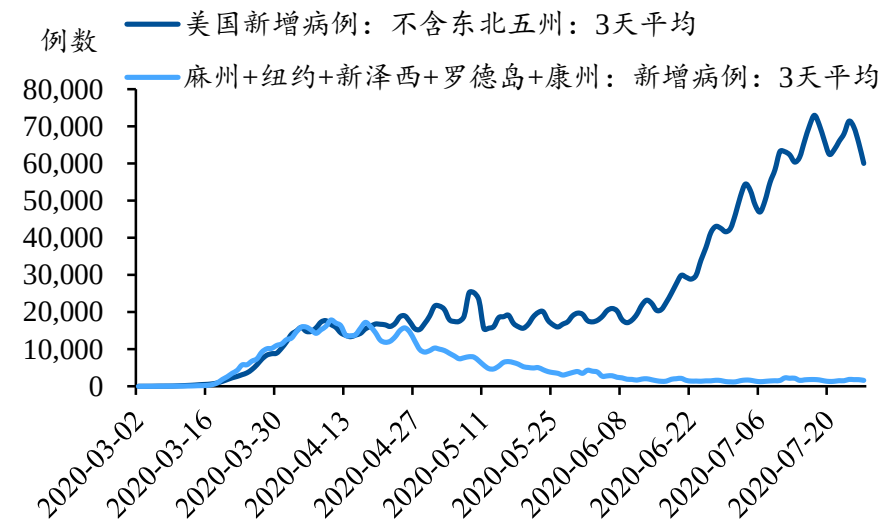
1）关于经济和通胀：基本没有变化。新冠病毒对人类和经济产生巨大的挑战；为对抗病毒采取的公共卫生安全措施导致经济活动急速下降和大量工作损失，中期内风险仍旧显著；需求疲软和低油价对通胀产生下行压力；金融条件有所提升；

2）关于利率和 QE：基本没有变化。美联储承诺使用所有工具来实现就业最大化和 2%通胀率目标，将适时调整市场操作计划；

3）关于回购和资产购买计划：将至少维持当前节奏继续增持国债和抵押贷款支持证券（每月 1200 亿美元左右）；承诺继续进行大规模隔夜和定期回购操作。

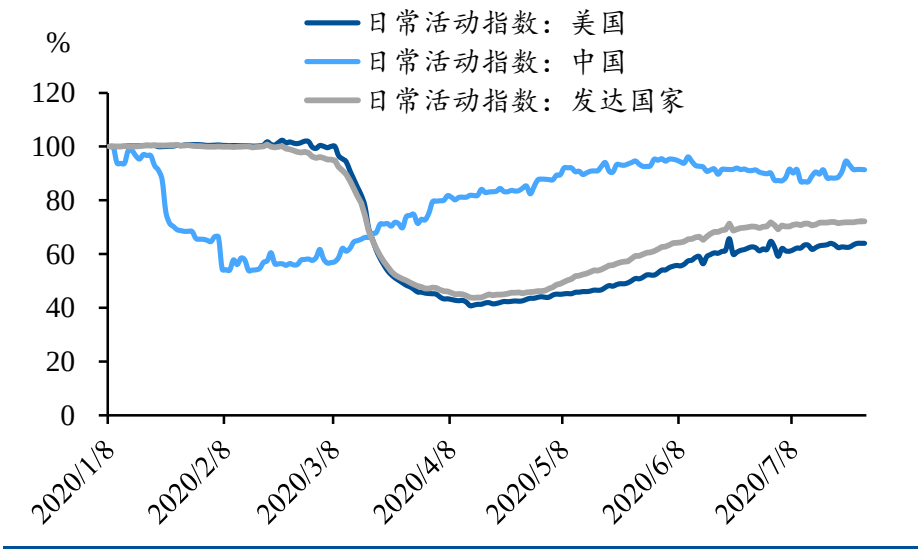
美国疫情反复不利影响经济复苏。6 月美国各州加速经济重启。随后，疫情快速二次抬头，严重程度之恶劣迫使特朗普不得不在公众场合佩戴口罩（图 1）。尽管各州政府屡次建议佩戴口罩和避免过多聚集性活动，美国民众并未服从。如果美国群众没有一颗自由的心，美国零售消费难以强于生产。相反的是，美国企业对医护资源紧缺较为担忧。如果全面复工复产导致大量传染，美国企业可能会为自己惹上官司。供给端修复缓慢，为近期美国通胀预期上升的推动因素之一。从 6 月 20 日开始，美国疫情加速上升，迫使经济复苏陷入停滞，甚至略有下降（图 2）。

图 1：疫情仍是美联储最大且最难防的“敌人”



资料来源：Wind，民生证券研究院

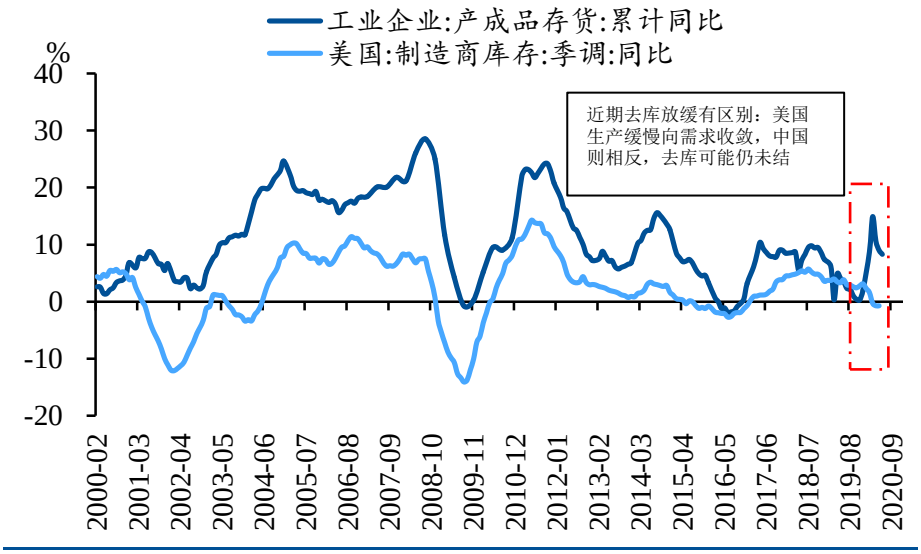
图 2：美国经济活跃度远远落后中国，甚至不及后开放的其他发达国家



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

中美消费物价可能走向背离。复苏过程中，中国生产强于需求和美国生产弱于需求，是中美库存在上半年拉开差距的主要因素（图 3）。按照支出法来看，高库存对中国二季度的 GDP 贡献较大：**资本形成拉动 5.01%，消费是唯一负贡献（-2.35%）**。周五即将公布的美国 GDP 数据大概率与中国的情形相反，库存下滑拖累美国二季度 GDP。后续来看，中国的高库存对物价有下行压力，与美国恰恰相反。两者物价的相互联系依赖于贸易。可贸易商品互补不足，为物价的稳定运行提供缓冲垫。如果中美摩擦加剧至对经济走势产生实质性影响，中美物价可能走向背离。

图 3：库存对中美经济的贡献不同，但是可能均未见底

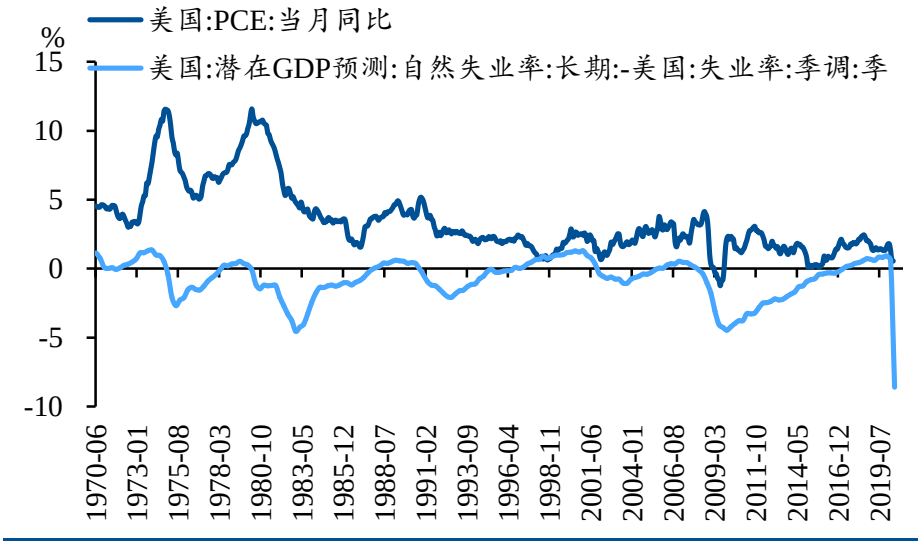


资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

中长期，通胀担忧再起，美联储政策风险上升。除了供给因素以外，与 CPI 和 CRB

指数负相关的美元指数大幅走弱，购买力下降可能为美国带来输入型通胀压力。因而，通胀担忧引发关注，如果高失业率和高通胀同时发生，美联储将面临上世纪 70 年代的滞涨。超宽松政策风险将有所上升，导致美联储进退两难，最终可能影响美联储的公信力。不过，美联储反复强调，货币政策依赖的菲利普斯曲线指向未来一段时间内高通胀难以出现：失业率缺口显著为负，工资增速大概率继续下滑，消费支出难以为继，劳动力市场的预期仍是通胀有下行压力。**尤其是，正如鲍威尔表示，中低收入者失业率显著偏高，同时边际消费倾向最强，美联储希望能再次实现过紧的劳动力市场，对通胀稳定也有益。如果美联储提高通胀门槛，通胀对货币政策影响的担忧将显著弱化。**

图 4：菲利普斯曲线引导的货币政策，宽松道路仍很长



资料来源：Wind，民生证券研究院

通胀可能仍是货币现象，结果却未知，最终是资产价格通胀还是实体通胀？弗里德曼的理论认为过多的货币追逐过少的商品引起通胀。但是，这里的商品既可以是消费品，也可以是金融资产。根据美联储的货币政策目标来看，持续高于 2%是通胀强劲，长期低于 2%则是通胀疲软。从货币增速来看，不仅仅包括美国，欧盟、英国、日本和中国的 M2 增速均创下近年来新高。但是，尽管美联储大幅放松银行考核压力，当经济处于下行和企业破产风险弥漫时，银行风险偏好可能难以显著提升。市场化下，中小企业的信贷获取有限，而大型企业可以通过资本市场直接融资，对贷款的依赖也不强（2009 年后企业债爆发的原因之一）。大量现金堆积在银行系统，与 2009 年的情形非常相似。资金追逐利益最大化，由实体经济和金融资产的回报率决定。如果仍是发债回购推高股价来吸引投资，可能又是一个轮回。

美联储强调宽松仍有空间，财政必须加码。鲍威尔表示，如果有需要，可以调整前瞻指引和资产购买，财政政策可以解决美联储无法解决的问题，国会之前的财政行动帮助了经济；从根本上讲，疫情是一种反通货膨胀的冲击；美联储甚至没有考虑加息。不同于我国央行的行政管理，虽然美联储也想尝试结构性货币政策（中小企业贷款便利和市政债流动便利），但是美联储无法指挥银行的借贷行为（借助银行对中小企业发放贷款，再由美联储购买，但是效率非常低，商业银行需要大量风险评估和审核，中小企业可能无法支撑）。

因而，美联储的货币政策仍是总量工具。此时，不管是产业改革提高实体回报率，还是政府投资和消费拉动总需求(社会福利最大化和收益最大化是政府与私人投资者最大区别)，甚至是禁止回购限制分红推升资产价格，这些均依赖于国会和白宫控制的财政政策和立法功能。

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：疫情仍是美联储最大且最难防的“敌人” 2
图 2：美国经济活跃度远远落后中国，甚至不及后开放的其他发达国家 3
图 3：库存对中美经济的贡献不同，但是可能均未见底 3
图 4：菲利普斯曲线引导的货币政策，宽松道路仍很长 4

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。

付万丛，民生证券研究院宏观组研究助理。美国雪城大学经济学博士。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。