美联储火力全开，经济复苏长路漫漫——6月16日-17日美联储主席国会听证会点评

2020 年 06 月 18 日

证券分析师 李勇
执业证号：S0600519040001
010-66573671
liyong@dwzq.com.cn

事件：

- **6 月 16 日-17 日美联储主席国会听证会：**周二（06 月 16 日）到周三（6 月 17 日），美联储主席鲍威尔出席美国参议院银行业委员会听证在线会议，陈述美联储的现行政策并接受议员提问。鲍威尔发言可概括为：（1）**经济复苏**：在新冠病毒大流行得到遏制之前，美国经济全面复苏是遥不可及的，美联储将使用“全方位的工具”来为家庭和企业提供缓冲；（2）**通胀**：市场中消费需求疲弱，物价下滑，这也导致通胀表现临时走软，但维持对长线通胀逐步回升的预期；（3）**货币政策**：疫情下中小企业倒闭对经济恢复将带来更大打击，当前美联储政策正对市场产生作用；美联储没有对收益率曲线控制做出任何决定；（4）**就业**：长久封锁的状态可能损害到劳动力的就业能力，增加永久性失业的风险；（5）**利率**：利率将维持在零附近，直至经济重回正轨；（6）**种族**：美联储内部不支持种族主义。

观点：

- **经济复苏长路漫漫，疫情左右公众信心：**（1）由于产出和就业水平仍远低于新冠疫情暴发之前，美国经济何时复苏、复苏力度如何均存在高度不确定性，前景将很大程度取决于疫情走势和控制措施的效果。**在公众确信疫情得到控制之前，美国经济不太可能完全复苏；**（2）**美联储应当运用所有工具，确保美国经济强劲复苏。同时，美国国会应当配合出台更多经济纾困法案，**为美国家庭和企业提供必要援助，减轻疫情对经济的长期损害，否则州和地方政府将面临潜在的、灾难性的预算赤字，失业率也将在年内大幅上升。**未来 10 年新冠疫情可能导致美国经济损失 7.9 万亿美元。**

- **从宽货币到宽信用，曲线控制仍在酝酿：**（1）短期来看，目前的量化宽松政策对于市场影响主要仍来源对市场风险偏好的提振，后续仍需要进一步观察美联储政策**由宽货币向宽信用转变**的实际效果；（2）虽然当下美联储不会将基准利率推入负值区域，但**未来是否会采取负利率工具仍不明确**；（3）如果美联储想继续保持低利率的货币政策，美联储会考虑使用该工具，但并不是控制整个曲线，只是**控制曲线的一部分**。

- **大宗商品价格下跌，市场恐慌情绪明显：**（1）**美债普遍走升，收益率下跌**：10 年期国债收益率跌幅最大，跌至 0.72%，跌幅为-0.025%，5 年期国债收益率为 0.33%，跌幅为-0.005%，3 月期国债收益率为 0.18%，跌幅为-0.013%；（2）**美股跌幅明显**，道琼斯工业指数降至 26088，比之前低了 0.17%；标普 500 指数降至 3111，比之前低了 0.08%；（3）**美元持续走软**，跌至 97.0005，比之前低了 0.16%，未来美元指数或将继续保持下挫态势；（4）**黄金作为避险资产，价格同样出现下跌**，跌至 1726.95，跌幅为 0.11%。**市场恐慌情绪明显。**

- **风险提示：**（1）疫情管控失策超预期；（2）超调超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

1、《固收点评 20200616：1-5月经济数据点评：经济运行延续复苏态势，外部环境更加复杂严峻》2020-06-16
2、《固收点评 20200616：5月金融数据点评：社融及信贷维持高位，M2 增速持平》2020-06-16
3、《固收点评 20200615：MLF 延期续作，降息落空降准可期》2020-06-15
4、《固收周报 20200614：一周策略：央行信用扩张延续主旋律，国内政策进入实施调整期（2020 年第 22 期）》2020-06-14
5、《固收周报 20200614：利率债周报：货币政策宽松预期上升，经济复苏预期边际走弱（2020 年第 22 期）》2020-06-14

请务必阅读正文之后的免责声明部分

内容目录

1. 全方位工具积极救市，美国经济前景不明 4
2. 经济复苏长路漫漫，疫情左右公众信心 6
3. 从宽货币到宽信用，曲线控制仍在酝酿 8
4. 风险提示 11

图表目录

图 1：美国核心 CPI 年率、CPI 年率、核心 CPI 月率、美国 CPI 月率（单位：%）..... 6
图 2：美国密歇根大学消费者预期指数、美国密歇根大学消费者信心指数 6
图 3：美国初请失业金人数、美国续请失业金人数（单位：千人）..... 7
图 4：美国有效联邦基金利率和超额准备金利率（单位：%）..... 7
图 5：2020-22 年及更长时期的经济预期中位数、集中趋势和预测范围 7
图 6：美联储资产负债表贷款分项细目 9
图 7：美联储资产负债表主要扩幅贡献分项（单位：十亿美元）..... 9
图 8：穆迪 Aaa 级公司债与 10 年期美债利差及穆迪 Baa 级公司债与 10 年期美债利差(单位:%)
..... 10
图 9：截至 6 月 18 日美联储国会听证会后大宗商品价格变化（单位：%）..... 10

表 1：6 月 16 日-6 月 17 日美联储主席国会听证会内容总结 4

1. 全方位工具积极救市，美国经济前景不明

格林威治时间周二（06 月 16 日）到周三（6 月 17 日），美联储主席鲍威尔出席美国参议院银行业委员会听证在线会议，陈述美联储的现行政策并接受议员提问。

周二，美联储主席鲍威尔出席参议院金融委员会视频听证会，就美联储的半年度货币政策报告作证。根据周二听证会的直播内容，鲍威尔的听证、答疑主要围绕在对美国经济复苏现状、美联储工具与贷款计划、就业市场前景、不平等现象、和系统稳定性(美联储资产负债表、银行业压力测试)等几方面：（1）**通胀**：鲍威尔指出市场中消费需求疲弱，物价下滑，这也导致通胀表现临时走软，但维持对长线通胀逐步回升的预期；(2)**货币政策**：鲍威尔强调疫情下中小企业倒闭对经济恢复将带来更大打击，认可当前美联储政策正对市场产生作用；同时鲍威尔称美联储并没有对收益率曲线控制做出任何决定；（3）**就业**：鲍威尔认为长久封锁的状态可能损害到劳动力的就业能力，增加永久性失业的风险；（4）**利率**：鲍威尔重申利率将维持在零附近，直至经济重回正轨；（5）**种族**：鲍威尔强调美联储内部不支持种族主义。

周三，美联储主席鲍威尔出席众议院金融服务委员会视频听证会。周三听证会的直播内容则主要围绕美国经济复苏和货币政策工具全方位化展开：（1）**经济复苏**：在新冠病毒大流行得到遏制之前，美国经济全面复苏是遥不可及的，美联储将使用“全方位的工具”来为家庭和企业提供缓冲；（2）**公司债**：由于市场运行良好，债券购买规模将处于可能区间的“最低端”， 与购买交易所交易基金（ETF）相比是有意义的，购买单笔公司债是一种更好的工具；（3）**负利率**：当下美联储不会将基准利率推入负值区域，但未来是否会采取负利率工具仍不明确；（4）**财政支持**：鲍威尔敦促国会不要撤回财政支持，并应该考虑采取更多行动。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

表 1：6 月 16 日-6 月 17 日美联储主席国会听证会内容总结

疫情	1、新冠疫情将决定美国经济从 2 月份开始的衰退中**复苏的力度和持久性**。 2、经济上的不确定性很大程度上来自于对新冠的传播途径和控制措施的效果的不确定性。**在公众确信疫情得到控制之前，完全复苏是不可能的。**
量化宽松	1、3 月，**政策利率下调至接近零的水平**，预期利率将维持在目前水平。 2、自 3 月份以来，美联储一直在购买大量**国债和机构抵押贷款支持证券**，以支持市场的平稳运行，购买步伐已经放慢，在未来几个月至少以目前的速度增持美国国债和机构抵押贷款支持证券。 3、为稳定金融体系，支持家庭、企业、州和地方政府的信贷流动，美联储建立了 **11 项信贷和流动性工具**，从而稳定短期融资市场和为整个经济中的信贷提供更直接的支持。 4、为帮助稳定短期资金市场，美联储设立**商业票据融资工具和货币市场流动性工具**，以阻止优质货币市场基金的快速流出。 5、美联储建立了**一级交易商信贷安排（PDCF）**，向作为短期融资市场关键中介的一级交易商提供优质抵押品担保的贷款。 6、为支持小型企业部门，美联储建立**工资保护计划流动性工具**，以争抢新冠援助、救济和经济安全法的工资保护计划的有效性。 7、**“主要街道贷款计划”**支持向中小企业提供贷款。 7、**定期资产支持证券贷款工具**支持向企业和消费者贷款。 8、为支持投资级企业就业和支出，设立了**两项企业信贷安排**。 9、为帮助美国州和地方政府管理现金流压力并服务于他们的社区，美联储建立了**市政流动性工具。** 10、美联储将开始通过二级市场公司信贷工具购买**个人企业债券**，目前为止，这项在卫生期间期间推出的紧急工具仅购买了**投资公司债的交易所交易基金(ETF)**。 11、美联储还将调整购买策略，将遵循一项专门为该工具创设的**多元化美国公司债市场指数**。
负利率	1、当下美联储不会将基准利率推入负值区域，但**未来是否会采取负利率工具仍不明确**。
经济预期	1、从 3 月中旬开始，为应对病毒的爆发和为控制其传播而采取的措施让经济活动**以前所未有的速度下降**。 2、6 月 10 日美联储关于经济展望的中位数预测是 2020 年美国经济将萎缩 6.5%，**该预测未假设会有实质性的第二波疫情**。 3、经济低迷持续的时间越长，永久性失业和企业倒闭造成的长期损害就越大。 4、持续的失业也会**抵消许多弱势群体在长期经济扩张期间所取得的成果**，经济衰退对美国人造成了不平等的伤害，非洲裔美国人和其他少数族裔受到了最严重的损失。
通胀	1、市场中消费需求疲弱，物价下滑，这也导致通胀表现**临时走软，但维持对长线通胀逐步回升的预期。** 2、随着产出企稳和复苏，通货膨胀将趋于稳定，然后逐渐回升，接近 2%的目标。但通胀仍可能在一段时间内低于该目标。

请务必阅读正文之后的免责声明部分

就业	1、长久封锁的状态可能损害到劳动力的就业能力，**增加永久性失业的风险**。 2、到目前为止，**低收入家庭的就业率下降幅度最大**，而非裔美国人、拉丁裔美国人和女性的失业情况比其他群体要严重。

数据来源：东吴证券研究所整理

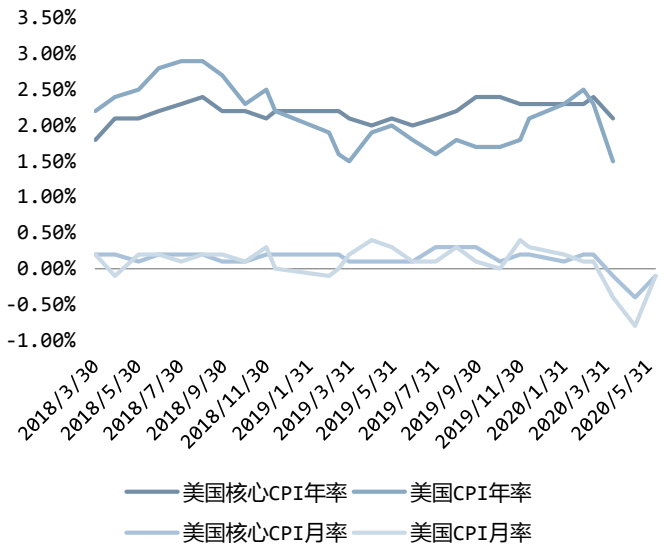
2. 经济复苏长路漫漫，疫情左右公众信心

虽然近期部分指标显示美国经济有所改善，但距离完全复苏仍有很长的路要走。随着复工复产进行，消费者信心和预期出现稳步回升，财政和联储刺激政策显现效果，美国实际个人收入在 4 月反弹，同比增长近 14%。为应对疫情对美国经济的冲击，美联储 3 月份下调联邦基金利率目标区间到零至 0.25%之间，并在 6 月份货币政策会议上维持了这一利率水平，这样的超低利率区间将持续到确信经济已承受住疫情冲击。但与此同时，美国 CPI 月率及核心 CPI 月率连续三个月下滑，但降幅有所收窄，需求仍然低迷，在美国经济重回通胀轨道之前，美联储可能继续维持联邦基金利率在零或接近零的超低水平。

由此我们可以看出：（1）**由于产出和就业水平仍远低于新冠疫情暴发之前，美国经济何时复苏、复苏力度如何均存在高度不确定性，前景将很大程度取决于疫情走势和控制措施的效果。**在公众确信疫情得到控制之前，美国经济不太可能完全复苏；（2）**美联储应当运用所有工具，确保美国经济强劲复苏。**同时，**美国国会应当配合出台更多经济纾困法案，为美国家庭和企业提供必要援助，减轻疫情对经济的长期损害**，否则州和地方政府将面临潜在的、灾难性的预算赤字，失业率也将在年内大幅上升。国会预算办公室的数字也显示，**未来 10 年新冠疫情可能导致美国经济损失 7.9 万亿美元。**

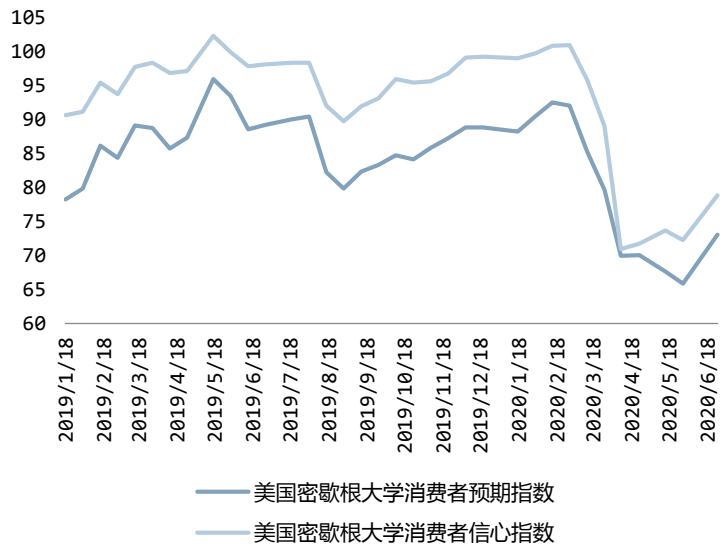
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 1：美国核心 CPI 年率、CPI 年率、核心 CPI 月率、美国 CPI 月率（单位：%）



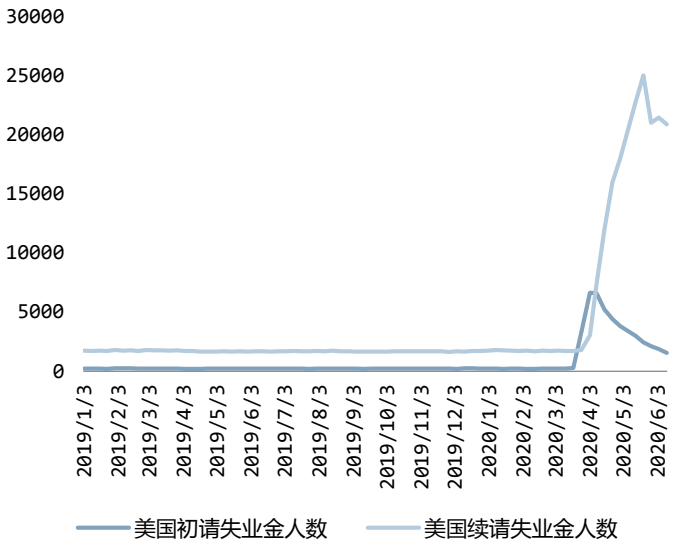
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 2：美国密歇根大学消费者预期指数、美国密歇根大学消费者信心指数



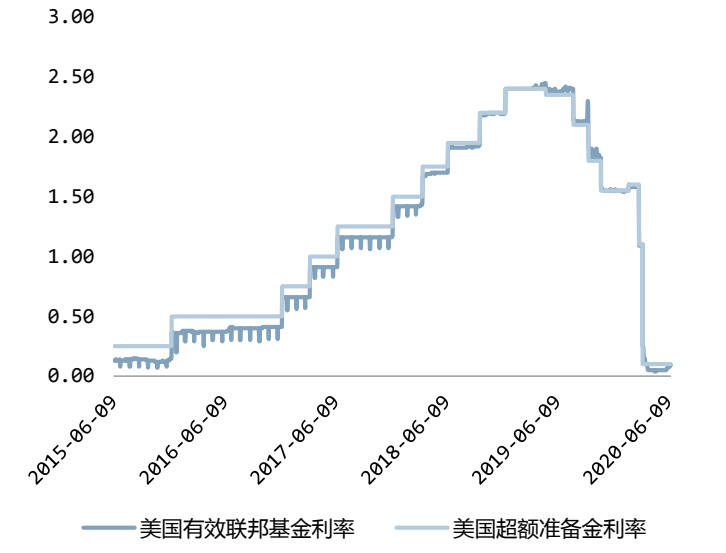
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 3：美国初请失业金人数、美国续请失业金人数（单位：千人）



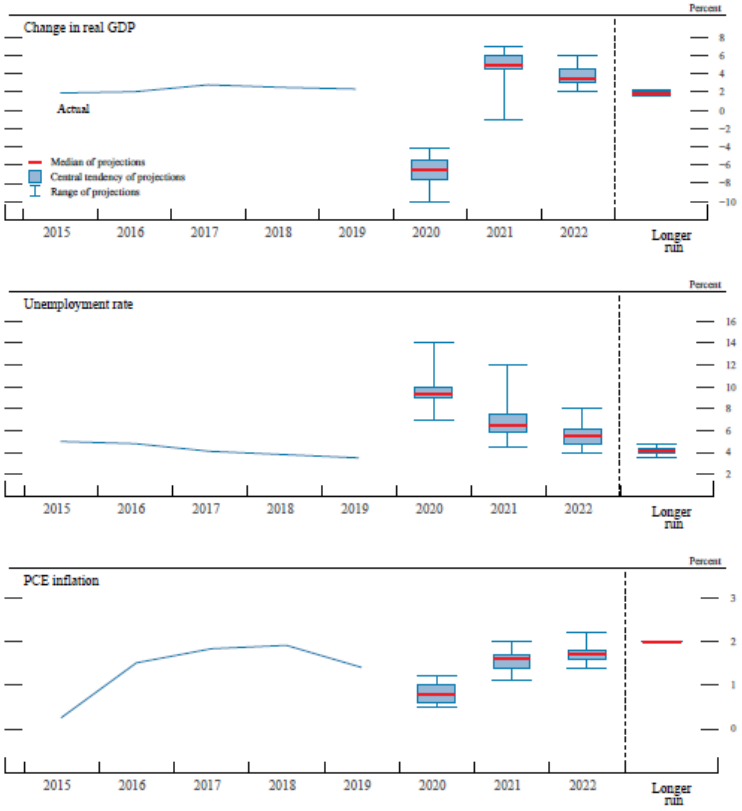
数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 4：美国有效联邦基金利率和超额准备金利率（单位：%）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 5：2020-22 年及更长时期的经济预期中位数、集中趋势和预测范围



数据来源：FRED，东吴证券研究所

3. 从宽货币到宽信用，曲线控制仍在酝酿

在一系列的量化宽松政策之后，美联储宣布直接购买公司债，再次为量化宽松进行加码。联储宣布通过二级市场信贷安排（SMCCF）自 6 月 16 日其购买公司债。SMCCF 是美联储为应对新冠疫情对美国经济冲击于 3 月 23 日推出的新工具，由纽约联储向 SPV 提供贷款，通过 SPV 购买公司债及 ETF。此前，SMCCF 仅用于购买公司债的 ETF，且规模不足 40 亿美元。本轮是美联储首次在二级市场直接购入期限不超过五年，且至少获得 BBB-或者 Baa3 评级的公司债。3 月以来美国国债利率始终处于低迷状态，表明从资本市场来看仍在继续承压，包括购买公司债在内的进一步量化宽松政策尚未显著带动美国经济的复苏。**短期来看，目前的量化宽松政策对于市场影响主要仍来源对市场风险偏好的提振，后续仍需要进一步观察美联储政策由宽货币向宽信用转变的实际效果。**

虽然当下美联储不会将基准利率推入负值区域，但未来是否会采取负利率工具仍不明确。之所以美联储迟迟不采取负利率工具，主要是因为：（1）在本轮经济的反弹上，美国是（初步）完成了货币政策正常化的，美国的基本面比欧、日都要好，物价动能比欧、日都要好；（2）负利率背后就是要默认负的自然利率水平，默认负的自然利率水

平也就默认了极低速的增长无法在正区间达到均衡，这其实会同无论“美国第一”还是“美国领导”的叙述（narrative）产生冲突，叙述的冲突可能引发叙述的改变，而叙述的改变存在风险。但鉴于美国新冠疫情迟迟未完全受到控制，加上近日美国爆发的种族歧视冲突，逼近零利率的利率区间未必能够承受住这一系列的冲击，**对于未来美联储是否仍会坚定地拒绝负利率工具，我们仍存在一定疑问。**

目前，美联储仍未对是否采用收益率曲线控制做出任何决定。但鲍威尔在听证会上也指出**如果美联储想继续保持低利率的货币政策，美联储会考虑使用该工具，但并不是控制整个曲线，只是控制曲线的一部分。**鲍威尔表示美联储正在评估该工具的早期阶段。美联储迟迟不采用收益率曲线控制主要是因为：（1）**美联储当前的情况并没有到需要实行收益率曲线控制的地步**，10 年期国债收益率至截稿时报 0.75%，收益率曲线形态保持着较好的陡峭程度，倒挂指标距离收负尚有一定距离，美元也维持 100 点位以下的相对弱势震荡格局；（2）**施行 YCC 前关注这几个先决条件是否凑齐**：收益率曲线下沉；收益率曲线平坦化；本币升值压力；金融机构整体盈利能力下降；联储资产负债表规模持续扩大。

从图 9 可以看出，受美联储国会听证会的影响，美债普遍走升，收益率下跌：10 年期国债收益率跌幅最大，跌至 0.72%，跌幅为-0.025%，5 年期国债收益率为 0.33%，跌幅为-0.005%，3 月期国债收益率为 0.18%，跌幅为-0.013%。美股跌幅明显，道琼斯工业指数降至 26088，比之前低了 0.17%；标普 500 指数降至 3111，比之前低了 0.08%。美元持续走软，跌至 97.0005，比之前低了 0.16%，未来美元指数或将继续保持下挫态势。黄金作为避险资产，价格同样出现下跌，跌至 1726.95，跌幅为 0.11%。市场恐慌情绪明显。

图 6：美联储资产负债表贷款分项细目

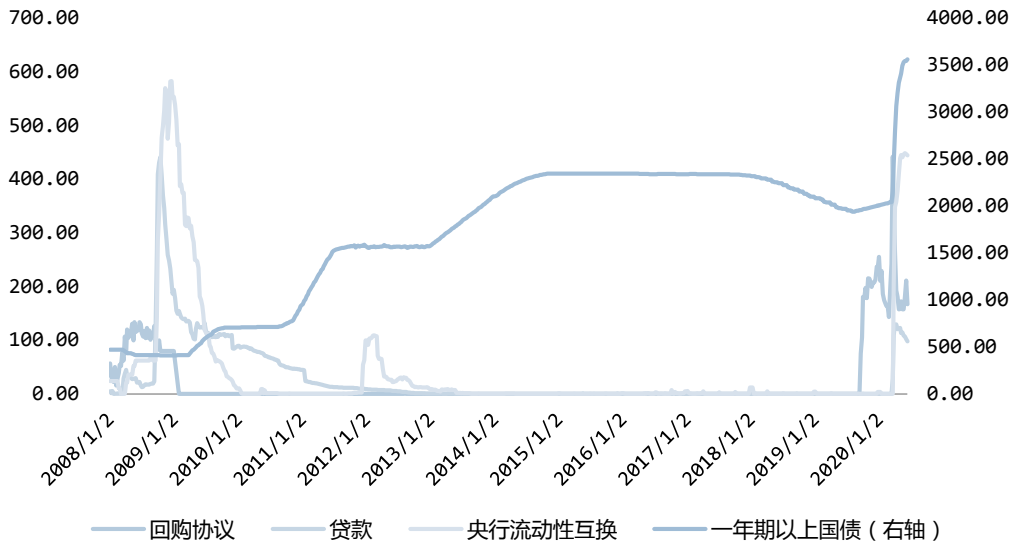
1. Factors Affecting Reserve Balances of Depository Institutions
Millions of dollars

Reserve Bank credit, related items, and reserve balances of depository institutions at Federal Reserve Banks	Averages of daily figures Week ended Jun 10, 2020		Change from week ended Jun 3, 2020		Change from week ended Jun 12, 2019	Wednesday Jun 10, 2020
Loans	99,603	-	4,838	+	99,554	98,227
Primary credit	9,252	-	4,479	+	9,250	8,427
Secondary credit	0		0		0	0
Seasonal credit	10	+	5	-	37	11
Primary Dealer Credit Facility	5,846	+	64	+	5,846	5,829
Money Market Mutual Fund Liquidity Facility	28,168	-	3,493	+	28,168	26,977
Paycheck Protection Program Liquidity Facility	56,325	+	3,063	+	56,325	56,983
Other credit extensions	0		0		0	0

数据来源：Federal Reserve，东吴证券研究所

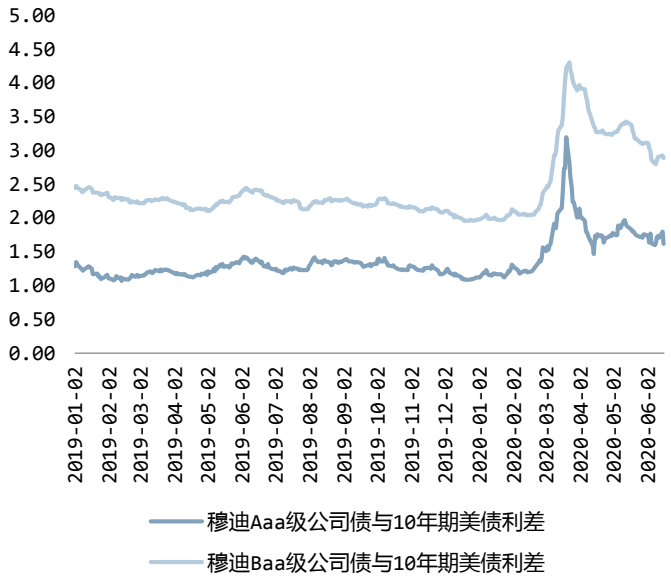
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图 7：美联储资产负债表主要扩幅贡献分项（单位：十亿美元）



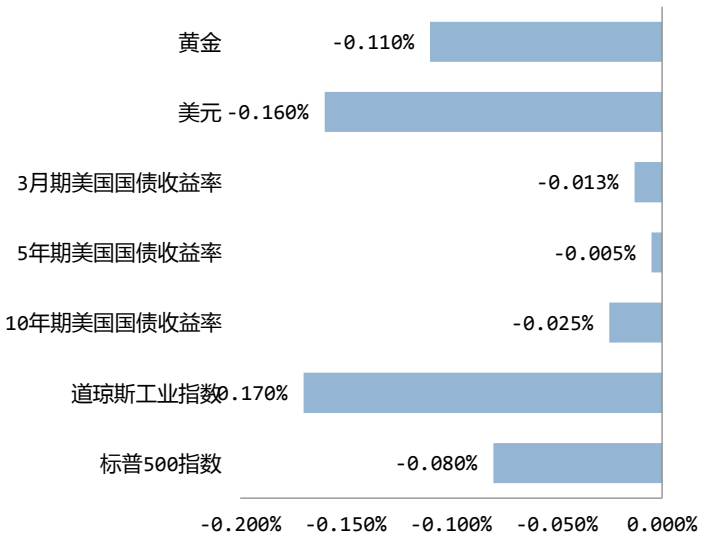
数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 8：穆迪 Aaa 级公司债与 10 年期美债利差及穆迪 Baa 级公司债与 10 年期美债利差（单位：%）



数据来源：FRED，东吴证券研究所

图 9：截至 6 月 18 日美联储国会听证会后大宗商品价格变化（单位：%）



数据来源： Trading Economics，东吴证券研究所

请务必阅读正文之后的免责声明部分

4. 风险提示

（1）疫情管控失策超预期；（2）超调超预期；（3）民粹情绪反弹超预期。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上；

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%；

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址： http://www.dwzq.com.cn