东兴证券 DONGXING SECURITIES

美联储维持宽松态度明确

——美联储5月FOMC点评

2020 年 06 月 11 日

宏观经济 | 事件点评

分析师	康明怡	电话：021-25102911 邮箱：kangmy@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519090001
研究助理	杨城弟	电话：010-66555383 邮箱：yangchd@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480119070054

事件：

美联储维持利率目标区间不变[0,0.1%],维持当前扩表操作。

主要观点：

美联储向市场传达了宽松的明确态度。本次疫情爆发后，美联储的整套应对政策体系出台较为及时和全面，并考虑到极端情况下对各种应对措施不预设上限的可能。从历次经济危机的经验来看，货币政策越及时到位，经济恢复的速度就越快。

会议再次特别提到骤降的油价和消费者需求收缩带来的通胀压力消失，为实施 0 利率和各种扩表和流动性支持政策扫除了潜在通胀障碍。从生产成本看，随着主要国家进入复工节奏，对原油及其他大宗商品需求将开始回升（图 1）。但考虑到拉美国家的疫情控制情况，全球今年完全摆脱疫情的影响的概率不大，这对原油等价格仍有压制作用。**从需求端看，**5 月最新核心 CPI 还比数据首次连续 3 个月收缩。虽然通胀数据有明确触底企稳的逻辑，但显然今年核心通胀将远离美联储的 2%目标。最后，**从负债端看，**需要低利率减轻负债负担。当前对企业的救助无疑将增加企业和联邦政府杠杆，债务的利率水平是很好的对冲杠杆压力的方法。因此，需要维持低利率区间相当长一段时间以缓解企业和联邦政府的偿债压力。

美联储政策目的为兜底美国核心债务，尽可能保持现有企业建制，为复工后企业运转速度能跟上复工速度，实现经济的快速复苏。美联储整套政策可理解为避免实体经济中核心部分少受到疫情下经济活动冻结的冲击，避免大量企业倒闭，保证疫情结束后经济快速复苏的可能，而非刺激经济。刺激经济需要激发经济的新的需求动能。在当前疫情背景下，经济活动无法正常运行，因此低利率以及其他政策只能防止大量企业倒闭而无法刺激需求。保持企业建制，能保证企业运转的速度能跟上复工的速度，反映到宏观数据上则为经济的快速复苏。若大量企业倒闭，从建立新的企业到恢复到之前的企业规模都需要较长时间，即新企业运转的速度跟不上复工速度，反映到宏观数据上则为经济的缓慢复苏和长期较高水平的失业。

短端货币市场在美联储的介入下大致恢复。银行隔夜市场方面，联邦资金市场利率 EFFR 在一周内略有回升，从 5bp 升至 7bp 左右，交易量已迅速回到疫情之前的低位。OBFR99 分位和 EFFR 99 分位与各自 25 分位的利差亦回落至正常水平。**商业票据市场方面**，美联储在前两周进行了自公布票据便利措施以来的第一次大额购买。（详见 6 月 4 日报告《美国商业票据市场大致恢复》。）目前商业票据 9 天以内的发行量恢复正常，A1 级别票据发行者已将大量其他期限的票据置换成新发的 3 个月票据售卖给美联储。受此影响，包括 A2 级别在内的票据整体市场流动性恢复，A1、A2 利率和整体发行量保持稳定。

高质量债市恢复平稳，投资级别以下利率有效回落。国债方面，美十债的下限区间为 55~65bp，暗含市场对最差情景的预期，相应模型参数为制造业 PMI=40，CPI 同比=0；上限为 100-125bp。受美国整体杠杆率再次走高的影响，特别是联邦政府债务，为保持经济稳定，国十债利率上限将受到压制（如控制利率曲线等方式）。**公司债方面**，Aaa 级别利率(2.41%)已稳定在疫情前的低位水平，Baa 级别（3.82%）尚未完全恢复，但已比上月下降 10bp，距离疫情之前约 30bp。而 CCC 级别及以下有效利率（13.16%）从 5 月 28 日以后显著下降，距离疫情之前 300bp。

美国经济有望 2 季度触底，3 季度反弹。疫情对经济的冲击较为特殊，对经济数据的短期影响是剧烈的，横向比较意义不大。与一般经济衰退不同，疫情控制需要减少人员流动，大部分的经济活动在同一时间收缩冻结。因此它对经济各行业的冲击是同时的，所有的经济数据表现出骤然剧烈的下降亦在合理范围内。显然，当前经济数据的剧烈波动与经济本身的机制健康与否无关。疫情可控后，经济活动也会受复工节奏较快的恢复到一定水平。而经济真正的挑战是在第一轮刚性复工后，经济能否依靠内生机制的运行复苏到疫情之前。

资本市场方面，当前市场处于对复工的乐观预期中。复工恢复到一定水平后，市场对不确定性的评估权重将有所上升。目前仍维持 5 月初的观点：

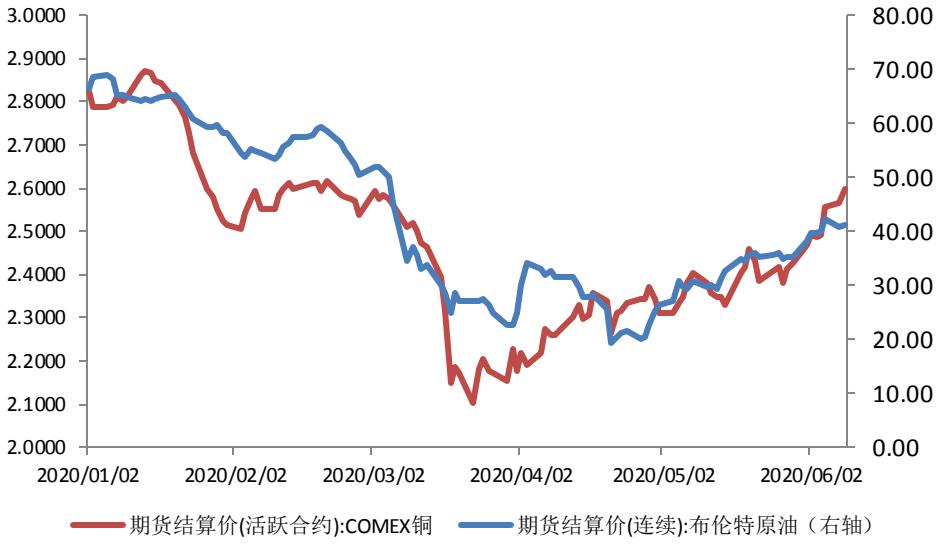
美十债：　　下限区间处于 55~65bp，上限 100-125bp。

美股：　　略偏积极，6 月底 7 月初或迎来对 2 季度公司盈利预期对美股影响的时间段，但受宽松的财政货币政策影响，系统性风险小于 3 月中旬。

美元指数：　　5 月后走弱，但较难有效回落至 95 以下。

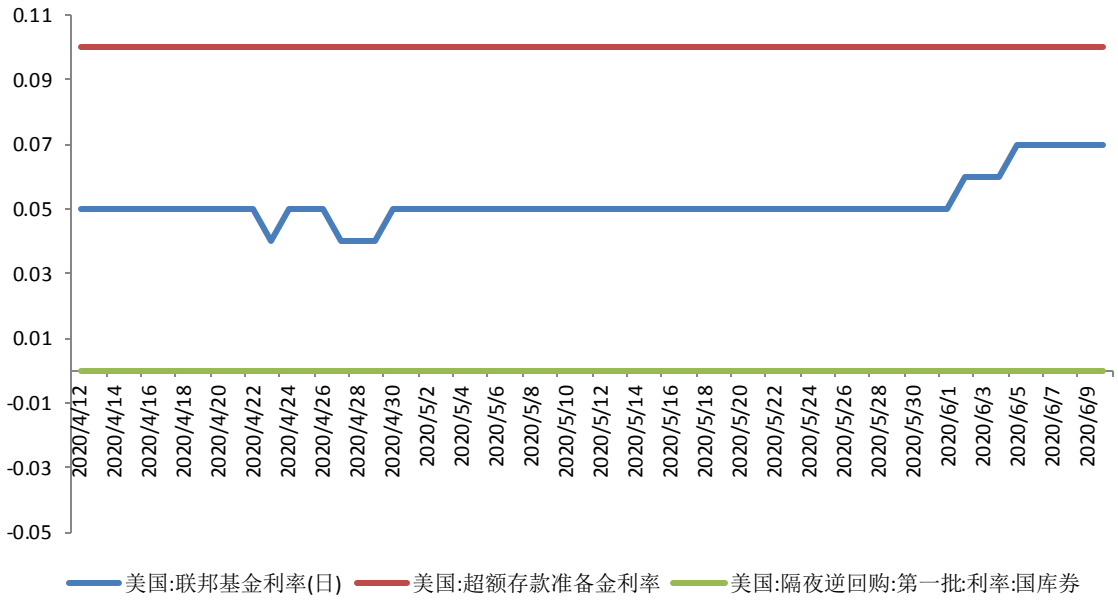
（数据来源：wind，东兴研究所，图表在下页）

图1：大宗价格有所回升



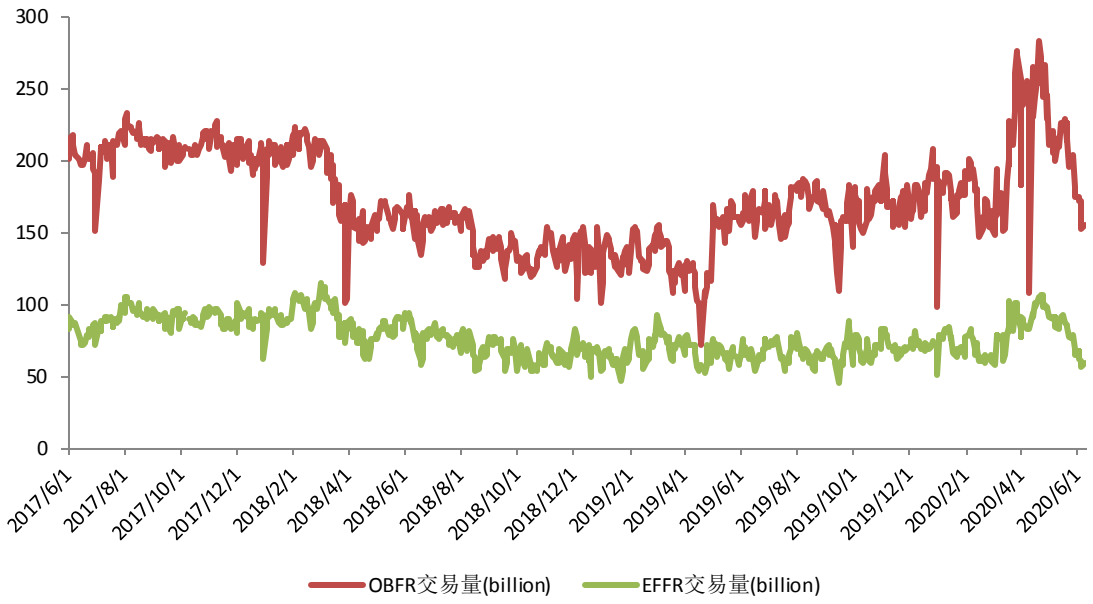
资料来源：wind，东兴证券研究所

图2：EFFR 略有回升



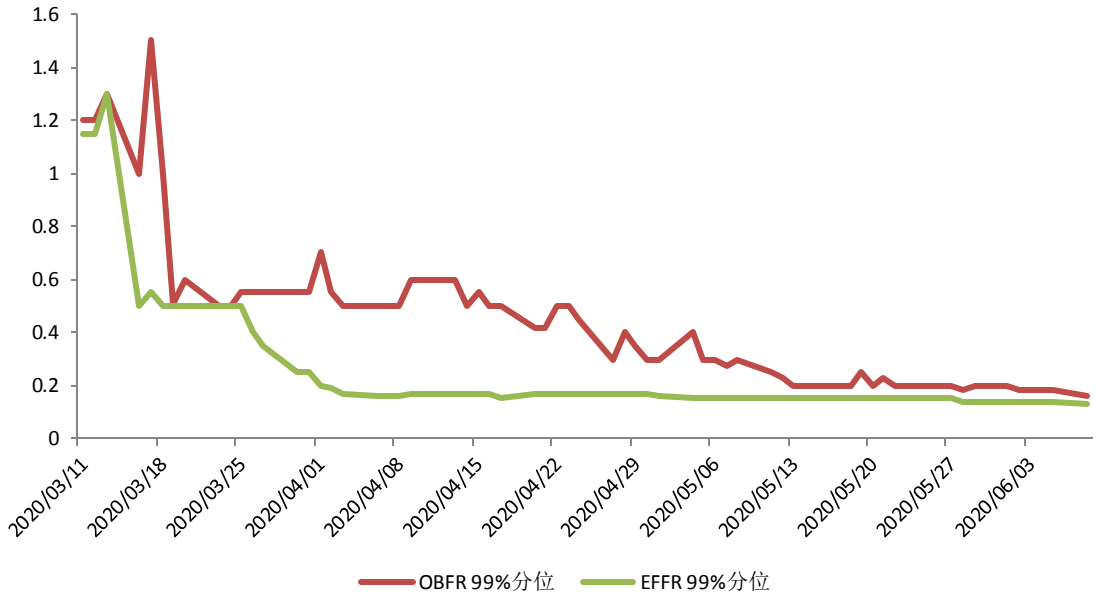
资料来源：wind，东兴证券研究所

图3：银行间隔夜市场交易量回落至疫情爆发之前



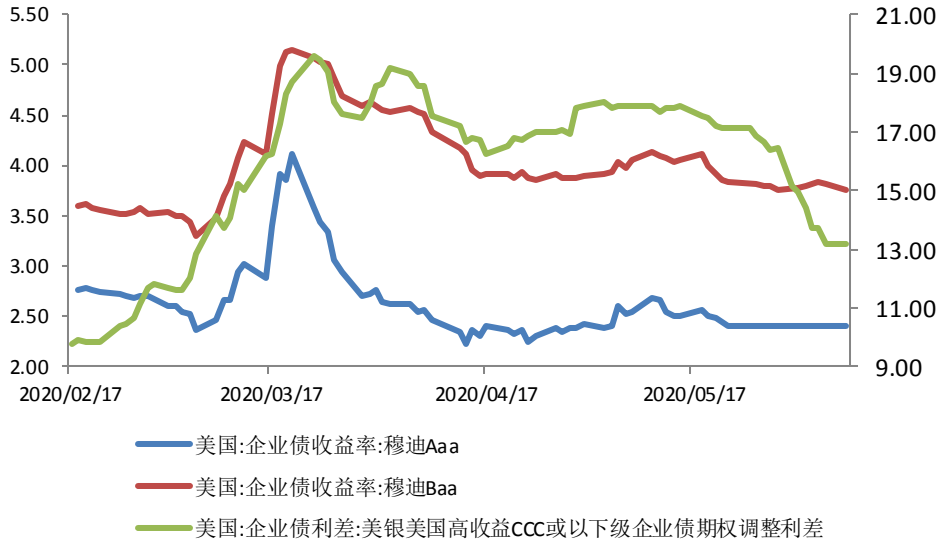
资料来源：wind，东兴证券研究所

图4：银行隔夜拆借利率 99 分位有效回落



资料来源：wind，东兴证券研究所

图5：公司债利率回落



资料来源：wind，东兴证券研究所

风险提示：美国复工后疫情二次爆发。

相关报告汇总

报告类型	标题	日期
宏观普通报告	宏观普通报告：非农数据触底回升，疫情效应开始消退	2020-06-08
宏观普通报告	宏观普通报告：进出口数据处于 2015 年全球小衰退底部区间	2020-06-08
宏观深度报告	宏观深度报告：美国商业票据市场大致恢复	2020-06-05
宏观深度报告	宏观深度报告：美国隔夜回购市场已有效恢复	2020-05-22
宏观普通报告	宏观普通报告：美国 5 月通胀或见底企稳	2020-05-13
宏观普通报告	宏观普通报告：非农数据 5 月处于底部，6 月回升	2020-05-10
宏观普通报告	宏观普通报告：海外疫情和石油价格带来进出口数据超预期	2020-05-08
宏观普通报告	宏观普通报告：美国 GDP2 季度触底，3 季度复苏	2020-04-30
宏观普通报告	宏观普通报告：美联储将维持低利率政策较长时间	2020-04-30
宏观深度报告	东兴宏观：未来劳动力人口负增长的“危”与“机”——人口序列专题报告之六	2020-04-28

资料来源：东兴证券研究所

分析师简介

康明怡

经济学博士。分别就读于武汉大学、清华大学和明尼苏达大学，博士期间曾在明尼苏达大学、美联储明尼阿波利斯分行从事多年教学和访问工作。2010 年开始执教于复旦大学经济学院 985 平台，上海浦江人才计划项目。2017 年加入东兴证券研究所。

研究助理简介

杨城弟

中国人民大学金融学硕士，本科毕业于外交学院，2019 年加入东兴证券研究所

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%～+5%之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5%以上。

东兴证券研究所

北京
西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：010-66554070
传真：010-66554008

上海
虹口区杨树浦路 248 号瑞丰国际大厦 5 层
邮编：200082
电话：021-25102800
传真：021-25102881

深圳
福田区益田路 6009 号新世界中心 46F
邮编：518038
电话：0755-83239601
传真：0755-23824526