2020 年 6 月 11 日

宏观经济

新时代证券 New Times Securities

回不去的美元利率

——2020 年 6 月美联储议息会议点评

行业点评

● 美联储预计长期维持低利率

6 月 FOMC 会议声明对美国经济形势的评估相较 4 月进一步强调了疫情对当前经济活动的影响和对未来造成的风险。美联储表示，冠状病毒的爆发正在美国和世界各地造成巨大的人道和经济困难。病毒流行和为保护公众健康而采取的措施已导致经济活动急剧下降和失业人数激增，需求疲软和油价大幅下跌抑制了物价通胀。过去一段时间里金融状况有所改善，部分反映出支持经济和支持信贷向美国家庭和企业流动的政策措施。

美联储在会议声明中表示，持续的公共卫生危机将在短期内严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险。美联储预计将维持当前联邦利率区间，直到联储确信美国经济平安度过了近期事件并步入实现最大就业和物价稳定的正轨。公布的点阵图显示，美联储预计维持当前低利率水平至少到 2022 年，因此美国将长期处于低利率水平。未来几个月，美联储将至少按目前的节奏增加其持有的美国国债以及机构住宅和商业抵押贷款支持证券的持有量，以维持市场平稳运转，支持信贷流向家庭和企业。

在经济预测方面，美联储对 2020 年美国 GDP 增速中性预测为-6.5%，对 2020 年美国失业率中性预测为 9.3%，对 2020 年美国核心 PCE 通胀的预测为 1.0%。

● 难以回到过去的美元利率

随着美国经济逐渐修复，美联储未来可能加息，但短期内政策利率也很难回到疫情前的位置，背后的原因是疫情可能对美国经济产生长期的影响。一方面，低利率环境下，美国企业的杠杆率也大幅提升，即使未来美国经济好转，美联储也不敢贸然加息。另一方面，此次疫情还可能增加美国居民的预防性储蓄，进而使自然利率低于疫情前，也使未来美国政策利率短期无法回到以前。

● 后疫情时代的全球美元流动性变化

美联储未来可能较长时间地维持低利率，即使加息也难以快速恢复到疫情前的水平，这会从根本上影响美元流动性的供给。贸易、投资、投机是美元流动的三大驱动力。后疫情时代，国际经贸关系的变化以及美元低利率，会使国际贸易、投资、投机发生一些变化，而与之相配套的国际美元流动也会发生改变，但据此判断美元走势是比较困难的。次贷危机后，美国和欧洲、日本的利差扩大，这催生了套利活动，如果美国利率也向低利率转变，那么这种套利模式可能会减少。在经济周期正常情况下，这种套利的减少会带来美元需求下降，美元会走弱。但是当全球经济处于衰退或者发生经济政治风险时，由于美国利率已处于低位，再降息的空间不大，美元作为避险货币将得到强化，美元就会更加强势。长期而言，美国等一些国家的技术进步率高于欧日，人口结构也好于欧日，长期自然利率是高于 0 的，同样没必要实施负政策利率。未来的美元低利率，一方面会使产业资本从美国流向资本开放程度较高、经济稳健的经济体，另一方面，美元和欧元、日元的套利活动萎缩，但美元作为避险货币的属性将加强，美元和其他货币可能形成新的套利组合。这个货币的利率必须高于美元，而且发行该货币的国家需要资本可以自由流动、货币可以自由兑换、资产的流动性较高。

● 风险提示：经济恢复超出美联储预期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

美联储降息救市，但市场担心“弹药”不足

2020-3-4

目 录

1、 美联储将长期维持货币宽松.....3
2、 难以回到过去的美元利率.....3
3、 后疫情时代的全球美元流动性变化.....4

北京时间 2020 年 6 月 11 日凌晨，美联储公布 6 月 FOMC 会议声明，维持联邦基金利率在 0%-0.25%区间不变，将超额准备金利率维持在 0.1%不变，符合市场预期，美联储票委均全票通过此次利率决议。FOMC 会议声明偏鸽，声明发布后美股三大指数、金价上涨，美元指数下跌，但稍后的新闻发布会上鲍威尔关于收益率曲线控制的陈述低于预期，资产价格又回调。

1、 美联储将长期维持货币宽松

6 月 FOMC 会议声明对美国经济形势的评估相较 4 月进一步强调了疫情对当前经济活动的影响和对未来造成的风险。美联储表示，新型冠状病毒的爆发正在美国和世界各地造成巨大的人道和经济困难。病毒流行和为保护公众健康而采取的措施已导致经济活动急剧下降和失业人数激增，需求疲软和油价大幅下跌抑制了物价通胀。过去一段时间里金融状况有所改善，部分反映出支持经济和支持信贷向美国家庭和企业流动的政策措施。

在前瞻指引方面，美联储认为，持续的公共卫生危机将在短期内严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险。美联储预计将维持当前联邦利率区间，直到联储确信美国经济平安度过了近期事件并步入实现最大就业和物价稳定的正轨。公布的点阵图显示，美联储预计维持当前低利率水平至少到 2022 年，因此美国将长期处于低利率水平。美联储对 2020 年美国 GDP 增速中性预测为-6.5%，对 2020 年美国失业率中性预测为 9.3%，对 2020 年美国核心 PCE 通胀的预测为 1.0%。美联储将持续监控公共卫生、国际形势以及温和通胀压力的相关信息，并使用其工具箱采取适当行动支持经济。在决定未来货币政策调整的时机和规模方面，美联储将评估经济状况相对于充分就业目标及其相对应的 2%通货膨胀率目标的差距，评估内容将广泛考虑劳动市场状况、通胀压力指标、通胀预期、以及金融市场和国际形势的发展。为了支持信贷流向家庭和企业，未来几个月，美联储将至少按目前的节奏增加其持有的美国国债以及机构住宅和商业抵押贷款支持证券，以维持市场平稳运转，促进货币政策向更广阔范围的有效传导。此外，公开市场操作将继续提供大规模的隔夜和定期回购协议操作。

在新闻发布会上美联储主席鲍威尔表示，委员会在会议上讨论了当前联邦基金利率处于下限时实施货币政策的方法，包括前瞻指引的具体形式和资产购买，委员们还回顾了收益率曲线控制的历史和国外经验。鲍威尔称，收益率曲线控制否会有用地补充美联储的主要工具仍是一个悬而未决的问题，美联储将继续进行讨论，并将随着获得经济形势的更多信息而评估美联储货币政策立场。

2、 难以回到过去的美元利率

即使未来美国经济逐渐修复，美联储可能加息，但短期内政策利率也很难回到疫情前的位置，比如 2.5%，背后的原因是疫情可能对美国经济产生长期影响。一方面，美国企业的杠杆率继续上升，债务偿还压力增加，另一方面，未来美国居民的预防性储蓄可能上升，这些都会拉低自然利率。

此次美联储的应对非常及时、有必要，避免了类似大萧条时期的不作为，极大地缓解了美国企业的信用风险，防止了美国债务危机的爆发。不过，低利率环境下，美国企业的杠杆率也大幅提升，这意味着“借新还旧”的压力较疫情前进一步增加，也会挤出投资支出，即使未来美国经济好转，美联储也不敢贸然加息。另外，低利率环境还导致了一些企业“僵尸化”，一些盈利能力低下的企业更加容易获得资金，阻碍了市场出清，资源配置效率也会降低，从而损害美国的长期增长潜力，进而拉

低自然利率。

此次疫情还可能增加美国居民的预防性储蓄，进而使自然利率低于疫情前，也使未来美国政策利率短期无法回到以前。次贷危机前的几轮加息进程中，美国联邦基金利率均能达到5%以上,而次贷危机后联邦基金利率只达到2.5%,就再次降息，主要原因是自然利率在下滑。而自然利率下滑，一方面因为美国经济轻资产化、市场集中度上升、风险偏好下降等原因导致的投资意愿下降，另一方面则因为次贷危机后，美国居民的生活方式发生了改变，他们更加节俭，储蓄率开始有所回升，资金供给增加。这次疫情也导致很多人失业、收入下降，同时医疗费用增加，为了自己及家人有更多的资源应对这种不确定性，人们会削减消费，增加预防性储蓄。

企业债务压力、潜在经济增速下滑、储蓄率上升，可能会导致美国自然利率低于疫情前，那么美联储政策利率也无法回到以前。美国经济可能向日本、欧洲模式转化，但整体上经济增速、通胀、利率会略高于欧洲、日本。

3、 后疫情时代的全球美元流动性变化

次贷危机后，欧日实施零利率、负利率，但美国 2015 年开始加息，美国和欧洲、日本的利差扩大，这催生了套利活动，投资者可以通过借入日元，然后换成美元资产来获得利差。如果美国利率也向低利率转变,那么这种套利模式可能会减少。这并不是意味着美元需求一定会下降，美元将贬值。在经济周期正常情况下，这种套利的减少会带来美元需求下降，美元会走弱。但是当全球经济处于衰退或者发生经济政治风险时，由于美国利率已处于低位，再降息的空间不大，美元作为避险货币将得到强化，美元就会更加强势。

未来有没有可能美元利率持续下降，甚至低于欧元、日元利率，使国际套利资金的流动扭转？这种可能性是很小的，虽然美元利率下滑,但大概率还是高于欧元、日元利率的。和日本相似的条件是，美国“婴儿潮”一代逐渐进入老龄阶段，美国的老龄化加重。但比日本好一点的是，美国是移民国家，当前美国的人口增速高于日本。此外，美国的技术进步速度也比日本高。日本所采用的政府主导型经济发展模式，在初期推动大规模投资促进经济快速发展，但随着日本经济走到世界前沿以及产业结构发生变化，这种模式难以为继，企业制度竞争力和创新性受到制约。加上老龄化需要更多社会保障支出，对研发支出形成挤压，低生育率导致年轻研究人员储备不足，1990 年代之后，日本的技术进步速度较慢。次贷危机后，奥巴马、特朗普政府推行供给侧改革，疫情之前几年美国潜在经济增速有所回升。虽然这次疫情会对美国潜在经济增速造成影响，比如一些企业“僵尸化”，但是美国作为世界研发中心，潜在经济增速应该会高于欧洲、日本的。

这也是此次疫情期间美国不实施负利率的原因。自然利率分为短期和长期，长期是由生产率、人口、储蓄等长期因素决定，短期由外生冲击、消费投资情绪、财政政策等因素影响。疫情导致消费、投资情绪低落，短期自然利率下降至 0 甚至负值，但是随着疫情好转，消费投资情绪也会更加乐观，自然利率会自动上升，转为正值，此时传统货币政策就会起效果了。另外，政策利率还存在一个有效下限，疫情下的消费投资不会因为有“补贴”就会增加，政策利率低于某个值就没继续下降的必要，这个有效下限甚至可能是正值。短期而言，应对疫情冲击下的自然利率下滑，没必要实施政策负利率。随着疫情好转，自然利率自然会上升。我们看到 5 月以来美国经济对疫情反应变得迟钝，并开始好转，市场甚至出现了加息预期。长期而言，美国等一些国家的技术进步率高于欧日，人口结构也好于欧日，长期自然利

率是高于 0 的，同样没必要实施负政策利率。当然，如果疫情的影响长期化，或者其他原因导致长期自然利率为负，此时负政策利率是个选项。

未来的美元低利率，一方面会使产业资本从美国流向资本开放程度较高、经济稳健的经济体，另一方面，美元和欧元、日元的套利活动萎缩，但美元作为避险货币的属性将加强，美元和其他货币可能形成新的套利组合。这个货币的利率必须高于美元，而且发行该货币的国家需要资本可以自由流动、货币可以自由兑换、资产的流动性较高。

总之，虽然美国经济逐渐在修复，但是疫情对美国经济可能会产生长期影响，降低美国的自然利率，美联储未来可能较长时间地维持低利率，即使加息也难以快速恢复到疫情前的水平，这会从根本上影响美元流动性的供给。贸易、投资、投机是美元流动的三大驱动力。后疫情时代，国际经贸关系的变化以及美元低利率，会使国际贸易、投资、投机发生一些变化，而与之相配套的国际美元流动也会发生改变，但据此判断美元走势是比较困难的。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

潘向东，首席经济学家，中国财政学会第九届理事会常务理事，“财经改革发展智库”专家委员会委员，中国证券业协会分析师专业委员会委员，中国首席经济学家理事会理事。曾任光大集团和国家开发银行特约研究员，《经济研究》和《世界经济》的审稿专家。历任中信建投证券首席宏观分析师、光大证券研究所副所长、光大证券首席经济学家、中国银河证券首席经济学家兼研究所所长。先后在《经济研究》和《世界经济》等学术杂志发表过数篇论文。先后主持或参加过国家社科重点项目、国家社科基金、国家自然科学基金、博士点基金、博士后基金等。个人著作【真实繁荣】，社会科学文献出版社 2016 年 8 月出版。

刘娟秀，宏观团队负责人，首席宏观分析师，英国格拉斯哥大学经济学博士，9 年国际、国内宏观经济研究工作经验，先后就职于光大证券、中国银河证券研究部，任宏观分析师。

邢曙光，资深宏观分析师，厦门大学经济学博士，北京大学经济学博士后，丹麦哥本哈根大学访问学者，曾任北京大学经济研究所助理研究员，2018 年加入新时代证券研究所。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：	未来6－12个月，预计该行业指数表现强于同期市场基准指数。
中性：	未来6－12个月，预计该行业指数表现基本与同期市场基准指数持平。
回避：	未来6－12个月，预计该行业指数表现弱于同期市场基准指数。

市场基准指数为沪深 300 指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅在20%以上。该评级由分析师给出。
推荐：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数涨幅介于5%－20%。该评级由分析师给出。
中性：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数变动幅度介于-5%－5%。该评级由分析师给出。
回避：	未来6－12个月，预计该公司股价相对同期市场基准指数跌幅在5%以上。该评级由分析师给出。

市场基准指数为沪深 300 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，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。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券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进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券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。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	**郝颖 销售总监**	
	固话：010-69004649 邮箱：haoying1@xsdzq.cn	
上海	**吕荻琪 销售总监**	
	固话：021-68865595 转 258 邮箱：lvyouqi@xsdzq.cn	
广深	**吴林蔓 销售总监**	
	固话：0755-82291898 邮箱：wulinman@xsdzq.cn	

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层 邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼 邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室 邮编：518046

公司网址：http://www.xsdzq.cn/