宏观研究

长期低通胀、零利率、较高失业率

——美联储眼中的美国经济

宏观事件点评 | 2020 年 6 月 11 日

报告摘要：

美联储 6 月维持利率不变，符合预期；点阵图预计 2023 年前维持零利率，PCE 显著低于市场预期值。鲍威尔宣称将继续讨论收益率曲线控制。

- **点阵图和预测表显示，2023年前恐难达到通胀率目标。**

基于失业率难以在 2023 年前达到自然失业率，美联储预计 2023 年前不会加息。美联储预计 2020 年底失业率为 9.3%，但是预测区间显示内部分歧较大，说明劳动力市场仍存较大不确定性。由于高失业将压制通胀率回升，美联储预计 2020 年至 2022 年 PCE 分别为 0.8%，1.6%和 1.7%，最高预测值为 2022 年的 2.2%，远低于彭博统计的市场通胀预期。

- **为什么通胀将长期疲软？**

四大因素支撑通胀难以显著回升：失业率绝对水平为大萧条以来最高值；经济重启后劳动供给上升将压制薪资增速；居民债务总量仍在上升，固定利息支出将在疫情结束后重启；近期 M1 和居民收入的高增速主要来自财政转移支付，未来存在较大不确定性。由于经济预期存在较大不确定性，居民的预防性储蓄欲望较强，可能压制消费支出和 PCE。

- **为什么货币超发未必带来高通胀？**

美联储史无前例的货币政策导致 M2 增速“突破天际”，引发高通胀的担忧。实际上，货币超发未必带来高通胀，关键看经济体所处发展阶段。值得注意的是，企业部门债务增速仍没见下降（去杠杆），加杠杆投资的能力较为有限。历史上的恶性通胀均为油价冲击导致，不适用于当前经济结构。另一种可能是美联储希望通过“超低”通胀预期值来强化宽松预期，为后续货币政策打开空间。

- **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 6 月份 FOMC 会议决定维持联邦基金利率目标区间 0%-0.25%，维持超额准备金率（IOER）在 0.1%不变，符合市场预期。

正文：

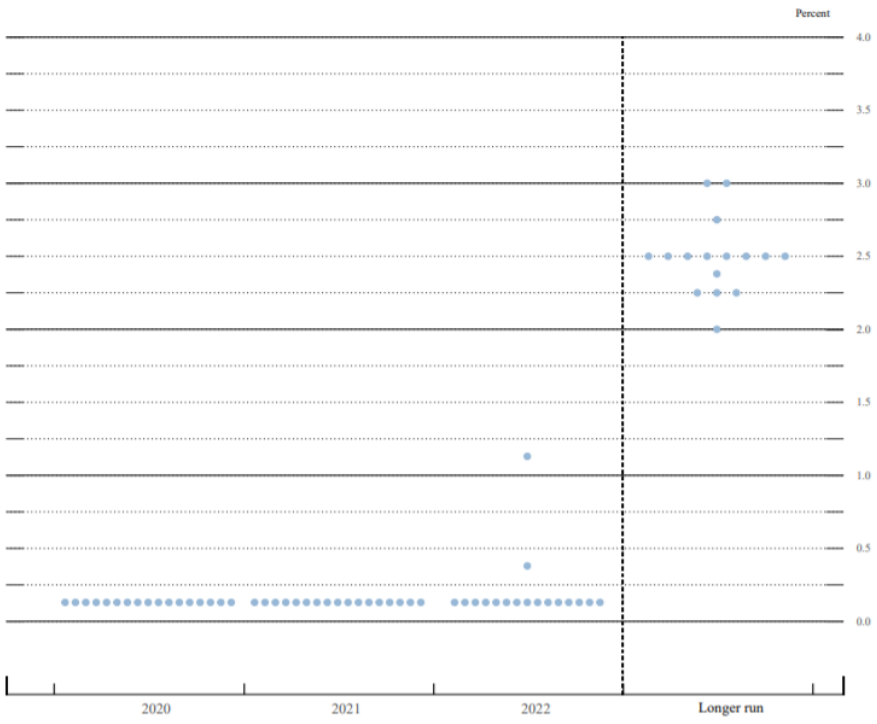
会议声明和新闻发布会的主要内容：

1）关于经济和通胀：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显著的下行压力；

2）关于利率和 QE：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，继续讨论收益率曲线控制；

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。

图 1：点阵图显示美联储预计至 2022 年维持零利率



资料来源：Fed，民生证券研究院

美联储预计失业率将压制通胀率，2023 年前难以接近目标值。美联储对 GDP 的预期略好于 OECD 和世界银行，但仍难言乐观，预计 2020 年下降 6.5%，2021 年和 2022 年分别增长 5%和 3.5%。美联储预计 2020 年底失业率为 9.3%，但是从预测区间来看，分歧非常大：2020 年最高值为 14%，最低值为 7%。由于 2022 年失业率（5.5%）仍处于长期自然失业率上方，美联储对联邦基准利率的预期较为一致，仅两人预计 2022 年需要加息。

值得注意的是，美联储预计的通胀率远低于市场预期：2020 年至 2022 年 PCE 分别为 0.8%，1.6%和 1.7%。而且，最高通胀预期仅为 2022 年的 2.2%，表明美联储非常自信不会出现高通胀的副作用。因而，从通胀率上看，美联储的“鸽派”信号非常强烈。至于收益率曲线控制，鲍威尔宣称 FOMC 成员将继续讨论是否适用于当前美国经济状况，我们预计 9 月有可能实施。

图 2：美联储的“超低”通胀预期为后续政策打开空间

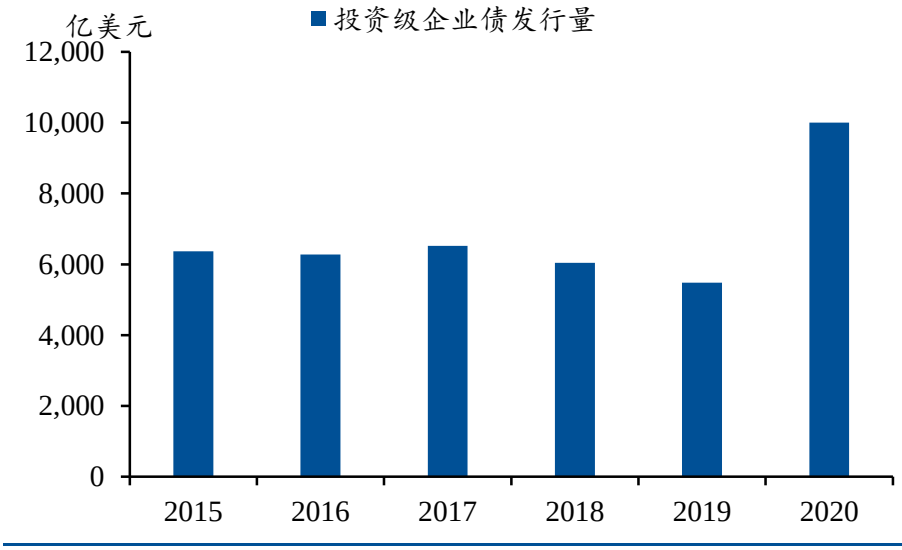
Percent

Variable	Median[1]				Central Tendency[2]				Range[3]			
	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run
Change in real GDP	-6.5	5.0	3.5	1.8	-7.6–-5.5	4.5–6.0	3.0–4.5	1.7–2.0	-10.0–-4.2	-1.0–7.0	2.0–6.0	1.6–2.2
December projection	2.0	1.9	1.8	1.9	2.0–2.2	1.8–2.0	1.8–2.0	1.8–2.0	1.8–2.3	1.7–2.2	1.5–2.2	1.7–2.2
Unemployment rate	9.3	6.5	5.5	4.1	9.0–10.0	5.9–7.5	4.8–6.1	4.0–4.3	7.0–14.0	4.5–12.0	4.0–8.0	3.5–4.7
December projection	3.5	3.6	3.7	4.1	3.5–3.7	3.5–3.9	3.5–4.0	3.9–4.3	3.3–3.8	3.3–4.0	3.3–4.1	3.5–4.5
PCE inflation	0.8	1.6	1.7	2.0	0.6–1.0	1.4–1.7	1.6–1.8	2.0	0.5–1.2	1.1–2.0	1.4–2.2	2.0
December projection	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8–1.9	2.0–2.1	2.0–2.2	2.0	1.7–2.1	1.8–2.3	1.8–2.2	2.0
Core PCE inflation[4]	1.0	1.5	1.7		0.9–1.1	1.4–1.7	1.6–1.8		0.7–1.3	1.2–2.0	1.2–2.2	
December projection	1.9	2.0	2.0		1.9–2.0	2.0–2.1	2.0–2.2		1.7–2.1	1.8–2.3	1.8–2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	2.3–2.5	0.1	0.1	0.1–1.1	2.0–3.0
December projection	1.6	1.9	2.1	2.5	1.6–1.9	1.6–2.1	1.9–2.6	2.4–2.8	1.6–1.9	1.6–2.4	1.6–2.9	2.0–3.3

资料来源：Fed，民生证券研究院

短期内，深度通缩的概率下降。虽然美国 4 月 CPI 和 PCE 经历了金融危机以来最大的降幅，但是 5 月 CPI 降幅显著收窄至-0.2 个百分点。当 NEBR 在宣布美国正式进入衰退时，经济周期成员认为从环比上看，这一轮衰退周期可能会是史上最短的经济衰退，意味着三季度 GDP 环比增速将会转正。因而，与金融危机的长时期衰退不同，尽管难以排除 CPI 和 PCE 进入负区间，新冠疫情对通胀的最大冲击可能已经过去。**值得注意的是，大规模破产和债务违约频繁出现在金融危机时期，是通缩压力逐渐加剧的主要原因之一。**当前，由于美联储和财政部的强势干预，企业融资大幅改善，仍处于加杠杆周期。根据彭博统计显示，截至 5 月份，美国投资级别债券发行量已经突破 1 万亿美元，高于过去 5 年同期平均水平近 5000 亿美元，推动债券余额至 6.35 万亿美元（2009 年约 2 万亿美元）（图 3）。

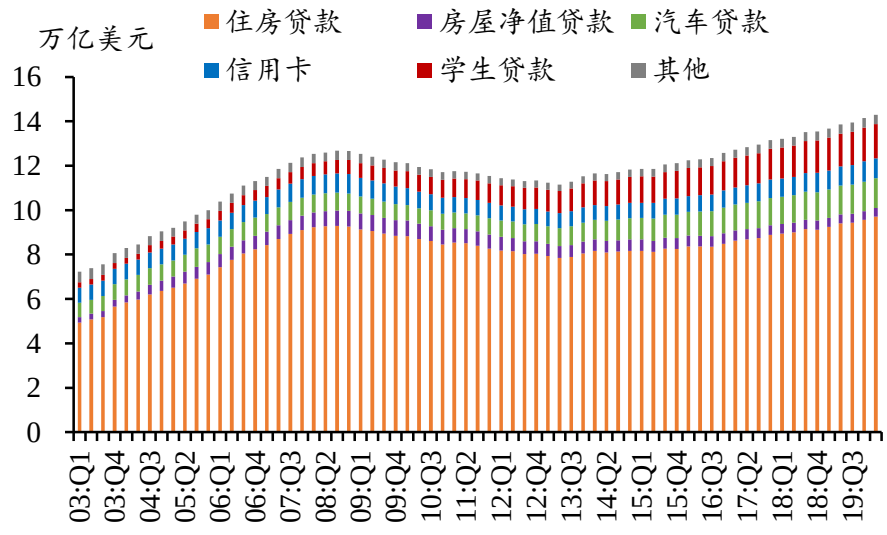
图 3：美联储的企业债券购买计划大大提高企业债券吸引力



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

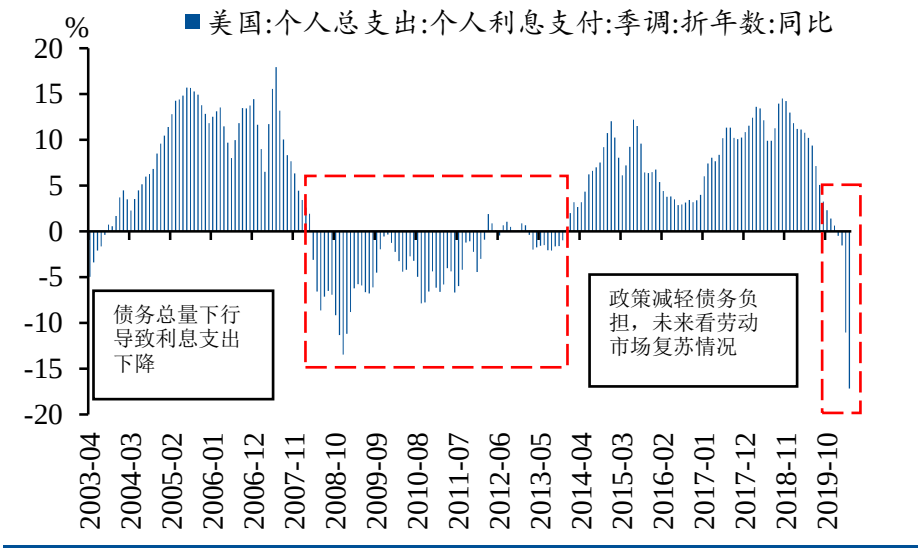
中长期看，四大因素支持通胀疲软。除了企业未进入去杠杆周期以外，居民的债务总量仍在上升（图 4）。受益于国会 CARES 法案，联邦机构持有的学生贷款和住房贷款利息均被延长或豁免至疫情结束之后,短期内居民的流动性压力有所下降(图 5)。另一方面，政府转移支付大幅上升，基本上弥补了疫情期间的居民收入损失（图 6）。由于疫情的特殊性，M1 同比大幅上升将大幅推升通胀的历史经验可能难以适用，主要原因并是 M1 的来源发生了巨大变化（政府转移支付较高，可能过度推升了 M1）。考虑到 5 月的失业率绝对值仍处高位，就业市场的前景仍存较大不确定性。随着劳动供给上升，薪资增速的下行压力将逐渐显现。综合来看，债务压力、财政不确定性、高失业率和收入增速下降可能会提升居民的预防性储蓄，从而压制消费支出。

图 4：截至 2020 年一季度，居民债务升至 14.3 万亿美元



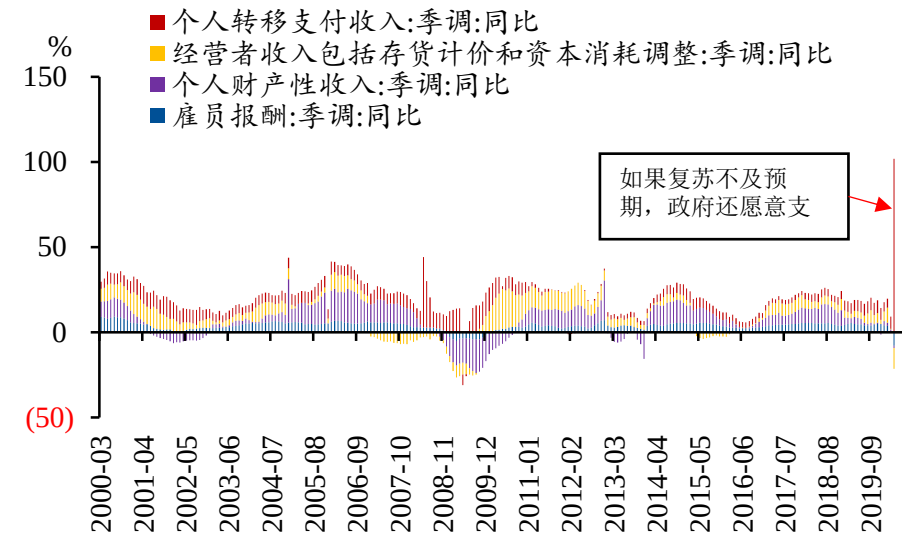
资料来源：FED New York，民生证券研究院

图 5：疫情结束后，居民固定支出重启，政策何去何从？



资料来源：Wind，民生证券研究院

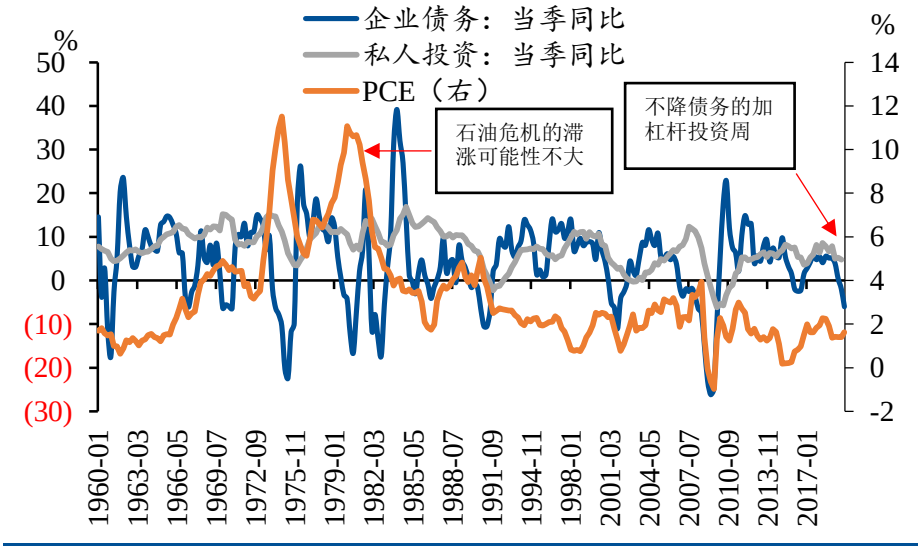
图 6：财政继续支撑？5 月非农降低国会的紧迫感，财政可能进入观察期



资料来源：Wind，民生证券研究院

为什么货币超发未必带来高通胀？自疫情爆发以来，美联储的强力干预将 M2 增速推升至历史新高。从“货币-投资-失业率-通胀”的传导途径来看，美联储已经确定会为经济回升提供“无限子弹”。按照传统经济周期来看，企业会在复苏期间提升杠杆，加强投资并扩大产能，进而提高劳动力需求。随着投资和产能回升，就业人数增加，失业率下降。最后，居民的收入改善，增加消费并拉动通胀回升（图 7）。但货币超发未必带来高通胀，关键看经济体所处发展阶段。这个链条的难点在于企业杠杆率已经处于历史级别，加杠杆投资的能力可能有限。因而，美联储反复强调政府应加大投资来激活经济。美联储寄望的投资方向主要是基建和房地产，不希望看到超发的货币流向金融市场，催生资产泡沫。5 月纽联储居民调查数据显示，3 年期通胀预期仍旧稳定在 2.6%。

图 7：企业至通胀的传导链条可能被打破？



资料来源：FRED，民生证券研究院

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：点阵图显示美联储预计至 2022 年维持零利率 2
图 2：美联储的“超低”通胀预期为后续政策打开空间 3
图 3：美联储的企业债券购买计划大大提高企业债券吸引力 4
图 4：截至 2020 年一季度，居民债务升至 14.3 万亿美元 4
图 5：疫情结束后，居民固定支出重启，政策何去何从？ 5
图 6：财政继续支撑？5 月非农降低国会的紧迫感，财政可能进入观察期 5
图 7：企业至通胀的传导链条可能被打破？ 6

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。