

宏观点评

美联储公布货币政策新框架，有何新意？

事件：8月27日，美联储公布新版《关于长期目标和货币政策战略的声明》。

核心结论：

1. 美联储新版货币政策框架的重要修订内容：

(1) 下调长期利率预期：新框架新增了“长期来看，与充分就业和物价稳定相一致的联邦基金利率水平相较于历史平均水平有所下降，因此与过去相比，联邦基金利率很可能受到有效下限的限制。美联储认为，部分是因为利率接近有效的下限、就业和通货膨胀的下行风险有所增加”的表述。

(2) 对就业的重视度提高：一方面，新框架的表述为“就业、通胀和长期利率会随着时间的推移而波动...”，而之前是“通胀、就业和长期利率...”，**新框架将就业目标置于首位**。另一方面，旧框架中，美联储货币政策的调整取决于“通胀与长期目标的偏离、就业与最大就业的**偏离**”(deviations)；新框架中，美联储对通胀的表述维持不变，对就业的表述修改为“相较最大就业水平的**短缺程度**”(shortfall)。

(3) 更加灵活的平均通胀目标制：新框架对于通胀目标的表述修改为“美联储力求使通胀率(PCE通胀)在一段时间内平均达到2%”，因此在通胀率持续低于2%的目标后，美联储将采取适当的货币政策使通胀在之后的一段时间内略高于2%(moderately above 2 percent)。

2. 美联储为何要对政策框架进行修订？

在本次新框架的问答(Q&As)中，美联储表示自2012年首次发布《长期目标和货币政策战略声明》以来，经济发展方式已经发生了重要变化，本次的修订主要是为了适应这些新变化。具体而言，**美联储认为有两大重要变化**：其一，无论美国还是全球的利率水平都已大幅下降，即使在经济繁荣时期，利率也接近有效下限，因此货币政策空间在缩小；其二，在疫情之前，美国经济经历了创纪录的长期扩张，劳动力市场非常强劲，但这并没有引起通胀大幅上升。美联储称平均通胀率持续低于2%会导致长期通胀预期的下降，进而导致名义利率水平下降，从而不利于在经济低迷时通过压低利率来支撑经济，新框架中的“平均通胀目标制”将有利于遏制长期通胀预期下降。

3. 新框架最大“新意”是提高通胀容忍度，但鸽派程度低于市场预期。

整体来看，新版框架最大的变化在于“平均通胀目标制”，但这与此前的“对称式通胀目标”相比并没有实质性变化，二者都允许通胀暂时性地高于2%的目标，区别在于新框架可能允许通胀高于目标更长时间。本次新版框架公布前，市场预期美联储可能上调通胀目标(例如上调至2.5%)，但实际上美联储依然维持2%的通胀目标，因此本次新版框架的鸽派程度低于市场预期。在鲍威尔讲话之初，由于表态偏鸽，引发市场对上调通胀目标的猜想，美元快速跳水、黄金直线拉升；但当鲍威尔宣布仍维持2%的通胀目标后，美元和黄金均反弹至讲话前的水平，反映出市场对新版框架的“失望”。

4. 新版政策框架下，未来美联储货币政策收紧将更加迟缓。

在旧版框架下，美联储采取的是“前瞻式加息”，即预期将实现充分就业、通胀抬升时就开始加息。历次美联储启动加息时，失业率往往尚未降至自然失业率，通胀也大多低于政策目标。但新版框架下，美联储仅考虑就业与最大就业之间的“短缺”，且实行“平均通胀目标制”，意味着**即便劳动力市场已经过热，只要平均通胀不达标，美联储也不会加息**。截至7月，美国PCE通胀率仅有1.0%，且自2018年11月以来持续低于2%的目标，因此美联储将在相当长的时期内维持宽松政策。当前CME FedWatch显示，美联储在2021年3月之前维持利率0-0.25%的概率均为100%；而6月FOMC会议公布的点阵图显示，美联储官员预计至少到2022年底都不会加息。

风险提示：美国疫情超预期好转；美国通胀超预期抬升。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《美联储宽松基调不变，大类资产将如何表现？——7月FOMC会议点评》2020-7-30
- 2、《美联储工具箱使用情况如何？——兼评6月FOMC会议》2020-6-11
- 3、《美国5月失业率为何与预期大幅背离？》2020-6-6
- 4、《后疫情时代，怎么看美国经济和美股？》2020-5-16
- 5、《美国经济将迎来“至暗时刻”——兼评美国Q1 GDP与4月FOMC会议》2020-4-30

图表1: 主要国家利率水平均已降至历史最低点



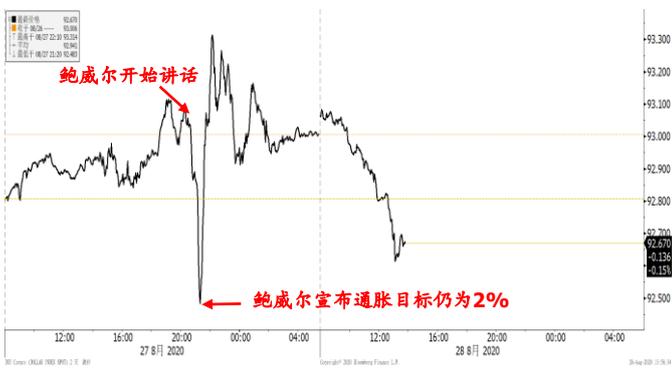
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表2: 2012年以来美国PCE通胀长期低于2%的政策目标



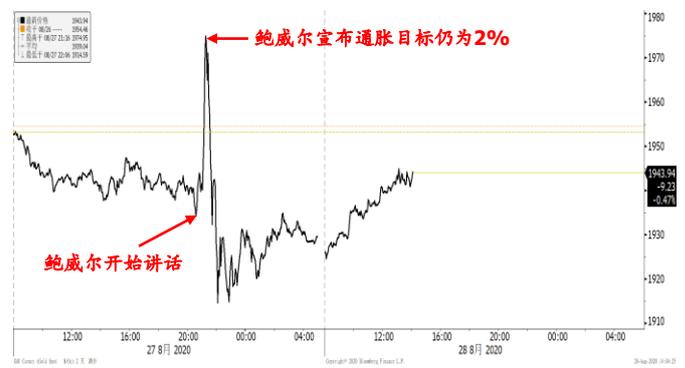
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表3: 鲍威尔讲话期间美元指数走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表4: 鲍威尔讲话期间现货黄金价格走势



资料来源: Bloomberg, 国盛证券研究所

图表5: 历史上美联储启动加息时, 失业率大多尚未降至自然失业率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表6: 历史上美联储启动加息时, 通胀大多尚未达到政策目标



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

风险提示

美国疫情超预期好转; 美国通胀超预期抬升。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。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，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普500指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在10%以上

国盛证券研究所

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_2924



云报告
https://www.yunbaogao.cn