

# 美联储的政策路线图

## 西部宏观他山之石系列之一

### 核心结论

美国资产管理公司古根海姆(Guggenheim)基金的全球首席投资官Scott Miner认为,由于天量的国债供给可能会推升长债利率,美联储未来可能会使用以下六种政策工具。

**第一个也是最有可能的政策选择是美联储宣布一个足够长时间的前瞻指引。**具体指的是美联储表示未来一段时间内不会加息。由于市场已经预期在未来5年内利率将维持在非常接近于零的水平,即使美联储宣布在未来2-3年内将保持零利率,市场也不会有太大的震动。因此需要给出一个长期的前瞻指引。

**第二个是正式的量化宽松计划。**美联储继续大量购买美国国债的可能性非常高。考虑到目前政府的融资需求,Scott预计下一个量化宽松计划将比前几轮的量化宽松更大。**第三个是收益率曲线控制,**即央行宣布它将不允许收益率曲线上的一部分利率上升到超过一定水平。例如,美联储将宣布一个利率(例如50个基点)并声明准备购买一定期限的所有高于此利率的国债。**第四个是负利率政策。**虽然我们认为美联储实际上选择负利率的可能性很小,鲍威尔一直坚持负利率不适用于美国经济,但是如果其他所有政策工具都失效了,就不得不考虑负利率。**第五个是购买股票。**股价与公司信用利差之间存在很强的相关性。如果股票价格开始下跌,这意味着企业信贷利差将会扩大。美联储的设立规章中不允许购买股票,但是美国财政部可以建立一种特殊目的工具(SPV)来购买美联储资助的股票。这种方法类似于购买企业债和企业债的ETF。**第六个是购买黄金。**全球央行拥有近3.5万吨的黄金储备,因为黄金这种资产在严重的危机中会越来越有价值。随着美联储全力为政府赤字融资,美元作为全球主要储备货币的地位可能受到影响。美联储购买黄金可能有助于抵消这一趋势。

美东时间6月10日,美联储宣布维持利率在0%-0.25%之间不变,同时预测零利率可能会持续到2022年,这相当于给出了一个前瞻指引,也就是上述提到的第一个政策工具。此外,美联储也暗示了未来可能会采用收益率曲线控制这一政策工具。

我们认为,由于美国经济仍然处于底部,目前仅是复苏的早期阶段,并且存在疫情复发的潜在风险,美联储现在是不会收紧政策的,美联储在2022年之前不会考虑加息这一选项。因此在低利率的宽松环境下,我们看好权益市场的表现。相反,在债券供给大量增加和通胀预期渐起的背景下,并且负利率对银行业和货币市场基金的负面影响较大,美联储目前不会使用负利率,因此长债收益率的下行空间有限。

风险提示:政策风险

### 分析师

 雒雅梅 S0800518080002  
  luoyamei@research.xbmail.com.cn

### 联系人

 张育浩  
 13391178978  
 zhangyuhao@research.xbmail.com.cn  
 陶冷  
 15000831636  
 taoling@research.xbmail.com.cn

### 相关研究

原作者：Scott Minerd，古根海姆基金（Guggenheim Investments）全球首席投资官兼投资主席

## 正文

美联储仍然将在未来的数月乃至数年中面临众多挑战。考虑到我们处理疫情危机带来的长期影响，美国未来几年的经济产出将低于潜在经济增长率。另外，今年美国联邦政府的预算赤字将超过3万亿美元，甚至更多。如果美联储不采取进一步行动，天量的国债发行可能会开始推高利率，从而威胁到整体的经济增长。美联储不会允许这种情况发生。展望未来，鉴于经济持续低迷，美联储未来可能会使用以下几种政策工具。

### 1、长期的前瞻指引（Extended forward guidance）

第一个也是最有可能的政策选择是美联储宣布一个足够长时间的前瞻指引。前瞻指引具体指的是美联储表示未来一段时间内不会加息。鉴于目前的情况，前瞻指引必须是激进的。由于市场已经预期在未来5年内利率将维持在非常接近于零的水平，即使美联储宣布在未来2-3年内将保持零利率，市场也不会有太大的震动（译者注：因此需要给出一个长期的前瞻指引，比如未来5年都会保持0利率）。目前美国两年期国债收益率为21个基点（5月8日最低为11点），并且五年期国债收益率为46个基点。将隔夜利率固定为零对降低收益率曲线的短端利率的作用也十分有限。

为了确保长期利率保持在一定范围内从而为美国经济提供更大支持，同时也为美国国债提供资金，美联储必须长期维持零利率。长期的前瞻指引将使收益率曲线的很大一部分保持相对稳定。因此，即使未来经济复苏与通胀回升，长期利率的上升幅度也将受到限制。

在确保能够给实体经济带来足够好处的前提下，美联储可以设立它认为零利率可行的最短时间。我们预测维持零利率的最短时间是五年，甚至可能更久。美联储也极有可能以通货膨胀率目标为第二条件。在这种情况下，美联储将保持零利率至少五年，以确保五年内的平均通胀率需要超过2%。只有在达到通胀目标条件后，美联储才会开始加息。这样的方法能够在经济恶化或者复苏缓慢时自动地延长市场对零利率下限的预期期限。

图1：利率互换市场开始定价更高的五年远期OIS利率



资料来源：Guggenheim, Bloomberg, 西部证券研发中心

## 2、正式的量化宽松计划 (Formal QE Program)

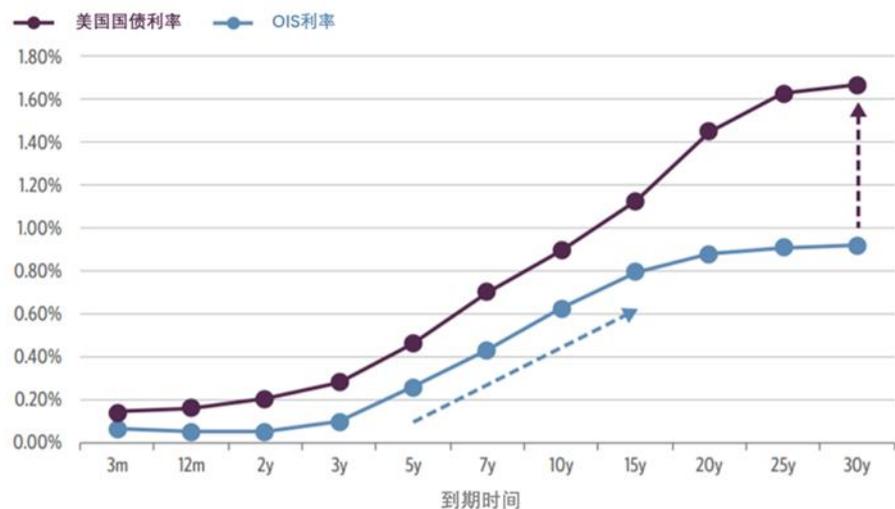
美联储继续大量购买美国国债的可能性非常高。就目前利率水平来看，要吸引足够的资金来弥补数万亿美元赤字的能力是困难的。

在金融危机期间使用量化宽松，无非是用于为美国财政部提供资金，来防止利率飙升及挤占私营部门的资金。美联储希望确保以有吸引力的利率水平获得信贷，这就意味着正式的量化宽松计划或大规模的资产购买计划必须出台。

目前，美联储的资产购买速度是每周根据纽约联储的公开市场交易部门 (OMD) 监控的市场指标来确定的。在正式的量化宽松计划中，联邦公开市场委员会 (FOMC) 可以给出其资产购买的组成，规模，频率和持续时间。考虑到目前政府的融资需求，我预计下一个量化宽松计划将比前几轮的量化宽松更大。我们预测，美联储目前的购买速度(每天 60 亿美元，每月约 1250 亿美元)不足以吸收今年剩余时间每月净发行的 1700 亿美国长债，更不用说数量更多美国短债。鉴于必要的资产购买的持续时间有很大的不确定性，下一个量化宽松计划的持续时间也将与特定阶段性成果的达成相联系。

仅仅为美国财政部提供资金，美联储每年至少需要购买 2 万亿美元的资产。为了大规模购买资产，美联储首先会采取措施遏制长期利率的上涨。这里需要权衡的是，通过前瞻性指引维持一段时间的零利率可能会提高通胀预期，从而导致长期利率上升。然而，考虑到抵押贷款市场的利率敏感性以及房地产行业对整体经济的重要性，美联储不希望看到长期利率飙升。量化宽松计划的宣布将使市场知道美联储准备吸收联邦政府的部分赤字，同时增加货币供应量以支持名义经济增长。

图 2：收益率曲线显示了美联储需要延长前瞻指引到五年以后，同时美国国债需要量化宽松的支持



资料来源：Guggenheim, Bloomberg, 西部证券研发中心

## 3、收益率曲线控制 (Yield Curve Control)

我提到的前两项 (长期的前瞻指引和正式的量化宽松计划) 很可能在未来数月，甚至在本周三发生 (译者注：也就是美联储在 6 月 10 日的利率决议)。如果上述这些计划仍然不能充分托底市场和经济，美联储将采取更多的措施来支持经济。下一个选择将是收益率曲线控制，即央

行宣布它将不允许收益率曲线上的一部分利率上升到超过一定水平。例如，美联储将宣布一个利率（例如 50 个基点）并声明准备购买一定期限的所有高于此利率的国债。

这种政策工具是有先例的。日本政府目前也在做收益率曲线控制，美国在 1940 年代为了战争筹款也做过收益率曲线控制。在美国和日本的收益率曲线控制经验表明，一旦美联储宣布以某个利率水平控制利率，相当于宣布给市场一个利率看跌期权，但实际操作中不需要真正购买太多的资产。日本央行在过去一年的收益曲线控制过程就是这种情况，美联储在 1940 年代和 1950 年代初期也是这种情况。它可能不会像完全量化宽松那样提供更多的增量刺激，但是它将有效地限制长期利率的上升，并有助于确保前瞻性指导向市场有效传递。利率的稳定也将有助于降低抵押贷款利率和公司债券收益率。

值得注意的是，建立收益率曲线控制政策与为量化宽松购买设定量化目标在根本上是不一致的。一旦美联储转向收益率曲线控制，量化购买目标就变得毫无意义。日本央行的经验就是这样，日本央行在实施了收益率曲线控制之后，仍然设定了每年 80 万亿日元的购买目标。但实际上，它的购买量要少得多，在过去一年中仅购买了 18 万亿日元。

收益率曲线控制是一个有趣的工具，可以限制货币供应增长，同时在通货膨胀突然飙升的情况下保持低利率。

#### 4、实行负利率（Negative Interest Rate）

第四个选择是负利率政策，虽然我们认为美联储实际上选择负利率的可能性很小。美联储主席鲍威尔竭尽全力否认有关负利率正在考虑中的任何观点，但没有保证不使用负利率。他认为负利率的效果存疑，认为它们不适用于美国经济。负利率政策可能对银行业和货币市场基金造成严重破坏，但是如果所有其他政策工具都失效了，就不得不考虑负利率。

美联储和市场上几乎所有人都认为，负利率将会是由美联储决定的。但现实情况是市场本身可以达到负利率，而不是由美联储来宣布允许债券可以以负利率交易。在欧洲，欧洲央行的政策利率为-50 个基点，德国国债的收益率低于-80 个基点，这意味着欧洲的国债收益率曲线已经倒挂了。即使美联储将联邦基金利率维持在 5 个基点，美国国债收益率曲线也可能倒挂并以负利率交易。

负市场利率可能在美国发生，并且很有可能在未来某个时间点发生。唯一的问题是美联储是否会支持负利率政策。美联储不愿这样做，但如果其他政策工具证明无效，并且市场迫使他们行动，美联储也不得不这么做。

#### 5、购买股票（Equity Purchases）

美联储的路线图还包括一些不常见的政策工具。股票市场的购买行为可能不一定会跟随负利率，但如果负利率实在令人难以接受，它就可能会取代负利率。这两项政策中的任何一项都具有高度的政治色彩。

股价与公司信用利差之间存在很强的相关性。如果股票价格开始下跌，这意味着企业信贷利差将会扩大。如果这种情况开始以一种无序的方式发生，美联储将更加积极地参与购买公司债券。最终债券购买计划的规模可能不足以缓解股票下跌 30%带来的巨大信用利差。

如果美联储需要应对严峻的信贷危机，那么它必须找到一种方法来增持股票，从而在债券以外的市场中获取资本。美联储的设立规章中不允许购买股票，但是美国财政部可以建立一种特殊

目的工具（SPV）来购买美联储资助的股票。这种方法类似于购买企业债和企业债的ETF。如果信贷息差再次显著扩大，比如说因为封锁解禁可能引起疫情的二次爆发，那么美联储不会排除推出提振股价的计划，并为此向财政部融资。

图 3：股票和信用利差高度相关

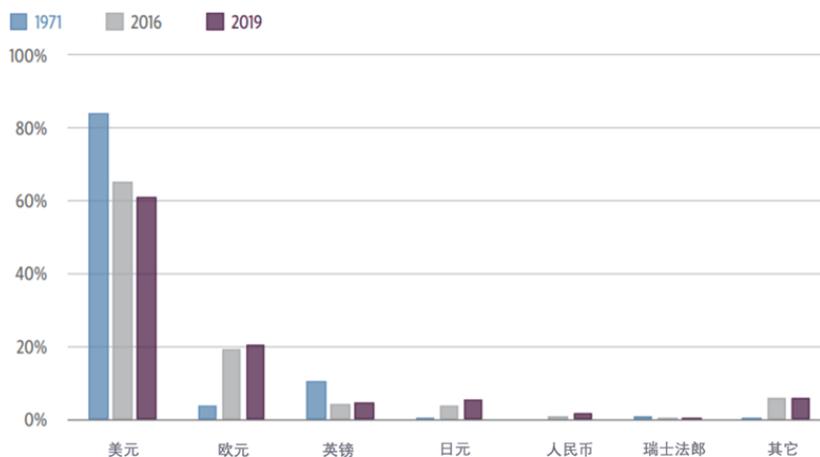


资料来源：Guggenheim 基金，Bloomberg，西部证券研发中心

## 6、购买黄金 (Break The Glass)

只要我们研究美联储的可能路线图，我们就无法回避这个工具。世界各地的中央银行，包括美联储在内，拥有近 3.5 万吨的黄金储备。一个中央银行拥有黄金以支撑其储备，因为黄金这种资产在严重的危机中会越来越有价值。没有迹象表明世界在质疑美元的价值，但很明显，美元已经逐渐失去了作为世界储备货币的市场份额。随着美联储全力为政府赤字融资，美元作为全球主要储备货币的地位可能面临负面猜测。投资黄金可能有助于抵消这一趋势。从历史上看，积累黄金作为储备资产被视为在危机时期的一种负责任的政策应对措施。这很可能成为未来的政策选择。

图 4：全球外汇储备市场份额的变化



资料来源：Guggenheim 基金，Haver Analytics，西部证券研发中心

十年前，我谈到了量化宽松和前瞻性指引等非常规的货币政策。如今，这些已经成为美联储可以接受的、永久性的政策工具。这在之前是难以想象的。在未来的十年里，我预计我们可能会对那些被认为是稳健的央行政策感到震惊。

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\\_4554](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_4554)

