

美联储重申全力支持经济复苏

——解读6月美联储议息会议透露的关键信息

核心观点

如市场预期，美联储6月议息会议上维持联邦基金利率区间于0%-0.25%不变，并承诺至少以当前速度增持国债与MBS，并保持大规模的隔夜回购操作，从点阵图上看，零利率水平将维持到2022年。美联储重申致力于使用所有工具来支持经济复苏，我们认为，复苏是下半年世界经济的主基调，风险资产的吸引力可能会超过避险资产。

□ 全力支持经济复苏

美联储认为经济增长前景仍然存在较大的不确定性，在未来较长的时间内还将维持其超宽松政策，并暗示可能利用更多工具（比如收益率曲线控制）来刺激经济复苏。会议声明公布之后，美国10年期国债收益率下降近5BP，标普500指数先由跌转涨后又转跌，伦敦现货黄金价格上涨至1735美元/盎司以上，美元指数一度下探至96以下。

□ 美国的经济衰退将持续多久？

美联储大幅下调了2020年经济增速至-6.5%，上调了2021年、2022年的经济增速中值分别至5.0%和3.5%，2020年-2022年的失业率预测中值分为9.3%、6.5%和5.5%，而核心PCE预测均低于2%。我们认为，随着各州封锁令的逐步解除，美国经济正在逐渐复苏，有望在Q3实现强劲反弹。

□ 为什么美联储未实施收益率曲线控制？

为什么美联储未实施收益率曲线控制？我们认为，本质原因在于美联储对于资产负债表的过度扩张仍有忌惮。目前，美国经济复苏节奏和政府财政刺激力度并不匹配，国会已推出近3万亿美元的财政刺激法案，而经济复苏才刚刚起步，在经济未回到合理增长区间之前仍有可能出现就业和家庭资产负债表恶化的次生风险，美国政府很有可能继续进行债务扩张以推出新一轮财政刺激计划。可预见的经济复苏和潜在的财政刺激两股力量将对美国长端利率上行产生强大的压力，在此时推出收益率曲线控制有可能导致美联储资产负债表的扩张速度再度失控。

□ 大类资产走势预判

我们认为，复苏是下半年世界经济的主基调，风险资产的吸引力可能会超过避险资产。经济复苏直接带动商品价格反弹，商品阶段性跑赢其他资产的特征将进一步显现，中期是否走出超预期大行情，取决于印度和美国基建，目前看仍存困难。权益市场上涨将从流动性宽松逻辑切换至复苏逻辑。只要经济数据持续改善，权益市场上涨行情或仍将继续。为了呵护经济复苏，美联储可能会出台相关政策，防止国债收益率上升过快过高，短期内美国实际利率仍将保持低位，为黄金价格形成一定支撑。但是在全球风险偏好不断提升的大环境下，黄金作为避险资产情绪上会不断受到冲击，涨幅上看很难成为最优资产。随着美元的避险需求减弱，美元进入下行周期的迹象初现。往前看，庞大的美国主权债务需要通过美元贬值去稀释，中长期美元货币信用面临较大的下调风险，目前美元可能正处于贬值周期的初始阶段。

风险提示：海外疫情超预期恶化，全球经济增长超预期下行，各国协同刺激政策不及预期；中国经济超预期恶化，政策刺激大幅不及预期；全球经济及金融危机爆发冲击我国经济基本面；中美博弈超预期加剧。

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：张迪

邮箱：zhangdi@stocke.com.cn

相关报告

1 《以不变应万变——解读4月美联储议息会议透露的关键信息》
2020.04.30

报告撰写人：李超

数据支持人：张迪

正文目录

1. 美联储重申全力支持经济复苏.....	3
2. 美国的经济衰退将持续多久?	4
3. 为什么美联储未实施收益率曲线控制?	5
4. 大类资产走势预判	7

图表目录

图 1: 美联储扩表速度有所放缓	3
图 2: 美联储国债和 MBS 的购买量	3
表 1: 美联储 6 月经济预测数据	4
图 3: 点阵图表明美联储将在未来两年维持零利率政策不变	5
图 4: 美债收益率曲线达到了近 3 年以来的最陡峭水平	6
图 5: 实施 YCC 之后日本央行扩表速度大为放缓	6

1. 美联储重申全力支持经济复苏

如市场预期，美联储 6 月议息会议上维持联邦基金利率区间于 0%-0.25% 不变，将超额准备金率（IOER）维持在 0.1% 不变，承诺至少以当前速度增持国债与 MBS，并保持大规模的隔夜回购操作。

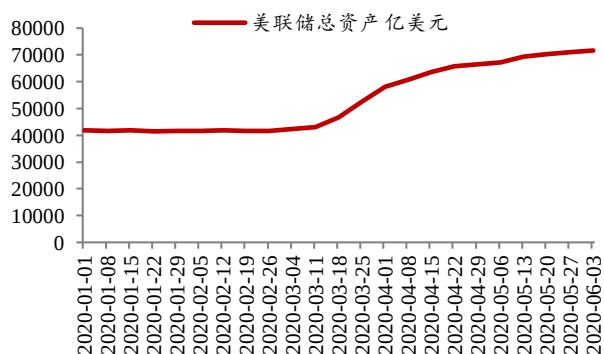
美联储重申致力于使用所有工具来支持经济复苏。此次决议声明中，美联储再次强调了“当前的公共卫生危机对近期的经济活动、就业和通胀形势产生了较大的影响，对中期的经济前景构成了相当大的风险”。货币政策上，“预期将政策利率目标区间维持在 0 附近，直至观测到美国经济渡过危机，稳步朝着最大就业和物价稳定的方向前进”，美联储重申“将会使用合适的工具来支持经济发展”。这表明美联储认为经济增长前景仍然存在较大的不确定性，在未来较长的时间内还将维持其超宽松政策，并暗示可能利用更多工具（比如收益率曲线控制）来刺激经济复苏。

与 4 月声明相比，6 月声明表示“金融状况有所改善”，而 4 月表述为“美国国内外遭遇的经济活动的扰动对金融状况产生了显著的影响，阻碍了对美国家庭和企业的信贷流动”，表明 3 月中旬以来的流动性冲击已过，与我们之前的判断一致。此外，6 月声明表示“至少维持当前速度增持国债与 MBS”，而 4 月声明则保证“会持续购买国债与 MBS”，表明未来一个阶段美联储不会调降 QE 力度。

3 月美联储宣布了大规模的救助市场计划，开启无限量的 QE 来保证对家庭和商业领域的信贷支持、市场的顺利运行和货币政策的有效传导。目前，美联储的资产负债表规模已经从 3 月初的 4.3 万亿美元快速扩张至 7.2 万亿美元，但是近期美联储扩表速度大为放缓，购债的速度已经从 3 月中旬的 750 亿美元/日降低至目前的 40 亿美元/日。按照目前的购债速度计算，预计未来美联储还会维持每月 800 亿美元的国债和 400 亿美元 MBS 的 QE 力度。

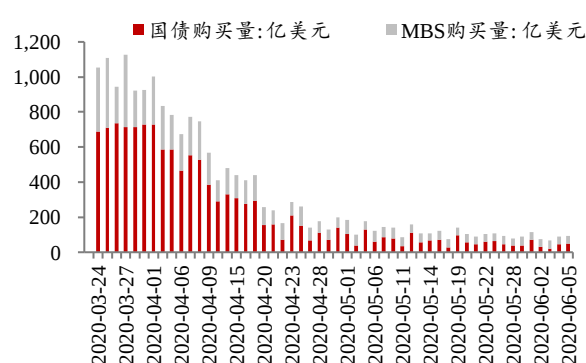
6 月议息会议声明公布之后，美国 10 年期国债收益率下降近 5BP，标普 500 指数先由跌转涨后又转跌，伦敦现货黄金价格上涨至 1735 美元/盎司以上，美元指数一度下探至 96 以下。

图 1：美联储扩表速度有所放缓



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：美联储国债和 MBS 的购买量



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 美国的经济衰退将持续多久？

由于 3 月议息会议取消，美联储没有按照原定计划发布经济预测，此次议息会议，美联储更新了经济预测数据和联邦基金利率预计的变化路径。

关于经济增长，美联储大幅下调了 2020 年的增速预测至-6.5%，但上调了 2021 年和 2022 年的经济增速中值分别至 5.0%和 3.5%，将中长期经济增速中值下调至 1.8%。

关于失业率，美联储上调了 2020 年-2022 年失业率预测分别至 9.3%、6.5%和 5.5%，维持中长期失业率预测中值为 4.1%不变。

关于通胀方面，美联储预计近三年的通胀率中值均低于 2%，其中 2020-2022 年 PCE 通胀率中值分别为 0.8%、1.6%和 1.7%，核心 PCE 通胀率中值分别为 1.0%、1.5%和 1.7%。

关于利率水平，2020 年、2021 年和 2022 年联邦基金利率预期中值均为 0.1%。

从点阵图上看，预计美联储在未来两年都将按兵不动，维持零利率政策不变。但是值得注意的是，有两名票委预计利率目标将在 2022 年从零水平上调。

美国国家经济研究局(NBER)官方认定，美国经济的月度经济活动高峰出现在 2020 年 2 月，这个峰值标志着始于 2009 年 6 月的经济扩张的结束（长达 128 个月）和经济衰退的开始。这次衰退由新冠疫情引起，衰退程度为二战以来之最，但也有可能是史上最短的衰退。

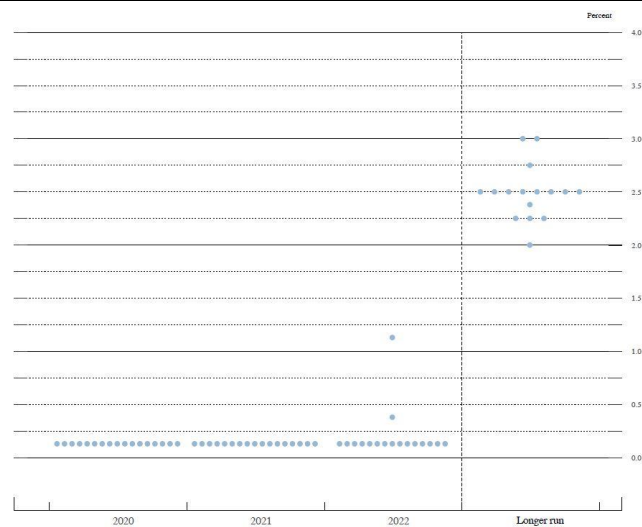
我们认为，随着各州封锁令的逐步解除，美国经济正在逐渐复苏，5 月劳动力市场出现了普遍性的改善。美国经济前期复苏速度可能较快，未来数周纽约州和加州等人口和经济大州陆续解除封锁措施，经济活跃度会进一步上升，复工复产进度提速，经济反弹可能会持续较长一段时间。我们预计，美国 Q2 的年化季环比增速或在-40%-30%之间。如果生产和生活秩序逐渐恢复正常，美国经济有望在 Q3 实现强劲反弹。

表 1：美联储 6 月经济预测数据

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run
	Percent											
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：美联储，浙商证券研究所

图 3：点阵图表明美联储将在未来两年维持零利率政策不变



资料来源：Wind，浙商证券研究所

3. 为什么美联储未实施收益率曲线控制？

4 月议息会议纪要显示，票委成员已经讨论了使用收益率曲线控制（Yield Curve Control, 简称 YCC）的可能性。6 月议息会议的新闻发布会上，鲍威尔表示，YCC 的效果仍然是一个“开放式问题”，未来是否使用仍将继续讨论。

为什么美联储未实施收益率曲线控制？我们认为，本质原因在于美联储对于资产负债表的过度扩张仍有忌惮。目前，美国经济复苏节奏和政府财政刺激力度并不匹配，国会已推出近 3 万亿美元的财政刺激法案，而经济复苏才刚刚起步，在经济未回到合理增长区间之前仍有可能出现就业和家庭资产负债表恶化的次生风险，美国政府很有可能继续进行债务扩张以推出下一轮财政刺激计划。**可预见的经济复苏和潜在的财政刺激两股力量将对美国长端利率上行产生强大的压力**，在此时推出收益率曲线控制有可能导致美联储资产负债表的扩张速度再度失控。

目前美债收益率曲线达到了近 3 年以来最陡峭的水平（10Y5Y 期限利差为近 3 年以来最大值），预示着美国经济正在复苏，开启新一轮的周期。但是美联储可能不愿意看到美债收益率上涨过快，因为融资成本上升，会给美国家庭和企业偿还债务带来压力，不利于经济复苏。目前市场预期美联储会采取类似于澳大利亚央行的策略，为 5 年期之内的国债收益率设定上限（控制短中端利率），来压低融资成本，市场预期 YCC 政策可能会在 9 月推出。

我们认为，美联储未来是否会实施收益率曲线控制政策还具有较大的不确定性，这主要取决于美国经济复苏的程度和速度。如果美国经济在下半年稳健复苏，实施 YCC 的可能性就会大大降低。

图 4：美债收益率曲线达到了近 3 年以来的最陡峭水平

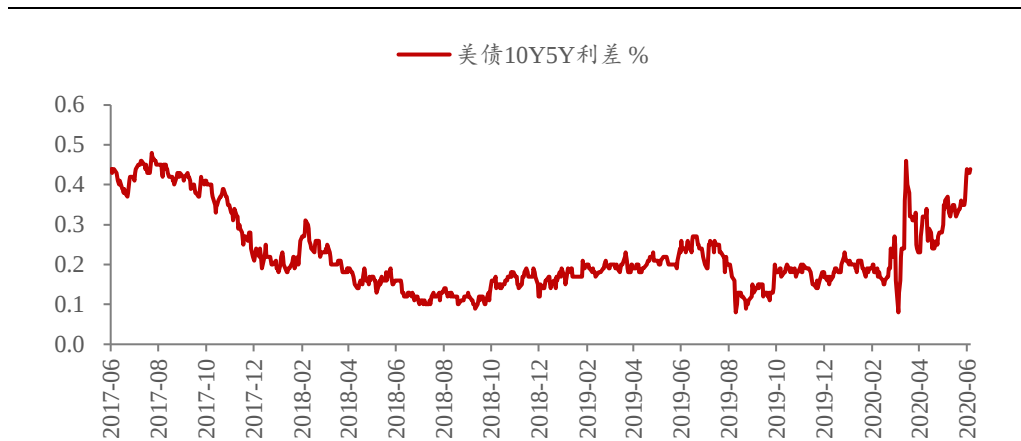
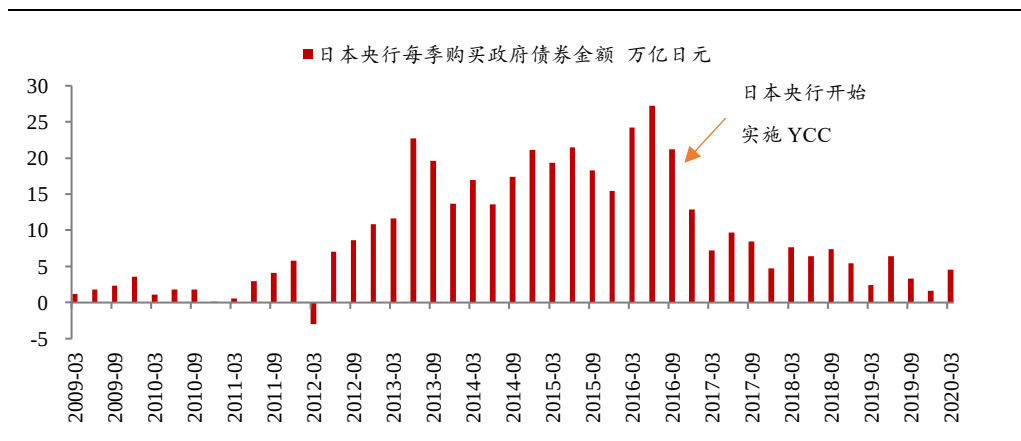


图 5：实施 YCC 之后日本央行扩表速度大为放缓



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_4577

