

海外央行观察系列（第1期）

经济前景悲观，宽松环境延续——美联储4月议息会议点评

■ 核心摘要

- 1) 美联储维持基准利率不变符合此前市场的普遍预期，但维持超额准备金利率在 0.1% 不变略超市场预期。
- 2) 美联储声明，将维持利率在低位，直至有信心经济能回归正轨；购债规模显示 QE 速度在逐步放缓。
- 3) 鲍威尔表态主要有三点：一是低利率将持续，原因在于经济前景存在不确定性；二是呼吁财政发力，众议院应更加配合财政政策的推出；三是通缩概率不大，负油价导致的通胀下行不会持续太久。
- 4) 短期看，美联储维持低利率并坚定支持经济回到正轨，将导致美联储“看涨期权”继续发力，以美股为代表的风险资产将受益，黄金价格在流动性宽松的大背景下也将逐渐震荡走高。但考虑到二季度美国经济的加速下滑，以及疫情的复杂性和恢复经济活动过程中可能出现二次爆发的风险，美股存在再度回落的可能性。
- 5) 中长期看，美联储不断释放流动性可能带来非常严重的问题：一是未来通胀回升后，流动性的回收可能造成市场显著波动；二是货币持续宽松拉大美国贫富差距，可能加剧社会分化与动荡；三是新兴经济体货币政策面临两难，财政支持加码还可能导致主权债务问题的恶化。

北京时间 4 月 30 日凌晨 2 点，美联储公布 3 月利率决议，维持联邦基金利率目标区间在 0-0.25% 不变，同时将超额准备金利率维持在 0.1% 不变。

■ 美联储按兵不动，QE 速度有所放缓

美联储维持基准利率不变符合此前市场的普遍预期，但是维持超额准备金利率（IOER）在 0.1% 不变略超市场预期，原因在于市场此前认为联储可能小幅抬升 IOER 5 个基点，以助推联邦基金利率在区间内波动幅度的恢复。

另外，美联储声明主要内容如下：

第一、美联储将维持利率在低位，直至美联储有信心经济能回归正轨。此外，继续进行大规模隔夜和定期回购操作；承诺使用所有工具以支撑美国经济。

第二、美联储称，公共卫生危机令经济活动承受重压；需求走软、油价下跌令通胀下行，新冠病毒在中期内构成重大风险。

第三、美联储在本次声明中删除了特定资产购买的描述，此前曾表示将购买至少价值 5000 亿美元的国债和 2000 亿美元的住房抵押贷款支持证券，本次则表示将按照支撑市场平稳运行的需要来实施购债。

从美联储购债的规模看，其 QE 的速度在逐步放缓。3 月中旬的 QE 规模为 750 亿美元/天，4 月 2 日降到 600 亿美元/天，4 月 6 日降到 500 亿美元/天，4 月 20 日降到 300 亿美元/天，4 月 27 日继续降至 150 亿美元/天。可见，在美联储看来，当前市场已经逐渐趋稳，购债的规模将维持逐步减少的趋势。

■ 鲍威尔表态：低利率持续，呼吁财政发力，通缩概率不大

鲍威尔在新闻发布会上的表态要点如下：**第一，低利率将持续。**鲍威尔认为，当前的利率立场合适，未来经济可能出现多种发展路径，希望在调整政策前等待更多经济数据。随着防控措施的放开，经济的确会显著反弹，但也存在病毒再次蔓延的风险，所以当前无法对经济前景进行有效的展望。不过，此前的一系列政策正在发挥作用，因此并不急于提升利率水平。极低的利率并不对所有人构成利好，但就美国整体是利好，预计将在未来一段时间维持当前利率不变。**第二，呼吁财政发力。**鲍威尔表示除美联储之外，国会也应加大支持，意指众议院应更加配合财政政策的推出。**第三，通缩发生的概率不大，**这是美联储货币政策的通胀锚定的结果。即使油价跌至负值导致通胀大幅下行，这种情况也不会持续太久。可以预计的是，在疫情消散、美国经济复苏之前，美联储将维持当前极度宽松的货币环境。

■ 美联储“看涨期权”仍在发力，经济衰退或将再度冲击市场

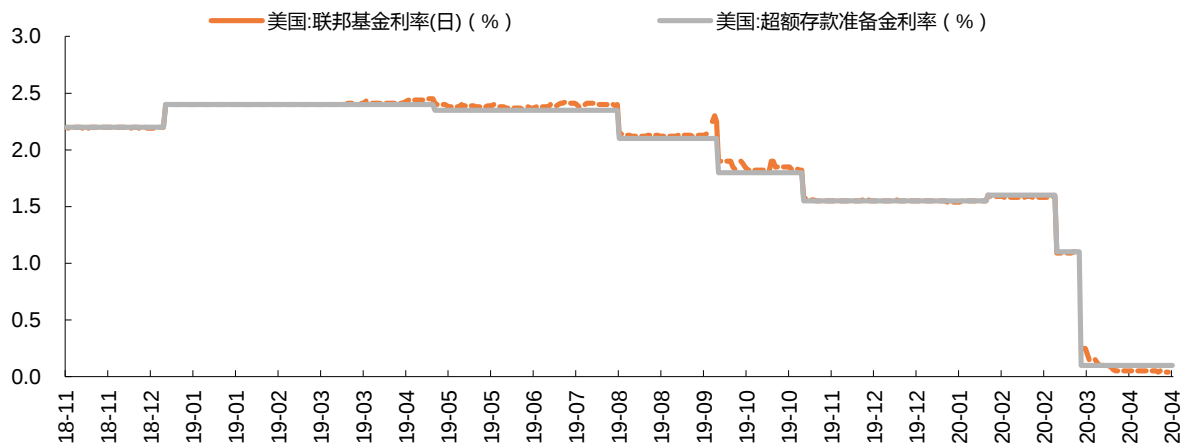
美联储维持低利率并坚定支持经济回到正轨，这将导致美联储“看涨期权”继续发力，以美股为代表的风险资产仍将受益于此；黄金价格在流动性宽松的大背景下也将逐渐震荡走高。

但是，二季度美国经济恐加速下滑。4月29日晚公布的美国第一季度GDP（初值）增速创下2008年来最低水平，为-4.8%，低于预期的-4%，且显著低于前值增长2.1%；严重于上一次GDP萎缩的2014年第一季度下降1.1%；但轻于2008年第四季度金融危机最严重时的萎缩8.4%。但是，二季度美国GDP环比季年率将继续下探，预计可能萎缩超过20%，失业率也将升至两位数水平。因此，考虑到二季度美国经济的进一步衰退，以及疫情的复杂性和恢复经济活动过程中可能出现二次爆发的风险，美股在计入了过多的美联储“看涨期权”效力后，存在出现二次回落的可能性。

■ 中长期问题凸显甚至加剧，新兴市场恐面临更大困境

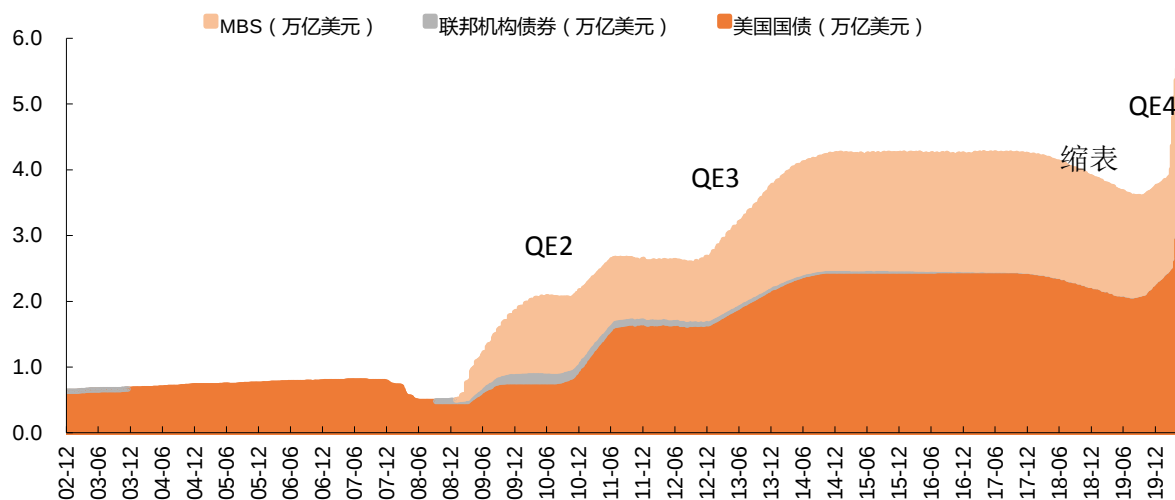
美联储宽松力度的接连加码虽然显著缓和了市场中短期的流动性危机，但放到中长期看，不断释放流动性可能带来非常严重的问题。首先，在近期大量流动性释放之后，随着疫情拐点的到来与美国经济的复苏，通胀势必显著回升，届时美联储将面临回收流动性的挑战，这也会给市场带来显著波动；其次，对于美国日益分化的社会问题与贫富差距，货币持续宽松只会进一步加剧上述社会问题，这也给未来美国社会的稳定性带来了挑战；再次，对于大多新兴经济体而言，货币政策面临两难困境，且财政支持加码还会导致主权债务问题恶化。

图表1 美国有效联邦基金利率（EFFR）与超额准备金率（IOER）走势



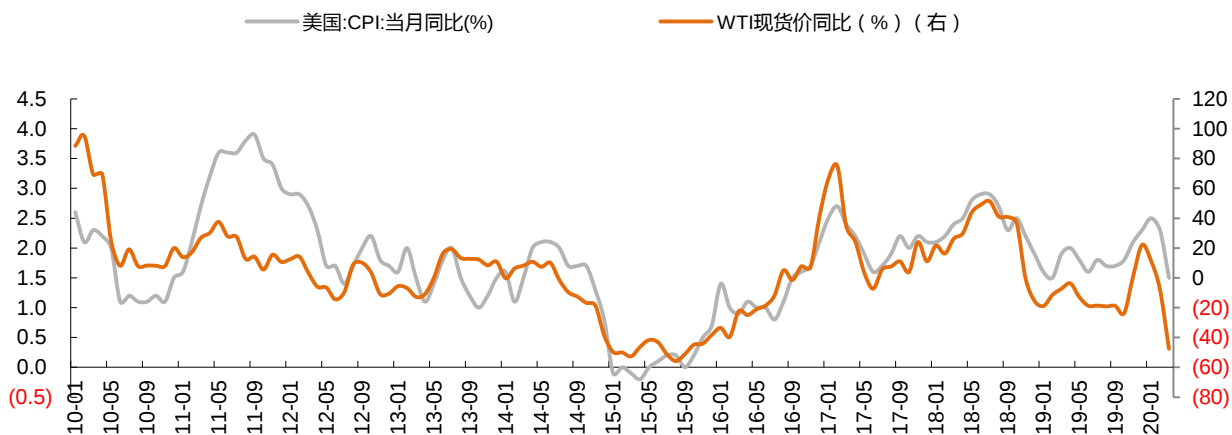
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表2 美联储持有证券规模及结构



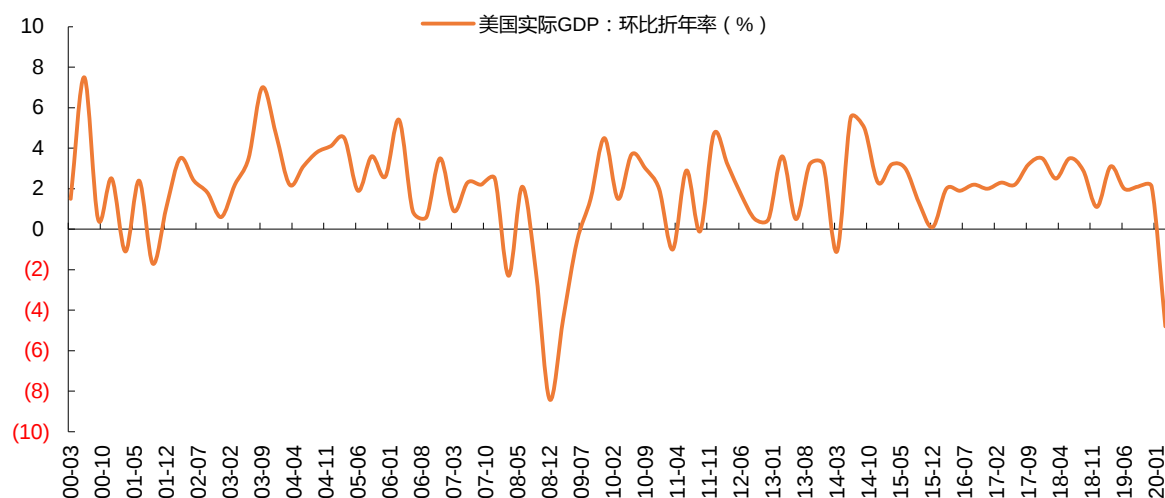
资料来源：WIND，平安证券研究所

图表3 美国通胀受油价影响显著



资料来源：WIND，平安证券研究所

图表4 美国 GDP 实际增速（环比折年率）在 2020Q1 转负



资料来源：WIND，平安证券研究所

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_5511

