

美联储仍旧偏“鸽派”

——美联储1月议息点评

宏观事件点评

2020年02月03日

报告摘要：

美联储1月维持利率，符合彭博调查的市场普遍预期；提高超额准备金利率5个基点至1.6%，鲍威尔坚称扩表不是QE，金融市场稳定有助于宏观经济运行。

● 美联储政策决定基本符合预期，重申购买计划操作至今年二季度

FOMC政策声明与去年12月基本没有变化，延续回购操作至4月份。鲍威尔表示将逐渐减少国债购买，但是又需要维护金融市场稳定和延续经济扩张，两者之间形成冲突。鲍威尔的表态更倾向后者，宽松周期仍将延续。

● 美联储扩表延续可能难以避免，市场认为扩表就是QE

引发去年9月货币市场混乱的核心因素是银行系统被严格监管和非银金融机构的巨大流动性需求。美联储无法改变现行银行监管制度，同时也需要消化大量国债发行，导致扩表延续可能难以避免。

● 美国通胀难见起色，一季度投资预计仍将下行

菲利普斯曲线走平，表明美国失业率与通胀率存在脱钩迹象。美国通胀不振受多方面因素影响，12月通胀预期调查数据和十年期TIPS隐含通胀率均显示通胀难有显著提升。美国CEO经济展望指数显示美国私人投资增速可能仍将下行一段时间。

● 美联储今年仍会降息一至两次

美联储将密切关注我国疫情对国际经济的影响，预计短期内不会对美国经济产生实质性影响。但是，海外风险可能反弹，美国经济下行压力仍较大，大选带来的政策不确定性可能进一步遏制企业的投资意向，存在传导至劳动力市场的风险，我们预计美联储仍需降息一至两次。

● 风险提示：

全球经济进一步恶化，美国大选和国内疫情不确定性。

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：毛健

执业证号：S0100119010023

电话：021-60876720

邮箱：maojian@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 1 月份 FOMC 会议决定维持联邦基金利率目标区间 1.5%-1.75%，符合彭博调查的市场普遍预期，将 IOER 上调 5 个基点至 1.60%。随后鲍威尔召开新闻发布会，表示通胀率与失业率有脱钩迹象，外部风险仍有反弹的预期，将密切关注中国疫情发展。美股短期小幅上扬，美元指数走弱，美债收益率下降，黄金价格上涨。

正文：

会议声明和新闻发布会的主要内容：

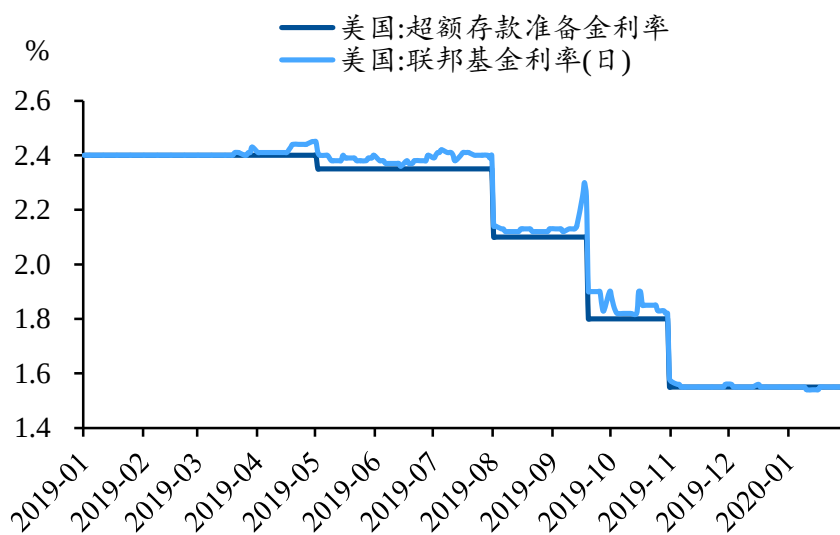
1) 关于经济：经济活动温和增长，新增就业稳健，失业率处于低位，尽管家庭支出增速温和增长，商业固定资产投资和出口依旧疲软；

2) 关于通胀：与上次 FOMC 政策声明一致，核心通胀低于 2%，长期通胀预期指标几乎未变；

3) 关于利率：当前的货币政策立场是合适的，委员们一致同意此次利率决定，将 IOER 上调 5 个基点至 1.6%，降低扩表和回购操作的流动性影响，维护联邦基金有效利率处于政策利率区间，属于技术性操作（图 1）；将隔夜回购利率调整至 1.5%，处于政策利率区间下限；

4) 关于回购和资产购买计划：将继续回购操作，至少到 4 月份；重申将美国国库券购买操作维持至今年二季度；鲍威尔在新闻发布会上表示会逐渐放缓购债速度，若有需要进行重大的重新评估，将促使美联储做出反应。综合来看，鲍威尔的态度整体仍较“鸽派”，表示愿意做出任何政策决定来延续经济增长周期。

图 1：美联储流动性投放可能压低联邦基金有效利率至 IOER 下方

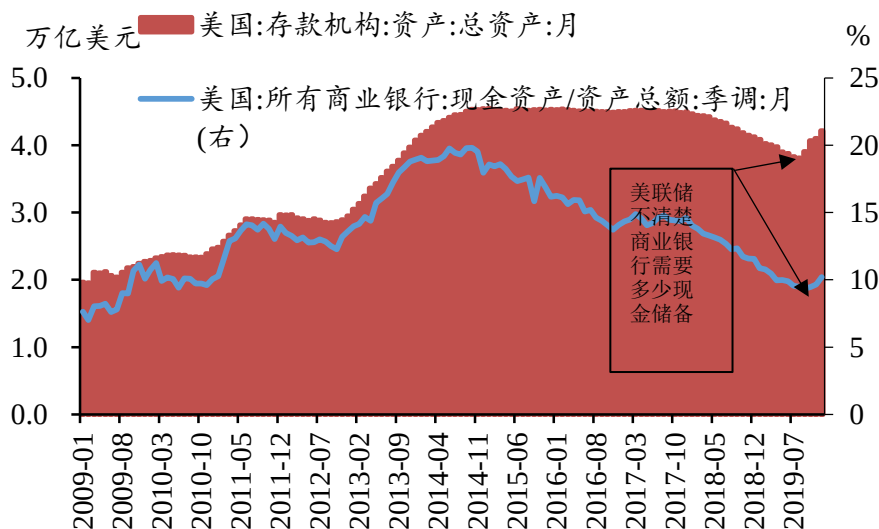


资料来源：Wind，民生证券研究院

美联储扩表延续可能难以避免，市场普遍认为扩表就是 QE。美联储的扩表重启是对现行银行监管制度的无奈，同时也是对债务货币化的妥协。在金融危机后，美国银行体系被严格监管，迫使银行将流动性维持在较高水平。导致去年 9 月货币市场混乱的变量均是美联储可以预见的，如税收效应、债券发行和缩表等，唯一未知的是银行系统的流动性困

值（图 2）。因为存在对金融危机的深刻记忆，美国国会坚决反对银行系统监管放松和 QE 重启（纾困华尔街），所以美联储只能不停地投放流动性和避免释放 QE 的信号。2020 年美国国债发行压力较大，银行系统不见松绑，美联储唯一可做的就是二级市场上不停地购进国债，配合财政部实现债务货币化。巧合的是，最新一轮美股的上涨时间点与美联储的扩表开启时间几乎一致，扩表和宽松政策也对美债有所支撑，市场的交易模式反映了扩表等同于 QE。

图 2：美联储缩表导致商业银行现金储蓄下降至 2010 年水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

美国通胀仍缺乏动能，私人投资一季度仍处于下行趋势。美联储曾预计劳动力市场过紧会推动薪资增速上升，进而带动通胀率上升。但是，从金融危机以后，通胀率与失业率就已经出现了脱钩迹象，原因可能有：全球化和亚马逊效应带来的输入型通缩风险；美联储 PCE 锚定政策作用；通胀预期惯性下行等。尽管美联储实施了长期的低利率和量化宽松，廉价货币仅仅推动金融资产价格上升和扩大贫富悬殊差距，意味着许多消费者并未获得财富提升，可能将导致通胀持续低迷。另一方面，美国 CEO 经济展望指数是投资的领先指标，大约领先一到两个季度。虽然 2019 年四季度 CEO 经济展望指数的降幅略有收窄，但是仍处于下行趋势，表明 2020 年上半年美国私人投资同比增速仍将下滑（图 3）。根据杜克大学的最新 CFO 调查显示，美国企业 CFO 正在计划通过减少支出、囤积现金和降低杠杆等手段来应对可能发生的经济衰退。如果投资支出下滑最终传导至劳动力市场，美国消费者可能难以像 2019 年一样支撑美国经济持续超预期。

图 3：CEO 经济展望指数预示美国非住宅私人投资仍将下行


资料来源：Wind，民生证券研究院

美国今年仍会降息一至两次。疫情对全球经济的负面影响可能在一季度就会显现。美联储表示将密切关注疫情对经济的影响是否具有持续性和扩散性。如果疫情的影响只是暂时性冲击，美联储预计不会在短期内对经济展望做出实质性的改变。因而，疫情的不确定性仍需观察。目前来看，美国制造业 PMI 仍处于下滑趋势，12 月密歇根大学消费者调查的物价展望数据和十年期 TIPS 隐含通胀率均显示美国通胀疲软仍将延续。另外，货币政策效果具有滞后性，一般需要一到两年生效，导致 2020 年美国经济增长压力仍较大。加上美国大选年难有财政政策刺激，选情带来的政策不确定性可能进一步抑制企业的投资意向，我们预计美联储仍需降息一至两次来对冲经济下行压力和提振经济预期。根据 CME FedWatch 最新数据显示，市场认为降息将提前至今年 9 月份，9 月份降息至少一次的概率超过 60%。

风险提示

全球经济进一步恶化，美国大选和国内疫情不确定性。

插图目录

图 1：美联储流动性投放可能压低联邦基金有效利率至 IOER 下方	2
图 2：美联储缩表导致商业银行现金储蓄下降至 2010 年水平	3
图 3：CEO 经济展望指数预示美国非住宅私人投资仍将下行	4

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_7477

