

美联储前瞻指引面临困境

——新时代视野下的国际经济及大宗商品周察 第59期 (2019.04.08-2019.04.12)

宏观定期

潘向东 (首席经济学家) 证书编号: S0280517100001 刘娟秀 (分析师) 证书编号: S0280517070002

邢曙光 (联系人) 证书编号: S0280118060007 钟奕昕 (联系人) 证书编号: S0280118040021

● 美联储前瞻指引面临困境

经济主体的行为受预期影响,新凯恩斯主义货币经济学领军人物、美国经济学家 Woodford 在 1999 年提出了“前瞻性指引”的概念,指央行与市场沟通未来的货币政策走势和经济形势预测,来引导市场对未来利率的预期,使市场预期与央行目标预期靠拢。结合 Carney (2013) 对前瞻指引的分类来看,美联储的前瞻性指引主要经历了三个阶段。

第一阶段仅提供定性的信息,是开放式的前瞻性指引。主要运用利率将“维持一段时间”、“维持更长一段时间”等较为模糊的表述。第二阶段则是提供具体的时间指引,暗示利率会在某个具体时点前保持不变(或做出改变)。第三阶段是以经济状况为参照的前瞻指引,明确经济状况的衡量标准,在经济状况达到某个水平前,维持政策利率不变。

除了上述美联储在 FOMC 货币政策声明中运用的前瞻性指引外,两次 FOMC 会议间隔期,美联储主席及各地方联储的官员会发表对经济现状和预期的看法,进而对市场预期造成一定的影响,可被视为“非正式”前瞻指引。

前瞻性指引作为一项非常规货币政策工具,能够成为常规货币政策手段的补充,提高常规货币政策有效性。与其他非常规货币政策工具相比,前瞻性指引只是对预期进行引导,并非实质性地对某种操作,一定程度上能够减小美联储的操作成本。货币政策对经济的影响很大程度上取决于对未来政策利率走势的预期,而不是联邦基金利率等利率的当前水平。因此,美联储需要稳定市场对政策利率可能的未来走势的预期。预期会影响市场行为,加上预期具有自我实现的特征,进而对当前的经济金融形势产生影响。

但同时,前瞻指引也存在不足。市场对美联储的信任是前瞻性指引的有效性重要支撑,美联储根据以经济前景为基础来调整货币政策,但无论是美联储还是市场,都不能准确预测未来。如果美联储对经济的预期是错误的,那么前瞻性指引的有效性则会遭受挑战。此外,美联储曾多次更改前瞻指引框架、调整利率变动的门槛,加大未来货币政策方向的不确定性,影响市场对美联储的信任以及前瞻性指引的有效性。前瞻指引是美联储与市场之间的沟通,但如果信息存在不对称的问题,或者对市场对信息的理解出现了偏差,那么市场形成的预期可能与美联储的期望大相径庭,这将严重损害货币政策的有效性。

随着美国经济复苏,经济环境不断变化,目前的经济状况与十年前大不相同,经济指标的波动性使前瞻指引的实施越来越困难,前瞻指引是否应该继续使用也正遭受质疑。纽约联储主席 John Williams 在 2018 年 5 月发表讲话时表示,美联储可能快要到停止干预市场的时候了,逐步取消前瞻性指引的时机即将到来。

2018 年末,美联储主席鲍威尔关于中性利率表态曾令市场出现较大幅度的波动。鲍威尔在 2018 年 10 月表示“当前利率水平可能距中性利率还有一段距离”。令市场对加息的预期大幅升温,进而引发资本市场动荡。但 11 月后鲍威尔表示利率“略低于”中性区间。其态度的转变很大程度上是为了安抚市场情绪,纠正市场预期。因此,市场对美联储的表态可能出现误读,虽然美联储可以修正预期,但这可能会影响市场对美联储的信任。即使当前美联储一再强调,货币政策没有预设的路径,对加息保持耐心,但市场预期美联储降息的概率却在逐渐增加,这也体现了市场对美联储的信任在弱化。

美国经济早已走上正轨,经济指标的波动性也恢复正常,前瞻指引面临的困境也越来越大,未来不排除美联储弱化前瞻指引。

● 受食品与能源价格的提振,美国 CPI 通胀有所回升

在食品与能源价格的提振下,美国 3 月 CPI 同比超预期增长 1.9%,结束此前连续 4 个月的下行;CPI 环比增长 0.4%,表明出美国通胀水平有所回升。但核心 CPI 同比增速仅录得 2%,其中服装、汽车价格下滑形成主要拖累。虽然 CPI 数据显示美国通胀有所回升,但通胀依旧相对乏力,美联储仍有理由继续对加息保持耐心。

● 欧盟同意英国延迟脱欧,令美元指数承压

美元指数上周下行 0.4790% 收至 96.9491。虽然美国近期公布的 CPI、PPI 等经济数据表现向好,对美元指数形成一定支撑,但欧盟同意英国将脱欧延期至 10 月 31 日,利好欧元、英镑,同时也令美元指数承压。

● 商品指数多数回升

由于美国公布 CPI、PPI 等经济数据表现向好,给美元提供支撑,叠加欧盟同意英国延迟脱欧,一定程度削弱黄金的避险需求,令金价走低。需求整体保持较高位,钢材库存大幅回落,利多螺纹钢价格。OPEC 月报显示原油产量继续下降,令市场对供应收紧的预期进一步增强,支撑油价走强。钢厂及焦炭库存均回落,利多焦炭价格。电厂日耗回升,煤炭库存回落,利多动力煤价格。豆粕库存再度回升,利空豆粕价格。

● 风险提示:美联储货币政策超预期

相关报告

国际经济及大宗商品:为何美国薪资增长乏力?

2019-04-07

国际经济及大宗商品:为什么长端美债收益率那么低?

2019-03-31

国际经济及大宗商品:中美欧经济博弈下的人民币汇率走势

2019-03-24

国际经济及大宗商品:为什么中国国债收益率远低于经济增速?

2019-03-17

国际经济及大宗商品:货币宽松能解决欧洲经济问题吗?

2019-03-10

国际经济及大宗商品:为何美国经济增速超预期?

2019-03-03

国际经济及大宗商品:美国菲利普斯曲线“失效”了么?

2019-02-24

国际经济及大宗商品:未来美联储缩表走势如何演绎?

2019-02-17

国际经济及大宗商品:春节期间海外经济大事件及大类资产表现

2019-02-11

国际经济及大宗商品:为什么日元是避险货币

2019-01-20

国际经济及大宗商品:近期人民币升值的原因

2019-01-13

国际经济及大宗商品:美国就业数据超预期,但鲍威尔发言仍偏鸽

2019-01-06

国际经济及大宗商品:国际经济 2018 年回顾及 2019 年展望

2019-01-01

目 录

1、 美联储前瞻指引面临困境.....	4
1.1、 美联储前瞻指引历程	4
1.2、 前瞻指引优缺点	5
1.3、 目前美联储前瞻指引的困境	6
2、 国外经济形势一周综述.....	6
3、 汇率走势一周综述.....	8
4、 商品价格走势一周综述.....	8
4.1、 商品指数多数回升	8
4.2、 国际黄金价格走低	9
4.3、 金属价格涨跌互现	10
4.4、 能源化工产品价格悉数回升	12
4.5、 农产品价格多数走高	14

图表目录

图 1: 美国 CPI 同比环比增速 (%)	7
图 2: 美国 PPI 同比环比增速 (%)	7
图 3: 美国密歇根大学消费者信心指数.....	7
图 4: 欧元区 Sentix 投资者信心指数.....	7
图 5: 南华商品指数近期走势.....	9
图 6: 南华商品指数周度涨跌幅.....	9
图 7: 上周黄金价格走势.....	10
图 8: 美元指数走势.....	10
图 9: 高炉开工率 (%)	11
图 10: 当周螺纹钢库存 (万吨)	11
图 11: 全国主要钢材品种库存 (万吨)	11
图 12: 铁矿石港口库存 (万吨)	11
图 13: 全国主要钢厂螺纹钢当周产量 (万吨)	11
图 14: 上期所阴极铜库存(吨).....	11
图 15: 焦化企业开工率 (%)	12
图 16: 独立焦化企业焦炭总库存 (万吨)	12
图 17: 港口焦炭库存 (万吨)	13
图 18: 国内样本钢厂焦炭库存(万吨).....	13
图 19: 下游发电集团煤炭库存 (万吨)	13
图 20: 6 大发电集团日均耗煤量 (万吨)	13
图 21: 6 大发电厂煤炭库存可用天数.....	13
图 22: 港口煤炭库存 (万吨)	13
图 23: 国际原油期货价格走势 (美元/桶)	14
图 24: 布伦特原油-WTI 原油价差 (美元/桶)	14
图 25: 全国豆粕库存 (万吨)	14
表 1: 主要汇率及汇率指数一周概览 (2019.04.08-2019.04.12)	8
表 2: 商品指数总览 (2019.04.08-2019.04.12)	8
表 3: 国际黄金价格走低 (2019.04.08-2019.04.12)	9
表 4: 金属价格涨跌互现 (2019.04.08-2019.04.12)	10

表 5: 能源化工产品价格悉数回升 (2019.04.08-2019.04.12)	12
表 6: 农产品价格多数走高 (2019.04.08-2019.04.12)	14

1、美联储前瞻指引面临困境

近一年多，美联储前瞻指引变化较大，导致市场预期剧烈波动。同时，市场也似乎不再相信或者错误理解了美联储前瞻指引。比如，虽然美联储一再强调，货币政策没有预设的路径，对加息保持耐心，但市场预期美联储降息的概率却在逐渐增加。在次大危机之后常规货币政策受限期间，前瞻指引对稳定美国经济起到了重要作用。随着美国经济波动正常化，前瞻指引越来越困难，有时会加剧市场波动，以及损害美联储信誉。前瞻指引面临的困境越来越大，未来美联储是否会弱化前瞻指引也未可知。

1.1、美联储前瞻指引历程

经济主体的行为受预期影响，新凯恩斯主义货币经济学领军人物、美国经济学家 Woodford 在 1999 年提出了“前瞻性指引”的概念，指央行与市场沟通未来的货币政策走势和经济形势预测，来引导市场对未来利率的预期，使市场预期与央行目标预期靠拢。2008 年次贷危机爆发，为应对危机，美联储在 2007 年 9 月至 2008 年 12 月期间连续 10 次降息，将美国联邦基金利率从 5.25% 降至 0.25%。2008 年末，联邦基金利率已接近零利率下限，为进一步促进美国经济复苏，美联储开始采取非常规政策工具。美联储也开始频繁地使用前瞻性指引，引导市场形成对联邦基金利率走势的预期，以获得更为宽松的货币政策操作空间。

结合 Carney (2013) 对前瞻指引的分类来看，美联储在 FOMC 货币政策声明中运用的前瞻性指引主要经历了三个阶段。

第一阶段仅提供定性的信息，是开放式的前瞻性指引。主要运用利率将“维持一段时间”、“维持更长一段时间”等较为模糊的表述。美联储在 2003 年首次运用前瞻性指引作为货币政策工具：在 2003 年 8 月的 FOMC 货币政策声明中，美联储表示宽松的货币政策将维持相当长的一段时间（policy accommodation can be maintained for a considerable period）。而美联储开始更广泛地使用前瞻性指引是在次贷危机爆发后。美联储在 2008 年 12 月的政策声明中指出，委员会预期疲弱经济状况可能导致联邦基金利率在一段时间内处于超低水平（exceptionally low levels of the federal funds rate for some time）。直至 2011 年 8 月前，美联储都运用类似的定性措辞，来进行前瞻指引。

第二阶段则是提供具体的时间指引，暗示利率会在某个具体时点前保持不变（或做出改变）。在 2011 年 8 月的 FOMC 声明中美联储开始使用时间式的前瞻指引，美联储表示联邦基金利率可能至少在 2013 年年中都处于异常低的水平（exceptionally low levels for the federal funds rate at least through mid-2013）。与第一阶段相比，第二阶段的前瞻指引更加明确、表达更加清晰，但是并未指明经济前景的变动对未来货币政策的影响。由于前瞻指引以经济前景为基础，那么当经济前景预期发生变化时，美联储会据之修改前瞻指引，然而经济前景是动态变动的，市场并不能确定未来美联储是否会再度调整预期，进而引发预期差，令前瞻指引的可信度降低。为了修补这个问题，美联储的前瞻指引进一步过渡到了第三阶段。

第三阶段是以经济状况为参照的前瞻指引，明确经济状况的衡量标准，在经济状况达到某个水平前，维持政策利率不变。在 2012 年 12 月的 FOMC 声明中美联储首次使用了失业率、通胀率门槛：“只要失业率在 6.5% 以上、未来一到两年通胀率在 2.5% 以内、同时更长期通胀预期稳定的情况下，目前处于超低水平的基准利率都将是合适的。”这也与美联储最大限度的就业和价格稳定的双重目标相呼应。

此后，美联储还引入对金融环境发展的考虑。美联储第三阶段前瞻指引提供了比之前更多的信息，给出了货币政策变动的具体先决条件，增加货币政策灵活性，有效弥补第二阶段的不足。

除了上述美联储在 FOMC 货币政策声明中运用的前瞻性指引外，两次 FOMC 会议间隔期，诸位美联储官员的讲话，可被视为“非正式”前瞻指引。美联储每年有 8 次议息会议发布货币政策声明，每次会议间隔 1-2 个月，在此期间美联储主席及各地方联储的官员会发表对经济现状和预期的看法，这会对市场预期造成一定的影响。特别是当美联储官员表态整体偏鸽或偏鹰，甚至整体出现转向时，对市场的影响则较大。

1.2、前瞻指引优缺点

前瞻性指引作为一项非常规货币政策工具，能够成为常规货币政策手段的补充，提高常规货币政策有效性。特别是在次贷危机之后，发达国家的常规性货币政策工具已经没有进一步施展空间；为刺激经济复苏，量化宽松政策、前瞻性指引、负利率等非常规货币政策相继出台。与其他非常规货币政策工具相比，前瞻性指引只是对预期进行引导，并非实质性地进行某种操作（不用对利率做出调整，也不用进行资产购买），一定程度上能够减小美联储的操作成本。

讨论未来可能的利率走势在某些时候可能是相当有价值的。货币政策对经济的影响很大程度上取决于对未来政策利率走势的预期，而不是联邦基金利率等利率的当前水平。美联储宣布联邦基金利率操作目标的变动或不变动，往往意味着未来几个月甚至几年的基金利率预期路径的变化。因此，美联储需要稳定市场对政策利率可能的未来走势的预期。美联储在 2003 年夏天所面临的情况就是个很好的例子，当时联邦基金目标利率被下调至 1%，市场投机的焦点集中在加息的速度和幅度上。事实上，有关美联储将在几个月内大幅加息的猜测，已经导致长期利率上升，市场甚至担心这可能导致美国经济陷入通缩。这时美联储通过明确承诺“在相当长一段时间内维持低利率水平”，来平息市场对过早收紧利率的担忧。

前瞻指引引导的是市场预期，预期对市场行为会产生重要影响，加上预期具有自我实现的特征，市场主体将会根据预期采取行动，从而对当前的经济金融形势产生影响。尤其是在非常时期，市场可能出现非理性预期，非理性预期导致的非理性行为可能会令经济形势雪上加霜。因此，运用前瞻指引引导市场预期向美联储所期望的方向收敛是十分必要的。

但同时，前瞻指引也存在着一系列的不足。

市场对美联储的信任是前瞻指引的有效性重要支撑，美联储会根据其对经济前景的判断来对货币政策进行调整，但无论是美联储还是市场参与者，都不能准确地预测未来的经济状况。如果美联储对经济的预期是错误的，那么前瞻指引的有效性则会遭受挑战。虽然美联储的前瞻指引以经济状况为参照，引入失业率、通胀率等宏观经济门槛作为先决条件，但是美联储也多次更改前瞻指引框架、调整利率变动的门槛，加大未来货币政策方向的不确定性，这将不利于美联储对市场预期的引导，从而影响市场对美联储的信任以及前瞻指引的有效性。

前瞻指引是美联储与市场之间的沟通，向市场传递美联储的信息，而预期的形成则主要靠市场所提供的信息的理解。但如果信息存在不对称的问题，或者对市场对信息的理解出现了偏差，那么市场形成的预期可能与美联储的期望大相径庭，这将严重损害货币政策的有效性。在最新公布的 3 月 FOMC 会议纪要中，有几位

与会者认为，市场似乎误解了美联储在经济预测报告中对联邦基金利率适当水平估计的中间值，市场认为这代表了委员会的共识意见，或表明政策正走在预设的轨道上。然而事实上，美联储曾多次表明货币政策没有预设的路径。这种误读可能会使美联储与市场的沟通复杂化，特别是在未来政策走向异常不确定的情况下。

1.3、目前美联储前瞻指引的困境

金融危机后的 10 多年来，美联储运用前瞻性指引承诺继续实施宽松货币政策，旨在安抚深陷金融危机的投资者，在此期间美联储不断暗示，利率将在较长时间内保持低位，哪怕需要加息以防止经济过热，也不会高于长期中性利率水平。在常规货币政策空间受限的情况下，前瞻性指引通过引导未来的利率预期，有效地提振经济和通胀。但随着美国经济复苏，经济环境不断变化，目前的经济状况与十年前大不相同，经济指标的波动性使前瞻指引的实施越来越困难，前瞻指引是否应该继续使用也正遭受质疑。

纽约联储主席、联邦公开市场委员会副主席 John Williams 在 2018 年 5 月发表讲话时表示，美联储可能快要到停止干预市场的时候了，逐步取消前瞻性指引的时机即将到来。他认为，“一旦利率处于我们所认为的中性利率水平，再谈论政策正常化也许不再适宜了。所以在某种程度上，这种前瞻性指引将会过期”。

2018 年末，美联储主席鲍威尔关于中性利率表态曾令市场出现较大幅度的波动。鲍威尔先是在 2018 年 10 月表示“当前利率水平可能距中性利率还有一段距离 (a long way)”。市场对此解读为美联储还有继续加息的空间，令市场对加息的预期大幅升温，进而引发资本市场动荡。但进入 11 月之后，鲍威尔的表态逐渐“偏鸽”，对于利率水平他表示，按历史标准来衡量，利率仍然处于较低位，而且利率“略低于” (just below) 中性区间。而鲍威尔态度的转变很大程度上是为了安抚市场情绪，纠正市场预期。由此可见，市场对美联储的表态可能出现误读，虽然美联储可以通过再次表态来修正预期，但这可能会影响市场对美联储的信任。即使当前美联储一再强调，货币政策没有预设的路径，对加息保持耐心，但市场预期美联储降息的概率却在逐渐增加，这也体现了市场对美联储的信任在弱化。

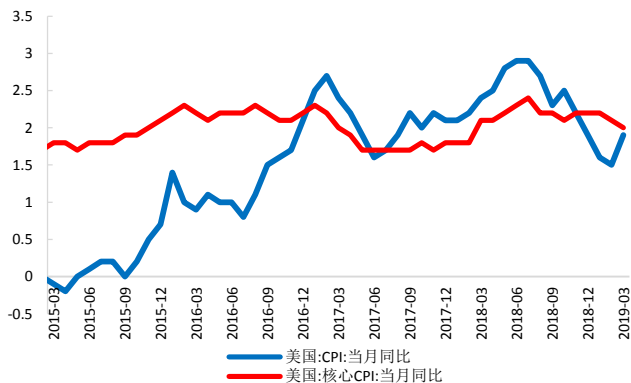
美国经济早已走上正轨，经济指标的波动性也恢复正常，前瞻指引面临的困境也越来越大，未来不排除美联储弱化前瞻指引。

2、国外经济形势一周综述

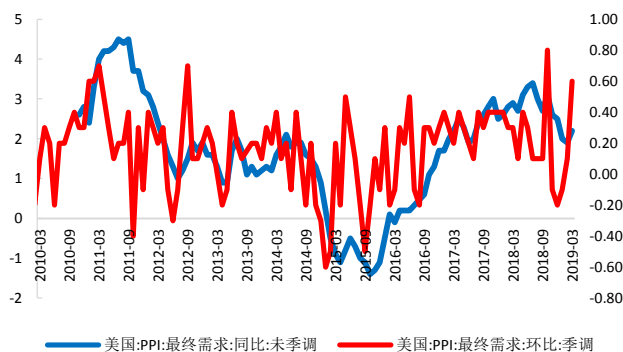
最新公布的 CPI 数据显示美国通胀水平正在上升。在食品与能源价格的提振下，美国 3 月 CPI 同比超预期增长 1.9%，高于预期值 1.8% 及前值 1.5%，结束此前连续 4 个月的下行；美国 3 月 CPI 环比增长 0.4%，持平预期，高于前值 0.2%，表明出美国通胀水平有所回升。但核心 CPI 同比增速仅录得 2%，低于前值及预期的 2.1%，其中服装、汽车价格下滑形成主要拖累。后续继续关注将于本月晚些时候公布的 PCE 数据。虽然 CPI 数据显示美国通胀有所回升，但通胀依旧相对乏力，美联储仍有理由继续对加息保持耐心。此外，受能源价格大幅上涨的影响，美国 3 月 PPI 环比超预期上涨 0.6%，创去年 10 月以来的最大环比涨幅；3 月 PPI 同比也超预期增长 2.2%。其中能源需求指数环比上涨 5.6%，创有记录以来的最大涨幅。

欧央行上周公布 4 月会议决议，决定维持三大基准利率不变。同时也承认欧元区经济正在走弱，欧元区经济增长势头放缓将延续，但经济衰退的可能性仍然较低。

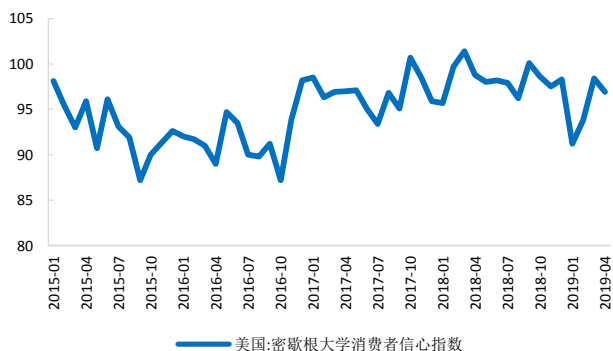
欧元区仍面临诸多下行风险，与地缘政治因素、贸易保护主义威胁和新兴市场脆弱性相关的不确定性持续存在。近期欧元区经济数据持续疲弱，尤其是制造业 PMI 已连续两个月低于荣枯线，主要是受外部需求放缓的拖累，而一些国家和特定行业的因素则进一步加重需求放缓程度。

图1： 美国 CPI 同比环比增速 (%)

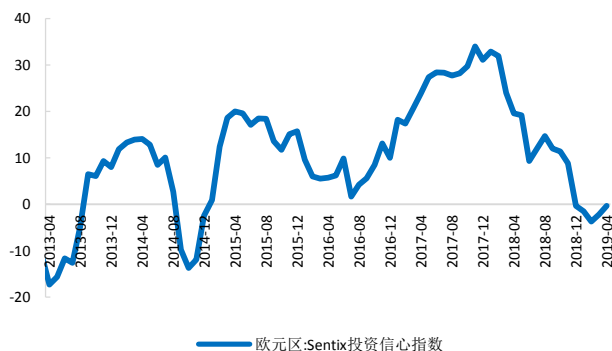
资料来源：Wind，新时代证券研究所

图2： 美国 PPI 同比环比增速 (%)

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图3： 美国密歇根大学消费者信心指数

资料来源：Wind，新时代证券研究所

图4： 欧元区 Sentix 投资者信心指数

资料来源：Wind，新时代证券研究所

3、汇率走势一周综述

表1：主要汇率及汇率指数一周概览（2019.04.08-2019.04.12）

名称	上周收盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
美元兑人民币中间价	6.7055	6.722	6.7088	6.722	0.2461	↑
美元兑离岸人民币	6.711	6.7301	6.7042	6.7096	-0.0209	↓
美元兑日元	111.725	112.11	110.845	112.02	0.2640	↑
欧元兑美元	1.1215	1.1325	1.1214	1.1299	0.7490	↑
英镑兑美元	1.3036	1.3133	1.3027	1.307	0.2608	↑
美元指数	97.4157	97.3816	96.743	96.9491	-0.4790	↓
CFETS 人民币汇率指数	95.04			95.34	0.3157	↑
人民币汇率指数(SDR 货币篮子)	95.23			95.56	0.3465	↑
人民币汇率指数(BIS 货币篮子)	98.74			99.03	0.2937	↓

资料来源：Wind，新时代证券研究所 注：人民币汇率指数时间区间为3月29日-4月4日。

美元指数上周下行0.4790%收至96.9491。虽然美国近期公布的CPI、PPI等经济数据表现向好，对美元指数形成一定支撑，但欧盟同意英国将脱欧延期至10月31日，利好欧元、英镑，同时也令美元指数承压。上周欧元兑美元上行0.749%，收报1.1299；英镑兑美元下行1.307%，收报1.307。

近期美元指数有所回落，人民币汇率升值。截至4月12日，美元兑人民币即期汇率收至6.7145，一周下行58BP；美元兑人民币中间价收至6.722，较前一周上行165BP；美元兑离岸人民币汇率收至6.7096，较前一周下行14BP；12个月期美元兑人民币NDF收至6.7658，较前一周上行168BP。

4、商品价格走势一周综述

4.1、商品指数多数回升

表2：商品指数总览（2019.04.08-2019.04.12）

名称	开盘价	最高价	最低价	收盘价	涨跌幅	涨跌方向
南华商品指数	1453.82	1477.72	1453.82	1468.24	1.19	↑
南华工业品指数	2257.09	2303.07	2257.09	2286.11	1.49	↑
南华农产品指数	767.62	771.55	763.84	769.37	0.37	↑
南华金属指数	3142.02	3224.44	3142.02	3202.84	1.82	↑

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_13189

