宏观研究报告 2020 年 9 月 20 日

美联储吹风维持长期低利率

——国际经济周报第 418 期

核心要点：

- 海外经济二季度见底后，目前开始快速反弹。美国经济正显现出好转的迹象，8 月新增就业继续上升，失业率快速下降 1.8 个百分点至 8.4%，8 月制造业 PMI 再创去年以来新高，本财年前 11 个月的联邦预算赤字升至 3.007 万亿美元，内需旺盛，核心 PPI 环比上升 0.4%，同比增长 0.6%，CPI 环比回升至 0.4%，年率为 1.3%，均超预期；进口新高，贸易逆差新高。9 月 5 日当周持续申领失业救济人数减少近 100 万，表明就业市场逐步好转。9 月消费者经济预期指数升至六个月高点。8 月新屋开工数降幅超过预期，消费者信贷年率 3.6%，消费支出与零售增速创历史新高，内需已经基本恢复到常态。房地产量价齐升，成屋新屋销量与中间价、标普/CS 房价指数等均远超预期，表明尽管疫情严重，资本市场的金融资产外，不动产市场启动。美联储 9 月的货币政策会议决定将基准利率维持在接近零的水平，吹风将至少维持到 2023 年。总体上，美国经济已经恢复到正常水平。
- 欧元区二季度 GDP 同比下降 12.1%，是自 1995 年欧盟开始有相关统计以来遇到的最大经济降幅； 8 月制造业 PMI 为 51.7，服务业 PMI 从 7 月的 54.7 降至 50.5，综合 PMI 终值从 7 月的 54.9 降至 51.9，工厂产出再次强劲增长，但服务业企业的活动增长在 8 月几乎停滞；8 月 CPI 同比下跌 0.2%，核心 CPI 降至 0.4%，创下 2001 年有记录以来的最低水平。尽管经济依然在复苏，但 PMI 等数据表明强劲的反弹开始减弱，通胀下滑将迫使欧洲央行增加更多货币刺激措施。
- 日本二季度 GDP 折年率环比萎缩 27.8%，连续三个季度萎缩，GDP 总量降至十年低位。人口老龄化与出口导向的经济结构难以解决，刺激政策的效果有限。日本央行将基准利率维持在-0.1%不变，维持通过长短期利率操作及购入 ETF 的大规模货币宽松政策。8 月出口额同比下降 14.8%，连续 21 个月下降。综合 PMI 为 44.9，生产继续萎缩。预计三季度日本经济在发达经济体中仍不佳。

分析师

周世一
☎：（8610）66568471
✉：zhoushiyi@chinastock.com.cn
分析师登记编号：S0130511070004

美联储吹风维持长期低利率

——国际经济周报第 418 期（2020.9.7-2020.9.20）

尽管全球主要经济体二季度 GDP 萎缩幅度均创历史最大。美国二季度 GDP 环比萎缩 9.5%，折合年率-31.7%，日本 4-6 月 GDP 环比年率为萎缩 27.8%，为 1980 年有可比数据以来的最大降幅，欧元区整体经济第二季度环比萎缩 12.1%；但随着全球解除封锁，以及各国政府的货币财政刺激措施，海外经济二季度见底后，目前开始快速反弹。美国经济正显现出好转的迹象，8 月新增就业继续上升，失业率快速下降 1.8 个百分点至 8.4%，PMI 指数在 7 月创今年来新高后，8 月制造业 PMI 再创去年以来新高，本财年财政赤字预计历史新高 3.3 万亿美元，从而使联邦债务超过 GDP；内需旺盛，进口新高，贸易逆差新高。此前公布的零售、消费信心与 CPI 明显反弹，消费支出与零售增速创历史新高，内需已经基本恢复到常态。房地产量价齐升，新屋开工与营建许可、成屋新屋销量与中间价、标普/CS 房价指数等均远超预期，表明尽管疫情严重，资本市场的金融资产外，不动产市场启动。总体上，美国经济已经恢复到正常水平，这是美国股市连创新高和特朗普总统民调近期反弹的经济基础。

因疫情持续，美联储 9 月的货币政策会议决定将基准利率维持在接近零的水平，吹风将至少维持到 2023 年，以稳定美国经济。美联储认为美国的复苏在很大程度上取决于该国能否更好地控制新冠疫情，并且可能需要进一步的财政刺激措施以支持就业和收入。美联储重申继续通过购买资产来提供流动性，每月将购买 800 亿美元美国国债和 400 亿美元 MBS。

9 月 17 日联邦公开市场委员会宣布“期望维持宽松货币政策立场”，直至通胀率在一段时间内平均达到 2%，长期通胀预期仍稳定在 2%。这反应了美联储主席鲍威尔 8 月份在杰克逊霍尔年度全球央行政策会议上公布的美联储长期政策框架，允许此前处于目标水平之下的通胀率超过 2%的目标值。根据美联储官员提供的季度预测，官员们的预期中值是利率将维持超低水平直到 2023 年末，但有四名官员预计 2023 年将至少加息一次。

鲍威尔在会后表示，“这是非常强而有力的指引，体现了我们的信心和决心。我们坚定承诺将完成目标和允许通胀高于目标值”。

疫情爆发后，美联储在 3 月份采取紧急行动大幅降息，并通过债券购买计划为金融体系注入了数万亿美元流动性，并推出一系列紧急放贷机制以维持企业运营。疫情以来，美联储的资产负债表增加了月 3 万亿美元。

美国财政部公布的 2020 财年前 11 个月的联邦预算赤字升至 3.007 万亿美元，是上年同期 1.067 万亿美元赤字的近三倍，打破此前金融危机后 2009 年同期 1.37 万亿美元的最高纪录。今年 8 月预算支出为 4230 亿美元，去年同期为 4280 亿美元；8 月收入为 2230 亿美元，去年同期为 2280 亿美元，8 月赤字为 2001 亿美元。2009 年全年的财政赤字总额为 1.4 万亿美元。

商务部公布美国 7 月进口环比增长 10.9%至 2317 亿美元，至历史新高；同时，出口环比增长 8.1%至 1681 亿美元。美国进出口总额增长至 3998 亿美元，仍远低于新冠疫情暴发前的水平。美国 7 月商品贸易逆差为 801 亿美元，创历史最高纪录；服务贸易顺差三个月来首次下降，降至 174 亿美元，为 2012 年 8 月以来的最小服务贸易顺差。贸易逆差激增至 636 亿美元，为 12 年来最高水平。

劳工部公布的 8 月份 PPI 环比增长 0.3%，升幅小于 7 月份的 0.6%。高于预期的增长 0.2%，PPI 年率同比下降 0.2%，为五个月以来的最小降幅。剔除食品和能源后的核心 PPI 环比上升 0.4%，同比增长 0.6%；远超预期的环比上升 0.2%、同比上升 0.3%。不包括食品，能源和贸易服务的 PPI 连续第三个月上涨 0.3%，较上年同期上涨 0.3%，为 3 月以来最大同比增幅。

美国 8 月季调后 CPI 环比回升至 0.4%，高于市场预测的 0.3%；CPI 年率为 1.3%，高于预期的 1.2%以及前值 1%。8 月核心 CPI 环比月率为 0.4%，超市场预期的 0.2%。

整体看，美国复工复产有序进行，为防疫封锁而受到压制的需求正在恢复，供给方面，生

产商开始逐渐获得议价能力，生产商在将更高的原材料成本转嫁给客户方面变得越来越成功。而同时，消费需求逐步回升，通胀环比处于正增长。尽管最近的生产者和消费价格上涨表明通胀压力正在上述，但因疫情持续，通胀的升幅正在下降，CPI 很难在短期内恢复到美联储 2%的目标。

美国 7 月消费者信贷总额较上月增长了 122 亿美元，年率上升了 3.6%，6 月增长了 3.3%；连续第二个月增长，6 月为增长 114 亿美元。因随着经济重新开放和消费支出增加，汽车贷款等非循环信贷增加。消费者借贷的反弹与近期零售销售增长一致，尤其是汽车购买方面。

美国 8 月季调后非农就业人数增加 137.1 万，好于预期的 135 万，前值为增加 176.3 万。美国 8 月失业率下降 1.8 个百分点至 8.4%，远好于预期的 9.8%。8 月劳动参与率环比上升 0.3 个百分点至 61.7%，但较 2 月水平仍低 1.7 个百分点。

8 月就业人数的增加主要是政府部门的就业大幅上升，新增就业人口 34.4 万人，因政府为 2020 年人口普查而临时大量招聘。当月临时失业人数环比减少 310 万人至 620 万人，较 4 月创纪录的 1810 万人大幅下降。美国非农部门就业人口并未回到最高点，比 2 月的疫情爆发前仍少 1150 万人，永久性失业人数自 2 月以来也已上涨 210 万。

周三公布的美国 8 月 ADP 就业人口增加 42.8 万人，远不及预期的增加 95 万人，7 月 ADP 就业人数修正为增加 21.2 万人。其中 8 月建筑业就业人数增加 2.8 万人，制造业就业人数增加 0.9 万人，贸易/运输/公用事业就业人数增加 5.8 万人，金融服务业就业人数增加 1.1 万人，专业/商业服务就业人数增加 6.6 万人。8 月份的招聘信息显示出经济复苏放缓，各种规模和行业的就业增长还没有接近疫情前的就业水平。

上周初请失业金人数公布为 88.1 万人，为时隔三周后再度降至 100 万人下方，且续刷 3 月 14 日以来新低。美国上周续请失业金人数为 1325.4 万人，连续第五周录得下滑且创 4 月 4 日以来新低。

裁员方面，再就业服务机构挑战者周四公布的 8 月裁员人数较 7 月份下降了 56%，但今年迄今为止的裁员总数已达到创纪录的 196.3 万人。此前的年度最高纪录是 2001 年的 195.7 万人。8 月企业公布了 160411 个招聘意向。8 月裁员最多的行业是运输业，在旅行减少和联邦政府干预不确定的情况下。

总体上看，随着美国经济恢复，各年龄段人口的失业情况均好转，各行业就业普遍增加。就业市场快速改善表明，经济正在快速反弹。

ISM 周二公布的美国 8 月 ISM 制造业指数为 56，高于 7 月的 54.2。这是自 2019 年 1 月以来的最高水平，其标志着连续三个月的增长。这表明占美国经济 12%的制造业处于扩张状态。制造业新订单指数从 7 月份的 61.5 升至 8 月份的 67.6，为 2017 年 12 月以来的最高水平。周四公布的美国 8 月 ISM 非制造业 PMI 指数 56.90，低于前值的 58.1。随着制造商和服务提供商的客户需求回升，私营部门的商业环境进一步改善。但制造业的持续改善并不均衡，因为疫情使支出从用于餐馆和酒吧等服务行业的设备转向购买家用电器等商品上。服务业企业销售也继续增长。但由于疫情持续，加上美国大选所带来的不确定性，美国 PMI 指数未来几个月可能会有所波动。

美国人口普查局公布的 6 月份工厂订单向上修正至较前月增长 6.4%。扣除运输品的新订单 7 月份增长 2.1%。扣除国防用品的新订单 7 月份增长 5.6%，6 月份增长 7.3%。不含飞机、扣除国防用品的资本品新订单 7 月份增长 1.9%，6 月份增长 4.3%。工厂订单与 PMI 指数相互印证了美国生产恢复。

美国国会预算办公室 2 日发布的报告预计截止到 9 本月底的 2020 财年联邦预算赤字将达到 3.3 万亿美元，是 2019 财年的三倍多，其中，预算赤字占国内生产总值的比重将达到 16%，为 1945 年以来最高。受此影响，美国联邦政府的债务规模将于 2021 财年超过国内生产总值——而上一次出现这样的情况，还是在 1946 年。主要原因是新冠肺炎疫情导致政府支出增加、收入下滑，同时，为了刺激经济，政府进一步加大了财政支出。

商务部 9 月 3 日公布的 7 月进口环比增长 10.9%至 2317 亿美元，至历史新高；同时，出口环比增长 8.1%至 1681 亿美元。美国进出口总额增长至 3998 亿美元，仍远低于新冠疫情暴

发前的水平。美国 7 月商品贸易逆差为 801 亿美元，创历史最高纪录；服务贸易顺差三个月来首次下降，降至 174 亿美元，为 2012 年 8 月以来的最小服务贸易顺差。贸易逆差激增至 636 亿美元，为 12 年来最高水平。

7 月美国商品进口额与出口额双双上升，但贸易逆差扩大主要受进口增长驱动。表明美国内需强劲。进出口额增幅最大的类别均为汽车。汽车、零件及发动机出口环比增长 46%，进口增长 41%，两者几乎都达到了疫情前水平。

政策方面，两党仍未对新一轮刺激方案达成一致。在新一轮的财政刺激法案上，反对党民主党和执政的共和党之间仍然存在“严重分歧”。不过，众议院议长佩洛西和财政部长努钦非正式地就一项临时拨款法案达成了一致，以避免政府在本月底关门。这份非正式协议将避免政府在 9 月 30 日之后关门，并避免这个问题与正在进行的冠状病毒救援谈判纠缠在一起。目前的疫情救助谈判已经停滞了数周。

二季度 GDP 修正值按年率计算下滑 31.7%，较初值上调了 1.2 个百分点，仍是有记录以来最大季度降幅。其中占美国经济总量约 70%的个人消费开支降幅为 34.1%，较初次数据上调了 0.5 个百分点。其中，受疫情打击最为严重的服务支出重挫 43.1%。反映企业投资状况的非住宅类固定资产投资下滑 26%，与初次数据相比上调了 1 个百分点。商务部将于 9 月 30 日公布今年第二季度 GDP 最终修正值。

美国 7 月营建许可总数为 149.5 万套，月率大幅上升 18.8%，远超预期的 132 万和 5%的增速。7 月新屋开工总数年化为 149.6 万套，月率大幅上升 22.6%，也远超预期的 124 万套和 5%的增长。美国 7 月多户型住房开工数据大增，预计大都市区以外的公寓需求仍维持强劲，且随着租房者从人口稠密的高成本大都市迁移出去，可能刺激成本更低、更广泛城市的住房需求和建设活动。

美国 7 月房屋营建活动是连续第三个月大幅上升，而且增长加速。这表明尽管在受新冠疫情影响美国经济大幅下滑，但房地产市场依然非常强劲。

美国 7 月成屋销售总数年化 586 万户，远超预期的 541 万户，上个月为 472 万户。7 月成屋销售总数年化环比 24.7%，预期 14.6%，上个月为 20.7%。美国 7 月成屋销售总数年化创 2006 年 12 月以来最高水平。美国 7 月份的成屋销售价较 6 月份猛增 24.7%。与去年同期相比，销售额增长了 8.7%。这是美国自 1968 年以来最强劲的月度增长，也是自 2006 年 12 月以来的最高销售速度。由于房源的短缺，与去年相比，7 月份房屋销售的中位数价格上涨 8.5%，达到 304100 美元，即使按通货膨胀调整后也是最高价格。

美国 7 月成屋销售连续第二个月创记录增速，住房市场远超复苏阶段，房价创下纪录，因低利率推升了房屋需求；同时，供应减少，价格上涨以及抵押贷款利率保持在较低水平。

美国 7 月份新屋折合年率销量预估为 79.0 万套，月率上升 13.9%，增加 11 万套。前三个月的新建住宅销量数据被上修 1.9 万套。新屋价格中值较上年同期上涨 7.2%至 330，600 美元。7 月份 17.0%的新建住宅售价超过 500，000 美元。7 月份房屋库存可供销售 4.0 个月，6 月份为 4.6 个月。美国 7 月新建住宅销售升至 2006 年 12 月以来最高水平，

更多的人居家工作、在家上学或只是待在家中，疫情中中的居民，发现还是自有住房比较好，加上受库存减少和建筑成本上升的影响，新房库存维持在创纪录低水平后，新屋量价齐升，同时拉动营建许可与新屋开工大幅上升。美国房地产经纪商协会将今年二手房销量预测从先前的估计 518 万套提高到 540 万套。该协会还预测新屋销售为 80 万套，高于此前估计的 70.4 万套。

27 日发布美成屋签约指数 7 月份环比增长 5.9%；6 月份增长了 15.8%。接受彭博调查的经济学家的预期中值为增长 2%。7 月份未经调整的二手房签约量同比增长 15.4%。美国 7 月份二手房签约量增长超预期，达到 2005 年以来的最高水平，表明随着利率在可预见的未来继续保持低位，房地产市场的急剧复苏将会持续。

综合房价方面，美国 6 月 FHFA 房价指数环比升 0.9%，预期升 0.3%，前值由降 0.3%修正为降 0.2%；同比升 5.7%，前值升 4.9%。美国 6 月 S&P/CS20 座大城市房价指数同比升 3.5%，预期升 3.8%，前值升 3.69%。

综合在疫情初期下跌之后迅速反弹，说明房地产美国经济复苏中的领先指标，房地产 V 复苏，将拉动美国经济三季度回暖。

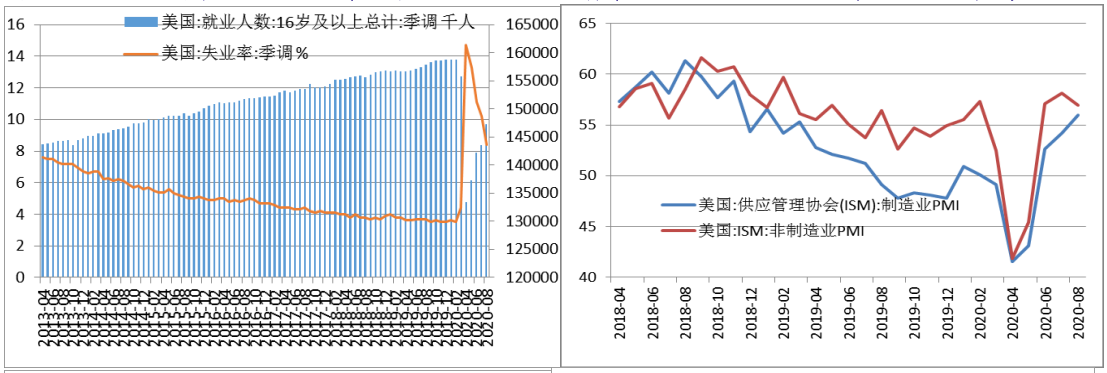
核心 CPI 上升了 0.6%，是自 1991 年 1 月以来的最大涨幅。7 月美国核心消费价格指数创下近 30 年来单月最大涨幅，7 月经季节性调整后的 CPI 环比增长了 0.6%，是预期的两倍。突发的疫情造成某些生活用品的短缺，可能是推升 CPI 的主要原因。

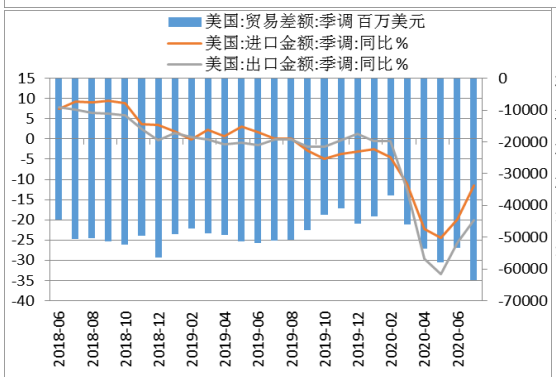
目前的 CPI 快速上升仅仅是一个月的走势，随着供给的恢复，预计未来的通胀将会维持温和水平。但是，市场正在预期美联储的宽松货币计划和高额的联邦赤字将在明年前提高通胀。因而，需要密切关注未来的通胀是否持续上涨。就当前情况看，通胀上升表明经济活动正在回升，目前的通胀水平仍低于美联储 2%的目标。

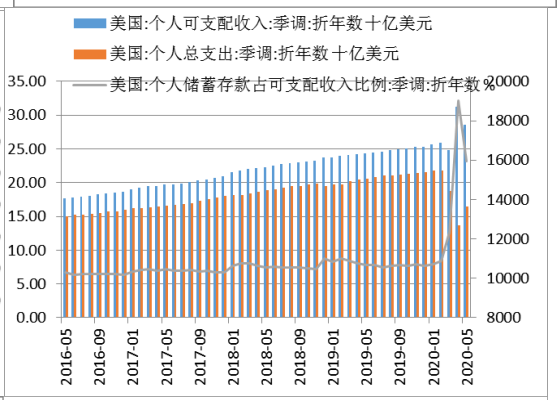
密歇根大学消费者信心指数初值攀升 0.3 点，至 72.8，仍接近 4 月份低点 71.8，后者是自 2011 年以来的最差水平。好于预估的下滑至 72。

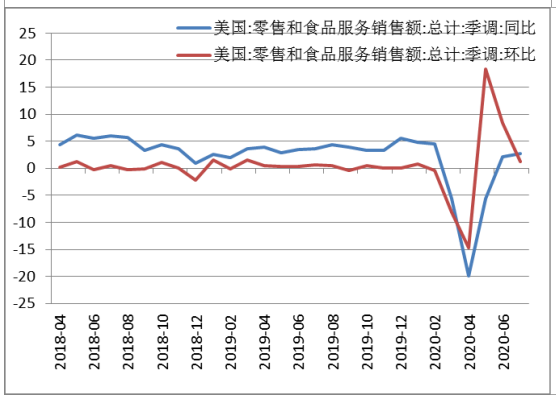
美国 7 月零售销售月率增长 1.2%，连续三个月上升，但增幅预期的增长 1.9%，前值修正为增长 8.4%。受新冠肺炎确诊病例不断上升、失业救济金额度减少影响，未来几个月数据可能进一步放缓。

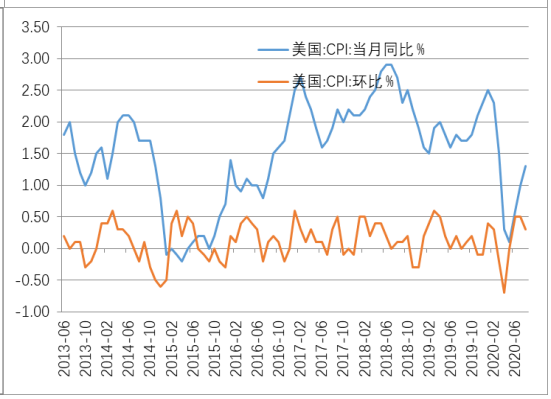
图 1：美 PMI、非农就业与失业率、个人收入支出与储蓄率、进出口、GDP、零售、CPI、房地产

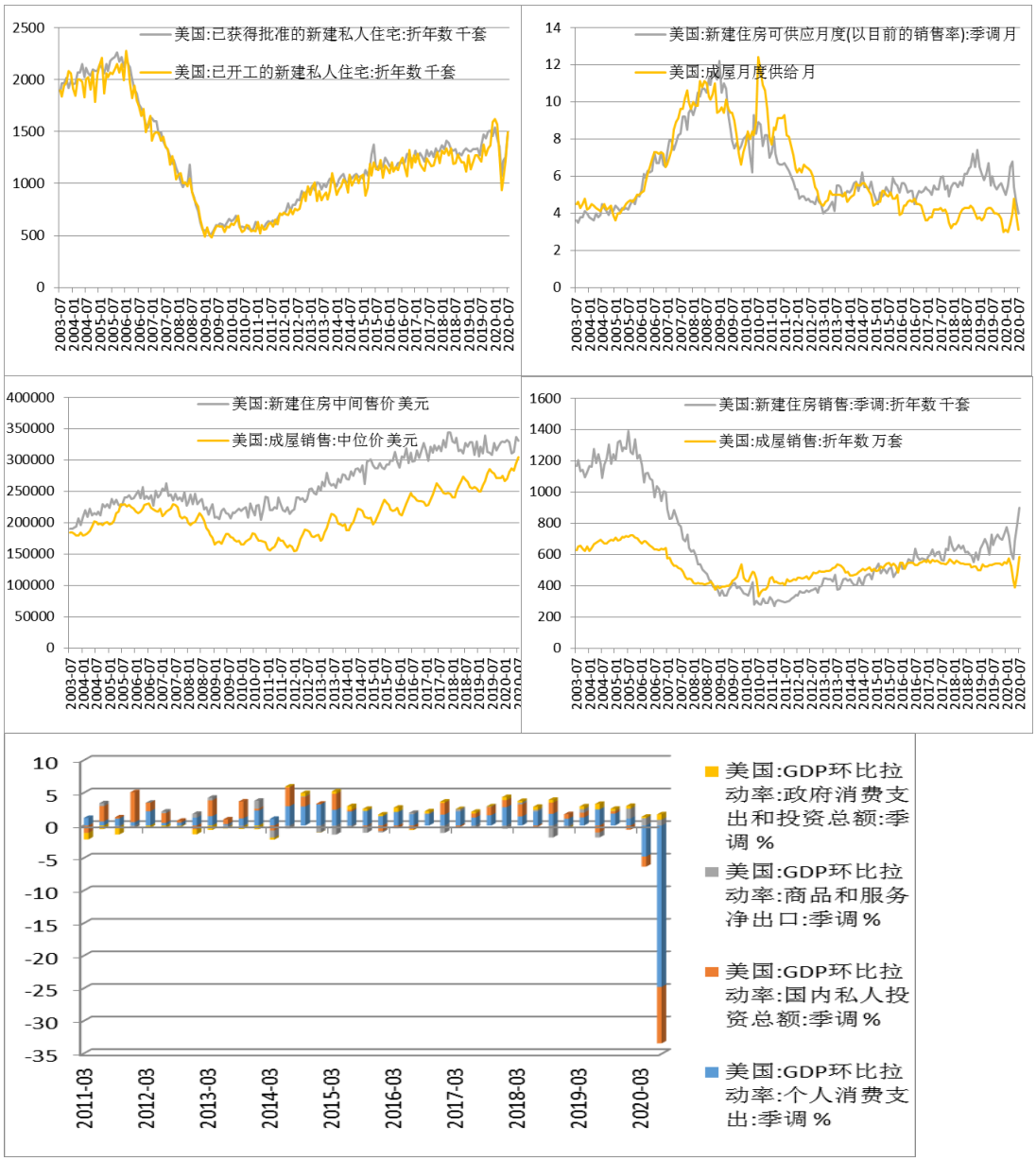












资料来源：Wind，中国银河证券研究院

由于疫情影响，欧元区二季度 GDP 环比下降 11.9%，同比下降 12.1%。这是自 1995 年欧盟开始有相关统计以来遇到的最大经济降幅。德国今年二季度 GDP 环比下降 10.1%。这是德国自 1970 年发布季度 GDP 数据以来的最大单季跌幅。货物和服务进出口、私人消费、设备投资均出现大幅下跌。法国第二季度 GDP 环比下降 13.8%，连续第三个季度出现负增长。意大利二季度 GDP 环比下滑 12.4%，均创有史以来最大降幅。

欧元区 8 月 Markit 制造业 PMI 为 51.7，与前值持平。服务业 PMI 终值从 7 月的 54.7 降至 50.5，但高于初值 50.1。欧元区服务业几乎陷入停滞，欧元区 8 月综合 PMI 终值从 7 月的 54.9 降至 51.9，略高于初值 51.6。综合 PMI 终值显示经济仍然很虚弱。欧元区工厂产出再次强劲增长，整个欧元区的服务业企业的活动增长在 8 月几乎停滞，企业在成本和支出方面采取谨慎态度，尤其是在投资和招聘方面，结束封锁后的企业活动反弹已经开始减弱。主要原因是整个欧元区的需求仍然低迷。

德国 9 月份 ZEW 当前状况指数报为 66 好于预估的 72。欧元区 9 月份 ZEW 预期指数报 74。8 月德国 Ifo 商业景气指数为 92.6，较上月修正值回升 2.2 点，显示德国经济正在持续复苏。服务业景气状况良好，企业信心进一步回升；制造业景气有所改善，但仍有许多企业对现状感

到不满；零售业渐趋稳定；建筑业则对前景依然悲观。

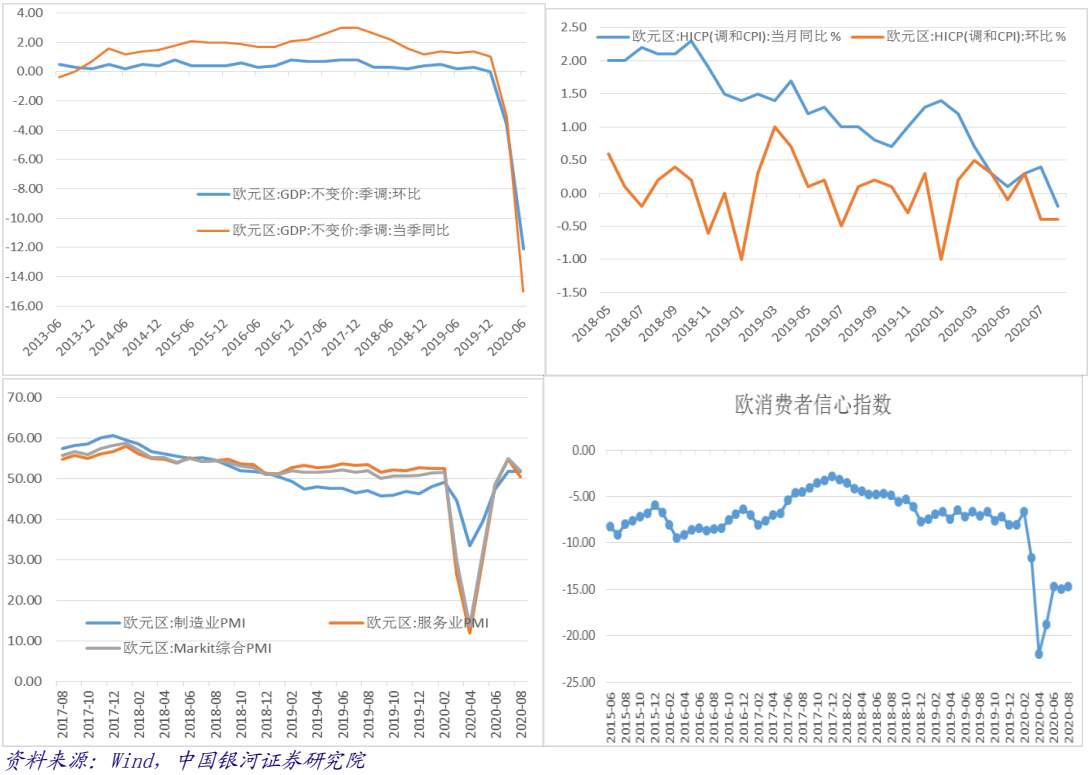
德国 8 月消费者价格指数同比下滑 0.1%，为四年多以来首次低于零，德国政府为支持经济而下调销售税的举措加大了物价下行压力。意大利和西班牙的物价降幅更大，这两个国家受到疫情和旅行限制的打击尤其严重。

欧元区 8 月调和 CPI 同比下跌 0.2%，核心 CPI 年率初值从 7 月份的 1.2%降至 0.4%，创下 2001 年有记录以来的最低水平。

欧元区 8 月消费者信心指数初值为-14.7，预期为-15，前值为-15。欧元区 7 月货币供应 M3 同比升 10.2%，预期升 9.2%，前值升 9.2%；至 7 月三个月货币供应 M3 同比升 9.5%，前值升 8.8%。

欧元区尽管经济依然在复苏，但 PMI 等数据表明强劲的反弹开始减弱。通胀下滑将迫使欧洲央行增加更多货币刺激措施。

图 2：欧 PMI、消费者信心指数、GDP、CPI



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

日本选出管义伟为新一任首相，接替因病辞职的安倍，预计新首相扔将面临经济下滑的压

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_2443