

美联储宽松“助力”特朗普大选

——美联储如何调整其货币政策框架？

报告导读/核心观点

鲍威尔在2020年杰克逊霍尔央行大会中宣布对货币政策执行框架进行重大调整，一是将通胀制度转换为灵活的平均通胀目标制，将极大提升未来通胀预期，美国通胀可能在未来较长时间内维持在2%以上水平。二是提高对就业市场过热的容忍度。整体来看，宽松迹象明显，大选前鲍威尔的鸽派风格将成为持续驱动美股上行的动力。

□ 本次政策调整的主要原因

一是美国经济增长的预测中值持续下移，潜在增长率持续萎缩导致中性联邦基金利率被动下行，掣肘美国货币政策调整能力：经济繁荣时，美联储仅能将利率水平维持在略高于其有效下限的水平；经济衰退时，通过降息刺激经济的空间又受极大限制。二是新冠疫情爆发以前，美国就业市场已经连续多年保持强劲，然而菲利普斯曲线的平坦化使得通胀水平无法合理反映就业数据的强劲。这在很大程度上归因于美国的就业结构和贫富差距水平。制造业等低收入行业在美国就业结构中占据较高比重，这使得就业数据无法充分反映收入-消费-通胀水平的传导路径。日益加大的贫富差距水平则在很大程度上加剧了这一现象。

美联储在过去的利率决策框架中曾先后采用或探讨过多种理论框架，如泰勒规则、埃文斯规则等。各种利率框架均与通胀水平紧密相关。以上因素导致通胀持续低于预期将极大限制利率水平，也导致美联储在面对危机时缺乏足够的政策空间。

□ 本次政策核心的调整内容

一是转换至灵活的平均通胀目标制。美联储仍将把2%作为通胀的长期目标，本次调整前，美联储的政策目标为实际通胀水平围绕2%对称波动。本次调整后，目标改为在特定时间内将通胀均值维持在2%水平。鉴于2018年11月至今PCE通胀率长期低于2%，为了完成均值目标，美联储需要在未来1-2年通过政策努力将通胀长期维持在2%以上。另外需要指出的是，根据美联储对其政策目标的说明以及工作论文中的多次阐述，美联储通胀目标实际对应指标为PCE通胀率，但美联储在使用泰勒规则等工具计算理论利率时往往使用核心PCE通胀率。因此，未来仍需持续重点关注两大通胀指标。除此之外，美联储明确将不会为均值捆绑固定的计算方式，以此体现政策的灵活性并便于在适合的时机选择退出。

二是采用不对称的就业容忍度。当就业情况位于充分就业水平之下时，将加大政策力度弥补政策缺口，积极创造就业岗位；当就业情况位于充分就业水平之上时，也无需担忧美联储立刻收紧货币政策。在菲利普斯曲线平坦化的背景下，无需过分担忧就业市场火爆引发恶性通胀的风险。除此之外，鲍威尔继续强调不会为就业设定固定的数字目标。未来仍将延续把美联储预测的长期失业率中值作为合意的失业率目标参照，当前对应的合意失业率水平为4.1%。

三是货币政策仍将保持前瞻性，将持续对居民进行预期管理并充分考虑货币政策对经济的时滞效应。除此之外，在实现经济目标的同时将充分考虑金融系统中的潜在风险。这一态度说明美联储仍将在必要时为经济及金融市场提供适当的流动性支持，短期内无需担心美联储数量型货币政策的退出风险。

□ 本次政策调整的核心影响

根据美联储6月对年末PCE的预测结果并分阶段做匀速假设，如果美联储在2021年末将2年通胀均值拉至2%，则2021年末PCE需达到6.75%。如果在2022年将3年通胀均值拉至2%，则2021、2022年末PCE需分别达到2.09%、5.45%。

本次政策调整将提升美国未来通胀和货币政策宽松预期，年内美元将继续向90震荡下行并对黄金起到有效支撑；权益市场方面，大选前鲍威尔的鸽派风格将成为持续驱动美股上行的动力。鉴于美联储对于负利率的抗拒态度未改，未来的宽松政策仍将集中在数量型领域，美联储资产负债表规模将继续向8万亿美元挺进。由于货币政策存在能力边界，需要和财政政策配合开展，H2美国经济的复苏强度仍将在极大程度上取决于财政刺激政策能否在9月国会复会后如期落地。

风险提示：中美摩擦强度超预期；

分析师：李超

执业证书编号：S1230520030002

邮箱：lichao1@stocke.com.cn

联系人：林成炜

执业证书编号：S1230120080050

邮箱：linchengwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《欧盟财政刺激将陆续兑现修复金银比》2020.07.22
- 2 《四道令牌暂缓美国财政断供之忧》2020.08.10
- 3 《美联储的缩表将是昙花一现》2020.07.14

报告撰写人：李超

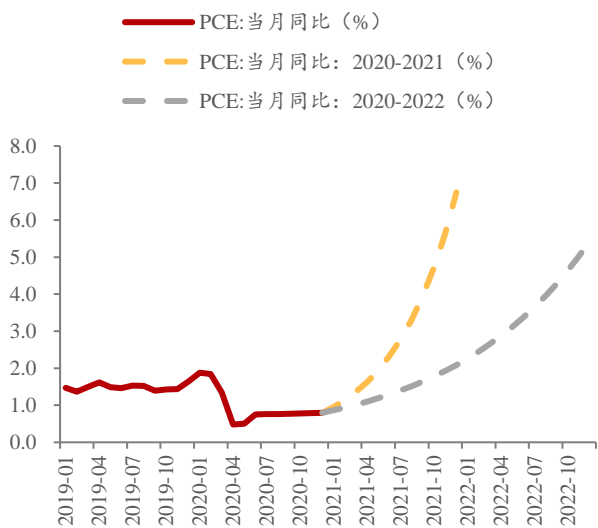
1. 重要图表

表 1：不同情景下美国通胀水平预测 (%)

| | 2021 年末完成均值目标 | | 2022 年末完成均值目标 | |
|----------|---------------------|---------------------|---------------------|---------------------|
| | 2021 年 12 月通胀率 (同比) | 2021 年 12 月通胀率 (同比) | 2022 年 12 月通胀率 (同比) | 2022 年 12 月通胀率 (同比) |
| 2019 为起点 | 8.39 | 2.24 | 6.29 | |
| 2020 为起点 | 6.75 | 2.09 | 5.45 | |

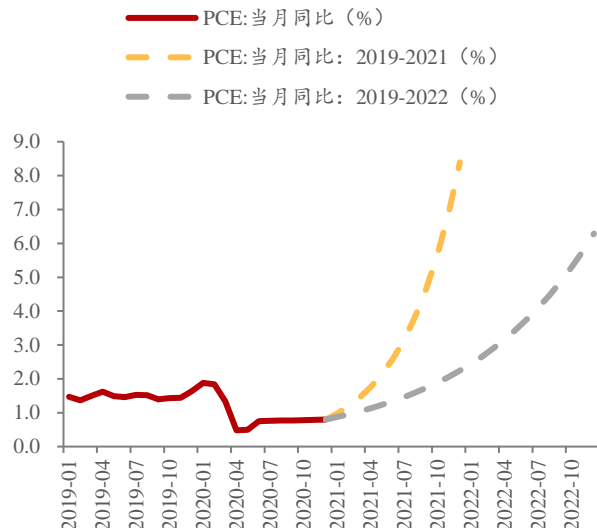
资料来源：美联储，浙商证券研究所测算

图 1：以 2020 年为起点的通胀水平测算



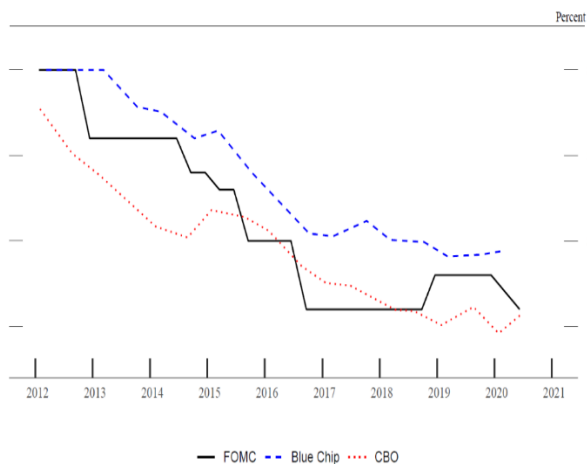
资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

图 2：以 2019 年为起点的通胀水平测算



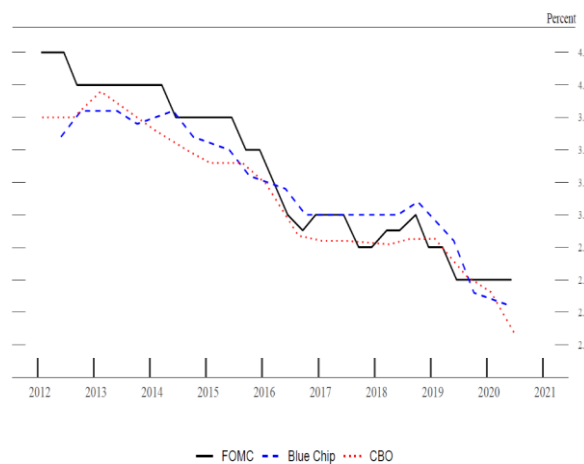
资料来源：Wind，浙商证券研究所测算

图 3：美国长期经济增长预测中值不断下行



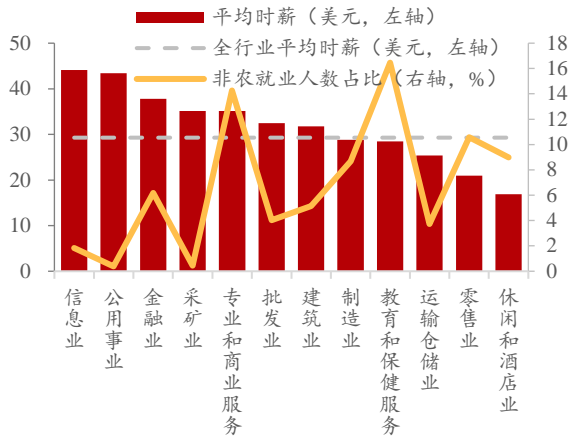
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 4：中性联邦基金利率中值不断下移



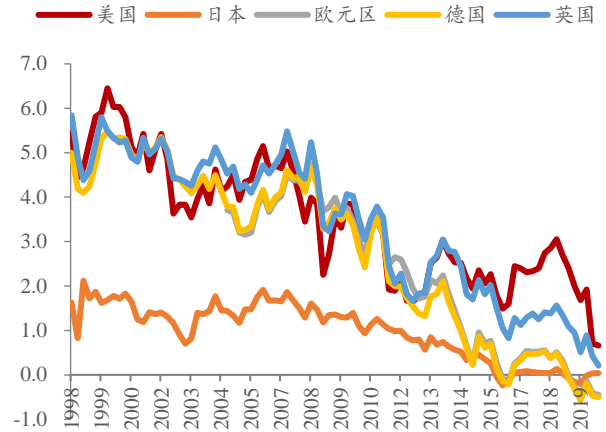
资料来源：美联储，浙商证券研究所

图 5：美国低端低收入行业在就业结构中占据较高比重



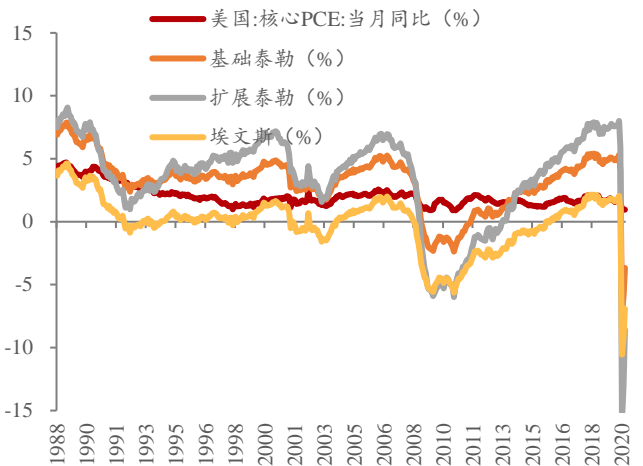
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 6：全球国债收益率中枢下行（%）



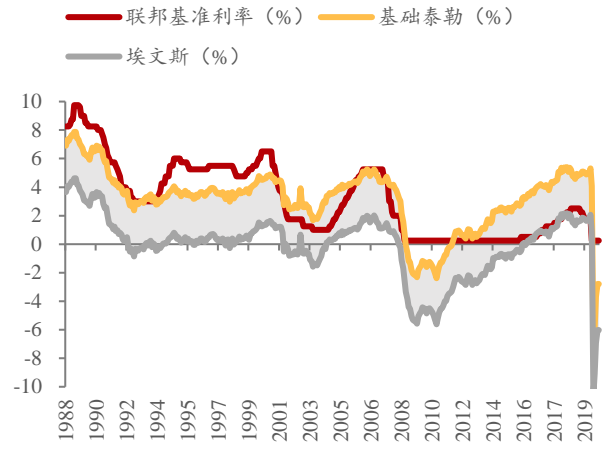
资料来源：Wind, 浙商证券研究所

图 7：核心 PCE 与不同利率规则的关系



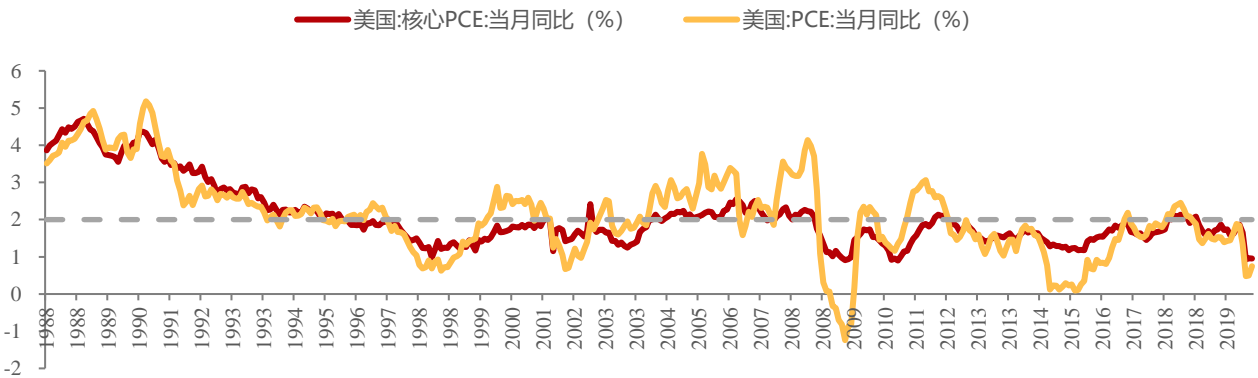
资料来源：Bloomberg, 浙商证券研究所

图 8：联储基准利率与不同利率规则的拟合关系



资料来源：Bloomberg, 浙商证券研究所

图 9：美国实际通胀情况（%）



资料来源：Wind, 浙商证券研究所

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_2921

