

回不去的美元利率

——2020年6月美联储议息会议点评

行业点评

● 美联储预计长期维持低利率

6月FOMC会议声明对美国经济形势的评估相较4月进一步强调了疫情对当前经济活动的影响和对未来造成的风险。美联储表示，冠状病毒的爆发正在美国和世界各地造成巨大的人道和经济困难。病毒流行和保护公众健康而采取的措施已导致经济活动急剧下降和失业人数激增，需求疲软和油价大幅下跌抑制了物价通胀。过去一段时间里金融状况有所改善，部分反映出支持经济和支持信贷向美国家庭和企业流动的政策措施。

美联储在会议声明中表示，持续的公共卫生危机将在短期内严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险。美联储预计将维持当前联邦利率区间，直到联储确信美国经济平安度过了近期事件并步入实现最大就业和物价稳定的正轨。公布的点阵图显示，美联储预计维持当前低利率水平至少到2022年，因此美国将长期处于低利率水平。未来几个月，美联储将至少按目前的节奏增加其持有的美国国债以及机构住宅和商业抵押贷款支持证券的持有量，以维持市场平稳运转，支持信贷流向家庭和企业。

在经济预测方面，美联储对2020年美国GDP增速中性预测为-6.5%，对2020年美国失业率中性预测为9.3%，对2020年美国核心PCE通胀的预测为1.0%。

● 难以回到过去的美元利率

随着美国经济逐渐修复，美联储未来可能加息，但短期内政策利率也很难回到疫情前的位置，背后的原因是疫情可能对美国经济产生长期的影响。一方面，低利率环境下，美国企业的杠杆率也大幅提升，即使未来美国经济好转，美联储也不敢贸然加息。另一方面，此次疫情还可能增加美国居民的预防性储蓄，进而使自然利率低于疫情前，也使未来美国政策利率短期无法回到以前。

● 后疫情时代的全球美元流动性变化

美联储未来可能较长时间地维持低利率，即使加息也难以快速恢复到疫情前的水平，这会从根本上影响美元流动性的供给。贸易、投资、投机是美元流动的三大驱动力。后疫情时代，国际经贸关系的变化以及美元低利率，会使国际贸易、投资、投机发生一些变化，而与之相配套的国际美元流动也会发生改变，但据此判断美元走势是比较困难的。次贷危机后，美国和日本、欧洲的利差扩大，这催生了套利活动，如果美国利率也向低利率转变，那么这种套利模式可能会减少。在经济周期正常情况下，这种套利的减少会带来美元需求下降，美元会走弱。但是当全球经济处于衰退或者发生经济政治风险时，由于美国利率已处于低位，再降息的空间不大，美元作为避险货币将得到强化，美元会更加强势。长期而言，美国等一些国家的技术进步率高于欧日，人口结构也好于欧日，长期自然利率是高于0的，同样没必要实施负政策利率。未来的美元低利率，一方面会使产业资本从美国流向资本开放程度较高、经济稳健的经济体，另一方面，美元和欧元、日元的套利活动萎缩，但美元作为避险货币的属性将加强，美元和其他货币可能形成新的套利组合。这个货币的利率必须高于美元，而且发行该货币的国家需要资本可以自由流动、货币可以自由兑换、资产的流动性较高。

● 风险提示：经济恢复超出美联储预期

潘向东（首席经济学家）

证书编号：S0280517100001

刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

陈韵阳（联系人）

chenyunyang@xsdzq.cn

证书编号：S0280118040020

相关报告

美联储降息救市，但市场担心“弹药”不足

2020-3-4

目 录

1、 美联储将长期维持货币宽松.....	3
2、 难以回到过去的美元利率.....	3
3、 后疫情时代的全球美元流动性变化.....	4

北京时间2020年6月11日凌晨，美联储公布6月FOMC会议声明，维持联邦基金利率在0%-0.25%区间不变，将超额准备金利率维持在0.1%不变，符合市场预期，美联储票委均全票通过此次利率决议。FOMC会议声明偏鸽，声明发布后美股三大指数、金价上涨，美元指数下跌，但稍后的新闻发布会上鲍威尔关于收益率曲线控制的陈述低于预期，资产价格又回调。

1、 美联储将长期维持货币宽松

6月FOMC会议声明对美国经济形势的评估相较4月进一步强调了疫情对当前经济活动的影响和对未来造成的风险。美联储表示，新型冠状病毒的爆发正在美国 and 世界各地造成巨大的人道和经济困难。病毒流行和保护公众健康而采取的措施已导致经济活动急剧下降和失业人数激增，需求疲软和油价大幅下跌抑制了物价通胀。过去一段时间里金融状况有所改善，部分反映出支持经济和支持信贷向美国家庭和企业流动的政策措施。

在前瞻指引方面，美联储认为，持续的公共卫生危机将在短期内严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险。美联储预计将维持当前联邦利率区间，直到联储确信美国经济平安度过了近期事件并步入实现最大就业和物价稳定的正轨。公布的点阵图显示，美联储预计维持当前低利率水平至少到2022年，因此美国将长期处于低利率水平。美联储对2020年美国GDP增速中性预测为-6.5%，对2020年美国失业率中性预测为9.3%，对2020年美国核心PCE通胀的预测为1.0%。美联储将持续监控公共卫生、国际形势以及温和通胀压力的相关信息，并使用其工具箱采取适当行动支持经济。在决定未来货币政策调整的时机和规模方面，美联储将评估经济状况相对于充分就业目标及其相对应的2%通货膨胀率目标的差距，评估内容将广泛考虑劳动市场状况、通胀压力指标、通胀预期、以及金融市场和国际形势的发展。为了支持信贷流向家庭和企业，未来几个月，美联储将至少按目前的节奏增加其持有的美国国债以及机构住宅和商业抵押贷款支持证券，以维持市场平稳运转，促进货币政策向更广阔范围的有效传导。此外，公开市场操作将继续提供大规模的隔夜和定期回购协议操作。

在新闻发布会上美联储主席鲍威尔表示，委员会在会议上讨论了当前联邦基金利率处于下限时实施货币政策的方法，包括前瞻指引的具体形式和资产购买，委员们还回顾了收益率曲线控制的历史和国外经验。鲍威尔称，收益率曲线控制否会有用地补充美联储的主要工具仍是一个悬而未决的问题，美联储将继续进行讨论，并将随着获得经济形势的更多信息而评估美联储货币政策立场。

2、 难以回到过去的美元利率

即使未来美国经济逐渐修复，美联储可能加息，但短期内政策利率也很难回到疫情前的位置，比如2.5%，背后的原因是疫情可能对美国经济产生长期影响。一方面，美国企业的杠杆率继续上升，债务偿还压力增加，另一方面，未来美国居民的预防性储蓄可能上升，这些都会拉低自然利率。

此次美联储的应对非常及时、有必要，避免了类似大萧条时期的不作为，极大地缓解了美国企业的信用风险，防止了美国债务危机的爆发。不过，低利率环境下，美国企业的杠杆率也大幅提升，这意味着“借新还旧”的压力较疫情前进一步增加，也会挤出投资支出，即使未来美国经济好转，美联储也不敢贸然加息。另外，低利率环境还导致了一些企业“僵尸化”，一些盈利能力低下的企业更容易获得资金，阻碍了市场出清，资源配置效率也会降低，从而损害美国的长期增长潜力，进而拉

低自然利率。

此次疫情还可能增加美国居民的预防性储蓄，进而使自然利率低于疫情前，也使未来美国政策利率短期无法回到以前。次贷危机前的几轮加息进程中，美国联邦基金利率均能达到5%以上，而次贷危机后联邦基金利率只达到2.5%，就再次降息，主要原因是自然利率在下滑。而自然利率下滑，一方面因为美国经济轻资产化、市场集中度上升、风险偏好下降等原因导致的投资意愿下降，另一方面则因为次贷危机后，美国居民的生活方式发生了改变，他们更加节俭，储蓄率开始有所回升，资金供给增加。这次疫情也导致很多人失业、收入下降，同时医疗费用增加，为了自己及家人有更多的资源应对这种不确定性，人们会削减消费，增加预防性储蓄。

企业债务压力、潜在经济增速下滑、储蓄率上升，可能会导致美国自然利率低于疫情前，那么美联储政策利率也无法回到以前。美国经济可能向日本、欧洲模式转化，但整体上经济增速、通胀、利率会略高于欧洲、日本。

3、后疫情时代的全球美元流动性变化

次贷危机后，欧日实施零利率、负利率，但美国2015年开始加息，美国和日本、欧洲的利差扩大，这催生了套利活动，投资者可以通过借入日元，然后换成美元资产来获得利差。如果美国利率也向低利率转变，那么这种套利模式可能会减少。这并不是意味着美元需求一定会下降，美元将贬值。在经济周期正常情况下，这种套利的减少会带来美元需求下降，美元会走弱。但是当全球经济处于衰退或者发生经济政治风险时，由于美国利率已处于低位，再降息的空间不大，美元作为避险货币将得到强化，美元就会更加强势。

未来有没有可能美元利率持续下降，甚至低于欧元、日元利率，使国际套利资金的流动扭转？这种可能性是很小的，虽然美元利率下滑，但大概率还是高于欧元、日元利率的。和日本相似的条件是，美国“婴儿潮”一代逐渐进入老龄阶段，美国的老龄化加重。但比日本好一点的是，美国是移民国家，当前美国的人口增速高于日本。此外，美国的技术进步速度也比日本高。日本所采用的政府主导型经济发展模式，在初期推动大规模投资促进经济快速发展，但随着日本经济走到世界前沿以及产业结构发生变化，这种模式难以为继，企业制度竞争力和创新性受到制约。加上老龄化需要更多社会保障支出，对研发支出形成挤压，低生育率导致年轻研究人员储备不足，1990年代之后，日本的技术进步速度较慢。次贷危机后，奥巴马、特朗普政府推行供给侧改革，疫情之前几年美国潜在经济增速有所回升。虽然这次疫情会对美国潜在经济增速造成影响，比如一些企业“僵尸化”，但是美国作为世界研发中心，潜在经济增速应该会高于欧洲、日本的。

这也是此次疫情期间美国不实施负利率的原因。自然利率分为短期和长期，长期是由生产率、人口、储蓄等长期因素决定，短期由外生冲击、消费投资情绪、财政政策等因素影响。疫情导致消费、投资情绪低落，短期自然利率下降至0甚至负值，但是随着疫情好转，消费投资情绪也会更加乐观，自然利率会自动上升，转为正值，此时传统货币政策就会起效果了。另外，政策利率还存在一个有效下限，疫情下的消费投资不会因为“补贴”就会增加，政策利率低于某个值就没继续下降的必要，这个有效下限甚至可能是正值。短期而言，应对疫情冲击下的自然利率下滑，没必要实施政策负利率。随着疫情好转，自然利率自然会上升。我们看到5月以来美国经济对疫情反应变得迟钝，并开始好转，市场甚至出现了加息预期。长期而言，美国等一些国家的技术进步率高于欧日，人口结构也好于欧日，长期自然利

率是高于 0 的，同样没必要实施负政策利率。当然，如果疫情的影响长期化，或者其他原因导致长期自然利率为负，此时负政策利率是个选项。

未来的美元低利率，一方面会使产业资本从美国流向资本开放程度较高、经济稳健的经济体，另一方面，美元和欧元、日元的套利活动萎缩，但美元作为避险货币的属性将加强，美元和其他货币可能形成新的套利组合。这个货币的利率必须高于美元，而且发行该货币的国家需要资本可以自由流动、货币可以自由兑换、资产的流动性较高。

总之，虽然美国经济逐渐在修复，但是疫情对美国经济可能会产生长期影响，降低美国的自然利率，美联储未来可能较长时间地维持低利率，即使加息也难以快速恢复到疫情前的水平，这会从根本上影响美元流动性的供给。贸易、投资、投机是美元流动的三大驱动力。后疫情时代，国际经贸关系的变化以及美元低利率，会使国际贸易、投资、投机发生一些变化，而与之相配套的国际美元流动也会发生改变，但据此判断美元走势是比较困难的。

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_4570

