

宏观点评

美联储工具箱使用情况如何？——兼评6月FOMC会议

事件：北京时间6月11日凌晨2点，美联储公布6月FOMC会议决议，并更新了利率点阵图和经济预测。

核心结论：

1、美联储如期按兵不动，政策信号偏鸽。6月FOMC会议美联储维持利率0%-0.25%不变，会议声明中，对于QE的表述修改为“未来几个月，将至少以现在的规模购买国债和MBS”，对于金融状况的表述修改为“金融状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向家庭和企业的流动”。鲍威尔在新闻发布会上表示，不确定劳动力市场是否在5月份触底；经济可能在下半年迎来复苏，但仍存在高度不确定性；没有考虑加息，是否使用收益率曲线控制仍是一个未知数。本次会议声明整体偏鸽，我们认为美联储已经进入到了“相机抉择”的模式，当前美联储对于未来经济路径也没有准确判断，一旦经济表现不及预期，美联储将采取进一步宽松的措施。

2、美联储更新点阵图和经济预测，加息遥遥无期。本次公布的点阵图显示，美联储官员预计至少到2022年底都不会加息，并且在2022年主张加息的官员仅有两名，因此当前的零利率水平可能会持续相当长的时间。美联储对2020年美国GDP增速预测为-6.5%，低于当前市场一致预期-5.7%，但未来两年的GDP增速预测高于市场预期；对2020年美国失业率预测为9.3%，低于当前市场一致预期11%，且未来两年的失业率预测也均低于市场预期；对近三年的PCE通胀的预测与市场预期接近，对2020年核心PCE通胀的预测低于市场预期，但对未来两年的核心PCE通胀预测高于市场预期。

3、近期美联储扩表速度明显放缓，结构上已转向企业信贷工具为主。3月以来，美联储已累计扩表3万亿美元，但近期扩表速度明显放缓，主要原因是购买国债和MBS的规模大幅下调。金融市场流动性工具方面，正回购、一级交易商融资工具（PDCF）、货币市场基金流动性工具（MMLF）均已越过峰值开始持续下降；企业信贷工具方面，商票购买（CPFF）、二级市场企业债购买（SMCCF）、薪资保障计划（PPPLF）实施较晚，但规模迅速扩大，截至6月3日分别为128亿、362亿、552亿；当前美联储尚未实施的工具包括一级市场企业债购买（PMCCF）、定期资产支持证券贷款（TALF）、主体街贷款计划（6月8日刚敲定）。

4、往后看，我们认为美联储扩表仍将延续，扩表速度依然会维持较低水平，结构上仍将侧重企业信贷工具，但同时可能适当增加国债和MBS的购买，不排除年内推出收益率曲线控制政策。具体理由如下：

- **美债收益率存在上行压力：**近期美债出现了一定程度的“供给过剩”现象，同时叠加经济重启的乐观情绪和通胀预期回升，美债收益率出现明显反弹。为降低融资成本、配合财政扩张、促进经济复苏，美联储有必要采取措施压低美债收益率。
- **企业债风险依然偏高：**我们在前期报告中曾指出，当前美国企业债风险尚未充分显露，且疫情期间美国企业债务进一步攀升，后续可能成为新的风险点。鉴于此，美联储仍有必要继续对企业提供流动性支持。
- **流动性状况已显著改善：**当前TED利差已回落至流动性危机前的水平，表明流动性状况已经显著改善，从而美联储已无大幅扩表的必要。

风险提示：美国经济表现超预期；美国疫情超预期演化。

作者

分析师 熊园

执业证书编号：S0680518050004

邮箱：xiongyuan@gszq.com

研究助理 刘新宇

邮箱：liuxinyu@gszq.com

相关研究

- 1、《美国5月失业率为何与预期大幅背离？》
2020-06-06
- 2、《后疫情时代，怎么看美国经济和美股？》
2020-05-16
- 3、《美国经济将迎来“至暗时刻”——兼评美国Q1 GDP与4月FOMC会议》
2020-04-30
- 4、《美联储紧急降息的背后：美国疫情究竟多严重？》
2020-3-4
- 5、《2020年美国展望：日薄西山》
2019-12-21



内容目录

美联储 6 月 FOMC 按兵不动，会议声明偏鸽.....	3
美联储更新点阵图和经济预测，加息遥遥无期.....	4
美联储各项工具实施情况及后续展望.....	5
风险提示.....	6

图表目录

图表 1: 6 月和 4 月 FOMC 声明对比.....	3
图表 2: 美联储预计 2022 年底之前不会加息.....	4
图表 3: 美联储经济预测与当前市场预期的对比 (单位%, 市场预测为 6 月 10 日数据).....	4
图表 4: 美联储购买国债和 MBS 步伐持续放缓.....	5
图表 5: 美联储企业信贷工具投放规模迅速扩大.....	5
图表 6: 美联储在二级市场购入企业债 ETF 情况 (截至 5 月 19 日).....	5
图表 7: 近期美债出现了一定程度的“供给过剩”现象.....	6
图表 8: 近期美债收益率出现明显反弹.....	6
图表 9: 当前美国企业债风险尚未充分显露.....	6
图表 10: 美联储已无大幅扩表的必要.....	6

美联储6月FOMC按兵不动，会议声明偏鸽

美联储6月FOMC如期按兵不动，QE相关表述更加鸽派。6月的FOMC会议美联储决定维持联邦基金目标利率区间在0%-0.25%不变，会议声明中，对于QE的表述修改为“未来几个月，将至少以现在的规模购买国债和MBS”，对于金融状况的表述修改为“金融状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向家庭和企业的流动”，其他内容与4月会议声明一致。

鲍威尔在新闻发布会上表示，美国劳工部可能低估了失业率，不确定劳动力市场是否在5月份触底，未来就业机会将显著增加，但仍可能会有数百万人永久失去工作；美联储承诺将使用所有工具，是否使用收益率曲线控制仍是一个未知数，未来将继续就收益率曲线控制进行讨论；现在没有考虑加息，已经准备好根据需要调整债券购买；委员们普遍预计经济将在今年下半年复苏，但仍存在高度不确定性；目前处在主体街贷款计划启动的最后阶段，未来仍可能对该计划作出调整并延长贷款期限；美联储绝不会因为资产价格过高而停止对经济的支持。

整体来看，本次FOMC会议信号略微偏鸽，鲍威尔虽然释放了一些对于经济复苏乐观的预期，但在发布会中多次强调“不确定性”，并表示将在获得更多信息后更新货币政策立场。我们认为美联储已经进入到了一种“相机抉择”的模式，当前美联储对于未来经济路径也没有准确判断，一旦经济表现不及预期，美联储将采取进一步宽松的措施。

图表 1: 6月和4月FOMC声明对比

	4月 FOMC 声明	6月 FOMC 声明
利率	维持 0%-0.25% 不变，直到美联储确信经济企稳、就业和通胀回升。	维持 0%-0.25% 不变，直到美联储确信经济企稳、就业和通胀回升。
QE	将继续购买一定数量的国债和 MBS，将继续进行大规模的隔夜和定期回购操作。	未来几个月，将至少以现在的规模购买国债和 MBS ，将继续进行大规模的隔夜和定期回购操作。
经济	新冠病毒将在短期内严重影响经济、就业和通胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险。	新冠病毒将在短期内严重影响经济、就业和通胀，并在中期对经济前景构成相当大的风险。
通胀	需求疲软和油价大幅下跌抑制了通胀。	需求疲软和油价大幅下跌抑制了通胀。
金融状况	国内外经济活动的中断严重影响了金融状况，并损害了向家庭和企业的信贷流动。	金融状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向家庭和企业的流动。
政策指引	将继续监测公共卫生、全球经济、通胀压力等信息对经济前景的影响，并将使用全部工具、酌情采取行动来支撑经济。	将继续监测公共卫生、全球经济、通胀压力等信息对经济前景的影响，并将使用全部工具、酌情采取行动来支撑经济。

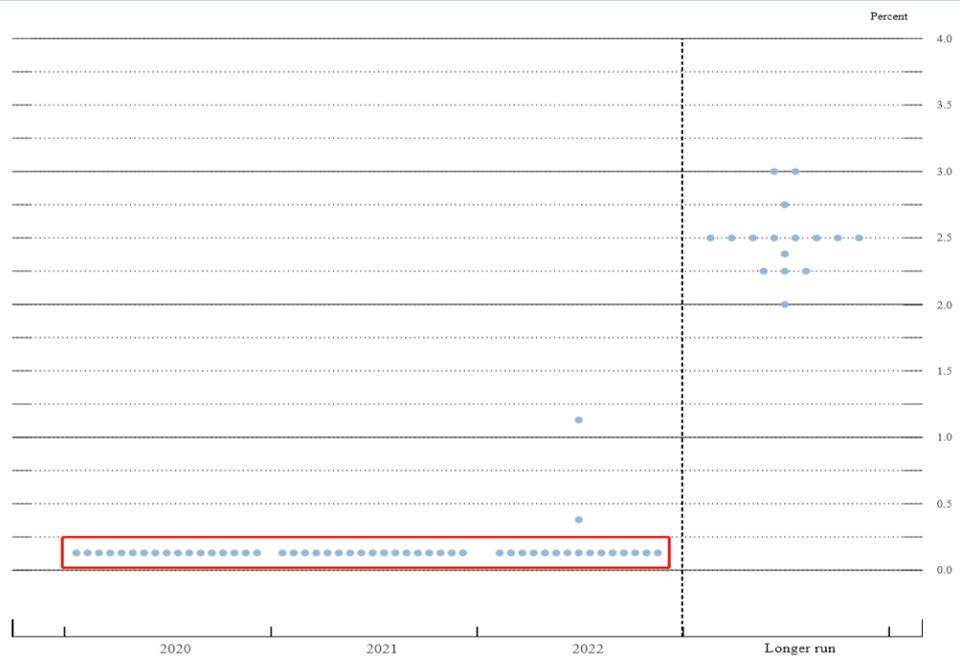
资料来源: FED, 国盛证券研究所

美联储更新点阵图和经济预测，加息遥遥无期

本次公布的点阵图显示，美联储官员预计至少到2022年底都不会加息，并且在2022年主张加息的官员仅有两名，因此当前的零利率水平可能会持续相当长的时间。美联储官员预计长期均衡利率水平为2.5%，与去年12月的预期一致。

经济预测方面，美联储预测2020年美国实际GDP同比为-6.5%，低于当前市场一致预期-5.7%，但美联储对未来两年GDP增速的预测高于市场预期；美联储对近三年失业率的预测均低于市场预期；对近三年的PCE通胀的预测与市场预期接近，对2020年核心PCE通胀的预测低于市场预期，但对未来两年的核心PCE通胀预测高于市场预期。

图表 2: 美联储预计 2022 年底之前不会加息



资料来源: FED, 国盛证券研究所

图表 3: 美联储经济预测与当前市场预期的对比 (单位%, 市场预测为 6 月 10 日数据)

经济指标	年度	美联储预测	市场预测中位数
实际 GDP 同比	2020	-6.5	-5.7
	2021	5.0	4.0
	2022	3.5	3.0
失业率	2020	9.3	11.0
	2021	6.5	8.0
	2022	5.5	6.8
PCE 通胀	2020	0.8	0.8
	2021	1.6	1.5
	2022	1.7	1.8
核心 PCE 通胀	2020	1.0	1.3
	2021	1.5	1.3
	2022	1.7	1.6

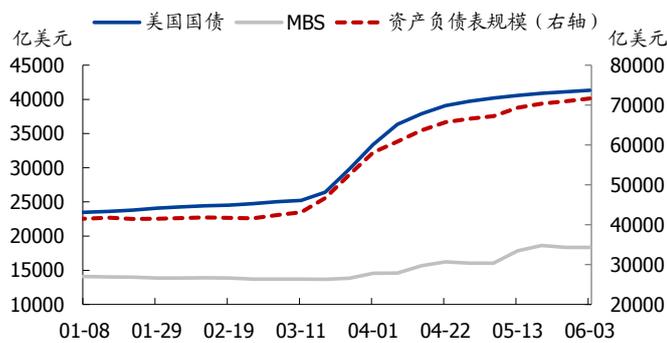
资料来源: FED, Bloomberg, 国盛证券研究所

美联储各项工具实施情况及后续展望

在4月30日发布的报告《美国经济将迎来“至暗时刻”——兼评美国Q1 GDP与4月FOMC会议》中，我们指出美联储仍有扩表空间，但后续扩表重心将从国债和MBS转向企业信贷工具，近期美联储政策操作情况与我们的判断一致。具体来看：

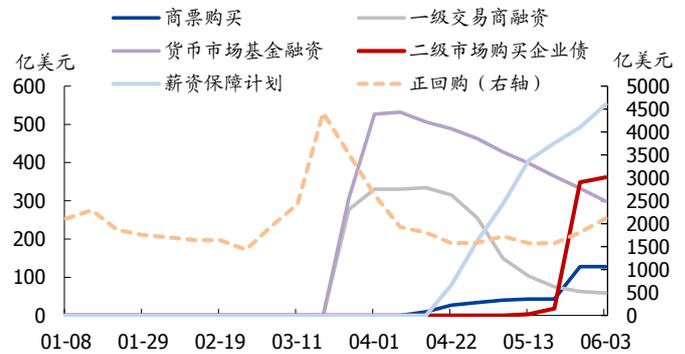
- **扩表情况**：3月以来已累计扩表3万亿美元，近期扩表速度明显放缓；
- **国债购买**：步伐持续放缓，已由最初的每天购买750亿降至每天购买40亿；
- **MBS购买**：步伐持续放缓，已由最初的每天购买500亿降至每天购买45亿；
- **金融市场流动性工具**：正回购在3月中旬达到峰值，目前已回落至流动性危机前的水平；一级交易商融资工具（PDCF）和货币市场基金流动性工具（MMLF）在4月中旬达到峰值，随后持续下降；
- **企业信贷工具**：商票购买（CPFF）、二级市场企业债购买（SMCCF）、薪资保障计划（PPPLF）实施较晚，但规模迅速扩大，截至6月3日分别为128亿、362亿、552亿。目前美联储购买企业债ETF主要以投资级、中短期为主；
- **尚未实施的工具**：一级市场企业债购买（PMCCF）、定期资产支持证券贷款（TALF）、主体街贷款计划（6月8日刚敲定）。

图表 4: 美联储购买国债和 MBS 步伐持续放缓



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 5: 美联储企业信贷工具投放规模迅速扩大



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 6: 美联储在二级市场购入企业债 ETF 情况 (截至 5 月 19 日)

企业债 ETF 名称	购买规模 (亿美元)
iShares iBoxx 美元投资级企业债 ETF	326.28
Vanguard 中期企业债 ETF	228.10
Vanguard 短期企业债 ETF	226.20
iShares iBoxx 高收益债 ETF	100.66

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_4594



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn