

长期低通胀、零利率、较高失业率

——美联储眼中的美国经济

宏观事件点评

2020年6月11日

报告摘要：

美联储6月维持利率不变，符合预期；点阵图预计2023年前维持零利率，PCE显著低于市场预期值。鲍威尔宣称将继续讨论收益率曲线控制。

● 点阵图和预测表显示，2023年前恐难达到通胀率目标。

基于失业率难以在2023年前达到自然失业率，美联储预计2023年前不会加息。美联储预计2020年底失业率为9.3%，但是预测区间显示内部分歧较大，说明劳动力市场仍存较大不确定性。由于高失业将压制通胀率回升，美联储预计2020年至2022年PCE分别为0.8%、1.6%和1.7%，最高预测值为2022年的2.2%，远低于彭博统计的市场通胀预期。

● 为什么通胀将长期疲软？

四大因素支撑通胀难以显著回升：失业率绝对水平为大萧条以来最高值；经济重启后劳动供给上升将压制薪资增速；居民债务总量仍在上升，固定利息支出将在疫情结束后重启；近期M1和居民收入的高增速主要来自财政转移支付，未来存在较大不确定性。由于经济预期存在较大不确定性，居民的预防性储蓄欲望较强，可能压制消费支出和PCE。

● 为什么货币超发未必带来高通胀？

美联储史无前例的货币政策导致M2增速“突破天际”，引发高通胀的担忧。实际上，货币超发未必带来高通胀，关键看经济体所处发展阶段。值得注意的是，企业部门债务增速仍未见下降（去杠杆），加杠杆投资的能力较为有限。历史上的恶性通胀均为油价冲击导致，不适用于当前经济结构。另一种可能是美联储希望通过“超低”通胀预期值来强化宽松预期，为后续货币政策打开空间。

● 风险提示：

全球经济复苏不及预期，疫情进一步恶化，地缘政治摩擦加剧。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127730

邮箱：xieyunliang@mszq.com

研究助理：付万丛

执业证号：S0100119080008

电话：010-85127730

邮箱：fuwancong@mszq.com

相关研究

事件：美联储6月份FOMC会议决定维持联邦基金利率目标区间0%-0.25%，维持超额准备金率（IOER）在0.1%不变，符合市场预期。

正文：

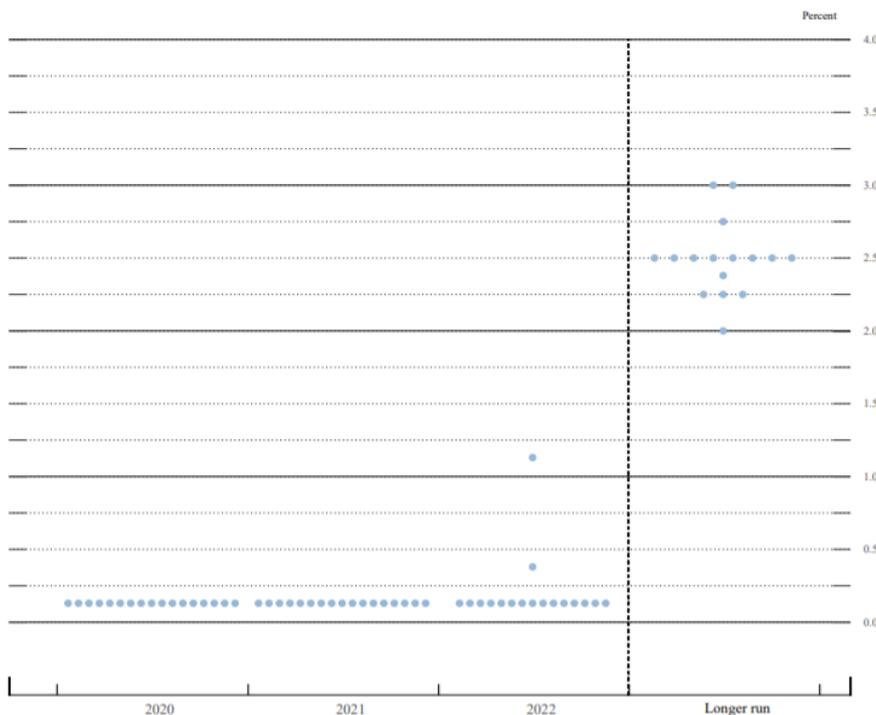
会议声明和新闻发布会的主要内容：

1) 关于经济和通胀：新冠病毒对人类和经济产生巨大的挑战；为对抗病毒采取的公共卫生安全措施导致经济活动急速下降和大量工作损失，中期内风险仍旧显著；需求疲软和低油价对通胀产生显著的下行压力；

2) 关于利率和QE：美联储承诺使用所有工具来实现就业最大化和2%通胀率目标，将适时调整市场操作计划，继续讨论收益率曲线控制；

3) 关于回购和资产购买计划：将至少维持当前节奏继续增持国债和抵押贷款支持证券（每月1200亿美元左右）；承诺继续进行大规模隔夜和定期回购操作。

图1：点阵图显示美联储预计至2022年维持零利率



资料来源：Fed，民生证券研究院

美联储预计失业率将压制通胀率，2023年前难以接近目标值。美联储对GDP的预期略好于OECD和世界银行，但仍难言乐观，预计2020年下降6.5%，2021年和2022年分别增长5%和3.5%。美联储预计2020年底失业率为9.3%，但是从预测区间来看，分歧非常大：2020年最高值为14%，最低值为7%。由于2022年失业率（5.5%）仍处于长期自然失业率上方，美联储对联邦基准利率的预期较为一致，仅两人预计2022年需要加息。

值得注意的是,美联储预计的通胀率远低于市场预期:2020年至2022年PCE分别为0.8%,1.6%和1.7%。而且,最高通胀预期仅为2022年的2.2%,表明美联储非常自信不会出现高通胀的副作用。因而,从通胀率上看,美联储的“鸽派”信号非常强烈。至于收益率曲线控制,鲍威尔宣称FOMC成员将继续讨论是否适用于当前美国经济状况,我们预计9月有可能实施。

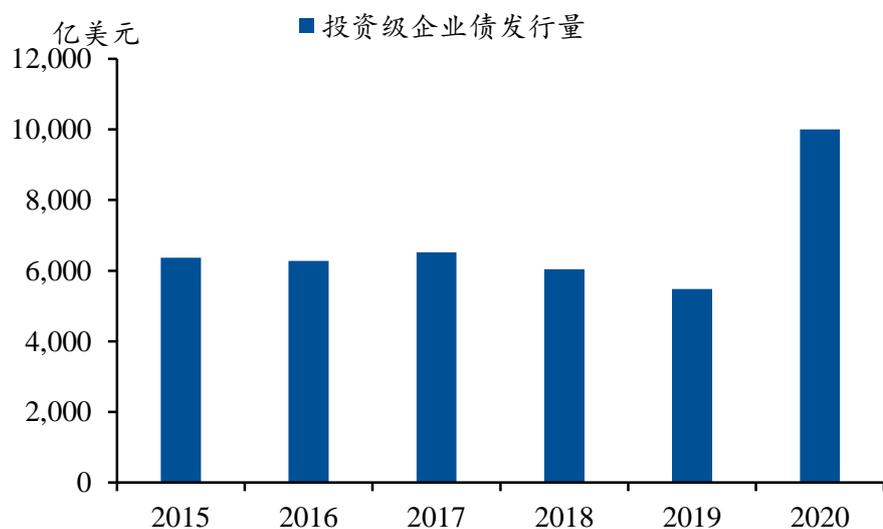
图2:美联储的“超低”通胀预期为后续政策打开空间

Variable	Median ¹				Central Tendency ²				Range ³			
	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run	2020	2021	2022	Longer run
	Change in real GDP	-6.5	5.0	3.5	1.8	-7.6--5.5	4.5-6.0	3.0-4.5	1.7-2.0	-10.0--4.2	-1.0-7.0	2.0-6.0
December projection	2.0	1.9	1.8	1.9	2.0-2.2	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.0	1.8-2.3	1.7-2.2	1.5-2.2	1.7-2.2
Unemployment rate	9.3	6.5	5.5	4.1	9.0-10.0	5.9-7.5	4.8-6.1	4.0-4.3	7.0-14.0	4.5-12.0	4.0-8.0	3.5-4.7
December projection	3.5	3.6	3.7	4.1	3.5-3.7	3.5-3.9	3.5-4.0	3.9-4.3	3.3-3.8	3.3-4.0	3.3-4.1	3.5-4.5
PCE inflation	0.8	1.6	1.7	2.0	0.6-1.0	1.4-1.7	1.6-1.8	2.0	0.5-1.2	1.1-2.0	1.4-2.2	2.0
December projection	1.9	2.0	2.0	2.0	1.8-1.9	2.0-2.1	2.0-2.2	2.0	1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	2.0
Core PCE inflation ⁴	1.0	1.5	1.7		0.9-1.1	1.4-1.7	1.6-1.8		0.7-1.3	1.2-2.0	1.2-2.2	
December projection	1.9	2.0	2.0		1.9-2.0	2.0-2.1	2.0-2.2		1.7-2.1	1.8-2.3	1.8-2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1	2.3-2.5	0.1	0.1	0.1-1.1	2.0-3.0
December projection	1.6	1.9	2.1	2.5	1.6-1.9	1.6-2.1	1.9-2.6	2.4-2.8	1.6-1.9	1.6-2.4	1.6-2.9	2.0-3.3

资料来源: Fed, 民生证券研究院

短期内,深度通缩的概率下降。虽然美国4月CPI和PCE经历了金融危机以来最大的降幅,但是5月CPI降幅显著收窄至-0.2个百分点。当NEBR在宣布美国正式进入衰退时,经济周期成员认为从环比上看,这一轮衰退周期可能会是史上最短的经济衰退,意味着三季度GDP环比增速将会转正。因而,与金融危机的长时期衰退不同,尽管难以排除CPI和PCE进入负区间,新冠疫情对通胀的最大冲击可能已经过去。**值得注意的是,大规模破产和债务违约频繁出现在金融危机时期,是通缩压力逐渐加剧的主要原因之一。**当前,由于美联储和财政部的强势干预,企业融资大幅改善,仍处于加杠杆周期。根据彭博统计显示,截至5月份,美国投资级别债券发行量已经突破1万亿美元,高于过去5年同期平均水平近5000亿美元,推动债券余额至6.35万亿美元(2009年约2万亿美元)(图3)。

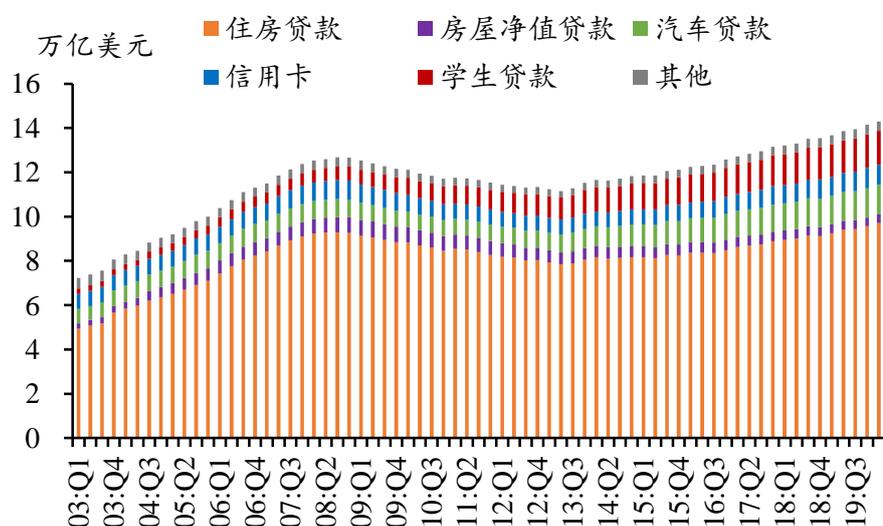
图 3：美联储的企业债券购买计划大大提高企业债券吸引力



资料来源：Bloomberg，民生证券研究院

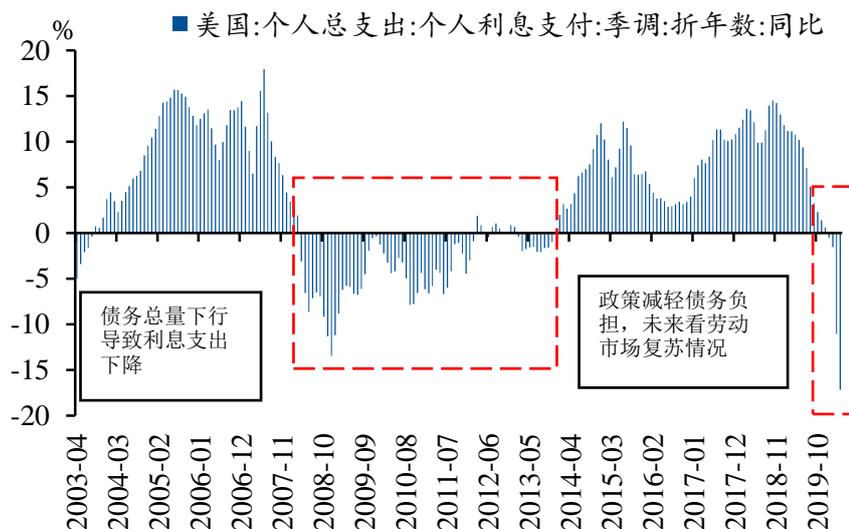
中长期看，四大因素支持通胀疲软。除了企业未进入去杠杆周期以外，居民的债务总量仍在上升（图 4）。受益于国会 CARES 法案，联邦机构持有的学生贷款和住房贷款利息均被延长或豁免至疫情结束之后，短期内居民的流动性压力有所下降（图 5）。另一方面，政府转移支付大幅上升，基本上弥补了疫情期间的居民收入损失（图 6）。由于疫情的特殊性，M1 同比大幅上升将大幅推升通胀的历史经验可能难以适用，主要原因并非 M1 的来源发生了巨大变化（政府转移支付较高，可能过度推升了 M1）。考虑到 5 月的失业率绝对值仍处高位，就业市场的前景仍存较大不确定性。随着劳动供给上升，薪资增速的下行压力将逐渐显现。综合来看，债务压力、财政不确定性、高失业率和收入增速下降可能会提升居民的预防性储蓄，从而压制消费支出。

图 4：截至 2020 年一季度，居民债务升至 14.3 万亿美元



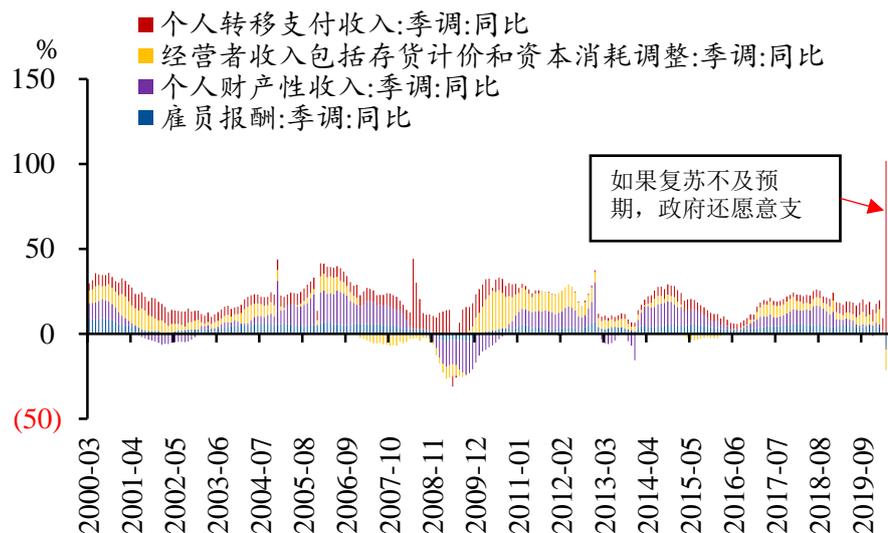
资料来源：FED New York，民生证券研究院

图 5：疫情结束后，居民固定支出重启，政策何去何从？



资料来源：Wind，民生证券研究院

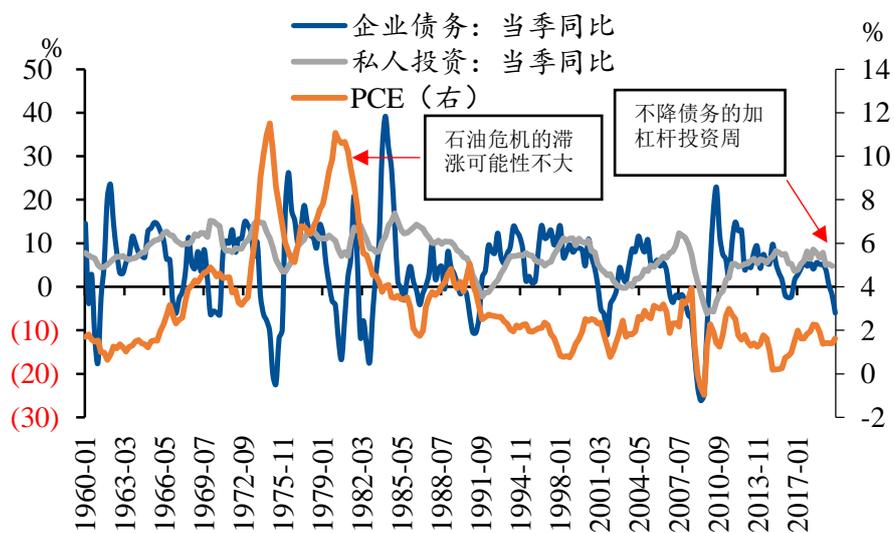
图 6：财政继续支撑？5 月非农降低国会的紧迫感，财政可能进入观察期



资料来源：Wind，民生证券研究院

为什么货币超发未必带来高通胀？自疫情爆发以来，美联储的强力干预将 M2 增速推升至历史新高。从“货币-投资-失业率-通胀”的传导途径来看，美联储已经确定会为经济回升提供“无限子弹”。按照传统经济周期来看，企业会在复苏期间提升杠杆，加强投资并扩大产能，进而提高劳动力需求。随着投资和产能回升，就业人数增加，失业率下降。最后，居民的收入改善，增加消费并拉动通胀回升（图 7）。但货币超发未必带来高通胀，关键看经济体所处发展阶段。这个链条的难点在于企业杠杆率已经处于历史级别，加杠杆投资的能力可能有限。因而，美联储反复强调政府应加大投资来激活经济。美联储寄望的投资方向主要是基建和房地产，不希望看到超发的货币流向金融市场，催生资产泡沫。5 月纽联储居民调查数据显示，3 年期通胀预期仍旧稳定在 2.6%。

图 7：企业至通胀的传导链条可能被打破？



资料来源：FRED，民生证券研究院

风险提示

全球经济复苏不及预期，疫情进一步恶化，地缘政治摩擦加剧。

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_4598

