

**张继强** 执业证书编号：S0570518110002  
研究员 zhangjiqiang@htsc.com

**芦哲** 执业证书编号：S0570518120004  
研究员 luzhe@htsc.com

相关研究

- 1 《宏观：内部大循环建设亟待补齐的短板》  
2020.07
- 2 《宏观：逆周期风暴后，杠杆率升高几何？》  
2020.07
- 3 《宏观：身处劣势的特朗普会出什么牌？》  
2020.07

## 美国货币政策即将步入 3.0 版

### 核心观点

鲍威尔继任美联储主席后，经历货币政策正常化和货币政策大幅宽松两个基调和政策完全不同的阶段。当前，大规模 QE 之后，联储紧急流动性工具需求降低，美联储资产负债表大幅扩张步伐减缓，但美国疫情反弹，经济复苏速度或慢于预期。此外，美联储即将完成为时近两年的货币政策评估，货币政策框架和操作均有可能发生新的变化，鲍威尔政策 3.0 版即将到来。我们认为，后续的美联储政策存在两大关注点：（1）在完成货币政策框架评估后，美联储如何评价和修改其货币政策框架；（2）基于新的货币政策框架和当前面临的经济压力，进一步放宽货币政策的空间在哪里。

### 平均通胀目标和基于结果的前瞻指引受到美联储官员较多认可

2018 年 11 月开启的货币政策框架评估的一个重要结果可能为美联储长期目标和货币政策策略中的对称性的通胀目标被平均通胀目标所取代。在美联储实行对称通胀目标的时间里，美国实际通胀水平长期低于 2%，使得美联储维持 2% 通胀目标的预期变得不再可信，影响货币政策执行效率。而推行平均通胀目标有利于解决中性利率下滑导致政策刺激力度不够的问题，从而有利于通胀预期稳定在 2%。相应的，当前模糊的前瞻指引有望转变为明确的基于结果的前瞻指引，此举有利于推升通胀预期（平均通胀）达到 2% 的水平，意味着更加鸽派的货币政策立场。

### 资产购买或成为加码宽松的首选项，收益率曲线控制或继续考察

资产购买有望成为常规的货币政策工具，因此若经济面临更大的下行压力，美联储增加资产购买规模或是其加大宽松的首选项，且持续增加的国债供需缺口或被动增加美联储的国债购买规模。收益率曲线控制（YCT）工具尚没有在近期推出的必要，因为当前的资产购买叠加前瞻指引对长端收益率在低位稳定起到较好的效果，且 6 月会议纪要中提到官员们对于 YCT 的成本和收益依然存在很多的疑问。美联储或在保留实施 YCT 工具的可能性的同时，继续讨论其成本和收益，以应对可能发生的前瞻指引失效的局面。

### 负利率政策理论可行，但推行概率仍较小

适当的负利率在理论上来说也许是可行的，因为对于理性经济人而言，收益率作为连续型变量理应不产生断点效应。但是负利率政策的收益仍有争议，且存在较大的副作用和外溢效应，可能侵害美国的银行体系和货币市场基金，甚至危及美元霸权地位，对于交易者和监管层都是新的考验，我们认为，美联储当前推行负利率政策的概率仍然较小，尤其在当前的政策工具尚且充足，且美联储还存在更优先的考察工具 YCT 的情形之下。除非经济下行幅度持续地超出预期，抑或债务危机爆发。且即使实施负利率政策，通过利率分层（Tiering）减轻对银行利润的影响也是必须的。

### 市场启示

鉴于新的货币政策策略和经济复苏放缓背景，我们认为无论美联储采取何种货币政策工具，其货币政策立场均有望更加鸽派。平均通胀目标和相应的前瞻指引推升通胀预期至 2%，政策利率在零附近有持续更长时间，意味着实际利率或长期处于较低位置，对黄金起到持续的支撑作用。相应的，美元在实际利率降低、美联储加码宽松的预期下仍将持续承压，后续美元下、黄金上的格局或持续。人民币汇率在此基础上或继续保持稳中有升走势。中国资产的吸引力有望进一步凸显，外资有望持续流入，但仍需警惕中美摩擦的扰动。

风险提示：疫情持续时间超预期，美国政策刺激不及预期，疫苗进展顺利使得美联储较早收紧货币政策。

## 正文目录

鲍威尔政策的几个阶段.....	3
鲍威尔政策 1.0 和 2.0 的背景.....	3
7 月 FOMC 会议加强市场对新的长期目标和货币政策策略声明的期待.....	3
鲍威尔政策 3.0 版本的两大关注点.....	3
关注点一：美联储货币政策框架评估.....	4
美联储进行货币政策框架评估的原因？.....	4
美联储长期目标和货币政策策略的调整.....	4
对称通胀目标（symmetric inflation goal）的弊端.....	5
平均通胀目标（average inflation targeting, AIT）的意义.....	5
货币政策工具的调整.....	6
关注点二：进一步的宽松政策从哪些政策工具入手.....	7
前瞻指引.....	7
08 年金融危机后期的前瞻指引.....	7
当前的前瞻指引及未来.....	8
资产购买.....	8
收益率曲线控制（Yield caps or targets, YCT）.....	9
收益率曲线控制的作用.....	9
当前仍不会实行 YCT 的原因.....	10
负利率.....	12
实行负利率政策的担忧.....	12
负利率政策真的在美国完全不可行吗？.....	13
市场启示.....	14
风险提示.....	14

## 鲍威尔政策的几个阶段

### 鲍威尔政策 1.0 和 2.0 的背景

鲍威尔继任美联储主席后，联储货币政策经历了较大的变化，截至目前大致可以分为两个基调和政策完全不同的阶段：

(1) 自 2018 年上台后至疫情前 (1.0 阶段)：本阶段美联储致力于推动货币政策正常化，通过加息和缩表收紧货币政策。期间出现过短暂的扰动，联邦基金利率和回购市场利率在 19 年 9 月超出美联储的联邦基金利率目标区间上限，原因在于前期缩表政策导致准备金短缺。其后，美联储重启停止多年的回购操作，开启有机扩表 (非 QE) 进程。

(2) 疫情爆发以来 (2.0 阶段)：本阶段美联储政策方向发生完全逆转，宽松力度空前，美联储在短时间内将政策利率降至零，重启 QE，并开启多项紧急流动性工具，大幅扩张资产负债表，以呵护市场金融条件。

### 7 月 FOMC 会议加强市场对新的长期目标和货币政策策略声明的期待

7 月 FOMC 声明与 6 月存在两处不同，集中在对经济运行判断和前景展望方面。其一，美联储强调经济活动及就业有所回弹，但仍远低于年初水平。本次会议，美联储对经济运行的判断更新为，“在经历了短期的急剧下滑之后，经济活动和就业在最近几个月有所回升，但仍远低于年初水平。需求疲软和油价大幅下跌抑制了通胀水平。近几个月来，整体金融状况有所改善，这在一定程度上反映了支持经济以及家庭和企业信贷的政策效果。”

其二，美联储强调疫情是最大基本面和风险点。6 月 FOMC 会议对经济展望的总结为：“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，并对经济中期展望构成相当大的风险。”本次会议声明中，美联储增加了一段表述，“后续经济运行将在很大程度上取决于疫情进展。”

7 月 FOMC 会议在货币政策操作方面按兵不动。美联储重申将利用“所有范围”的政策工具支持经济，美联储会将利率政策“按兵不动”，直至相信经济重返正轨，并将“按当前速度”扩大对资产的持有规模。

鲍威尔强调货币政策框架评估 (Review of our monetary policy framework) 的重点在于增强关于长期目标和货币政策策略的声明 (Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy)，并致力于在不久的将来结束评估工作并发布相关结果。因此，本次 FOMC 会议看似平淡无奇，但是加强了市场对新的长期目标和货币政策策略声明的期待，这将决定未来很长一段时间的货币政策基调，对货币政策工具和操作产生重要影响，也将对市场预期发挥重要作用，鲍威尔政策有望迎来 3.0 阶段。

### 鲍威尔政策 3.0 版本的两大关注点

当前，美联储政策面临又一次关键时点，鲍威尔政策 3.0 版本即将到来。大规模 QE 之后，市场对于紧急流动性工具的需求逐渐降低，回购操作降至零，央行流动性互换规模持续下滑，美联储 QE 购债规模也有所收缩，使得近一个多月来美联储资产负债表规模在 7 万亿附近小幅波动。但美国疫情反弹，经济重启呈现越来越多的停滞迹象，经济复苏速度或慢于预期，且美联储即将完成成为时近两年的货币政策评估，货币政策框架和具体政策操作均有可能发生新的变化，鲍威尔政策的第三阶段即将到来。我们认为，鲍威尔政策 3.0 版本可能存在两方面的重大改变，值得市场关注：

(1) 在完成对美联储货币政策框架长达近两年的评估后，美联储如何评价和修改其货币政策框架 (长期目标和货币政策策略、货币政策工具与货币政策沟通)；

(2) 基于新的货币政策框架和当前面临的经济压力，美联储的货币政策将发生何种变化，进一步放宽货币政策的空间在哪里，尤其关注对前瞻指引、资产购买、负利率和收益率曲线控制等货币政策工具的讨论和操作。

## 关注点一：美联储货币政策框架评估

美联储在 2018 年 11 月开启货币政策框架评估，原定于 2020 年 6 月底前完成评估，但由于新冠疫情而延后。本周，鲍威尔在 FOMC 发布会上表示：“我们致力于在不久的将来结束货币政策框架评估工作并发布相关结果”，暗示美联储政策框架评估结果最早或在九月的 FOMC 中宣布。根据规则，本次政策框架评估主要聚焦三大问题：（1）美联储是否需要更新货币政策策略，弥补过去通胀不达标的情形；（2）现有货币政策工具是否足够实现物价稳定和充分就业的双重目标；（3）如何改善货币政策沟通。

### 美联储进行货币政策框架评估的原因？

前美联储主席耶伦在 2016 年 Jackson Hole 会议上指出，中性利率的下降或使得美联储缺乏足够的降息弹药来应对未来的经济衰退，因为利率存在有效下界（ELB）。同时，美联储官员担忧，货币政策策略对通胀率 2% 的目标存在明确限制，过往的根据此目标指定的货币政策导致通胀长期无法达到目标水平，将使得通胀预期变得不稳定，影响货币政策的执行效率。本次框架审查结果将奠定美联储未来货币政策的基调，其中最重要的是关于美联储长期目标和货币政策策略的调整。

### 美联储长期目标和货币政策策略的调整

美联储的长期目标包括充分就业和物价稳定，但 2012 年前美联储对通胀和失业率的具体目标数值并未做明确的界定。自 2012 年以来，FOMC 会在每年 1 月的会议声明中阐述其对货币政策法规授权的理解（长期目标和货币政策策略声明，Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy）。目前来看，美联储对物价稳定职责设置了 2% 的数字目标，但未对充分就业职责设置具体的数字目标，其认为影响充分就业水平的影响因素“可能会随着时间的推移而改变，且可能无法直接衡量”。因此，美联储更多地参考包括失业率、工资等在内的综合指标体系来确定是否达到充分就业水平。

图表1：美联储历次长期目标和货币政策策略声明

日期	内容
2012/1/25	FOMC 首次在 2012 年 1 月的会后声明中发布下述声明。通胀目标如下：“委员会认为，以 PCE 物价指数同比衡量的通胀水平达到 2% 从长期来看最符合美联储的法定使命。”联邦公开市场委员会没有为充分就业设定相应的数字目标，并指出影响充分就业水平的影响因素“可能会随着时间的推移而改变，且可能无法直接衡量”。
2014/11/19	2014 年 10 月 FOMC 会议的会议纪要表明，FOMC 讨论了对声明的可能修订，并指出存在“普遍共识，适度高于委员会 2% 目标的通胀率和低于 2% 的通胀率都是代价高昂的。”
2016/1/27	FOMC 现在将其通胀目标称为“对称通胀目标”，而不仅仅是“通胀目标”。声明还表示，委员会“将关注通胀是否持续高于或低于这一目标。”

资料来源：美联储，华泰证券研究所

美联储货币政策策略中的对称性的通胀目标或被平均通胀目标（average inflation targeting, AIT）所取代。当前美联储的通胀数字目标为对称通胀目标（symmetric inflation goal）。其在 2016 年 1 月的 FOMC 会议中被正式定义，意味着美联储致力于将通胀水平锚定在 2%，持续地高于或低于这一目标都是美联储所不能接受的。后续来看，我们认为，对称性通胀目标或被平均通胀目标所取代。平均通胀目标也称补偿策略，即以在一段时间或一定周期内实现平均 2% 的通胀结果为目标，从而将通胀预期固定在 2%。例如，如果美联储将时间窗口设置为 10 年，前 5 年的平均通胀率为 1.5% 到 2%，那么美联储将在接下来的 5 年里把通胀目标定在 2% 到 2.5% 的范围内，即允许通胀率持续地高于 2% 的水平。

### 对称通胀目标 (symmetric inflation goal) 的弊端

在美联储实行对称通胀目标的时间里，美国实际通胀水平长期低于 2%，使得美联储维持 2% 通胀目标的预期变得不再可信，影响货币政策执行效率。具体来看，实行对称通胀目标可能存在以下逻辑，使得 2% 的目标无法被持续实现：**对称性 2% 的通胀目标——美联储基于其经济预测模型 (SEP) 的预测通胀率和失业率对货币政策进行调整——因为不允许通胀率持续高于或低于 2%，如果 SEP 显示长期的通胀预测达到 2% 且长期的失业率预测接近充分就业，则将收紧货币政策——但是美联储的测算模型或存在偏误（因为中性利率的下滑难以被立马捕捉，从而模型对于中性利率的假设可能偏高），抑或企业和家庭可能不像模型模拟中假设的那样具有前瞻性——实际的宽松力度很有可能不够，经济无法在货币政策收紧后持续达到 2% 的水平——实际通胀水平长期低于 2%——通胀预期低于 2%——通胀目标不再可信——政策目标无法充分实现。**

图表2：美国实际通胀长期低于 2% 导致通胀预期低于 2%



资料来源：Wind，华泰证券研究所

### 平均通胀目标 (average inflation targeting, AIT) 的意义

#### (1) AIT 有利于解决中性利率下滑导致政策刺激力度不够的问题

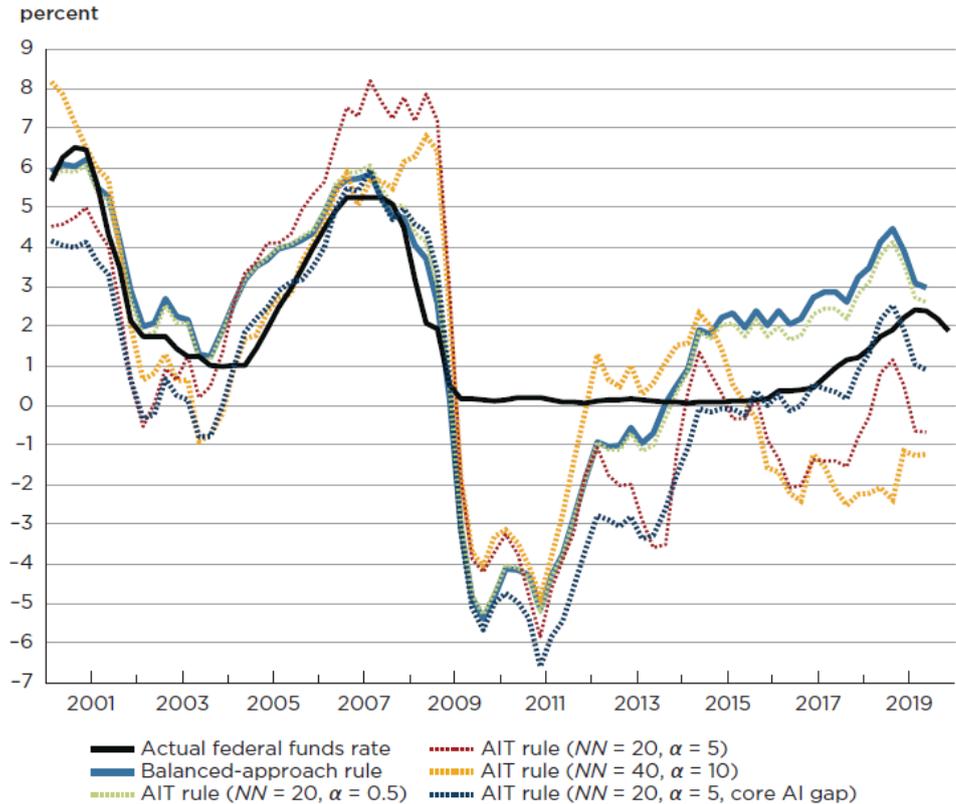
平均通胀目标相当于在基于失业率和通胀的泰勒规则里增加了一项，意味着货币政策对过去实际通胀的重视程度，对应着央行对未来通胀高于 2 的容忍程度。

对称通胀目标下的泰勒规则： $i = r^* + \pi_t + a \times (\pi_t - \pi^*) + b \times (U_t - U^*)$

纳入平均通胀目标的泰勒规则： $i = r^* + \pi_t + a \times (\pi_t - \pi^*) + b \times (U_t - U^*) + \alpha \times (\pi_t^{NN} - \pi^*)$ 。

其中， $r^*$  为实际中性利率， $\pi^*$  设为 2， $\pi_t^{NN}$  为之前  $NN$  个季度的实际通胀水平，以刻画过去的平均通胀水平对未来通胀目标的影响。 $\alpha$  越大意味着货币当局更加注重过去的实际通胀实现值，那么其更有可能在未来允许更长时间或者更大规模的通胀偏离其目标，从而促进货币政策的执行效果。

PIIE 基于不同  $\alpha$  和  $NN$  的赋值计算相应的政策利率水平。可以看出，2015 年底，尽管当时的实际通胀水平和失业率仍不及美联储目标，但基于 SEP 预测的通胀率有望在长期达到 2%，失业率有望在长期接近充分就业水平，美联储开始收紧货币政策。此时基于平均通胀目标制定的政策利率（对通胀高于 2% 容忍度较高的情形）仍位于 0 下方，说明若按照 AIT 规则，政策不应在此时收紧，持续更久的宽松政策有利于进一步刺激经济，从而使得后续通胀水平有更大的动能以达到平均 2% 的水平。

**图表3： 基于原始泰勒规则和 AIT 规则的政策利率水平测算**


资料来源：PIIE，华泰证券研究所

## (2) AIT 有利于通胀预期稳定在 2%

平均通胀目标之下，如果经济长期处于衰退区间，将增加宽松政策的幅度和时间；若经济长期处于过热状态，则会相应增加紧缩幅度和时长，因此使得通胀在后续得到一定的弥补。尤其在当前经济将长期处于收缩区间的情况下，通过允许预测通胀率高于 2%，有利于形成长期平均 2% 的通胀预期。这种设计使得美联储平均 2% 通胀的目标更加可信，预期和实际的一致有利于货币政策更好的起到逆周期调控的作用。

鉴于 AIT 的实际作用、6 月 FOMC 会议纪要和美联储官员的表态，AIT 是当前受到美联储官员广泛认可的政策策略，大概率将成为下一阶段美联储长期目标和货币政策策略关于通胀目标的表现形式。

## 货币政策工具的调整

首先，6 月份 FOMC 会议纪要中肯定了前瞻指引和 QE 作为货币政策工具的作用，且美联储官员倾向于将其视为常规性的货币政策工具。因此，我们预计，本次政策评估后或将前瞻指引和量化宽松纳入常规性货币政策工具。其次，收益率曲线控制 (YCT) 成为考察之中的货币政策工具。鉴于当前资产购买和前瞻指引在控制长端收益率方面效果较好，且美联储官员对 YCT 的成本和收益尚未达成一致的意见，YCT 料不会在近期成为正式的货币政策工具，但将成为备择选项，在后续的会议中得到持续考察，以应对后续经济形势改变和预期改变导致的前瞻指引失效的可能性。

此外，政策沟通方面的变化相对不确定且其意义小于前两者，因此本文不作具体讨论。在时间方面，我们预计货币政策框架评估结果有望在 9 月的 FOMC 会议上宣布，具体政策工具的调整或在之后的 11 月 FOMC 会议上得到推进。

## 关注点二：进一步的宽松政策从哪些政策工具入手

6月下旬以来，美国疫情持续反弹，导致经济重启面临停滞担忧，经济复苏或慢于预期，因此市场需要更大力度的宽松政策。

鲍威尔在7月FOMC发布会上强调了经济修复放缓的迹象，承认经济复苏可能更加漫长。鲍威尔提到，“事实上，我们在最近几周看到了一些迹象，即病毒病例的增加和控制病毒的措施开始对经济活动造成压力。例如，一些基于借记卡和信用卡的消费者支出指标自6月底以来有所下降，而近期的就业市场指标显示就业增长放缓，尤其在小型企业中。在人们确信可以安全地重新从事广泛的活动之前，全面复苏是不可能的。”同时，鲍威尔强调**财政支出在经济复苏中的作用**。美联储拥有的只是放贷能力，而非支出能力。美联储只能建立具有广泛资格的信贷设施，向有偿付能力的实体发放贷款，并期望贷款能够得到偿还。但对偿付能力下降的企业和个人而言，获得一笔难以偿还的贷款可能不是解决问题的办法。在这些情况下，需要直接的财政支持。

货币政策方面，我们认为，在明确了新的长期目标和货币政策策略之后，美联储或将基于此对货币政策操作进行一定的调整，包括为经济提供更多刺激，这些计划可能在货币政策框架评估结果公布后的11月份的FOMC会议上得到推行。

### 前瞻指引

#### 08年金融危机后期的前瞻指引

前瞻指引在经济大幅下行期间起到稳定预期的重要作用。前瞻性指引作为货币政策工具在08年金融危机后得到不断发展，美联储的前瞻指引由基于模糊的时间点逐渐转变为基于明确的日历的时间点，最后发展为基于经济指标阈值的前瞻指引，在经济逐渐修复后又回到模糊时间的前瞻指引。比如，在2012年12月的FOMC会议中美联储首次引入失业率、预测通胀率作为前瞻指引的阈值指标，其表示只要失业率在6.5%以上、预期通胀率在2.5%以内，就将继续维持当时的零利率政策。前瞻指引将利率有效地维持在预期的水平，保证了货币政策的逆周期调控作用。

图表4：08年金融危机后期的前瞻指引表述

日期	形式	具体内容
2008/12/16	模糊时间	疲弱的经济状况可能会在一段时间内导致联邦基金利率处于极低水平
2011/8/9	明确时间	至少到2013年年中，联邦基金利率有可能维持在极低水平
2012/1/25	明确时间	至少到2013年年底，联邦基金利率有可能维持在极低水平
2012/9/13	明确时间	联邦基金利率极低的水平可能至少要维持到2015年年中。
2012/12/12	阈值	只要失业率保持在6.5%以上，未来1-2年的通货膨胀率预测不超过联储2%的长期目标0.5个百分点，且长期的通货膨胀预期可以得到很好的控制，那么极低水平的利率可以保持下去
2013/12/18	阈值	即使失业率已经在6.5%以下，但只要通货膨胀率预期不超过联储2%的长期目标，那么极低水平的利率政策可以保持下去
2014/3/19	模糊时间	即使就业和通胀预测已经接近目标水平，但经济状况可能在一段时间内需要将联邦基金利率目标保持在FOMC认为的长期正常水平以下。
2015/12/16	模糊时间	联邦基金利率可能会在一段时间内保持在低于长期普遍位置的水平

资料来源：美联储，华泰证券研究所

08年金融危机后期不同类型的前瞻指引各有利弊。基于模糊时间的前瞻指引对预期的稳定作用不够明确，非一致的预期不利于货币政策发挥应有的作用；基于明确时间的前瞻指引能够形成相对一致的时间预期，但是由于经济复苏时间存在不确定性，可能导致预期的货币宽松力度不够；基于失业率和通胀预期阈值的前瞻指引能够形成较为完善的预期，但使用通胀预测作为阈值可能因为居民和企业的前瞻性较弱而产生预测误差。

### 当前的前瞻指引及未来

本次疫情爆发后的前瞻指引仍较为模糊。当前阶段，美联储对零利率政策的前瞻指引表述是：“The Committee expects to maintain this target range until it is confident that the economy has weathered recent events and is on track to achieve its maximum employment and price stability goals.”并未对具体时间和经济指标阈值进行设定。在6月的FOMC会议纪要中，美联储官员一致认同要将利率和资产购买的前瞻指引明确化。结合会议纪要和市场预测，以下几种前瞻指引形式更受联储青睐。

图表5：基于6月FOMC会议纪要和市场预期可能的几种前瞻指引的形式

类型	内容
基于明确时间的前瞻指引	维持当前极低利率水平，直到 xx 日期
基于实际通胀的结果型前瞻指引	维持当前极低利率水平，直到实际通胀水平达到 2%
基于实际失业率的结果型前瞻指引	维持当前极低利率水平，直到实际失业率达到自然失业率（约为 4.1%）
基于实际通胀和实际失业率双重指标的结果型前瞻指引	维持当前极低利率水平，直到实际通胀水平达到 2% 以及失业率达到自然失业率（约为 4.1%）

资料来源：美联储，华泰证券研究所

根据6月FOMC会议纪要，基于结果的前瞻指引(outcomes-based forward guidance)受到美联储官员的一致认可。基于结果的前瞻指引不同于08年金融危机后期的基于阈值的前瞻指引。基于结果的前瞻指引与对称通胀目标相一致，根据实际通胀水平(或失业率)而非SEP所预测的长期通胀水平进行指引，相当于允许长期通胀目标出现小幅超调，但随着时间的推移，通胀波动将以2%为中心。具体来看，鉴于通胀目标是相对更加明确且不易变动的指标，前瞻指引大概率会基于实际通胀水平制定，但是否纳入实际失业率的具体数字标准仍存一定不确定性。

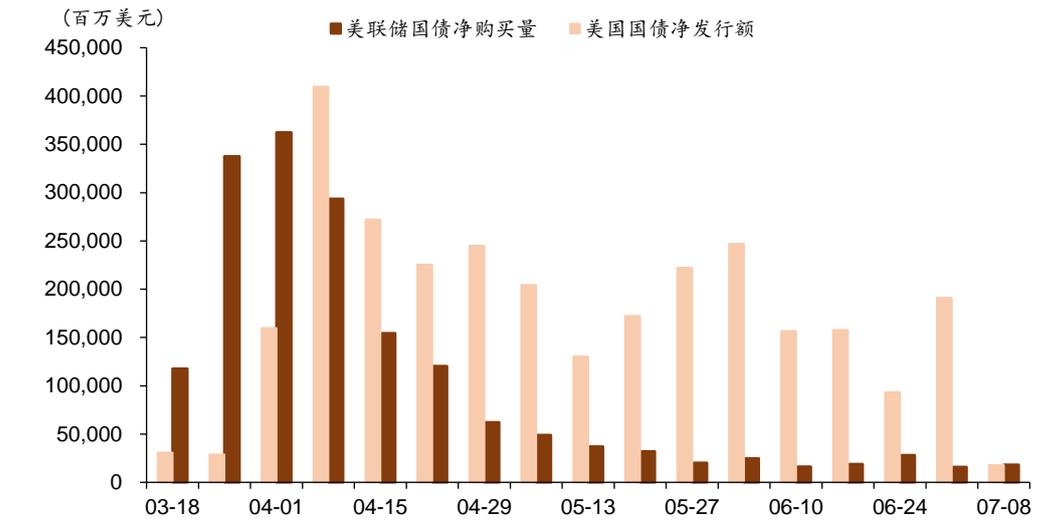
无论何种基于结果的前瞻指引，均有利于预期稳定，且意味着更加鸽派的货币政策立场。从当前来看，失业是相对于通胀率更不易于恢复的指标，经济回归充分就业的时间料更长，因此基于实际通胀和实际通胀的前瞻指引相当于延长了当前零利率的持续时间，意味着更加宽松的货币政策；即使是仅仅基于实际通胀的前瞻指引，实际通胀较预测通胀会更迟到达2%的目标水平，且基于实际通胀的前瞻指引将允许长期通胀预测水平小幅大于2%，同样意味着美联储将更长时间地维持其低利率政策，有利于经济更快修复，也有利于市场的通胀预期回复至2%附近。

### 资产购买

资产购买有望成为常规的货币政策工具，因此若经济面临更大的下行压力，美联储增加资产购买规模或是其加大宽松的首选项。当前，政策利率已经位于零下限位置，前瞻指引的宽松效果更多从预期方面体现，而实际的操作层面，资产购买将成为后续宽松政策的首选项，美联储在购买规模上仍有进一步扩张的空间。

从当前来看，美联储国债购买规模已经逐渐降低，但国债发行规模仍处于高位。根据彭博预测，在7月1日至12月31日的六个月内，美国国债仍需增加1万亿美元的净供给，且随着第二轮财政刺激政策推出，国债市场或面临一定的供给压力。为了维持长端收益率在较低位置，美联储的前瞻指引发挥着重要作用，但持续增加的国债供需缺口或被动增加美联储的国债购买规模。

图表6: 美联储国债净购买量逐渐降低, 但国债发行规模仍处于高位



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

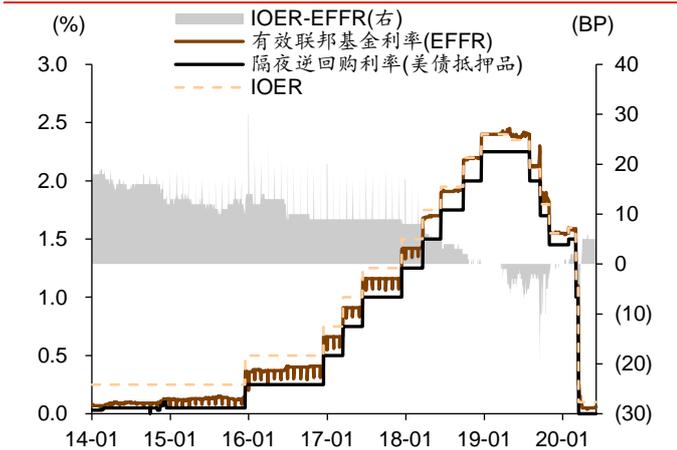
当然, 政策工具还可以从改变购买资产侧重点的角度入手, 美联储可以将资产购买从美国国债和抵押贷款债券转向期限更长的有价证券, 以扩大对经济和金融市场的支持。

## 收益率曲线控制 (Yield caps or targets, YCT)

### 收益率曲线控制的作用

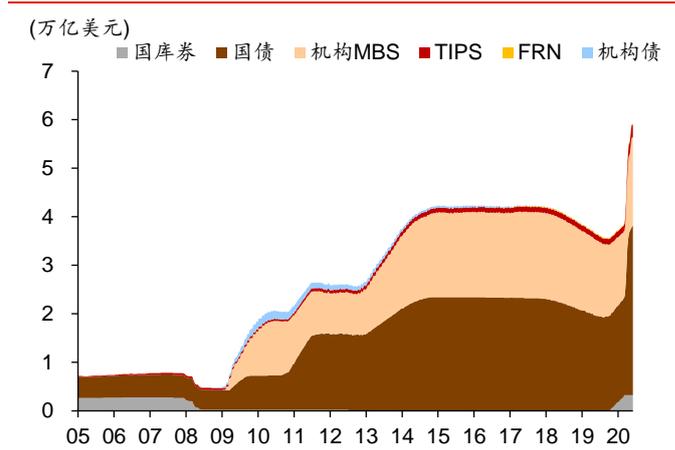
美联储讨论 YCT 政策的背景, 是在常规的利率工具达到“零下限”时, 需要采用 YCT 政策作为扩充货币政策工具箱的“无奈之举”。传统的货币政策, 是通过降低短端利率, 然后借由市场主体的自发行为向长端逐渐传导。但 3 月降息后, 联邦基金利率目标区间已降至 0.00%-0.25%, 达到“零下限”, 而相对市场 5 月初的“负利率”预期, 美联储多名官员表态目前负利率不在政策考虑范围内。同时, 美联储自 3 月以来的快速扩表也难以长期持续, 这使得 YCT 政策成为压低融资成本、促进经济增长的“新选项”。

图表7: 联邦基金利率位于零下限附近



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

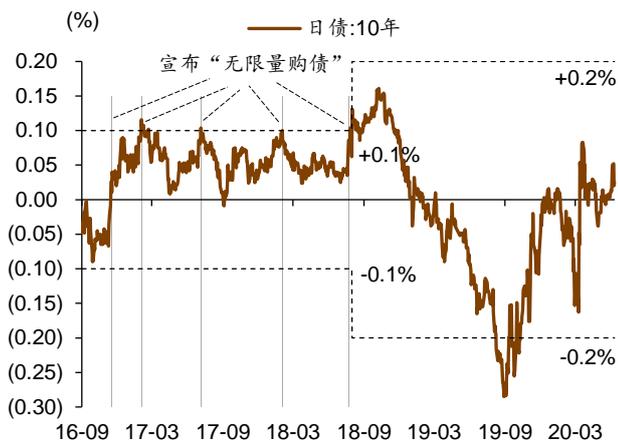
图表8: 美联储快于 2008 年的扩表速度也难以持续



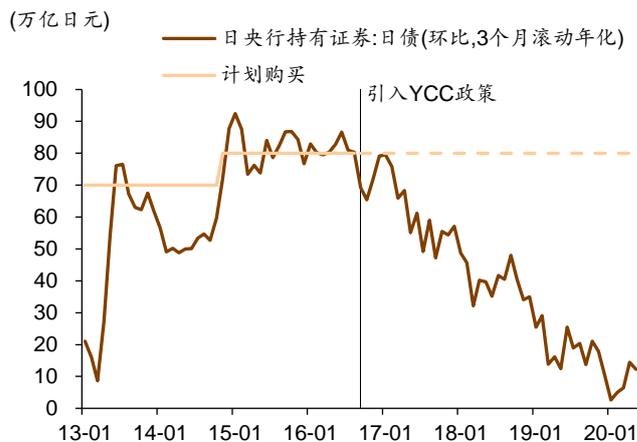
资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

效果上看, YCT 政策可以压降政府融资成本。美联储的 YCT (Yield caps or targets) 政策基本等同于日本央行的 YCC 政策 (Yield Curve Control)。我们在 5 月 10 日海外资产配置观察《美国“负利率”预期是如何出现的?》中提及, 在疫情纾困政策的影响下, 美国财政收支的缺口需要用美债填补, 相应会带来美债发行规模上升、久期拉长, 进而造成政府融资成本上升, 而 YCT 政策则实际上有利于控制美债发行成本。

另一方面，从日本经验来看，YCT政策还可以节约央行“弹药”，延缓市场对“QE极限”的担忧。虽然美联储目前在美债中的占比相比日本仍不高，但QE空间总是有限的，为避免市场对央行“无债可买”的恐慌，采用YCT政策也有利于央行控制QE节奏，推后“QE极限”的到来。我们在2019.01.14报告《央行直接入市？日央行并非好榜样》中提及，YCC政策正是日央行减码宽松的掩护：如果10年期日债收益率位于容忍区间内，日央行则可以顺理成章地逐步减少购买。只需要在接近敏感水平时宣布进行“无限量购债”即可，但更极端的情况是，日央行宣布“无限量购债”后如果收益率下行，甚至完全可以不进行实际购买就达到控制收益率水平的目标。例如2018年2月2日，当时10年期日债收益率接近0.1%，日央行宣布在0.11%水平无限购买，收益率随即迅速下行，没有触及“无限量购债”的水平。事实上，日央行自2016年以后的日债净购买量确实持续减少，已经明显低于其声明的80万亿日元/年的目标。

**图表9：日央行于10年期日债收益率+0.1%附近曾进行多次操作**


资料来源：日央行，Bloomberg，华泰证券研究所

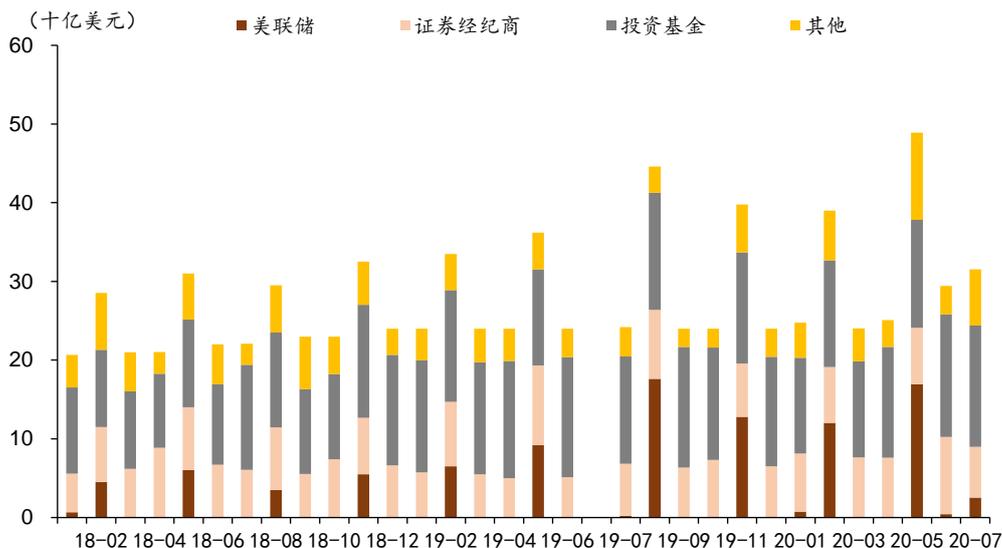
**图表10：自引入YCC政策以来，日央行成功节约了QE弹药**


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

### 当前仍不会实行YCT的原因

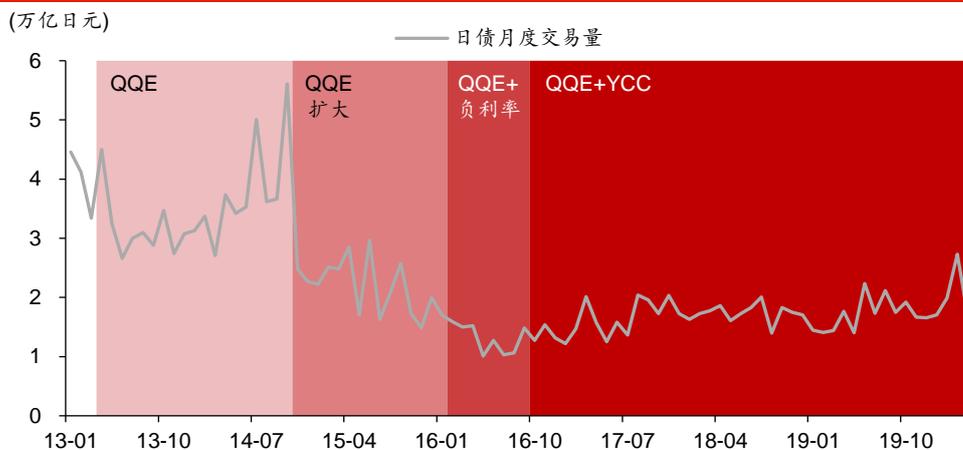
根据美联储官员近期的表态，尽管收益率曲线控制在FOMC会议得到了充分的重视和讨论，但其仍不会在近期得以实施。具体来看，主要存在以下几方面的原因。

其一，当前的资产购买叠加前瞻指引对长端收益率在低位稳定起到较好的效果，在美联储国债购买量降低的情况下国债收益率依然维持稳定。其主要原因在于，尽管政策利率下降带动长端收益率下滑，但美国国债市场的主要国内参与者——证券经纪商和投资基金并未减少参与国债认购的规模。鉴于央行给予了维持政策利率较长期在当前位置的前瞻指引，国内非央行买家对收益率曲线陡峭的压注尚无法形成气候，因此其仍有较强动力购买新发行国债，使得国债市场并未出现供需失衡，长端收益率在较低水平保持稳定。因此，在当前政策效果尚好的情况下，美联储没有动力推出具有更大不确定性的新政策工具。

**图表11：美国十年期国债仍获得证券经纪商和投资基金的高额认购**


资料来源：美国财政部，华泰证券研究所

其二，YCT 政策可能对美债定价造成扭曲，影响美债需求及市场活跃度。原则上，债券收益率应由市场供求决定，央行人为设定“指导价”本身就是一种价格扭曲。在美债供需失衡日益严重的当下，如果引入 YCT 政策，美债收益率上行空间被锚定，将降低其对于其他投资者的吸引力，导致市场活跃度下降，定价功能进一步退化。

**图表12：日本在持续 QQE 之后，日债的交易量持续降低，定价功能减弱**


资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

其三，6月会议纪要中提到官员们对于 YCT 的成本和收益依然存在很多的疑问。会议纪要显示，美联储官员对实施 YCT 仍存在较多的疑问。例如，如何在实行收益率曲线控制的同时保持对联储资产负债表规模和结构的控制，尤其在联储决定退出量化宽松的收尾时期；如何评估收益率曲线控制对金融市场运作以及私营部门资产负债表的规模和结构的影响；如何评估 YCT 对中央银行独立性的影响；长期收益率受到长期通胀预期和长期实际中性利率的影响，这些因素的变化或估计的困难可能会导致央行将收益率上限或目标设定在不恰当的水平。

因此，我们认为，YCT 工具尚没有有在近期推出的必要。但前瞻指引和资产购买在更大的经济下行压力和国债供需缺口不断累积的情形下是否仍能发挥作用，仍存在较大的不确定性。美联储或在保留实施 YCT 工具的可能性的同时，继续讨论其成本和收益，以应对可能发生的前瞻指引失效的局面。

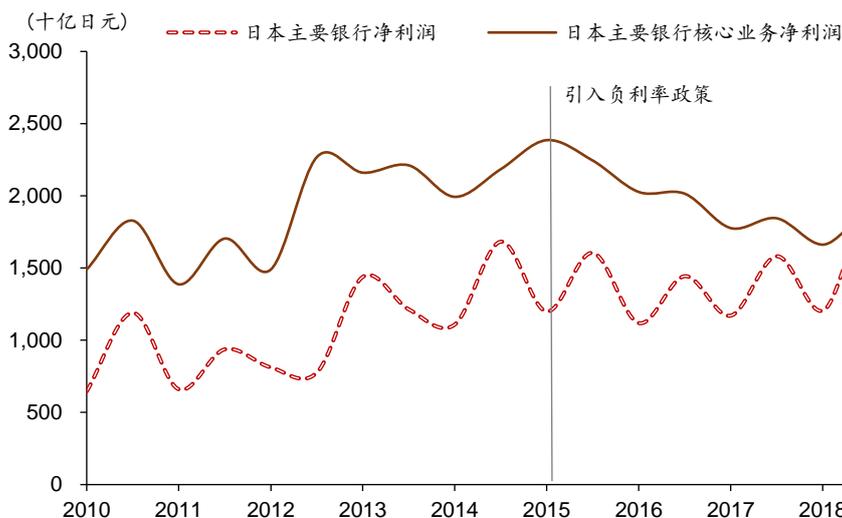
## 负利率

6月FOMC会议纪要中，对公开市场操作交易部门（Open Market Trading Desk）的调查显示，尽管5月结算于明年的联邦基金期货合约暗示的利率已降至略负的水平，但受访者认为出现负政策利率的可能性仍微乎其微。美联储众多官员也一致性表达：“负利率不是一种有吸引力的政策工具。”

### 实行负利率政策的担忧

其一，负利率会对银行体系利润造成损害，可能会起到一定的反作用。美国银行业已经面临疫情导致的违约风险激增，利润或受到严重影响，而一旦推行负利率政策，美国银行业或面临更严重的利润损失，可能会影响银行的放贷意愿，不利于信用扩张。

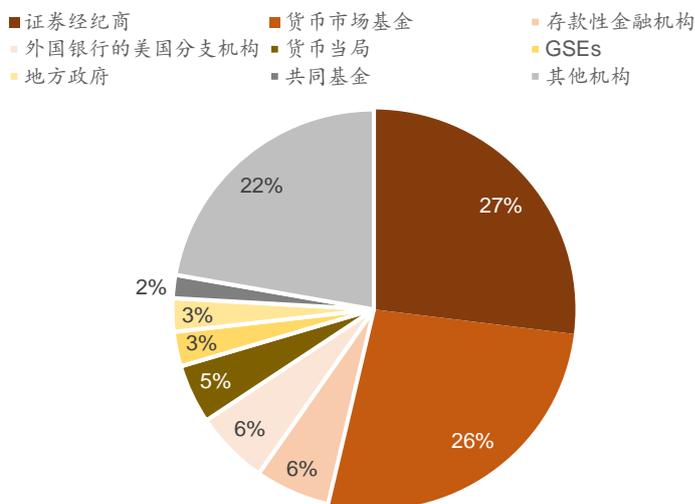
图表13：实行负利率政策后日本国内银行核心业务利润不断下滑



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

其二，作为美国回购市场最主要的参与者，货币市场基金对于维护美国金融市场稳定具有重要作用。而负利率政策可能使得货币市场基金收益率降低，从而推动投资者集中赎回货币市场基金，将不利于美国金融市场的稳定运行。

图表14：美国回购市场的主要资金借出方

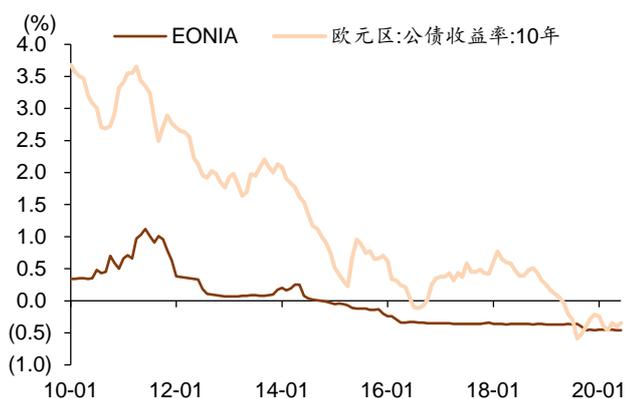


资料来源：美联储，华泰证券研究所

其三,美国资本市场高度发达,大量以联邦基金利率、美国国债收益率等为锚的期权期货、衍生品和结构化产品具有较大的市值,负利率意味着当前众多基于 Black-Scholes 等模型的交易策略需要重构,由此对金融市场业务和规则的影响或造成市场陷入短期的混乱,由此造成的适应成本也难以估计。

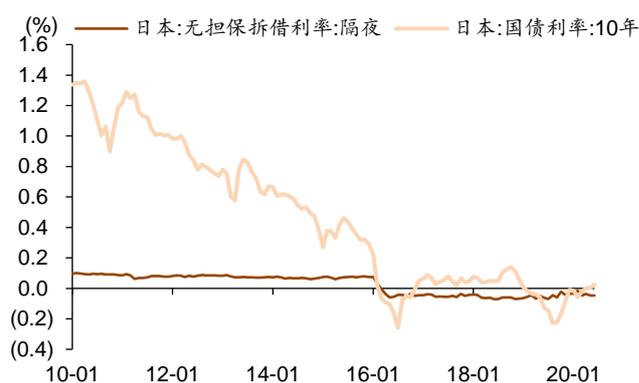
其四,根据欧洲、日本的经验,负利率政策不仅压低短端利率,还会压平国债收益率曲线,因此使得美国长期国债吸引力下降,不利于保持美债的全球安全资产地位和美元的国际储备货币地位。美元作为国际储备货币,依赖于美国贸易逆差对外输出美元和国际资本投资美债的美元循环,但若美债收益率大幅降低甚至转负,无疑会降低各国央行和国际金融机构配置美元资产的动机,使得美元的霸权地位受到损害。

图表15: 欧元区隔夜拆借利率与长期国债收益率



资料来源: 日央行, Bloomberg, 华泰证券研究所

图表16: 日本隔夜拆借利率与长期国债收益率



资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

更为重要的是,负利率政策的收益难以评估。在日本、欧元区,负利率与其他宽松政策一起实行,很难评估负利率政策的效果。实行负利率政策后,日本、欧元区的银行业利润受到一定侵蚀。总体来看,大型银行的净利润虽然并没有受到显著影响,要归功于较低的资产减值和较高的非利息收入,但其核心业务收入(利息收入)仍呈下降趋势。且日本和欧元区在实行负利率政策后的经济增速仍然较低,且实际通胀长期无法恢复至2%的目标水平,负利率政策的实际效果仍然存在较大的争议。

### 负利率政策真的在美国完全不可行吗?

Bernanke (2017) 提到,从经济学和数学原理上来说,利率具有连续性,其效果也应具有连续性,利率在零点附近不存在断点效应(即轻微高于零和轻微低于零的政策效果不会存在显著的差异)。例如,对于居民、企业和其他部门,0.05%和-0.05%的回报率不存在明显的差别。因此,实行负利率并不是完全不可行,更应该关注的是反转利率(Reverse Rate, 降息效果反转的利率,即降息不再促进信贷扩张,反而导致信贷收缩)。根据 Burke et al. (2010) 的测算,美国的反转利率在-0.3%至-0.35%之间,在此利率之上,不会导致私人部门从美联储体系中大量提取准备金。

因此,适当的负利率在理论上来说也许是可行的,因为对于理性经济人而言,收益率作为连续型变量理应不产生断点效应。但是负利率政策的收益仍有争议,且存在较大的副作用和外溢效应,可能侵害美国的银行体系和货币市场基金,甚至危及美元霸权地位,对于交易者和监管层都是新的考验,我们认为,美联储当前推行负利率政策的概率仍然较小,尤其在当前的政策工具尚且充足,且美联储还存在更优先的考察工具 YCT 的情形之下。除非经济下行幅度持续地超出预期,抑或债务危机爆发。且即使实施负利率政策,通过利率分层(Tiering)减轻对银行利润的影响也是必须的。

### 市场启示

美联储关于长期目标和货币政策策略声明的调整将决定未来货币政策基调，当前获得更多认可的选择是采取平均通胀目标。鉴于新的货币政策策略和经济复苏放缓背景，我们认为无论美联储采取何种货币政策工具，其货币政策立场均有望更加鸽派。平均通胀目标和相应的前瞻指引推升通胀预期至 2%，政策利率在零附近有望持续更长时间，意味着实际利率或长期处于较低位置，对黄金起到持续的支撑作用。相应的，美元在实际利率降低、美联储加码宽松的预期下仍将持续承压，后续美元下、黄金上的格局或持续。人民币汇率在此基础上或继续保持稳中有升走势。中国资产的吸引力有望进一步凸显，外资有望持续流入，但仍需警惕中美摩擦的扰动。

### 风险提示

- 1、**疫情持续时间超预期。**如果疫情持续时间超预期，将增加债务危机爆发风险，由此导致全球金融市场出现大幅波动。
- 2、**美国政策刺激不及预期。**如果美国政策刺激不及预期，宽松力度不够，美国经济复苏速度将不及预期，或使得全球经济长期受到美国的负面溢出影响。
- 3、**疫苗进展顺利使得美联储较早收紧货币政策。**如果疫苗进展顺利，美国经济有望较快修复，则美联储的货币政策将提前收紧，后续黄金、美元的走势将被逆转。

## 免责声明

### 分析师声明

本人，张继强、芦哲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师张继强、芦哲本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 评级说明

### 行业评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

### 公司评级体系

一报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20%以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20%以上

## 华泰证券研究

### 南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999 / 传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932 / 传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166 / 传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

### 上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098 / 传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com

## 法律实体披露

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#.298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司