

【宏观专题】4月FOMC会议点评&疫世界资产观系列十

美联储会进行YCC吗？

❖ 一、4月FOMC会议主要内容

1、会议决议：美联储维持联邦基金利率0%-0.25%不变，符合市场预期。维持超额准备金利率0.1%不变，维持隔夜逆回购利率0%不变。此次议息会议未作出任何政策调整。

2、货币政策前瞻：给予利率前瞻指引，美联储将维持0%-0.25%的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和物价稳定的目标。同时鲍威尔言辞中流露出美联储将不遗余力的使用货币政策工具支持经济、配合财政政策。另外，针对主街贷款流动性便利等现有工具，美联储也将尽快正式启动。从鲍威尔的言辞中可看出美联储在应对紧急状态下的货币政策将尽可能宽松，立场鸽派。

3、经济前瞻：经济前景悲观。美联储对经济前景的预期是较为悲观的，预计二季度经济数据将较以往更差，失业率也将在二季度升至高位，经济增长在中期（明年）均存在较大风险，且不认为经济将出现V型的迅速反弹，不过这些展望基本都符合市场预期，因此未对金融市场即期表现产生较大影响。

❖ 二、美联储货币政策的“今天”与“明天”

1、目前执行如何？近期美联储货币政策的执行情况

首先从总量来看，自3月15日美联储推出QE以及一系列政策工具后，美联储资产负债表总规模由4.4万亿美元提升至6.6万亿美元，其中主要扩张的项目仍以中长期国债与MBS为主（占近期扩表规模比重56%、11%），美联储推出的PDCF等一系列货币政策工具占总扩表规模的比重不大（4%）。

其次，从结构来看。近两周PDCF与MMLF余额开始出现减少，货币基金市场流动性支持工具需求量减少，反映货币基金市场流动性缓和。商业票据融资便利CPFF启动后，商业票据与OIS利差显著收窄。QE购债规模持续放缓。

2、未来有何期待？收益率曲线控制YCC操作

未来货币政策展望上，市场预期下一步美联储存在实施收益率曲线控制的可能性。历史上美联储曾使用过该项工具，近年来日本央行、澳大利亚央行也陆续启用了这一工具。通过对历史上收益率曲线操作经验的梳理，可以看到在危机时期为配合国债发行需要，以及在央行购债空间已接近上限情况下，通过收益率曲线控制的操作，能够将国债利率稳定在合适的水平以降低发债成本，并通过“前瞻指引”的效果减少维持利率水平所需的购债规模。

美联储采取收益率曲线控制有其必要性。首先通过收益率曲线控制美联储将能够有效管理收益率曲线中各期限的利率水平，以维持较低的国债发行成本，其次由于收益率曲线控制具有对未来利率水平做出前瞻指引的效果，也有可能减少美联储所需的购债规模。

❖ **人民币汇率：二季度汇率以“稳”为先。**长期来看，跨境资本流动因金融账户波动以及商品贸易顺差收窄可能呈现一定流出压力，不过出境游减少将通过服务逆差收窄的方式为跨境资本流动提供缓冲池。中期来看，汇率贬值预期有所提升，但即期交易平稳。短期来看，逆周期因子频频发力，汇率稳字当头。

❖ **美元指数：短期仍维持偏强走势。**美欧经济基本面相对表现来看，欧元区受疫情冲击程度更甚于美国，美国经济基本面边际强于欧元区。流动性角度来看，在全球避险模式下，各国对美元的需求仍高。

❖ **美股：回归盈利定价，警惕再度波动。**美元流动性缓和后，美股显著回升，不过与美股盈利相比，目前美股回升幅度已有所超涨，且市场对Q2美股盈利下滑的预期较高，因此要警惕后续美股在其盈利下修影响下的再度下跌。

❖ **黄金：中长期空间打开。**短期看，原油下跌+薪资增速放缓对通胀预期有下行压力，对黄金价格形成一定压制；但中长期视角看，流动性缓和或将带来通胀预期，全球价值链撕裂或带来长期通胀压力，有望打开金价中长期走势空间。

❖ **风险提示：**美国经济下滑幅度超预期，疫情控制不及预期

华创证券研究所

证券分析师：张瑜

电话：010-66500918

邮箱：zhangyu3@hcyjs.com

执业编号：S0360518090001

联系人：殷雯卿

电话：010-66500833

邮箱：yinwenqing@hcyjs.com

相关研究报告

《【华创宏观】黄金只待通胀发令枪——疫世界资产观系列七》

2020-04-07

《【华创宏观】基建投资的四个维度的跟踪——扩内需系列三&每周经济观察第15期》

2020-04-12

《【华创宏观】全球主要国家的银行业尾部风险有多大？——疫世界资产观系列八》

2020-04-22

《【华创宏观】拨备覆盖率下调意味着什么？——疫世界资产观系列九》

2020-04-23

《【华创宏观】疫情影响下的全球经济如何评估？如何演化？——全球央行双周志第23期》

2020-04-26

投资主题

报告亮点

梳理了美联储目前已有的货币政策工具，对其发布时间、使用规模以及政策效果进行了分析；同时展望了美联储货币政策工具箱中的潜在工具，通过对收益率曲线控制工具的使用历史以及效果进行梳理，从而分析了当前美联储启用收益率曲线控制工具的可能效果和必要性。

投资逻辑

首先就4月FOMC会议重点进行了分析，认为美联储在此次会议中对经济前景的预期悲观，不过强调了政策将“做的更多”。

其次就美联储已推出的货币政策工具和工具箱中的潜在工具进行了分析和展望。在已推出的工具中针对货币市场基金、商业票据市场、离岸美元市场以及薪资保障计划的流动性已经推出并起到了实质性的作用，因为美联储目前QE的速度也在放缓。而未来美联储除对这些工具进行微调外，市场预期较高的新工具为收益率曲线控制YCC操作。本文梳理了美日澳使用YCC工具的经验，认为YCC将有效管理收益率曲线中各期限的利率水平以维持较低的发债成本，并有望起到减少美联储所需购债规模的效果。

最后，针对目前美国金融市场与经济基本面的情况，对人民币、美元、美股、黄金等大类资产近期走势做出展望。

目 录

一、4月 FOMC 会议主要内容	5
(一) 会议决议: 维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变	5
(二) 会议声明: 经济前景悲观, 政策将“做的更多”	5
1、货币政策前瞻: 给予利率前瞻指引, 将维持低位直至通胀回升	5
2、经济前瞻: 经济前景悲观	6
(三) 市场即期影响: 市场解读会议偏鸽, 美股先涨后跌, 美债下跌, 美元下跌, 黄金上涨	6
二、美联储货币政策的“今天”与“明天”	6
(一) 目前执行如何? 近期美联储货币政策的执行情况	6
(二) 未来有何期待? 收益率曲线控制 YCC 操作	9
1、收益率曲线控制的“前世今生”	9
2、美联储采取收益率曲线控制的必要性	10
三、人民币汇率: 二季度汇率依旧以“稳”为先	11
四、美元指数: 短期仍维持偏强走势	13
五、美股: 回归盈利定价, 警惕再度波动	13
六、黄金: 黄金中长期空间打开	14
七、风险提示	15

图表目录

图表 1	2019 年以来 FOMC 会议的主要内容摘要.....	5
图表 2	美联储资产负债表总规模由 4.4 万亿美元提升至 6.6 万亿美元.....	7
图表 3	资产负债表扩张主要项目以国债和 MBS 为主，美联储货币政策新工具已有较大使用规模.....	7
图表 4	美联储目前已采取的各类货币政策梳理.....	7
图表 5	美联储 PDCF 与 MMLF 使用规模逐步走低.....	8
图表 6	美国优先型 MMF 资金重回净流入.....	8
图表 7	央行美元互换需求量仍维持高位.....	8
图表 8	商业票据融资便利使用规模提升.....	8
图表 9	美国商业票据与 OIS 利差显著收窄.....	8
图表 10	QE 操作的每日购债规模持续下调.....	8
图表 11	实施收益率曲线控制后澳大利亚 3 年期国债收益率维持在 0.25% 附近.....	9
图表 12	YCC 政策推出后日本 10Y 国债收益率稳定在 0% 附近.....	10
图表 13	YCC 政策推出后日央行购债规模开始放缓.....	10
图表 14	实施收益率曲线控制后澳大利亚 3 年期国债收益率维持在 0.25% 附近.....	10
图表 15	美国 4 月短期国债发行量创历史新高.....	11
图表 16	短期国债发行量持续增长后引发短期国债收益率上行.....	11
图表 17	美联储目前持有国债比例持续上行.....	11
图表 18	人民币汇率长期走势取决于中美利差.....	12
图表 19	旅行是当前经常账户服务分项中最大逆差项.....	12
图表 20	居民部门的汇率贬值预期有所抬升.....	12
图表 21	近期逆周期因子预测值频频走阔.....	12
图表 22	疫情限制措施对 G7 经济体 GDP 的影响.....	13
图表 23	疫情限制措施对 G7 经济体私人消费的影响.....	13
图表 24	市场预期 Q2 标普 500 每股收益将下降 30%.....	14
图表 25	近期标普 500 投机头寸空头持仓回升.....	14
图表 26	美股目前较其 EPS 走势已有所超涨.....	14
图表 27	美联储流动性投放下名义利率维持低位.....	15
图表 28	近期通胀预期有所回升.....	15

一、4月FOMC会议主要内容

(一) 会议决议：维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变

美联储维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变，符合市场预期。维持超额存款准备金利率 0.1% 不变，维持隔夜逆回购利率 0% 不变。此次议息会议未作出任何政策调整，会议决议获得公开市场委员会一致同意。

(二) 会议声明：经济前景悲观，政策将“做的更多”

近期美联储为应对流动性危机与经济下行，已陆续发布大量货币政策工具，推出政策的时间选择上也不受限于议息会议，因此此次议息会议并未对政策作出更多的调整，更多的关注点落到美联储对政策前景以及经济前景的展望上。

1、货币政策前瞻：给予利率前瞻指引，将维持低位直至通胀回升

美联储将维持 0%-0.25% 的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和物价稳定的目标。此次议息会议中美联储未作出任何政策调整，但对未来利率走势做出了相对明确的前瞻指引，即在就业与物价回归稳定前美联储将会维持当前的利率水平。不过在声明与后续的发布会中，美联储并未明确给出维持当前利率的时间表，仅表示不急于退出目前的政策，将依据经济走势而定，作为前瞻指引仍有一定不确定性。

鲍威尔言辞中流露出美联储将不遗余力的使用货币政策工具支持经济、配合财政政策。在新闻发布会中，鲍威尔表示美联储还有许多政策工具，有必要做的更多，例如薪资保障计划流动性便利 PPPLF 工具未来将根据需求量来扩大规模；而在提及目前的财政政策是否会造成财政路径的不可持续性时，鲍威尔也表示当前这一特殊时期下财政政策不需考虑这些问题，而是应该尽其所能支持经济，由此也可看出美联储在应对紧急状态下的货币政策将尽可能的宽松，立场鸽派。另外，针对主街贷款流动性便利等现有工具，美联储也将尽快正式启动。展望未来来看，预计下一步美联储存在实施收益率曲线控制的可能性。

图表 1 2019 年以来 FOMC 会议的主要内容摘要

		2020.4 会议	2020.01 会议	2019.12 会议	2019.09 会议
经济回顾	经济活动	冠状病毒的爆发在美国和全世界造成了巨大的经济困难	经济活动已经以适中的 (moderate) 速度上升	经济活动已经以适中的 (moderate) 速度上升	经济活动已经以适中的 (moderate) 速度上升
	劳动力市场	疫情和防疫措施导致经济活动的急剧下降和失业人数的激增	劳动力市场持续表现强劲，近几个月平均就业增长稳健，失业率仍然很低	劳动力市场持续表现强劲，近几个月平均就业增长稳健，失业率仍然很低	劳动力市场持续表现强劲，近几个月平均就业增长稳健，失业率仍然很低
	家庭消费和企业投资	国内外经济活动的中断严重影响了金融状况，并削弱了流向美国家庭和企业的信贷流动。	家庭消费一直强劲温和增长 企业投资和出口：依旧疲弱	家庭消费一直强劲增长 企业投资和出口：依旧疲弱	家庭消费一直强劲增长 企业投资和出口已经出现疲弱
	通货膨胀	需求疲软和油价大幅下跌抑制了通胀水平	整体通货膨胀和核心通货膨胀均低于 2%	整体通货膨胀和核心通货膨胀均低于 2%	整体通货膨胀和核心通货膨胀均低于 2%
对经济增长及通胀看法		目前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，并对中期经济前景构成相当大的风险。	委员会认为当前的货币政策状态对支持经济活动的扩张、维持劳动力市场强劲以及接近回归 2% 目标的通货膨胀是适当的	委员会认为当前的货币政策状态对支持经济活动的扩张、维持劳动力市场强劲以及接近 2% 目标的通货膨胀是适当的	通过降息来支持经济活动持续扩张，劳动力市场状况强劲，通胀达到美联储 2% 的对称目标，但这一前景的不确定性依旧较高
利率		联邦基金目标利率区间维	联邦基金目标利率区间维	联邦基金目标利率区间维	联邦基金目标利率区间降

	持在 0%-0.25%	持在 1.5%-1.75%	持在 1.5%-1.75%	低 25bps 至 1.75%-2.0%
对未来利率调整的前瞻指引	委员会将维持 0%-0.25% 的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和物价稳定的目标。委员会将继续监测新发布的信息对经济前景的影响，包括公共卫生、全球发展和趋缓的通胀压力，并将使用其工具采取适当的行动支持经济	委员会将继续监测新发布的信息对经济前景的影响，包括全球增长与趋缓的通胀压力。	委员会将继续监测新发布的信息对经济前景的影响，包括全球增长与趋缓的通胀压力。	委员会将深思熟虑（contemplate）评估联邦基金利率目标范围的未来路径，他将继续监测新发布的信息对经济前景的影响，并将采取适当措施维持扩张
资产负债表规模决议	继续以需要的规模购买国债和 MBS 以支持市场平稳运行，继续提供大规模的隔夜和定期回购操作。	延长回购操作至 2020 年 4 月	未提及	未提及
投票情况	10-0	10-0	10-0	7-3（堪萨斯城联储主席与波士顿联储主席反对本次决议，主张维持利率不变，圣路易斯联储主张降息 50bps）

资料来源：美联储，华创证券

2、经济前瞻：经济前景悲观

美联储在对未来经济的前瞻中承认了经济受到疫情冲击将严重下滑，且存在极大不确定性，不过对经济的展望基本符合市场预期。在会议声明与新闻发布会中，美联储均指出疫情对经济的损伤，预计二季度经济数据将较以往更差，失业率也将在二季度升至高位，经济增长在中期（明年）均存在较大风险；鉴于经济下行幅度之大，其回升幅度也会很大，但回升的速度不会那么快，需要一段时间才会回到以往的水平；而经济修复的时间存在很大的不确定性，取决于何时重启经济与推出疫苗。应该说美联储对经济前景的预期是较为悲观的，且不认为经济将出现 V 型的迅速反弹，不过这些展望基本都符合市场预期，因此未对金融市场即期表现产生较大影响。

（三）市场即期影响：市场解读会议偏鸽，美股先涨后跌，美债下跌，美元下跌，黄金上涨

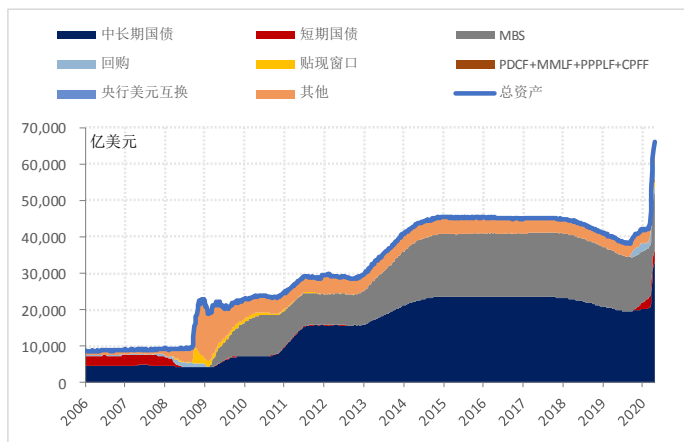
美股下跌后回升，美债收益率震荡回升，美元上涨，黄金下跌：降息决议公布之后四个小时窗口看，美元指数由 99.6257 下跌 0.1% 至 99.5196，道琼斯指数/纳斯达克指数/标普 500 指数先涨后跌收盘分别-0.1%/0.1%/-0.1%，美国 10 年期基准国债收益率由 0.61% 上行 2bps 至 0.63%，COMEX 黄金由 1718.25 美元/盎司上涨 0.65% 至 1729.3 美元/盎司。

二、美联储货币政策的“今天”与“明天”

（一）目前执行如何？近期美联储货币政策的执行情况

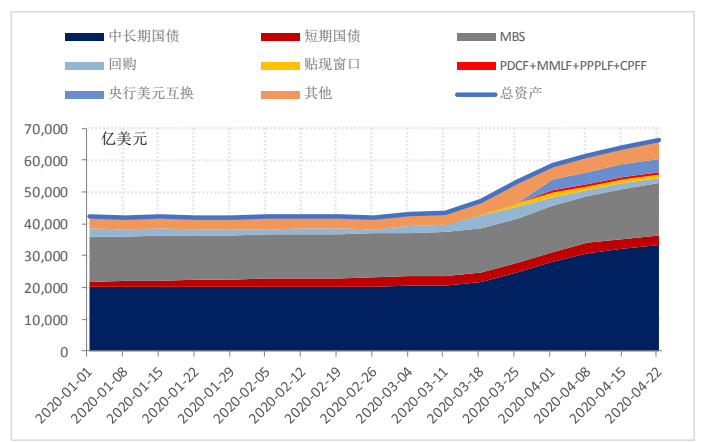
首先从总量来看，自 3 月 15 日美联储推出 QE 以及一系列政策工具后，美联储资产负债表总规模由 4.4 万亿美元提升至 6.6 万亿美元，其中主要扩张的项目仍以中长期国债与 MBS 为主（占近期扩表规模比重 56%、11%），另外贴现窗口工具有所扩大（占近期扩表规模比重 5%）。美联储推出的 PDCF 等一系列货币政策工具已有较大的使用规模，但占总扩表规模的比重不大（4%）。

图表 2 美联储资产负债表总规模由 4.4 万亿美元提升至 6.6 万亿美元



资料来源：美联储，华创证券

图表 3 资产负债表扩张主要项目以国债和 MBS 为主，美联储货币政策新工具已有较大使用规模



资料来源：美联储，华创证券

图表 4 美联储目前已采取的各类货币政策梳理

	3月15日	3月17日	3月18日	3月19日	3月23日	3月31日	4月9日	4月27日
QE4	启动量化宽松，规模为5000亿美元国债、2000亿美元MBS				启动无限QE，不设购债上限			
央行美元互换	与加、英、日、欧、日式央行展开美元互换			美元互换国家扩展至澳、韩等共16个国家				
商业票据融资便利CPFF		推出，由SPV购买无抵押和资产支持商业票据			扩大抵押品范围内，将高质量、免脱CP纳入，并调低利率			
一级交易商信贷便利PDCF		推出，扩大对一级交易商提供融资的抵押品类别						
货币市场共同基金流动性便利MMLF			推出，将货币市场共同基金资产纳入抵押品		扩大抵押品范围，将市政债券和银行存款纳入抵押品			
一级市场公司信贷便利PMCCF					推出，由SPV向投资级企业提供融资		扩大PMCCF、SMCCF规模至7500亿美元，原计划为各1000亿美元；并扩大抵押品范围	
二级市场公司信贷便利SMCCF					推出，由SPV购买投资级企业发行的企业债和投资于投资级公司债的ETF			
定期资产支持证券贷款便利TALF					推出，由SPV向AAA级ABS持有者提供贷款		扩大抵押品范围，将商业抵押贷款支持证券与新发行的CLO的AAA级部分纳入；并扩大购买规模至1000亿美元	
临时回购便利FIMA						允许海外央行以美国国债为抵押向美联储开展美元回购		
薪资保障计划流动性便利PPPLF							允许银行以PPP贷款作为抵押品向美联储融资	
主街贷款计划流动性便利MSLP							允许银行以向符合条件的小型企业提供贷款作为抵押品转售给美联储	
市政流动性便利MLF							直接从美国各州购买地方政府发行的至多5000亿美元短期票据	扩大MLF范围和期限，降低了使用该工具的人口门槛从而扩大了适用的县市范围，并将抵押品期限由24个月延长至36个月

资料来源：美联储，华创证券

其次，从结构来看。近两周 PDCF 与 MMLF 余额开始出现减少，货币市场流动性支持工具需求量减少。在《【华创宏观】美国货币基金抛售潮会带垮美票据市场吗？》一文中我们指出过，由于美国优先型货币基金是美国 CP 市场的主要买家，而此前 CP 市场的波动也导致了优先型 MMF 资金流出规模创下 2016 年以来最大单周降幅。近期优先型 MMF 资金重回净流入，美联储 PDCF 与 MMLF 使用规模逐步走低，也反映货币市场流动性问题得以缓和。

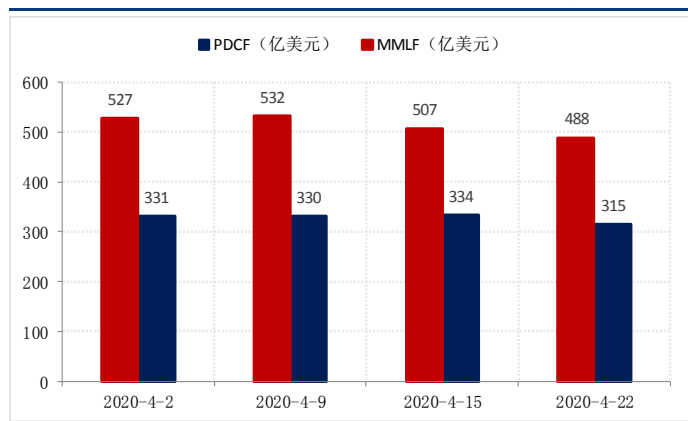
商业票据融资便利 CPFF 启动后，商业票据与 OIS 利差显著收窄。CPFF 针对商业票据市场的信用风险，尽管目前 CP-OIS 利差已显著收窄，但 CPFF 用量仍在高位，或也体现了在疫情冲击美国企业经营的环境下，商业票据市场仍需依赖美联储的信用支持。

QE 购债规模持续放缓。美联储已启动无限 QE，不设购债上限，不过从纽约联储发布的购债计划来看，QE 以来每

周的购债规模均在下调, 由于 QE 的目标是控制中长端利率, 而目前中长期利率已稳定在较低水平, 同时美联储通过定向的流动性支持工具保障了各市场的流动性稳定, 目前美国金融市场的核心问题或已从流动性问题转移到企业盈利与信用风险问题, 而这已经并非货币政策本身所能解决的。

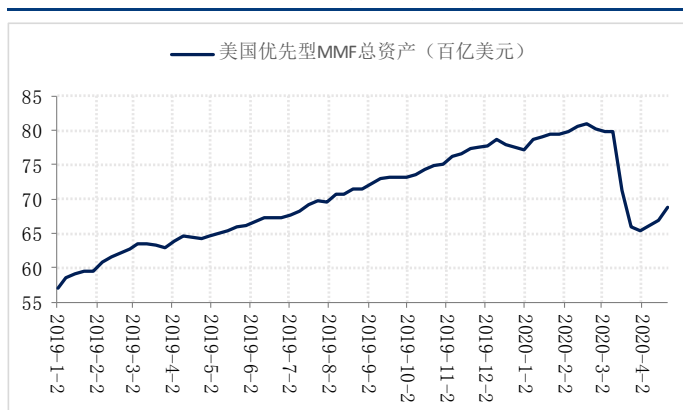
另外, 从目前的数据来看, 一级/二级市场公司信贷便利(PMCCF 与 SMCCF)、定期资产支持证券贷款便利 TALF、主街贷款计划流动性便利 MSLP、市政流动性便利 MLF 目前尚未正式启动。

图表 5 美联储 PDCF 与 MMLF 使用规模逐步走低



资料来源: 美联储, 华创证券

图表 6 美国优先型 MMF 资金重回净流入



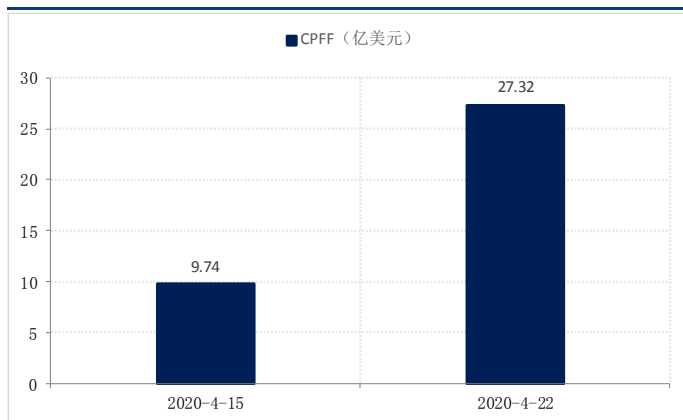
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 7 央行美元互换需求量仍维持高位



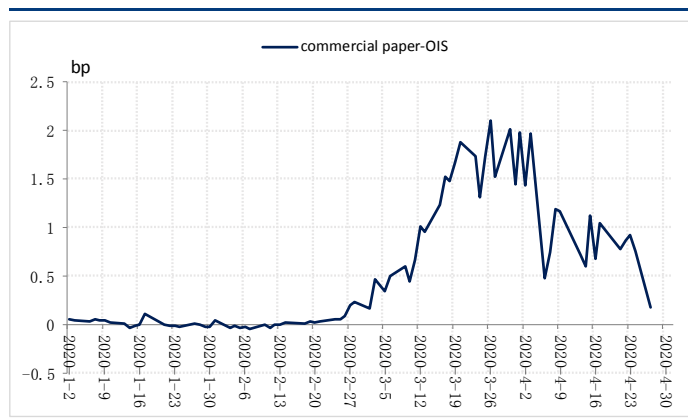
资料来源: 美联储, 华创证券

图表 8 商业票据融资便利使用规模提升



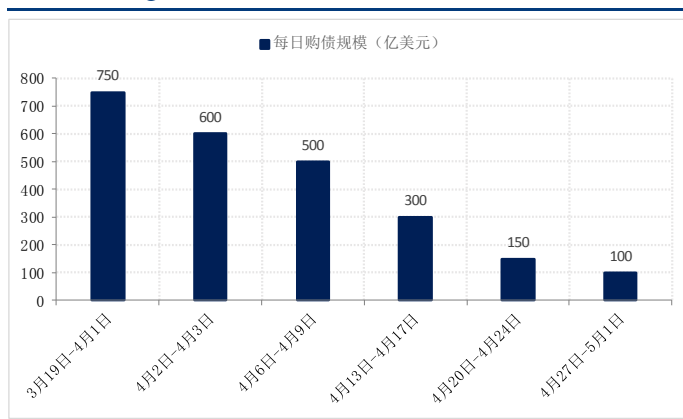
资料来源: 美联储, 华创证券

图表 9 美国商业票据与 OIS 利差显著收窄



资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 10 QE 操作的每日购债规模持续下调



资料来源: 纽约联储, 华创证券

（二）未来有何期待？收益率曲线控制 YCC 操作

1、收益率曲线控制的“前世今生”

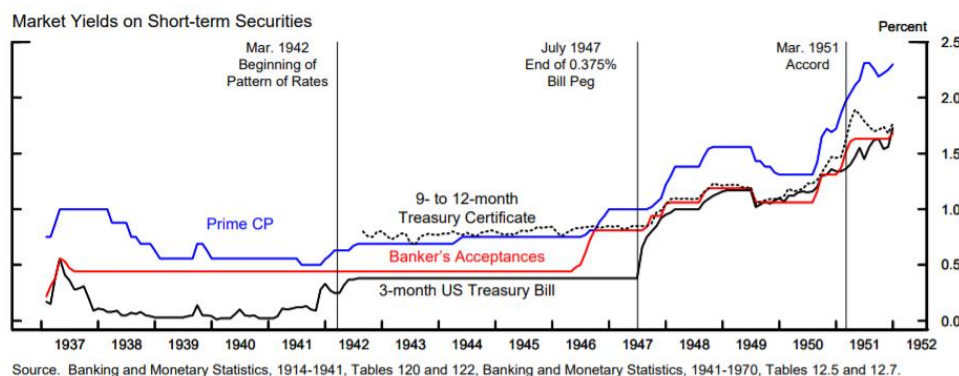
收益率曲线控制本质是一种利率工具，通过设置各期限收益率的目标水平，将收益率曲线保持在理想水平。历史上美联储曾使用过该项工具，近年来日本央行、澳大利亚央行也陆续启用了这一工具。通过对历史上收益率曲线操作经验的梳理，可以看到在危机时期为配合国债发行需要，以及在央行购债空间已接近上限情况下，通过收益率曲线控制的操作，能够将国债利率稳定在合适的水平以降低发债成本，并通过“前瞻指引”的效果减少维持利率水平所需的购债规模。

➤ 美联储历史上的收益率曲线控制。

为满足二战期间财政部的融资需求，1942 年 3 月美联储与财政部合作实施收益率曲线控制操作，限定十年及以上长期国债收益率目标为 2.5%，7 至 9 年期国债收益率目标为 2%，9 个月至 1 年期政府债券收益率目标为 0.875%，3 月期国库券收益率目标为 0.375%，美联储承诺在债券收益率上行时通过购买债券来实现对收益率的控制。

不过由于短端国债收益率被限定在了较低的水平，当时金融市场配置长期国债的需求大幅提升，带来美联储压制长端收益率的压力减轻，美联储更多的货币操作聚焦于对短端收益率的控制上。在 1942 年 3 月-1945 年 8 月期间，美联储共购买了 200 亿美元国债，其中 120 亿美元为 1 年期以来短期国债（约占发行量的 87%）¹。

图表 11 实施收益率曲线控制后澳大利亚 3 年期国债收益率维持在 0.25% 附近



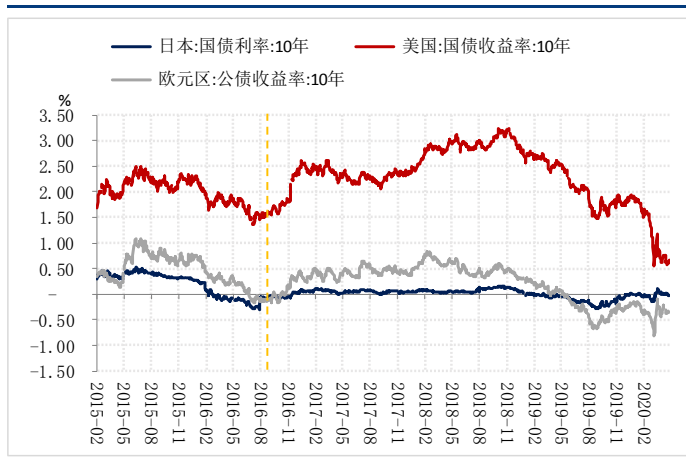
资料来源：美联储，华创证券

➤ 日央行的收益率曲线控制

2016 年 9 月 21 日日央行宣布控制收益率曲线的 QQE 政策，保持隔夜政策目标利率-0.1%，通过灵活购买不同期限的国债将十年期国债收益率控制在 0% 附近，从而形成最适合维持 2% 通胀目标的利率水平组合。日央行通过收益率曲线控制的方式，一方面可在减少购债规模的基础上保证对国债利率的控制，缓解了日央行无债可买的困境；另一方面通过构建形态健康的收益率曲线，也可以避免在负利率环境下因长期利率过低或收益率曲线过于平坦而对银行体系盈利产生冲击。而日本在实施 YCC 后，其 10 年期国债的波动区间明显收窄，稳定在 0% 附近，同时日央行购债规模也出现明显放缓。

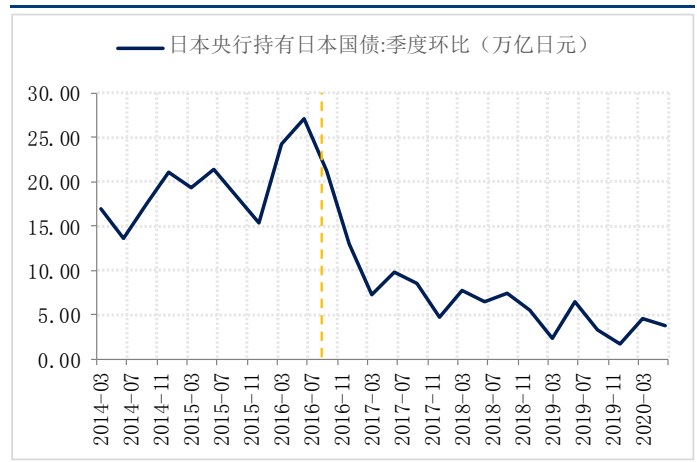
¹ 徐忠，纪敏，李宏瑾. 以收益率曲线作为操作目标的货币政策: 历史经验与政策反思[J]. 国际经济评论, 2018, 137(05):8+93-105.

图表 12 YCC 政策推出后日本 10Y 国债收益率稳定在 0%附近



资料来源: wind, 华创证券

图表 13 YCC 政策推出后日央行购债规模开始放缓

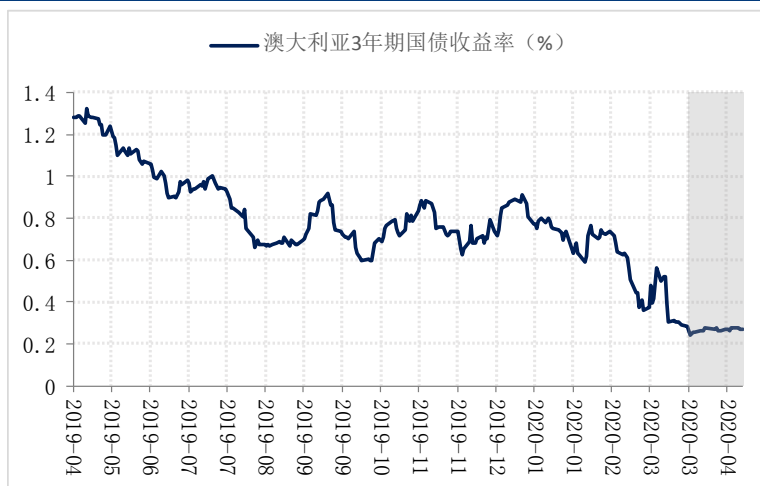


资料来源: wind, 华创证券

► 澳洲联储的收益率曲线控制

2020 年 3 月议息会议中澳洲联储宣布将澳大利亚 3 年期政府债券的收益率目标定在 0.25%，而选择 3 年期国债的原因是在澳大利亚国债市场中 3 年期国债为重要的定价基准，澳洲联储将通过在二级市场上购买政府债券来实现对收益率的控制。实施收益率曲线控制后澳大利亚 3 年期国债收益率稳定维持在 0.25% 附近。通过收益率曲线控制的工具，澳洲联储一方面维持了国债低利率，降低了财政压力，另一方面也拥有了更大的灵活性，可减少其所需购买资产的规模。

图表 14 实施收益率曲线控制后澳大利亚 3 年期国债收益率维持在 0.25% 附近



资料来源: Bloomberg, 华创证券

2、美联储采取收益率曲线控制的必要性

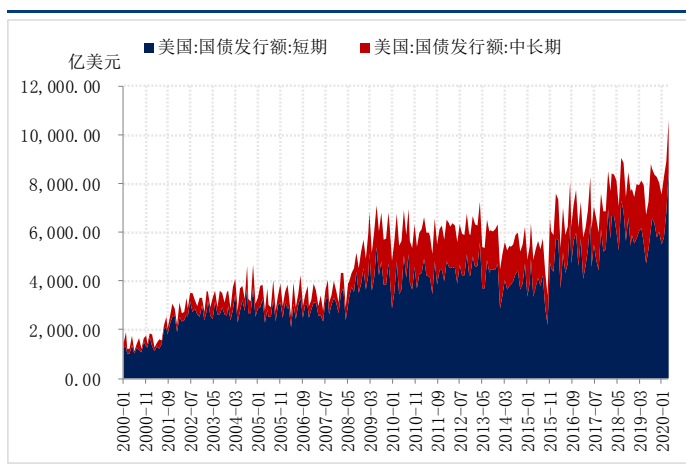
目前，市场对美联储启用收益率曲线控制政策的预期较高，配合目前的 QE 政策，美联储将能够有效管理收益率曲线中各期限的利率水平，以维持较低的国债发行成本，同时由于收益率曲线控制具有对未来利率水平做出前瞻指引的效果，也有可能减少美联储所需的购债规模。

首先，美联储通过收益率曲线控制维持短期国债收益率处于低位，可降低大规模债务增发的成本。美国目前近 3 万

亿美元的财政刺激计划带来短期国债大量发行，根据4月24日美国国会预算办公室的预测，考虑到近期美国大力推出的财政刺激政策，预计2020财年美国联邦预算赤字将达到创历史记录的3.7万亿美元(2009财年为1.4万亿美元)，这将引发国债收益率上行压力，从近期短期国债收益率的走势来看，4月以来短期国债发行量已达到8473亿美元，4月中旬短期国债大量发行期间短端利率出现了小幅的抬升。在美国国债发行规模大幅提升的环境下，美联储通过收益率曲线控制的方式维持短期国债利率处于低位，将有利于降低国债利息负担。

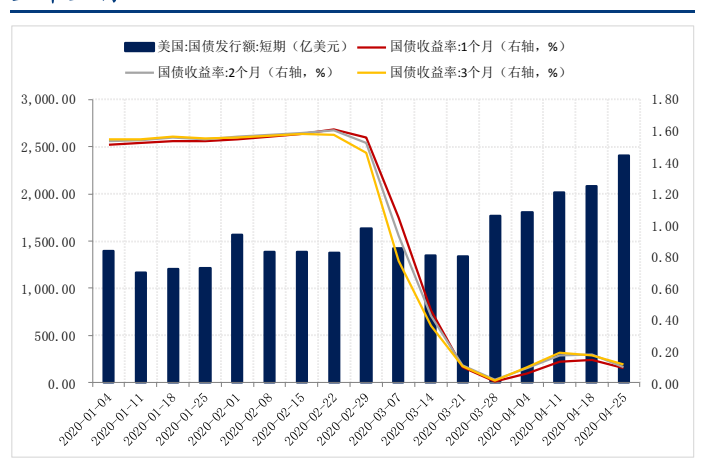
其次，美联储目前持有国债比例持续上行，通过收益率曲线控制措施或也可减少美联储所需的购债规模。目前美联储持有中长期国债占国债余额比重约20%，持有短期国债占国债余额比重约12%，美联储持续购买国债一方面会压缩购债空间，另一方面也挤压了其他机构的国债持有量，或造成国债作为抵押品的稀缺，进而诱发美元流动性紧张。

图表 15 美国4月短期国债发行量创历史新高



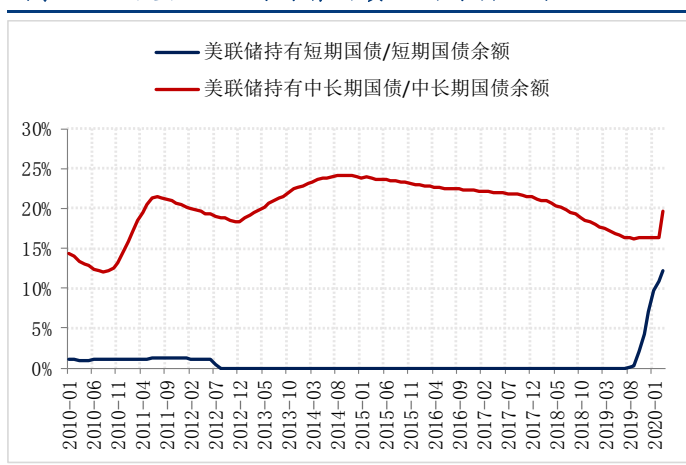
资料来源: wind, 华创证券

图表 16 短期国债发行量持续增长后引发短期国债收益率上行



资料来源: wind, 华创证券

图表 17 美联储目前持有国债比例持续上行



资料来源: wind, 华创证券

三、人民币汇率：二季度汇率依旧以“稳”为先

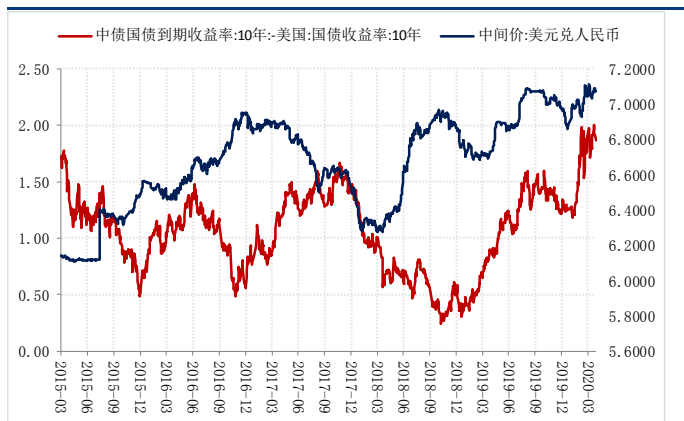
根据我们的汇率分析框架，汇率中长期看中美息差和跨境资本流动，中期看交易面、基本面与预期面，短期看逆周期因子调控情况（详见《【华创宏观】汇率当下主要矛盾在哪里》）。长期层面来看，跨境资本流动可能阶段性呈现一定流出压力，具体来看跨境资本流动的三个方面：

- **金融账户**：3 月全球市场大幅动荡，引起中国股、债市场外资净流出；若二季度海外疫情达到高峰后缓和、经济下行预期落地，市场或随疫情与经济数据变化而出现波动，我国金融账户的流动情况可能呈阶段性流出压力加大的走势。
- **经常账户（商品）**：3 月起国内工业企业陆续复工，进口需求逐步恢复正常，叠加二季度起中美经贸第一阶段协议积极执行，中国将加大自美商品进口，因此二季度国内进口有望保持稳定增长；但由于海外疫情冲击的影响，外需疲弱，出口大概率将大幅走弱，根据我们的预测，出口同比下行幅度或将达到-20%至-30%左右。出口大幅下滑+进口平稳增长，二季度贸易顺差大概率将收窄甚至转为逆差，这是引起汇率呈贬值压力的因素之一。
- **经常账户（服务）**：二季度海外疫情大概率难以完全解决，出境游延续暂停的状态（带来一个季度 300-500 亿美元服务贸易逆差收窄），或可对冲金融和商品贸易的外资流出，也是二季度跨境资本流动的缓冲池。

中期层面来看，汇率贬值预期有所提升，但即期交易相对平稳。近期黄金隐含的居民部门汇率贬值预期提升。不过近期人民币即期市场成交量未出现陡升，交易层面未出现恐慌性抛售的迹象。

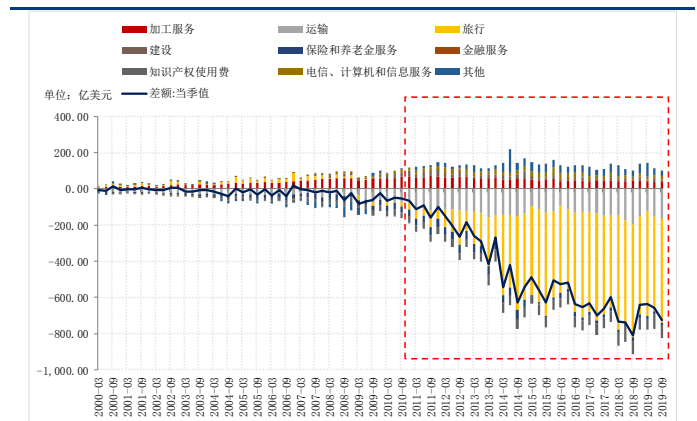
短期层面来看，逆周期因子频频发力，维持汇率“稳”字当头。近期我们所估算的人民币汇率逆周期因子大幅走阔，且频繁出现双向波动，避免汇率向升值或贬值方向超调，这也意味着在全球金融市场波动加大的环境下，决策层对汇率大幅波动的容忍度较低，汇率波动方向或将维持在 6.9-7.1 附近。

图表 18 人民币汇率长期走势取决于中美利差



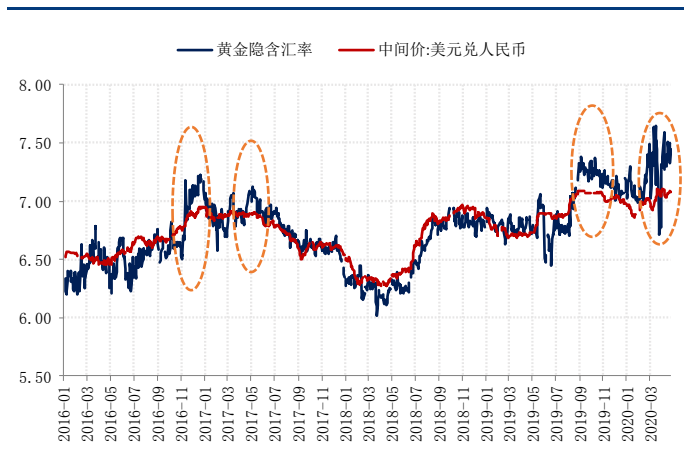
资料来源：wind，华创证券

图表 19 旅行是当前经常账户服务分项中最大逆差项



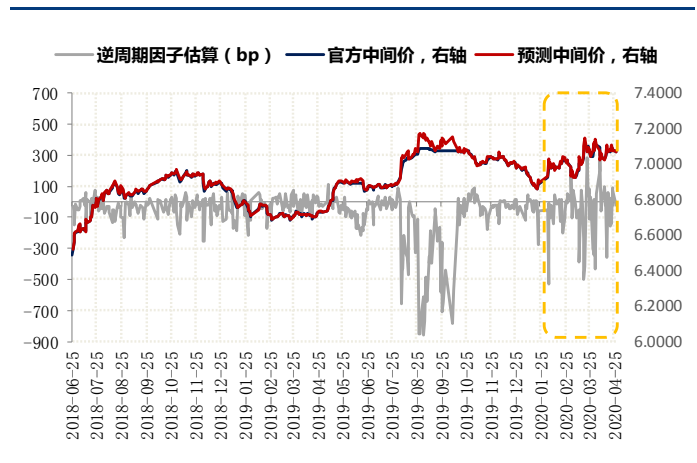
资料来源：wind，华创证券

图表 20 居民部门的汇率贬值预期有所抬升



资料来源：wind，华创证券

图表 21 近期逆周期因子预测值频频走阔

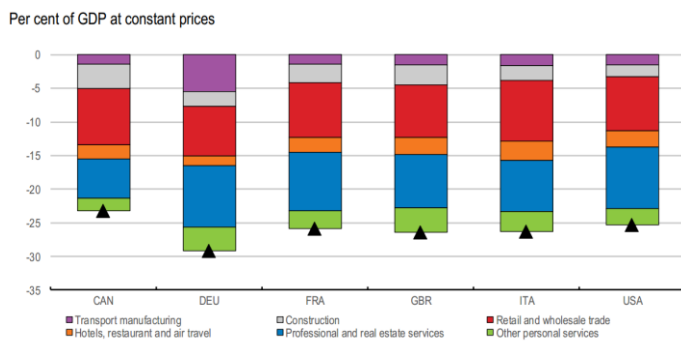


资料来源：wind，华创证券

四、美元指数：短期仍维持偏强走势

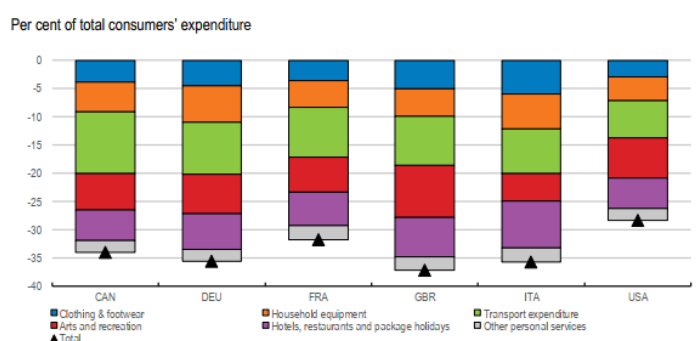
从美欧经济基本面相对表现来看，欧元区受疫情冲击程度更甚于美国，美国经济基本面边际强于欧元区。一方面，从国际组织的研究来看，OECD 在评估疫情限制措施对 G7 国家经济活动各部门的影响中认为，无论是从产出的角度还是消费支出的角度，欧元区国家受疫情冲击的程度均大于美国，IMF 在其 4 月的全球经济展望中，对 2020 年欧元区 GDP 增速的下调幅度也大于美国（详见《【华创宏观】疫情影响下的全球经济如何评估？如何演化？》）。另一方面，从经济刺激的力度来看，美国货币政策空间大于欧元区；财政政策上，美国目前推出的财政政策规模占 GDP 的比重达到 12%，而欧元区由于财政政策一致性较弱，上周欧盟 2 万亿欧元经济复苏协议就未达成共识，因此逆周期政策刺激上欧元区相对美国也较弱。

图表 22 疫情限制措施对 G7 经济体 GDP 的影响



资料来源：OECD，华创证券

图表 23 疫情限制措施对 G7 经济体私人消费的影响



资料来源：OECD，华创证券

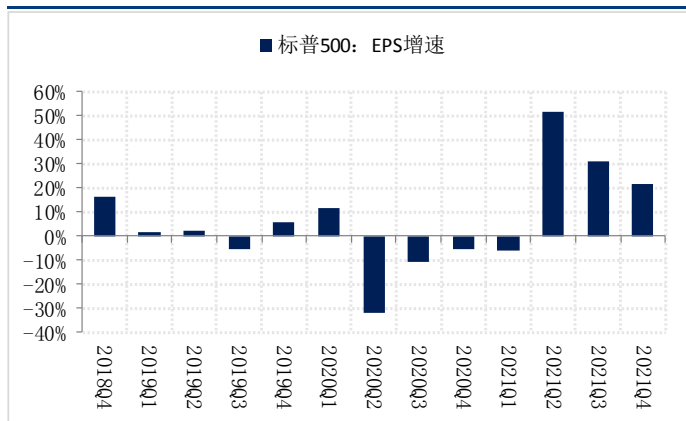
全球美元流动性紧张问题虽有缓解，但在全球避险模式下，各国对美元的需求仍高。前期由于全球美元流动性紧张，引发美元指数大幅上涨突破 100，而随着流动性问题的缓和，美元指数出现下跌。不过从美联储资产负债表中央行美元互换的余额来看，全球对美元的需求依然较高，在全球避险模式下，美元不论是出于避险需求还是流动性，其需求都难以减弱。因此，综合来看美元指数在疫情、经济下滑与金融市场波动未缓和的环境下，仍将维持在 95-100 的偏强区间。

不过从中长期视角来看，考虑到美联储大规模释放流动性，承担全球最后贷款人的职责，同时美国财政部大量增发美国国债，这在一定程度上会冲击到美元体系与美国主权信用，因此在疫情引发的经济、金融市场风险平息后，美元指数大概率将呈现走弱的趋势。

五、美股：回归盈利定价，警惕再度波动

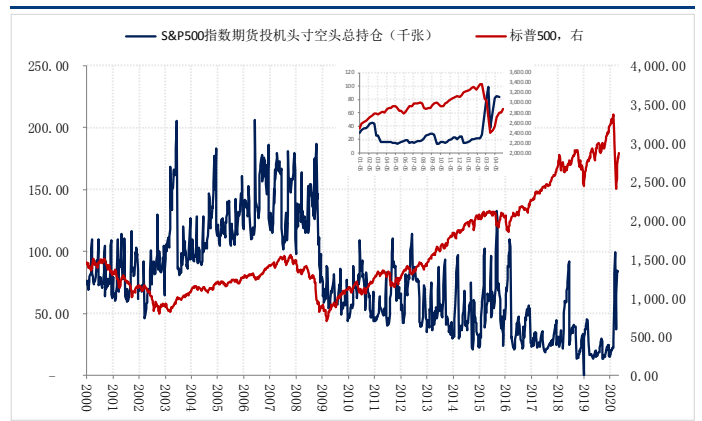
美元流动性缓和后，美股显著回升，随着美联储大规模的流动性投放以及针对商业票据、共同基金等市场的定向流动性支持，美元流动性紧张的问题有所缓和，libor-OIS 利差、美国高收益债信用利差等指标悉数回调，在流动性支持下美股也显著回升。不过与美股盈利相比，目前美股回升幅度已有所超涨，目前市场预期 2020Q2 标普 500 EPS 同比下降约 30%，而近期公布的 3、4 月美国经济指标如零售、工业产出、PMI 等均低于预期，由此来看美股盈利也难有超预期表现，而目前这一盈利预期尚未完全反应在股价走势中，标普 500 相较其 EPS 走势已有所超涨，因此需要警惕后续美股在其盈利下修影响下的再度下跌，且近期标普 500 指数期货投机头寸空头持仓数量也出现回升。

图表 24 市场预期 Q2 标普 500 每股收益将下降 30%



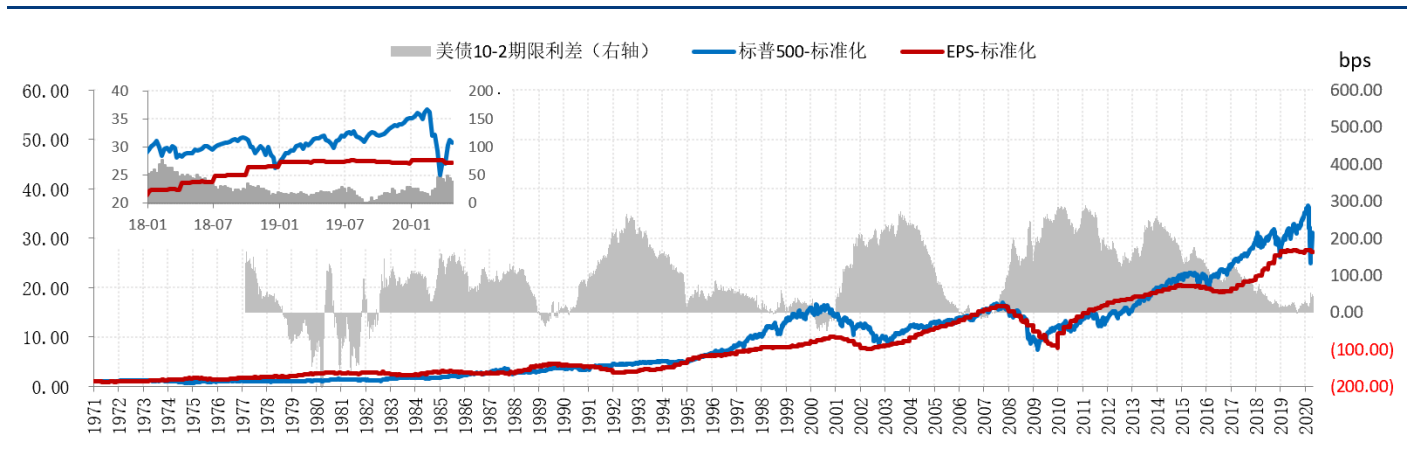
资料来源: Bloomberg, 华创证券

图表 25 近期标普 500 投机头寸空头持仓回升



资料来源: wind, 华创证券

图表 26 美股目前较其 EPS 走势已有所超涨

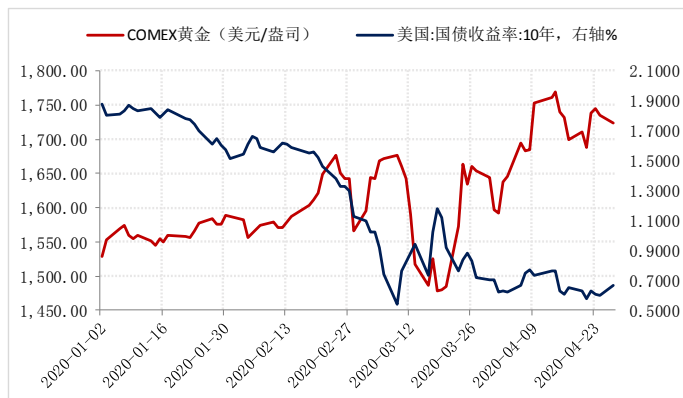


资料来源: Bloomberg, 华创证券

六、黄金：黄金中长期空间打开

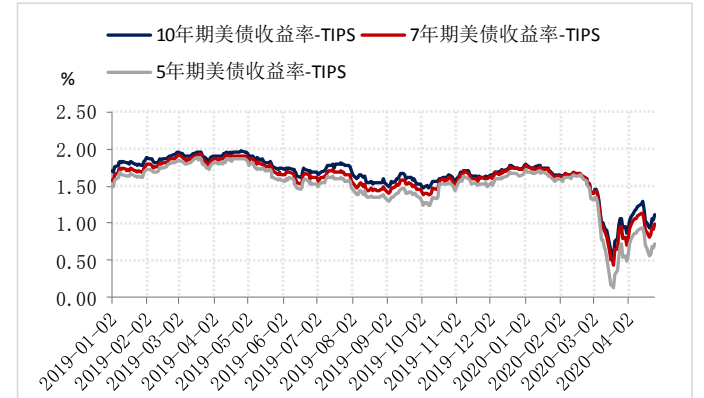
在《黄金只待通胀发令枪——疫世界资产观系列七》中，我们指出当下黄金的关键问题是通胀，而近期来看随着美元流动性紧张的缓和，以 10 年期美债-TIPS 利率衡量的通胀预期已有所回升，也带来黄金价格近期有所回升。**短期来看，通胀预期仍有下行压力，对黄金价格形成一定压制，**根据纽约联储发布的 3 月份通胀预期来看，3 月美国消费者预期未来 3 年通胀会出现下行；且在疫情期间由于需求端尚未恢复，同时原油价格下跌+就业市场薪资有所下降，均会引起通胀的下行压力；**但中长期视角来看，一方面，回顾 2008 年金融危机期间黄金走势，随着美元流动性缓和，通胀预期将出现抬头并带来金价上行；另一方面，全球价值链的撕裂或带来长期通胀压力，扭转过去十年长期的低通胀环境，这或将为金价中长期走势打开空间。**

图表 27 美联储流动性投放下名义利率维持低位



资料来源: wind, 华创证券

图表 28 近期通胀预期有所回升



资料来源: wind, 华创证券

七、风险提示

美国经济下滑幅度超预期，疫情控制不及预期。

宏观组团队介绍

组长、首席分析师：张瑜

中国人民大学经济学硕士。曾任职于民生证券。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围。

研究员：杨轶婷

香港大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

分析师：陆银波

中国人民大学经济学硕士，CPA。曾任职于中信证券。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

研究员：高拓

加拿大麦克马斯特大学金融学硕士。2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

助理研究员：殷雯卿

中国人民大学国际商务硕士，2019 年加入华创证券研究所。2019 年新浪金麒麟宏观经济新锐分析师第一名团队成员，2019 年上证报最佳宏观经济分析师第五名团队成员，2019 年卖方分析师水晶球奖宏观经济入围团队成员。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职 务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	张菲菲	高级销售经理	010-66500817	zhangfeifei@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售经理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售经理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售经理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
	达娜	销售助理	010-63214683	dana@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	高级销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
	包青青	销售助理	0755-82756805	baoqingqing@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjiani@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	蒋瑜	销售经理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	shenying@hcyjs.com
	吴俊	销售经理	021-20572506	wujun1@hcyjs.com
	董昕竹	销售经理	021-20572582	dongxinzhu@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	施嘉玮	销售经理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的,但本公司不保证其准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况,自主作出投资决策并自行承担投资风险,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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A 邮编: 100033 传真: 010-66500801 会议室: 010-66500900	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518034 传真: 0755-82027731 会议室: 0755-82828562	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室 邮编: 200120 传真: 021-50581170 会议室: 021-20572500