

美联储的政策路线图

西部宏观他山之石系列之一

● 核心结论

美国资产管理公司古根海姆(Guggenheim)基金的全球首席投资官Scott Minerd认为,由于天量的国债供给可能会推升长债利率,美联储未来可能会使用以下六种政策工具。

第一个也是最有可能的政策选择是美联储宣布一个足够长时间的前瞻指引。具体指的是美联储表示未来一段时间内不会加息。由于市场已经预期在未来5年内利率将维持在非常接近于零的水平,即使美联储宣布在未来2-3年内将保持零利率,市场也不会有太大的震动。因此需要给出一个长期的前瞻指引。

第二个是正式的量化宽松计划。美联储继续大量购买美国国债的可能性非常高。考虑到目前政府的融资需求,Scott预计下一个量化宽松计划将比前几轮的量化宽松更大。第三个是收益率曲线控制,即央行宣布它将不允许收益率曲线上的一部分利率上升到超过一定水平。例如,美联储将宣布一个利率(例如50个基点)并声明准备购买一定期限的所有高于此利率的国债。第四个是负利率政策。虽然我们认为美联储实际上选择负利率的可能性很小,鲍威尔一直坚持负利率不适用于美国经济,但是如果其他所有政策工具都失效了,就不得不考虑负利率。第五个是购买股票。股价与公司信用利差之间存在很强的相关性。如果股票价格开始下跌,这意味着企业信贷利差将会扩大。美联储的设立规章中不允许购买股票,但是美国财政部可以建立一种特殊目的工具(SPV)来购买美联储资助的股票。这种方法类似于购买企业债和企业债的ETF。第六个是购买黄金。全球央行拥有近3.5万吨的黄金储备,因为黄金这种资产在严重的危机中会越来越有价值。随着美联储全力为政府赤字融资,美元作为全球主要储备货币的地位可能受到影响。美联储购买黄金可能有助于抵消这一趋势。

美东时间6月10日,美联储宣布维持利率在0%-0.25%之间不变,同时预测零利率可能会持续到2022年,这相当于给出了一个前瞻指引,也就是上述提到的第一个政策工具。此外,美联储也暗示了未来可能会采用收益率曲线控制这一政策工具。

我们认为,由于美国经济仍然处于底部,目前仅是复苏的早期阶段,并且存在疫情复发的潜在风险,美联储现在是不会收紧政策的,美联储在2022年之前不会考虑加息这一选项。因此在低利率的宽松环境下,我们看好权益市场的表现。相反,在债券供给大量增加和通胀预期渐起的背景下,并且负利率对银行业和货币市场基金的负面影响较大,美联储目前不会使用负利率,因此长债收益率的下行空间有限。

风险提示:政策风险

分析师

熊雅梅 S0800518080002
luoyamei@research.xbmail.com.cn

联系人

张育浩
13391178978
zhangyuhao@research.xbmail.com.cn
陶冷
15000831636
taoling@research.xbmail.com.cn

相关研究

原作者：Scott Miner, 古根海姆基金（Guggenheim Investments）全球首席投资官兼投资主席

正文

美联储仍然将在未来的数月乃至数年中面临众多挑战。考虑到我们处理疫情危机带来的长期影响，美国未来几年的经济产出将低于潜在经济增长率。另外，今年美国联邦政府的预算赤字将超过 3 万亿美元，甚至更多。如果美联储不采取进一步行动，天量的国债发行可能会开始推高利率，从而威胁到整体的经济增长。美联储不会允许这种情况发生。展望未来，鉴于经济持续低迷，美联储未来可能会使用以下几种政策工具。

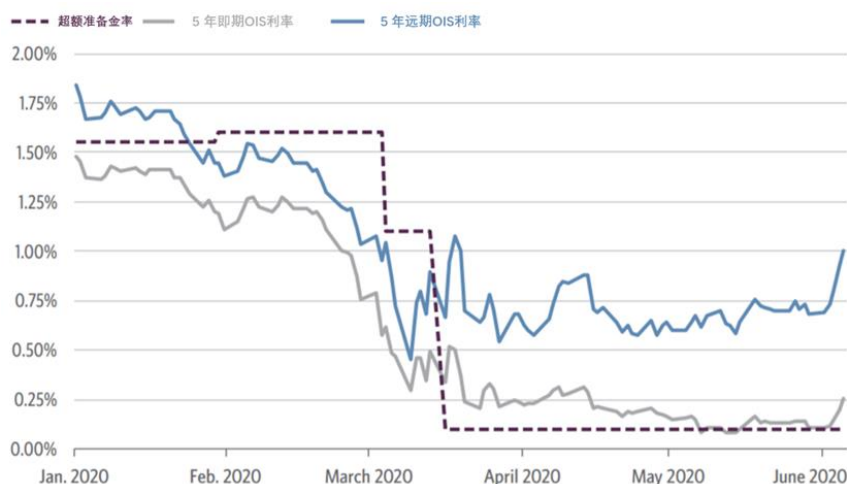
1、长期的前瞻指引（Extended forward guidance）

第一个也是最有可能的政策选择是美联储宣布一个足够长时间的前瞻指引。前瞻指引具体指的是美联储表示未来一段时间内不会加息。鉴于目前的情况，前瞻指引必须是激进的。由于市场已经预期在未来 5 年内利率将维持在非常接近于零的水平，即使美联储宣布在未来 2-3 年内将保持零利率，市场也不会有太大的震动（译者注：因此需要给出一个长期的前瞻指引，比如未来 5 年都会保持 0 利率）。目前美国两年期国债收益率为 21 个基点（5 月 8 日最低为 11 点），并且五年期国债收益率为 46 个基点。将隔夜利率固定为零对降低收益率曲线的短端利率的作用也十分有限。

为了确保长期利率保持在一定范围内从而为美国经济提供更大支持，同时也为美国国债提供资金，美联储必须长期维持零利率。长期的前瞻指引将使收益率曲线的很大一部分保持相对稳定。因此，即使未来经济复苏与通胀回升，长期利率的上升幅度也将受到限制。

在确保能够给实体经济带来足够好处的前提下，美联储可以设立它认为零利率可行的最短时间。我们预测维持零利率的最短时间是五年，甚至可能更久。美联储也极有可能以通货膨胀率目标为第二条件。在这种情况下，美联储将保持零利率至少五年，以确保五年内的平均通胀率需要超过 2%。只有在达到通胀目标条件后，美联储才会开始加息。这样的方法能够在经济恶化或者复苏缓慢时自动地延长市场对零利率下限的预期期限。

图 1：利率互换市场开始定价更高的五年期 OIS 利率



资料来源：Guggenheim, Bloomberg, 西部证券研发中心

2、正式的量化宽松计划（Formal QE Program）

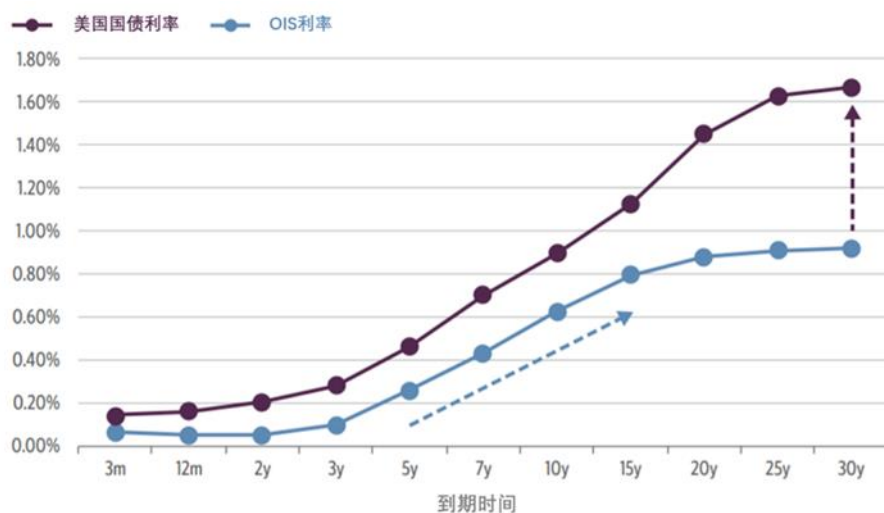
美联储继续大量购买美国国债的可能性非常高。就目前利率水平来看，要吸引足够的资金来弥补数万亿美元赤字的能力是困难的。

在金融危机期间使用量化宽松，无非是用于为美国财政部提供资金，来防止利率飙升及挤占私营部门的资金。美联储希望确保以有吸引力的利率水平获得信贷，这就意味着正式的量化宽松计划或大规模的资产购买计划必须出台。

目前，美联储的资产购买速度是每周根据纽约联储的公开市场交易部门（OMD）监控的市场指标来确定的。在正式的量化宽松计划中，联邦公开市场委员会（FOMC）可以给出其资产购买的组成，规模，频率和持续时间。考虑到目前政府的融资需求，我预计下一个量化宽松计划将比前几轮的量化宽松更大。我们预测，美联储目前的购买速度（每天 60 亿美元，每月约 1250 亿美元）不足以吸收今年剩余时间每月净发行的 1700 亿美国长债，更不用说数量更多美国短债。鉴于必要的资产购买的持续时间有很大的不确定性，下一个量化宽松计划的持续时间也将与特定阶段性成果的达成相联系。

仅仅为美国财政部提供资金，美联储每年至少需要购买 2 万亿美元的资产。为了大规模购买资产，美联储首先会采取措施遏制长期利率的上涨。这里需要权衡的是，通过前瞻性指引维持一段时间的零利率可能会提高通胀预期，从而导致长期利率上升。然而，考虑到抵押贷款市场的利率敏感性以及房地产行业对整体经济的重要性，美联储不希望看到长期利率飙升。量化宽松计划的宣布将使市场知道美联储准备吸收联邦政府的部分赤字，同时增加货币供应量以支持名义经济增长。

图 2：收益率曲线显示了美联储需要延长前瞻指引到五年以后，同时美国国债需要量化宽松的支持



资料来源：Guggenheim, Bloomberg, 西部证券研发中心

3、收益率曲线控制（Yield Curve Control）

我提到的前两项（长期的前瞻指引和正式的量化宽松计划）很可能在未来数月，甚至在本周三发生（译者注：也就是美联储在 6 月 10 日的利率决议）。如果上述这些计划仍然不能充分托底市场和经济，美联储将采取更多的措施来支持经济。下一个选择将是收益率曲线控制，即央

行宣布它将不允许收益率曲线上的一部分利率上升到超过一定水平。例如，美联储将宣布一个利率（例如 50 个基点）并声明准备购买一定期限的所有高于此利率的国债。

这种政策工具是有先例的。日本政府目前也在做收益率曲线控制，美国在 1940 年代为了战争筹款也做过收益率曲线控制。在美国和日本的收益率曲线控制经验表明，一旦美联储宣布以某个利率水平控制利率，相当于宣布给市场一个利率看跌期权，但实际操作中不需要真正购买太多的资产。日本央行在过去一年的收益曲线控制过程就是这种情况，美联储在 1940 年代和 1950 年代初期也是这种情况。它可能不会像完全量化宽松那样提供更多的增量刺激，但是它将有效地限制长期利率的上升，并有助于确保前瞻性指导向市场有效传递。利率的稳定也将有助于降低抵押贷款利率和公司债券收益率。

值得注意的是，建立收益率曲线控制政策与为量化宽松购买设定量化目标在根本上是不一致的。一旦美联储转向收益率曲线控制，量化购买目标就变得毫无意义。日本央行的经验就是这样，日本央行在实施了收益率曲线控制之后，仍然设定了每年 80 万亿日元的购买目标。但实际上，它的购买量要少得多，在过去一年中仅购买了 18 万亿日元。

收益率曲线控制是一个有趣的工具，可以限制货币供应增长，同时在通货膨胀突然飙升的情况下保持低利率。

4、实行负利率（Negative Interest Rate）

第四个选择是负利率政策，虽然我们认为美联储实际上选择负利率的可能性很小。美联储主席鲍威尔竭尽全力否认有关负利率正在考虑中的任何观点，但没有保证不使用负利率。他认为负利率的效果存疑，认为它们不适用于美国经济。负利率政策可能对银行业和货币市场基金造成严重破坏，但是如果所有其他政策工具都失效了，就不得不考虑负利率。

美联储和市场上几乎所有人都认为，负利率将会是由美联储决定的。但现实情况是市场本身可以达到负利率，而不是由美联储来宣布允许债券可以以负利率交易。在欧洲，欧洲央行的政策利率为 -50 个基点，德国国债的收益率低于 -80 个基点，这意味着欧洲的国债收益率曲线已经倒挂了。即使美联储将联邦基金利率维持在 5 个基点，美国国债收益率曲线也可能倒挂并以负利率交易。

负市场利率可能在美国发生，并且很有可能在未来某个时间点发生。唯一的问题是美联储是否会支持负利率政策。美联储不愿这样做，但如果其他政策工具证明无效，并且市场迫使他们行动，美联储也不得不这么做。

5、购买股票（Equity Purchases）

美联储的路线图还包括一些不常见的政策工具。股票市场的购买行为可能不一定会跟随负利率，但如果负利率实在令人难以接受，它就可能会取代负利率。这两项政策中的任何一项都具有高度的政治色彩。

股价与公司信用利差之间存在很强的相关性。如果股票价格开始下跌，这意味着企业信贷利差将会扩大。如果这种情况开始以一种无序的方式发生，美联储将更加积极地参与购买公司债券。最终债券购买计划的规模可能不足以缓解股票下跌 30% 带来的巨大信用利差。

如果美联储需要应对严峻的信贷危机，那么它必须找到一种方法来增持股票，从而在债券以外的市场中获取资本。美联储的设立规章中不允许购买股票，但是美国财政部可以建立一种特殊

目的工具（SPV）来购买美联储资助的股票。这种方法类似于购买企业债和企业债的ETF。如果信贷息差再次显著扩大，比如说因为封锁解禁可能引起疫情的二次爆发，那么美联储不会排除推出提振股价的计划，并为此向财政部融资。

图 3：股票和信用利差高度相关

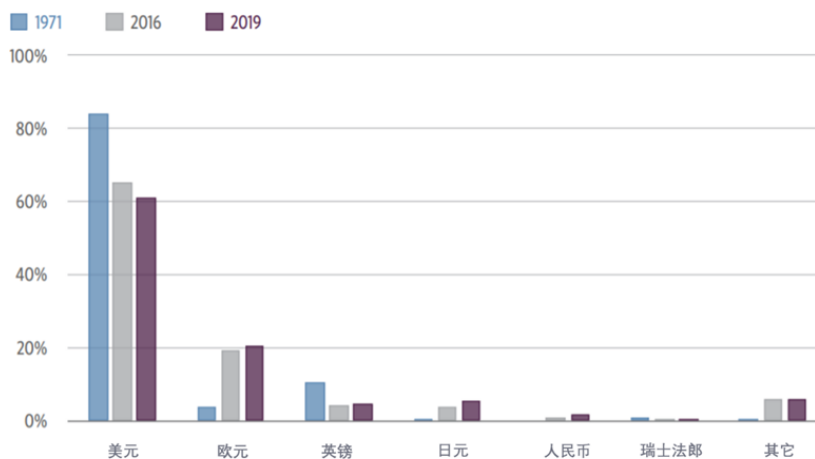


资料来源：Guggenheim 基金，Bloomberg，西部证券研发中心

6、购买黄金（Break The Glass）

只要我们研究美联储的可能路线图，我们就无法回避这个工具。世界各地的中央银行，包括美联储在内，拥有近 3.5 万吨的黄金储备。一个中央银行拥有黄金以支撑其储备，因为黄金这种资产在严重的危机中会越来越有价值。没有迹象表明世界在质疑美元的价值，但很明显，美元已经逐渐失去了作为世界储备货币的市场份额。随着美联储全力为政府赤字融资，美元作为全球主要储备货币的地位可能面临负面猜测。投资黄金可能有助于抵消这一趋势。从历史上看，积累黄金作为储备资产被视为在危机时期的一种负责任的政策应对措施。这很可能成为未来的政策选择。

图 4：全球外汇储备市场份额的变化



资料来源：Guggenheim 基金，Haver Analytics，西部证券研发中心

十年前，我谈到了量化宽松和前瞻性指引等非常规的货币政策。如今，这些已经成为美联储可以接受的、永久性的政策工具。这在之前是难以想象的。在未来的十年里，我预计我们可能会对那些被认为是稳健的央行政策感到震惊。

联系我们

联系地址：上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队：

徐 青	全国	全国销售总监	17701780111	xuqing@research.xbmail.com.cn
李 佳	上海	资深机构销售	18616873177	lijia@research.xbmail.com.cn
王倚天	上海	资深机构销售	15601793971	wangyitian@research.xbmail.com.cn
雷 蕾	上海	资深机构销售	13651793671	leilei@research.xbmail.com.cn
李 思	上海	高级机构销售	13122656973	lisi@research.xbmail.com.cn
龚泓月	上海	高级机构销售	15180166063	gonghongyue@research.xbmail.com.cn
丁可莎	上海	高级机构销售	18121342865	dingkesha@research.xbmail.com.cn
陈 妙	上海	高级机构销售	18258750681	chenmiao@research.xbmail.com.cn
钱 丹	上海	机构销售	16602165959	qiandan@research.xbmail.com.cn
倪 欢	上海	机构销售	15201924180	nihuan@research.xbmail.com.cn
陈艺雨	上海	机构销售	13120961367	chenyiyu@research.xbmail.com.cn
滕晗屹	上海	机构销售	18842625047	tenghanyi@research.xbmail.com.cn
范一洲	上海	机构销售	16621081020	fanyizhou@research.xbmail.com.cn
阎 越	上海	机构销售	19121348206	yanyue@research.xbmail.com.cn
尉丽丽	上海	机构销售	18717752139	weilili@research.xbmail.com.cn
于静颖	上海	机构销售	18917509525	yujingying@research.xbmail.com.cn
程 琰	深圳	区域销售总监	15502133621	chengyan@research.xbmail.com.cn
张 帆	深圳	机构销售	17621641300	zhangfan@research.xbmail.com.cn
邓 洁	深圳	机构销售	18899778604	dengjie@research.xbmail.com.cn
李 文	广州	机构销售	18928938378	liwen@research.xbmail.com.cn
李梦含	北京	区域销售总监	15120007024	limenghan@research.xbmail.com.cn
高 飞	北京	高级机构销售	15120002898	gaofei@research.xbmail.com.cn
袁盼锋	北京	高级机构销售	18611362059	yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn
王晓驰	北京	高级机构销售	18519059616	wangxiaochi@research.xbmail.com.cn
魏 彤	北京	机构销售	13120078585	weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测在出具日外无需通知即可随时更改。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。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。

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：91610000719782242D。