

研究所

证券分析师：
021-61981316樊磊 S0350517120001
fanl@ghzq.com.cn

联储“口是心非”吗？

——美联储议息会议告诉了我们什么

相关报告

《供需，美元与真实利率：大宗商品上涨之惑与中国通胀》——2021-02-04

《2021年出口形势展望：2021年中国出口或受三轮冲击》——2020-12-29

《2021年宏观经济展望：周期的拐点》——2020-11-25

《宏观专题报告：拜登经济学与中国》——2020-10-17

《供给冲击还是需求冲击主导？：欧洲二次疫情爆发对中国影响几何？》——2020-10-14

事件：

北京时间3月18日凌晨，美联储的联邦公开市场委员会（FOMC）公布了3月议息会议决议，决议宣布维持当前0%-0.25%的利率水平与购债规模不变，点阵图似乎也暗示联储要到2023年底以后才会加息。会议没有传递提前紧缩的信号舒缓了市场的担忧，但是鲍威尔对于点阵图的暧昧解读和联储拒绝立即进行收益率曲线干预的立场似乎暗示联储加息的时点可能不会向官方立场那么晚。

投资要点：

■ 美联储大幅上调2021经济增速预期，全面下修失业率

在财政政策超预期以及疫苗进展顺利的背景下，美联储较大幅度地上调了对2021年经济增速的预测，GDP增速由去年12月预期的4.2%上调至6.5%。这种情况下，今年年内美国产出缺口就可能转正。在2021年可能出现高速增长之后，美联储略微下调了后两年的经济预期——也属于情理之中。整体而言，联储在2021-2023三年累计上调了2.2%的GDP增幅。

由于产出缺口较快闭合，联储全面下修了2021、2022、2023和长期的失业率预期，由5.0%、4.2%、3.7%、4.1%分别降至4.5%、3.9%、3.5%、4.0%，由此推断，2021年底到2022年初美国就能回到接近充分就业的水平（按照国会预算办公室的估算当前自然失业率在4.4%左右）。

■ 联储温和上调通胀预测，但是存在一定超预期风险

有别于市场对通胀的较高担忧，美联储仅温和调高了对未来通胀的预期，预计2021年底PCE通胀同比增速中值为2.4%，核心PCE通胀增速中值为2.2%，而去年12月对这两者的预期均为1.8%。

新闻发布会中，鲍威尔重申通胀风险无需过度担忧。鲍威尔表示，目前通胀率仍低于2%的通胀目标。受基数效应与疫情导致的短期供应不足的影响，3、4月份通胀可能进一步上升。但鲍威尔表示，伴随着供应的恢复和基数效应的消退，物价涨幅随后会有所回落。物价的一次性上涨可能只会对通胀产生短期的影响，通胀率短暂高于

2%的情况并不足以成为提高利率的理由。相反，联储在声明中表示，希望看到通胀率在一段时间内适度高于2%。这是因为联储追求的是在更长的时间跨度内实现最大就业和平均2%的通货膨胀率——由于此前通胀率长期持续低于2%，因此联储希望在未来的一段时间内看到通胀率适度高于2%，以便使长期通货膨胀率的平均值达到2%，并保持在这一水平。

我们的基准预测接近于联储的观点，在财政疫苗的因素超预期之后，虽然今年年底美国产出缺口就可能转正，但是程度相对温和，而明年伴随着经济恢复速度的放缓，产出缺口的扩大有限，叠加更加扁平的菲利普斯曲线，核心PCE上升压力比较温和。

当然，一些通胀超预期的风险需要关注。首先是永久退出劳动力市场的人口比例可能超出预期影响总供给。国会预算办公室在对潜在经济增速进行预测时，假设永久离开劳动力市场的人口较疫情前增加近300万人，意味着疫情期间离开劳动力市场的部分人群将在疫情后回归。但若回归人数不及预期，将导致潜在经济增速低于预测值，继而推高通胀。其次，考虑到美国居民部门在疫情期间积累的较大规模的额外储蓄，需求回暖可能超出预期。最后，由于CPI、PCE受原油价格影响较大，即使核心CPI或PCE上行压力有限，原油价格的明显上涨可能会导致CPI、PCE上行超预期，叠加美国货币政策框架的改变或对通胀预期产生冲击并提高长期通胀水平。当然，受到预防性储蓄重新下行需要时间、贫富差距有所拉大等因素的影响，上述因素对通胀构成较大冲击的可能性仍然比较有限。

■ 暧昧的市场预期与暧昧的政策信号

由于经济复苏和通胀上升的步伐快于预期，市场曾担忧美联储可能会传递提前进行紧缩的信号。但此次议息会议，联储并未传递货币政策调整的信号。

加息预期维持不变。美联储议息会议决议表示，将维持利率0-0.25%不变，超额准备金利率将继续保持在0.1%，贴现利率保持在0.25%不变。美联储对联邦基金利率预测与上期预测一致，将维持利率不变至少到2023年底。联储公布的点阵图也显示，虽然加息预期有所上移，认为2022年将加息的委员新增3人，2023年加息的新增2人，但大部分委员仍认为美联储到2023年底前将不会加息。随后的新闻发布会中，鲍威尔表示点阵图仅代表委员们的个人预测，目前的经济结构存在较大不确定性，可能导致点阵图的继续变化。因此目前不会对点阵图做太多解读。

购债规模将保持稳定，但未来补充杠杆率消息值得关注。鲍威尔表示，现在还不是讨论缩减购债规模的时候；鲍威尔还表示，将在未来几天公布补充杠杆率（SLR）的相关消息。补充杠杆率（SLR）是美联储用于限制商业银行在一级资本基础上可以持有的总风险敞口的资本充足率指标。去年5月，美联储零时性允许银行在计算补

充杠杆率时可以不包括持有的国债与准备金，该项调整将于 3 月底自动结束，若改政策不再延续，部分银行可能需要抛售国债以满足监管要求——广义而言，这可能降低商业银行信贷创造的能力。

此外，美联储将单一对手方的隔夜逆回购额度由每天 300 亿美元上调至 800 亿美元，并维持利率为 0% 不变，以缓解美元货币市场的流动性泛滥。

然而，值得玩味的是美联储也同时未对扭曲操作的必要性未作直接表态，仅表示目前的政策立场是适当的；被问及十年期国债利率时，鲍威尔同样只是强调了目前维持宽松的货币环境的重要性，也并没有传递可能立即控制长端利率的声音。

从美国目前债券及衍生品市场价格传递的信息显示，市场可能已经预期美联储会比其官方立场（如 2023 年以后才可能加息）更早的收紧货币政策。本次议息会议联储没有传递提前结束宽松的信号，但是对于市场做出的预期似乎也听之任之。由于利率是影响资源配置最重要的价格信号，如果联储确信市场的预期错误，可能导致真实的资源错配，就应该发出明确的前瞻指引的信号甚至直接通过收益率曲线控制等措施纠正利率的过快上升。但是鲍威尔含混的表态和行动的缺乏似乎暗示联储其实也在为更早收紧货币政策做好准备。

我们预计由于美国经济比此前预计更快的实现正常化，最迟今年年底或者明年年初联储就会缩减购债规模，而 2022 年年底或 2023 年初可能会着手加息。

■ 长债利率或持续上行

我们认为，伴随着美国经济的持续复苏，未来长端债利率将继续上涨，在美国经济可能超预期增长的情况下，也需要修正我们关于美元指数今年持续震荡下行的判断。持续扩张的美国经济也将对全球的总需求构成拉动，对中国出口构成支撑。

当然，潜在的风险是如果实际通胀仍然超过已经对财政刺激和疫苗进展等信息进行定价的当前的市场预期，可能需要联储以更快的速度和更大的力度收紧政策，对美国和全球市场的冲击可能上升。当然，目前看这种风险值得关注，但是可能仍属小概率事件。

风险提示：经济不达预期，政策低于预期，中美关系、疫情恶化

内容目录

事件：美联储 3 月议息会议	6
1、 美联储大幅上调 2021 经济增速预期，失业率全面下修	6
2、 联储温和上调通胀预测，但是存在一定超预期风险	7
3、 暧昧的市场预期与暧昧的政策信号	9
3.1、 加息预期维持不变	9
3.2、 购债规模将保持稳定，但未来补充杠杆率消息值得关注	9
4、 长债利率或持续上行	10
5、 风险提示	10

图表目录

图表 1: 美联储预测 GDP 与潜在产出水平	6
图表 2: 美联储 2021 年 3 月议息会议最新预测表	7
图表 3: 2021 年 3 月议息会议点阵图	9
图表 4: 2020 年 12 月议息会议点阵图	9

事件：美联储3月议息会议

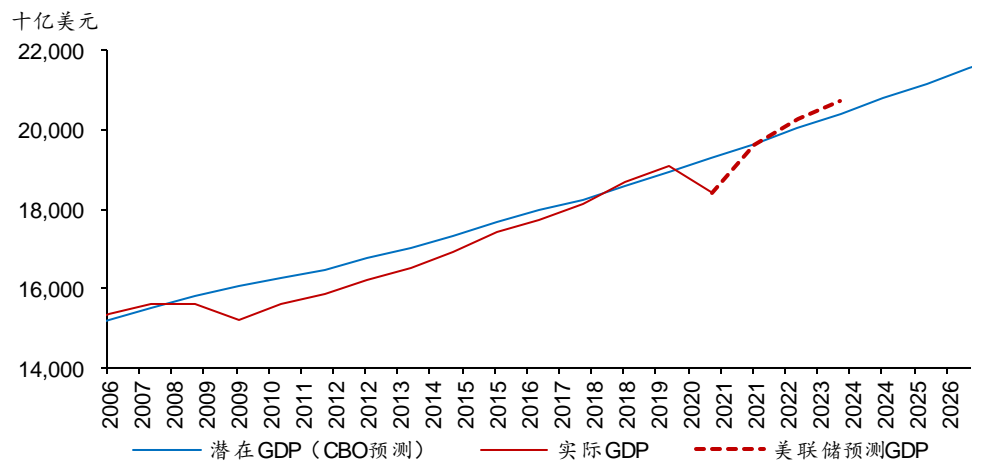
北京时间3月18日凌晨，美联储的联邦公开市场委员会（FOMC）公布了3月议息会议决议，决议宣布维持当前0%-0.25%的利率水平与购债规模不变，点阵图似乎也暗示联储要到2023年底以后才会加息。会议没有传递提前紧缩的信号，舒缓了市场的担忧，但是鲍威尔对于点阵图的暧昧解读和联储拒绝立即进行收益率曲线干预的立场似乎暗示联储加息的时点可能不会向官方立场那么晚。

1、美联储大幅上调2021经济增速预期，失业率全面下修

在财政政策超预期以及疫苗进展顺利的背景下，美联储较大幅度地上调了对2021年经济增速的预测，GDP增速由去年12月预期的4.2%上调至6.5%，今年年内美国产出缺口就可能转正。但对之后两年的经济预期偏向保守。2021-2023三年累计上调了2.2%的GDP增幅。

失业率方面，联储全面下修了2021、2022、2023和长期的失业率预期，由5.0%、4.2%、3.7%、4.1%分别降至4.5%、3.9%、3.5%、4.0%，由此推断，2022年前美国就能回到充分就业的水平。

图表 1：美联储预测 GDP 与潜在产出水平



资料来源：CBO, Fed, Wind, 国海证券研究所

图表 2: 美联储 2021 年 3 月议息会议最新预测表

	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增长 (同比, %)				
最新预测	6.5%	3.3%	2.2%	1.8%
上期预测	4.2%	3.2%	2.4%	1.8%
失业率 (%)				
最新预测	4.5%	3.9%	3.5%	4.0%
上期预测	5.0%	4.2%	3.7%	4.1%
PCE 通胀 (同比, %)				
最新预测	2.4%	2.0%	2.1%	2.0%
上期预测	1.8%	1.9%	2.0%	2.0%
核心 PCE 通胀 (同比, %)				
最新预测	2.2%	2.0%	2.1%	
上期预测	1.8%	1.9%	2.0%	
基准利率 (%)				
最新预测	0.1%	0.1%	0.1%	2.5%
上期预测	0.1%	0.1%	0.1%	2.5%

资料来源: Fed, 国海证券研究所; 上一期预测是在 2020 年 12 月。

2、联储温和上调通胀预测, 但是存在一定超预期风险

有别于市场对通胀的较高担忧, 美联储仅温和调高了对未来通胀的预期, 预计 2021 年底 PCE 通胀同比增速中值为 2.4%, 核心 PCE 通胀增速中值为 2.2%, 而去年 12 月对这两者的预期均为 1.8%。

新闻发布会中, 鲍威尔重申通胀风险无需过度担忧。鲍威尔表示, 目前通胀率仍低于 2% 的通胀目标。受基数效应与疫情导致的短期供应不足的影响, 3、4 月份通胀可能进一步上升。但鲍威尔表示, 伴随着供应的恢复和基数效应的消退, 物价涨幅随后会有所回落。物价的一次性上涨可能只会对通胀产生短期的影响, 通胀率短暂高于 2% 的情况并不足以成为提高利率的理由。相反, 联储在声明中表示, 希望看到通胀率在一段时间内适度高于 2%。这是因为联储追求的是在更长的时间跨度内实现最大就业和平均 2% 的通货膨胀率——由于此前通胀率长期持续低于 2%, 因此联储希望在未来的一段时间内看到通胀率适度高于 2%, 以使长期通货膨胀率的平均值达到 2%, 并保持在这一水平。

我们的基准预测接近于联储的观点, 在财政疫苗的因素超预期之后, 虽然今年年底美国产出缺口就可能转正, 但是程度相对温和, 而明年伴随着经济恢复速度的

放缓，产出缺口的扩大有限，叠加更加扁平的菲利普斯曲线，核心 PCE 上升压力比较温和。

当然，一些通胀超预期的风险需要关注。首先是永久退出劳动力市场的人口比例可能超出预期影响总供给。国会预算办公室在对潜在经济增速进行预测时，假设永久离开劳动力市场的人口较疫情前增加近 300 万人，意味着疫情期间离开劳动力市场的部分人群将在疫情后回归。但若回归人数不及预期，将导致潜在经济增速低于预测值，继而推高通胀。其次，考虑到美国居民部门在疫情期间积累的较大规模的额外储蓄，需求回暖可能超出预期。最后，由于 CPI、PCE 受原油价格影响较大，即使核心 CPI 或 PCE 上行压力有限，原油价格的明显上涨可能会导致 CPI、PCE 上行超预期，叠加美国货币政策框架的改变或对通胀预期产生冲击并提高长期通胀水平。当然，受到预防性储蓄重新下行需要时间、贫富差距有所拉大等因素的影响，上述因素发生的概率可能仍然比较有限。

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_18870

