

2021年04月18日

固定收益研究

研究所

证券分析师：
021-68930187
联系人：
021-60338170

靳毅 S0350517100001
jiny01@ghzq.com.cn
姜雅芯 S0350119080005
jiangyx@ghzq.com.cn

通胀超预期，美联储将如何应对？

——海外宏观周报（20210413-20210419）

相关报告

《债市日报 20210416：资金面边际趋紧，关注下周税期影响》——2021-04-17

《债市日报 20210415：MLF 续作基本符合预期，资金面继续持稳》——2021-04-16

《债市日报 20210414：信用债整体稳定，利率债收益率小幅波动》——2021-04-15

《债市日报 20210413：利率债收益率明显下行，中短券表现更好》——2021-04-14

《债市日报 20210412：银行间资金面稳定，回购利率小幅波动》——2021-04-13

投资要点：

■ 通胀超预期，美联储将如何应对？

当地时间 4 月 13 日，美国公布了 3 月份 CPI 数据，预期同比增长 1.70%，实际同比增长 2.60%，创下 2018 年 8 月以来最大同比涨幅。

接下来随着经济的继续复苏，美联储有逐渐收紧货币政策的必要，但是，结合美联储的货币执行框架来看，我们认为，不论是通胀还是就业均距美联储制定目标有一定距离。因此，下一阶段，联储很可能会从缩减购债开始收紧货币政策。

联储副主席布拉德表示，当美国疫苗接种率达到 75% 时，将可能会是联储谈论缩减购债的时候。按照目前的接种速率，我们认为，今年 3 季度中旬，美国将完成满足 75% 人群的疫苗接种要求，如此一来，6 月 16 日召开的联储议息会议将显得尤为重要，或将成为决定缩减购债规模的窗口期。

■ 上周新公布重要数据

欧盟 4 月份经济景气指数录得 66.3，较上月下降 7.7；3 月份 CPI 增速录得 1.7%，较上月上升 0.4 个百分点。

美国 3 月 CPI 同比增长 2.6%，较上月上升 0.9 个百分点；核心 CPI 同比增长 1.6%，较上月上升 0.3 个百分点；3 月零售总额同比增长 27.72%，较上月上升 21.06 个百分点；4 月 10 日，美国当周初次申请失业金人数录得 57.6 万人，较上月减少 19.3 万人；3 月美国新屋开工 14.44 万套，较上月增加 4.13 万套。

■ 美联储基准利率预期 截至 4 月 17 日，联邦基金基准利率期货隐含加息预期有所上升，今年 4 月份、6 月份、9 月份、11 月份、12 月份加息至 25-50BP 的概率分别为 6.70%、10.10%、10.10%、10.10%、13.70%。

■ 疫情方面 德国单日确诊有所上升。疫苗接种方面，以色列和阿联酋接种完成率最高，分别达 56.9% 和 44.1%。美国和英国接种完成率

紧随其后，分别达 31.6%和 31.1%。

- **风险提示** 经济刺激不及预期、新冠疫情变化。

1、通胀超预期，美联储将如何应对？

1.1、美国通胀近况如何？

当地时间4月13日，美国公布了3月份CPI数据，预期同比增长1.70%，实际同比增长2.60%，创下2018年8月以来最大同比涨幅。**通胀再次登上2%，是否意味着美联储将会逐渐收紧货币政策？**为了回答这个问题，我们首先要搞清楚美联储到底关心什么数据？

图1：3月份CPI同比增速高于2018年8月以来数据水平



资料来源：Wind、国海证券研究所

1.2、美联储短期会紧缩吗？

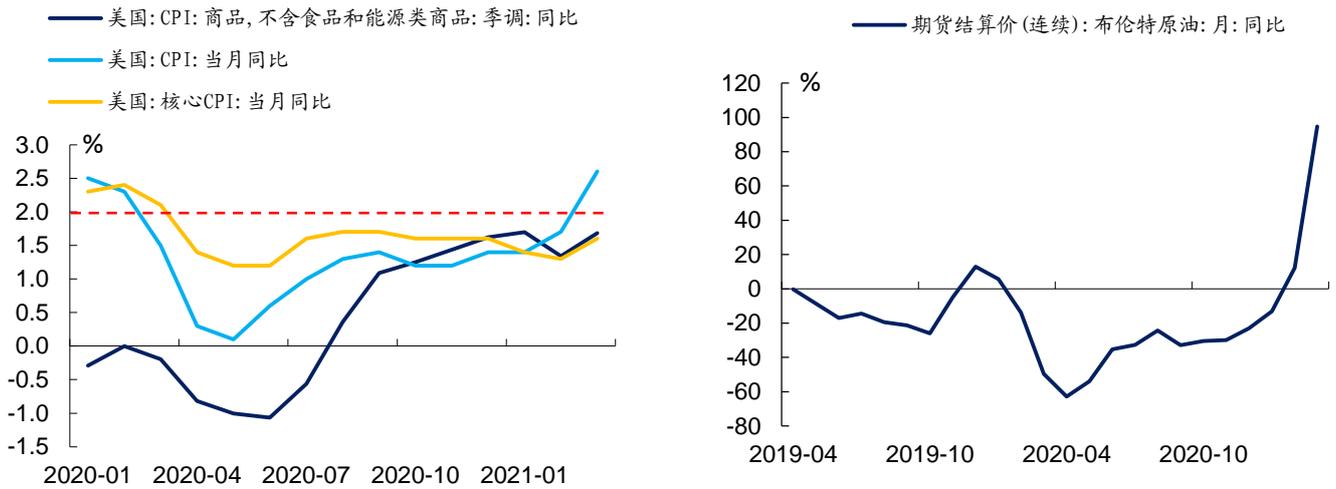
长久以来，联储的货币政策实行双目标制度。去年8月份，美联储通过新的货币政策执行框架，除了将通胀目标设为长期平均维持在2%以外，还将失业率达充分就业设定为第二目标。**结合美联储的货币执行框架来看，我们认为，不论是通胀还是就业均距美联储制定目标有一定距离：**

(1)、联储更关心核心通胀数据。我们曾《中美通胀分析合集》中指出，一直以来，联储以核心PCE数据作为衡量通胀的标准，并且从2015年加息的情况来看，核心CPI可能也已经重新回到了美联储的视野中。

反观3月份CPI数据，主要受去年以原油为代表的能源价格基数较低影响。而就3月份的核心CPI数据来看，虽有所上升，但仍处于2%水平以下。

图2：除去能源项和食品项，CPI上行幅度有限

图3：能源价格去年同期基数较低

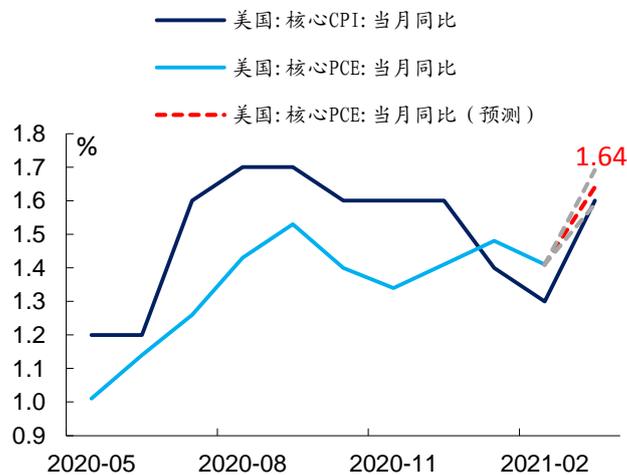


资料来源: Wind、国海证券研究所

资料来源: Wind、国海证券研究所

核心 PCE 方面, 尽管 3 月份数据仍未公布, 但是根据 Forecasts 的预测, 3 月份的核心 PCE 将大概率落在 $1.64\% \pm 0.051\%$ 的区间范围内, 远不及美联储制定的长期平均通胀目标。因此, 核心通胀抬升仍处初期, 美联储大概率不会加息应对。

图 4: 3 月份核心 PCE 预测



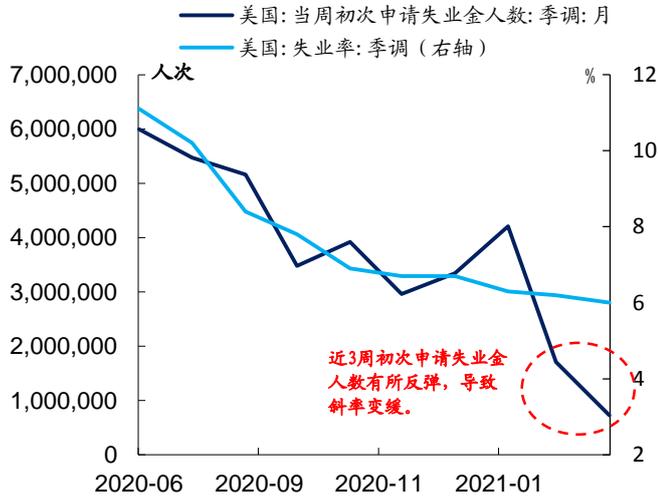
资料来源: Wind、Forecasts.org、国海证券研究所

(2)、就业数据远未达充分就业目标。在去年 8 月份以来, 美联储多次提及将保持宽松货币政策, 直至就业数据达到充分就业。实际上, 美联储对充分就业的定义比较模糊, 其定义为: 不对价格产生持续影响的最高就业率。因此, 充分就业实际上是一个动态目标, 而美联储副主席理查德·克拉里达曾提出, 可以用预期长期失业率来近似这一数字。

根据 3 月份议息会议上提供的数据显示, 目前对长期失业率的预期为 4%, 而目

前失业率为 6%，远不及 4%水平，并且，从高频数据来看，此前的三周初次申请领取失业金人数连续上升，近期的就业数据呈现一定的反复。因此，从就业角度来看，美联储也大概率不会在短期内进行加息。

图 5：美国就业离充分就业尚有一定距离



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 6：美联储官员预估的长期失业率



资料来源：Fed、国海证券研究所

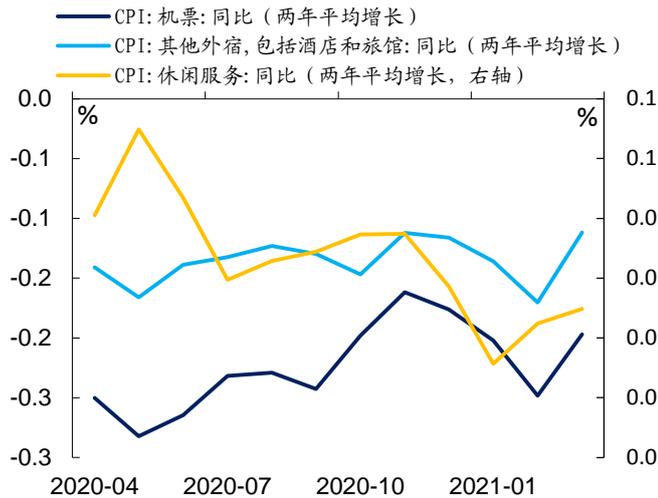
注：箱体图部分，红线为联储官员预计失业率的中位数；箱体部分对应 25%-75%预测值范围；上影线和下影线分别对应 90%和 10%分位数。

1.3、美联储下一阶段如何应对？

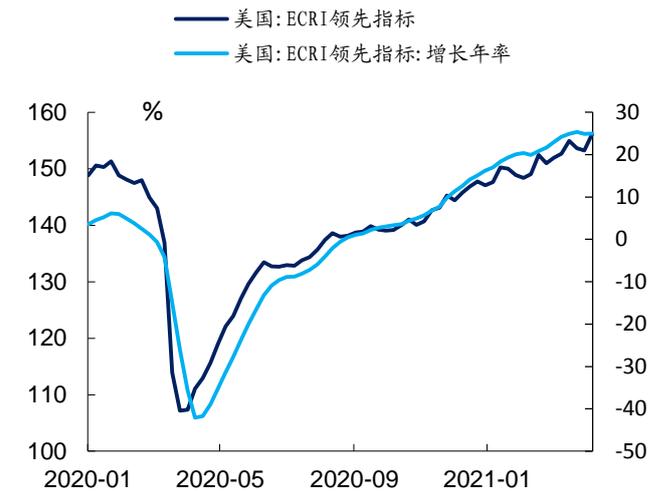
随着疫情的逐渐可控以及大规模刺激的发放，美国经济正在逐渐复苏。从机票价格和外出住宿价格来看，随着疫苗的大规模接种，3月份这两项价格两年平均同比增速出现较大幅度回升。并且，疫情后整体表现较弱的服务项价格也呈现缓慢复苏的迹象。而从 ECRI（经济周期研究所）经济领先指标来看，目前该指标也已恢复到疫情前水平。

图 7：3 月机票、外宿价格改善幅度大

图 8：ECRI 领先指标



资料来源: Wind、国海证券研究所



资料来源: Wind、国海证券研究所

根据次贷危机后的经验来看，美联储下一阶段很有可能率先缩减购债计划。次贷危机后美联储收紧货币政策大致分位以下几个阶段：

(1)、2013年4月份，美联储的议息会议上就有委员提出要逐步退出QE，最后因没通过投票而没有实施。同期失业率和核心PCE分别为**7.60%**和**1.41%**；

(2)、2013年5月22日，时任美联储主席伯南克突然预告将逐步退出QE。同期失业率和核心PCE分别为**7.50%**和**1.42%**；

(3)、2013年12月，美联储正式开始实施逐步缩减QE。同期失业率和核心PCE分别为**6.70%**和**1.63%**；

(4)、2015年12月，美联储正式开始加息。同期失业率和核心PCE分别为**5%**和**1.18%**。

接下来随着经济的继续复苏，美联储有逐渐收紧货币政策的必要。然而，从就业角度来看，当下的就业情况远不及2015年5%的失业率水平，距离预计长期失业率4%更是相去甚远，美联储短期内加息的可能性较小。

然而，在上一轮收紧货币政策的周期中，早在美联储开始加息前两年，就正式开始缩减QE。在美联储公开的报告中曾指出，一方面，当时联储预计失业率将继续下行，产生通胀压力。另一方面，当时已经开始有热钱大量涌入共同基金，引发了联储对资本市场风险的担忧。因此，下一阶段，联储很可能会从缩减购债开始收紧货币政策。

图9：上一轮收紧货币政策周期，美联储操作



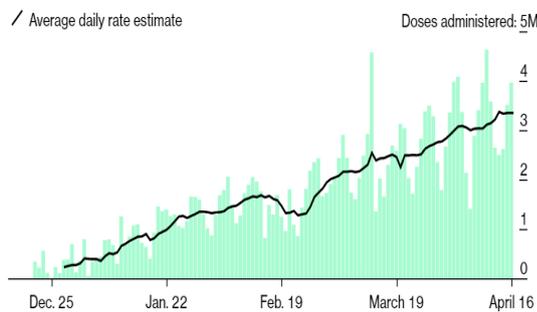
资料来源：Wind、国海证券研究所

那么，美联储何时开始缩减购债呢？联储副主席布拉德表示，当美国疫苗接种率**达到 75% 时**，将可能会是联储谈论缩减购债的时候，这为我们提供了新的视角。

目前美国的疫苗接种完成率为 30.5% 左右，已接种 1.95 亿剂，上周的日均接种达到 335 万剂。如果按照此速率进行接种，那么还需要**143 天**可达到 75% 接种率要求。并且，Pfizer 和 Moderna 承诺将在 5 月底前提供 4.4 亿剂次疫苗，或将再度加速疫苗接种速率。

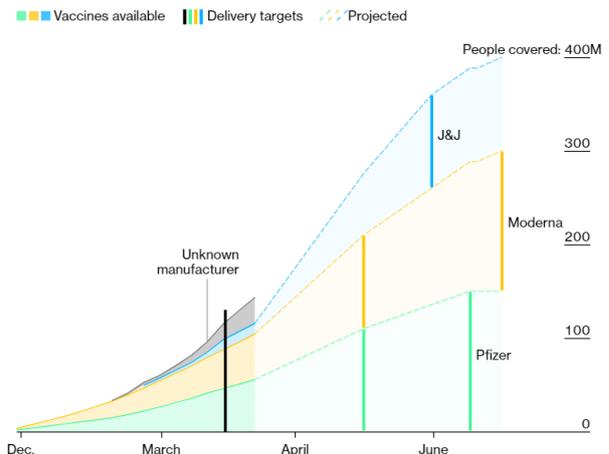
因此，我们认为，今年 3 季度中旬，美国将完成满足 75% 人群的疫苗接种要求，如此一来，6 月 16 日召开的联储议息会议将显得格外重要，或将成为决定缩减购债规模的窗口期。

图 10：美国每日接种及平均接种速率情况



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

图 11：三大疫苗供应商承诺供应疫苗时间



资料来源：Bloomberg、国海证券研究所

注：J&J 提供的疫苗仅需接种一剂，而 Moderna 和 Pfizer 疫苗均需两剂。

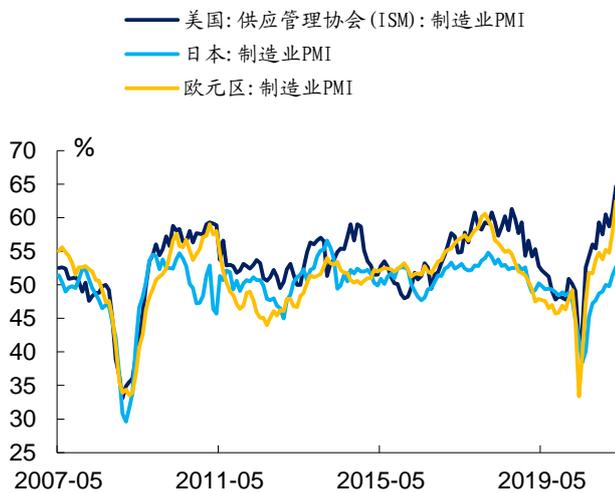
2、全球经济指标追踪

2.1、生产情况

3月美国制造业 PMI 录得 64.70，较上月增加 3.90；3月日本 PMI 录得 52.70，较上月增加 1.30；3月欧元区制造业 PMI 录得 62.50，较上月增加 4.60。

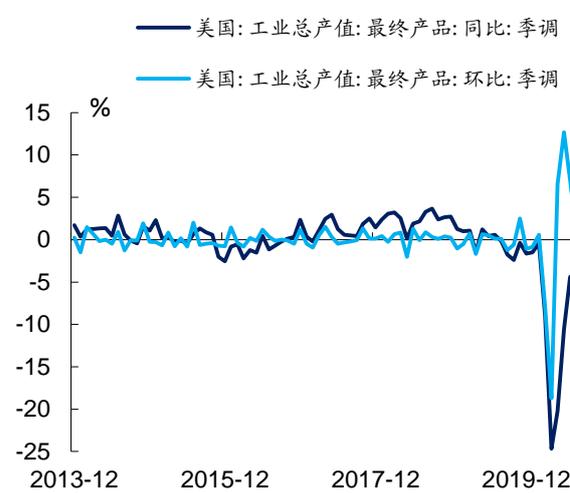
3月美国工业总产值同比增加 5.81%，同比增速较上月增加 9.04 个百分点，环比增加 0.80%。

图 12：美、日、欧制造业 PMI



资料来源：Wind、国海证券研究所

图 13：美国工业总产值同比增速



资料来源：Wind、国海证券研究所

2.2、库存情况

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_18997



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>