

2021年6月美联储议息会议简评

美联储对就业乐观，讨论Taper将至

核心摘要

事件：美国时间 2021 年 6 月 16 日，美联储公布 6 月 FOMC 会议声明以及经济预测，美联储主席鲍威尔接受采访。美联储决议以及鲍威尔讲话后，美股三大股指先跳水（最深跌幅超 1%）后回升，呈现“V”型走势，最终小幅收跌。10 年美债收益率由 1.50%附近跃升至 1.58%，美元指数由 90.5 附近跃升至 91.4。

1、美联储货币政策：仅有的变化是，技术性上调超额准备金利率和隔夜逆回购利率各 5bp。在近期逆回购操作规模激增并创历史新高的背景下，这一举措已经被市场有所预期，属于技术性调整，并非“加息”。由于美联储在 2013 年 9 月才首次推出隔夜逆回购操作，上调逆回购利率的节点与 Taper 节点之间的关联不大，我们不认为此举是美联储释放的 Taper 信号。

2、对经济前景的表述：主要变化是“大方”承认疫苗带来的积极进展，整体表述虽比 4 月更为乐观，但改动的幅度（乐观程度）略不及我们的预期，尤其是在本次公布的经济预测数据偏乐观的背景下。美联储对经济前景仍然偏谨慎（偏鸽），这也与鲍威尔采访时说的“现在还不是宣布胜利的时候”相契合。此外，美联储对于通胀的表述不变，仍然是“通胀率上升，主要反映了暂时性因素”，也没有新增其他解释，美联储对通胀的漠视程度略超我们的预期。

3、经济预测：**1）显著上修 2021 年实际 GDP 增速至 7.0%（前值 6.5%）。**一方面，美联储对 2021 年经济增长的信心十足，另一方面，在 2021 年的高基数下，维持 2022-2023 年经济增速预测不降，意味着美联储认为美国经济增长能在较长时间内维持强劲。**2）大幅上修 2021 年 PCE 同比至 3.4%（前值 2.4%）、核心 PCE 同比至 3.0%（前值 2.2%）。**但并未明显上修 2022-2023 年的 PCE 及核心 PCE 同比值（预测中值仍维持在 2.0-2.2%），这与美联储声明中的“通胀暂时论”相吻合。**我们的基准测算显示，5 月 PCE 同比为 3.9%，2021 年 PCE 同比为 3.3%（接近美联储的预测），2022 年 2 季度后 PCE 同比有望回归 2%附近。****3）维持 2021 年失业率预测为 4.5%。**在 2 季度非农就业数据不及预期的背景下，美联储没有上调失业率预测，说明其对未来一段时间美国就业市场的恢复非常有信心。**4）点阵图显示委员加息预期进一步提前。**超过 7 成的委员预计 2023 年美联储会至少加息一次，其中 11 位预计不只加息一次（加息幅度超过 50bp），超过 1/3 的委员预计 2022 年会加息至少一次。

4、鲍威尔的采访发言：**1）详细解释为何就业恢复前景乐观。**有四方面理由：找工作的过程本来就需要时间、是正常的；很多人仍然考虑到疫情风险，所以暂时选择不就业；很多人选择暂时照顾孩子和家庭；9 月额外失业救济到期，将进一步鼓励居民重返就业岗位。**2）关于 Taper 的信息仍然有限，**鲍威尔称当经济取得“实质性的进一步进展”时就会缩减购债规模，也会尽力避免市场出现过度反应。

5、何时正式讨论 Taper？我们的基准预期是 7 月议息会议。美联储目前对美国经济前景非常乐观，且已经预测 2021 年 PCE 通胀指标大概率破 3%，点阵图显示加息预期提前，这些都向美联储尽快讨论 Taper 施压。**最关键的是，就业市场对美联储政策的束缚已然大幅减弱。**就业市场是美联储维持鸽派的最强“借口”，一方面，本次会议中美联储“勇敢”维持 2021 年失业率预测值不变，并且鲍威尔的讲话详细阐述了为何美国就业修复前景是乐观的。另一方面，失业率数据显示，目前美国就业缺口已经接近美联储 2014 年正式削减 QE 时的水平。

6、“紧缩恐慌”难再现。无论 7 月还是 8 月正式讨论 Taper，市场对此已有较强预期，这并非意味着市场一定会经历大的波动。

1. 货币政策：技术性上调超额准备金利率和隔夜逆回购利率各 5bp

2021 年 6 月美联储 FOMC 声明中的货币政策部分大部分内容未变，即主要货币政策维持不变，包括：维持联邦基金利率（0-0.25%），维持资产购买节奏（每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS），继续购买 CMBS，继续执行回购协议操作等。

仅有的变化是，技术性上调超额准备金利率和隔夜逆回购利率各 5bp：将法定和超额准备金利率从 0.10% 上调至 0.15%，将隔夜逆回购利率从 0.0% 上调至 0.5%。美联储解释，此举旨在“促进联邦基金市场在 FOMC 的目标利率区间进行交易，以支持短期融资市场的平稳运行”。

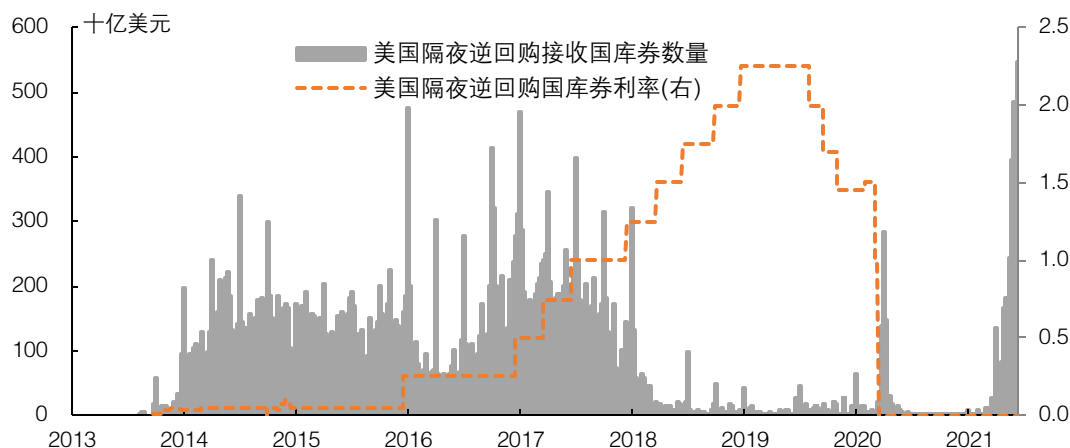
图表1 美联储 2021 年 6 月与 4 月议息会议声明比较：上调法定和超额准备金利率、隔夜逆回购利率 5bp

2021 年 6 月美联储 FOMC 声明	2021 年 4 月美联储 FOMC 声明
- 从 2021 年 6 月 17 日起，将法定和超额准备金的利率设定为 0.15%。在联邦基金利率目标区间下限之上设置 15 个基点的法定和超额准备金利率，是为了在 FOMC 的目标利率区间内促进联邦基金市场的交易，支持短期融资市场的平稳运行。 - 进行必要的公开市场操作，将联邦基金利率维持在 0 - 0.25% 的目标区间。 - 将国债持有量每月增加 800 亿美元，将机构抵押贷款支持证券(MBS)每月增加 400 亿美元。 - 增加美国国债和机构抵押贷款支持证券的持有数量，并购买机构商业抵押贷款支持证券(CMBS)，以维持这些证券市场的平稳运行。 - 进行回购协议操作，以支持有效的政策执行和短期美元融资市场的平稳运行。 - 进行隔夜逆回购协议操作，发行利率 0.05 %，每个交易对手每天不超过 800 亿美元；每一交易对手的限额可由主席酌情临时增加。 - 在拍卖中展期美联储所持国债的所有本金，并将美联储所持机构债券和机构 MBS 的所有本金再投资于机构 MBS。 - 如需要，允许购买和再投资的金额与规定数额有一定偏差。 - 在必要时进行美元纸币和息票互换交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。 - 联邦储备系统理事会投票批准在现有的 0.25% 的水平上建立一级信贷利率。 - 这些信息将适时更新，以反映 FOMC 或理事会关于美联储执行货币政策的操作工具和方法细节的决定。	- 从 2021 年 4 月 29 日起，将法定和超额准备金的利率维持在 0.10%。 - 进行必要的公开市场操作，将联邦基金利率维持在 0 - 0.25% 的目标范围内。 - 将国债持有量每月增加 800 亿美元，将机构抵押贷款支持证券(MBS)每月增加 400 亿美元。 - 增加美国国债和机构抵押贷款支持证券的持有数量，并购买机构商业抵押贷款支持证券(CMBS)，以维持这些证券市场的平稳运行。 - 进行回购协议操作，以支持有效的政策执行和短期美元融资市场的平稳运行。 - 进行隔夜逆回购协议操作，发行利率 0.00 %，每个交易对手每天不超过 800 亿美元；每一交易对手的限额可由主席酌情临时增加。 - 在拍卖中展期美联储所持国债的所有本金，并将美联储所持机构债券和机构 MBS 的所有本金再投资于机构 MBS。 - 如需要，允许购买和再投资的金额与规定数额有一定偏差。 - 在必要时进行美元纸币和息票互换交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。 - 联邦储备系统理事会投票批准在现有的 0.25% 的水平上建立一级信贷利率。 - 这些信息将适时更新，以反映 FOMC 或理事会关于美联储执行货币政策的操作工具和方法细节的决定。

资料来源：美联储，平安证券研究所

在近期逆回购操作规模激增并创历史新高的背景下，这一举措已经被市场有所预期，属于技术性调整，并非“加息”。由于美联储在 2013 年 9 月才首次推出隔夜逆回购操作，上调逆回购利率的节点与 Taper 节点之间的关联不大，我们不认为此举是美联储释放的 Taper 信号。

图表2 美联储上调隔夜逆回购利率的背景，是隔夜逆回购规模激增创历史新高



资料来源: Wind, 平安证券研究所

2. 对经济前景的表述：承认疫苗的积极影响，坚持“通胀暂时论”

6月声明对美国经济前景的表述变化不大，主要变化是“大方”承认疫苗带来的积极进展，整体表述虽比4月更为乐观，但改动的幅度（乐观程度）略不及我们的预期，尤其是在本次公布的经济预测数据偏乐观的背景下。可以认为，美联储对经济前景仍然偏谨慎（偏鸽），这也与鲍威尔采访时说的“现在还不是宣布胜利的时候”所契合。此外，美联储对于通胀的表述不变，仍然是“通胀率上升，主要反映了暂时性因素”，也没有新增其他解释，美联储对通胀的漠视程度略超我们的预期。

6月声明开篇第一句话就是“疫苗接种方面的进展减少了新冠疫情在美国的传播”，而4月声明的第一句话是“新冠疫情正在美国各地和世界各地造成巨大的人员和经济困难”。此外，关于未来展望，6月声明提到疫苗进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，删去了此前“公共卫生危机继续给经济带来压力”的表述。不过，6月声明的表述仍然谨慎，仍然认为病毒发展有不确定性、经济前景风险仍存。

图表3 美联储2021年6月和4月议息会议声明原文比较：承认疫苗的积极影响，坚持“通胀暂时论”

2020年6月美联储FOMC声明	2021年4月美联储FOMC声明
■ Progress on vaccinations has reduced the spread of COVID-19 in the United States. Amid this progress and strong policy support, indicators of economic activity and employment have strengthened. The sectors most adversely affected by the pandemic remain weak but have shown improvement. Inflation has risen, largely reflecting transitory factors. Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses. ■ （中文）疫苗接种方面的进展减少了COVID-19在美国的传播。在这一进展和强有力的政策支持下，经济活动和就业指标有所加强。受疫情不利影响最大的部门仍然脆弱，但已显示出改善。通货膨胀率上升，主	■ The COVID-19 pandemic is causing tremendous human and economic hardship across the United States and around the world. Amid progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have strengthened. The sectors most adversely affected by the pandemic remain weak but have shown improvement. Inflation has risen, largely reflecting transitory factors. Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses. ■ （中文）新冠疫情正在美国各地和世界各地造成巨大的人员和经济困难。在疫苗接种方面取得进展和强有力的政策支持下，经济活动和就业指标有所加强。受疫情不利影响最大的部门仍然脆弱，但已显示出改善。

要反映了暂时性因素。整体金融状况依然宽松，这在一定程度上反映了支持经济和信贷流向美国家庭和企业的政策措施。 ■ The path of the economy will depend significantly on the course of the virus. Progress on vaccinations will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy, but risks to the economic outlook remain. ■ (中文) 经济发展的道路将在很大程度上取决于病毒的走向。疫苗接种方面的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景仍存在风险。	通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。整体金融状况依然宽松，这在一定程度上反映了支持经济和信贷流向美国家庭和企业的政策措施。 ■ The path of the economy will depend significantly on the course of the virus, including progress on vaccinations. The ongoing public health crisis continues to weigh on the economy, and risks to the economic outlook remain. ■ (中文) 经济发展的道路将在很大程度上取决于病毒的发展，包括疫苗接种方面的进展。目前的公共卫生危机继续给经济带来压力，经济前景仍存在风险。
---	---

资料来源: 美联储, 平安证券研究所

3. 经济预测: 大幅上修 2021 年经济增速和通胀率预测

本次公布的美联储 2 季度经济预测 (中位数), 与 1 季度相比:

1) 显著上修 2021 年美国实际 GDP 增速至 7.0% (前值 6.5%), 维持 2022 年实际经济增速 3.3% 的预测, 将 2023 年实际经济增速从 2.2% 上修至 2.4%。一方面, 美联储对 2021 年经济增长的信心十足; 另一方面, 在 2021 年的高基数下, 2022-2023 年经济增速不降, 仍意味着美联储认为美国经济增长能在较长时间内维持强劲, 这与美国基建计划等增长因素有关。

2) 大幅上修 2021 年美国 PCE 同比至 3.4% (前值 2.4%)、核心 PCE 同比至 3.0% (前值 2.2%), 但并未明显上修 2022-2023 年的 PCE 及核心 PCE 同比值 (预测中值仍维持在 2.0-2.2%)。这与美联储声明中的“通胀暂时论”相吻合。

3) 维持 2021 年失业率预测为 4.5%。在 2 季度非农就业数据不及预期的背景下, 美联储没有上调失业率预测, 说明其对未来一段时间美国就业市场的恢复非常有信心。

图表4 2021 年 3 月美联储经济预测

Variable	Median ¹			
	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.2	2.0	2.1	
December projection	1.8	1.9	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5

资料来源: 美联储 (2020.3.17), 平安证券研究所

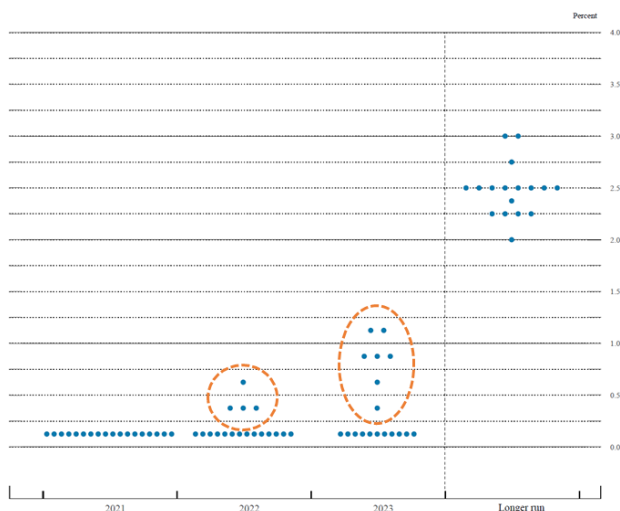
图表5 2021 年 6 月美联储经济预测

Variable	Median ¹			
	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	7.0	3.3	2.4	1.8
March projection	6.5	3.3	2.2	1.8
Unemployment rate	4.5	3.8	3.5	4.0
March projection	4.5	3.9	3.5	4.0
PCE inflation	3.4	2.1	2.2	2.0
March projection	2.4	2.0	2.1	2.0
Core PCE inflation ⁴	3.0	2.1	2.1	
March projection	2.2	2.0	2.1	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.6	2.5
March projection	0.1	0.1	0.1	2.5

资料来源: 美联储 (2021.6.16), 平安证券研究所

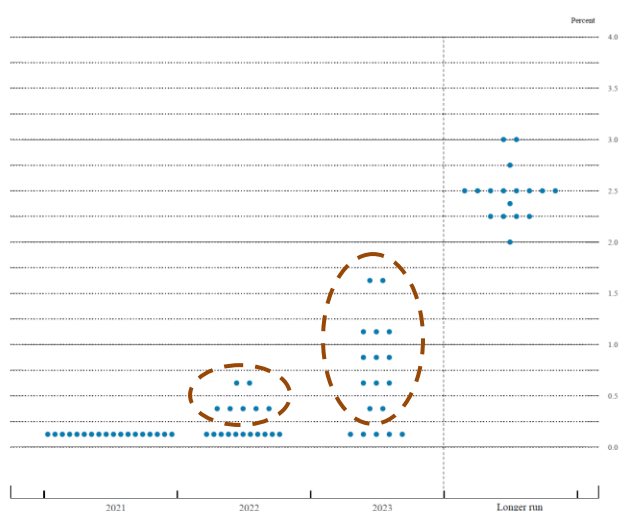
超过 7 成的委员预计 2023 年美联储会至少加息一次，超过 1/3 的委员预计 2022 年会加息至少一次。6 月公布的点阵图显示，在总共 18 位委员中，预计 2023 年加息至少一次的委员人数从 7 位增加至 13 位，其中 11 位预计不只加息一次（加息幅度超过 50bp）；预计 2022 年加息至少一次的委员人数从 4 位增加至 7 位，其中 2 位预计不只加息一次。点阵图显示委员加息预期进一步提前，符合我们的预期。

图表6 2021 年 3 月美联储点阵图



资料来源: 美联储 (2020.3.17), 平安证券研究所

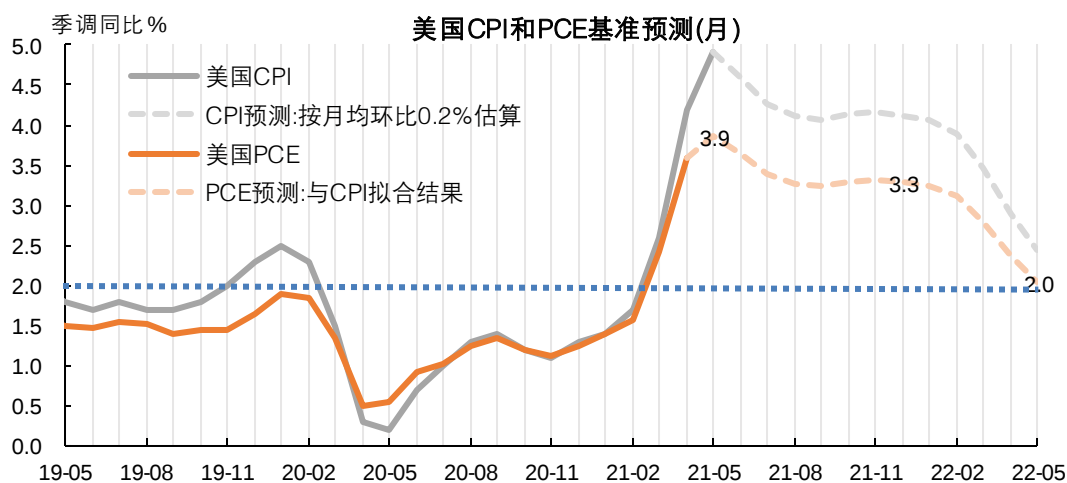
图表7 2021 年 6 月美联储点阵图



资料来源: 美联储 (2021.6.16), 平安证券研究所

我们认为，未来一段时间美国 CPI 环比增速平均在 0.2% 左右是一个较为合理的预测。基准情形下，6 月美国 CPI 同比或达 4.6%，2021 年全年 CPI 同比或达 4.1%。CPI 同比增速显著回落，或需等到 2022 年 2 季度以后才能见到。相应地，根据 CPI 与 PCE 的历史相关性，我们的基准测算显示，5 月美国 PCE 同比为 3.9%，2021 年 PCE 同比为 3.3%（接近美联储 3.4% 的预测中值），2022 年 2 季度后 PCE 同比有望回归 2% 附近。

图表8 2021 年美国 CPI 和 PCE 通胀演化的基准路径



资料来源: Wind, 平安证券研究所

注: PCE 预测所用拟合公式为: $PCE(同比) = 0.242 + 0.738 * CPI(同比)$

4. 鲍威尔发言：详细解释为何就业恢复前景乐观，关于 Taper 的信息仍然有限

鲍威尔的采访发言重点内容包括：

1) 就业方面，鲍威尔称就业市场恢复有望非常强劲，劳动参与率有望回到高点，并具体给出了四方面理由：1) 找工作的过程本来就需要时间，是正常的；2) 很多人仍然考虑到疫情风险，所以暂时选择不就业；3) 很多人选择暂时照顾孩子和家庭；4) 9月额外失业救济到期，将进一步鼓励居民重返就业岗位。

2) 通胀方面，鲍威尔仍然坚持“通胀暂时论”。其具体提到，从通胀指标中的分项看，大部分因素与经济重启有关。比如二手车价格上涨，背后是严重的供需错配，但这个现象终将会得到缓和与扭转。目前，其对通胀指标调头的时间节点不确定，但随着时间推移，通胀指标会回落。

3) 削减 QE 方面，鲍威尔称，当我们感到经济取得“实质性的进一步进展”时，我们就会缩减购债规模。我们会尽我们所能避免市场出现过度反应。我们已经开始就讨论 Taper 而进行讨论了，但目前没有具体的结论。

美联储决议以及鲍威尔讲话后，美股三大股指先跳水（最深跌幅超 1%）后回升，呈现“V”型走势，最终小幅收跌。10 年美债收益率由 1.5%附近跃升至 1.58%，美元指数由 90.5 附近大幅跃升至 91.4。

5. 何时正式讨论 Taper？我们的基准预期是 7 月议息会议

不少市场观点认为 8 月底的全球央行会议（杰克逊霍尔年会）是正式讨论 taper 节点，我们认为 7 月正式讨论 Taper 的可能性不容低估。

第一，美联储目前对美国经济（尤其就业）恢复的前景非常乐观，“大方”承认了疫苗的积极影响，显著上修经济增长预测。此外，美联储已经看到 2021 年 PCE 通胀指标大概率破 3%，点阵图显示加息预期提前，以及市场持续关注的流动性泛滥、资产价格高企等问题，这些都会对美联储的“犹豫”施加压力。

第二，就业市场是美联储维持鸽派的最强“借口”：一方面，本次会议中美联储“勇敢”维持 2021 年失业率预测值不变，并且鲍威尔的讲话详细阐述了为何美国就业修复前景是乐观的；另一方面，我们将当前的失业情况与 2013 年做个比较可以发现，当前美国就业缺口已经接近美联储 2014 年正式削减 QE 时的水平。2021 年 5 月美国失业率与疫情前水平（2019 年均值）的差距约 2.1 个百分点，已经十分接近 2014 年 1 月美联储正式削减 QE 时美国失业率与危机前水平（2007 年均值）的差距（约 2.0 个百分点）。目前，唯一的就业问题是劳动参与率不足，但考虑到疫情后部分劳动力提前退出或主动选择不工作，劳动参与率的修复可能也是有边界的（或难回到疫情前）。这意味着美联储对“充分就业”的判断可能需要适度放宽。综合来看，就业市场对美联储政策的束缚已然大幅减弱。

第三，近期由于美债供给偏少、投资组合在重新平衡过程中重新青睐美债等因素，10 年期美债收益率钝化甚至出现阶段性下行。这意味着，美联储讨论 Taper 时来自债券市场的束缚已经减轻。

图表9 截至 2021 年 5 月，失业率显示的美国就业缺口，已经接近美联储 2014 年正式削减 QE 时的水平

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_20181

