

如何看现阶段美国经济的复苏与货币政策走向



——他山之石·海外精译第 265 期

❖ 背景：美国经济处于复苏周期。

随着当前美国经济的逐步复苏，市场对于未来美国货币政策是否会出现边际收紧较为关注。为了了解海外机构对于美国经济的复苏与货币政策走向的看法，我们编译整理了 FranklinTempleton 的 Jeffrey Schulze、Josh Jamner 与 AllianceBernstein 的 Eric Winograd（分别发表于 2021 年 6 月 8 日与 2021 年 5 月 27 日）的观点，供市场参考和交流。

❖ 强劲的经济增长预期

FranklinTempleton 的 Jeffrey Schulze、Josh Jamner 指出美国当前预期增速为 6.5%，高于年初的 3.9%，表明第二季度可能成为经济增长最强劲的时期之一。因此，随着 5 月主要指标的改善，ClearBridge 上的 12 个基本信号出现改善较为明显（如下图所示），这与经济复苏相一致。

图 1： ClearBridge 的风险指标盘

Exhibit 1: ClearBridge Recession Risk Dashboard



Source: ClearBridge Investments.

资料来源：FranklinTempleton，川财证券研究所

FranklinTempleton 的 Jeffrey Schulze、Josh Jamner 还指出了几个关键指标：首先，就业情绪指标从黄色变为绿色。美国 ConferenceBoard 调查结果显示，“岗位充裕度”的月度增幅创历史新高，回答人数占调查总数的 46.8%，接近疫情前的峰值 50.3%，相应的只有 12.2% 的受访者表示找不到工作。这表明，劳动力市场存在坚实基础，将利好于下半年的经济增长。其次，改善的指标是工资增长。工资是美国国民收入的最大部分，也是消费的主要支撑。但如果生产力没有跟上，工资上涨将会压低企业利润。生产力在第一季度明显回升，这种情况下，工资上涨不会侵蚀企业的盈利能力，也不用在短期内

📄 证券研究报告

所属部门 | 总量研究部

报告类别 | 他山之石

报告时间 | 2021/06/11

👤 分析师

陈雳

证书编号：S1100517060001
chenli@cczq.com

王一棠

证书编号：S1100520060001
wangyitang@cczq.com

📄 川财研究所

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼，100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼，200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 32 层，518000

成都 中国（四川）自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼，610041

担忧美联储加息。最后，改善的指标是运输。每年经由卡车运输的货物高达 118 亿吨，占全国总量的 72.5%。American Trucking Association 指出，目前卡车运输低于疫情前的最大阻力是在供给端，无法找到合格的司机。因此，工资上涨将有助于吸引更多的司机，促使未来几个月的增长。总的来说，ClearBridge 风险盘上的指标表现良好，与美国当前的经济复苏相一致。但股市不能等同于经济（如下图所示），这是因为股市的前瞻性，利好信息已经反映在股市中。Jeffrey Schulze、Josh Jamner 认为，经济增长最好的年份与股市表现良好的年份可能同时出现，即使出现 10% 的回调也不意外，毕竟投资者会试图阻止经济增长放缓。

图 2： 股市强劲和经济恢复程度不一定同步

Exhibit 2: The Stock Market is Not the Economy

Best 10 Years U.S. Real GDP Growth Since 1950			
Year	Real GDP YoY	S&P 500 Return	Max Drawdown
1950	8.7%	31.5%	-14.0%
1951	8.1%	24.0%	-9.0%
1955	7.1%	12.0%	-9.0%
1959	6.9%	-8.7%	-26.8%
1962	6.1%	-10.0%	-22.2%
1964	5.8%	-14.7%	-23.4%
1965	6.5%	12.5%	9.9%
1966	6.6%	16.4%	-3.2%
1973	5.6%	6.2%	-12.6%
1984	7.3%	31.4%	-10.6%
Average:		10.1%	-12.1%

Source: Bloomberg, FactSet.

资料来源：Franklin Templeton，川财证券研究所

❖ 美联储政策收窄，但实施尚需时间

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 指出随着美国经济恢复以及通胀上升，投资者开始担忧美联储何时收窄量化宽松。Eric Winograd 认为美联储货币政策明显收紧在短期内不会发生，更可能在今年年底。即使这比预计的早了几个月，但对市场的影响依旧有限。Eric Winograd 还指出美联储逐渐减少资产购买只是紧缩的第一步，可实际上根据经济轨迹，到 2022 年底甚至 2023 年都不太可能加息。在过去几个月里，实际收益率有所下降，这是因为债券收益率上升的同时，预期通胀率上升更多。

❖ 较低的十年期美债实际收益率与货币政策灵活性

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 认为自今年 3 月以来的十年期美债实际收益率下降意味着货币政策变得更加宽松（如下图所示），好像经济在快速增长。因此，较低的美债实际收益率使美联储有更大的灵活性来逐渐收紧货币政策，而不用刻意为之，甚至允许名义收益率达到 2% 的预期。

图 3： 实际收益率在近期下降

Real Bond Yields Have Fallen in Recent Months

10-Year TIPS Yield (Percent)



Past performance does not guarantee future results.

Through May 21, 2021

TIPS: Treasury Inflation Protected Securities

Source: Bloomberg

资料来源: AllianceBernstein, 川财证券研究所

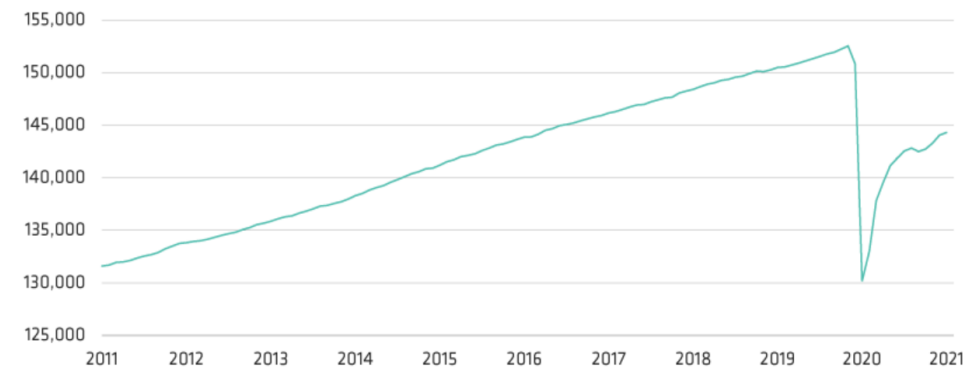
❖ 何时收紧货币政策

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 认为美联储在充分就业与稳定价格间寻找平衡，由于当前的非农就业人口比疫情前减少了 800 万（如下图所示），美联储明确表示，需要切实的改善而非预测来决定货币政策走向。因此 Eric Winograd 认为，收紧货币政策要等到今年四季度，届时劳动力市场将迎来实质性发展。

图 4： 美国非农就业人数变化

Sizable Shortfall Remains in the Employment Ranks

Total Non-Farm Payroll Employment (Thousands)



Past performance does not guarantee future results.

Through April 30, 2021

Source: Federal Reserve Economic Data

资料来源: AllianceBernstein, 川财证券研究所

❖ 2013 年货币收紧的经验

AllianceBernstein 的 Eric Winograd 认为投资者担忧再现 2013 年美债收益

率上引发的恐慌情绪，这不是货币收紧引发的，而是货币政策的意外转向造成的。这一次，美联储逐渐过渡，避免政策意外转向，债券收益率可能会上升，但不会飙升。因此，美联储可能会逐渐放慢其资产购买速度，实现货币政策的正常化。在停止购买资产后，美联储将继续对息票和到期债券进行再投资。在未来几年内，美联储将成为债券市场的重要参与者。Eric Winograd 预计在这种稳定状态下，美联储将维持政策利率在零水平，然后开始加息。

❖ 投资机会

FranklinTempleton 的 Jeffrey Schulze、Josh Jamner 指出与去年相比，股市在今年表现更平淡，ClearBridge 上的指标转向也支持了这一趋势。Jeffrey Schulze 与 Josh Jamner 认为，当前复苏初期的过渡可能会在今年晚些时候发生，并且考虑到经济的持续复苏与现阶段衰退风险较低，如果出现股市回调可以成为长期投资的介入点。

风险提示

经济增长不及预期；美联储政策超预期；贸易保护主义的蔓延；全球范围内黑天鹅事件。

本期报告编译自 FranklinTempleton 的 Jeffrey Schulze、Josh Jamner 与 AllianceBernstein 的 Eric Winograd 发表于其官方网站的文章。本文不代表川财研究观点，公开英文报告的中文摘译资料仅供市场参考学习交流，不用于任何商业用途。如有异议，请联系修改或删除。

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_20194

