

## 美联储货币收紧：未来将至

宏观深度

财信研究院宏观团队

胡文艳

### 核心观点：

2021年以来美国经济加速修复，制造业和服务业PMI连续多月站上60%，经济景气度媲美2003、2004年；通胀压力明显抬升，4月份核心PCE突破3%，5月份核心CPI接近4%，纷纷创下1993年以来新高，未来美联储收紧货币政策已无悬念。但其收紧路径如何演绎？收紧快慢节奏如何变化？对全球资本市场的影响又将几何？

**一、美联储货币收紧路径：大概率分三步走。第一步：**待经济基本完全恢复和疫情防控基本实现群体免疫后，逐步收回在紧急时期采取的刺激政策；**第二步：**确定就业和通胀目标取得实质性进展后，启动缩减资产购买（Taper）进程，包括释放讨论Taper信号和正式启动Taper；**第三步：**在就业最大化和平均通胀达到2%目标均实现时，开启加息进程。

**二、美联储货币收紧节奏：预计未来收紧节奏先慢后快，6月份以来已开启第一步，四季度释放讨论Taper信号概率偏大，Taper后收紧将提速，2023年左右启动加息**

一是美联储货币收紧已启动第一步。6月份以来部分紧急刺激政策被收回，触发行动的原因是美国疫苗得到广泛接种，同时经济修复势头强劲，后续增长动力较足。

二是货币收紧第二步需要更多耐心，预计四季度释放Taper信号概率偏大。其中，就业是最大软肋，预计今年底非农就业缺口仍有400万左右，不支持美联储过早发出Taper信号；相比之下，短期内通胀仍居高不下、金融市场流动性泛滥，疫情和财政政策对货币宽松的约束下降，但均不是主导美联储行动的决定性变量。

三是Taper后货币收紧步伐将提速，第三步加息预计在2023年左右启动。一方面，疫后美联储释放了大量流动性，累积了较多通胀压力，一旦就业目标得到较好满足，美联储将更多地去平衡通胀目标，加速收紧步伐；另一方面，2023年前实现就业最大化目标有难度，加息动作大概率发生在之后。

**三、美联储货币收紧影响：将冲击全球资本市场。一是下半年美债利率或重回上升通道，引发债市调整；二是美元指数阶段性走强概率增加，加大新兴市场货币贬值风险；三是下半年美股估值面临较大调整压力，新兴市场股市亦或承压。**

## 目 录

一、货币收紧路径：大概率分三步走 .....	3
二、货币收紧节奏：先慢后快，四季度讨论 Taper 概率偏大 .....	4
（一）第一步：已启动，部分紧急刺激政策被收回 .....	4
（二）第二步：就业是最大软肋，预计四季度释放 Taper 信号概率偏大 .....	6
（三）第三步：Taper 后收紧步伐将提速，预计 2023 年左右启动加息 .....	10
三、货币收紧影响：冲击全球资本市场 .....	10
（一）下半年美债利率或重回上升通道，引发债市调整 .....	10
（二）美元指数阶段性走强概率增加，将加大新兴市场货币贬值风险 .....	11
（三）下半年美股估值面临较大调整压力，新兴市场股市亦或承压 .....	12

## 正文：

2021年以来美国经济加速修复，制造业和服务业PMI连续多月保持在60%以上，经济景气度几乎可以与2003、2004年相媲美；与此同时美国通胀压力明显抬升，4月份核心PCE突破3%，5月核心CPI接近4%，纷纷创下1993年以来新高，未来美联储收紧货币政策已无悬念。其收紧路径如何演绎？收紧快慢节奏如何变化？对全球资本市场的影响又将几何？

### 一、货币收紧路径：大概率分三步走

根据美联储的货币政策框架，联邦公开市场委员会（FOMC）将坚定地致力于履行国会赋予的促进最大就业、稳定物价和提供适度长期利率的法定任务。因此，随着美国经济修复不断向法定目标（就业最大化与2%的平均通胀率）靠近，美联储逐步收紧货币政策已无悬念。按照美联储主席鲍威尔的公开表态和美国以往收紧货币政策时的历史经验（见图1-3），未来美联储收紧路径大概率分三步走：

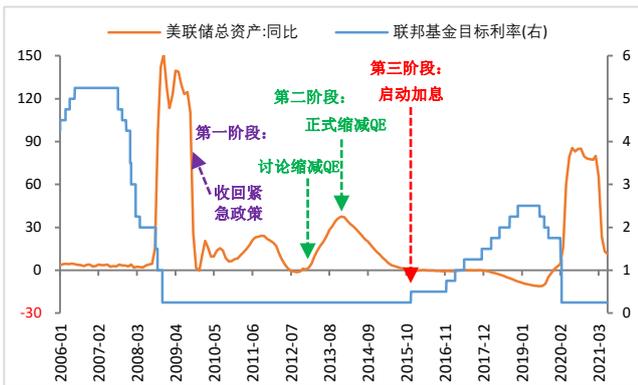
**第一步：收回在紧急时期提供的政策支持。**触发该行动的条件是美国经济基本完全复苏，同时决定经济发展走向的关键因素——疫情也基本得到控制。根据美联储与市场的沟通情况，预计该行动推进节奏或偏温和，且推行过程中也会保持极大的透明度。

**第二步：启动Taper进程，包括释放讨论缩减资产购买信号和正式缩减资产购买规模。**6月美联储主席鲍威尔在接受采访时表示，启动缩减行动要求“美国在最大就业和价格稳定方面取得实质性进展”。何为取得实质性进展，主要包括以下三点：1) 通货膨胀（主要指核心PCE）达到2%，且有望超过2%一段时间；2) 劳动力市场缺口明显收窄，且向稳步就业最大化目标靠近；3) 疫苗接种达到群体免疫水平，虽然美联储未对疫情防控设置专门的公开目标，但根据圣路易斯联储行长此前的发言，75%的疫苗接种率是讨论缩减的必要条件之一。

此外，根据以往美联储收紧货币时的经验，除了货币政策框架内的目标外，其他因素也会影响到美联储的立场，如1987年美股暴跌和1997年亚洲金融危机等金融风险事件，均导致彼时美联储中断了加息进程。2020年以来为应对疫情冲击，美国公共债务急剧增加、金融风险加大，导致美联储面临较大政治压力，必须在较长一段时间内维持低利率水平。因此，财政行为实际上也是影响当前美联储政策的重要因素之一。

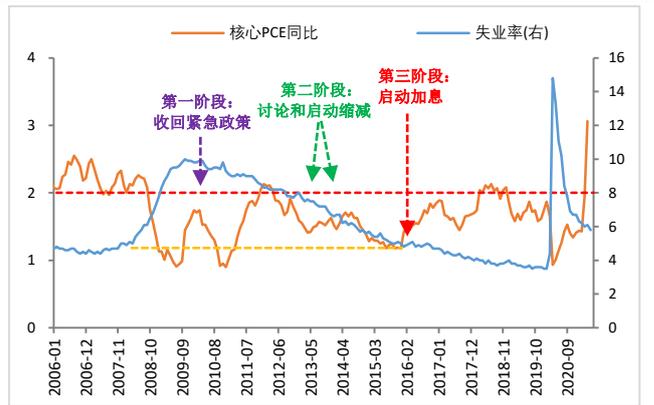
**第三步：调整利率工具，启动加息进程。**加息是美联储收紧货币的常规操作，但因其影响更为广泛，美联储在采取该行动时往往更为谨慎、需要看到更明确的信号。美联储主席鲍威尔和财政部长耶伦多次表示，2021年美国尚不具备加息基础，且加息要求以下两个条件同时成立：1) 劳动力市场条件达到与委员会对最大就业人数的评估相一致的水平；2) 通胀率上升到2%，并有望在一段时间内适度超过2%，使长期通货膨胀预期保持在2%水平。

图 1：2008 年金融危机后美联储收紧货币路径回顾



资料来源：WIND，财信研究院

图 2：上一轮美联储收紧货币时通胀和就业表现



资料来源：WIND，财信研究院

图 3：未来美联储收紧路径及触发条件推演



资料来源：美联储，WIND，财信研究院

## 二、货币收紧节奏：先慢后快，四季度讨论 Taper 概率偏大

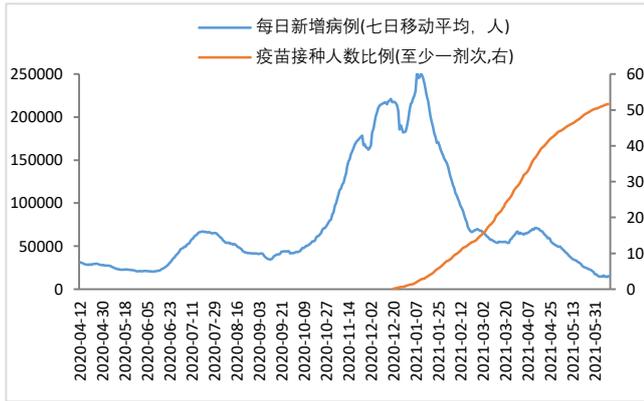
### （一）第一步：已启动，部分紧急刺激政策被收回

进入 6 月份以来，美联储货币收紧进程实质上已经启动第一步，即收回在紧急时期提供的政策支持。如 6 月 4 日，纽约联储宣布将于 6 月 7 日开始出售二级市场企业信贷便利(SMCCF)工具中的 ETF，同时计划今年夏天开始出售 SMCCF 所持企业债。SMCCF 是疫情期间美联储为保障企业债券市场流动性，推出的应急性政策工具之一，其于 2020 年底停止购买资产，当前进一步抛售资产，表明美联储实质上已在边际收紧流动性。

美联储收回紧急时期的政策支持，背后的原因主要有二：一是美国疫情防控取得较大进展。如截至 2021 年 6 月 22 日，美国单日新增病例已稳步降至 1.5 万例以下，同时至少接种一剂次疫苗的人数占比已升至 53%（见图 4），其中成人至少接种一剂次占比达到 65.5%。二是美国经济修复势头强劲，后续增长动力较足。如从经济景气指标看，美国制造业和服务业 PMI 连续 3 个月以上超过 60%，经济景气度几乎可以与 2003、2004

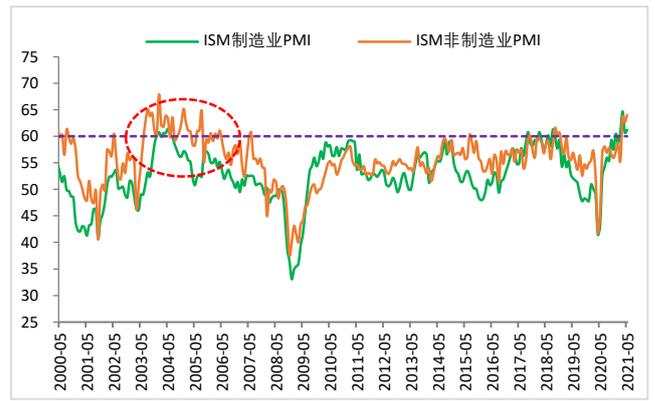
年相媲美(见图5);从经济内部结构看,截至2021年一季度,除受疫情影响比较大的服务消费和州、地方政府相关支出修复偏慢外,美国商品消费、私人投资尤其是住房和设备投资增速均远远超过疫前水平(见图6);从后续增长动力看,私人设备投资启动新一轮中周期(约10年),将对居民收入形成支撑(见图7),同时居民储蓄率处于历史极值水平附近(见图8),加上美国超过40个州已完全解封、居民外出增多等因素共同支撑下,美国服务消费加快修复可期;随着拜登政府基建刺激落地,美国政府相关支出也有望明显提速。

图4: 美国疫情与疫苗接种稳步向好



资料来源: WIND, 财信研究院

图5: 美国经济景气度几乎可以与03、04年相媲美



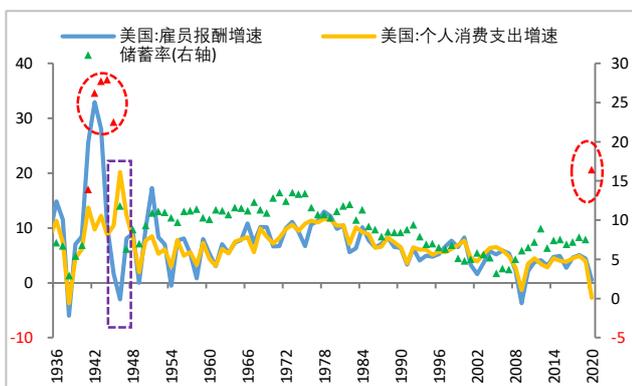
资料来源: WIND, 财信研究院

图6: 美国GDP各分项增速(%)

	2021Q1 (两年平均)	2019全年	2015-2019 均值	2021Q1与 2019年差值	占GDP比重 (2019年)
<b>个人消费支出:</b>	<b>1.9</b>	<b>2.4</b>	<b>2.9</b>	<b>-0.5</b>	<b>69.6</b>
商品消费	14.7	3.7	4.0	11.0	24.9
服务消费	-3.8	1.8	2.3	-5.6	44.6
<b>私人投资:</b>	<b>2.7</b>	<b>1.7</b>	<b>3.1</b>	<b>1.0</b>	<b>18.0</b>
住宅	16.4	-1.7	3.7	18.1	3.5
设备	8.0	2.1	2.9	6.0	6.7
知识产权	7.7	6.4	6.0	1.3	5.4
建筑	-17.0	-0.6	0.4	-16.4	2.7
<b>政府消费和投资:</b>	<b>1.9</b>	<b>2.3</b>	<b>1.7</b>	<b>-0.4</b>	<b>17.3</b>
联邦政府	7.9	4.0	1.5	3.9	6.9
州和地方政府	-1.7	1.3	1.8	-2.9	10.4

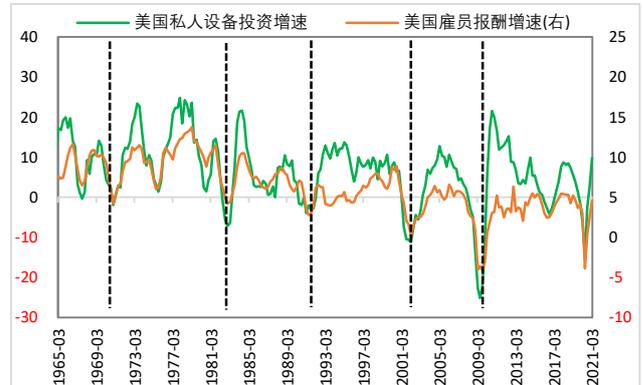
资料来源: WIND, 财信研究院

图8: 美国当前居民储蓄率处于历史极值水平附近



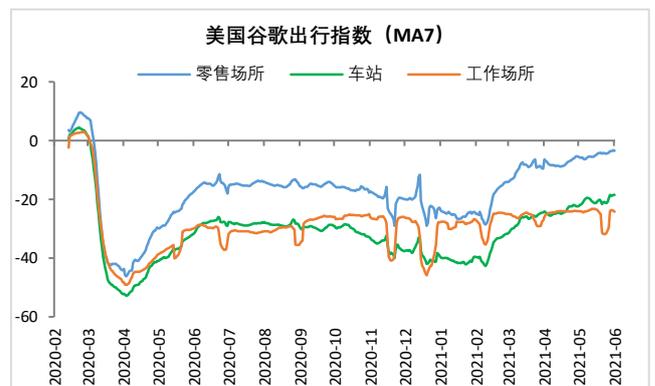
资料来源: WIND, 财信研究院

图7: 美国新一轮中周期启动对雇员收入形成支撑



资料来源: WIND, 财信研究院

图9: 谷歌出行指数显示居民外出持续改善



资料来源: Google, 财信研究院

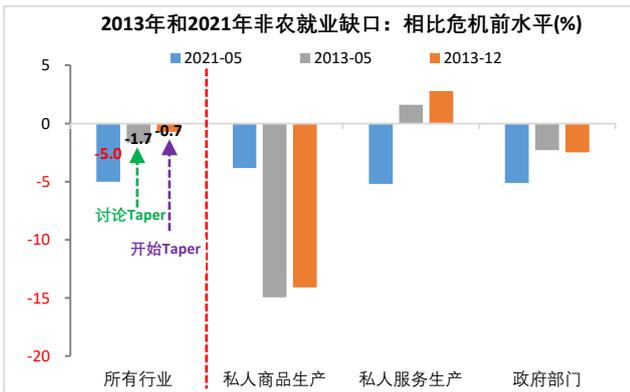
## (二) 第二步：就业是最大软肋，预计四季度释放 Taper 信号概率偏大

对于美联储货币收紧第二步，即讨论和开始缩减资产购买的时点，市场关注度高，但分歧大。导致分歧的关键原因，在于疫后美联储两大目标出现非对称修复，即就业市场离完全恢复尚有较大差距，但通胀水平已升至目标区间上方并不断创下新高。我们认为就业目标仍是影响美联储行动的核心，预计美联储四季度释放讨论 Taper 信号、明年初开始正式 Taper 的概率较大。

一是预计今年底非农就业缺口仍有 400 万左右，就业人数较疫前下降了 2-3%，不支持美联储过早发出 Taper 信号

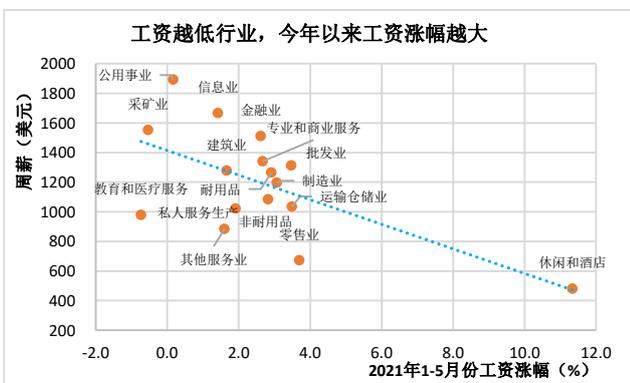
疫后美国经济强劲修复，但就业恢复速度滞后、恢复不平衡特征突出，对美联储行动形成制约。如截至 5 月末，美国非农就业人口较疫情危机前下降约 5%，就业缺口达 760 多万人，与 2013 年美联储发出 Taper 信号时水平尚有非常大的差距（见图 10）；同时，那些最无力承担疫情负担的群体受到的打击最大，美国就业人数比重超 85% 的服务生产部门恢复最慢，尤其是工资水平偏低的休闲与酒店服务业就业缺口最大，仅一个行业缺口就超过 200 万人（见图 10-11）。

图 10：当前非农就业缺口远大于 2013 年 Taper 时



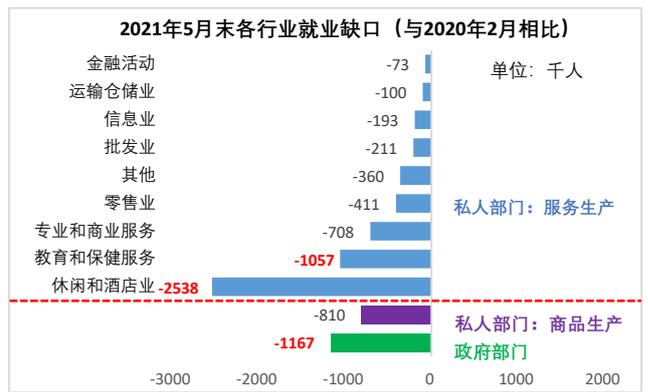
资料来源：WIND，财信研究院

图 12：工资越低行业，今年以来工资涨幅越大



资料来源：WIND，财信研究院

图 11：受疫情较大服务业和政府部门就业缺口偏大



资料来源：WIND，财信研究院

图 13：美国非农工资增速和职位空缺率均创历史新高



资料来源：WIND，财信研究院

美国就业恢复偏慢，除受疫情冲击较大外，劳动参与率较低也是重要原因之一。疫

后美国失业补贴额度较高，居民就业意愿下降，如受当前失业补贴高于部分行业平均工资的影响，低收入行业工人重回就业岗位的意愿较弱，导致市场上出现收入水平越低的行业工资增长反而越快（见图 12）；同时今年以来美国非农工资增速和职位空缺率均创下历史新高（见图 13），也反映出美国劳动力市场实际上较为紧俏。

往后看，随着美国疫苗接种达到群体免疫水平，服务业修复将明显提速，加上高额失业救济补贴将到期取消，就业前景将大概率趋于好转，但预计就业缺口仍有 400 万人左右。假定未来非农就业每个月平均新增 42-63 万人（见图 14），预计到今年底美国非农就业缺口仍有 320-470 万，较疫情前约下降 2%-3%（见表 1），勉强接近 2013 年开始讨论 Taper 时水平附近。值得注意的是，月均新增非农就业 42-63 万的假定并不低，因为 2008 年金融危机以来美国月均新增非农人数不足 20 万，同时变异病毒仍具有较大不确定性，全球疫情未完全消除前居民生活将始终受到一定影响，均会加剧就业恢复的不确定性。按照美联储 6 月份议息会议的预测，2021 年末美国失业率将降至 4.5%，同时假定劳动参与率恢复至 62% 左右，据此估算出年末美国非农就业缺口也在 400 万左右，与上述预测结果也相差不大。

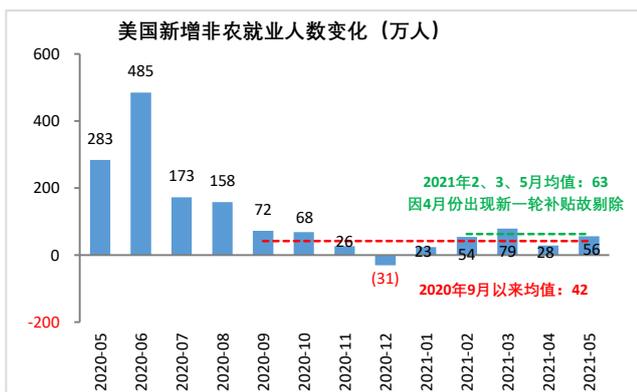
表 1：美国非农就业人数预测表

	月均新增非农人数假定值	2021 年末非农就业缺口（与 2020 年 2 月相比）	
	（万人）	人数（万人）	降幅（%）
情景一	42	-469	-3.1
情景二	53	-395	-2.6
情景三	63	-322	-2.1

资料来源：WIND，财信研究院

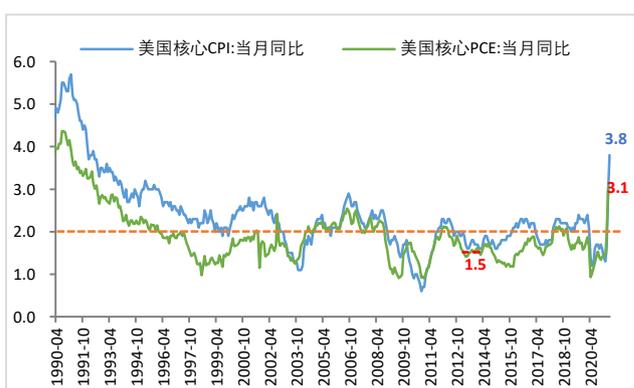
注：月均新增非农人数假定值，情景一为 2020 年 9 月份以来实际发生数的均值；情景三为 2021 年 2、3、5 月份均值（剔除 4 月是考虑到当月财政补贴带来较大扰动）；情景二为情景一与情景三的平均数

图 14：美国新增非农就业人数变化（万人）



资料来源：WIND，财信研究院

图 15：美国核心通胀均已升破 3，创 1993 年以来新高



资料来源：WIND，财信研究院

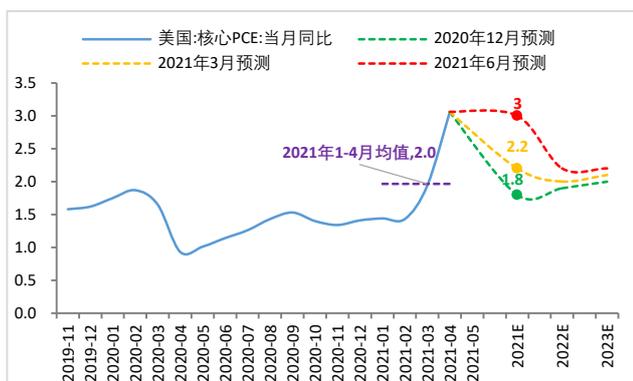
## 二是短期通胀压力较大，但不是主导美联储行动的决定性变量

2021 年 4 月份美国核心 PCE 突破 3%，5 月核心 CPI 进一步攀升至 3.8%，纷纷创下 1993 年以来新高（见图 15），已达到并超过美联储“致力于在一段时间内使通胀略高于 2%、使通胀平均水平达到 2%”的目标。

美国通胀飙升，一方面与去年同期基数偏低密切相关；另一方面经济重启过程中供给受限、但支出快速反弹，加上年内油价大幅上涨加快向消费端传递，均推动通胀攀升。往后看，预计在居民服务消费支出继续反弹和供给瓶颈犹存的共同作用下，短期内美国通胀仍将居高不下，美联储今年3月份和6月份也两次大幅上调美国2021年通胀预期。按照最新的预测，美联储预计2021年美国核心PCE将升至3%（见图16），而1-4月份美国核心PCE均值为2%，低于3%的全年预测值，意味着美联储也认为5-12月份通胀将进一步走高。

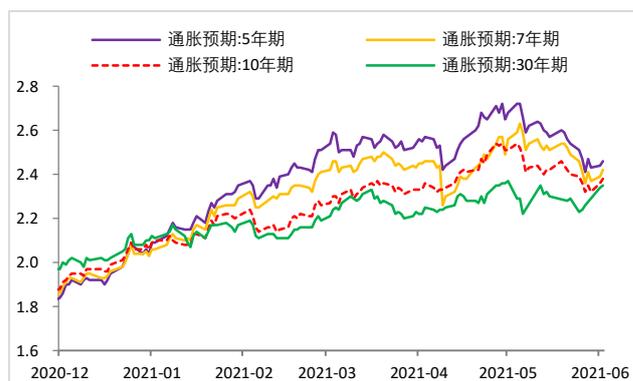
**短期通胀走高不会成为美联储采取行动的的决定性变量。**一是去年美联储货币政策新框架推出“平均通胀目标制”，意味着未来货币政策调整属于事后确认，而非事前前瞻性行动。二是新框架下美联储更关注长期通胀预期的变化，对短期通胀容忍度大幅提升，认为这既有利于价格稳定，更有利于增强实现基础更广泛的就业最大化目标的能力。从年初以来不同期限美债利率隐含的通胀预期看，期限越长通胀预期值越低（见图17），表明美国长期通胀预期整体可控，较稳定。三是尽管美国践行现代货币理论，财政赤字货币化大量释放流动性，拜登政府三轮财政刺激也在推进，但美国仍有700万人未找回工作岗位，决定美联储将继续保持对短期通胀的高容忍性，尽可能久地将利率维持在较低水平。

图 16: 美联储两次大幅上修 2021 年核心 PCE 预测值



资料来源: 美联储, WIND, 财信研究院

图 17: 美债利率隐含的不同期限通胀预期



资料来源: WIND, 财信研究院

三是金融市场流动性泛滥、利率下降，但美联储已启用利率管理工具缓解压力

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\\_20340](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20340)

