

证券研究报告

宏观研究

点评报告

解运亮 宏观分析师

执业编号: S1500521040002

联系电话: 010-83326858

邮箱: xieyunliang@cindasc.com

张云杰 研究助理

联系电话: +86 13682411569

邮箱: zhangyunjie@cindasc.com

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO., LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼

邮编: 100031

美联储表明立场：增长第一，通胀第二

2021年07月29日

- **意料之中！7月议息会议美联储保持宽松立场。**政策目标方面，美联储仍寻求实现最大就业和2%的长期通胀率，对通胀的判断上，美联储延续了“暂时性因素”的表述。利率工具方面，美联储态度不变，基准利率维持0-0.25%，存款准备金利率继续设为0.15%，基础信贷利率维持0.25%，本次会议未提及超额利率。资产购买方面，美联储宣布设立两项常设回购机制，明确隔夜正回购交易标准。对于市场最为关心的购债规模，美联储在表述和操作上，均延续了之前的态度。
- **鲍威尔在新闻发布会上提供了哪些额外信息？**一是肯定了经济基本面已取得好转，与会者预计“经济将继续朝着‘取得进一步实质性进展’迈进”。二是强调了当前存在的问题，尤其是劳动力市场仍有“长路要走”。三是美联储在购债步伐上的任何改变将取决于即将更新的各项数据，言外之意，尽管这段时间美国经济基本面取得了改善，但仍未达到政策目标。
- **美国经济出现好转，失业率仍为政策常态化的最大制约因素。**美国疫苗接种加速推进，最新数据显示美国每百人疫苗接种量已达102剂次，处于世界领先水平。就业恢复不及预期，是当前美联储回归常态化政策的最大制约因素。6月失业率5.9%，距4.5%的政策目标仍有较大空间，同时劳动力市场低参与率与高空缺率并存。美国经济在改善，如果经济动能进一步释放，势必会腾出手来解决通胀问题。美国CPI与PCE数据均处历史高位，较政策目标有明显偏离，此外美国经济动能在不断释放，OECD综合领先指标已略微反超中国。
- **美联储政策立场：增长第一，通胀第二。**尽管美联储在各种场合中反复申明，政策目标是实现最大就业和价格稳定。但现在看来，美联储在通胀压力已达历史高位的情形下依旧保持宽松立场，说明解决就业问题更为重要。根据鲍威尔对当前通胀的判断，通胀率已不足以用于判断美联储政策步伐，应密切关注接下来就业市场的变化。纽约联储6月统计显示，市场对缩减购债规模时点的预期略微提前，加息预期未变。
- **风险因素：**海外疫情持续恶化，货币政策超预期收紧等。

目 录

一、意料之中！7月议息会议美联储保持宽松立场	3
二、购债步伐的任何改变取决于即将更新的各项数据	3
三、美国经济出现好转，失业率仍为政策常态化的最大制约因素	3
四、美联储政策立场：增长第一，通胀第二	6
风险因素	7

图 目 录

图 1：美国 6 月新增病例反弹，但总体仍旧平稳	4
图 2：美国疫苗接种进程加速推进	4
图 3：美国就业恢复速度不及预期	5
图 4：美国低水平的劳动参与率与高空缺率并存	5
图 5：美国通胀压力达到历史高位	6
图 6：美国经济动能持续释放，已略微反超中国	6
图 7：市场参与者和一级交易商对缩减购债的预期	7
图 8：市场参与者和一级交易商对加息的预期	7

事件：

北京时间 7 月 29 日凌晨 02:00，美联储公布 7 月利率决议。凌晨 02:30，美联储主席鲍威尔召开新闻发布会。

一、意料之中！7 月议息会议美联储保持宽松立场

政策目标方面，美联储仍寻求实现最大就业和 2% 的长期通胀率。7 月议息会议中，美联储肯定了疫苗接种取得的进展，以及经济活动和就业指标在继续加强。对通胀的判断上，美联储延续了“暂时性因素”的表述，重申将在一段时间内实现通胀适度高于 2%，从而使得平均通胀水平维持在 2%，长期通胀预期仍保持在 2%。在上述结果实现之前，FOMC 将继续保持宽松的货币政策立场。

利率工具方面，美联储态度不变。联邦基金利率的目标区间仍维持在 0-0.25%，重申直到劳动力市场达到充分就业、通胀率上升且适度超过 2% 水平之前，基准利率不会改变。存款准备金利率继续设定为 0.15%，本次会议未提及超额准备金利率（6 月会议将两项准备金利率均设为 0.15%）。此外，基础信贷利率仍维持 0.25% 的水平。

资产购买方面，美联储宣布设立两项常设回购机制。宣布设立的两项回购机制，一个是国内一级交易商和其他银行的回购机制，一个是其他国家和国际货币当局的回购机制，旨在将两项工具作为货币市场的后盾，支持货币政策的有效实施和市场的平稳运行。隔夜逆回购交易的报价利率维持在 0.05%，限额仍为 800 亿美元。与 6 月会议不同的是，本次会议明确了隔夜回购交易的标准，最低报价利率为 0.25%，总操作限额为 5000 亿美元。

对于市场最为关心的购债规模，美联储在表述和操作上，均延续了之前的态度。表述上肯定了经济已朝着“充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展”方向进了一步，操作上仍维持每月不低于 800 亿美元国债、400 亿美元 MBS 的购债速度。

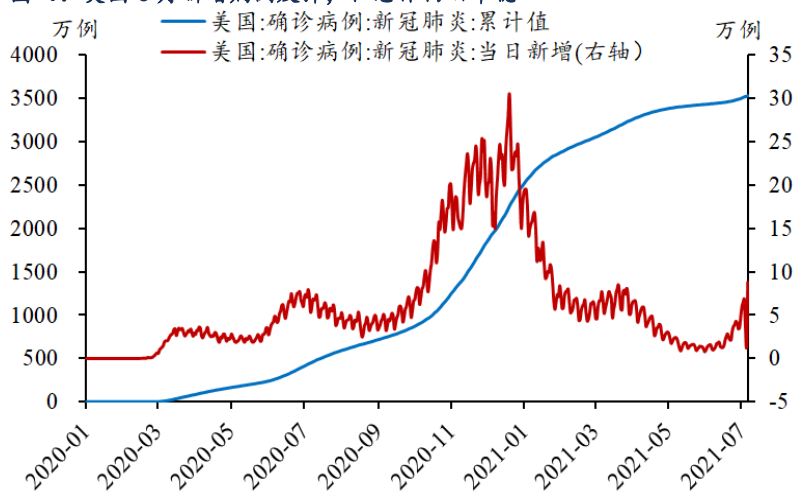
二、购债步伐的任何改变取决于即将更新的各项数据

会后鲍威尔主席在新闻发布会上提供了哪些额外信息？

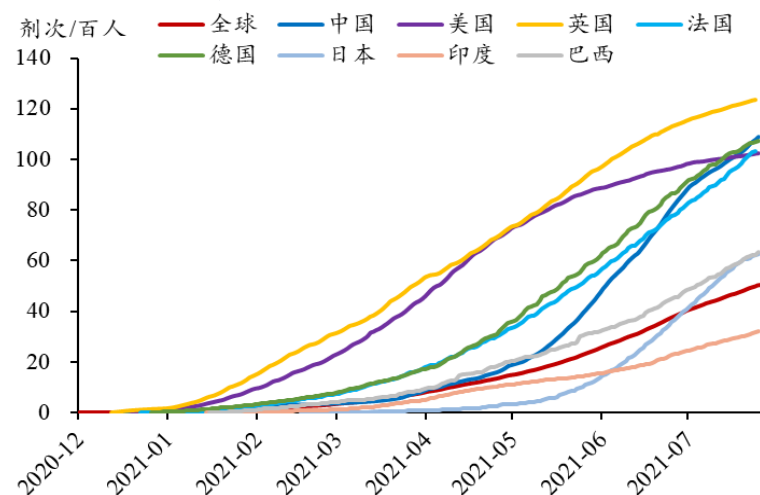
- 1) **肯定了经济基本面已取得好转。**经济活动和就业指标继续走强，家庭支出正快速增长，住房市场仍然强劲，商业投资稳步增长，与会者预计“经济将继续朝着‘取得进一步实质性进展’迈进”。
- 2) **强调了当前存在的问题，尤其是劳动力市场仍有“长路要走”。**美国劳动力市场需求十分强劲，休闲和酒店业就业人数显著增长，整个劳动力市场状况在改善。但 6 月失业率 5.9%，仍旧低估了就业缺口，尤其是劳动参与率仍未摆脱去年以来的低迷局面，居民护理需求、疫情担忧，以及失业保障金，似乎还在影响就业增长。
- 3) **美联储在购债步伐上的任何改变将取决于即将更新的各项数据。**言外之意，尽管这段时间美国经济基本面取得了改善，但仍未达到政策目标。影响美联储政策决断的因素，主要包括公共卫生、劳动力市场状况、通胀压力和预期，以及金融和国际发展。鲍威尔再次申明，购债的任何改变会做到“提前通知”。

三、美国经济出现好转，失业率仍为政策常态化的最大制约因素

疫苗接种推进，美国疫情防控持续强化。当前美国疫苗接种正在不断加快，截止 7 月 26 日，美国每百人新冠疫苗接种量约达 102 剂次，较上月同期增长 6%，且保持增长势头。从数据的增长趋势上看，发达国家的接种进度整体好于发展中国家。在疫苗加速推进背景之下，虽然 Delta 变异毒株的蔓延使得 7 月美国日均新增确诊病例上升至 3.35 万例，较 6 月有所反弹，但持续强化的防控力度使得美国累计确诊病例增速边际放缓。因此，从总体上看，美国国内疫情现已得到了明显控制，疫情对经济的影响也将进一步减弱。

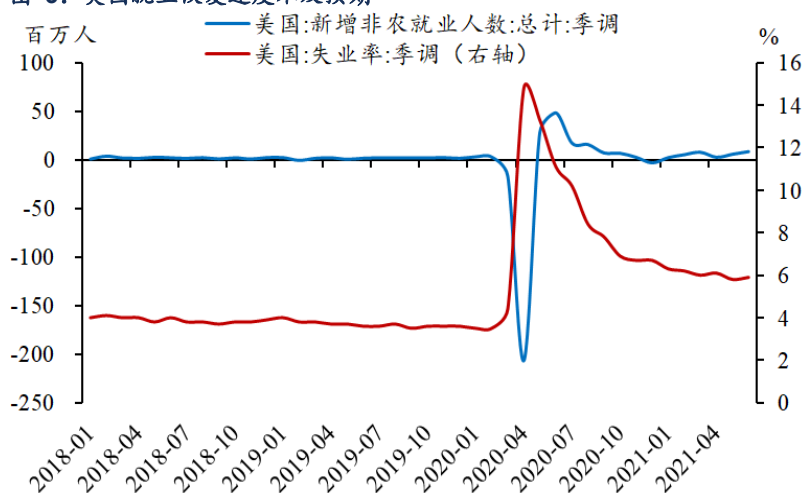
图 1：美国 6 月新增病例反弹，但总体仍旧平稳


资料来源：万得，信达证券研发中心

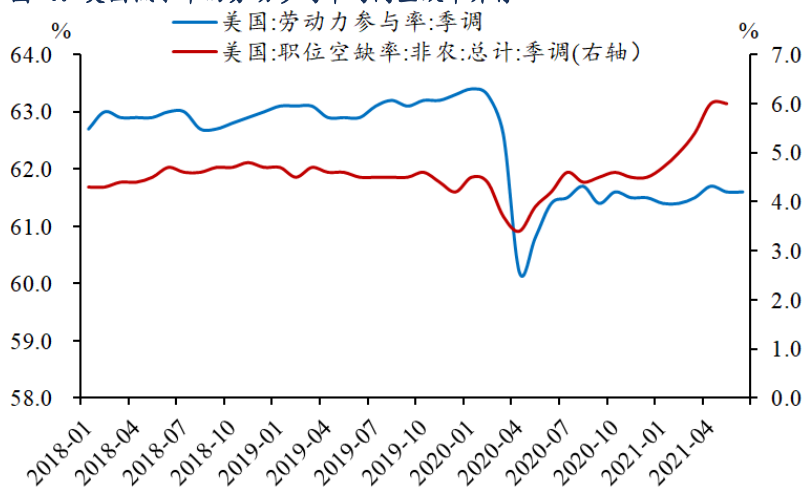
图 2：美国疫苗接种进程加速推进


资料来源：万得，信达证券研发中心

就业恢复不及预期，是当前美联储回归常态化政策的最大制约因素。从新增非农就业数据来看，6 月美国新增非农就业人口为 850 万人，较上月新增了 267 万人，但同比增速已连续两月为负。同时，6 月劳动参与率为 61.6%，与上月持平，就业意愿仍未从疫情以来的低迷水平中恢复。受供给端疲弱表现的影响，非农职位空缺率仍在攀升。低参与率与高空缺率并存反映出美国劳动力市场仍有很长的路要走，当前失业率距美联储预期目标 4.5% 仍有较大距离，是拖累美联储缩减购债步伐的最大因素。

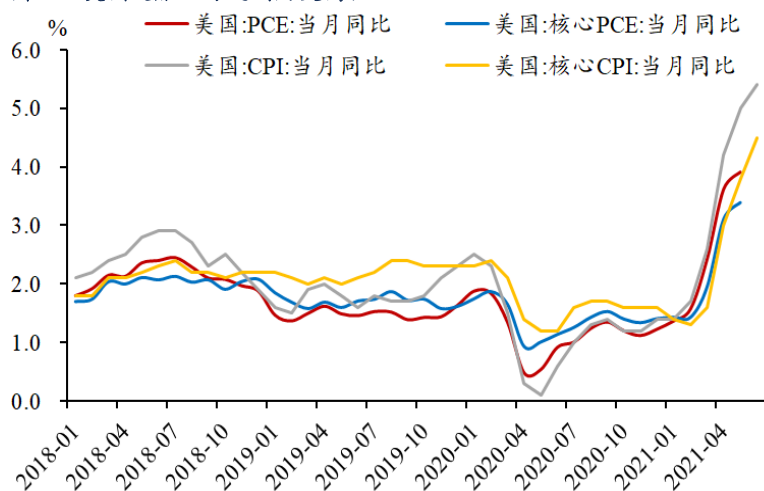
图 3：美国就业恢复速度不及预期


资料来源：万得，信达证券研发中心

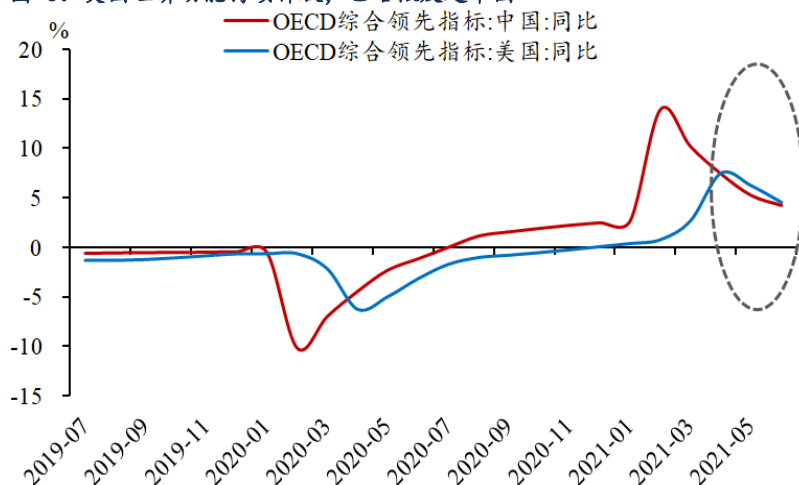
图 4：美国低水平的劳动参与率与高空缺率并存


资料来源：万得，信达证券研发中心

美国经济在改善，如果经济动能进一步释放，势必会腾出手来解决通胀问题。6月美国CPI同比增长5.4%，核心CPI同比增长4.5%，处于历史高位。与此同时，5月PCE和核心PCE同比分别为3.91%和3.39%，距离美联储在6月议息会议上预期的3.4%和3.0%还存在较大偏离。不断上行的通胀水平，使得市场对美联储政策收紧的预期逐步升温。从OECD综合领先指标来看，6月美国OECD综合领先指标达到100.55，为2019年以来的最高水平，且连续4个月位于100以上，预示美国经济动能在不断释放。我国在本次疫情中率先恢复，截至6月份，美国OECD综合领先指标已略微反超中国，如果美国经济持续改善，势必会为了解决通胀问题腾出空间。

图 5：美国通胀压力达到历史高位


资料来源：万得，信达证券研发中心

图 6：美国经济动能持续释放，已略微反超中国


资料来源：万得，信达证券研发中心

四、美联储政策立场：增长第一，通胀第二

美联储当前的政策立场表明，实现经济复苏是第一要义，通胀问题排在第二。尽管美联储在各种场合中反复申明，政策目标是实现最大就业和价格稳定。但现在看来，美联储在通胀压力已达历史高位的情形下依旧保持宽松立场，说明解决就业问题更为重要。根据鲍威尔对当前通胀的判断，“疫情早期的极低基数，以及油价上涨对消

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_22440



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>