



张瑜：面鸽里鹰的美联储



文/新浪财经意见领袖专栏作家 张瑜

主要观点

1、7月 FOMC 会议主要内容

政策决议：维持货币政策，新设回购工具。此次议息会议中，美联储维持联邦基金利率 0%-0.25%不变，维持当前资产购买速度；另外，美联储新设立分别针对国内与国外的常设回购便利工具 SRF、FIMA。

会议声明：对经济表态进一步乐观。会议声明中首次指出“在实现充分就业和物价稳定的目标上已经取得了一些进展，未来将继续评估这一进展。从去年 12 月以来，美联储一直的表述是将维持每月增持国债至少 800 亿美元，MBS 至少 400 亿美元，直到充分就业和物价稳定目标取得实质性进展，而此次会议中首次指出去年 12 月提出的目标已经取得了一些进展，说明了在对经济基本面的评估上，美联储已开始逐步认可经济的实质性进展了。

市场即期表现来看，会后美元、美债收益率短期走高后回落，美股、黄金上涨，资产反映偏鸽，原因或在于新闻发布会中鲍威尔讲话仍未释放关于 Taper 更多的信息，近期发布 6 月 FOMC 会议纪要、鲍威尔国会听证会讲话也都因未传递进一步紧缩预期而资产价格反应偏鸽。

但我们认为考虑到目前美国经济基本面具备货币政策收紧的环境，同时美联储表态也未发生方向性的转变，目前看仍不宜低估 8-9 月释放 Taper

预期的可能性。

2、从泰勒规则视角看美联储的紧缩周期

1) 根据传统泰勒规则，从 90 年代至金融危机前，美联储货币政策完全遵循泰勒规则。根据泰勒规则，可将政策利率的决定因素分为三部分：通胀因子、产出缺口因子与常量，回顾 90 年代以来三轮紧缩周期可以看到：

1994 年 2 月-1995 年 2 月加息：从货币政策的影响因素来看，通胀因子在这一阶段由高位逐步下行，政策利率转向的主导因素以产出缺口的提升为主。

1997 年 3 月的“偶发”加息与 1999 年 6 月-2000 年 5 月的加息周期：同时受到产出缺口与通胀回升的影响，是经济全面恢复下的加息。

2004 年 6 月-2006 年 6 月：同时受到产出缺口与通胀回升的影响。

因此综合来看，金融危机前，当产出缺口有明确转正的趋势（产出缺口较底部修复 50%以上时政策开始收紧），同时通胀回升至 2%的目标区间的情况下，通常即对应货币政策的紧缩周期。

2) 金融危机后美联储面临零利率下限，并启动资产购买等非常规货币政策工具，因此货币政策的松紧无法再单纯以联邦基金利率衡量，传统泰勒规则失效。

为了更好的刻画量化宽松工具对货币政策效果的影响，近年来学者引

入“影子利率”的概念。亚特兰大联储月度对 Wu-Xia 影子利率指标进行更新，可以看到政策利率高于 0 时，影子利率和联邦基金利率一致；政策利率降为 0 时，影子利率较好地反映了非常规货币政策的实施情况：2009 年 3 月美联储启动 QE1，影子利率开始逐步走低，2009 年 7 月转负；直到 2014 年 10 月资产购买计划结束，则影子利率见底，此后逐步回升；2015 年 10 月影子利率转正，12 月正式加息。

Wu-Xia 影子利率是一个同步指标，能够衡量当前货币政策环境，但无法提前预判货币政策方向。然而可以看到截至 2021 年 6 月，影子利率水平已与 2013 年末美联储正式启动 Taper 时点的利率水平基本一致，这也定量反映了当前货币政策对经济的刺激效果已达到 2013 年 Taper 前的水平，因此美联储大概率将开始释放货币政策收紧的预期。

3、美债收益率：下半年或见底反弹

4 月以来美债收益率出现趋势下行，目前来看或主要与经济增长预期走弱、通胀预期下行、流动性宽松三因素有关，而上述造成美债收益率近期下行的因素或将在下半年出现边际转向，美债收益率下半年或见底反弹。

风险提示：美联储 Taper 时点不及预期。

报告目录

一、7月 FOMC 会议主要内容.....	5
(一) 政策决议：维持货币政策，新设回购工具	5
(二) 会议声明：对经济表态进一步乐观	5
(三) 市场即期影响：美元、美债收益率下行，美股、黄金上涨	6
二、从泰勒规则视角看美联储的紧缩周期.....	6
(一) 金融危机前泰勒规则的政策意义	7
(二) 金融危机后泰勒规则的演化	8
三、美债收益率：下半年或见底反弹.....	9
(一) 如何理解近期美债收益率的下跌	9
(二) 美债后续展望：或见底反弹	10

一 7月 FOMC 会议主要内容

(一) 政策决议：维持货币政策，新设回购工具

此次议息会议中，美联储维持联邦基金利率 0%-0.25% 不变，维持当前资产购买速度，每月购买 800 亿美元国债、400 亿美元 ABS；另外，美联储新设立分别针对国内与国外的常设回购便利工具 SRF、FIMA；其中 SRF 每日最大操作上限 5000 亿美元，最低投标利率 25bps，交易标的为国债、MBS 与 ABS，交易对手包括一级交易商（未来将进一步拓宽）；FIMA 每日单个交易对手的交易上限为 600 亿美元，最低利率 25bps，交易标的为美国国债，从而缓解全球美元流动性压力。

(二) 会议声明：对经济表态进一步乐观

最为重要的是，会议声明中首次指出“在实现充分就业和物价稳定的目标上已经取得了一些进展，未来将继续评估这一进展。从去年 12 月以来，

美联储一直的表述是将维持每月增持国债至少 800 亿美元, MBS 至少 400 亿美元, 直到充分就业和物价稳定目标取得实质性进展, 而此次会议中首次指出去年 12 月提出的目标已经取得了一些进展, 说明了在对经济基本面的评估上, 美联储已开始逐步认可经济的实质性进展了。

其次, 此次会议声明中多次用到“继续”一词, 如“随着疫苗接种和政策支持, 经济活动和就业指标继续增强; 经济发展的道路将继续取决于病毒的传播”。“继续”一词也同样传递除了当前经济修复正处于合适路径的含义。

同时, 在新闻发布会中, 记者的关注点主要集中在对就业、通胀与货币政策前景方面, 而鲍威尔的回答也基本延续此前的表态。通胀方面, 通胀上行更多是结构性的、临时性的, 未来几个月通胀可能维持在 2% 以上, 但长期通胀预期仍稳定在 2%; 且如果通胀与通胀预期持续上升, 美联储会采取措施控制。就业方面, 就业市场的修复还有很长的路要走。而货币政策前景方面, 鲍威尔则仍表示将保持与市场沟通的透明度, 美联储也仍在对缩债计划进行评估, 但仍未释放更多缩债信号。

图表 1 2020-2021 年关键 FOMC 会议的主要内容摘要

	2021.7 会议	2021.6 会议	2021.3 会议	2021.1 会议
经济回顾	经济活动 疫苗接种方面的进展减少了 COVID-19 在美国的传播。 随着疫苗接种取得进展和强有力的政策支持，经济活动和就业指标继续增强。受大流行影响最严重的部门已出现改善，但尚未完全恢复。	疫苗接种方面的进展减少了 COVID-19 在美国的传播。 随着疫苗接种工作的进展和强有力的政策支持，经济活动和就业指标得到了加强。受大流行影响最严重的部门仍然薄弱，但已有改善。	冠状病毒的大流行在美国和全世界造成了巨大的经济困难。在复苏步伐放缓之后，经济活动和就业指标最近有所上升，尽管受到大流行影响最严重的部门仍然脆弱。	冠状病毒的大流行在美国和全世界造成了巨大的经济困难。最近几个月，经济活动和就业的复苏步伐有所缓和，疲软集中在受大流行影响最严重的部门。
	通货膨胀 通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。	通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。	通胀率继续低于 2%。	需求疲软和前期油价大幅下跌抑制了通胀水平
	家庭消费和企业投资 整体金融状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	整体金融状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	整体金融状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动	整体金融状况有所改善，部分反映了支持经济的政策措施以及信贷向美国家庭和企业流动
对经济增长及通胀看法	经济发展的道路将在很大程度上继续取决于病毒的传播过程。疫苗接种的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景面临的风险仍然存在。	经济发展的道路将在很大程度上取决于病毒的传播过程以及疫苗的接种进度。疫苗接种的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景面临的风险仍然存在。	经济发展的道路将在很大程度上取决于病毒的传播过程，以及疫苗的接种进度。目前的公共卫生危机将持续在短期内严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并对中期经济前景构成相当大的风险。	经济发展的道路将在很大程度上取决于病毒的传播过程，以及疫苗的接种进度。目前的公共卫生危机将持续在短期内严重影响经济活动、就业和通货膨胀，并对中期经济前景构成相当大的风险。
利率	联邦基金目标利率区间维持在 0%-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 0%-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 0%-0.25%	联邦基金目标利率区间维持在 0%-0.25%
对未来利率调整的前瞻指引	委员会将维持 0%-0.25% 的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和 2% 的通胀目标。 美联储将使用各种工具来支持美国经济，从而促进经济实现最大就业和价格稳定的目标。	委员会将维持 0%-0.25% 的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和 2% 的通胀目标。 美联储将使用各种工具来支持美国经济，从而促进经济实现最大就业和价格稳定的目标。	委员会将维持 0%-0.25% 的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和 2% 的通胀目标。 美联储将使用各种工具来支持美国经济，从而促进经济实现最大就业和价格稳定的目标。	委员会将维持 0%-0.25% 的目标区间，直到其确信美国有望实现充分就业和 2% 的通胀目标。 美联储将使用各种工具来支持美国经济，从而促进经济实现最大就业和价格稳定的目标。
资产负债表规模决议	去年 12 月委员会表示每月将继续增持国债至少 800 亿美元，MBS 至少 400 亿美元，直到充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展。从那时起经济在实现这些目标上取得了一些进展，委员会将在未来的会议上继续评估这一进展。	每月将继续增持国债至少 800 亿美元，MBS 至少 400 亿美元，直到充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展	每月将继续增持国债至少 800 亿美元，MBS 至少 400 亿美元，直到充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展	每月将继续增持国债至少 800 亿美元，MBS 至少 400 亿美元，直到充分就业和物价稳定的目标取得实质性进展
投票情况	10-0	10-0	10-0	10-0

资料来源：美联储，华创证券

(三) 市场即期影响：美元、美债收益率下行，美股、黄金上涨

美元、美债收益率短期走高后回落，美股先涨后跌、黄金上涨：降息

决议公布之后四个小时窗口看，美元指数由 92.7558 下跌 0.53%至 92.2668，道琼斯指数/纳斯达克指数/标普 500 指数先涨后跌，最大涨幅分别为+0.4%/+0.7%/+0.5%，收盘涨幅+0.05%/+0.4%/+0.2%，美国 10 年期基准国债收益率由 1.273%下行 3.8bps 至 1.235%，COMEX 黄金由 1793.6 美元/盎司上涨 0.7%至 1806.3 美元/盎司。

资产反映偏鸽，原因或在于新闻发布会中鲍威尔讲话仍未释放关于 Taper 更多的信息，近期发布 6 月 FOMC 会议纪要、鲍威尔国会听证会讲话也都因未传递进一步紧缩预期而资产价格反应偏鸽。但我们认为考虑到目前美国经济基本面具备货币政策收紧的环境，同时美联储表态也未发生方向性的转变，目前看仍不宜低估 8-9 月释放 Taper 预期的可能性。

二

从泰勒规则视角看美联储的紧缩周期

1993 年约翰·泰勒 (John B.Taylor) 发表论文，提出一套以实际利率为货币政策中介目标，根据通胀缺口和产出缺口（根据奥肯定律，产出和

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_32624

