



美联储 QE 退出路径：警惕下半年不达预期的通胀大缓和



意见领袖 | 邵宇（东方证券首席经济学家）、陈达飞（东方证券宏观分析师）

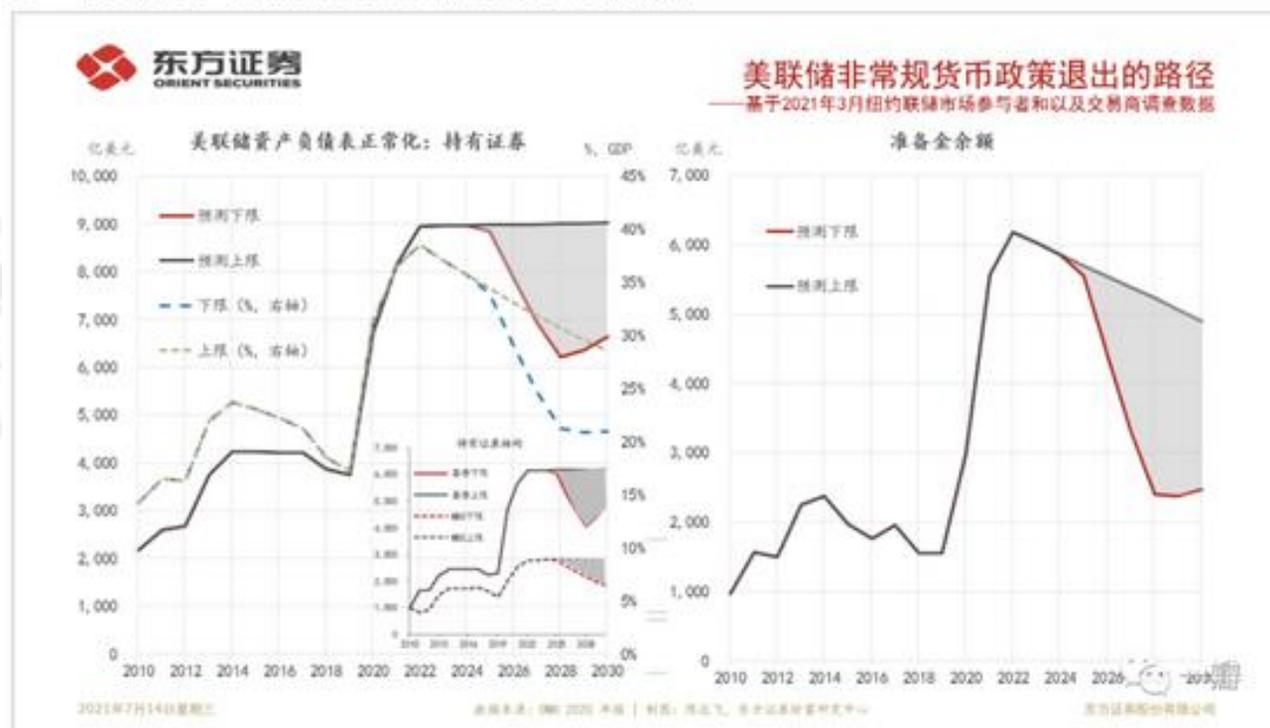
美国 6 月 CPI 数据再超预期,整体与核心 CPI 同比涨幅分别达到 5.4% 和 4.5%,分别较 5 月上升 0.4 和 0.7 个百分点(6 月的基数效应已经下降);环比分别为 0.9%和 0.8%,均为疫情以来的高点。美联储主席鲍威尔在国会听证时表示:通货膨胀明显上升,未来几个月仍将“居高不下”;如果通胀上升太多,美联储准备调整政策。相比上半年通胀超预期上行,下半年不达预期的通胀缓和可能对市场的冲击更大。

有充分的理由相信,本次美联储非常规货币政策正常化将是一次“急刹车”。

大规模资产购买(即量化宽松, QE)政策的使用及退出导致央行资产负债表经历四个阶段的演变:扩张、再投资(资产负债表规模保持不变)、收缩、内生增长。理论和经验上,加息一般被放在第二个阶段。

根据纽约联储 3 月份对一级交易商和市场参与者的调查,公开市场操作年报(2020 年)给出了 2030 年之前美联储资产负债表演化路径的预测——2021 年全年维持每月 1200 亿美元资产购买规模,2022 年初启动 Taper(缩减购债),至 2022 年底停止扩表(图 1)。12 个月的 Taper 周期,意味着每个月缩减规模为 100 亿美元。截至扩表终止,美联储总资产规模将达 9 万亿美元,占 GDP 的比重为 39%,准备金规模达 6.2 万亿美元。

图1：美联储资产负债表规模回归常态的路径（预测）



数据来源：美联储公开市场操作年报（2020），东方证券财富研究

联邦公开市场委员会（FOMC）在年报中强调，预测是在非常严格的假设条件下做出的，实践中会根据宏观经济形势做出调整，具体假设包括：

（1）利率。有效联邦基金利率的中值在 2023 年三季度前稳定在 12.5 个基点，至 2026 年底将升至略高于 2% 的水平，长期联邦基金利率的中枢为 2.25%。10 年期国债收益率和 30 年期固定一级抵押贷款利率在较长时期内将分别升至 2.5% 和 4.1%。

（2）资产负债表。资产方面，再投资阶段的最小持续期为 3 年，其间，到期国债和 MBS（抵押贷款证券化）均以同等金额购买相应资产，在内生增长时期，MBS 到期金额被用于购买国债。负债方面，不同科目除起点不同外，增速大致等于名义 GDP 增速（3.95%），例如，准备金的起点

是 2019 年 12 月的 1.7 万亿美元，至 2030 年将增至 2.4 万亿美元，TGA 账户（财政部在美联储账户）在 2020 年二季度末降至 5000 亿美元的合理水平，而后每年增长 3.95%，至 2030 年底增至 7150 亿美元，类似地，截至 2030 年，流通中的现金将增至 3.9 万亿美元。由此可知，如果通胀缺口或就业缺口收敛的速度超预期，整体进度会前移。

非常规货币政策正常化进程大概率会前移。首先，在 4 月份的市场参与者调查中，2023 年第三季度的联邦基金利率预测的中位数由 3 月份的 0.18% 升至 0.25%；其次，5 月的通胀数据远超预期；再次，与 3 月相比，在 6 月 FOMC 会议中，美联储对未来经济有着更乐观的预期，发布的点阵图也显示，2023 年的联邦基金目标利率（区间）显著上移。会后，亚特兰大联储主席博斯蒂克（Raphael Bostic）表示，由于经济加速复苏，他支持在 2023 年底之前加息两次，首次加息日期提前至 2022 年，并在未来 3~4 个月时间内做出缩减 QE 的决定。这意味着，Taper 或提前至 2021 年 3~4 季度。

2021 年 3 月以来，美联储加大逆回购操作，5 月后显著提速，截至 6 月 23 日，其冻结的准备金规模已超过 1 万亿美元，表明货币市场流动性已经出现过剩。与此同时，准备金规模正在筑顶，但美联储仍在以每月 1200 亿美元的规模扩表。与历史比较，当前时点类似于 2013 年末，美联储本应该开始 Taper，至少应该公布 Taper 计划，但由于疫情对经济的结构性冲击更显著，疫后复苏也更加不均衡，收紧货币政策将威胁脆弱的复苏进

程，显然会遇到一定的政治压力。

如果美联储在第三季度发出明确的 Taper 信号，第四季度正式启动 Taper，这一次货币政策正常化是“急刹车”，留给市场缓冲的时间大幅压缩，投资者也必须做好“防撞击”的准备。当然，美联储并非没有腾挪空间。准备金规模是关键。加息要求减少准备金的供给。美联储既可以用其他主动负债工具（如逆回购协议或定期存款便利）来临时冻结准备金，也可以通过出售证券来永久吸收准备金，还可以搭配使用。

历史的相似性总是惊人的。结合美联储货币政策史和美国经济史来看，鲍威尔重走 20 世纪 70 年代美联储前主席伯恩斯老路的概率正在提高。半个世纪之前的 1971 年 6 月 22 日，美国通胀正从 6% 的水平缓慢下行，伯恩斯给尼克松总统写了一份备忘录，声称“经济结构（已经）发生了深刻的变化”，建议采取“强力的工资和物价政策”控制通胀。伯恩斯始终认为，通胀并非货币现象，从而不是美联储的职责所在，也超出了美联储的能力范围。事后观之，货币才是上世纪 70 年代滞胀的“火种”。没有货币的扩张，原油价格上涨的持续性要大打折扣。

同样，鲍威尔一直在引导市场预期，强调通胀是不可持续的，给出的理由也是结构性原因——疫情冲击导致的供求失衡是短暂的，随着群体免疫的临近，防控政策和救助政策终将退出，企业将全面复工复产，劳动者也将回归就业岗位，供给不足导致的通货膨胀终将消退。

由于基数的原因，第三季度全球通胀上行的力量预计会边际放缓，但

由于产出缺口仍为负值，整体库存仍处低位，大宗商品涨价并未结束，原油和食品价格涨势未见消退（图 2）。通胀下行的幅度或低于预期。长期而言，过去 40 年导致全球通胀下行的长期性因素已经反转（如人口结构老龄化、全球价值链重构、激进民族主义的复兴等），未来将驱动通胀中枢上行。

图2：大宗商品价格上涨的“接力”



数据：联合国,CEIC, 东方证券财富研究

货币政策是另一个不确定性的来源。鲍威尔已经放弃“逆风而行”规

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_33082

