



如何理解美联储的“迷之自信”



【财新网】(专栏作家 钟正生) 美国时间 2021 年 7 月 28 日, 美联储公布 7 月 FOMC 会议声明, 美联储主席鲍威尔接受采访。

货币政策: 基本不变

2021 年 7 月美联储 FOMC 声明中的货币政策基本维持不变: 维持联邦基金利率 (0-0.25%), 维持资产购买节奏 (每月 800 亿美元国债和 400 亿美元 MBS), 维持准备金利率 (0.15%) 和隔夜逆回购利率 (0.05%) 不变等。

货币政策表述中, 仅有两个变化, 但均属技术性调整, 不改货币政策基调: 1) 新增隔夜回购操作规则, 以 0.25% 的最低投标利率, 进行总额上限为 5000 亿美元的隔夜回购操作, 但这一限额可由主席决定临时增加。2) 宣布委员会投票通过了一项有关准备金利率的规定, 即从 7 月 29 日开始不再区分 “法定存款准备金利率 (IORR) ” 和 “超额存款准备金利率 (IOER) ” , 而是统一使用 “存款准备金余额利率 (IORB) ” 。

图表1 美联储 2021 年 7 月与 6 月议息会议声明比较：新增隔夜回购操作规则

2021 年 7 月美联储 FOMC 声明	2021 年 6 月美联储 FOMC 声明
- 从 2021 年 7 月 29 日起，将准备金的利率设定为 0.15%。(脚注 1：2021 年 6 月 2 日美联储宣布，美联储理事会通过了一项最终规则，将于 7 月 29 日生效，修改了一项规定：取消对法定存款准备金利率(IORR)和超额存款准备金利率(IOER)的提法，代之以单一的利率——存款准备金余额利率(IORB)。因此，理事会在本次会议上就 IORB 的单一利率使用进行了表决，今后将继续这样做。) - 进行必要的公开市场操作，将联邦基金利率维持在 0 - 0.25% 的目标区间。 - 将国债持有量每月增加 800 亿美元，将机构抵押贷款支持证券(MBS)每月增加 400 亿美元。 - 增加美国国债和机构抵押贷款支持证券的持有数量，并购买机构商业抵押贷款支持证券(CMBS)，以维持这些证券市场的平稳运行。 - 进行隔夜回购协议操作，最低投标利率为 0.25%，总操作限额为 5000 亿美元；操作限额总量可由主席决定临时增加。 - 进行隔夜逆回购协议操作，发行利率 0.05%，每个交易对手每天不超过 800 亿美元；每一交易对手的限额可由主席酌情临时增加。 - 在拍卖中展期美联储所持国债的所有本金，并将美联储所持机构债券和机构 MBS 的所有本金再投资于机构 MBS。 - 如需要，允许购买和再投资的金额与规定数额有一定偏差。 - 在必要时进行美元纸币和息票互换交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。 - 联邦储备系统理事会投票批准在现有的 0.25% 的水平上建立一级信贷利率。	- 从 2021 年 6 月 17 日起，将法定和超额准备金的利率设定为 0.15%。在联邦基金利率目标区间下限之上设置 15 个基点的法定和超额准备金利率，是为了在 FOMC 的目标利率区间内促进联邦基金市场的交易，支持短期融资市场的平稳运行。 - 进行必要的公开市场操作，将联邦基金利率维持在 0 - 0.25% 的目标区间。 - 将国债持有量每月增加 800 亿美元，将机构抵押贷款支持证券(MBS)每月增加 400 亿美元。 - 增加美国国债和机构抵押贷款支持证券的持有数量，并购买机构商业抵押贷款支持证券(CMBS)，以维持这些证券市场的平稳运行。 - 进行回购协议操作，以支持有效的政策执行和短期美元融资市场的平稳运行。 - 进行隔夜逆回购协议操作，发行利率 0.05%，每个交易对手每天不超过 800 亿美元；每一交易对手的限额可由主席酌情临时增加。 - 在拍卖中展期美联储所持国债的所有本金，并将美联储所持机构债券和机构 MBS 的所有本金再投资于机构 MBS。 - 如需要，允许购买和再投资的金额与规定数额有一定偏差。 - 在必要时进行美元纸币和息票互换交易，以促进美联储机构 MBS 交易的结算。 - 联邦储备系统理事会投票批准在现有的 0.25% 的水平上建立一级信贷利率。

资料来源：美联储，平安证券研究所

声明措辞：首次提到“取得进展”，并弱化了病毒影响

7 月声明对美国经济前景的表述整体变化不大，有两个细微变化：一是，弱化了疫苗的作用。声明开头删去了“疫苗接种进展减少了疫情传播”的相关表述。我们理解，主要原因是美国近期疫苗接种速度下滑，疫苗对

经济的边际作用已经减弱，且疫苗也难以完全阻止 Delta 病毒的传播。二是，弱化了新冠病毒对经济的影响。此前表述认为，美国经济发展之路将“在很大程度上”（significantly）取决于新冠病毒的影响。而本次表述删去了“在很大程度上”，仅表述经济发展“继续”取决于病毒走向，显得更加“轻描淡写”。除此之外，声明保留了此前的大部分内容，包括对通胀的态度，即认为通胀率虽然已经上升，但仍然主要反映了“暂时性因素”。

7 月声明首次提到“取得了进展”，但没有强调经济尚未取得“实质性进一步进展”（substantial further progress，下文简称 SFP）。此前声明的表述是，美联储将在实现 SFP 以前继续维持资产购买。而本次声明出现了微妙的改变，类似进行了一次上半年的回顾，提到“自去年 12 月以来”美联储通过资产购买使经济“取得了进展”（has made progress）。

有关“取得进展”的表述（加上有关弱化病毒影响的表述），让市场感受到了“鹰气”：美元指数在声明发布后短线拉升，由 92.50 附近一度跃升至 92.70 上方；10 年美债收益率由 1.25% 小幅上升至 1.26%。同时，市场也感受到了声明中美联储对于美国经济的信心，美股三大股指均短线拉升。

图表2 美联储 2021 年 7 月和 6 月议息会议声明原文比较：弱化疫情影响，首次提到“取得进展”

2021 年 7 月美联储 FOMC 声明	2021 年 6 月美联储 FOMC 声明
■ With progress on vaccinations and strong policy support, indicators of economic activity and employment have continued to strengthen. The sectors most adversely affected by the pandemic have shown improvement but have not fully recovered. Inflation has risen, largely reflecting transitory factors. Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses. ■ (中文)在疫苗进展和强有力的政策支持下，经济活动和就业指标有所加强。受疫情不利影响最大的部门仍然脆弱，但已显示出改善。通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。整体金融状况依然宽松，这在一定程度上反映了支持经济和信贷流向美国家庭和企业的政策措施。 ■ The path of the economy continues to depend on the course of the virus. Progress on vaccinations will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy, but risks to the economic outlook remain. ■ (中文)经济发展的道路继续取决于病毒的走向。疫苗接种方面的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景仍存在风险。 ■ Last December, the Committee indicated that it would continue to increase its holdings of Treasury securities by at least \$80 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$40 billion per month until substantial further progress has been made toward its maximum employment and price stability goals. Since then, the economy has made progress toward these goals, and the Committee will continue to assess progress in coming meetings. ■ 去年 12 月，委员会表示将继续增加增加每月至少 800 亿美元国债和每月至少 400 亿美元 MBS 的持有，直到朝着充分就业和物价稳定的目标(经济)取得了“实质性进一步进展”。自那时以来，经济朝着这些目标取得了进展，委员会将在今后的会议中继续评估进展。	■ Progress on vaccinations has reduced the spread of COVID-19 in the United States. Amid this progress and strong policy support, indicators of economic activity and employment have strengthened. The sectors most adversely affected by the pandemic remain weak but have shown improvement. Inflation has risen, largely reflecting transitory factors. Overall financial conditions remain accommodative, in part reflecting policy measures to support the economy and the flow of credit to U.S. households and businesses. ■ (中文)疫苗接种方面的进展减少了 COVID-19 在美国的传播。在这一进展和强有力的政策支持下，经济活动和就业指标有所加强。受疫情不利影响最大的部门仍然脆弱，但已显示出改善。通货膨胀率上升，主要反映了暂时性因素。整体金融状况依然宽松，这在一定程度上反映了支持经济和信贷流向美国家庭和企业的政策措施。 ■ The path of the economy will depend significantly on the course of the virus. Progress on vaccinations will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy, but risks to the economic outlook remain. ■ (中文)经济发展的道路将在很大程度上取决于病毒的走向。疫苗接种方面的进展可能会继续减少公共卫生危机对经济的影响，但经济前景仍存在风险。 ■ In addition, the Federal Reserve will continue to increase its holdings of Treasury securities by at least \$80 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$40 billion per month until substantial further progress has been made toward the Committee's maximum employment and price stability goals. ■ 此外，美联储将继续增加每月至少 800 亿美元国债和每月至少 400 亿美元 MBS 的持有，直到朝着充分就业和物价稳定的目标(经济)取得了“实质性进一步进展”。

资料来源：美联储，平安证券研究所

鲍威尔采访：“澄清”还未达到“进一步实质性进展”，看好就业，看淡通胀风险

7 月 FOMC 会议后，鲍威尔的采访发言重点内容包括：

1) “澄清”还未达到“进一步实质性进展” (SFP)。第一个记者提问就是有关 SFP 有没有具体的数字和定义，鲍威尔表述：就业市场指标复杂，如失业率、劳动参与率、工资等，因此很难给出定义和具体的数字；正朝着这个目标迈进，但仍然与之有距离 (away from)。之后在另一个记者提问后，其再次强调我们正在取得进展 (we are on the process now)、但不是 SFP。

2) 关于 Taper 及如何收紧货币政策。有记者问是否会考虑在完全削减 QE 前先加息以遏制通胀，鲍威尔表述仍会先削减 QE；有记者问是否会考虑先减少 MBS 以控制房价（本次会议前市场确实对此有较多的揣测），鲍威尔表述 MBS 和国债的作用大体是类似的，如果到了削减的时候，会同时削减。

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_32025

