



美联储加息周期：近在眼前的告别

谭卓

经济研究所主管

☎: 0755-83167787

✉: zhuotan@cmbchina.com

- 美联储前瞻指引“由鹰转鸽”，政策立场趋于收敛。去年12月议息会议以来，几乎所有联储官员的言论均出现了“鸽派”转向，“耐心”、“基于数据”等词汇成为了其中的关键字。鹰派票委亦“鸽声”不断，表明联储内部立场更加趋于一致。新年伊始的第一次议息会议进一步发出了“暂停加息”的强烈信号。
- 从近期的议息会议纪要分析，五个维度的数据将决定美联储未来货币政策的走向：（1）就业；（2）通胀；（3）房地产市场；（4）金融市场；（5）全球经济。去年12月美联储加息之后，除就业市场外，其余四个方面的数据均表现欠佳，是美联储暂停加息的主要原因。
- 美联储此轮加息周期距离终点仅一步之遥。目前美联储的政策利率已趋近3%的中性利率水平，在经济放缓、金融市场波动加剧、政治不确定性仍存的情况下，未来美联储仅余1-2次的加息空间，何时重启加息将视上述五个维度的经济数据而定。
- 我们预计美联储在今年上半年将暂停加息，或于下半年择机加息一次。美联储降息节奏放缓、空间缩小，有助于修复全球金融市场的风险偏好，对风险资产形成利好，美元的支撑则将进一步趋弱。我国的货币政策操作也将因此获得更大空间。

感谢招银国际成亚曼博士对本文的贡献。

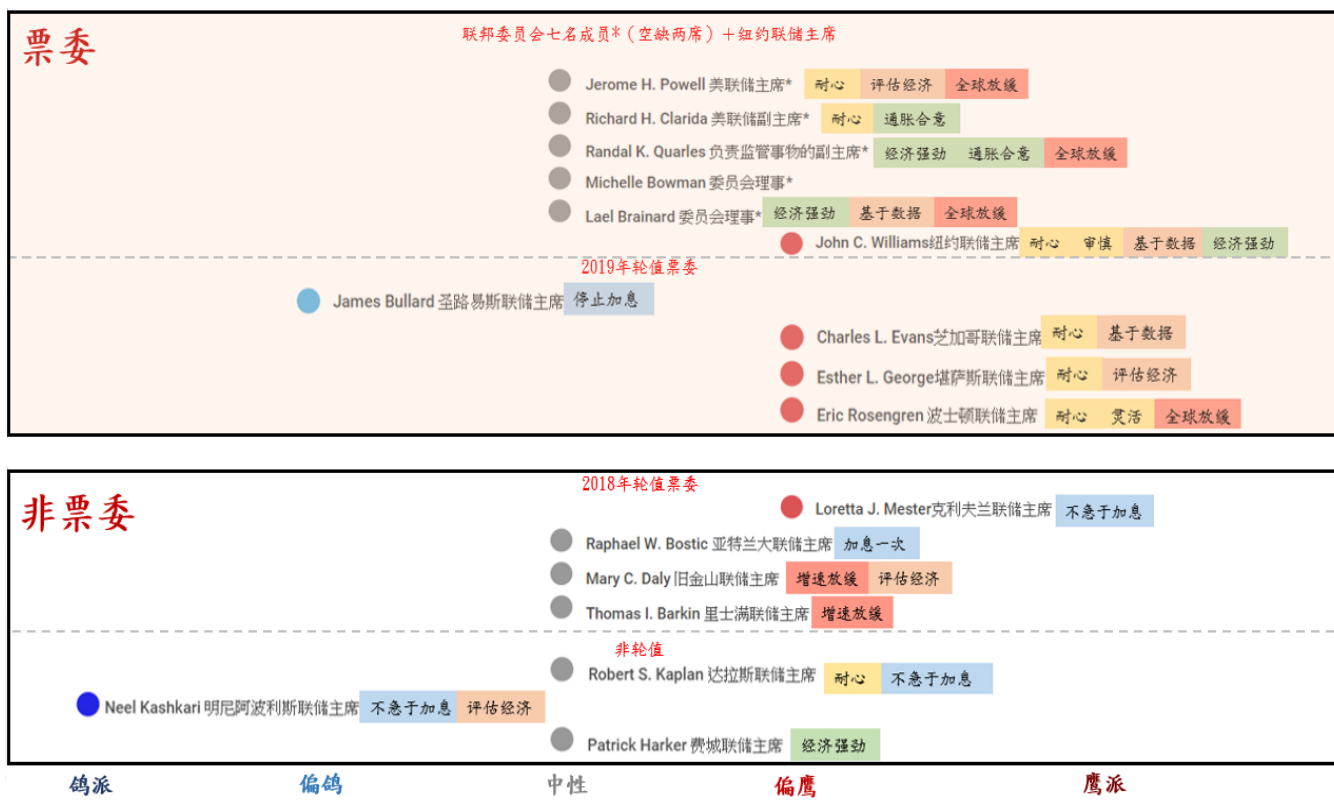
相关报告

《2019年美联储加息或不达预期》，2018年9月28日。

《美国何时陷入衰退——基于自然利率的观点》，2018年7月9日。

一、前瞻指引“由鹰转鸽”，政策立场趋于收敛

图 1：美联储官员政策立场及近期言论要点



注：图中圆点对应坐标轴为 2018 年底该官员的政策立场，名尾词条提取了 2019 年 1 月该官员的发言表态关键词

资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

去年 12 月议息会议以来，几乎所有联储官员的立场均出现了“鸽派”转向，“耐心”、“基于数据”等词汇成为了他们言论中的关键字，主要观点包括：

（一）**美国经济增长动能放缓**。纽约联储主席威廉姆斯（John Williams）认为 2019 年美国经济增长将较上年有所放缓，维持 2%至 2.5%的增速，通胀疲弱，而利率已接近中性水平。

（二）**全球经济下行风险上升，增速放缓**。美联储主席鲍威尔（Jerome Powell）、理事布雷纳德（Lael Brainard）、波士顿联储主席罗森格伦（Eric Rosengren，2019 年有票权）等官员相继强调了全球经济放缓的负面影响，担心中国经济增速放缓、英国脱欧僵局、联邦政府停摆风波等下行风险会进一步对消费者信心、商业情绪乃至实体经济产生负面影响。

（三）**美联储需要耐心而仔细地评估经济状况以做决定**。“耐心”成为了今年 1 月联储官员最常提及的关键词，亦出现在 1 月的美联储会议纪要中。鲍威尔在 1 月 10 日的演讲中四次提到“耐心”，而副主席克拉里达（Richard Clarida）亦坦

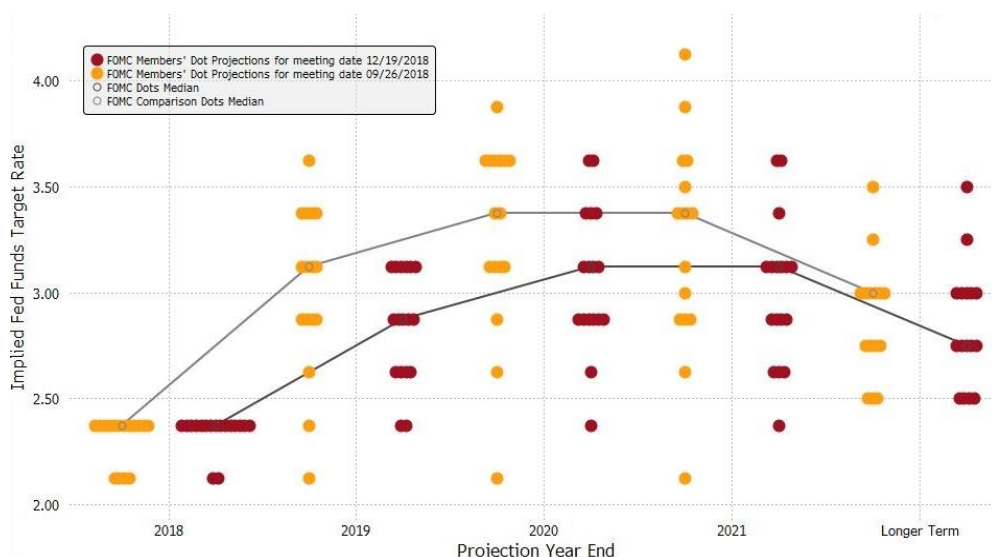
言对于现阶段的利率来说，“耐心是一种美德”。达拉斯联储主席卡普兰（Robert Kaplan，2019 年无票权）认为保持耐心需要数周甚至数月。

（四）货币政策走向将取决于经济数据（data dependent）。有着很强政策影响力的联储委员会理事布雷纳德和纽约联储主席威廉姆斯等人，在 1 月先后强调了经济数据对现阶段货币政策走向的重要性。鲍威尔在 1 月议息会议后的发布会上也表示，美联储将保持多久的“耐心”完全取决于数据（depend entirely on the data）。考虑到就业市场依旧表现强劲，未来通胀、全球经济增长以及金融市场的数据表现将很大程度上左右美联储何时“重启”加息。

（五）美国金融条件明显收紧。鲍威尔、联储副主席夸尔斯、波士顿联储主席罗森格伦（2019 年有票权）和克利夫兰联储主席梅斯特（Loretta Mester，2019 年无票权）等均表示留意到金融收紧带给资本市场的压力，指向近期美国金融市场的波动对美联储加息决策造成了影响。

（六）加息空间有限，节奏将放缓。部分联储官员直接或间接表达了对于加息次数的看法。亚特兰大联储主席波斯蒂奇（Raphael Bostic，2019 年无票权）认为可能只需再加息一次即可完成此轮货币政策正常化过程。堪萨斯城联储主席乔治（Esther George，2019 年有票权）认为前几轮加息产生的影响尚未完全体现、当前暂停货币政策正常化进程将保证有更多时间评估经济效果。圣路易斯联储主席布拉德（James Bullard，2019 年有票权）认为今年的任何加息都会被证明是多余的，且将会把美国经济推向衰退。在去年 12 月的议息会议上，认为 2019 年加息不超过两次的联储官员已过半数。

图 2：2018 年 12 月票委立场（红色）相较 9 月（黄色）显著收敛



注：黄色点为 9 月点阵图，红色点为 12 月点阵图，折线连接中位数

资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

值得一提的是，5 位立场一贯“偏鹰”官员（其中 4 位为 2019 年票委），也都强调保持耐心和评估数据的重要性。例如，向来最为鹰派的芝加哥联储主席埃文斯（Charles Evans，2019 年有票权）也转向了中立，同意联邦公开委员会当前需要保持耐心，必要时需要非常耐心。

图 3：美联储公开市场委员会轮换机制



资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

新年伊始，鹰派票委“鸽声”不断对市场进行“前瞻指引”，表明联储内部立场更加趋于一致。1 月议息会议进一步释放了美联储“暂停加息”的强烈信号。会议声明对美国经济的判断从之前的“强劲”（strong）调整为“稳步”（solid），再度强调“耐心”（be patient），同时删去了去年 12 月关于“进一步渐进加息”（some further gradual increases）的表述。

图 4：2018 年 12 月与 2019 年 1 月美联储会议声明对比

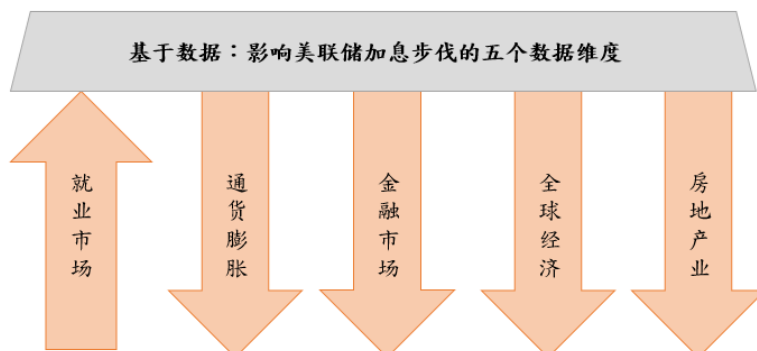
2018 年 12 月声明	2019 年 1 月声明
经济在强劲增长	经济在稳步增长
（不适用）	尽管近几个月基于市场的通胀补偿指标已经走低，但基于调查的长期通胀预期几乎没有变化
委员会判断进一步调高联邦基金利率的目标范围符合经济持续扩张的走势	委员会仍然认为持续的经济增长、强劲就业和通胀维持在 2% 目标水平仍是最可能出现的结果。
委员会认为，经济前景的风险大致平衡，但将继续监测全球经济和金融市场走势，并评估其对经济前景的影响。	鉴于全球经济和金融市场近期的发展，以及通胀压力的缓和，委员会将耐心等待，以确定联邦基金利率的目标范围
鉴于已实现和预期的劳动力市场状况和通胀走势，委员会决定将联邦基金利率的目标范围提高至 2.25 至 2.5%。	（不适用）

资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

二、美联储评估经济的五个维度

那么，哪些数据将决定美联储未来的货币政策走向？美联储近期的议息会议纪要表明，所谓“基于数据”事实上主要涵盖五个维度：（1）劳动力市场表现；（2）通胀压力和通胀预期；（3）利率敏感产业走势；（4）金融市场表现；（5）全球经济走势。

图 5：美联储观测数据的五个维度



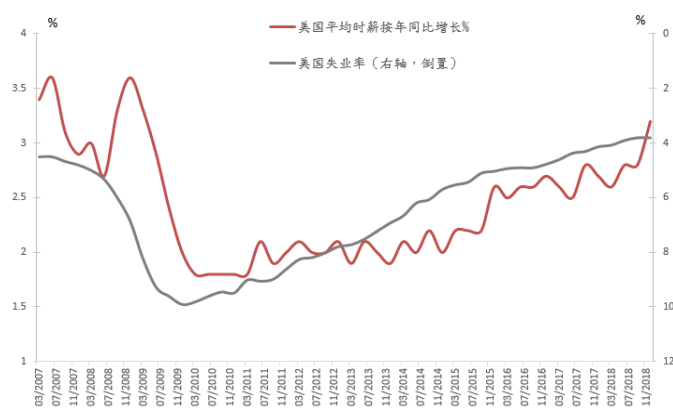
资料来源：招商银行研究院、招银国际研究

（一）就业市场表现强劲

次贷危机后的经济复苏中，美国的就业状况持续改善。2018 年底，失业率一度降至 3.7%，为半世纪以来最低。1 月的 ADP 非农就业人数为 21.3 万，远高于预期的 18.1 万，且各个行业的就业都出现明显增长，制造业新增就业人数更是达到近四年来最快增速。

鉴于美国就业市场的强劲表现，预计今年上半年平均薪资增速仍将稳步提升，并有可能反映在通胀上。因此，美联储在今年完全不再加息、本轮加息戛然而止的可能性仍然较低。

图 6：美国失业率和平均时薪同比增速



资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 7：ADP 新增就业人数仍然表现强劲

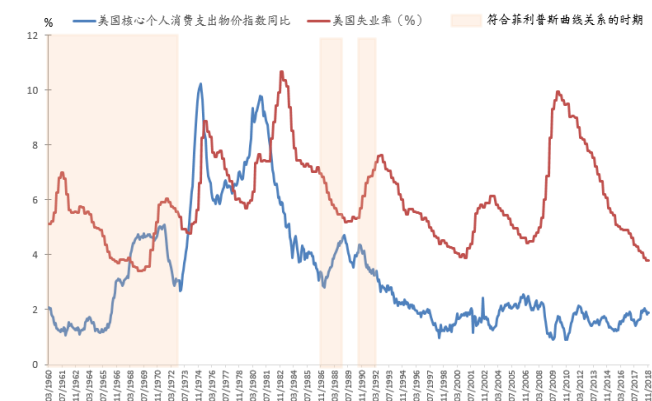


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

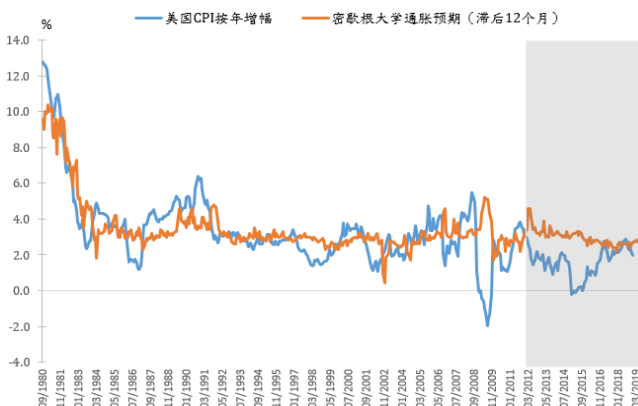
（二）通胀难达联储目标

美联储两大政策目标之一是控制通货膨胀，近期通胀压力的下降使得美联储连续加息的动力大幅减弱。美联储所重视的核心 PCE 价格指数同比增速仅在去年 7 月底首次略超 2%，其后一直位于联储目标下方，主要原因有二：

(1) 菲利普斯曲线响应钝化。经典的菲利普斯曲线表明，通胀率和失业率之间存在此消彼长的关系，低失业率通常伴随较高的通货膨胀率。然而，此轮美国经济复苏中薪资和通胀增速并未跟随就业市场的景气度而快速提升。平均时薪直至 2018 年底才开始有所反弹。通胀迟滞于“强就业”的原因包括全要素生产率的降低、劳动参与率的降低以及新招工产业技术含量偏低等。

图 8：美国菲利普斯曲线响应钝化


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 9：美国通胀表现疲弱


资料来源：彭博、招商银行研究院、招银国际研究

图 10：2018 年 4 季度油价大跌拖累通胀


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_14305

