

2021年3月美联储议息会议点评

平均通胀目标制即将“受考”

核心摘要

事件：美国时间 2021 年 3 月 17 日，美联储公布 3 月 FOMC 会议声明，美联储主席鲍威尔接受采访。

1、**美联储货币政策基本“按兵不动”，符合市场预期。**美联储 2021 年 3 月议息会议声明保持了大部分决策未变，包括：维持法定和超额准备金利率（0.10%），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），继续购买 CMBS，继续执行回购协议操作等。仅有的两处变化是：1）在提到回购协议（repo）操作时，删去了“定期和隔夜”的限定；2）将隔夜逆回购协议操作（ON RRP）每个交易对手每天的上限从 300 亿美元提高至 800 亿美元。

2、**鲍威尔的采访发言继续保持鸽派。**重点信息包括：1）任何人都不应自满，经济（复苏）轨迹将极大程度上取决于新冠肺炎疫情。劳动力参与率仍然低于疫情前水平，当前经济形势高度不确定，经济复苏仍然不均衡，复苏进程远未完成。2）美联储需要看到实际通货膨胀“实质性且持续超过 2% 目标”，而不是“预期将超过 2%”，随后才会开启紧缩政策。3）当前金融状况仍然高度宽松，因此无需对过去一个月的美债收益率大幅上涨做反应。4）还不是开始讨论缩减购债计划的时候，若考虑缩减 QE，将明显提前发出通知。5）未来数日，将围绕 SLR（银行补充杠杆率）宣布最新通知。

3、**美联储议息会议后，市场情绪偏积极。**美国三大股指均转跌为涨，最终纳指收涨 0.4%、收报 13525.20 点，标普 500 收涨 0.29%、报 3974.12 点，道指收涨 0.58%，报 33015.37 点，史上首次收于 33000 点上方。10 年期美债收益率由盘中的历史高点（约 1.69%）回落 6 个基点至 1.63% 下方。美元指数由 92 点跌破 91.4 下方。金银铜三大金属价格表现积极。

4、**美联储显著上调美国经济和通胀预测。**对比 2020 年 12 月的预测，美联储对 2021 年实际 GDP 增长预测的中位数由 4.2% 大幅提高至 6.5%，对于 2022 年和 2023 年的经济增长预测变化不大，而对于长期经济增长预测值仍保持在 1.8% 的水平；对 2021 年失业率预测的中位数由 5.0% 下调至 4.5%、对 2022 年失业率中位数下调从 4.2% 至 3.9%；对 2021 年的 PCE 和核心 PCE 同比预测的中位数由 1.8% 分别上修至 2.4% 和 2.2%，而 2022 年、2023 年和长期的通胀预测保持在 2% 左右。

5、**最新点阵图显示，预计 2022 年和 2023 年加息的委员人数显著增加。**共有 4 名委员预计 2022 年利率会高于 0-0.25% 区间，上一次仅 1 位；共有 3 位委员预计 2022 年利率将上调 25bp，而有 1 位预计会上调 50bp。对于 2023 年，本次共有 7 位委员预计利率会高于 0-0.25% 区间，上一次有 4 位；其中有 2 位预计利率将比目前高出 100bp 至 1-1.25% 区间，上一次仅 1 位；有 3 位预计高出 75bp。这也反映了美联储官员近期对美国经济的态度明显更加乐观。

6、**我们更新预测，2021 年 4 月和 5 月美国 PCE 月同比将达到 2.7-2.8% 左右的高点，11 月左右亦可能短期超过 2.5%。**

此次上修经济和通胀预期，或预示美联储对于通胀的阶段性走高将给予更多容忍，这在一定程度上或能稳定市场对于美联储过早出手的担忧。短期看，本次议息会议后，资本市场可能受到一定程度的提振。然而，若未来美国实际通胀走高，则意味着美联储需要进一步区分通胀水平是否“合理”（是基数效应等短期因素导致、还是美国经济过热导致）。届时市场的紧张感可能升温，美联储与市场的沟通将遇到更大挑战。即美联储的平均通胀目标制，究竟是一种可置信承诺，还是留有“后门”的权宜之计，会成为市场关注的焦点。因此，未来仍需持续关注美国通胀走高的节奏，并警惕资本市场可能经历的波动。

美联储货币政策基本“按兵不动”，符合市场预期。美联储 2021 年 3 月议息会议声明，与 2020 年 12 月相比，保持了大部分决策未变（图表 1）。包括：维持法定和超额准备金利率（0.10%），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），继续购买 CMBS，继续执行回购协议操作等。仅有的两处变化是：1）在提到回购协议（repo）操作时，删去了“定期和隔夜”的限定；2）将隔夜逆回购协议操作（ON RRP）每个交易对手每天的上限从 300 亿美元提高至 800 亿美元。

鲍威尔的采访发言继续保持鸽派。重点信息包括：1）任何人都不应自满，经济（复苏）轨迹将极大程度上取决于新冠肺炎疫情。美国劳动力参与率仍然低于疫情前水平，当前经济形势高度不确定，经济复苏仍然不均衡，复苏进程远未完成。2）美联储需要看到实际通货膨胀“实质性且持续超过 2%目标”，而不是“预期将超过 2%”，随后才会开启紧缩政策。3）当前金融状况仍然高度宽松，因此无需对过去一个月的美债收益率大幅上涨作反应。4）还不是开始讨论缩减购债计划的时候，若考虑缩减 QE，将明显地提前发出通知。5）未来数日，将围绕 SLR（银行补充杠杆率）宣布最新通知。

美联储会议后，市场情绪偏积极。美国三大股指均转跌为涨，最终纳指收涨 0.4%、收报 13525.20 点，标普 500 收涨 0.29%、报 3974.12 点，道指收涨 0.58%，报 33015.37 点，史上首次收于 33000 点上方。10 年期美债收益率由盘中的历史高点（约 1.69%）回落 6 个基点至 1.63% 下方。美元指数由讲话前的 92 点转跌破 91.40 下方。金银铜三大金属价格表现积极。

图表1 美联储 2021 年 3 月与 2020 年 12 月议息会议声明比较

2020 年 12 月美联储 FOMC 声明	2021 年 3 月美联储 FOMC 声明
- 从 2020 年 12 月 17 日起，将法定和超额准备金的利率维持在 0.10%。 - 在必要时进行公开市场操作，将联邦基金利率维持在 0 - 0.25% 的目标范围内。 - 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。 - 进行定期和隔夜回购协议操作，以支持有效的政策执行和短期美元融资市场的平稳运行。 - 进行隔夜反向回购协议操作，发行利率 0.00 %，每个交易对手日限额 300 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一致投票批准在现有的 0.25% 的水平上建立一级信贷利率。 - 这些信息将适时更新，以反映联邦公开市场委员会 (FOMC) 或理事会关于美联储执行货币政策的操作工具和方法细节的决定。	- 从 2021 年 3 月 18 日起，将法定和超额准备金的利率维持在 0.10%。 - 在必要时进行公开市场操作，将联邦基金利率维持在 0 - 0.25% 的目标范围内。 - 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。 - 进行隔夜反向回购协议操作，发行利率 0.00 %，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一致投票批准在现有的 0.25% 的水平上建立一级信贷利率。 - 这些信息将适时更新，以反映联邦公开市场委员会 (FOMC) 或理事会关于美联储执行货币政策的操作工具和方法细节的决定。

资料来源: 美联储, 平安证券研究所

3月 FOMC 会议声明体现了美联储将在公开市场操作中表现得更加灵活。美联储删去 repo 的限定词，或意味着其将根据实际需要灵活调整 repo 的方式。而其增加 ON RRP 的交易限额，据纽约联储的官方声明，反映了自 2014 年最后一次调整后，美元融资市场的增长和演变，有助于确保 RRP 工具能够配合实施有效的货币政策。我们认为，这与近期市场热议的，美国财政部正在实施财政部一般账户（TGA）缩减计划、叠加有可能结束银行补充杠杆率（SLR）的豁免规定有关，美联储需要为即将产生的流动性波动留足窗口，鲍威尔表示将在接下来几天公布有关 SLR 的决策。

美联储显著上调美国经济和通胀预测。对比 2020 年 12 月的预测，美联储对 2021 年美国实际 GDP 增长预测的中位数由 4.2% 大幅提高至 6.5%，对于 2022 年和 2023 年的经济增长预测变化不大，而对于长期经济增长预测值仍保持在 1.8% 的水平。对 2021 年失业率预测的中位数由 5.0% 下调至 4.5%、对 2022 年失业率中位数下调从 4.2% 至 3.9%。（需注意，此前美国财长耶伦表示，4.3% 的失业率是加息的必要非充分条件，下调后的 2022 年失业率显著低于该水平，一定程度上预示 2022 年美联储加息的概率上升）。对 2021 年的美国 PCE 和核心 PCE 同比预测的中位数由 1.8% 分别上修至 2.4% 和 2.2%，而 2022 年、2023 年和长期的通胀预测保持在 2% 左右（图表 2）。

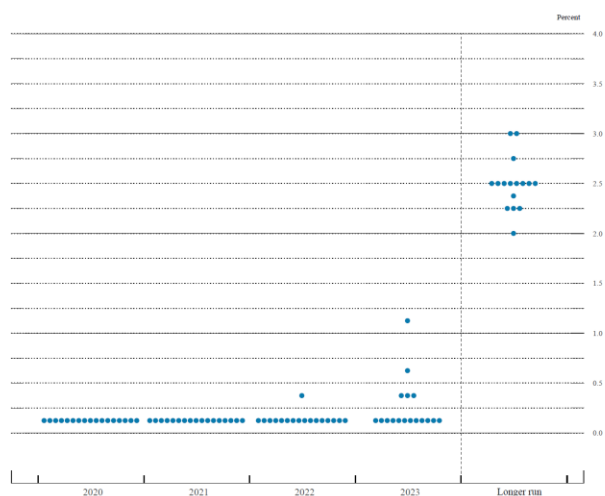
图表2 美联储显著上调美国经济和通胀预测

Variable	Percent			
	Median ¹			
	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0
Core PCE inflation ⁴	2.2	2.0	2.1	
December projection	1.8	1.9	2.0	
Memo: Projected appropriate policy path				
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5

资料来源: 美联储 (Summary of Economic Projections, 2021.3.17), 平安证券研究所

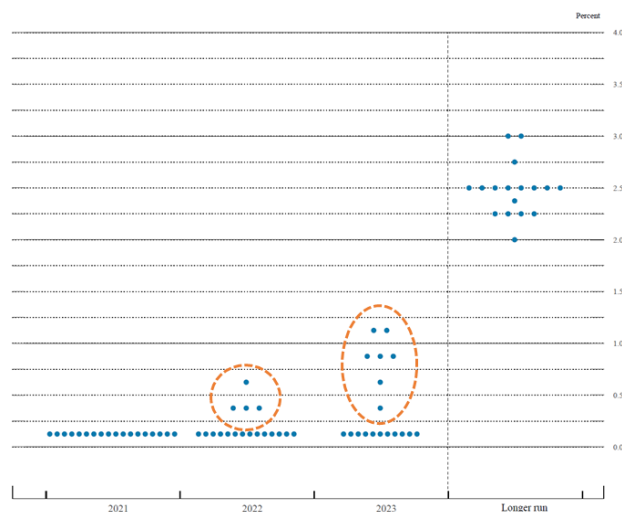
特别值得注意的是，最新点阵图显示，预计 2022 年和 2023 年加息的委员人数显著增加。本次点阵图显示，共有 4 名委员预计 2022 年利率会高于 0-0.25% 区间，上一次仅 1 位；共有 3 位委员预计 2022 年利率将上调 25bp，而有 1 位预计会上调 50bp。对于 2023 年，本次共有 7 位委员预计利率会高于 0-0.25% 区间，上一次有 4 位；其中有 2 位预计利率将比目前高出 100bp 至 1-1.25% 区间，上一次仅 1 位；有 3 位预计高出 75bp（图表 3、图表 4）。这也反映了美联储官员近期对美国经济的态度明显更加乐观。

图表3 2020年12月美联储点阵图



资料来源: 美联储 (2020.12.16), 平安证券研究所

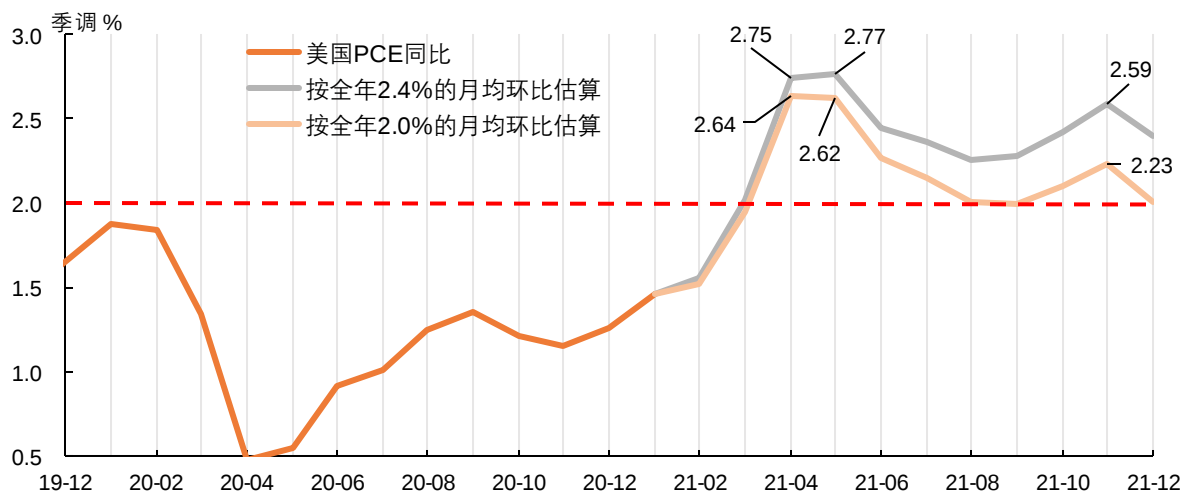
图表4 2021年3月美联储点阵图



资料来源: 美联储 (2021.3.17), 平安证券研究所

根据美联储最新预测, 我们相应调整了对 2021 年美国 PCE 月同比演化路径测算。预计 2021 年 4 月和 5 月美国 PCE 月同比将达到 2.7-2.8%左右的高点, 且 2021 年 11 月左右亦可能短期超过 2.5%。我们在前期报告《2021 年美国通胀前瞻: 三个角度》中, 根据上一次美联储预测的 1.8%的 PCE 年同比 (对应平均月环比为 0.15%) 测算, 得到 2021 年 4-6 月 PCE 月同比预测值分别为 2.46%、2.45%和 2.10%。本次根据最新预测值 (2.4%的 PCE 年同比) 计算, 2021 年 PCE 月环比平均为 0.185%, 按此速度得到 2021 年美国 PCE 同比预测值 (图表 5), 其中 4 月和 5 月美国 PCE 月同比可能分别达到 2.75%和 2.77%的高点。即使更加保守地 (以年同比 2%) 估算, 美国 PCE 同比在 4 月和 5 月亦可能超过 2.6%。

图表5 2021 年美国 PCE 通胀演化路径前瞻



资料来源: Wind, 平安证券研究所

上述测算能够一定程度上反映出美联储官员所判断的通胀演化路径。事实上，此前美联储官员已提到“2.5%”这一数字，称其能够容忍通胀水平在一段时间内达到 2.5%以上。其实，这与平均通胀目标制的框架也是相契合的。此次美联储上修美国经济和通胀预期，或预示对于通胀的阶段性走高将给予更多容忍。这在一定程度上或能稳定市场对于美联储过早出手的担忧。短期看，本次美联储议息会议后，资本市场可能受到一定程度的提振。特别地，暂未做出有关 SLR 的决策，市场对美国国债抛售、进而 10 年美债收益率加速攀升的担忧可能有所减缓。

然而，若未来美国实际通胀走高，则意味着美联储需要进一步区分通胀水平是否“合理”（换言之，是由于基数效应等短期因素导致、还是美国经济过热导致）。届时市场的紧张感可能升温，美联储与市场的沟通将遇到更大挑战。简单地说，美联储的平均通胀目标制，究竟是一种可置信承诺，还是留有“后门”的权宜之计，会成为市场关注的焦点。因此，未来仍需持续关注美国通胀走高的节奏，并警惕资本市场可能经历的波动。

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_17395

