

# 从影子利率看美联储决策

## ——宏观经济周度观察

**投资周报**

联邦基金利率降至0以后，便面临零利率约束，如何衡量美国货币条件成为一个很大的问题。影子利率很巧妙地解决了这个问题，同时克服了政策利率及非常规货币政策的缺点，能够反映所有政策的效果，且可以为负值。

2021年4月美国影子利率为-1.8%，和2013年9月相当。此次影子利率下降速度快于次贷危机后的。次贷危机后，影子利率从0下降至-1.8%用了4年3个月，而此次只用了6个月时间。2013年末美联储开始缩量QE，2014年5月影子利率降至最低点-3%，2014年10月QE结束，影子利率开始快速回升。本轮影子利率还没达到次贷危机后的最小值-3%，是否意味本轮货币宽松还有很大空间？并不是的，货币宽松取决于自然利率。

这一次经济危机和前几次不同的是，自然利率受疫情节奏影响很大。疫情初期，经济活动冷却，短期自然利率快速下滑。此后，随着疫情缓解，经济活动重新启动，短期自然利率快速上升。当初疫情发生时，货币政策、财政政策维持底线思维、保障好民生就够了，疫情缓解之后自然利率会快速回升，并高于政策利率（影子利率），并不需要太多的财政刺激来抬升自然利率。这一点中国做得不错。由于疫苗大规模的施打，短期自然利率的回升会快于传统经济危机时，那么货币条件收紧节奏也会快于传统经济危机。

何时缩减QE？美国经济还需要观察一段时间，看看基数效应退却后的通胀是否可持续，三季度讨论缩减购债可能是一个比较好的时间点，具体实施还要推迟几个月，这个进程已经大大快于次贷危机后的货币条件收紧。

何时加息？根据过去经验，产出缺口转正或即将转正时，美联储开始加息。此时影子利率也会向上回到0附近。疫情节奏主导这次经济复苏，疫苗加持下，产出缺口缩小到0会大大快于往常。不过，此次经济复苏还受到财政刺激的极大干扰。财政刺激下，产出缺口大幅缩小，短期自然利率快速上升。财政刺激消退之后，短期自然利率、产出缺口都会受到一定的压制。美联储评估加息时，需要考到财政政策消退后的产出缺口、自然利率情况。

加息到何种程度？前几次经济危机，美国企业都会去杠杆，这次经济危机不一样。疫情前，美国企业杠杆率就已比较高，这次经济危机下美国企业没有去杠杆，还不断地加杠杆，美国企业的债务压力将长期存在，这也意味着美国经济未来加杠杆的空间不是很大，这会抑制自然利率回升。再加上预防性储蓄上升、贫富差距扩大、经济更加轻资产化、市场集中度进一步提升等等原因，疫情后的长期自然利率可能是低于疫情前的。疫情后的利率可能无法回到疫情前。实际上次贷危机后这就已经在发生，次贷危机后美联储加息中道崩卒，利率中枢没有回到次贷危机之前。

未来可能出现这种情景：货币条件收紧快于以往，但收紧强度弱于以往。由于疫情缓解带来的自然利率回升快于传统经济危机时，此次影子利率恢复至0可能比次贷危机时要快，货币条件的收紧也会快于以往经济危机时。然而，由于此次经济危机美国企业没有去杠杆，美国经济严重依赖财政刺激，财政刺激消退后的自然利率可能低于疫情前，各种期限的利率或许很难回到疫情前中枢水平。

### ● 风险提示：经济波动超预期

### 刘娟秀（分析师）

liujuanxiu@xsdzq.cn

证书编号：S0280517070002

### 邢曙光（分析师）

xingshuguang@xsdzq.cn

证书编号：S0280520050003

### 相关报告

投资周报：经济分歧的调和

2021-05-06

投资周报：近期美元资产价格波动的一个微观机制

2021-4-25

投资周报：产出缺口、产出增速缺口的不同含义

2021-4-18

投资周报：拜登财政政策的三层逻辑

2021-4-4

投资周报：季末资产再平衡效应？

2021-3-28

投资周报：几种测算合意美债利率的方法

2021-3-21

投资周报：一个分析通胀的新凯恩斯框架

2021-3-14

投资周报：务实的政府工作报告

2021-3-7

投资周报：当TGA缩减遇到SLR收紧

2021-2-28

投资周报：“就地过年”的时空转移经济效应

2021-2-21

投资周报：重回焦点的外汇占款

2021-2-7

## 目 录

1、 从影子利率看美联储决策.....	3
2、 国内高频数据观察.....	6
2.1、 生产回升.....	6
2.2、 商品房销量下降.....	6
2.3、 物价普降.....	7
2.4、 货币市场利率上行.....	7
2.5、 人民币汇率小幅升值.....	8

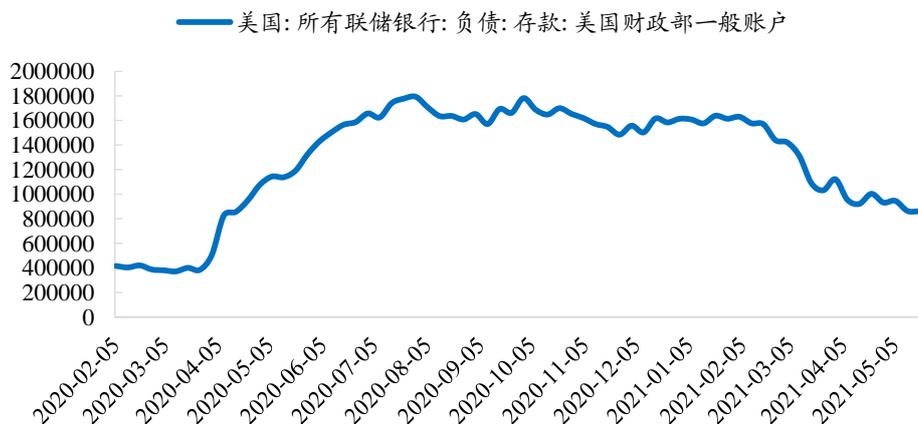
## 图表目录

图 1: 美国财政存款继续缩减.....	3
图 2: 本轮影子利率下降较快.....	4
图 3: 两次危机之影子利率比较.....	4
图 4: 产出缺口即将转正时加息.....	5
图 5: 长期自然利率、短期自然利率与政策利率.....	5
图 6: 高炉开工率回升.....	6
图 7: 商品房周销量下降.....	7
图 8: 猪肉价格继续下降.....	7
图 9: 货币市场利率上行.....	8
图 10: 人民币汇率小幅升值.....	8

## 1、从影子利率看美联储决策

5月19日，美联储释出4月FOMC会议纪要，纪要显示6月FOMC会议时大概率上调隔夜逆回购（ON RRP）利率。上调逆回购利率的目的之一在于吸收财政存款缩减导致的流动性泛滥，避免短端利率失去控制。但对于整个金融系统而言，这不是收紧货币条件，恰恰相反，这有利于维持整体货币条件宽松。美联储收紧短端流动性后，大银行SLR约束减轻，可以避免大银行抛售长期美债，抑制长端美债利率过快上涨，这本质上属于QE的配套措施，QE和上调逆回购利率并不矛盾。

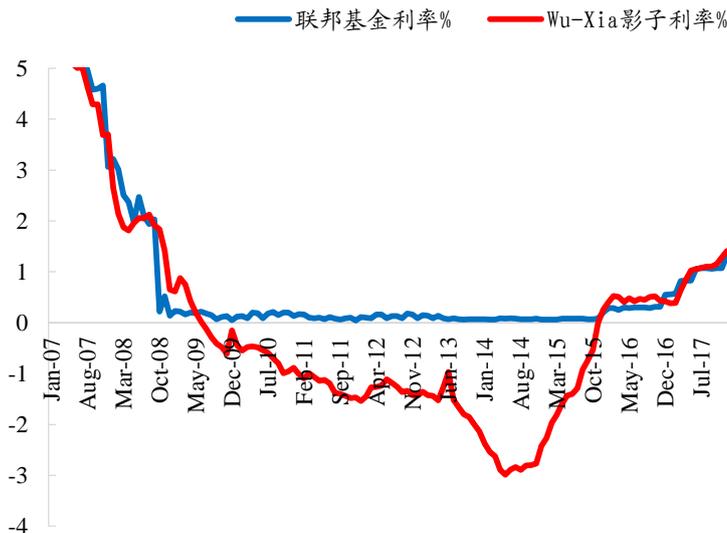
图1：美国财政存款继续缩减



资料来源：Wind，新时代证券研究所

联邦基金利率降至0以后，便面临零利率约束，如何衡量美国货币条件成为一个很大的问题。一方面，政策利率失效；另一方面，数量型的非常货币政策不能反映其他政策的效果。影子利率很巧妙地解决了这个问题，同时克服了政策利率及非常规货币政策的缺点，能够反映所有政策的效果，且可以为负值。诸多影子利率中，两位华人经济学家开发的Wu-Xia影子利率最为简洁、实用。

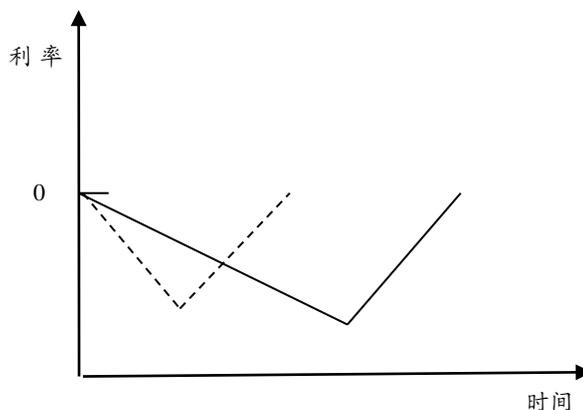
2021年4月美国影子利率为-1.8%，和2013年9月相当。此次影子利率下降速度快于次贷危机后的。次贷危机后，影子利率从0下降至-1.8%用了4年3个月，而此次只用了6个月时间。2013年末美联储开始缩量QE，2014年5月影子利率降至最低点-3%，2014年10月QE结束，影子利率开始快速回升。本轮影子利率还没达到次贷危机后的最小值-3%，是否意味本轮货币宽松还有很大空间？并不是的，货币宽松取决于自然利率。

**图2: 本轮影子利率下降较快**

资料来源: Atlanta Fed, 新时代证券研究所

这一次经济危机和前几次不同的是,自然利率受疫情节奏影响很大。疫情初期,经济活动冷却,短期自然利率快速下滑。此后,随着疫情缓解,经济活动重新启动,短期自然利率快速上升。当初疫情发生时,货币政策、财政政策维持底线思维、保障好民生就够了,疫情缓解之后自然利率会快速回升,并高于政策利率(影子利率),并不需要太多的财政刺激来抬升自然利率。这一点中国做得不错。由于疫苗大规模的施打,短期自然利率的回升会快于传统经济危机时,那么货币条件收紧节奏也会快于传统经济危机。

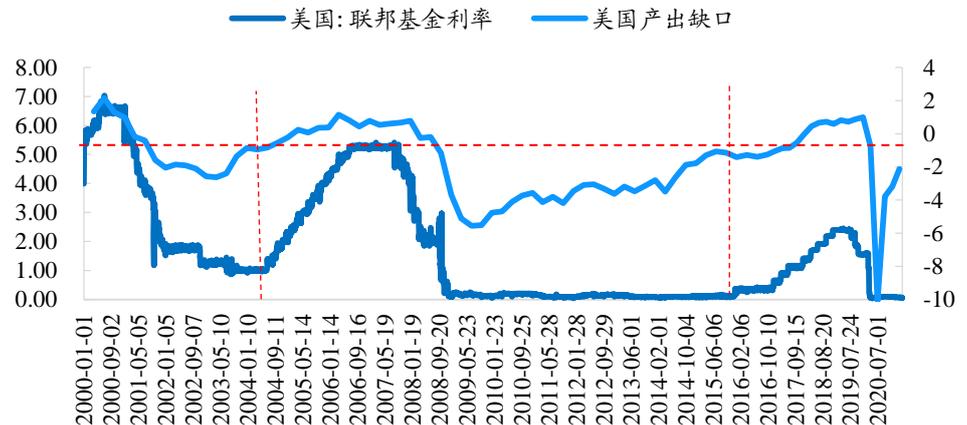
何时缩减QE?从4月FOMC会议纪要来看,建议讨论调整QE节奏的仍只是一些与会者(a number of participants),而且时间点也不是很明确(at some point in upcoming meetings),这还只是讨论(discussing a plan)而不是决定缩减QE。美国经济还需要观察一段时间,看看基数效应退却后的通胀是否可持续,三季度讨论缩减购债可能是一个比较好的时间点,具体实施还要推迟几个月,这个进程已经大大快于次贷危机后的货币条件收紧。

**图3: 两次危机之影子利率比较**

资料来源: 新时代证券研究所; 注: 实线是次贷危机后的影子利率, 虚线是疫情后的影子利率。

何时加息？根据过去经验，产出缺口转正或即将转正时，美联储开始加息。此时影子利率也会向上回到0附近。疫情节奏主导这次经济复苏，疫苗加持下，产出缺口缩小到0会大大快于往常。不过，此次经济复苏还受到财政刺激的极大干扰。财政刺激下，产出缺口大幅缩小，短期自然利率快速上升。财政刺激消退之后，短期自然利率、产出缺口都会受到一定的压制。所以，美联储评估加息时，需要考到财政政策消退后的产出缺口、自然利率情况。

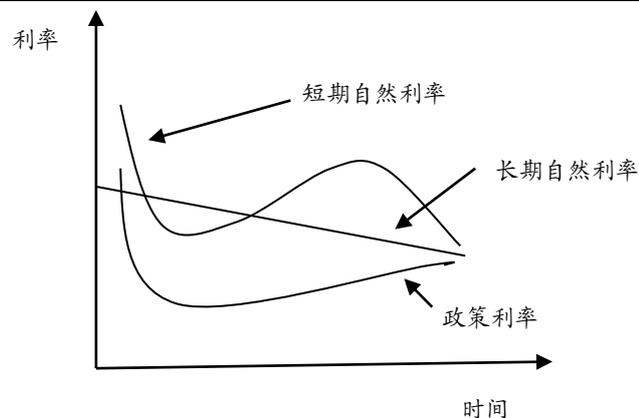
**图4： 产出缺口即将转正时加息**



资料来源：Wind，新时代证券研究所

加息到何种程度？前几次经济危机，美国企业都会去杠杆，这次经济危机不一样。疫情前，美国企业杠杆率就已比较高，这次经济危机下美国企业没有去杠杆，还不断地加杠杆，美国企业的债务压力将长期存在，这也意味着美国经济未来加杠杆的空间不是很大，这会抑制自然利率回升。再加上预防性储蓄上升、贫富差距扩大、经济更加轻资产化、市场集中度进一步提升等等原因，疫情后的长期自然利率可能是低于疫情前的。疫情后的利率可能无法回到疫情前。实际上次贷危机后这已经在发生，次贷危机后美联储加息中道崩卒，利率中枢没有回到次贷危机之前。

**图5： 长期自然利率、短期自然利率与政策利率**



资料来源：新时代证券研究所

未来可能出现这种情景：货币条件收紧快于以往，但收紧强度弱于以往。由于疫情缓解带来的自然利率回升快于传统经济危机时，此次影子利率恢复至0可能比

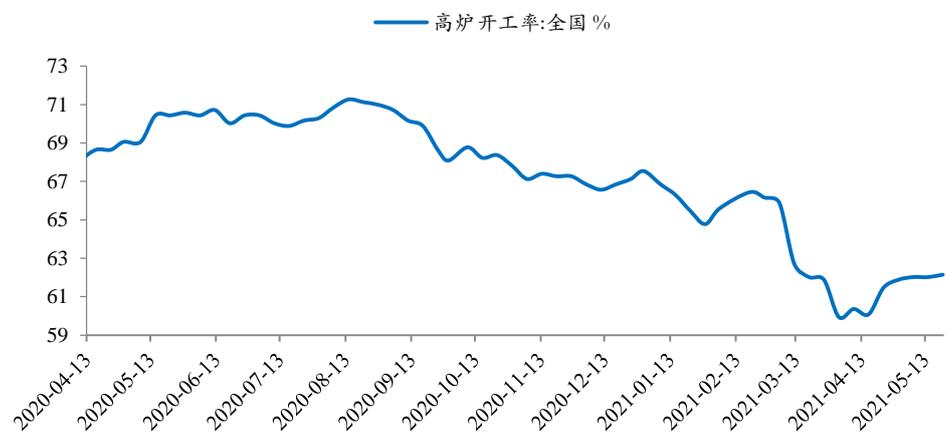
次贷危机时要快，货币条件的收紧也会快于以往经济危机时。然而，由于此次经济危机美国企业没有去杠杆，美国经济严重依赖财政刺激，财政刺激消退后的自然利率可能低于疫情前，各种期限的利率或许很难回到疫情前中枢水平。

## 2、国内高频数据观察

### 2.1、生产回升

上周，高炉开工率回升 0.13 个百分点至 62.15%，全国 100 家焦化企业开工率上升 0.63 个百分点至 70.96%。不过，汽车全钢胎与半钢胎开工率分别下降 6.08、3.75 个百分点至 62.52%、60.98%。

图6：高炉开工率回升



资料来源：Wind，新时代证券研究所

### 2.2、商品房销量下降

上周，30 大中城市商品房周成交面积为 57.81 万平方米（前一周六至周五为计算周期），较前一周 69.20 万平方米下降。从同比增速来看，30 大中城市商品房周成交面积同比上升 14.42%，其中一二三线城市分别同比上升 11.00%、33.39%、-9.07%。

**图7： 商品房周销量下降**

资料来源：Wind，新时代证券研究所；注：前一周六至当周五为周计算周期

### 2.3、 物价普降

上周，28种重点监测蔬菜价格环比下降2.67%，猪肉批发价环比下降6.57%，7种重点监测水果价格环比下降1.59%。WTI原油价格环比下跌2.74%，布油价格环比下降3.3%。

**图8： 猪肉价格继续下降**

**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\\_19728](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_19728)



云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告  
<https://www.yunbaogao.cn>