

总量研究

美联储的抉择：加息减速，缩减加速

—— 美联储观察系列一

要点

核心观点：近期美债、美股等资产价格的走势分化，我们认为主要源于拜登政府财政刺激计划不断缩水，所引发的市场对经济预期的修正。经济预期的变化，不仅引起了市场的预期修正，同时也在通胀高企的环境中左右着美联储的抉择。我们认为，考虑到通胀预期的持续走高及美元流动性的过度充裕，美联储大概率将会加快缩减购债的节奏；但考虑到美国不断缩减的财政刺激计划，以及为了减弱对就业复苏及政府债务负担的影响，美联储未来将会减缓加息节奏。

进退维谷的美联储：加息减速，缩减加速

面对通胀与通胀预期的持续高企，以及经济与就业复苏的结构性失衡，美联储或将选择前置缩减购债的时点，但加息时点及节奏难以前移。

一则，7-8月的美联储议息会议将是美联储开始讨论缩减QE的关键时点，缩减购债大概率将于四季度初正式官宣，并于四季度开始推动实施。

二则，预计美联储最终的加息时点或晚于目前的市场平均预期，加息周期的开启时点大概率会晚于2022年末，以避免进一步加重提前缩减购债对就业复苏及政府债务的影响。同时，目前美国经济及劳动力市场复苏的势头，以及不断缩减的财政刺激计划，也不支持2023年内连续两次加息。

紧缩的推动力量：美国通胀及通胀预期高企，且持续性较强

2020年下半年以来，美国主要通胀指标持续上行，市场交易数据及美联储调查数据均显示美国通胀预期不断上移。即便放在平均通胀目标制下思考，当前美国的通胀水平也远远超出了美联储2%的通胀目标。

向前看，我们认为美国通胀短期内难以扭转，但斜率将逐渐放缓：一则，美国货币增速与物价增速之差处于历史极值状态，表明美联储投放的货币流动性仍未在物价层面充分反映；二则，个人可支配收入支撑较强，叠加疫情期间个人丰厚储蓄，有望带动服务性消费支出及通胀大幅上行；三则，全球疫情控制及疫苗接种的南北分化，将持续拖累全球供应链的修复，进而推动美国成本型通胀持续发酵。

紧缩的抑制力量：美国经济复苏结构失衡，永久性失业人数居高不下

相比通胀，美联储当下更加忧虑美国的经济复苏与就业恢复情况。疑虑一：美国经济产出缺口不断收窄，总量上仍有较大修复空间，结构层面则表现为不均衡复苏，服务性消费及出口恢复速度较慢。疑虑二：劳动力参与率缺口修复较慢，永久性失业居高不下。疫情以来美国失业率快速修复，但结构上的主要贡献来自于暂时性失业人数快速下行，永久性失业人数却居高不下。疑虑三：疫苗接种速率持续下行，中性预计四季度初美国疫苗完全接种率才能达到75%，较年初群体免疫预估时间点明显后移。

作者

分析师：高瑞东

执业证书编号：S0930520120002

010-56513108

gaoruidong@ebsecn.com

联系人：刘文豪

021-52523802

liuwuh@ebsecn.com

相关研报

盈利高增态势延续，制造业强复苏不断验证——2021年1-4月工业企业盈利数据点评（2021-05-27）

货币政策为什么对本轮通胀反映甚微？——货币政策前瞻系列三（2021-05-26）

如何看待年内基建投资？——光大宏观周报（2021-05-23）

从三大证据看产能周期开启进行时——全球朱格拉周期开启第十二篇（2021-05-20）

银行间杠杆会成为货币政策的约束吗？——货币政策前瞻系列二（2021-05-19）

年内消费能恢复到疫情之前吗？——《见微知著》第二篇（2021-05-18）

制造业如期反弹，全球朱格拉周期开启不断验证——2021年4月实体经济数据点（2021-05-17）

国内外疫情不断扰动，货币政策继续微松——光大宏观周报（2021-05-16）

新增社融读数不佳，究其缘由实则不弱——2021年4月金融数据点评（2021-05-12）

外部扰动影响有限，政策基调延续稳健——2021年一季度货币政策执行报告点评（2021-05-12）

通胀分化延续，PPI仍将上行——2021年4月价格数据点评（2021-05-11）

目 录

一、进退维谷的联储：加息减速，缩减加速.....	4
1.1 为什么说美联储未来会减缓加息节奏.....	4
1.2 为什么说美联储会加快缩减购债.....	5
二、紧缩的推动力量：通胀持续高企.....	7
2.1 美国通胀超预期上行的缘起.....	7
2.2 美国通胀短期内难以扭转.....	11
三、紧缩的抑制力量：经济与就业复苏失衡.....	14

图目录

图 1：美国基建计划投向对比.....	4
图 2：美国基建计划缩减后，市场对美国中长期经济预期下修.....	4
图 3：美国政府债务在疫情期间大幅攀升 5 万亿美元.....	5
图 4：美国政府部门杠杆率大幅上行至 123%.....	5
图 5：联邦储备系统中鹰派力量正在增强.....	6
图 6：美国主要通胀指标均触及金融危机以来最高水平.....	8
图 7：美国 5 年期平准通胀率升至金融危机期间的最高水平.....	8
图 8：美国 5 年通胀掉期最高已触及 2.83%.....	8
图 9：美联储调查通胀预期自 2020 年下半年以来持续上行.....	8
图 10：疫情以来美联储货币政策持续宽松.....	9
图 11：美元流动性持续充裕.....	9
图 12：疫情以来美国财政支出及个人收入均大幅提升.....	9
图 13：2020 年 4 月以来个人消费指数持续上行.....	9
图 14：疫情以来耐用品支出增速大幅上行.....	9
图 15：疫情以来商品通胀明显强于服务通胀.....	9
图 16：职位空缺远高于疫情前，劳动参与远低于疫情前.....	10
图 17：疫情后薪酬涨幅逐渐恢复至高位.....	10
图 18：统计数据显示，财政刺激会对劳动力参与率的恢复速度产生负面影响.....	10
图 19：发达国家的制造业恢复速度快于新兴市场国家.....	11
图 20：疫情以来国际运价指数持续快速上行.....	11
图 21：美国货币增速与物价增速之差处于历史极值状态.....	11
图 22：劳动力参与率与职位空缺率之差将助推薪酬增长.....	12
图 23：美国仍有约 1.7 万亿美元的家庭计划等待落地.....	12
图 24：美国居民目前仍有大比例储蓄未支出.....	12
图 25：美国个人服务性消费支出仍有较大修复缺口.....	12
图 26：主要国家接种进度以及“群体免疫”距离时间表.....	13
图 27：针对居民部门的财政补贴规模将会大幅下滑.....	13

图 28: 美国 2021 年一季度仍有 1.4 个百分点产出缺口待修复	14
图 29: 除私人投资外, 其余 GDP 分项均未恢复至疫情前水平	14
图 30: 服务性消费距离疫情前仍有约为 3.4 个百分点的缺口	15
图 31: 服务性出口距离疫情前仍有约为 11.3 个百分点的缺口	15
图 32: 美国劳动力参与率自去年 8 月以来维持震荡	15
图 33: 永久性失业人数在失业人口结构中大幅上行	15
图 34: 美国疫苗接种速度明显回落	16
图 35: 中性预计四季度初美国疫苗完全接种率将达 75%	16

表目录

表 1: 美联储官员近期频繁表态支持尽早讨论缩减购债	6
----------------------------------	---

一、进退维谷的联储：加息减速，缩减加速

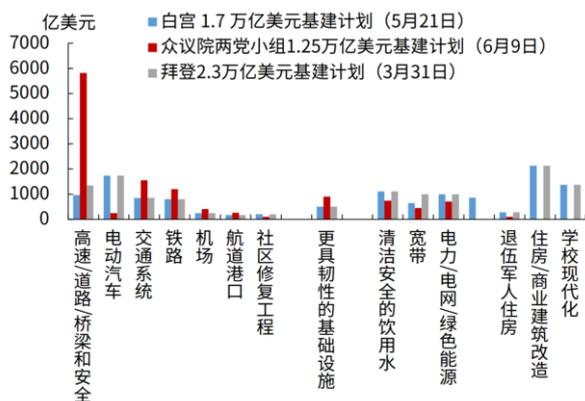
美国近期资产价格为何而动？ 一则，自3月份以来，十年期美债收益率持续震荡下行；二则，美联储6月议息会议后，纳斯达克指数整体横盘震荡，而道琼斯工业指数却一路下行。我们认为，这主要源于3月后拜登政府财政刺激计划的不断缩水，引起了市场对美国经济前景预期的修正所致。

美国经济预期的变化，不仅仅引起了市场的预期修正，同时也在通胀高企的环境中左右着美联储的抉择。本部分，我们首先将直接给出对美联储政策抉择的判断，紧接着在随后两个章节中给予更加详细的基本面数据支撑。

1.1 为什么说美联储未来会减缓加息节奏

线索一：美国疫后财政刺激计划持续缩水，市场对美国经济前景预期有所下修。 针对美国疫后经济修复的财政刺激计划，从3月31日的2.3万亿美元先是下修到了5月21日的1.7万亿美元，然后又再次下调到了6月9日1.25万亿美元。我们可以观察到，在拜登政府不断下修财政刺激计划规模的同时，市场对美国中长期的经济增长预期也在发生变化。一则，在财政刺激规模缩减的两个时间节点，十年期美债利率均呈现出明显的下行；二则，在6月美联储议息会议声明公布后，纳斯达克指数整体呈现震荡行情，而道琼斯工业指数却一路走低，这两者均表明市场对于美国经济增长过于相对乐观的预期在下修。

图 1：美国基建计划投向对比



资料来源：CNBC，光大证券研究所

图 2：美国基建计划缩减后，市场对美国中长期经济预期下修



资料来源：Wind，光大证券研究所

线索二：疫情冲击下，美国政府部门杠杆率大幅上行，过快加息将显著增大财政负担。 为了应对疫情冲击，美国政府部门大幅举债以便进行财政刺激，政府债务规模的大幅上行，将使得后续继续发债以偿还前期融资本金及利息的压力增大，而此时加息将会进一步增加政府的融资成本负担。

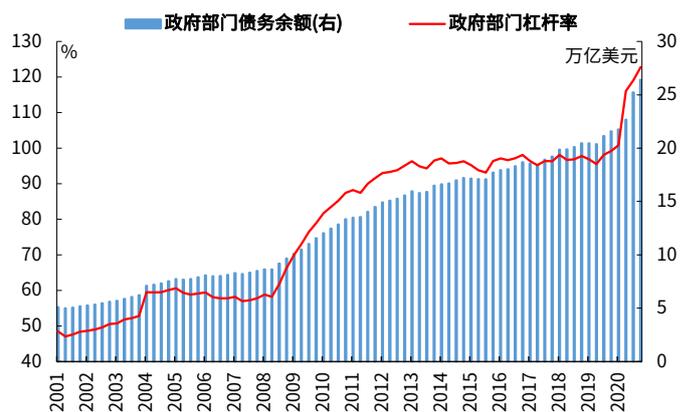
图 3：美国政府债务在疫情前大幅攀升 5 万亿美元



资料来源：CEIC，光大证券研究所

数据截至 2021 年 5 月

图 4：美国政府部门杠杆率大幅上行至 123%



资料来源：Wind，BIS，光大证券研究所

数据说明：数据更新至 2020 年四季度，政府部门债务余额由美国 GDP 现价与美国政府部门杠杆率的乘积估算

线索三：虽然疫情以来美国产出缺口不断收窄，但仍有较大修复空间，并且劳动力参与率缺口修复较慢，永久性失业居高不下。在这种情况下，如果美联储因为持续走高的通胀及通胀预期而选择提前缩表，在一定程度上，将对经济及就业的修复产生明显的拖累。

考虑到美国不断缩减的财政刺激计划，以及为了减弱对就业复苏及政府债务负担的影响，美联储加息节奏加快的概率较小。综合来看，我们预计美联储最终的加息时点或将晚于目前的市场平均预期，加息周期的开启时点大概率会晚于 2022 年末。同时，目前美国经济及劳动力市场复苏的势头，以及不断缩减的财政刺激计划，也不支持 2023 年内连续两次加息。

1.2 为什么说美联储会加快缩减购债

美联储系统鹰派力量日渐增强，缩减购债节奏大概率前移。可以观察到，随着通胀持续超预期上行，以及市场交易数据及美联储调查数据均显示美国通胀预期不断上移，联邦储备系统内部中的鹰派力量正在逐渐聚力，多个联邦储备银行主席近期频繁公开表态支持尽早讨论缩减购债。我们认为，7-8 月的美联储议息会议将是美联储开始讨论缩减 QE 的关键时点，缩减购债大概率将于四季度初正式官宣，并于四季度开始推动实施。

图 5：联邦储备系统中鹰派力量正在增强

Role	Position	Member Name	Inclination					
			2021/4/19	2021/3/23	2021/3/22	2020/12/21	2020/9/15	2020/1/27
AV	Boston	Eric S Rosengren	H	H	H	H	H	H
AV	Cleveland	Loretta Mester	H	H	H	H	H	H
AV	Kansas City	Esther L George	H	H	H	H	H	MH
NV	Dallas	Robert Kaplan	H	H	N	N	N	N
BoG	Vice Chairman for Supervision	Randal Keith Quarles	N	N	N	N	N	N
BoG	Board of Governors	Michelle Bowman	N	N	N	N	N	H
FRB	New York Fed President	John Williams	N	N	N	N	N	N
FRB	Richmond Fed President	Thomas Barkin	N	N	N	N	N	N
FRB	Atlanta Fed President	Raphael Bostic	N	N	N	N	N	N
FRB	San Francisco Fed President	Mary Daly	N	N	N	N	N	N
NV	Philadelphia Fed President	Patrick Harker	N	N	N	N	N	H
BoG	Board of Governors	Lael Brainard	D	D	D	N	N	N
BoG	Board of Governors	Christopher Waller	D	D	D	D	D	N
BoG	Chairman	Jerome Powell	D	D	D	D	D	D
BoG	Vice Chairman	Richard Clarida	D	D	D	D	D	D
FRB	Chicago Fed President	Charles Evans	D	D	D	D	D	D
AV	St Louis Fed President	James Bullard	MD	MD	MD	MD	MD	MD
NV	Minneapolis Fed President	Neel Kashkari	MD	MD	MD	MD	MD	MD

资料来源：Bloomberg，光大证券研究所

数据截至 2021 年 4 月 19 日

数据说明：H 表示收紧倾向，D 表示宽松倾向，MH 表示强烈收紧倾向，MD 表示强烈宽松倾向

表 1：美联储官员近期频繁表态支持尽早讨论缩减购债

时间	会议/官员	主要表态
6 月 3 日	达拉斯联储主席 卡普兰	<ol style="list-style-type: none"> 1. 尽早开始讨论调整购买计划是明智之举，以期温和地、逐步把脚从油门上移开，这样我们就可以避免在未来突然踩刹车。 2. 在当前阶段（房价处于纪录高位的情况下），我们显然正在挺过这场大流行，并取得进展，我认为房地产市场不需要美联储目前提供的这种水平的支持，我希望尽早看到就购买 MBS 的效果等问题展开讨论。
6 月 2 日	美联储	<p>将开始抛售去年通过一项紧急贷款安排购入的公司债，该安排是在疫情最严重时期为稳定信贷市场而推出的，以保证信贷流向企业。这在恢复市场功能，支持大雇主获得信贷以及在疫情期间提振就业方面至关重要。</p>
6 月 1 日	美联储褐皮书	<ol style="list-style-type: none"> 1. 尽管美国经济面临供应链麻烦、招聘困难和价格上涨等一系列问题，但复苏在最近几周仍加速。 2. 在劳动力市场与薪酬方面，大约有三分之二的地区报告就业情况小幅增长，其余地区则给出了温和增长的反馈。随着疫情传播逐渐放缓，食品服务、休闲接待和零售业的就业增长最为强劲。
5 月 26 日	美联储副主席 夸尔斯	<ol style="list-style-type: none"> 1. 如果美国经济在受到新冠疫情打击后保持强劲复苏，美联储就应该在未来几个月的会议上开始讨论减少 QE 购债。 2. 美联储在购债指引中采用“实质性的进一步进展”说辞给联储的沟通带来挑战，因为不能归结在单一的劳动力市场指标上判断进展。 3. 今年的通胀攀升可能大部分都是暂时的升高，但中期内通胀有偏上行风险。
5 月 25 日	旧金山联储主席 戴利	<ol style="list-style-type: none"> 1. 尽管经济进展令人感到鼓舞，现在仍然不是改变政策的时候。 2. 公众不应该把这理解为美联储准备收紧政策的迹象。“我想确保每个人都知道，美联储政策处于一个非常好的位置，正在支持美国人民。” 3. 近期通胀上涨是过渡性的。目前的价格压力是暂时性供应瓶颈的结果，随着供需恢复正常这将得到缓解。
5 月 25 日	美联储副主席 克拉里达	<ol style="list-style-type: none"> 1. FOMC 可能在未来的政策会议上讨论何时适合缩减 QE。这将取决于所得到的一系列经济数据。 2. 通胀压力大体上是暂时的，而倘若通胀高企，美联储可以在不损及经济复苏的情况下加以遏制。
5 月 22 日	费城联储主席 哈克	<ol style="list-style-type: none"> 1. 应该尽早、而不是更晚开始讨论减少购债（taper）的事情。美联储可以遵循 2008 年金融危机后的行动，逐渐减少债券购买，实际发生前会提前很久与市场沟通，做到谨慎、有条理、甚至可谓“无聊”地移除宽松政策支持，以免令市场感到意外。 2. 可以开始减少购债的前提是劳动力市场持续强劲，虽然疫情令制造业和其他领域的熟练工人严重短缺，育儿与老人护理、健康担忧等令一些人无法积极复工。不过，“伴随着失业保险金在未来几个月停止发放，劳动力紧缺的问题也会得以解决”。 3. 减少每个月 1200 亿美元的购债规模是撤出美联储对经济支持的“第一步”。如果经济复苏继续进行，官员们将考虑在“适当的时间”加息。 4. 在通胀方面，可以保持通胀预期的稳定，允许通胀在一段时间内超过 2%但不能失控。
5 月 18 日	美联储副主席 克拉里达	<ol style="list-style-type: none"> 1. 经济进展不足以开始缩减 QE 讨论，美联储决定缩减 QE 之前将提前告知外界。 2. 弱于预期的 4 月非农就业数据表明，在美联储为就业和通货膨胀制定的目标方面“没有取得实质性的进展”，而这些目标将是缩减 QE 的门槛。预计经济复苏步伐会加快，今年的产出将增长 6%或可能 7%，而劳动力仍因新冠疫情而严重短缺，经济重新开放时供需错配而导致的通胀压力将被证明是暂时的。 3. 美国 4 月整体 CPI 同比大增 4.2%，大幅超出此前 3.6%的市场预期。但通胀上行很大程度上是暂时现象，主要与去年经济关停时的基数效应，以及供应链瓶颈推升价格有关。 4. 重启美国经济可能比关闭美国经济需要更长的时间。

资料来源：Wind，华尔街见闻，路透，光大证券研究所整理

二、紧缩的推动力量：通胀持续高企

物价稳定与充分就业是美联储制定货币政策时的主要目标。2020年，美联储对这两个主要目标的定位进行了新的诠释，对于物价稳定，由原来的“2%的通胀目标”调整为“在一段时间内平均通胀不超过2%”，即平均通胀目标制；对于充分就业则有了更大的包容性。通过这一调整，美联储对阶段性通胀的容忍性明显提高，充分就业的重要性则被进一步加强，这对我们理解当前的美联储至关重要。

2.1 美国通胀超预期上行的缘起

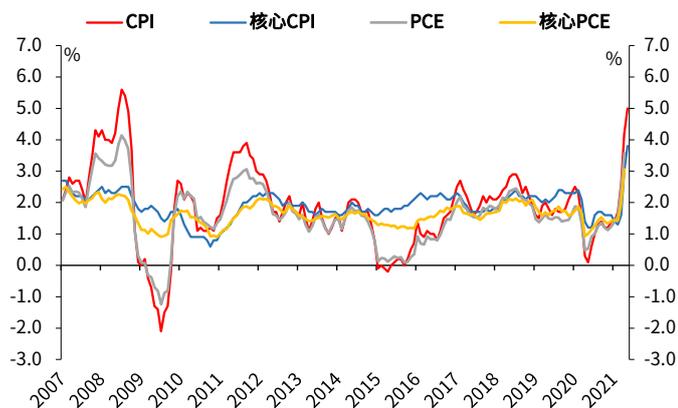
美国主要通胀指标持续超预期上行。通货膨胀是经济中整体物价水平持续性上涨的过程，目前国际上主流的通胀指标有CPI、PPI等指标，另外还有美联储较为关注的PCE指标。可以看到，自去年下半年以来，无论是美国CPI、核心CPI等指标，还是美国PCE、核心PCE等指标，均处于陡峭上行状态，不断超出市场预期。美国5月CPI更是达到了2008年8月金融危机以来的最高水平，也远远超出了美联储预设的通胀容忍阈值——2%。

市场交易数据及美联储调查数据均显示美国通胀预期不断上移。2020年美联储为使其大规模量化宽松政策有据可依，将2%的通胀目标调整为在一段时间内平均通胀不超过2%，即平均通胀目标制。那么，多长时间算是合理的“一段时间”呢？这是一个较为难以定量回答的问题，但这个合理的“一段时间”大概率应该是不会超过5年的。

通过市场交易数据可以看到，目前美国5年期平准通胀率已经触及金融危机以来的最高水平——2.72%，而美国5年期通胀掉期也已经达到2.83%的水平，其中，美国5年期平准通胀率为5年期美国国债到期收益率与5年期美国通胀指数国债到期收益率的轧差。这表示市场对未来5年的中长期通胀中枢已经不断上修至2.5%以上，远远超出了美联储2%的通胀目标，即便采取平均通胀目标制。

不仅如此，美联储自行主导的通胀预期调查指标，Common Inflation Expectations，自去年下半年以来也持续上行，到2021年3月份已经突破2%。这一指标主要是针对家庭采取的消费者预期调查，表明目前美国通胀预期，无论是在深度（市场预期大幅调升），还是广度（消费者预期也在快速上行）层面，均在持续发酵。

图 6：美国主要通胀指标均触及金融危机以来最高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 5 月

图 7：美国 5 年期平准通胀率升至金融危机期间的最高水平



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 6 月 11 日

图 8：美国 5 年通胀掉期最高已触及 2.83%



资料来源：Wind，光大证券研究所

数据截至 2021 年 5 月 31 日

图 9：美联储调查通胀预期自 2020 年下半年以来持续上行



资料来源：美联储，光大证券研究所

数据截至 2021 年 3 月

宽松的宏观政策、国内用工短缺及全球供应链紧张不断助推通胀上行。美国本轮通胀的来源可以说是多因素交织：

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_20313

