

中银研究产品系列

- 《经济金融展望季报》
- 《中银调研》
- 《宏观观察》
- 《银行业观察》
- 《人民币国际化观察》

作者：赵雪情 邹子昂 中国银行研究院
电话：010 - 6659 2964

签发人：陈卫东
联系人：叶银丹
审稿人：钟 红
电话：010 - 6659 6874

* 对外公开
** 全辖传阅
*** 内参材料

警惕美国货币政策转向的外溢效应^{*}

疫情以来，美国推行力度空前的宽松货币政策，全球利率水平降至历史低位，美元流动性从严重短缺转向极度充裕，金融资产价格屡创新高。近期，随着美国经济复苏，通胀加速抬升，美联储逆回购工具用量不断刷新历史纪录，货币政策提前转向预期不断升温，将对全球以及我国带来较大的外溢效应。

警惕美国货币政策转向的外溢效应

疫情以来，美国推行力度空前的宽松货币政策，全球利率水平降至历史低位，美元流动性从严重短缺转向极度充裕，金融资产价格屡创新高。近期，随着美国经济复苏，通胀加速抬升，美联储逆回购工具用量不断刷新历史纪录，货币政策提前转向预期不断升温，将对全球以及我国带来较大的外溢效应。

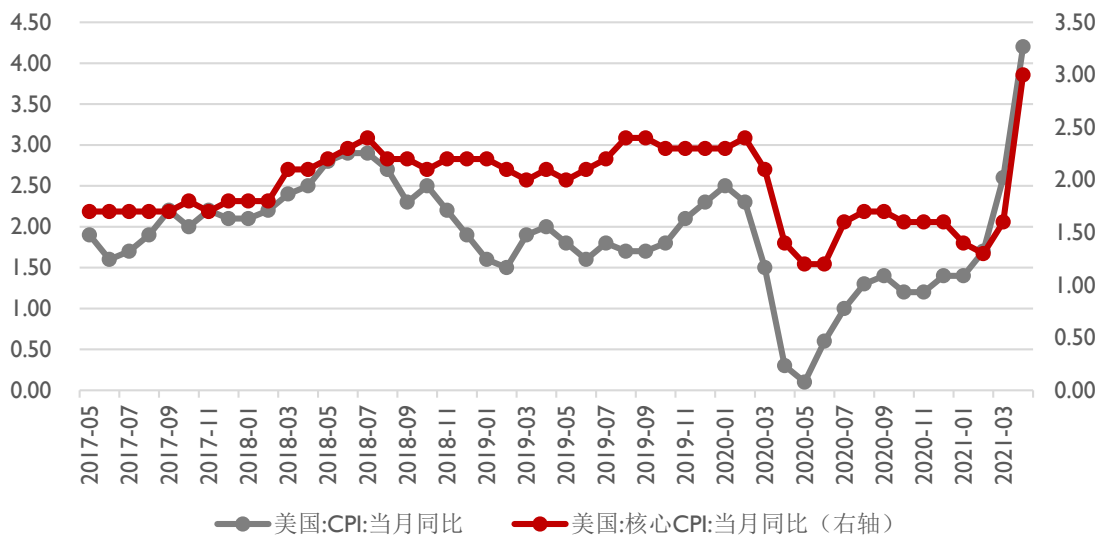
一、美国本轮宽松货币政策周期进入下半场

根据美联储货币政策框架，就业和通胀是量化宽松政策转向的决定因素。尽管美联储一再重申宽松立场，强调尚未正式讨论 Taper（缩减 QE），远未到加息时点，但本轮宽松货币政策周期已经步入下半场。

短期内，扰动因素尚存，政策转向条件有待确认。2021 年以来，美国通胀数据超预期攀升，CPI 连续三个月超过 2% 目标水平（图 1），10 年期 TIPS 隐含通胀预期一度突破 2.5%，创近九年来高位（图 2），加剧货币政策转向压力。但是，未来几个月美国 Taper 落地可能性较低，政策转向条件尚不具备。一方面，就业尚未实质性复苏。就业市场实质性复苏，意味着低失业率、高参与率和工资水平上升。近期，美国就业复苏态势显著趋缓，失业高企与“用工荒”并存。6 月 19 日当周，首次申请失业救济人数为 41.1 万人，连续两周超过 40 万，领取政府救济与补贴人数超过 1500 万人。与此同时，5 月美国劳动参与率降至 61.6%，离职人数不断增加，职位空缺数近 930 万，创历史最高水平。另一方面，经济复苏不均衡。2021 年以来，美国经济表现强劲，主要源于疫苗接种、前期低基数以及史无前例的财政货币刺激，复苏基础尚不牢固，结构性问题依然存在。6 月，美国制造业 PMI 指数为 62.6，创 2007 年有记录以来新高，但服务业 PMI 指数则下滑至 64.8，不及预期 70 和前值 70.4，服务消费距离疫情前仍有 1950 亿美元缺口。病毒变异风险不容忽视，弱势群体与中小企业面临困境，服务业修复滞后于制造业。美联储调整货币政策框架后，就业目标优先于通胀目标，就业实质性恢复依赖于疫情防控与经济复苏。考虑到短期内核心 CPI 超过 5% 概率较低，就业与经济修复需要宽松货币空间支撑以及足够时间来确认，2021 年第三季度美联储将讨

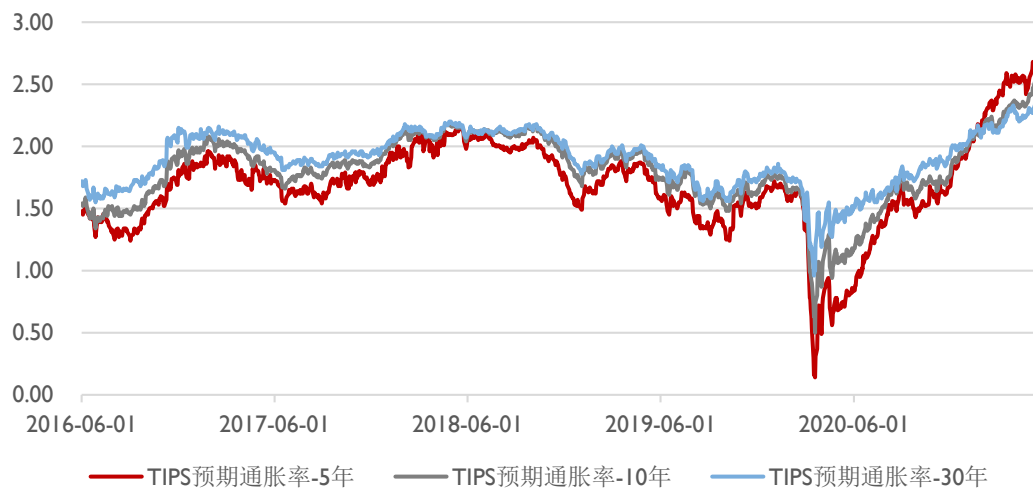
论 Taper，但缩减操作难以正式落地。

图 1：美国 CPI 同比增速



资料来源：Wind

图 2：美国 TIPS 预期通胀率



资料来源：Wind

中期来看，美国货币政策转向渐行渐近。预计 2021 年第四季度，美国货币政策转向条件“成熟”。首先，按照当前进度，美国疫苗接种有望在第四季度达到群体免疫目标。圣路易斯联储主席布拉德曾表示，当有 75% 的美国人接种新冠肺炎疫苗，是疫

情危机即将结束的关键节点，也是美联储考虑 Taper 的必要条件之一。其次，疫情风险下降，经济前景改善，刺激政策退出，将带动美国就业重返实质性复苏轨道。2021 年，美国实际 GDP 增速将达 7%，实现数十年来最快增长，失业率有望在第四季度降至 5% 以下。在需求端，企业招聘回升、裁员减少，将支撑就业岗位增长。在供给端，宾夕法尼亚州、密苏里州、密西西比州等已结束联邦失业救助计划，至 9 月美国 26 个州会正式退出，这将有效改善劳动力短缺状况。再者，美国通胀可能超出美联储预期快速上升。当前，美国疫苗接种、经济复苏节奏显著快于新兴市场，这意味着美国需求扩张将快于全球供应修复进程，特别是上轮宽松周期中平抑美国通胀的东亚国家“过剩产能”已不复存在。如果第四季度美国实现“群体免疫”，经济完全重启，疫情期间的过度刺激政策与超额储蓄将快速作用于消费，由商品领域蔓延至服务领域，致使物价上涨，形成需求拉动型通胀，加大货币政策转向压力。

长期来看，美国货币政策转向节奏与路径仍具有不确定性。美国超宽松货币政策退出，需要经历缩减资产购买、加息、缩表等阶段，并在趋势确认、条件成熟前进行沟通，甚至采取行动。例如，2013 年 5 月，时任美联储主席伯南克释放明确缩减信号时，美国失业率仍高达 7.5%。基于历史经验、市场信号以及 6 月美联储议息会议表态进行综合判断，美国货币政策转向节奏与路径预计将经历四个阶段：

第一，Taper 讨论阶段（2021 年第三季度）。鉴于经济复苏形势逐渐向政策转向目标靠拢，美联储预计将在 2021 年 8 月杰克逊霍尔全球央行年会释放 Taper 明确信号，并在之后的议息会议中讨论具体 Taper 时间与规模。这一过程中，美联储仍将维持现有甚至扩大资产购买速度，资产负债表规模仍处于扩张阶段。

第二，前瞻指引阶段（2021 年第四季度-2022 年第一季度）。整体经济形势继续好转，美联储议息会议重点将专注于 Taper 具体落地问题之上，并将不同阶段讨论结果通过会议声明和会议纪要的形式向市场传递，对市场给出较为明确前瞻指引，直至最终宣布 Taper 具体执行方案。

第三，Taper 执行阶段（2022 年第二季度-2022 年第四季度）。美联储将逐步退出自新冠疫情危机以来所启用的各项购买计划，为了减少对市场的直接冲击，该阶段

可能将是一个持续数个季度的循序渐进过程。

第四，加息、缩表进程（2022 年年末或 2023 年年初）。值得注意的是，美联储加息与缩表进程依赖于经济与就业长期修复状况，受制于政府债务、通胀走向等多重因素，面临较大不确定性，可能出现提前、延后，甚至加息再降息的反复情况。

二、美国货币政策转向将带来严重的全球外溢效应

作为全球第一大经济体，美国经济复苏无疑有利于全球经济恢复，但其货币政策周期转变带来的全球外溢影响更不容忽视。

第一，全球流动性收紧，实体经济复苏面临冲击。当前，全球经济复苏分化，基础并不牢固，通胀上行并非源于经济过热，更多来自于供给恢复滞后、流动性过剩以及刺激政策边际效应减弱。未来一段时期，美联储货币政策转向，主要央行跟随操作，将带动全球流动性收缩，融资环境恶化，各部门主动或被动去杠杆。在这一过程中，中小企业、低评级企业的再融资成本增加，信用违约与破产风险加大；财政赤字融资面临较大压力，扩张性财政政策受到掣肘；部分疫情严峻、经济脆弱国家将面临严重冲击。历史上，美联储加息多次成为其他国家金融经济危机的诱因。美国货币政策转向，将调整成本转嫁至全球，金融风险向实体领域外溢，将进一步加剧全球经济复苏难度与分化局面。

第二，利率中枢抬升，全球金融市场震荡调整。随着美国货币政策转向，全球流动性从极度充裕逐步转变为充裕或中性，长期有利于控制通胀、资产价格泡沫，但短期由利率中枢上移，全球金融市场将面临重上调整，且不排除部分市场重上调整。

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_20411

