



Research and  
Development Center

# 如果美联储政策调整，中国央行怎么应对？

2021年7月02日

解运亮  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

证券研究报告

宏观研究

深度报告

解运亮 宏观分析师  
执业编号：S1500521040002  
联系电话：010-83326858  
邮箱：xieyunliang@cindasc.com

信达证券股份有限公司  
CINDA SECURITIES CO., LTD  
北京市西城区闹市口大街9号院1号楼  
邮编：100031

# 如果美联储政策调整，中国央行怎么应对？

2021年07月02日

**摘要：**美联储政策何时转向，是后疫情时代关系全球经济和市场走势的重大问题。以史为鉴，我们回顾了过去十年间美联储政策调整对中国的影响，以期对理解未来中美货币政策演变有所启示。

- **美联储缩减购债大概率从 2022Q1 开始实施，讨论这一行动的时间将会更早，大概率于 2022 年底至 2023 年上半年开始加息。**美联储今年上半年面临高通胀，迟迟不缩减资产购买，是由新的货币政策框架导致：将就业放在第一位，稳定通胀放在第二位。2020 年 8 月鲍威尔公布货币政策新框架，框架转变的原因有：（1）长期低通胀和低利率环境，提高了通胀容忍度；（2）菲利普斯曲线逐渐失灵；（3）疫情爆发，经济受挫，美联储侧重稳定就业。随着美国就业继续修复，失业率进一步降低，美联储将不可避免地开始收紧。
- **2009-2011 年：中国相对美国货币政策表现出较强独立性，尽管美联储持续宽松，但在国内经济过热和通胀高企背景下果断收紧。**2009 年底，国内较高的通货膨胀显现，投资需求旺盛，贷款加权平均利率开始上行。2010 年 10 月，在美联储持续宽松背景下，中国央行开始上调存款准备金率，受此影响，市场利率也加快了上行的步伐。该时期，我国工业增加值、固定资产投资和房地产行业投资高位回落，经济过热势头得到遏制。
- **2017-2018 年：美联储加息，国内核心 CPI 和 PPI 共同突破 2%，中国央行政策利率“随行就市”上行。**在美国经济实现充分就业后，尽管通胀保持温和，并未出现通胀高企现象，美联储仍然坚定推进货币政策正常化进程。同期，国内固定资产投资增长稳中略缓，基建投资和房地产下滑，但该时期政策重心是去杠杆和防风险，而非稳增长。
- **未来美联储缩减购债，中国 PPI 向核心 CPI 逐渐传导，核心 CPI 水位逐渐抬升，央行的货币政策预计易紧难松。**但考虑到全球疫情演变不确定性仍大，经济恢复不均衡、基础不稳固的问题仍然存在，预计货币政策总体仍然以稳为主。
- **风险因素：**政策调控力度超预期；海外疫情超预期。

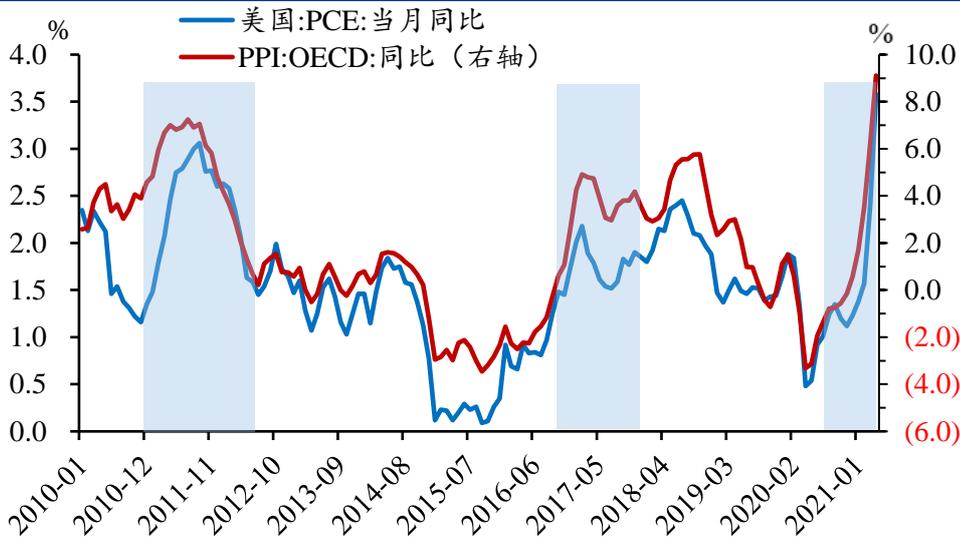
一、此次美联储政策调整节奏的预判.....	3
1.1 美联储货币政策新框架，为其保持更长时间宽松创造了条件.....	4
1.2 美联储货币政策转变的原因——菲利普斯曲线逐渐失灵.....	4
1.3 按照失业率测算，美联储大概率在明年一季度缩减资产购买规模.....	7
二、2009-2011 中国央行相对于美联储表现出较强独立性.....	11
2.1 面临高失业率和 high 通胀，美联储选择了延续宽松货币政策.....	11
2.2 中国央行在国内经济过热和通胀高企背景下果断收紧.....	12
2.3 工业增加值和固定资产投资走弱，并未影响同时期我国货币政策收紧.....	16
2.4 同期外需减弱，并未影响我国货币政策收紧.....	17
三、2017-2018 美联储处于加息周期，中国央行政策利率“随行就市”上行.....	18
3.1 低失业率环境下，美联储在核心 PCE 将要突破 2% 时上调联邦基准目标利率.....	18
3.2 中国央行政策利率“随行就市”上行.....	19
3.3 固定资产投资增长稳中略缓，并未影响同时期我国收紧货币政策.....	21
四、未来美联储进入紧缩周期后，中国货币政策易紧难松.....	23
风险因素.....	25

## 图目录

图 1: 2021 年以来全球工业品价格和美国通胀预期明显走高.....	3
图 2: 美联储缩减资产负债表，美国股市波动加大.....	3
图 3: 历史上美联储多次进行前瞻性加息.....	4
图 4: 美国上世纪 90 年代至疫情前核心 PCE 中枢不断下沉.....	5
图 5: 美国失业率与通货膨胀率的关系呈现平坦化特征.....	6
图 6: 主要发达经济体的 10 年期国债收益率.....	6
图 7: 美国的自然利率、联邦基金利率和 10 年期国债收益率.....	7
图 8: 美联储资产负债表的同比增速.....	8
图 9: 美国的就业率水平.....	8
图 10: 2021 年 6 月美联储会议中对未来利率水平的预期.....	9
图 11: 美国市场机构对美联储加息的预测.....	9
图 12: 美国市场机构对美联储缩减购债的预测.....	10
图 13: 美国市场机构对美联储缩减 MBS 购买的预测.....	10
图 14: 2011 年 6 月美国面临高通胀，美联储缩减资产购买规模.....	11
图 15: 2011 至 2013 年美国失业率高，美联储并未加息.....	12
图 16: 2011 年 6 月美联储第二轮 QE 结束.....	12
图 17: 2019 年底，2010 年初我国通货膨胀开始显现.....	13
图 18: 金融机构人民币贷款加权平均利率上行.....	14
图 19: 2010 年第四季度上调存贷款基准利率.....	14
图 20: 存款准备金率频繁操作.....	15
图 21: 外汇占款数量在 2011 年 9 月减少.....	15
图 22: 2011 年至 2013 年工业增加值和固定资产投资同比下滑.....	16
图 23: 2010-2011 我国房地产行业贷款和销售同比下滑剧烈.....	16
图 24: 自美联储 2010 年第三季度收紧后，外需开始减弱.....	17
图 25: 美国核心 PCE 指标.....	18
图 26: 美联储联邦基金目标利率与失业率.....	18
图 27: 美联储 2017 年底开始缩减资产负债表.....	19
图 28: 中国通货膨胀指标的走势.....	19
图 29: 美联储联邦基金利率上调，中国 7 天逆回购利率跟随上行.....	20
图 30: 央行 2017 年 1 月 24 日上调中借贷便利 MLF 约 0.1 个百分点.....	20
图 31: 2017 年初至 2018 年上半年贷款加权平均利率明显上行.....	21
图 32: 2017 年固定资产投资和房地产投资都有放缓.....	21
图 33: 2017-2018 年金融部门杠杆率降低.....	22
图 34: 外汇占款数量在 2017 年之后相对比较稳定.....	22
图 35: 当下 PPI 和核心 CPI 的走势.....	23
图 36: 当下固定资产投资和房地产投资有所下滑.....	24

## 一、此次美联储政策调整节奏的预判

图 1：2021 年以来全球工业品价格和美国通胀预期明显走高

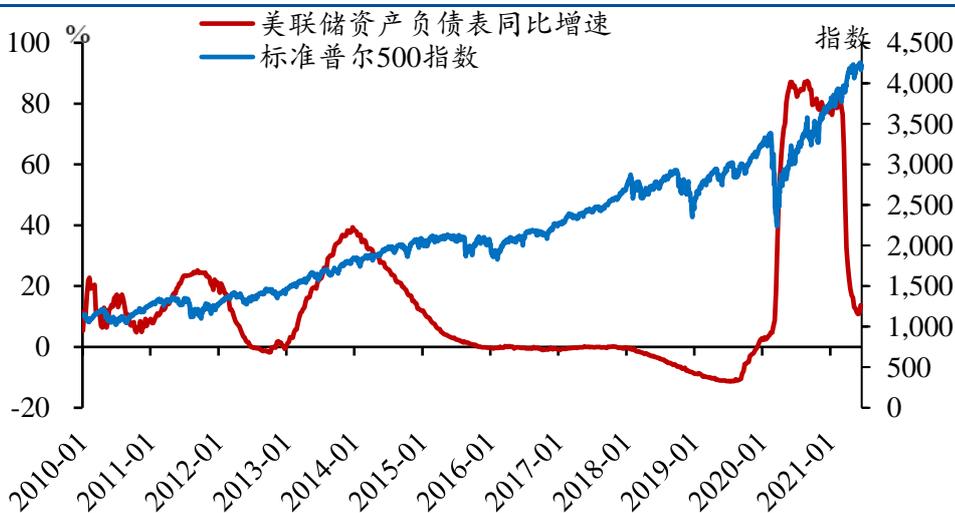


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

去年下半年以来, 美国通货膨胀预期不断上行(见图 1), 美联储声明多次表示, 允许暂时性的高通胀水平。面对高通胀, 今年上半年美联储为何迟迟不缩减资产购买规模, 以及, 美联储到底何时会开始讨论缩减购债, 什么时间会实施, 这些都是当下需要关注的问题。

我们认为美联储今年上半年面临高通胀, 迟迟不缩减资产购买规模, 主要是由新的货币政策框架导致的, 即把就业放在第一位, 通货膨胀放在第二位。我们认为美国的通货膨胀并不是暂时的, 很可能由于大宗商品上涨周期叠加经济复苏预期而持续一段时间。随着美国经济持续复苏, 美联储终将开始讨论缩减购买债券规模。历史上, 美联储收紧会加大美股以及房地产市场的波动(见图 2 是美联储资产负债表同比增速及美国股市相关走势), 因此此次美联储大概率不会猛烈收紧, 货币宽松政策的退出应该会缓慢以及有一定规划性地进行。美联储收紧货币政策, 也会导致大量资本回流美国, 新兴市场国家由于债务高企, 很可能会遭遇本国资本流出而面临币值和金融市场风险。

图 2：美联储缩减资产负债表, 美国股市波动加大



资料来源: 万得, 信达证券研发中心

## 1.1 美联储货币政策新框架，为其保持更长时间宽松创造了条件

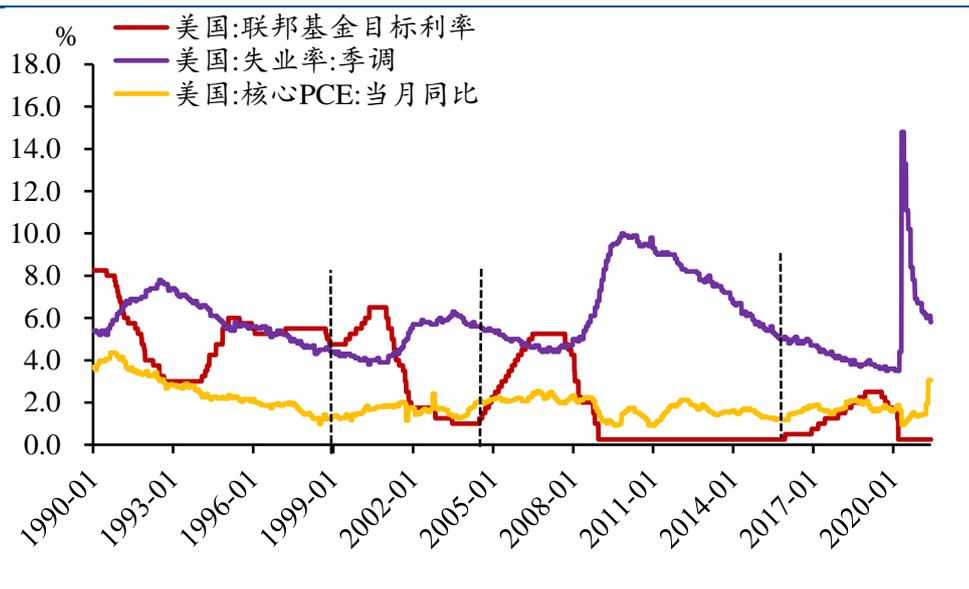
疫情后美联储警惕就业的不足，鲍威尔于2020年8月宣布施行货币政策新框架，重新评价了失业与通货膨胀的关系，提高了通胀的容忍度，强化了对于“充分就业”的支持，美联储货币政策新框架为其保持更长时间的宽松政策创造了条件。这导致了上半年虽然美国通货膨胀预期高，但由于就业数据并未完全修复，所以货币政策仍然在相当一段时间内保持了宽松，这也是美联储此次相较历史，面临高通胀没有及时收紧货币政策的根本原因。

新的货币政策有两大特点：

(1) **实行通胀目标制，适度容忍通胀率超过2%**。美联储货币政策新框架从2%的通胀目标转为“在一定区间内将通胀平均水平保持在2%”，即允许相当一段时间通货膨胀率高于2%，这样可以避免长期通胀低迷而导致的平均中长期物价偏离2%的目标。

(2) **更加重视劳动力市场，把就业目标放在首要位置**。原框架以失业率与通胀率负相关的菲利普斯曲线为指导，当失业率“接近”自然失业率时，美联储因担心通胀率上行而“提前”收紧货币政策，属于“前瞻式调控”（见图3）。然而随着经济发展以及经济结构性转变，传统的菲利普斯曲线逐渐失灵（见下文），美联储也逐渐转变了原货币政策的框架。根据美联储货币政策新框架，强劲的劳动力市场并不必然引发高通胀，无需对失业率下行做出超前反应，因而控制物价的优先级相对弱化，而更加重视就业。

图3：历史上美联储多次进行前瞻式加息



资料来源：万得，信达证券研发中心

## 1.2 美联储货币政策转变的原因——菲利普斯曲线逐渐失灵

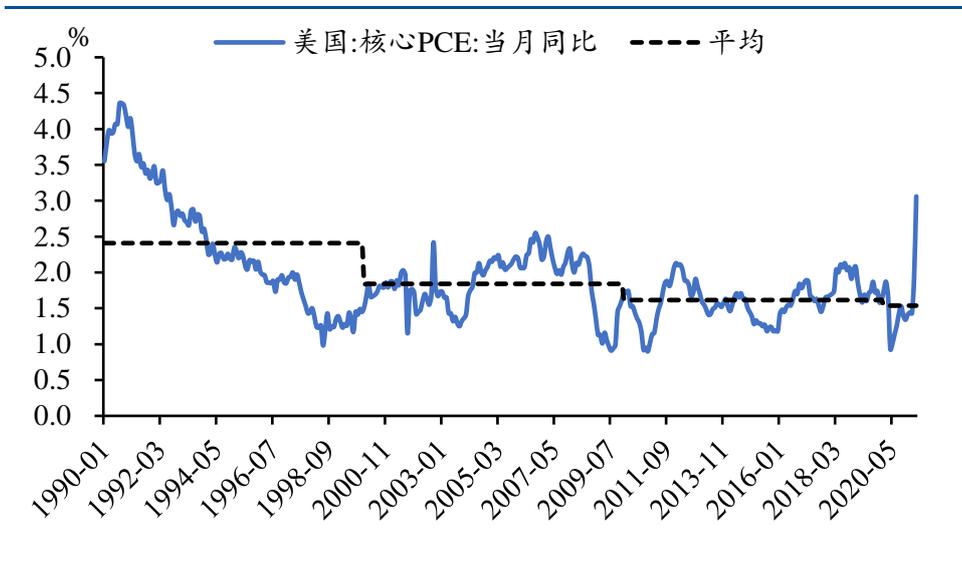
本质上来讲，美国货币政策的转变，主要是由宏观背景、人口和产业等结构性因素的调整推动的：

(1) **长期的低通胀是弱物价调控、提高通胀容忍度的根本原因**。1990年以后，美国通胀率中枢持续下滑。1990—1999年、2000—2009年、2010—2019年美国核心PCE的平均值分别为2.41%、1.84%、1.61%（见图4）。2010年到2019年，仅仅有十分之一的时间通货膨胀率达到了2%的通胀率目标。长期的低通胀导致了通胀预期下行，2020年至今的通货膨胀平均水平是1.54%，较此前平均通货膨胀率仍略微有下沉。

低通胀现象的成因既可能是暂时性、周期性因素导致，也可能是经济结构性转变而引起的长期趋势。我们分析经济中的不同板块，可以发现：一是全球价值链的发展与技术进步因素可能带来价格下行压力。技术的进步和传播使单位生产成本不断减小，推动产品和服务价格下降，从而抑制了通胀，这在技术密集型产业中十

分显著；二是本世纪人口老龄化问题。人口老龄化降低了消费和投资，造成总需求不足，给通胀带来了下行压力。三是近年来主要经济体货币政策大多转向以通胀为目标，并对外明示了通胀目标水平，通胀预期被锚定在通胀目标之下，间接导致了通胀低迷。

图 4：美国上世纪 90 年代至疫情前核心 PCE 中枢不断下沉

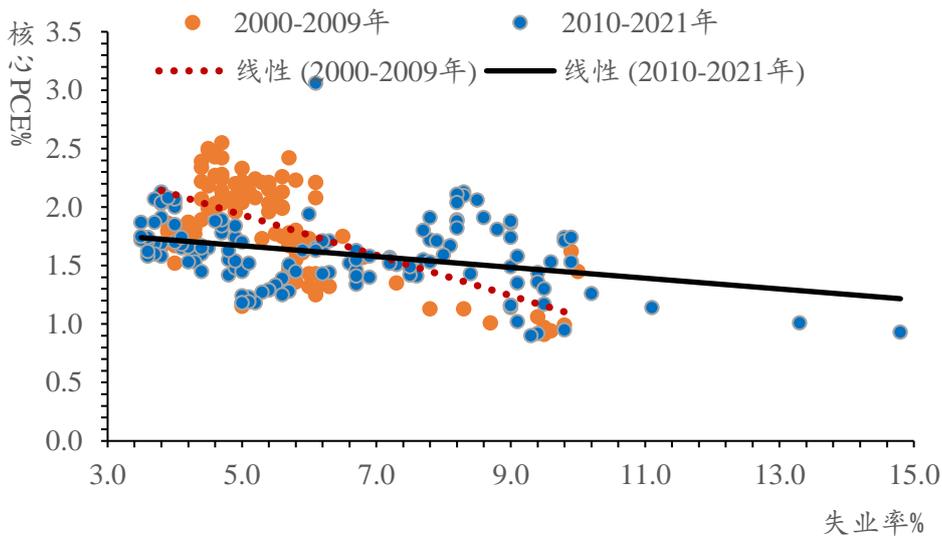


资料来源：万得，信达证券研发中心

低利率趋势，主要是由于经济发展的结构性转变，以及货币政策传导低效率导致的。经济发展的结构性转变，体现之一是社会贫富分化加剧带来的消费端疲软。占总人口的 82% 的中产阶级（年收入在 3 万到 20 万美元）的边际消费倾向要远远高于富有家庭，致使持续扩大的贫富分化抑制了居民部门消费率，而这种结构性问题无法通过美联储持续放水的货币政策加以解决，进而造成了美国通胀预期持续偏低，经济长期走弱。其次，在供给侧，科技进步提高了生产能力，新兴国家进口到美国，压低了美国的物价水平。2012—2019 年，不可贸易商品的价格累计上涨 19.8%，而可贸易商品的价格下降了 14.3%，全球自由贸易压低了部分商品价格。最后，在货币政策传导方面，美国充足的流动性未能大量流入实体经济，而是不断地推高了资产价格。2019 年末美国广义货币（M2）的存量规模较 2009 年增长 83%，但 M2 的流通速度却下降了 18%，同时期标普 500 指数大幅上涨近 300%，股市的财富效应进一步加大了贫富差距。

**（2）菲利普斯曲线（失业率和通货膨胀负相关）失灵，通胀率对失业率不敏感，美联储强化就业支持。** 通胀率对失业率不敏感，致使美联储宽松的货币政策支持强劲的劳动力市场，而不引发高通胀。2000—2019 年，美国失业率每下降 1 个百分点，通胀率仅上升 0.087 个百分点，二者的关系逐渐呈现平坦化特征（见图 5）。**通胀率对失业率不敏感，主要是因为薪资水平上涨向物价传导的渠道被弱化：强劲的劳动力市场未能大幅提升薪资水平。** 2019 年美国失业率已降至近 50 年以来的低位，劳动力市场强劲，但当年的时薪增长率仅为 3% 左右，低端岗位被科技进步替代、项目实行海外外包等，削弱了雇员的议价能力，降低了工资增幅。因此失业率下降，但是薪资水平没有上涨相应的幅度，薪资水平上涨并未传导到物价水平，因此通货膨胀未显现。

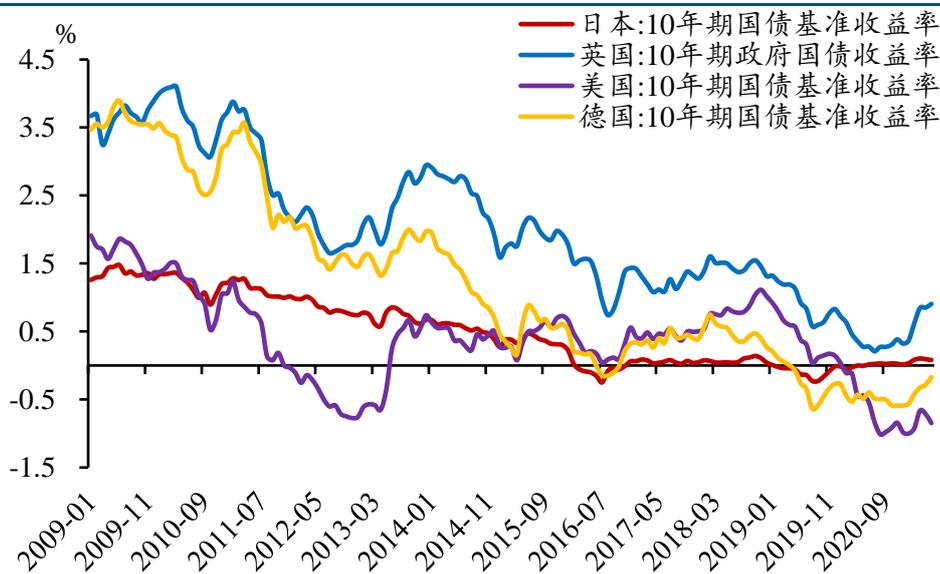
图 5：美国失业率与通货膨胀率的关系呈现平坦化特征



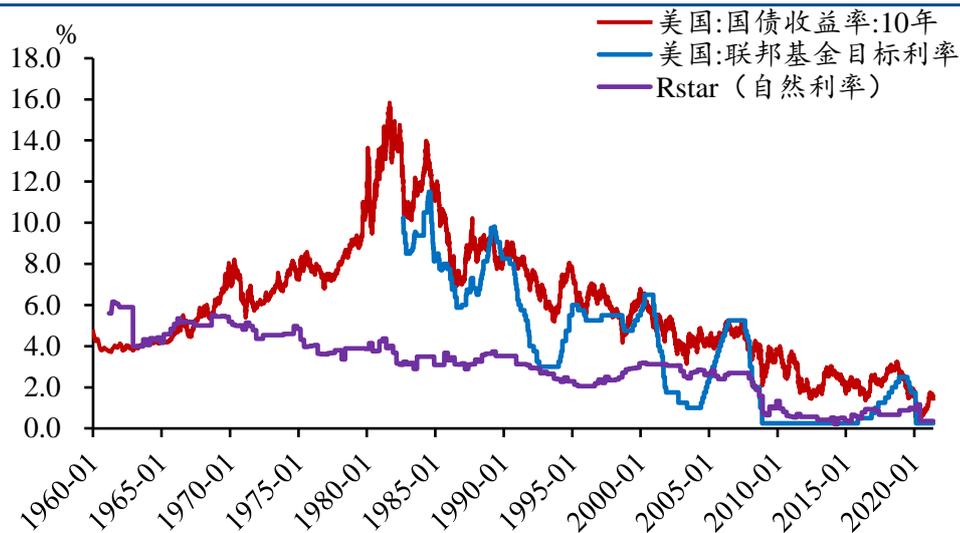
资料来源：万得，信达证券研发中心

(3) 低利率环境导致政策空间不足，美联储增加了量化宽松手段。1990 年之后，美国以及主要发达国家的利率水平在持续下滑（见图 6）。如图 6，在低利率环境下，美联储缺乏充足的降息空间以应对经济下行。2020 年 3 月，美联储实施两次降息便触及零利率，美联储只能依赖量化宽松等非常规手段，来对经济进行调节，即通过购买债券，向市场投放流动性。

图 6：主要发达经济体的 10 年期国债收益率



资料来源：万得，信达证券研发中心

**图 7：美国的自然利率、联邦基金利率和 10 年期国债收益率**


资料来源: 万得, 信达证券研发中心

### 1.3 按照失业率测算，美联储大概率在明年一季度缩减资产购买规模

正如前文所陈述的观点，美联储不会突然大幅度收紧，会按照一定计划安排缓慢退出宽松政策，从讨论是否“开始讨论资产退出购买计划”——“退出资产规模购买计划”——“加息”，是一连串缓慢和有计划安排的收紧政策。此前 2013 年美联储退出资产购买计划，是在就业水平恢复到此前 90%，通货膨胀在 1.6% 时进行。按照当下就业率每月增长 0.1 个百分点的速度，恢复到疫情前 90% 的水平，我们预计在 6-9 个月左右，因此我们可以得出结论，美联储缩减购买债券规模大概率是在明年的一季度。参照历史经验，讨论缩减购债一般会提前几个月，因此我们认为讨论退出资产购买规模最早在今年的三季度。

第一，美联储一定会有计划性地缓慢退出资产购买规模。此次 6 月议息会议上，美联储也提出“QE 退出的沟通一定会是充分，且提前管理预期的，目前距离真正减量还有相当距离（“always away”），目前美联储是处于“讨论”“是否要开始去讨论”缩减 QE 这件事的阶段（“talking about talking about tapering”）。

**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\\_20487](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_20487)

