

先“冲刺”，再“喘息”： 美联储货币政策前瞻

■ **美联储加速收紧“控通胀”**。在宏观政策和“疫苗复苏”的支撑下，美国经济持续快速修复，就业市场表现强劲，“用工荒”持续。美国需求仍显著超出供给，叠加俄乌冲突、中国疫情等新生供给冲击，美国通胀仍未见顶。就业市场“用工荒”与通胀压力，共同指向美联储货币政策将加速收紧。

■ **尽管美联储当前政策重心已经倒向“控通胀”，但仍面临多重约束**。今年上半年货币政策正常化“三部曲”将全面开启，但作为“重头戏”的加息和缩表路径仍不明朗。美联储将保持灵活性，根据未来经济数据和形势变化“相机抉择”，争取在抑制通胀的同时实现经济“软着陆”。

■ **美联储年内实际加息幅度或低于市场预期**。美国目前实际利率深度为负，客观上为美联储短期内快速加息提供了空间。近期美联储主要官员频繁鹰派表态，推升了市场加息预期：CME 联邦基金利率期货隐含的全年加息预期达到 10 次，5-7 月的三次会议上可能各加息 50bp。但事实上，美联储仍面临多重约束，上半年冲刺式加息之后的政策路径仍面临较大不确定性。基准情形下，美联储将在上半年开启“背靠背”加息，在未来两月分别加息 50bp，将联邦基金利率目标区间升至 1.25-1.5%，下半年“喘口气”后视经济与通胀表现择机加息 2 次左右，全年加息 7 次 175bp。

■ **美联储本次缩表将较上轮更为迅速，但需关注提前中止的可能**。基准情形下，美联储将于 5 月开启缩表，以上轮 2 倍的速度启动，首月缩减 200 亿美元，逐月增加 250 亿，最终达到每月缩减 950 亿美元（600 亿国债+350 亿 MBS）的速率。缩表进程或持续 2-3 年，总缩减规模 2.2-3.6 万亿，相当于当前规模的 25-40%。需要注意的是，若美联储快速加息导致美国经济超预期下行，美联储可能提前中止货币政策正常化进程。

■ **外部环境制约下，我国结构性政策工具将发挥更大作用**。中美利差收窄甚至倒挂，将对我国跨境资本流动和人民币汇率造成直接影响，进而作用于我国的货币政策、实体经济和资本市场。近期密集出台的一系列货币政策工具表明，在面临外部紧约束的情况下，相较运用总量性工具“宽货币”，央行更偏好通过结构性货币政策“宽信用”支持实体经济，商业银行是其中重要的传导枢纽。

谭卓

宏观经济研究所所长

☎：0755-83167787

✉：zhuotan@cmbchina.com

田地

宏观研究员

☎：0755-82902723

✉：andrewtian@cmbchina.com

感谢实习生韩亚萍的贡献

目录

一、立场：美联储加速“控通胀”	1
（一）就业：“充分就业”基本达成	1
（二）通胀：面临新生供给冲击	2
二、路径：“软加息”vs“硬加息”	5
（一）加息：先冲刺，后喘息	5
（二）缩表：更早更快	8
三、小结：我国货币政策面临外部“紧约束”	10

图目录

图 1: 美国就业市场经历了历史上最快速的修复.....	1
图 2: 美国劳动力供需缺口持续走阔.....	2
图 3: 美国实际薪资加速负增长.....	2
图 4: 劳动参与率仍明显低于疫前水平.....	2
图 5: 美国青壮年劳动参与率基本恢复至疫前.....	2
图 6: 美国 CPI 通胀持续攀升.....	3
图 7: 美国通胀由结构性上涨向“普涨”转换.....	3
图 8: 大宗商品价格增速处于近几十年高位.....	3
图 9: 封控期间上海经济活动大幅下降.....	3
图 10: 中国供应链压力领先出口价格约 3 个月.....	4
图 11: 拜登支持率与高通胀负相关.....	4
图 12: 供需缺口领先美国通胀约 11 个月.....	4
图 13: 美联储认为年内美国通胀将维持高位.....	4
图 14: QE4 已经结束.....	5
图 15: 市场预期 5 月加息 50bp 概率接近 100%.....	6
图 16: 战后联储加息周期仅有三次“软着陆”.....	6
图 17: 疫后美国住宅价格快速上涨.....	6
图 18: 美联储本轮量化宽松收益率为历史新低.....	6
图 19: 疫情下美国公共债务大幅跳升.....	7
图 20: 市场预期美联储将在 3 年内开始降息.....	7
图 21: 美联储持有国债将在未来 2-3 年密集到期.....	8
图 22: 美联储资产负债表规模较疫前增长超过一倍.....	9
图 23: 2019 年著名的“回购危机”.....	9
图 24: 美联储隔夜逆回购规模接近 2.2 万亿美元.....	9
图 25: 中美收益率曲线局部倒挂.....	10
图 26: 人民币汇率近期出现急贬.....	10



当前，中美经济周期错位加剧，导致中美货币政策加速分化。美联储激进加息姿态下，中美收益率曲线局部出现倒挂，对我国货币政策形成紧约束。未来美联储的货币政策执行，无疑将对包括我国在内的全球经济和金融市场产生重大影响。本文尝试梳理分析未来美联储货币政策正常化的可能路径。

一、立场：美联储加速“控通胀”

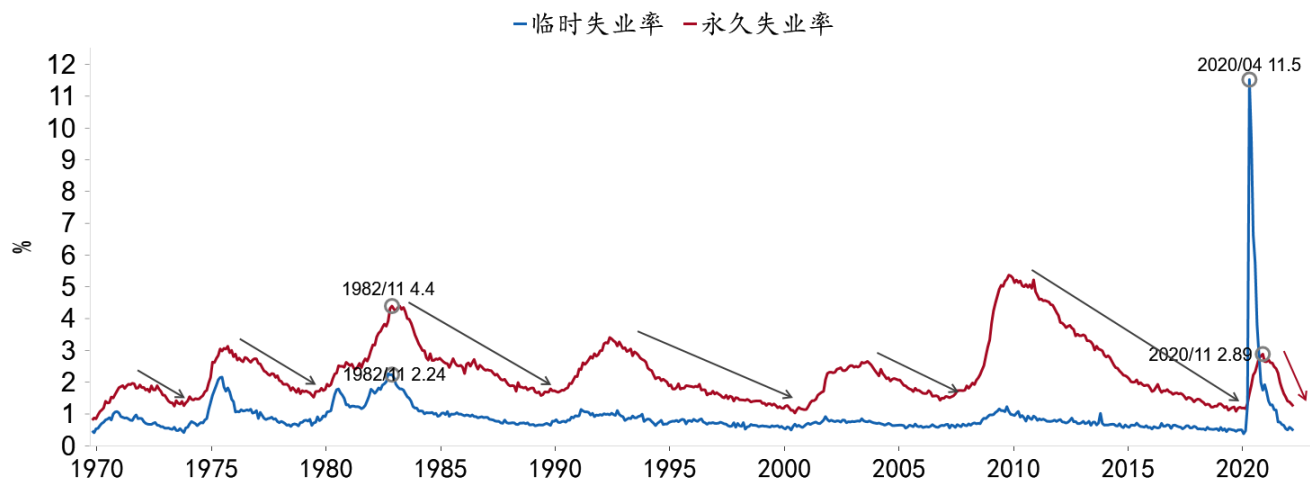
在宏观政策和“疫苗复苏”的支撑下，美国经济持续快速修复，就业市场表现强劲，“用工荒”持续。美国需求仍然显著超出供给，叠加年初俄乌冲突、中国疫情等新生供给冲击，一季度美国通胀仍在上升过程中，连续刷新近40年新高。就业市场“用工荒”与巨大的通胀压力，共同指向美联储货币政策将加速收紧。

（一）就业：“充分就业”基本达成

美国劳动力市场复苏动能强劲，“充分就业”基本达成。经济重启后，在临时就业修复的强劲驱动下，美国就业市场开启了有史以来最快的修复（图1）。失业率从2020年4月14.7%的高点回落至今年3月的3.6%，已回落至美联储估算的长期失业率水平线（4%）以内，距离疫前3.5%的低点仅0.1pct，指向美联储“充分就业”目标已基本达成。

图1：美国就业市场经历了历史上最快速的修复

美国非农失业率结构

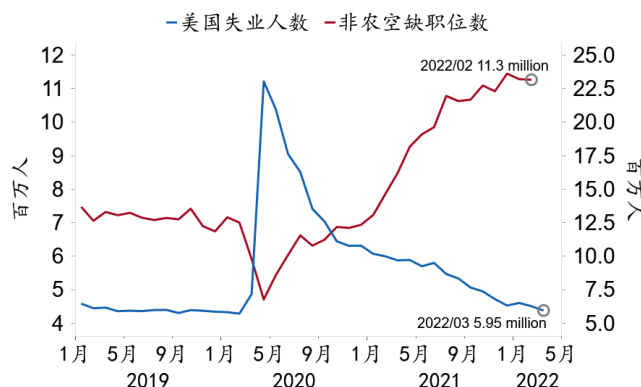


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

当前美国永久失业率修复的斜率仍相当于以往历次危机中的两倍，表明美国失业率修复的动能极为强劲，这也与就业市场所呈现出来的“用工荒”一致。美国2月空缺职位超过1,100万，而求职人数持续下降，劳动力供需缺口持续扩张（图2）。高通胀使得美国实际工资下降，抑制了居民参与就业的意愿（图3），美联储主席鲍威尔表示高通胀已构成对达成充分就业的“严重威胁”（severe threat）。

图 2：美国劳动力供需缺口持续走阔

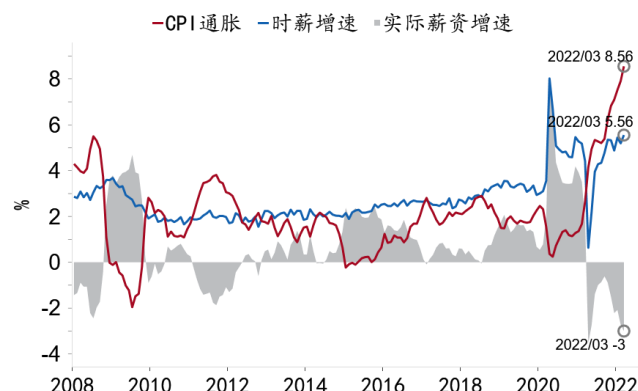
美国劳动力市场缺口



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 3：美国实际薪资加速负增长

美国实际薪资增速

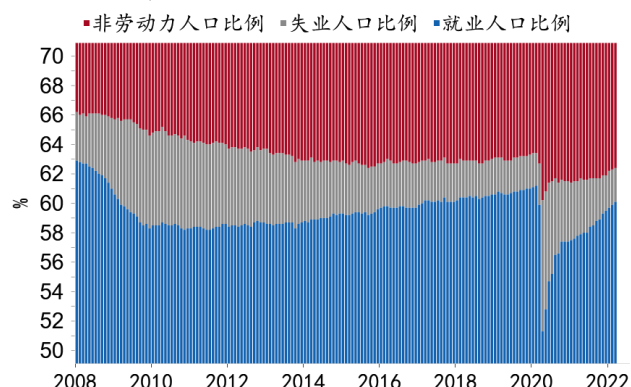


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

美国劳动参与率较疫前仍存在显著缺口（1pct，图 4），但近期边际改善。美国越年轻的群体劳动参与率修复越好，年长居民（55+）的劳动参与率持续低迷（图 5），可能的原因包括担心感染新冠、实际工资下降、资产价值大幅增加等。3 月非农数据显示，随着美国疫情逐步缓解，名义工资持续高增长，年长居民开始回归劳动力市场。

图 4：劳动参与率仍明显低于疫前水平

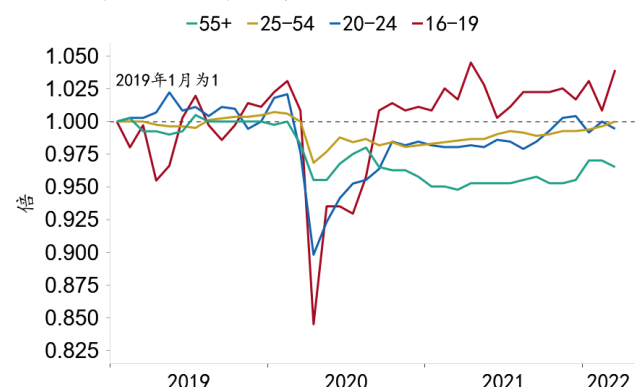
美国劳动力市场



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 5：美国青壮年劳动参与率基本恢复至疫前

美国各年龄段劳动参与率较疫前变化



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

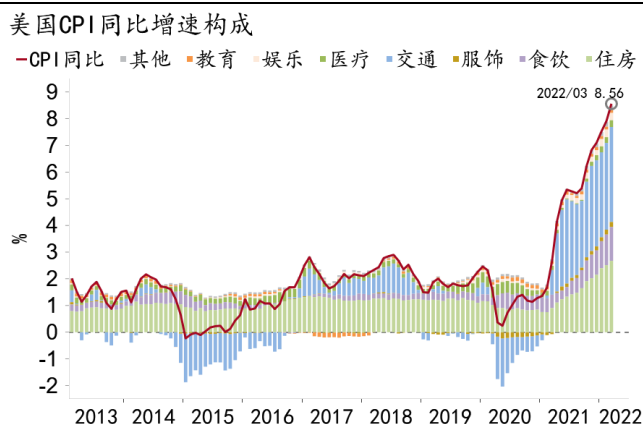
（二）通胀：面临新生供给冲击

美联储在物价目标上所承受的压力不断攀升。过去一年中，美国通胀不仅上行幅度与时长远超预期，更从高度集中的结构性上涨转向“普涨”。CPI 通胀由去年 3 月的 2.7% 陡峭上行至今年 3 月的 8.6%，创下自 1980 年以来新高（图 6）。通胀由结构性增长转为“普涨”后（图 7），服务类消费逐渐取代耐用品成为涨价驱动，能源上涨也再度占据主导地位。

“控通胀”已成为美联储货币政策的首要目标。鲍威尔近期强调，恢复“价格稳定”是美联储当前能为长期经济增长做出的“最重要贡献”（single most important thing）。缓解通胀压力面临三个“拦路虎”：供给不足、需求

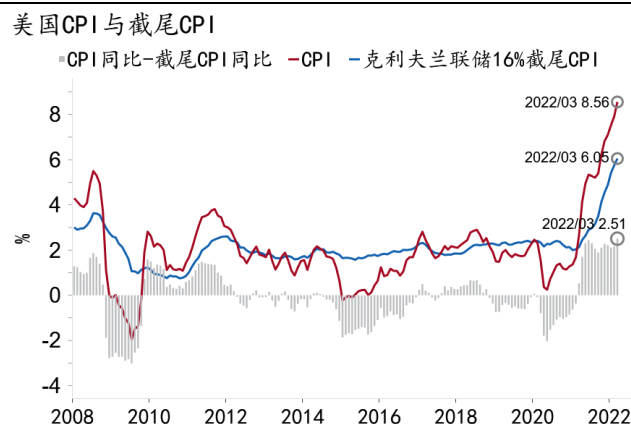
旺盛和通胀预期。货币政策主要通过抑制需求和通胀预期控制通胀，对缓解供给约束作用有限。但问题在于，美国边际上新增的通胀压力主要来自于供给端。

图 6：美国 CPI 通胀持续攀升



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 7：美国通胀由结构性上涨向“普涨”转换



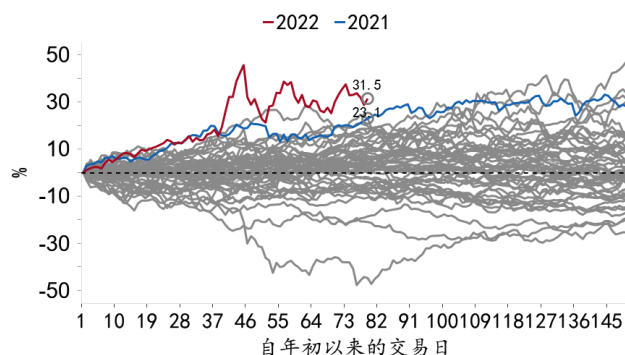
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

首先是俄乌冲突。俄乌均是国际大宗商品市场的主要生产者，对能源和食品价格的影响举足轻重，俄罗斯出口的天然气、原油和小麦分别约占全球贸易量的 21%、12% 和 15%。俄乌冲突下，今年大宗商品价格的涨幅创下了历史之最（图 8）。目前俄乌危机冲突的走势仍不明朗。在俄乌冲突风险趋于缓和的基准情形下，大宗商品价格有望企稳回落，对美国通胀特别是核心通胀的影响相对有限。一是美国对俄罗斯商品依赖度较低，短期供给影响有限。二是大型油气集团通过长期采购协议锁定价格，短期价格波动对金融市场的影响大于市场主体。三是美联储偏好的核心 PCE 指标受油价影响较为有限，美联储研究显示油价上涨 10% 仅能提高核心 PCE 约 0.05pct。风险情形下，俄乌冲突维持较高烈度，大宗商品涨价压力持续传导，并推升美国中长期通胀水平。

图 8：大宗商品价格增速处于近几十年高位

大宗商品价格今年表现史上最强

S&P GSCI 自年初以来的表现 (1970-2022)



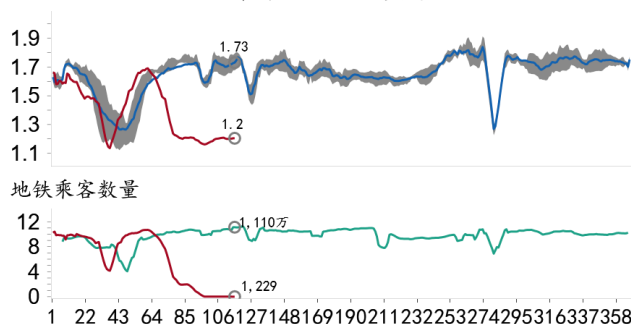
资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图 9：封控期间上海经济活动大幅下降

封控期间，上海流动性骤降

道路交通拥挤指数

—2022 —平均 ■25/75 百分位数 —2021

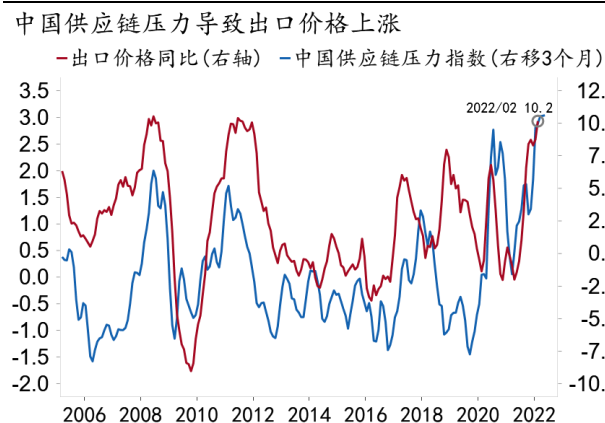


资料来源：Macrobond，招商银行研究院

其次是中国疫情。3 月以来，国内疫情多点散发，对全球供应链所造成的冲击量级可能超过俄乌冲突。俄罗斯加上乌克兰的经济体量仅相当于中国的 12%，进出口体量仅相当于中国的 14%。目前疫情对长三角、珠三角等主要经济区域的冲击已延续至二季度（图 9），并可能沿产业链外溢至其它地区。在

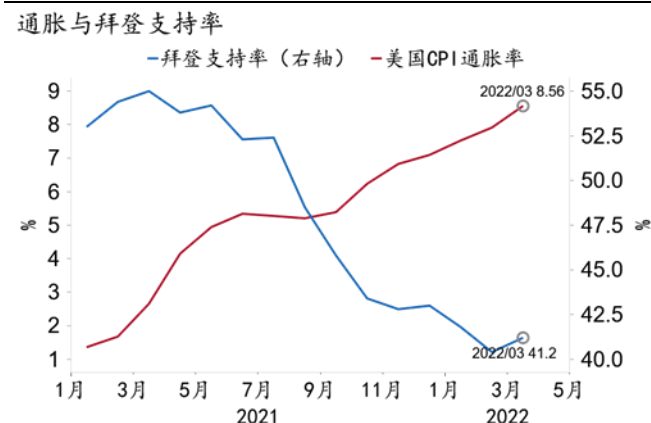
此轮疫情中，我国汽车制造及其上下游产业受到的冲击尤为严重，可能导致汽车零部件供应短缺。而去年东南亚疫情导致的“缺芯”，就使得美国二手车价格飙升，成为美国通胀的重要驱动因素。历史上，中国的供应链压力指数领先出口价格约3个月（图10），美国作为中国主要的出口目的地之一将受到直接影响。

图10：中国供应链压力领先出口价格约3个月



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

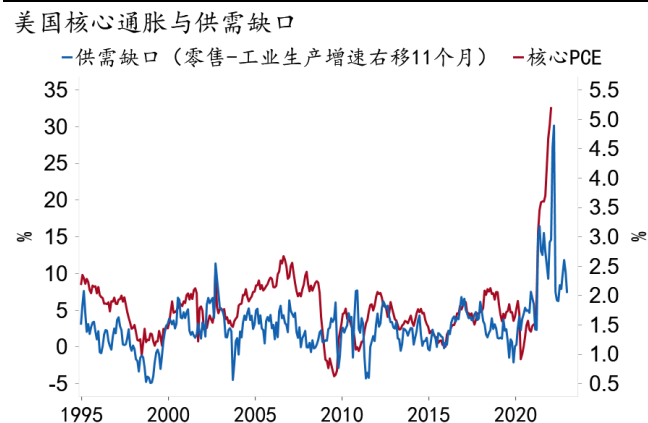
图11：拜登支持率与高通胀负相关



资料来源：FiveThirtyEight，招商银行研究院

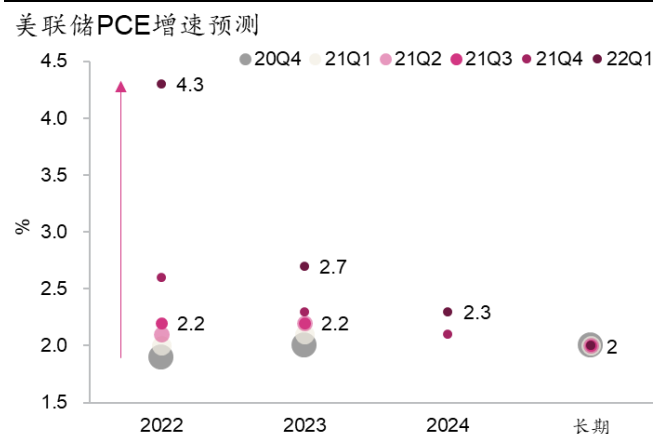
需要指出的是，政治也是美联储的影响因素之一。随着中期选举临近，解决通胀问题成为拜登政府的要务（图11）。这指向财政可持续性问题的优先级暂时让位于通胀压力。尽管美联储致力于保持高度独立性，但仍难以避免受到政治大环境的影响，解决高通胀是美联储当前最大的“政治正确”。

图12：供需缺口领先美国通胀约11个月



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

图13：美联储认为年内美国通胀将维持高位



资料来源：FiveThirtyEight，招商银行研究院

前瞻地看，在供需缺口收窄和基数效应的作用下，美国通胀仍将于年中回落，但俄乌冲突和中国疫情或使得美国通胀回落速度变缓，推高年内美国通胀中枢。数据显示，供需缺口领先美国通胀11个月左右（图12）。在全球经济逐步正常化、复苏重心倾向服务业，供应链压力逐渐缓解的驱动下，美国供需缺口有望逐步收窄，并在基数效应下带动通胀于今年二季度见顶回落，但仍将大幅高于美联储2%的目标通胀水平（图13）。

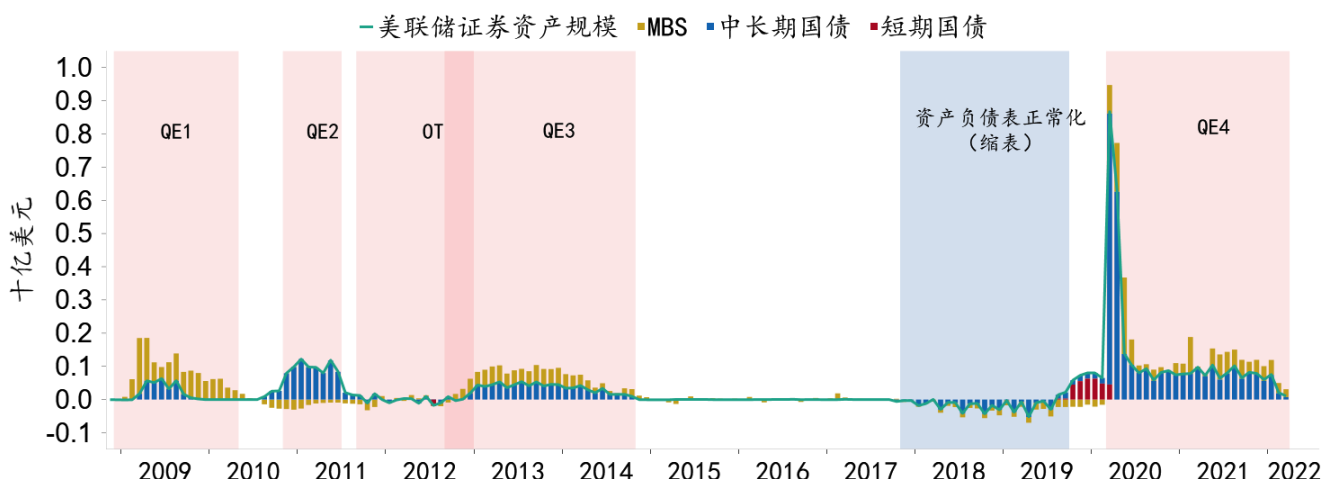


二、路径：“软加息” vs “硬加息”

美联储将在今年上半年开启货币政策正常化“三部曲”，目前第一步 Taper 已经结束（图 14），但未来加息和缩表路径仍然存在不确定性。美联储将保持灵活性，根据未来经济形势变化相机抉择，力争在抑制通胀的同时实现经济“软着陆”（soft landing）。

图 14：QE4 已经结束

美联储量化宽松节奏全景



资料来源：Macrobond，招商银行研究院

（一）加息：先冲刺，后喘息

高通胀驱动下，美联储展现出激进的加息立场。美国目前实际利率深度为负，客观上为美联储短期内快速加息提供了空间。以 1 年期国债收益率与 1 年期通胀预期（密歇根大学消费者调查）之差计，当前美国实际利率约为 -3.5%。3 月议息会议上，美联储票委对今年加息的中位数预测达到 7 次（175bp），指向美联储在今年接下来的 6 次议息会议上每一次都会加息。在此基础上，美联储预计明年将继续加息 3-4 次至 2.5-3% 的本轮加息周期高点。近期美联储主要官员频繁鹰派表态，不断推升市场的加息预期。目前 CME 联邦基金利率期

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_41035

