

美联储按兵不动维稳利率，通胀预期升温不改宽松立场

作者：东方金诚研究发展部分析师 白雪

【事件】北京时间3月18日周四，美联储公布货币政策委员会会议决议，将联邦基金利率维持在0-0.25%不变，将超额准备金率维持在0.1%不变，将贴现利率维持在0.25%不变，并将延续当前每月800亿美元国债和400亿美元MBS的资产购买节奏，符合市场普遍预期。美联储申明重申，将维持资产购买不变，直至经济取得实质性进一步进展。新冠疫情仍将对经济构成巨大风险，经济发展路径将在很大程度上取决于疫情的进程，包括接种疫苗的进展。会后公布的利率点阵图显示，美联储预计将维持利率在当前水平直至2023年，与去年12月的会议一致，但仍有7名委员预计2023年至少会加息一次，有4名委员预计2022年至少加息一次。此外，在本次发布的季度经济预测中，美联储上调了近三年美国经济增速及核心通胀的预期，下调了失业率预期，预计2021年、2022年和2023年底的GDP增速中值分别为：6.5%、3.3%和2.2%；核心PCE通胀预期中值分别为2.2%、2.0%和2.3%；失业率为别为4.5%、3.9%和3.5%。

【基本判断】疫苗接种推进及新一轮财政援助法案落地背景下，美联储虽对经济复苏前景预期有显著改善，但仍按兵不动、维稳利率，不仅未因近期美债收益率波动升温而改变其政策方向，反而重申并强调了继续维持宽松的鸽派立场，甚至表示若经济复苏不及预期，还可能加码宽松，这反映出美联储对短期内经济能否实现实质性复苏仍然存在较大不确定性，但点阵图说明美联储内部对于收紧货币政策的时点有逐渐提前的趋势。预计2021年年内，美联储缩减购债、收紧货币政策的可能性不大，2022年在疫情得到有效控制的前提下，美联储可能开始逐渐缩减购债规模；2023年可能在疫情因素消退、经济复苏取得实质性进展的情况下出现首次加息。短期内美联储仍会密切关注若美债收益率走势，若短期内上行过快（如超过2%），美联储可能首先通过设定收益率目标水平进行预期管理，控制长端利率上行势头；若长端收益率持续上行，不排除美联储进一步通过扭转操作（OT）压低长端利率。

疫苗接种推进及新一轮财政援助法案落地背景下，美联储虽对经济复苏前景预期有显著改善，但仍按兵不动、维稳利率，不仅未因近期美债收益率波动升温而改变其政策方向，反而重申并强调了继续维持宽松的鸽派立场，甚至表示若经济复苏不及预期，还可能加码宽松，这反映出美联储对短期内经济能否实现实质性复苏仍然存在较大不确定性：

首先，目前病毒变异及疫苗接种效率存在不确定性。从目前产量和交付情况看，莫德纳等疫苗供应量或存在较大缺口，可能制约疫苗分发及接种计划；同时，病毒变异速度加快给疫苗接种效率带来巨大挑战。鉴于此，美国真正实现群体免疫的时点可能会晚于原先市场普遍认为的第二季度的预期，甚至可能贯穿 2021 年全年。这意味着短期疫情因素可能仍将对经济增长动能形成压制。

其次，考虑到财政刺激因素消退后，经济内生驱动力可能不及预期，也令美联储对经济维持快速修复的前景存疑。从近期美国消费支出数据上看，消费的强劲仍主要依靠政府包括现金支票及各种补贴发放在内的财政刺激措施的支撑，拜登政府 1.9 万亿的新一轮财政援助法案实施固然能在短期内（尤其是今年上半年）提振消费，但对经济增速的边际拉动作用可能不及预期；考虑到未来 1-2 年内，受多方面因素制约，拜登政府可能难以再次推出大规模的财政支出计划，在本轮财政刺激因素逐渐消退后，消费动能是否依然维持强劲仍存在很大的不确定性。同时，美联储也认为，在复苏步伐放缓之后，虽然近期经济活动和就业情况有所改善，但服务业等受到疫情影响最严重的部门仍然疲弱。这意味着经济内生驱动力仍未恢复，美国经济实际增长动能可能短期不会有显著改善。

值得注意的是，近期通胀预期升温未改变美联储货币政策立场。首先，美联储认为，近期通胀预期升温，很大程度上是由大宗商品价格的上涨预期所引发，可持续性不强。美国财政部长耶伦近期在讲话中反复强调通胀上行是暂时的，而鲍威尔在会后也明确表示，在考虑改变当前的宽松立场前，美联储需要看到通胀水平“实质性地持续超过 2% 的目标”，而非“预期将超过 2%”。从近期通胀数据看，2 月美国 CPI 同比增长 1.7%，但核心 CPI 同比增长 1.3%，仍不及预期。后续虽在低基数效应、财政刺激措施及大宗商品价格上涨下通胀有突破 2% 的上行压力，但美国经济实际增长动能不会有显著改善，通胀持续冲高的可能性较低。其次，美联储更为关注的是失业率等劳动力市场指标。而从美联储内部估算看，目前美国实际失业率仍高达 9.5% 左右，这主要源于劳动参与率触及低位且未有实质性改善。

由此，美联储货币政策转向所考虑的因素非常综合，包括经济基本面、劳动力改善程度、内外部风险等，在缺乏良好的劳动力市场和经济基本面支撑、通胀不能持续的情况下，美联储不会简单以金融市场的短期波动和通胀预期作为货币政策收紧的依据。

未来货币政策趋势方面，对比上一次 FOMC 会议（去年 12 月）公布的利率点阵图，本次会议预计 2023 年底前加息的票委人数从 5 名增加到了 7 名，虽未达到半数，但说明美联储内部对于收紧货币政策的时点有逐渐提前的趋势。我们预计，2021 年年内，美联储将继续观察疫情及疫苗接种进展，以及下半年经济复苏和劳动力市场恢复状况，缩减购债、收紧货币

政策的可能性不大，美联储仍将基本保持目前的购债节奏，并可能随经济及就业复苏进度及财政政策的变化适时作出调整；2022年，在疫情得到有效控制的前提下，美联储可能开始逐渐缩减购债规模；2023年可能在疫情因素消退、经济复苏取得实质性进展的情况下出现首次加息。

我们认为，美联储在短期内会密切关注若美债收益率走势。若短期内上行过快（如超过2%），美联储可能首先通过设定收益率目标水平（收益率曲线控制）进行预期管理，控制长端利率上行势头；若长端收益率持续上行，不排除美联储进一步通过扭转操作（OT）压低长端利率。