

美联储“鸽声依旧”，明年一季度前缩减 QE 概率不大

东方金诚研究发展部分析师 白雪

【事件】当地时间4月28日，美联储公布货币政策委员会会议决议，一致同意将联邦基金利率维持在0-0.25%不变，符合市场预期。同时，将超额准备金率维持在0.10%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。本次会议购债指引与前三次会议相同，均表示“将增加所持的美国债券，直到充分就业和价格稳定目标取得实质性的进一步进展为止。”不同于3月会议声明的是，本次声明承认通胀上升，经济活动和就业指标已经走强，并指出疫情影响最为负面的一些行业仍疲软。美联储主席鲍威尔在会后的新闻发布会中表示，现在还远不是开始谈论缩减购债规模的时候，经济复苏仍然不平衡、不完整，今年通胀的暂时上升不符合加息的标准，在劳动力市场仍然疲软的情况下，不太可能看到通胀持续上升。

【基本判断】尽管3月议息会议以来美国经济基本面持续修复，但全球疫情反复下经济复苏的不确定性、就业尚未恢复，以及美债利率快速上行趋势得到控制，支撑美联储维持目前的货币政策基调。从实现75%的目标接种率以及就业恢复速度等因素推测，美联储最早可能在今年底释放缩减QE信号，明年一季度前实质性执行缩减购债的概率不大。

自3月议息会议以来，美国经济复苏步伐显著加快，主要宏观数据普遍上行：消费方面，3月零售销售环比显著改善，密歇根大学消费者信心指数进一步回暖；投资方面，4月Markit制造业、服务业、综合PMI均创有记录以来最高，同时房地产市场保持强劲，3月新屋开工与销售均好于预期；劳动力市场持续改善，3月非农就业人数远超预期，失业率进一步降低至6.0%，4月前两周初请失业金人数连续两周低于60万，为去年3月以来新低；通胀加速上行，3月CPI在低基数效应及油价上涨推动下同比增长2.6%，核心CPI同比增长1.6%，均高于预期，其中3月服务价格指数环比加速上升，说明受疫情冲击较大的服务消费复苏加快。

然而，全球疫情反复及内生动能不足令经济复苏仍可能放缓，就业尚未恢复，以及美债利率快速上行趋势得到控制，共同支撑美联储维持目前的货币政策基调。

首先，过去一个月全球部分地区疫情出现加剧与反复，推升经济复苏不确定性。其中，印度、巴西疫情急剧恶化、全面失控，泰国、土耳其等新兴经济体疫情加速爆发，德国、法国、日本等国疫情也出现不同程度的反弹。美国国内虽然疫苗接种速度较快，但俄勒冈州等部分地区也出现了疫情反复。在美国疫苗接种率已超过40%的背景下，尽管境外疫情反复对

其国内经济整体复苏趋势不会造成本质影响，但无疑将通过贸易及产业链影响其经济复苏斜率。此外，美国经济内生驱动力不足，政府财政刺激等短期因素消退后，包括基建在内的新一轮大规模的财政支出计划难以快速推出，这意味着美国经济缺乏持续快速修复的基础。

第二，美国就业尚未稳定恢复，与美联储政策目标仍相距甚远。从3月非农就业报告来看，失业率已降至6%，但自年初以来下降速度明显放缓；同时美联储与财政部关注的就业指标——“固定参与率失业率”在3月仍高达9.1%，显示劳动参与率距离疫情前水平仍有较大差距。从就业结构上看，27周以上的长期失业人数占比及平均失业时长均延续上行趋势，显示长期失业问题仍有待改善，同时服务业、制造业就业恢复率较低，显示复苏仍不平衡。这表明，作为去年美联储修改货币政策框架后的核心考量因素，美国就业当前状况仍远未达标。

第三，4月以来10年期美债收益率快速上行趋势有所缓解，一定程度上降低了美联储货币政策压力。3月的议息会议美联储提高了隔夜逆回购协议的单个交易对手限额，目的在于逆回购市场吸收银行间的过剩存款，从而维稳短债利率。同时，美联储吸收银行间的过剩资金有助于减轻商业银行抛售国债的行为，吸收大宗商品市场流动性，打压投机行为，从而放缓大宗商品的上涨斜率。实际上，4月以来美国十年期国债收益率增速开始放缓，从3月19日的1.74%高点下降至4月下旬1.6%左右的水平。

未来货币政策走势方面，目前市场的普遍共识是，2021年年内美联储加息及突然收紧货币政策的可能性极低。目前市场的关注点在于：美联储何时开始缩减购债、退出宽松？

今年年初以来，包括鲍威尔在内的多名美联储官员反复强调“缩减购债规模之前需要看到政策目标取得实质性进展”。由于疫苗接种速度将直接影响美国的经济重启状况和就业改善情况，因此从美联储官员最新表态来看，75%的疫苗接种率，以及新增就业水平需要“连续数月稳定达到近百万”，是美联储讨论逐步缩减QE的前提¹。据此分析，我们认为美联储明年一季度前实质性执行缩减购债的概率不大。

从实现目标接种率的角度来看，截至4月20日，美国至少完成一针接种的人数达1.3亿人，近期美国平均每日接种320万剂。据此计算，若后续接种速度与当前持平，预计将在8月中旬完成75%的接种率。考虑到美国接种速度正在加快，实际完成时间可能会略有提前。但鉴于病毒变异速度加快对疫苗效力的影响仍有待观察，美联储评估达到全民免疫的时间可

¹ 4月9日，美联储主席鲍威尔在IMF研讨会上表示，“连续几个月出现类似的就业岗位增幅（近百万），这样我们才能真正开始朝着实现目标取得进展”；4月12日，美国圣路易斯联储主席James Bullard称，美国疫苗接种率达到75%，是美联储考虑缩减购债的必要条件之一。

能不会早于四季度。

就业方面，2020年5月至今，美国非农就业人数已累计增加1317万人，占前期受疫情冲击而萎缩的就业规模（2153万）的62%左右。以过去一年的平均恢复速度测算，至少需要7个月，也就是年底左右才能恢复至疫情前水平（若以过去半年的平均恢复速度计算，则需要更长时间）。此外，考虑到大规模财政援助及就业中的结构性问题可能对就业复苏速度起到阻碍作用，新增就业水平“连续数月稳定达到近百万”也需要至少数月，因此距离美联储真正实行缩减QE可能还需要较长时间。

另外，我们注意到，今年下半年是美联储主席鲍威尔寻求连任的关键时期。从传统上看，历任美联储主席在新总统的任期谋求连任前，为回避风险，整体货币政策都偏鸽派；此外，鲍威尔在早年担任美联储理事期间的鹰派观点曾间接影响时任美联储主席伯南克，令美联储在2013年过早发出退出QE的政策信号，从而导致“缩减恐慌”。这一经历，也可能令其对于目前收紧货币政策的节奏把握上更加谨慎。

据此，我们判断，美联储最早可能在年底开始释放缩减QE信号，明年一季度前实质性执行缩减购债的概率不大。即使开始执行缩减，在拜登大规模基建及加税计划尚未落地的情况下，由于需要与债券发行节奏相匹配，其实施节奏可能也较为缓慢。

最后，我们预计美国通胀相对可控，不存在持续上行基础，短期通胀上行趋势不会对美联储货币政策形成压力。由于疫苗效力与接种效率的显著差异，全球各经济体错峰复苏，这意味着需求恢复的速度放缓、时间延长，后期产能的逐步恢复可能令供求缺口趋于弥合，从而减弱物价上行的动能。此外，拜登政府的1.9万亿美元救助计划很可能是本轮全球疫情冲击中的最后一个大型刺激措施。因此，此前以大宗商品价格冲高为代表的物价上行趋势，可持续性不会太强。