他强任他强，清风拂山岗

——2021 年 3 月美联储议息会议点评

美东时间 3 月 17 日，美联储公开市场委员会（FOMC）在 3 月议息会议后发表声明，宣布将维持联邦基金利率在 0-0.25%区间及目前的购债速度不变（每月 800 亿美元国债+400 亿美元机构 MBS）。

一、大背景：通胀预期与长端利率上行

近期，随着疫苗接种提速和财政刺激落地，美国经济复苏有望超预期，美联储迎来了新货币政策框架下的首次“大考”。一方面，通胀预期显著上升，5 年期 TIPS 盈亏平衡通胀率已达到近 13 年的高点（2.59%）。另一方面，美国 10 年期国债利率加速上行，6 星期内上涨约 70bp 突破 1.70%，已达到去年 1 月疫前的水平。考虑到 10 年期美债收益率对金融产品定价的广泛影响（特别是中长贷），美债收益率上扬引发了市场担忧。因此，本次议息会议成为市场关注的焦点。

二、经济预期：加速修复

美联储大幅提高对美国各项经济指标的预测：今年 GDP 增速预测上调至 6.5%（前值 4.2%），达到上世纪 80 年代以来的最高增速；失业率预测下调至 4.5%（前值 5%）；PCE 通货膨胀预测上调至 2.4%（前值 1.8%）。值得注意的是，美联储预期明年失业率将回落至 3.9%，位于长期趋势下方，而通胀则在未来三年都保持在 2%及以上。这意味着明年底美国经济可能触及美联储的加息门槛。

复苏预期上调的推动主要来自疫苗和财政刺激。截至 3 月 16 日，美国疫苗接种率已达到 21.3%，且仍在提速；关怀法案以来第三轮约 1.9 万亿美元的财政刺激已经落地，叠加第二轮累计已达 2.8 万亿美元。

三、货币政策：保持定力

尽管经济前景看好，但美联储加息时点未发生实质变化。与以往的

“预防性”（pre-emptive）加息策略不同，采用以平均通胀目标制为核心的新货币政策框架后，美联储允许/鼓励通胀适度高于 2%一段时间，以补偿过往低迷的通胀。联储主席鲍威尔表示经济复苏和财政刺激带来的一次性（one-time）和短暂（transient）的通胀压力，并不满足美联储的加息条件。票委点阵图显示美联储进入加息周期的时点不会早于 2023 年底。值得注意的是，有 4 名票委支持在 2022 年加息，7 名票委支持在 2023 年加息，较去年 12 月显著增加，显示出联储内部“鹰”、“鸽”立场出现分化。

此外，购债计划的规模和结构均未发生变化。规模上，鲍威尔表示经济修复仍需时日，美联储需要在调整计划前看到经济复苏的“实际进展”而不是“预期进展”。美联储将会在实际修改购债计划前发出前瞻指引，避免 2013 年的“缩减恐慌”重演。结构上，美联储并未通过扭曲操作（Operation Twist）来压低长端收益率，使得市场预期落空。

四、前瞻：货币政策年内料保持稳定

前瞻地看，年内美国货币政策将基本保持稳定，但中长期变数仍存。去年暑期复工后美国经济持续突破预期，美联储已经连续两次上调经济展望。若疫苗接种提前完成，或拜登基建方案在年内落地，美国经济表现可能再次超预期，促使美联储货币政策转向。此外，根据次贷危机时期的经验，缩减购债或将早于加息，今年年底前美联储可能将发出调整购债计划的前瞻指引，并在明年开始实施。

市场方面，美联储对美债长期收益率上涨保持容忍态度，10 年期美债收益率升破 1.70%，美股大涨。持续超宽松的政策信号推动美债收益率曲线进一步陡峭化，30 年期美债收益率突破 2.5%，市场押注在收益率上行未引发经济减速、扰乱市场的前提下，美联储将不会采取遏制收益率上升的操作工具。同时，鲍威尔在新闻发布会上对美联储是否同意延长对银行的资本要求豁免不予表态，美债市场投资者对此决策可能引发的银行减仓行为表示担忧。美联储上调经济增长预测和通胀预估提

振美股，美股标普 500 指数及道指录得高位。

流动性与汇率方面，美元流动性宽松格局不改，美元指数窄幅震荡，中美阿拉斯加会面在即，双方强势态度令市场对会议结果有所顾虑。美联储再次提醒市场其对于支持经济复苏的承诺，并在未来两年内持续维持金融市场宽松，美元指数应声下跌，在美债拉升带动下回弹至 91.6。另本周四、五在阿拉斯加的中美会晤面临较深分歧，中方专注于贸易与经济问题，而拜登政府则寻求在人权、领土等敏感问题与中方谈判。人民币或将因此受到抑制，但客盘结汇势头仍带领人民币上行预期，在此双向角力下人民币汇率仍将围绕 6.50 点位盘整。

（评论员：谭卓 蔡玲玲 田地 郑筝）

表 1：美联储季度经济展望

经济指标	发布时间	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增速	2021-03	6.5	3.3	2.2	1.8
	2020-12	4.2	3.2	2.4	1.8
	2020-09	4.0	3.0	2.5	1.9
	2020-06	5.0	3.5	-	1.8
失业率	2021-03	4.5	3.9	3.5	4.0
	2020-12	5.0	4.2	3.7	4.1
	2020-09	5.5	4.6	4.0	4.1
	2020-06	6.5	5.5	-	4.1
PCE 通胀	2021-03	2.4	2.0	2.1	2.0
	2020-12	1.8	1.9	2.0	2.0
	2020-09	1.7	1.8	2.0	2.0
	2020-06	1.6	1.7	-	2.0
核心 PCE 通胀	2021-03	2.2	2.0	2.1	-
	2020-12	1.8	1.9	2.0	-
	2020-09	1.7	1.8	2.0	-
	2020-06	1.5	1.7	-	-
联邦基金利率	2021-03	0.1	0.1	0.1	2.5
	2020-12	0.1	0.1	0.1	2.5
	2020-09	0.1	0.1	0.1	2.5
	2020-06	0.1	0.1	-	2.5

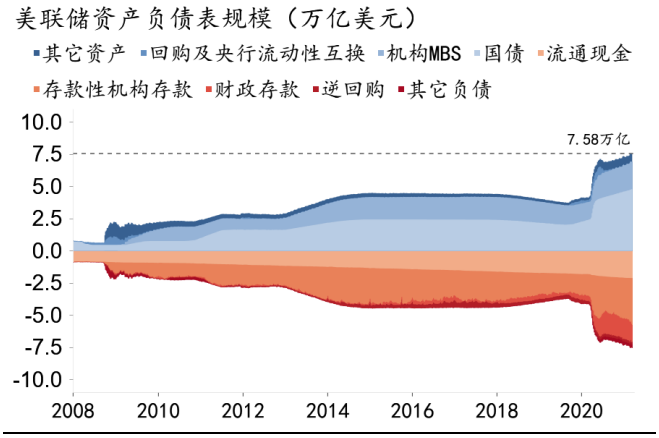
资料来源：Fed、招商银行研究院

表 2：美联储议息会议声明文本对比

类型	2021 年 3 月 17 日	2021 年 1 月 27 日
经济状况	在复苏步伐放缓之后，经济活动和就业指标近期有所好转，尽管受疫情影响最为严重的行业仍然疲弱。通货膨胀率持续低于 2%。	近几个月经济活动和就业的复苏有所放缓，弱点集中在受疫情影响最严重的行业。疲弱的需求和油价早前的下跌持续压制消费者物价。

资料来源：Fed、招商银行研究院

图 1：美联储资债表稳步扩张



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 2：1 月底以来美国债收益率加速上行



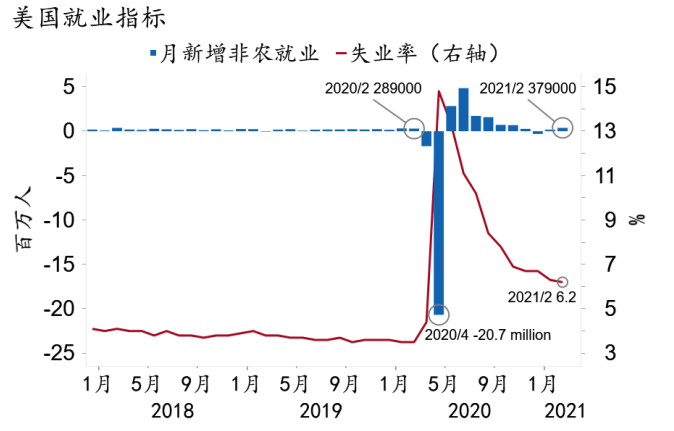
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 3：美国 PCE 通胀边际上行



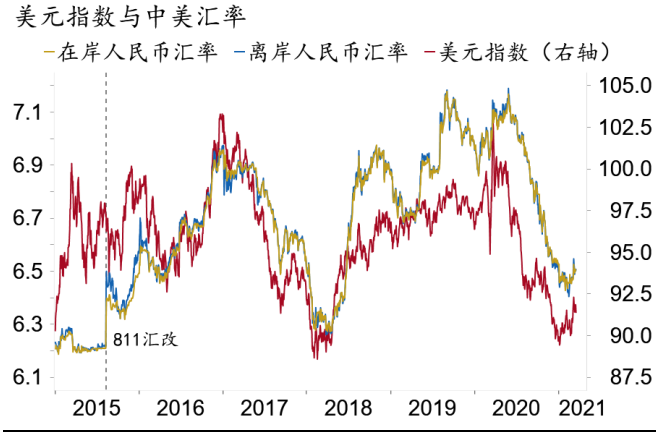
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 4：美国就业修复加速



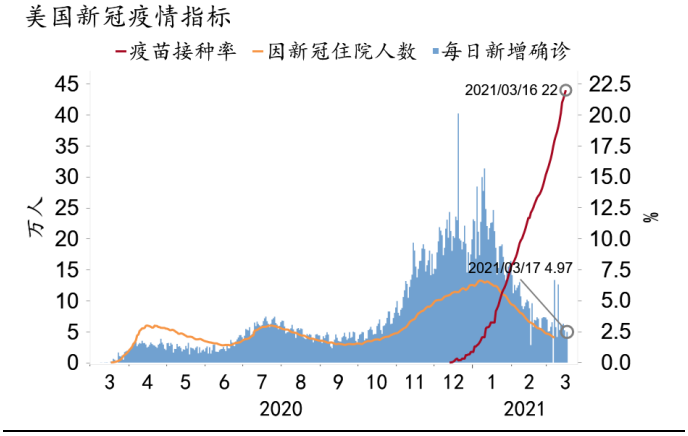
资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 5：美元指数小幅上行



资料来源：Macrobond、招商银行研究院

图 6：美国疫情传播速率明显回落



资料来源：Macrobond、招商银行研究院