宏观研究

美联储上调经济和通胀预期，仍然偏鸽派

——美联储 3 月议息点评

宏观事件点评　　2021 年 03 月 18 日

报告摘要：

近期油价带动美国通货膨胀率预期抬升，叠加疫苗注射与持续不断的财政刺激经济基本面，10 年期国债利率攀升，并恢复疫情前水平。短债利率创出新低，长债收益率向上突破 1.6%点位，曲线陡峭化。

- **无需对美债收益率过度反应，看实际通胀才会收紧政策**

鲍威尔表示对于美债收益率显著蹿升无需过度反应，美联储宽松立场不变，点阵图表明在 2023 年前不会加息。美联储收紧政策前，会参考实际通胀率而不是预期通胀率，实际通胀率上行才会开启紧缩政策。当下美联储会继续推行债券购买计划，直到委员会充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。

- **美联储对于未来经济乐观，但认为疫情仍构成较大风险**

美联储大幅上调了今年的经济预期，小幅上调了对未来两年的预期，上调了三年内 PCE 通胀预期，下调失业率预期。

- **美国国债收益率会议前飙升，会议后涨跌不一，短债利率下跌，长债利率上升**

市场担心通胀压力可能构成比美联储想象的更大危险，美联储可能会进行结构性货币政策调控，美国 10 年起债券收益率会议前飙升。短期债券利率下降受财政部缩减财政部在美联储存款政策主导，大量现金偿还债券压制短期利率上行。我们认为 10 年期国债收益率未来仍然会持续走高，维持通胀上行和经济复苏逻辑不变。

- **疫情影响下需求侧疲软是拖累美国经济恢复的主要原因**

受到寒冷天气影响下原油价格暴涨，整体 CPI 攀升，但去除能源，核心 CPI 仍然相对低迷。服务价格在核心 CPI 中的占比约 58%，受制于多数服务消费场景限制，美国服务消费相对疲软，这可能是拖累核心 CPI 回升的主要因素，消费场景恢复与疫苗接种进度息息相关。我们认为疫苗接种进度关系着美国经济恢复的进度，也关系着美国通胀上行的斜率。

- **风险提示：**

全球疫情传播持续恶化；通货膨胀超预期等。

民生证券研究院

分析师：解运亮

执业证号：S0100519040001

电话：010-85127665

邮箱：xieyunliang@mszq.com

相关研究

议息结果：美联储将联邦基金利率目标区间维持在 0-0.25%不变，符合市场预期；超额准备金率(IOER)维持在 0.1%不变，贴现利率维持在 0.25%不变，将维持每月购买 800 亿美元的国债和 400 亿美元的住房抵押贷款支持证券，**直到委员会充分就业和物价稳定目标取得实质性进展。**

在此次会议前，油价带动美国通货膨胀率预期抬升，叠加疫苗注射与持续不断的财政刺激经济基本面，**十年期国债利率恢复疫情前水平。短债利率创出新低，长债收益率向上突破 1.6%点位，曲线陡峭化。**市场对于扭曲操作(Operation Twist，即在不扩大资产负债表规模下卖出短期债券买入长期债券，从而扭转收益率曲线)、退出资产购买计划（Tapering，即宽松政策后期的宽松缩减，会导致新增基础货币量缩减但是资产负债表仍然处于扩张状态）以及 3 月底的 SLR 豁免政策(Supplementary Leverage Ratio，对大型银行施加杠杆的限制放松)到期。

但是此次美联储会议表明，美联储对当前美债收益率显著蹿升无需过度反应，并未对以上政策实施表明态度。

1 会议声明和鲍威尔讲话的主要内容

1）关于经济增长：FOMC 的 GDP 预期显著上修，鲍威尔表明**只**要有必要，美联储就会提供经济支持，避免了出现最糟糕的经济后果。他肯定了积极的经济前景，认为经济复苏轨迹将极大程度上取决于新冠肺炎疫情，劳动力参与率仍然低于疫情前水平。但未来 2 至 3 年内经济状况仍然具有相当大的不确定性，任何人都不应自满，真正强劲的经济数据应该会在未来出现。

鲍威尔表示需要财政政策支持长期投资来提振潜在增长。短期财政政策有利于快速恢复最大就业，长期来看需要注重投资，提高劳动生产率和劳工技术，美联储、财政部与拜登的基建计划意见相一致。

2）关于通货膨胀：美联储看到实际通胀上行，才会有收紧政策。鲍威尔重申了去年 9 月公布的利率前瞻指引，目标是在一段时间内实现通胀适度高于 2%，以便长期通胀预期锚定 2%。美联储强烈承诺将实现通胀和就业目标，**美联储收紧政策前参考实际的通胀率，而不是“预期将超过 2%目标”，随后才会开启紧缩政策。**

美联储表示保持金融体系稳定是绝对必要的，不想聚焦于可能的加息时间。**当前低利率不会对美联储构成任何金融稳定的担忧，比如资产泡沫和债务积压。**

鲍威尔表示随着经济重新开放，人们将开始增加消费，这可能意味着通胀会出现相对温和的上升。通胀稳定在 2%的水平使我们有能力在经济非常疲软的时候大力推动经济复苏。预计随着时间的推移，供应瓶颈会出现并逐渐消除，**真正强劲的经济数据应该会在未来出现，**会看到人们不愿意提高物价的情况。

3）关于利率和 QE：点阵图表明在 2023 年前不会加息。鲍威尔表示点阵图的预测，是委员们个人的预测，并不是美国联邦公开市场委员会（FOMC）的承诺；当前经济正处于一个高度不确定的经济形势下，点阵图（的变化）将取决于经济结果，而目前的经济结果非常不确定。**当下还不是开始讨论缩减债券购买力度的时机，若考虑缩减 QE，将明显地提前给出通知，此前保持持续购债，直到有实质性进展。未来数月的通胀将大幅上扬，但那不足以保证美联储加息，金融环境维持宽松仍十分重要。**

4）关于国债收益率和债务水平：（当被问及 10 年期美债收益率）**鲍威尔表示没有必要对美国国债收益率上升做出反应，**金融稳定不是针对一个特定的市场。不担心家庭或企业的债务水平，将把加强短期融资市场和非银行金融市场的发展作为优先事项。

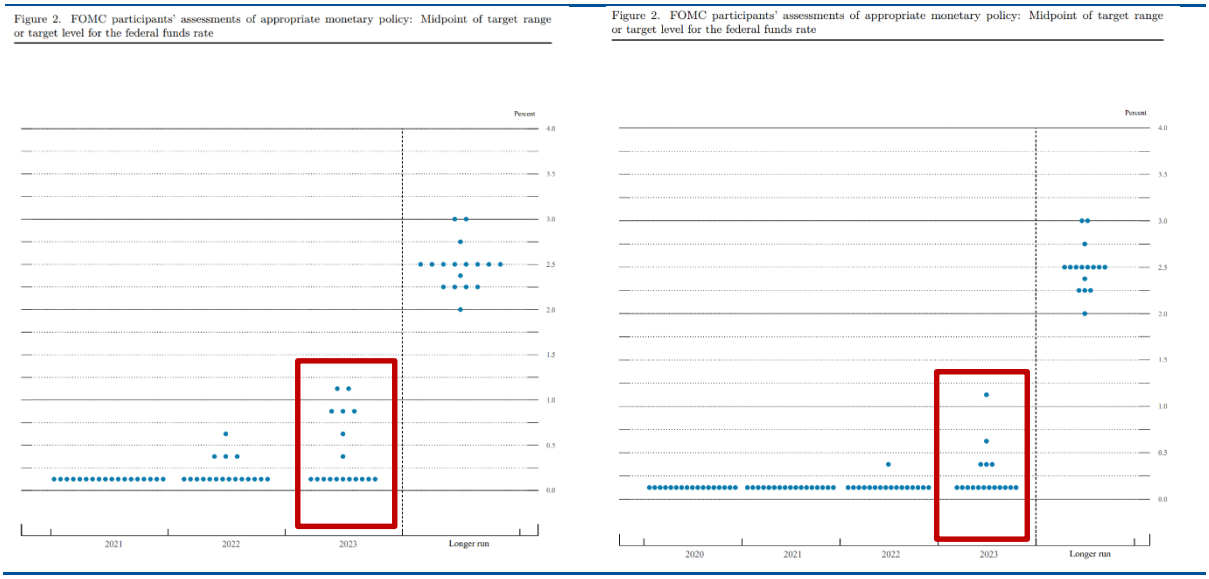
5）对于股息和股票回购将在未来做出决定。

6）关于疫情：但认为疫情仍构成较大风险。经济发展路径很大程度上取决于疫情的发展，经济复苏是不平衡的。正在进行的疫苗接种为今年晚些时候恢复正常生活提供了希望。

会后公布的点阵图（见图 1），不同于上次（去年 12 月）点阵图的是，本次有 4 人预计 2022 年将加息，比上次多 1 人；本次 18 人中有 7 人预计 2023 年会加息，人数占比将近 40%，比上次预期 2023 年加息者多 2 人，而且 7 人中有 6 人预计届时利率超过 0.5%（若一次加息 25 个基点，即可能在当前基础上至少两次加息）。和上次相同的是，在 2023 年之后的更长时间内，多数联储官员预计利率会升至 2.5%，高于联储长期目标 2%。

但鲍威尔重申点阵图是内部少数的不同意见，强调了 FOMC 整体仍然维持利率水平不变，以遏制市场加息预期前移。鲍威尔声明点阵图是委员们个人的预测，并不是美国联邦公开市场委员会（FOMC）的预测或者承诺，并不代表那个时间点就会加息。点阵图的变化将取决于经济结果，而目前的经济结果非常不确定。

图 1：2021 年 3 月和 2020 年 12 月美联储点阵图对比



资料来源：Wind，民生证券研究院

2 美联储会议点评

整体看来，美联储对于经济前景较为乐观，但是考虑到新冠疫情，对于未来的经济走向较为保守。我们认为在市场高通胀的预期下，美联储保持宽松的货币政策，相对鸽派。

美联储大幅上调了今年的经济预期，小幅上调了对未来两年的预期，上调了三年内 PCE 通胀预期，下调失业率预期（见图 2）：FOMC 上调经济预期印证了美国近期经济数据改善（详见报告《2 月非农数据远超预期，通胀预期备受关注》）、疫苗部署和拜登 1.9 万亿的财政刺激计划，这些因素都推高了未来几个月的经济增速预期，降低了失业率预期。美联储经济展望显示，2021 年和 2022 年 GDP 分别预计增长 6.5%和 3.3%，分别较去年 12 月公布的预期增速上调 2.3 和 0.1 个百分点，2023 年的 GDP 预期增速从上次的 2.4%降至 2.2%。委员会预测美国的失业率将从目前的 6.2%降至 4.5%，如图 2021 年、2022 年和 2023 年失业率预期分别为 4.5%、3.9%和 3.5%，较上次预期分别下调 0.5、0.3 和 0.2 个百分点。2021 年、2022 年和 2023 年 PCE 通胀预期分别为 2.4%、2.0%和 2.1%，较上次预期分别上调 0.6、0.1 和 0.1 个百分点。2021 年、2022 年和 2023 年核心 PCE 通胀预期分别为 2.2%、2.0%和 2.1%，较上次预期分别上调 0.4、0.1 和 0.1 个百分点。

图 2：美联储对经济的预测

Table 1. Economic projections of Federal Reserve Board members and Federal Reserve Bank presidents, under their individual assumptions of projected appropriate monetary policy, March 2021

Percent

Variable	Median[1]				Central Tendency[2]				Range[3]			
	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run	2021	2022	2023	Longer run
Change in real GDP	6.5	3.3	2.2	1.8	5.8–6.6	3.0–3.8	2.0–2.5	1.8–2.0	5.0–7.3	2.5–4.4	1.7–2.6	1.6–2.2
December projection	4.2	3.2	2.4	1.8	3.7–5.0	3.0–3.5	2.2–2.7	1.7–2.0	0.5–5.5	2.5–4.0	2.0–3.5	1.6–2.2
Unemployment rate	4.5	3.9	3.5	4.0	4.2–4.7	3.6–4.0	3.2–3.8	3.8–4.3	4.0–5.5	3.2–4.2	3.0–4.0	3.5–4.5
December projection	5.0	4.2	3.7	4.1	4.7–5.4	3.8–4.6	3.5–4.3	3.9–4.3	4.0–6.8	3.5–5.8	3.3–5.0	3.5–4.5
PCE inflation	2.4	2.0	2.1	2.0	2.2–2.4	1.8–2.1	2.0–2.2	2.0	2.1–2.6	1.8–2.3	1.9–2.3	2.0
December projection	1.8	1.9	2.0	2.0	1.7–1.9	1.8–2.0	1.9–2.1	2.0	1.2–2.3	1.5–2.2	1.7–2.2	2.0
Core PCE inflation[4]	2.2	2.0	2.1		2.0–2.3	1.9–2.1	2.0–2.2		1.9–2.5	1.8–2.3	1.9–2.3	
December projection	1.8	1.9	2.0		1.7–1.8	1.8–2.0	1.9–2.1		1.5–2.3	1.6–2.2	1.7–2.2	
Memo: Projected appropriate policy path												
Federal funds rate	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1–0.4	0.1–0.9	2.3–2.5	0.1	0.1–0.6	0.1–1.1	2.0–3.0
December projection	0.1	0.1	0.1	2.5	0.1	0.1	0.1–0.4	2.3–2.5	0.1	0.1–0.4	0.1–1.1	2.0–3.0

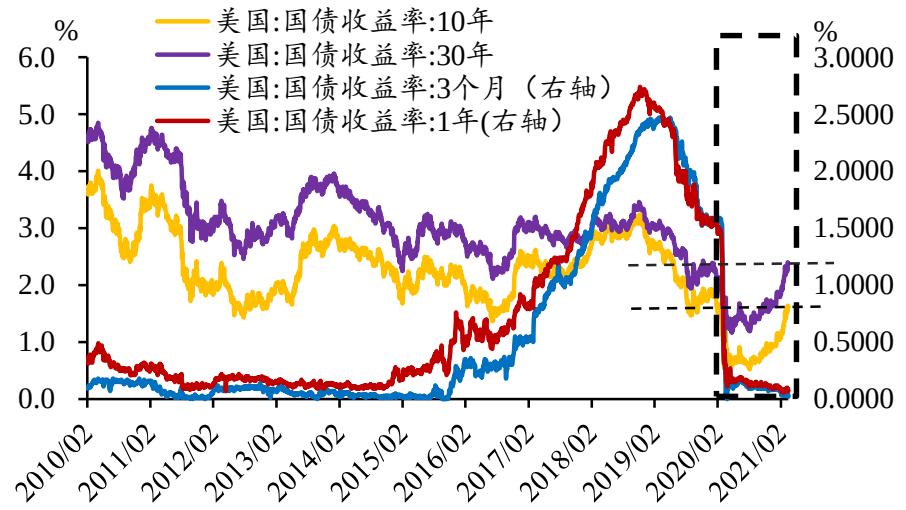
资料来源：Wind，民生证券研究院

3 议息前后美国债券收益率表现

市场担心通胀压力可能构成比美联储想象的更大危险，美联储可能进行结构性货币政策调控。会议决议公布前 3 小时，美国 10 年期国债收益率攀升至 1.653%，创 2020 年 2 月以来新高，美国 30 年期国债收益率升至 2.403%，创 2019 年 11 月以来的最高水平（见图 3）。期限结构上，美国 2 年期和 10 年期国债收益率息差超过 150 个基点。用 10 年期美债收益率与 10 年期 TIPS 收益率差值来表示通胀预期，攀升至 2018 年以来的高位（见图 4）。**这显示市场对美联储的决议感到紧张，关心美联储是否会采取措施结构性货币措施，**例如重新起用卖出短期美债同时买入长期美债的扭转操作（Operation

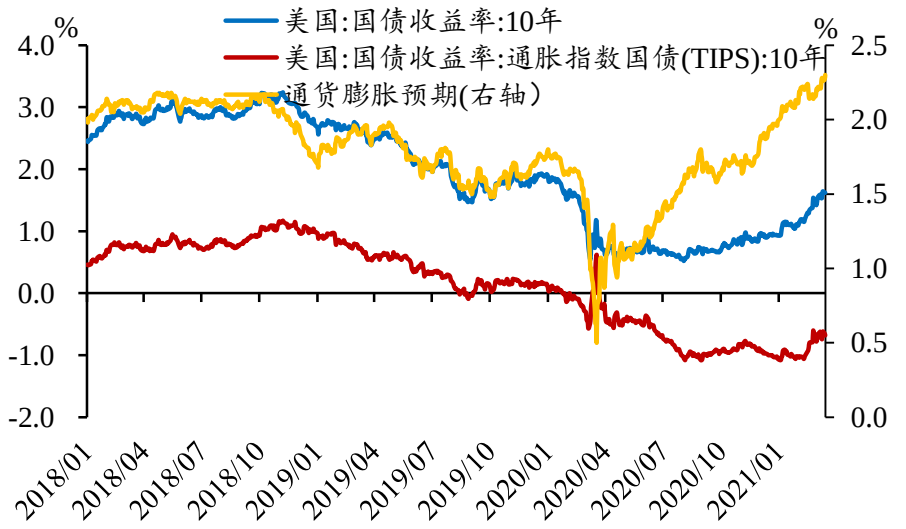
Twist）等。

图 3：美国长期国债收益率大幅攀升至疫情前水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：美国通货膨胀预期显著抬升



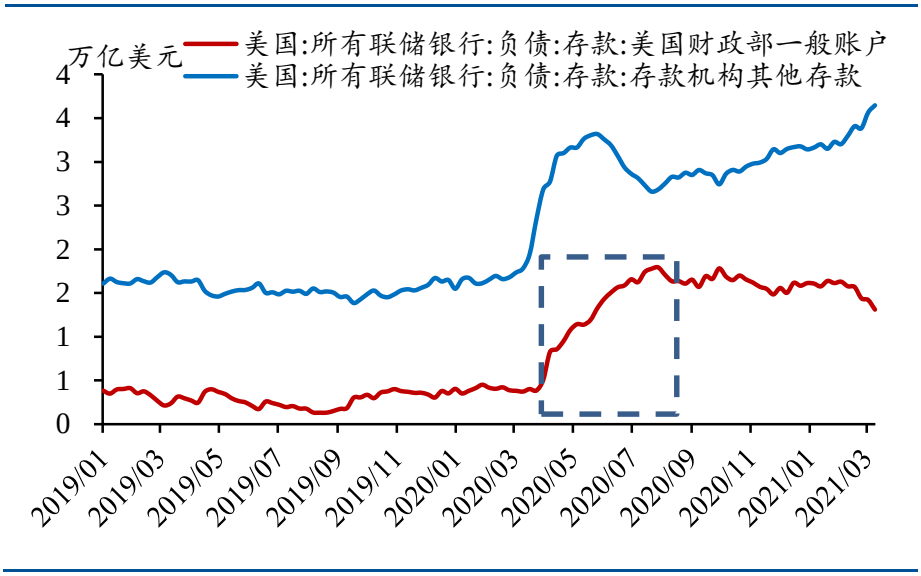
资料来源：Wind，民生证券研究院

然而美联储并未对但此次会议仍然保持货币政策不变，相对偏鸽派。在美联储利率维持不变的消息发布后，美债收益率涨跌不一，短债利率下跌，长债利率上升。3 月期美债收益率持平报 0.02%，2 年期美债收益率跌 2 个基点报 0.145%，3 年期美债收益率跌 3.6 个基点报 0.308%，5 年期美债收益率跌 3.1 个基点报 0.803%，10 年期美债收益率涨 2.4 个基点报 1.65%，30 年期美债收益率涨 4.2 个基点报 2.424%。

我们认为短期债券利率下降受财政部缩减财政部在美联储存款政策主导，大量现金偿还债券，压制短期利率上行。新冠疫情下美国财政部大规模发债融资，但是支出缓慢，导致美国财政部在美联储的存款账户余额飙升，但是财政支出并没有消耗掉这笔余额，

导致大量存款在美联储（TGA）账户，2020 年末超过了 1.6 万亿美元。为了降低政府债务余额，2021 年 2 月 1 日，美国财政部公布了新的 TGA 缩减计划，预计 3 月底将削减至 8000 亿美元，6 月底削减至 5000 亿美元，在 2021 年 8 月 1 日债务上限最后期限之前，满足相关法律要求，将 TGA 降至 1330 亿美元。主要将用于偿还短期票据。由此，市场将获得大量资金。政府偿还短期票据会导致短期债券的供给减少，推高了短期债券的价格，压制短债利率上行。同时，现金和存款回流进入市场，也可能增加美联储的存款机构其他存款，压低短端资金利率。

图 5：财政存款缩减的同时银行准备金增加



资料来源：Wind，民生证券研究院

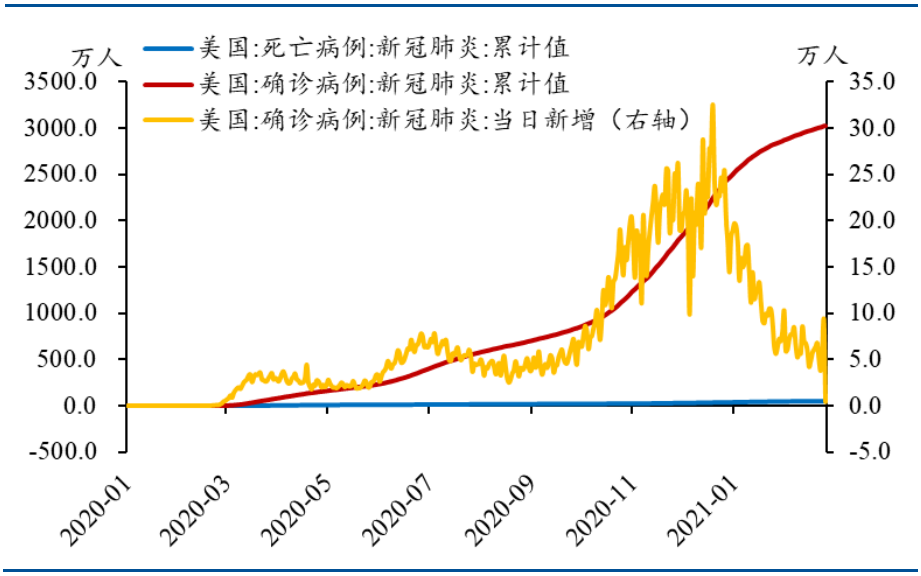
我们认为 10 年期国债收益率未来仍然会持续走高。从通胀角度，鲍威尔表示“当前通货膨胀抬升不会引起美联储担忧”，通胀继续上行引发长债利率上行；从经济基本面角度，“经济最强劲的数据仍未出现”，疫苗接种、GDP 预期持续修复带动自然利率上涨，提振 10 年期国债收益率。

美联储对经济的支持以及宽松的货币环境利好股市，美国三大股指全线上涨，道指和标普 500 指数续创历史新高，道指涨近 200 点首次升破 33000 点，标普 500 指数涨 0.29%，纳指涨 0.4%。

4 疫情影响下的需求侧疲软是拖累美国经济复苏主要原因

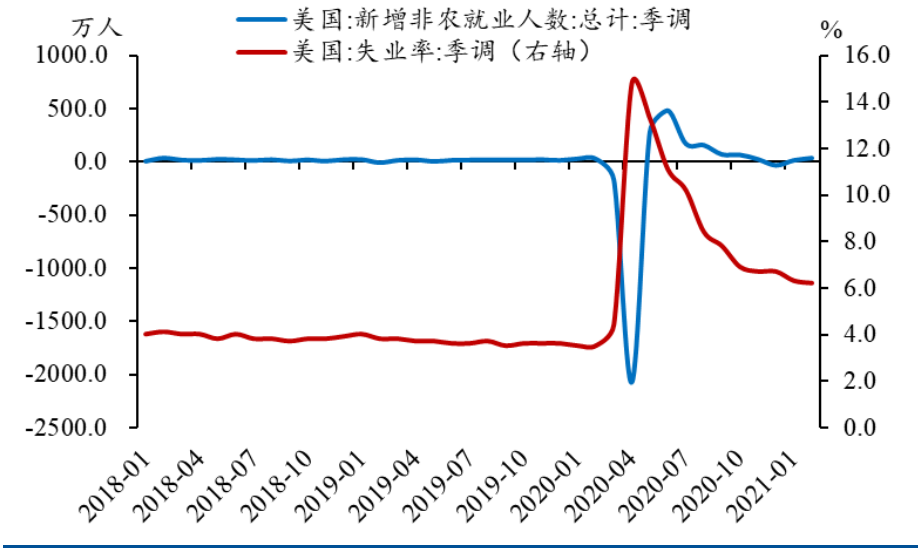
当前美国经济前景相对乐观，每日新增疫情得到控制（见图 6）。2 月季调后非农就业人口新增 37.9 万人，增幅远高于预期值 18.2 万和前值 4.9 万，创下自去年十月份以来的最大增幅，失业率也降低到 6%水平（见图 7）。

图 6：美国新冠疫情新增人数骤减



资料来源：Wind，民生证券研究院

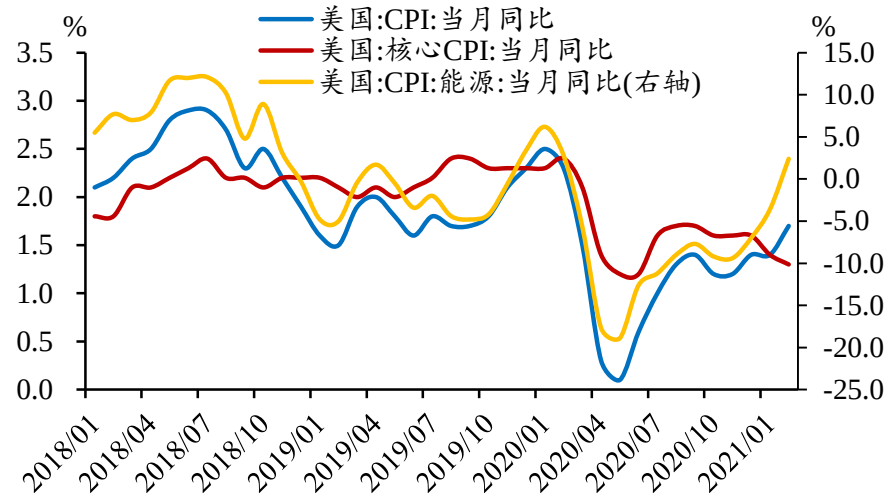
图 7：美国新增非农就业人数超预期



资料来源：Wind，民生证券研究院

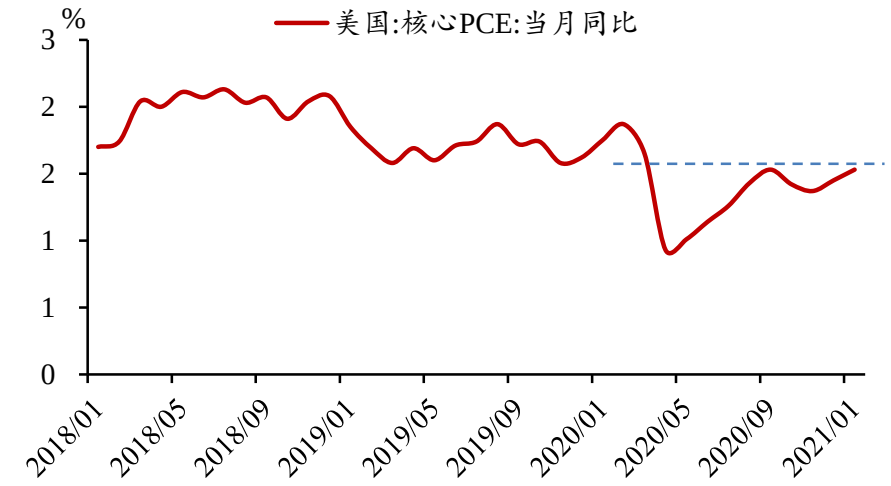
拆分来看，整体 CPI 上行，但核心 CPI 疲软，仍然没有恢复到疫情之前的水平。受到寒冷天气影响下原油价格暴涨，CPI 原油攀升，推动整体 CPI 回升(见图 8)，然而去除能源，核心 CPI 仍然相对低迷(见图 9)。服务价格在核心 CPI 中的占比约 58%，受制于多数服务消费场景限制，美国服务消费依然低迷，制约了核心 CPI 恢复，反映在图 10 美国消费者信心指数并未恢复至疫情前水平。可见消费场景恢复与疫苗接种进度息息相关，疫苗接种进度关系着美国经济恢复的进度，也关系着美国通胀的上行斜率。**我们认为，当下需求侧仍然是压抑美国通胀的主要方面。**

图 8：美国 CPI 原油部分上涨推动整体 CPI 上行



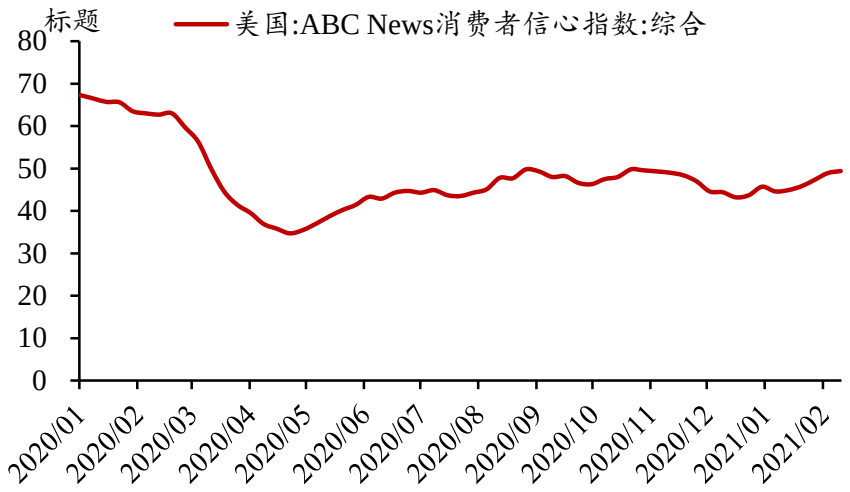
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：美国核心 PCE 缓慢恢复



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：美国核心消费者信心指数缓慢回升



资料来源：Wind，民生证券研究院

风险提示：

全球疫情传播持续恶化；通货膨胀超预期等。

插图目录

图 1：2021 年 3 月和 2020 年 12 月美联储点阵图对比 3
图 2：美联储对经济的预测 4
图 3：美国长期国债收益率大幅攀升至疫情前水平 5
图 4：美国通货膨胀预期显著抬升 5
图 5：财政存款缩减的同时银行准备金增加 6
图 6：美国新冠疫情新增人数骤减 7
图 7：美国新增非农就业人数超预期 7
图 8：美国 CPI 原油部分上涨推动整体 CPI 上行 8
图 9：美国核心 PCE 缓慢恢复 8
图 10：美国核心消费者信心指数缓慢回升 9

分析师简介

解运亮，民生证券首席宏观分析师。中国人民大学经济学博士，中国人民大学汉青研究院业界导师。曾供职于中国人民银行货币政策司，参与和见证若干重大货币政策制订和执行过程，参与完成中财办、人民银行、商务部等多项重点研究课题。亦曾供职于国泰君安证券研究所，任高级经济学家。中国人民银行重点研究课题一等奖得主。首届“21世纪最佳预警研究报告”得主。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。