

美联储政策路线图及其影响

钟正生

摘要: 本文通过对新冠肺炎疫情暴发前后美联储政策路线的分析, 提出以下三个主要观点: 美联储官宣和实施 Taper 的时机或已成熟; 美国金融市场的整体韧性仍然较强; 美联储的一系列行动对新兴市场国家尤其是中国的冲击或可控。

关键词: 美联储; 货币政策; 资本市场

中图分类号: F831 **文献标识码:** A

一、美联储政策正常化路线

(一) 美联储政策转向背景: 与 2013 年比较

1. 从经济增长角度看

新冠肺炎疫情暴发后, 美国经济在货币、财政、疫苗等多因素助力下快速复苏, 经济增长势头甚至一度超过危机前水平。然而, 2021 年下半年以来, 德尔塔变异病毒以及财政退坡使美国经济增长边际走弱(见图 1)。美联储政策在此背景下保持“按兵不动”。随着新冠肺炎疫情影响淡化, 第四季度美国经济复苏节奏有望快于第三季度。

美联储等官方机构和金融市场对美国 2021 年实际 GDP 预测的难度加大、共识减弱: 前期, 美国官方机构及国际组织对美国经济增长表现表现出乐观情绪, 其

中, 美国财政部 2021 年 7 月预测为 6.7%, IMF2021 年 7 月预测为 7.0%, OECD2021 年 5 月预测为 6.9%。而以高盛和摩根士丹利为代表的国际投行对美国经济预测纷纷下调, 其中, 高盛 2021 年 9 月预测为 5.7%, 摩根士丹利 2021 年 9 月预测为 5.7%。美联储预测由 2021 年 6 月的 7.0% 大幅下调至 9 月的 5.9%。

2. 从就业角度看

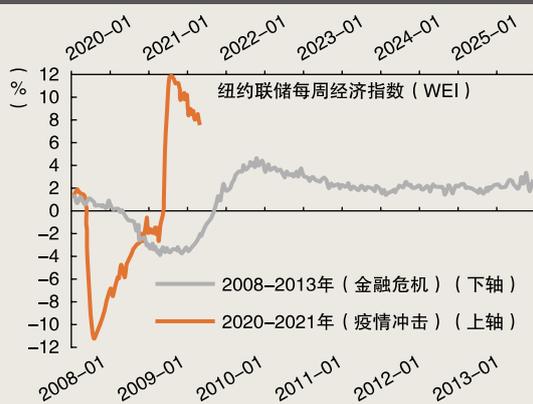
“充分就业”是美联储政策双目标之一, 也是美联储尚未官宣 Taper 的最强“借口”。美国如今的就业复苏几乎已取得可以宣布和实施 Taper 的“进一步实质性进展”。美联储是如何使得就业市场恢复到预期, 以缓冲对资本市场的冲击? 一般认为, 主要分为三步: 一是评估美国的各项经济指标是否取得“进一步实质性进展”; 二是宣布准备削减资产购买; 三是正式削减资产购买。其中, 最重要的一步在于“进一步实质性进展”的判定。从目前的情况来看, 这一步几乎已经达标了。第一, 从美国 U3 失业率来看, 失业率如期回落, 且失业率修复的程度已经接近 2014 年年初水平(见图 2)。第二, 美国非农就业人数在 2021 年 8 月出现波动, 就业人数放缓, 但是从 2021 年年初至今就业市场的累计表现来看, 美国非农就业人数增加显著。第三, 美国劳动参与率维持低位, 如今美国的就业缺口是 500 万, 劳动参与

作者简介: 钟正生, 平安证券首席经济学家。

① 本文是根据作者于 2021 年 9 月 18 日在横琴智慧金融论坛(2021 年第三季度)暨中国国际金融学会专题研讨会“全球产业链重塑与琴澳产业金融深度融合”上的主题发言整理而成。

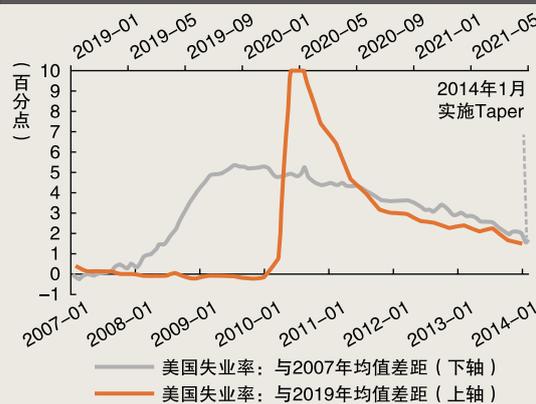
② 美国失业率分六档, 简称 U1-U6。美国劳工统计局发布七种口径的失业率, 包括 U1-U6 失业率以及整体失业率数据, 其中, U3 是官方公布的失业率并包含国际劳工组织(ILO)的定义, 即无工作者但于过去 4 周内积极寻找工作。

图1 疫情冲击下美国经济增长边际走势



资料来源：作者根据公开资料整理

图2 美国失业率修复情况与Taper节点



资料来源：作者根据公开资料整理

图3 美国CPI走势与市场中长期通胀预期



资料来源：作者根据公开资料整理

缺口是 200 万，但是，美联储逐步接受其为“永久性”的结构变化。第四，劳动者工资保持高增长，但职位空缺率高企，一边是企业招不到工人，一边出现了就业缺口，出现了所谓的结构性摩擦，美联储将其解读为就业市场“强劲”。因此，从就业的角度来看，美国几乎已实现“进一步实质性进展”。

3. 从通胀角度看

美国通胀对美联储货币政策的影响暂时有限。第一，美联储“通胀暂时论”仍有支撑，目前尚难证伪。例如，2021年8月“二手车和卡车”的CPI分项环比已为负。第二，市场与美联储已经逐步接受未来一段时间（例如，未来一年）美国通胀指标将显著高于2%的事实。第三，目前市场的中长期通胀预期仅小幅超过2%，尚不及2012—2015年的水平（见图3），美联储对此是“乐见”的。但与2013年不同的是，如今美国通胀已经显著“超调”（Overshooting），至少不会成为美联储实施Taper的约束。往后看，一

旦美联储官方承认就业市场恢复达标，通胀压力可能影响美联储Taper的力度。

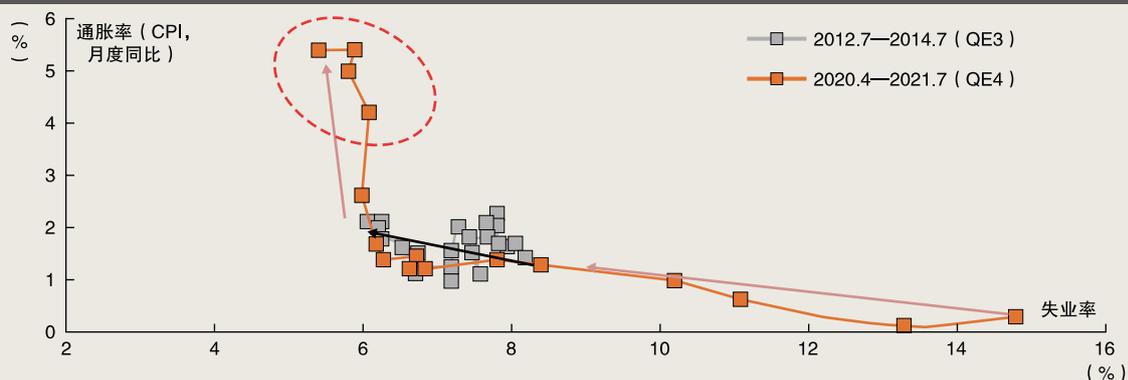
4. 从政策收益与成本看

美联储维持货币宽松的收益成本比正在下降。一方面，美国菲利普斯曲线已经走到“陡峭化”阶段（见图4），货币政策“超调”对实体经济的促进效果已经打折；另一方面，由于本轮美国财政政策直接补贴居民，美国居民收入（以及消费能力）对工资的依赖性减弱，可能意味着就业与经济增长的关系减弱。

5. 从美国财政角色看

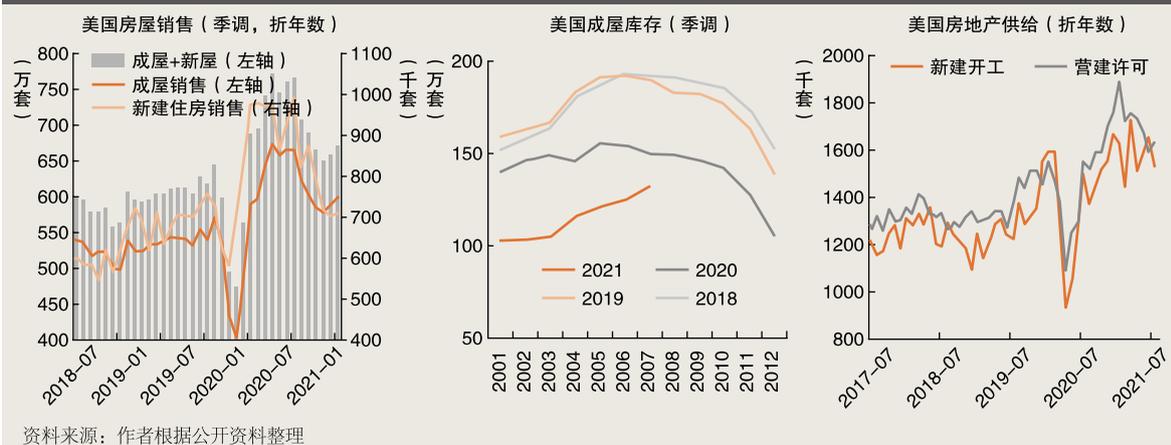
本轮美国财政刺激力度空前，助力经济快速复苏。但现阶段，美联储或不会因配合财政而推迟Taper，主要原因在于，一是美联储已经做了较多工作。其购买了大部分新发的中长期国债，未来将把持有国债的利息净收益上缴财政部；且由于美债利率走低，美财政部付息压力甚至小于疫情前水平。二

图4 美国菲利普斯曲线



资料来源：作者根据公开资料整理

图5 美国房屋需求与供给情况



资料来源：作者根据公开资料整理

是随着货币政策“性价比”降低，财政政策可以继续发挥“结构性”优势，为仍受冲击的弱势群体保驾护航。三是美联储此时退出，或还可把“通胀非暂时”的风险转嫁给财政政策。

（二）下一步美联储行动分析

综合来看，美联储宣布和开始实施 Taper 的时机或已成熟。美联储 2021 年 9 月议息会议进一步预告“如果进展大体上像预期的那样继续下去，委员会判断，资产购买的步伐可能很快就会放慢。”从基准预期来看，美联储或将于 2021 年 11 月宣布并于 12 月正式实施 Taper。预计 2022 年第三季度以前结束本轮 QE，最早可能于 2022 年年底开始加息。接下来美联储宣布 Taper 的过程中，预期差和市场波动或难避免。从战略上，美联储应该坚持自己的既定路线；但从战术上，市场预期也反向影响美联储决策。最乐观的情况是，2021 年 9 月和 10 月美国经济数据显著转好，

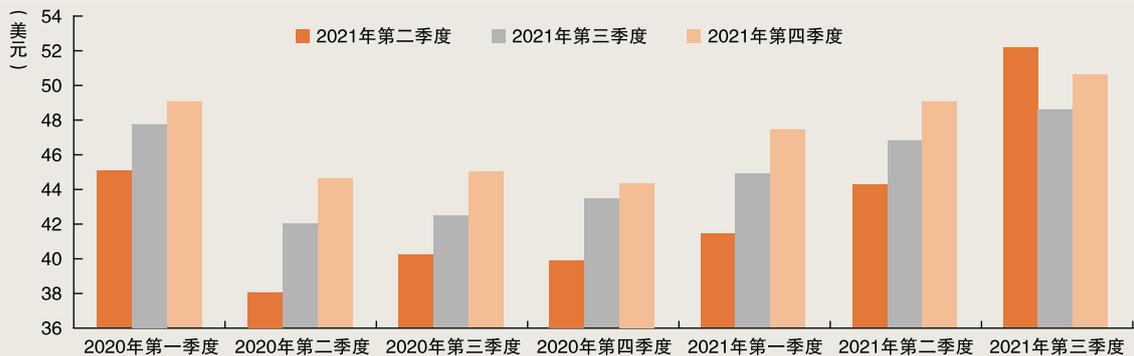
市场和美联储的共识凝聚，顺利在 11 月实施 Taper。但若经济数据仍不够好，美联储按计划实施 Taper，引发波动的可能性会更大。

二、美国资本市场展望

（一）美国地产：理性繁荣

当前，美国地产“供需两旺”（见图 5）。从需求方面看，2020 年 7 月至今，美国房地产销售量持续显著高于疫情前水平。考虑到成屋销售还可能受到库存不足的压制，美国房地产市场的实际需求可能更加强劲。从供给方面看，2020—2021 年美国成屋库存低于往年，美国房地产周期刚开始进入补库阶段。2020 年下半年以来，美国新建开工和营建许可折年数据均高于疫情前水平。此外，拜登的《美国就业计划》还包括 3780 亿美元的“房屋和建筑”投入，这可能意味着本轮房地产补库周期的上限进一步拓宽。

图6 美股标普500盈利预期变化



资料来源：作者根据公开资料整理

预计美国房地产繁荣仍将持续1~2年。自2020年下半年以来，美国标普/CS房价指数上行节奏明显快于疫情前，但如果横向比较，美国房价涨幅在发达经济体中并不算高，尤其考虑住房占有率后，美国房价涨幅较为合理。此外，美国房价上涨的主因是供需缺口而非金融环境宽松，美国居民杠杆率并未像次贷危机前那样走高，且目前的低利率环境有望继续提振居民购房能力及需求。

美国房地产市场的高景气可能加剧通胀压力。2021年6月美国20城房价指数同比已经增长接近20%，8月美国CPI同比增长5.3%，核心CPI同比增长4.0%，其中，住房分项同比上涨2.8%，住房租金走势滞后于房价。住房消费的权重在整体CPI编制中占超30%，美国房价攀升可能进一步推升美国房租及加剧整体通胀压力。

(二) 美股：短期调整

从近期表现来看，美股短期面临着调整的风险。首先，2021年第二季度美股盈利大超预期，市场相应调高第三季度和第四季度盈利预期；但随着美国经济放缓，尤其是第三季度盈利可能不及预期，或将弱化“盈利消化估值”的逻辑（见图6）。其次，2021年9—10月为较多海外投资机构业绩考核节点，考虑到标普500指数在2021年2—8月已经连续上涨7个月，不排除海外资金集中抛售以锁定收益的可能。第三，2021年第四季度美国总统拜登加税计划或落地，未来美国政府或继续奉行“左倾”理念，市场开始担心美股长期估值框架是否需要重新调整，以及美股“科技牛”风格是否会长期切换。

(三) 美债：重启熊市

新冠肺炎疫情暴发以来，美债收益率整体进入“牛陡”阶段，2021年第三季度10年期美债收益率主要保持在1.3%左右的低位，低于2021年2月水平。拆分来看，实际利率保持低位，主因是市场交易美国经济“见顶”；通胀预期并未进一步走高，主因是美联储不断引导“通胀是暂时的”，以及拜登中长期财政刺激计划推进较缓慢。同时，10年期美债实际利率与隐含通胀预期同时走低，并不符合历史常态。因此，预计2021年年底10年期美债收益率仍可能达到1.6%~1.8%，2022年破2%，但未来路径仍不明晰。一方面，如果美国经济能够得到平稳复苏，同时，货币政策收紧未给市场带来恐慌，将使美债收益率缓慢上行；另一方面，如果美国经济加快复苏，通胀压力迫使货币政策收紧力度加强，将使得美债收益率快速上行。

(四) 美元：小幅走强

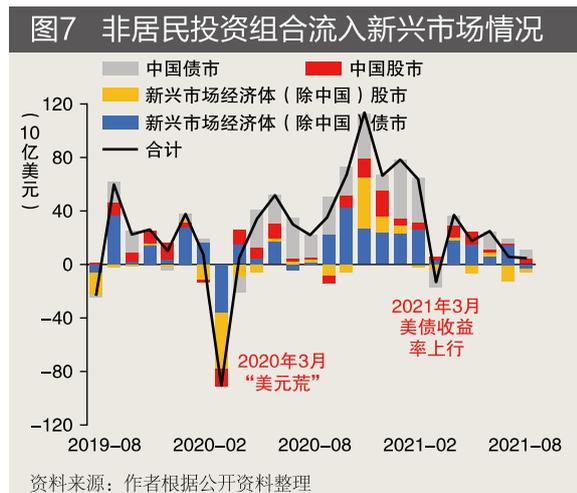
未来半年至一年支撑美元的因素一方面来自美联储Taper，另一方面，来自美国在全球尤其相对于欧洲的经济表现“一枝独秀”。因此，预计2021年第四季度美元指数有望企稳于94上方。然而，预计2021年下半年美元反弹的节奏和强度有边界，主要原因在于，一是美联储对市场的预期引导一定程度上淡化加息预期，美元估值不会因加息恐慌而骤升。二是本轮美联储回收流动性的难度比前三轮QE更大。全球金融危机后，QE1、QE2、QE3期间美联储总资产规模扩大约2.5万亿美元，而本轮QE后美联储已扩表4万亿美元。三是美国经济“一枝独秀”的程度和持续时间有限。虽然本轮美国复苏领先，

但美欧经济走势是同向的（均走向复苏而非分化），这与2014年时的情形截然不同，美元指数“触摸”2015年均值（96）的概率不高。同时，欧洲央行2021年9月9日宣布第四季度将放缓PEPP购债速度，已经先于美联储作出调整。

三、对新兴市场及中国的影响分析

（一）冲击源：紧缩“不恐慌”

美联储货币政策边际收紧、美债利率上行以及美元升值，非美经济尤其新兴市场客观上面临“美元回流”的风险。但是，在2020年3月以及2021年2月的两次“压力测试”过后，新兴市场资本外流风险已经部分释放（见图7）。自2021年以来，国际资本流入新兴市场已经保持相对克制。未来，在美联储不断强化前瞻指引下，市场与美联储政策的“预期差”相对可控。



（二）冲击渠道：浮动汇率添缓冲

2013年以后，新兴市场国家更多地实行有管理的浮动汇率制。由于汇率的浮动特性，在冲击来临时，新兴市场弹性会更强。在本轮中美货币政策的联动中，人民币汇率弹性明显增加，并且较大程度上对冲了海外资产价格与大宗商品价格波动的负面影响（见图8）。

（三）冲击对象

1. 经济和金融韧性较强

与2013年对比，目前大部分新兴经济体自身的经济和金融状况较为健康：出口维持高景气、以经常账户赤字为代表的“双赤字”问题有改善、外汇储备相对于外债规模相对充裕等（见图9）。

2. 挺过“压力测试”

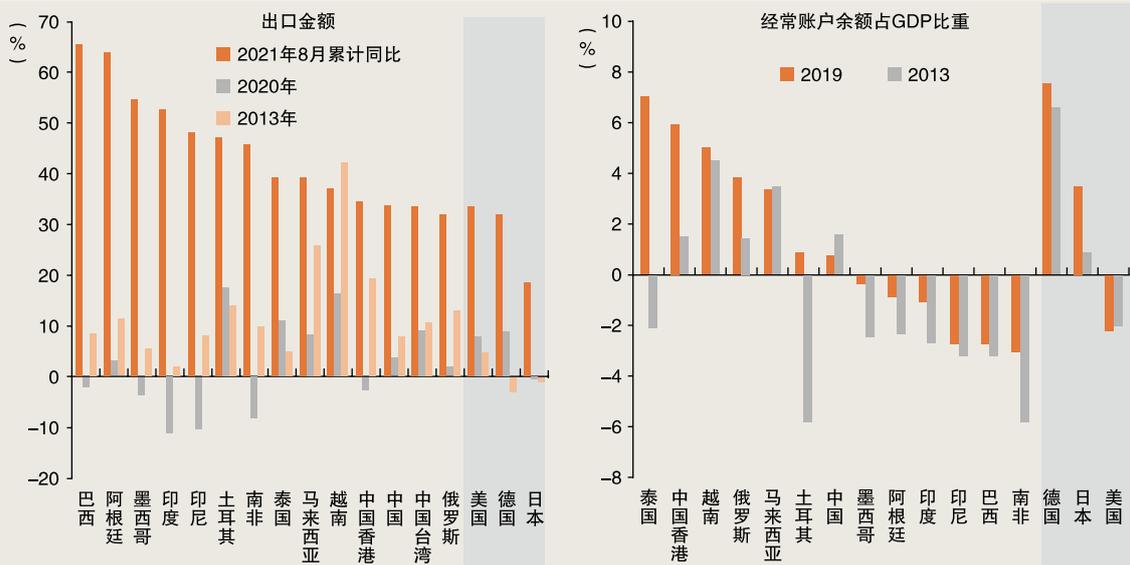
以2021年年初的“美债利率上行冲击”与2013年“紧缩恐慌”比较，本轮新兴市场整体而言在“压力测试”中表现更好（见图10）。当然局部仍有分化，例如，土耳其、阿根廷等本身脆弱性较强，所受冲击也更明显。

3. “预防性”加息

此外，2021年以来，俄罗斯、巴西、土耳其、墨西哥、智利等新兴市场国家（以及韩国作为第一个发达国家）已经开始加息，客观上防守能力或将增强。新兴市场国家纷纷进入“加息潮”。一是抑制通胀，例如，土耳其、俄罗斯、巴西首次加息时的通胀率分别达到15.6%、5.7%和5.2%（加息后通胀仍继续走高，8月通胀率分别为19.3%、6.7%和9.7%）；二是由于经济复苏情况良好，例如，韩

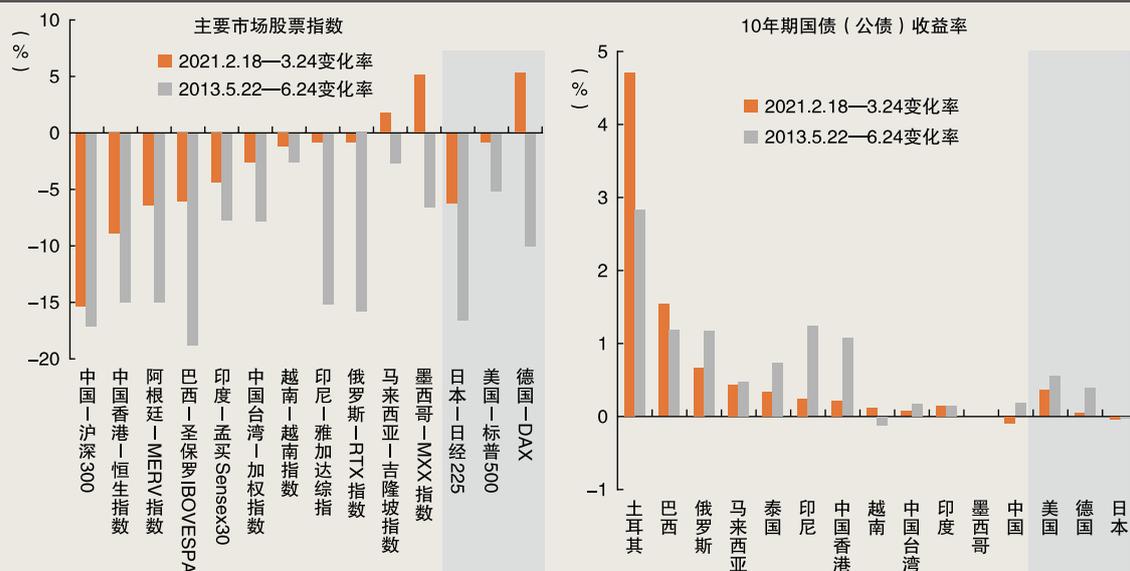


图9 新兴市场经济体出口景气与经常账户赤字



资料来源：作者根据公开资料整理

图10 新兴市场股市和债市表现



资料来源：作者根据公开资料整理

国在本轮疫情中控制得相对较好，使得这些国家有加息的底气；三是由于“防御性”加息，在美联储迈向Taper之际，通过“抢跑”抵御资本外流冲击。

参考文献：

[1] 葛奇．市场结构变化与美联储的货币政策[J]．国际金融，2019（4）：8-18
 [2] 管涛．沉着应对美联储货币政策变化[J]．中国金融，

2021（10）：69-70

[3] 陆晓明．新冠肺炎疫情冲击下的美国金融市场及美联储的作用[J]．国际金融，2020（6）：53-61

[4] 生柳荣、谭宇曦．通胀走势与美联储的货币政策走向[J]．银行家，2021（8）：84-88+6

[5] 汪金祥．美联储应对疫情冲击的政策选择、操作特征及启示[J]．国际金融，2021（6）：50-55

（责任编辑：冯天真）