

美联储维持利率不变 市场担忧加剧通胀

作者：郭桢 黎轲 刁倩

电话：010-88052647

邮箱：guozhen@xinhua.org

编辑：刘琼

审核：范珊珊

官方网站：cnfic.com.cn

客服热线：400-6123115



近日，美联储宣布维持当前0%-0.25%的利率水平与购债规模不变，大幅上调了各项经济预期指标，对美国经济形势表示乐观。但是，市场普遍担忧大规模财政刺激政策导致美元泛滥，长端美债收益率上升，通胀预期加剧，尤其对居民的大额补贴降低人们工作意愿，形成对生产的挤出，造成供需两端撕裂，通胀预期持续增加。

目录

一、美联储大幅上调 2021 经济增速预期.....	3
二、美联储温和上调通胀预测 隐含超预期风险.....	4
三、美债收益率持续上升 美联储尚无缩减购债计划.....	5
四、美元流动性泛滥 政策信号含混不清.....	6

图表目录

图表 1：美联储 3 月利率点阵图.....	3
图表 2：美联储整体上调经济预期（%）.....	4
图表 3：美债收益率大幅上行.....	5

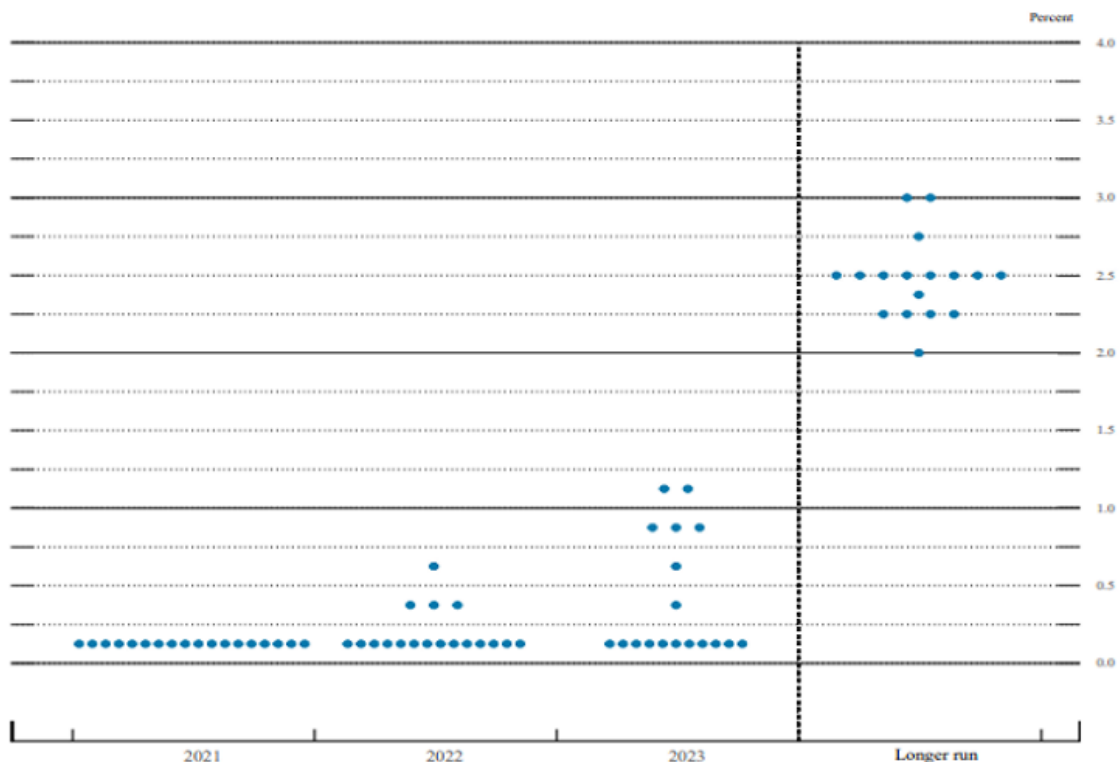
美联储维持利率不变 市场担忧加剧通胀

近日，美联储宣布维持当前0%-0.25%的利率水平与购债规模不变，大幅上调了各项经济预期指标，对美国经济形势表示乐观。但是，市场普遍担忧大规模财政刺激政策导致美元泛滥，长端美债收益率上升，尤其对居民的大额补贴降低人们工作意愿，形成对生产的挤出，造成供需两端撕裂，通胀预期持续增加。

一、美联储大幅上调 2021 经济增速预期

北京时间3月18日凌晨，美联储联邦公开市场委员会（FOMC）公布了3月议息会议决议，宣布维持当前0%-0.25%的利率水平与购债规模不变。点阵图显示，美联储将在2023年持续维持零利率，但加息预期明显前移，预测将提前加息的委员人数从2020年12月的1位提升至4位，美联储货币政策正常化的步伐可能有所加快。

图表 1：美联储 3 月利率点阵图



来源：Fed, Wind

美联储还较大幅度地上调了对2021年经济增速的预测，GDP增速由2020年12月预期的4.2%上调至6.5%，今年年内美国产出缺口可能转正，但对之后两年的经济预期偏向保守，2021-2023年三年累计GDP增幅仅上调2.2%。

图表 2：美联储整体上调经济预期（%）

批准规模	2021	2022	2023	长期	
实际 GDP 增长	12 月预测	4.2	3.2	2.4	1.8
	3 月预测	6.5	3.3	2.2	1.8
失业率	12 月预测	5.0	4.2	3.7	4.1
	3 月预测	4.5	3.9	3.5	4.0
PCE	12 月预测	1.8	1.8	2.0	2.0
	3 月预测	2.4	2.0	2.1	2.0
核心 PCE	12 月预测	1.8	1.9	2.0	
	3 月预测	2.2	2.0	2.1	

来源：Fed, Wind

在失业率方面，联储全面下调2021、2022、2023年和长期失业率预期，由5.0%、4.2%、3.7%、4.1%分别降至 4.5%、3.9%、3.5%、4.0%。美联储认为，在2022年前美国能回到充分就业的水平。

二、美联储温和上调通胀预测 隐含超预期风险

在本次会议上，美联储温和调高了对未来通胀的预期，预计2021年底PCE通胀同比增速中值为2.4%，核心PCE通胀增速中值为2.2%，而2020年12月对这两者的预期均为1.8%。

在3月18日的新闻发布会中，美联储主席鲍威尔称，对通胀风险无需过度担忧，目前通胀率仍低于2%的通胀目标。受基数效应与疫情导致的短期供应不足的影响，3、4月份通胀可能进一步上升。伴随着供应的恢复和基数效应的消退，物价涨幅随后会有所回落。物价的一次性上涨只会对通胀产生短期的影响，通胀率短暂高于2%的情况并不足以成为提高利率的理由。相反，美联储在声明中表示，希望看到通胀率在一段时间内适度高于2%，以便保持长期平均值，实现最大的就业率。

但是，有别于美联储的乐观情绪，市场普遍对通胀有很大担忧。主要原因是今年3月中旬，美国国会通过了1.9万亿美元的财政刺激政策。近期高盛消息称，拜登政府和民主党正在酝酿更大规模的4万亿美元基建计划。美国对居民的大规模补贴将导致居民可支配收入在去年增长7.0%的高基

数上，今年仍保持较高的增速，预计今年美国商品消费增速或上行3至7个百分点。虽然美国工业生产持续受到财政补贴，但工厂开工率和产出量并不理想，也就意味着商品供需缺口会加大。

3月16日公布的美国2月工业生产指数同比下行2.2个百分点至-4.2%，和去年11月的水平相当，且3月13日当周初次申请失业金人数增加了4.5万人至77万人，显示出美元刺激政策大额补贴降低了低收入人群的工作意愿，人们认为不工作也可以维持生计，形成了对工业生产挤出情况。今后在1.9万亿刺激计划落地后，1400美元/人的一次性补贴，以及持续至9月份的额外300美元/周失业金，更会大概率继续挤出生产并推升商品需求。财政过度刺激对商品供需两端的撕裂加剧，将持续拉动美国核心商品通胀上行，美国PCEPI（个人消费支出价格指数）或在二季度突破4%，导致通胀率远超美联储设置的2%目标。

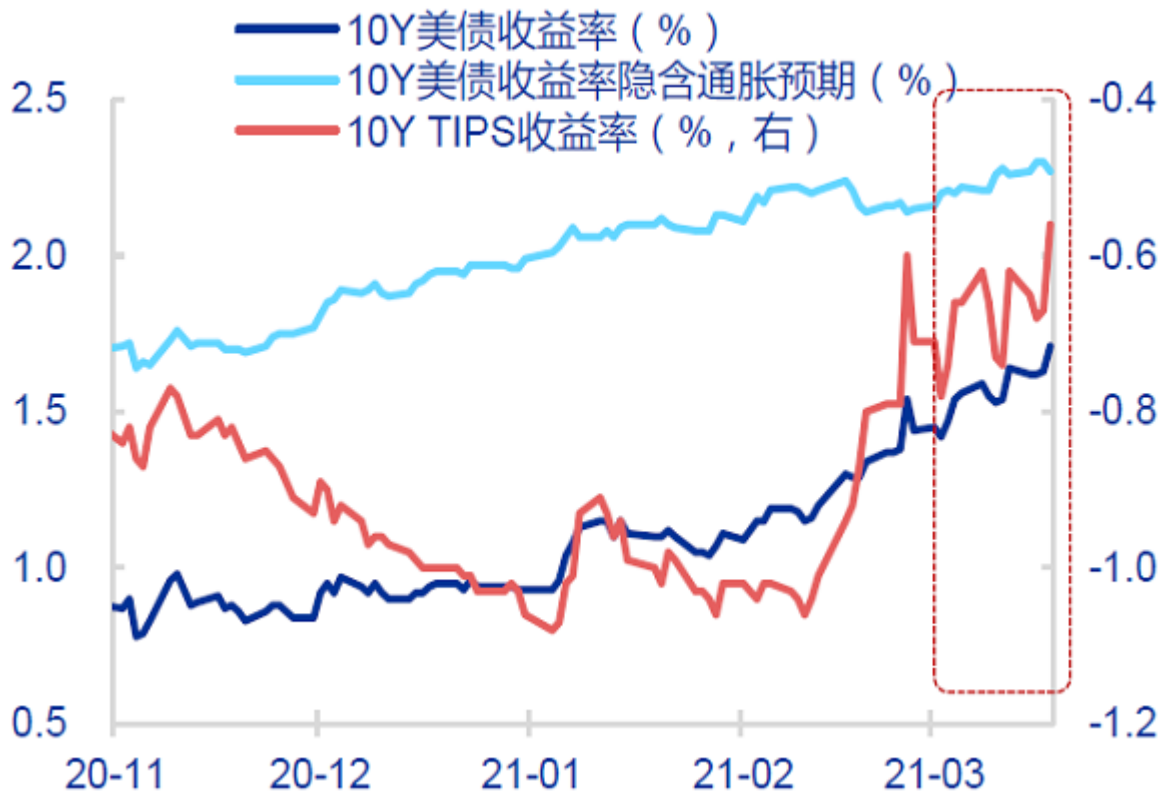
其次，永久退出劳动力市场的人口比例可能超出预期，从而影响总供给。美国国会预算办公室在对潜在经济增速进行预测时，假设永久离开劳动力市场的人口较疫情前增加近300万人，意味着疫情期间离开劳动力市场的部分人群将在疫情后回归。但若回归人数不及预期，将导致潜在经济增速下降，继而推高通胀水平。

最后，考虑到美国居民在疫情期间积累的较大规模的额外储蓄，需求回暖速度将超出预期。CPI、PCE受原油价格影响较大，原油价格上涨会导致CPI、PCE较快上行，叠加美国货币政策框架的改变、预防性储蓄、贫富差距拉大等因素，都将长期推升通胀水平。

三、美债收益率持续上升 美联储尚无缩减购债计划

今年以来，美债收益率持续上升，今年上半年可能触及2.2%-2.3%的高点。美债利率上升，主要是因为美联储收回流动性，导致购债需求减弱。从美国财政部看，美债上升后付息成本将会随之上升。所以美联储既要平衡利率，又要平衡财政部付息的诉求。

图表 3：美债收益率大幅上行



来源：Fed, Wind

在这种情况下，3月18日美联储主席鲍威尔表示，现在不考虑缩减购债规模。3月19日美联储表示，补充杠杆率（SLR）的减免措施于3月31日到期后将不获延期。所谓补充杠杆率（SLR）是美联储用于限制商业银行在一级资本基础上，可以持有的总风险敞口的资本充足率指标。2020年5月，美联储临时性允许银行在计算补充杠杆率时不包括持有的国债与准备金，该项调整将于3月31日自动结束。该项豁免政策不再延续后，部分银行只能靠抛售国债以满足监管要求，由此导致降低商业银行的信贷能力。

四、美元流动性泛滥 政策信号含混不清

利率是影响资源配置重要的价格信号，如果美联储对未来经济运行的预测发生错误，可能导致真实的资源错配。本次议息会议联储没有传递出提前结束宽松政策的信号，但从美国目前债券及衍生品市场价格传递的信息显示，资本市场普遍预期美联储会提早收紧宽松政策。

由于近期美国国会通过了1.9万亿美元的财政刺激政策，美国资金流动性总量过于宽松。2021年以来，财政刺激性政策已累计支出3000多亿美元，高于美联储扩表规模，短期流动性异常充裕。在本次会议上，美联储决定将隔夜逆回购额度由每天300亿美元上调至800亿美元，并维持利率为0%不变，以缓解美元货币市场的流动性泛滥问题。

然而，美联储没有对从300亿美元大幅上调至800亿美元，这种扭曲操作进行必要的解释，仅表示目前政策是适当的。美联储也许期望利用这一改变来释放出信号：如果市场发生“无序”事件，货币市场的短期流动性仍将保持充裕。在被问及十年期国债利率时，美联储同样只强调目前维持宽松的货币环境的重要性，并没有表示将控制长端利率上升方案。

从3月美联储议息会议的公告可以看出，美联储暗示将为提早收紧货币政策做出准备，但没有明确表示政策转变为收紧，仅通过控制收益率曲线等强制措施，来纠正利率过快上升。伴随着美国经济复苏，长端美债利率将继续上涨，并结束美元指数长期震荡下行的情况。美国经济持续恢复或将对全球总需求起到拉动作用，对中国的外贸出口也能构成一定程度的支撑。但潜在的风险同样不容忽视，如果财政刺激政策导致通胀率大幅上升，反过来需要美联储以更大的力度去收紧货币政策，以免对美国 and 全球经济造成更大的危害和冲击。

重要声明

新华财经研报由新华社中国经济信息社发布。报告依据国际和行业通行准则由新华社经济分析师采集撰写或编发，仅反映作者的观点、见解及分析方法，尽可能保证信息的可靠、准确和完整，不对外公开发布，仅供接收客户参考。未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用。