

作者：冯祖涵 王祎凡
邮箱：research@fecr.com.cn

美联储维持宽松货币政策，预期加息时点提前

——美联储6月议息会议详解

摘要

2021年6月16日，美联储公布了FOMC议息会议决议。美联储继续维持宽松的货币政策，维持0-0.25%的联邦基金利率目标区间与每月1200亿美元的资产购买规模不变，主要基于当前美国经济复苏进程加快，供需缺口推动通胀水平高企，但劳动力市场复苏仍不及预期，尚未达到缩减门槛。

在本次议息会议上，美联储整体上对经济风险的评估更显鹰派。美联储对经济与就业前景持更加乐观的态度，调高了对经济增长与通胀水平的预期，并保持当前的通胀是暂时的这一判断。多数美联储官员对加息时点的预测也由2024年提早至2023年，美联储也正式承认开始“提及讨论”缩减购债。此外，美联储还对短期利率进行了技术性调整，以维持逆回购市场运行机制稳定，缓解货币市场利率压力。

本次议息会议透露出美联储对加息与缩债的态度更显鹰派，引起美国金融市场短时间内大幅波动。美国股市收跌，美元走强，10年期美债收益率继16日大涨后于17日回落。同时，美联储的货币政策也通过利率、汇率、风险偏好等多种路径对新兴经济体的跨境资本流动产生溢出效应，新兴市场国家货币币值短时间内承压。

相关报告研究：

1. 《土美关系降温叠加汇率动荡，土耳其政经风险加剧》，2021.04.28
2. 《印度疫情急剧恶化，复苏进程将受到冲击》，2021.04.23
3. 《美国实施大规模经济制裁对俄罗斯的影响分析》，2021.04.16
4. 《缅甸军事政变加剧主权信用风险》，2020.04.13

6月16日美联储公布了联邦公开市场委员会（FOMC）议息会议决议，继续将联邦基金利率目标区间维持在0-0.25%，并继续以每月至少800亿美元和400亿美元的步伐增持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS），直到在实现充分就业和物价稳定目标的过程中取得进一步实质性进展。美联储同时调高了对2021年经济增长与通胀水平的预期，对加息时点的预测也由2024年提早至2023年。此外，美联储对短期利率进行了技术性调整，将隔夜逆回购利率（ON RRP）与超额准备金利率（IOER）分别由此前的0%与0.1%上调5bp至0.05%与0.15%。

一、6月FOMC议息会议的背景

当前，美国经济复苏进程加快，供需缺口推动通胀水平高企，但劳动力市场复苏仍不及预期，难以达到美联储强调的“实质性进展”水平。在此背景下，美联储继续维持0-0.25%的联邦基金利率与1200亿美元的购债规模不变，但经济复苏与通胀抬升导致美联储预期的加息时点由2024年提早至2023年，且市场普遍预期美联储将逐步缩减购债规模。

伴随着疫苗的推进以及大规模经济刺激政策的支持，美国经济复苏势头强劲。美国在疫苗接种方面取得进展，减轻了新冠肺炎疫情的蔓延。截至6月15日，美国每百人疫苗接种总量已达93.26剂次，每百人疫苗接种人数达到52.23人。相应地，4月下旬以来美国日新增确诊病例持续不断下降，5月底以来每日新增确诊病例数保持在2万例以下。疫苗接种的进展在一定程度上削弱了新冠肺炎疫情对经济造成的影响，并降低未来经济增长的不确定性。美国5月Markit制造业PMI为62.1%，服务业PMI为70.4%，均创下历史新高。制造业与服务业已连续11个月均处于扩张区间。美联储对经济增长的预期也大幅改善，6月美联储对2021年经济增长预测值由3月预测的6.5%调整至7.0%。

在超宽松货币政策与大规模财政刺激手段导致流动性泛滥的背景下，美国经济增长带动需求回升，叠加供给侧瓶颈，共同推高通胀水平。4月，基数效应与供求缺口推动CPI同比增幅与核心PCE物价指数同比增幅分别上涨至4.2%和3.1%的历史高位水平。5月，美国CPI同比增幅跃升至5%，为2008年8月以来的最大年度涨幅，通胀压力显著。6月美联储对2021年核心PCE物价指数同比增幅预测值由3月预测的2.2%调整至3.0%，但美联储也预测2022-2023年通胀水平将回落至2.1%的水平。这与美联储主席鲍威尔对通胀所持态度一致，即当前的通胀是暂时的，但也有通胀持续更久水平更高的可能。根据美联储最新的货币政策框架¹，美联储允许通胀在一段时间内适度高于2%，以使长期平均通胀达到2%，且使长期通胀预期牢牢锚定在2%的水平。暂时的通胀上升不会改变美联储当下的宽松政策立场，除非通胀路径与长期通胀预期大幅偏离目标水平。

¹ 美联储长期以物价稳定和实现充分就业作为货币政策目标，但近年来美联储货币政策目标的重心逐渐由物价稳定转移至实现充分就业。2020年8月，美联储更新了《长期目标和货币政策策略声明》，对货币政策框架进行了修订。该声明一方面引入了“平均通胀制目标”，允许通胀在一定时间适度超过2%以弥补通胀在低于2%的影响；另一方面更加注重推动就业市场的修复。

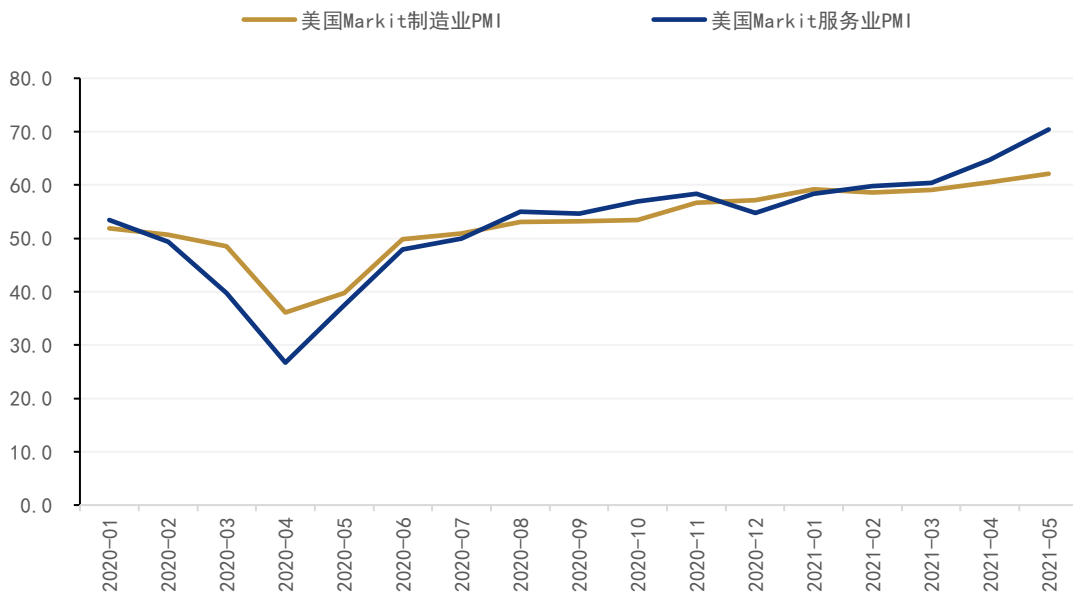


图1: 美国 Markit 制造业、服务业 PMI (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

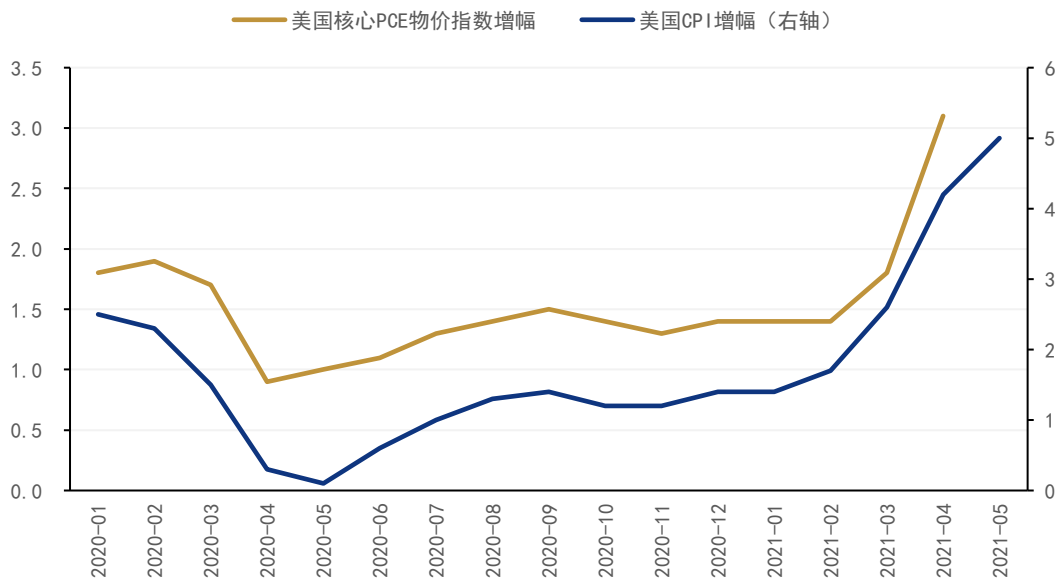


图2: 美国通货膨胀水平 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

另一方面, 美国劳动力市场修复不及预期驱动美联储继续坚持超宽松货币政策。2021年4月, 美国非农就业人数经修订后增加27.8万, 远不及预期的增加100万, 相比前值增加91.6万大幅回落; 当月的失业率也从6.0%意外升至6.1%, 而市场原本预期将回落至5.8%。5月, 非农就业人数增加55.9万, 预估为增加67.4万, 不及市场预

期；非农就业人数相较于2020年2月疫情前水平减少了760万。当月的失业率为5.8%，好于市场预估的5.9%，部分原因是新增就业岗位增加以及5.3万人退出了劳动力大军。劳动参与率由4月的61.7%降至61.6%，平均时薪的同比增幅则由4月的0.4%提升至2.0%。薪资上升与就业人数增加不及预期说明劳动力市场存在结构性问题，就业修复不及预期一定程度上与疫情导致的儿童在家拖累就业以及额外的失业救济金导致就业意愿下降有关。当前的劳动力市场复苏进程尚未达到美联储设定的“取得实质性进展”的缩减门槛，但之后随着疫情影响逐步消退以及多个州暂停额外的失业救济金，就业市场的修复或将加速，从而推动货币政策转向。

二、6月FOMC议息会议决议内容解读

1. 维持联邦基金利率与购债规模不变，但加息预期时点提前

根据6月FOMC议息会议决议，美联储继续将联邦基金利率目标区间维持在0-0.25%，并继续以每月至少800亿美元和400亿美元的步伐增持美国国债和抵押贷款支持证券（MBS）。美联储继续维持了宽松的货币政策立场，主要是因为就业市场修复进程不及预期，尚未达到美联储强调的“在实现充分就业和物价稳定目标的过程中取得进一步实质性进展”这一缩减门槛。美联储目前仍将保持政策支持，以鼓励就业复苏。

但是美联储调高了对2021年经济增速与通胀水平的预期，对加息时点的预测也由2024年提早至2023年，整体上对经济风险的评估更加鹰派。随着疫苗接种取得进展、经济活动恢复进程加速，美联储预计2021年美国实际GDP增速将达到7.0%，远高于3月预测的6.5%。同时，在流动性泛滥、供需缺口尚未弥合的背景下，美联储预计2021年PCE物价指数同比增幅将触及3.4%，远高于2%的目标水平以及3月的预测值（2.4%）；但美联储判断这一通胀是暂时的，通胀水平将在2022-2023年迅速回落至接近2%的水平。美联储对于失业率的预期仍维持原预测水平。可见美联储对经济与就业前景持更加乐观的态度，并保持对通胀的判断，即当前的通胀是暂时的，通胀水平将随着供给侧恢复而回落至合理区间。

另一方面，根据FOMC会后公布的阵点图，多数美联储官员对加息时点的预测由3月预计的2024年提早至2023年。具体来看，18名发布预期的官员中13名预计将在2023年加息，其中5人预计届时利率将超过1%；7名官员认为首次加息将出现在2022年。虽然点阵图并非货币政策承诺，而且在预测利率走向方面的过往记录也很差，但加息时点预测值的提前透露出美联储的鹰派态度。

此外，美联储也正式承认开始“提及讨论”缩减每月1,200亿美元资产购买计划。此前，在4月美联储FOMC会议纪要中，已有部分美联储官员开始讨论缩减购债规模，而穆迪、美国银行、摩根大通等多家机构预测正式缩减计划或在明年年初开启。若以2023年为加息时点，根据2013年美联储正式宣布缩减购债距离首次升息长达两年的经验，美联储有可能在2022年1月推动缩减购债。

表 1：美联储对主要经济变量的预测

经济变量	预测时间	2021	2022	2023	长期
实际 GDP 增速	6 月	7.0	3.3	2.4	1.8
	3 月	6.5	3.3	2.2	1.8
失业率	6 月	4.5	3.8	3.5	4.0
	3 月	4.5	3.9	3.5	4.0
PCE 物价指数增幅	6 月	3.4	2.1	2.2	2.0
	3 月	2.4	2.0	2.1	2.0
核心 PCE 物价指数增幅	6 月	3.0	2.1	2.1	
	3 月	2.2	2.0	2.1	
联邦基金利率	6 月	0.1	0.1	0.6	2.5
	3 月	0.1	0.1	0.1	2.5

数据来源：美联储，远东资信整理

2. 提高隔夜逆回购利率（ON RRP）与超额准备金利率（IOER）

本次 FOMC 议息会议美联储对短期利率进行了技术性调整，将隔夜逆回购利率（ON RRP）与超额准备金利率（IOER）分别由此前的 0% 与 0.1% 上调 5BP 至 0.05% 与 0.15%，两大利率调整自当地时间 6 月 17 日开始生效。在流动性泛滥且逆回购规模居高不下的情况下，上调充当联邦基金利率走廊上限的超额准备金利率（IOER）以及作为联邦基金利率走廊下限的隔夜逆回购利率（ON RRP），主要目的是回收过剩的流动性，缓解货币市场利率压力。

此前，因美联储大规模的资产购买和财政部受债务上限限制而减少现金账户余额，流动性环境极端宽松。隔夜逆回购利率（ON RRP）为 0% 的情况下，仍吸引了大批追逐短期收益率的资金，隔夜逆回购规模连创新高，逆回购工具用量飙升可能迫使关键短期利率转为负数。美联储通过对利率走廊两大管理利率进行技术性调整，可使市场回购利率水平远离负利率区间，维护逆回购市场运行机制稳定。

三、6 月 FOMC 议息会议的影响

FOMC 议息会议继续维持了宽松的货币政策，维持联邦基金利率与资产购买规模不变。但美联储对经济与就业前景态度乐观，对经济风险的评估更鹰派。多数美联储官员对加息时点的预测由 2024 年提前至 2023 年，且美联储正式承认开始讨论缩减购债。美联储对加息与缩债的态度更显鹰派，从而引起美国金融市场短时间内大幅波动。同时，美联储的货币政策也通过利率、汇率、风险偏好等多种路径对新兴经济体的跨境资本流动产生溢出效应。

美国国内方面，6 月 16 日 FOMC 议息会议决议公布后，加息预期的突然提前导致美国三大股市集体收跌，道

琼斯工业指数下跌 0.77% 至 34033.67 点；标普 500 指数下跌 0.54% 至 4223.7 点；纳斯达克指数下跌 0.24%，至 14039.68 点。6 月 17 日，美联储对经济前景的乐观态度推升科技股，纳斯达克指数上涨 0.87%，报 14161.35 点。标普 500 指数与道琼斯工业指数则继续收跌。美国债市方面，6 月 16 日当天美国国债收益率飙升，10 年期美债收益率由前一日的 1.51% 上行至 1.57%，创下 3 月初以来最大涨幅；2 年期美债收益率一年来首次超过 0.2%，日内上行接近 5 个基点；5 年期美债收益率上行 10 个基点至 0.89%。但 6 月 17 日长期美债收益率大跌，回吐前日全部涨幅。10 年期国债收益率跌回 1.52%，30 年期国债收益率则由前一日的 2.20% 跌至 2.11%，触及 2 月中旬来的四个月最低。究其原因，美联储提前加息的预期削弱了通胀前景，从而导致长债国债收益率下跌，收益率曲线走平。汇市方面，美联储立场转鹰，推动美元走强。美元指数继 16 日当天上涨接近 1% 后，17 日继续上涨约 0.56% 至 91.9096，触及两个月高位。美元走强削弱了贵金属对投资者的吸引力，贵金属跌势加剧。

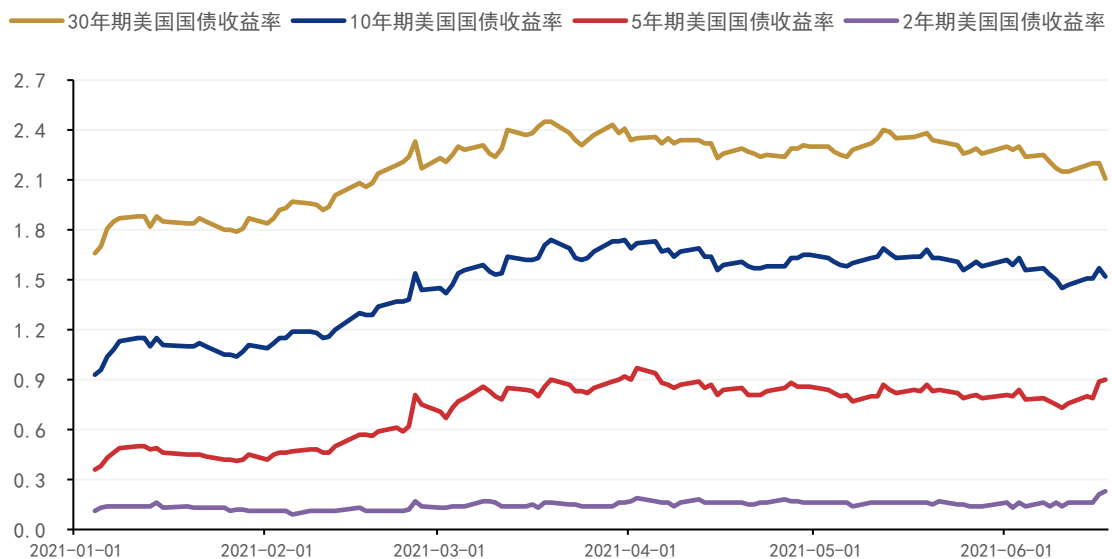


图 3: 美国国债收益率 (单位: %)

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理



图 4: 美元指数

数据来源: Wind 资讯, 远东资信整理

另一方面，美联储的货币政策通过利率、汇率以及风险偏好等三个传导路径对新兴经济体跨境资本流动产生溢出效应。2021年2月，因市场预期美联储货币政策转向，长期美债收益率持续走高，美元走强。新兴市场普遍承压，流入新兴市场国家的资金规模持续缩减；3月，新兴市场证券投资组合净流入放缓至近一年来的最低水平（101亿美元）。当前美联储货币政策虽维持基准利率与购债规模不变，但预期加息时点的提前以及对削减购债规模的讨论反映美联储态度转鹰，市场对美国货币政策收紧的预期将导致新兴经济体资本外流风险加剧、货币币值承压。

6月FOMC议息会议后，美元走强，亚洲新兴货币币值承压，6月17日美元兑人民币中间价报6.4361，触及三周以来高位。美联储的政策信号也影响至新兴经济体央行，印尼央行于17日举行会议，预计将把政策利率维持在历史低点不变，但美联储的鹰派转变使其更为关注政策时间表与经济前景。美联储政策转变的预期将加剧新兴经济体资本外流风险，部分已加息的经济体还面临借贷成本上升、债务偿付压力增加等问题。新兴经济体中需要尤其关注经济金融风险显著的土耳其与阿根廷以及疫情形势严峻的印度与巴西。

【作者简介】

冯祖涵，伦敦大学国王学院金融硕士，研究部助理研究员。

王祎凡，新加坡国立大学统计学硕士，研究部助理研究员。

【关于远东】

远东资信评估有限公司（简称“远东资信”）成立于1988年2月15日，是中国第一家社会化专业资信评估公司。作为中国评级行业的开创者和拓荒人，曾多次参与中国人民银行、证监会和发改委等部门的监管文件起草工作，开辟了信用评级领域多个第一和多项创新业务。

站在新的历史起点上，远东资信充分发挥深耕行业30余年的丰富经验，以准确揭示信用风险、发挥评级对金融市场的预警功能为己任，秉承“独立、客观、公正”的评级原则和“创新、专业、责任”的核心价值观，着力打造国内一流、国际知名的信用服务平台。



远东资信评估有限公司

网址：www.sfecr.com

北京总部

地址：北京市东城区东直门南大街11号中汇广场B座
11层

电话：010-57277666

上海总部

地址：上海市杨浦区大连路990号海上海新城9层

电话：021-61428000

【免责声明】

本报告由远东资信提供。报告引用的相关资料均为已公开信息，远东资信进行了合理审慎的核查，但不应视为远东资信对引用资料的真实性及完整性提供了保证。

远东资信对报告内容保持客观中立态度。报告中的任何表述，均应严格从经济学意义上去理解，并不含有任何道德偏见、政治偏见或其他偏见，远东资信对任何基于这些偏见角度理解所可能引起的后果不承担任何责任。报告内容仅供读者参考，但并不构成投资建议。

本报告版权归远东资信所有，未经许可，任何机构或个人不得以任何形式进行修改、复制、销售和发表。如需转载或引用，需注明出处，且不得篡改或歪曲。

我司对于本声明条款具有修改和最终解释权。