

# 宽松政策退出风险系列研究

## 第一篇：美联储货币政策拐点将至



2021年06月23日

**联合资信评估股份有限公司**

电话：010-85679696

地址：北京市朝阳区建国门外大街2号

邮箱：lianhe@lhratings.com

传真：010-85679228

PICC大厦17层

网址：www.lhratings.com

## 宽松政策退出风险系列研究

### 第一篇：美联储货币政策拐点将至

联合资信评估股份有限公司 主权部

#### 主要观点

- 美联储 6 月议息会议释放鹰派信号，鲍威尔暗示美联储将在经济逐步复苏后考虑缩减购债，预计首次全面加息将提前至 2022 年。
- 货币政策放量导致流动性泛滥的局面发生调整，美联储通过技术性调整隔夜逆回购利率起到稳定市面流动性的作用，目前“爆表”的通胀和“缓慢”的就业双重目标背离，预计 2021 年 9 月后美国就业市场才会明显改善，对美联储货币政策转向提供支持。
- 本阶段美联储货币政策宽松是在上一期宽信用泡沫尚未完全稀释下开启的，导致美国资本市场和地产泡沫激增，在美国疫情得到一定控制以及空前的经济刺激政策下，美国经济正走向过热和通胀并存阶段。
- 美联储货币政策转向会加剧虚拟经济泡沫破裂，美国经济面临一定硬着陆风险，因此美联储不会采取急速货币政策转向的方式，会循序渐进推进货币政策正常化，以防止出现经济硬着陆危机。

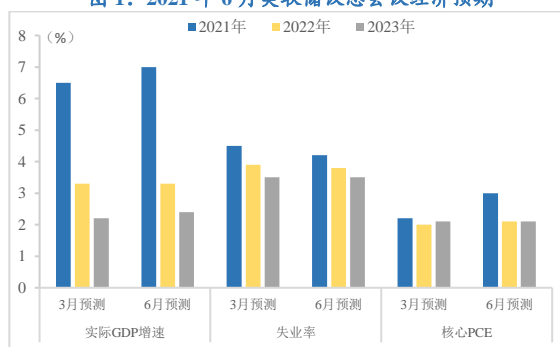
#### 正文内容

美联储 6 月议息会议释放鹰派信号，鲍威尔暗示美联储将在经济逐步复苏后考虑缩减购债，预计首次全面加息将提前至 2022 年

北京时间 6 月 17 日，美联储公开市场委员会（FOMC）在 6 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，并维持目前每月 1,200 亿美元的购债速度不变，说明美联储依旧以宽松政策支持疫情后经济复苏为主要目标，符合市场预期。但美联储也超市场预期地释放出一定鹰派信号，议息会议后美联储主席鲍威尔表示，如果经济进展维持当前状态，将在接下来的会议上考虑缩减量化宽松（QE）规模。美联储在一些重要数据上的调整也支持了鲍威尔的观点：一是美联储在此次会议中将 2021 年美国实际 GDP 增速调升至 7.0%，较 3 月预测值上升 0.5 个百分点；将核心 PCE 调升至 3.0%，较 3 月预测值上升 0.8 个百分点；将失业率调降至 4.2%，较 3 月预测值下降 0.3 个百分点，美国经济基本面好转为货币政策转向提供支撑（见图 1）。二是美联储将法定存款准备金率和超额存款

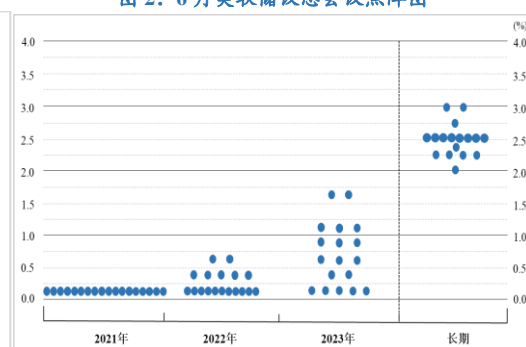
准备金利率设定为 0.15%，将隔夜逆回购利率设定为 0.05%，均较之前上调 5 个 bp，虽然此次调整属于利率走廊框架内的技术性调整，但 4 月以来联邦基金利率下滑以及 6 月以来隔夜逆回购用量激增，均可能加速缩减购债的步伐。三是根据此次会议点阵图显示（见图 2），全部成员均认为 2021 年不需要加息；有 7 位成员预计 2022 年会加息（较 3 月预测增加 3 位成员），占比接近 40%，其中两位成员预期至少加息 2 次（每次 25bp），表明美联储首次全面加息预期提前至 2022 年。

图 1：2021 年 6 月美联储议息会议经济预期



数据来源：美联储，联合资信整理

图 2：6 月美联储议息会议点阵图



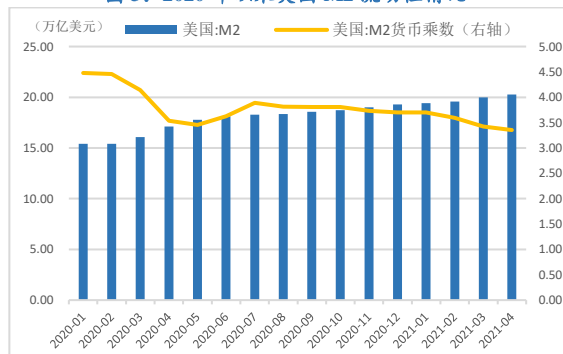
数据来源：美联储，联合资信整理

货币政策放量导致流动性泛滥的局面发生调整，美联储通过技术性调整隔夜逆回购利率起到稳定市面流动性的作用，目前“爆表”的通胀和“缓慢”的就业双重目标背离，预计 2021 年 9 月后美国就业市场才会明显改善，对美联储货币政策转向提供支持

美联储 6 月议息会议以及美联储官员密集发声均备受瞩目，主要是因为美国货币政策和资本市场之间的博弈已经进入历史性关键节点。一方面，货币政策放量导致流动性泛滥的局面发生调整。2020 年以来，美联储为抵御新冠疫情以及提振经济复苏，除了将联邦基金率两次下调 150bp 至 0%-0.25% 区间以外，还启用商业票据融资工具（CPFF）、一级交易商信贷机制（PDCF）以及货币市场共同基金流动性工具（MMLF），这三款货币工具为美联储自 2008 年金融危机以来首次启用，主要是增强市场流动性以及向企业和家庭提供更广泛的信贷供应。美国 M2 供应量由 15.41 万亿美元（2020 年 2 月）飙升至 20.26 万亿美元（2021 年 4 月），在短短的一年多时间里涨幅超过 75%（见图 3）。根据目前的货币乘数（3.35）计算，美国市面上的流动性高达 67.87 万亿美元，相当于 2020 年美国 GDP 总量的 324.12%，说明市场上的美元流动性已经严重泛滥。但是自 5 月份以来发生明显变化，5 月 26 日美联储大幅增加逆回购规模至 6,704.33 亿美元，创 2002 年有数据统计以来新高（见图 4），而在随后的 6 月美联储逆回购规模更是攀升至 7,437.60 亿美元，说明美国金融机构在大规模主动交还流动性给美联储，主要是因为当时美联储隔夜逆回购工具的利率是 0%，该利率相较于短期货币市场利率过低甚至出现过突破负数的情况，导致大批资金涌向美联

储隔夜逆回购以求稳妥。这也是美联储 6 月议息会议上技术性调整隔夜逆回购利率的原因，主要是起到稳定市面流动性的作用。

图 3：2020 年以来美国 M2 流动性情况



数据来源：美联储，联合资信整理

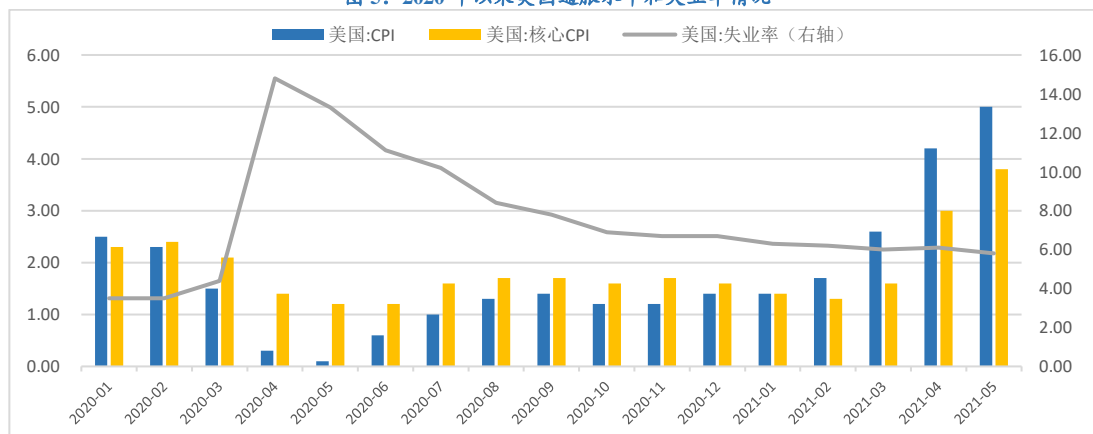
图 4：2020 年以来美联储逆回购规模情况



数据来源：Wind，联合资信整理

另一方面，“爆表”的通胀和“缓慢”的就业双重目标背离，使得美联储陷入两难困境。美联储货币政策调整的基础是以实现就业明显复苏为目标，这意味着需要提升对通胀的容忍程度，美联储也表示允许通胀在一段时间内适度高于 2%。但实际情况是，5 月美国 CPI 同比大幅攀升至 5%，增速创 2008 年 8 月以来新高；当月核心 CPI 同比增长 3.8%，增速创 1992 年以来新高（见图 5）；通胀持续高企让美联储无法继续“暂时性”的论调，鲍威尔不得不承认“近期确实出现了超出预期的物价飙升，并可能在未来几个月继续居高不下。”尤其是在美国疫情注射了超过 51% 以及防疫管控措施陆续开放的背景下，美国通胀压力会逐渐从商品领域向服务业领域转移。但本轮美国就业市场恢复缓慢，虽然 5 月美国失业率环比下降 0.3 个百分点至 5.8%，仍比 2020 年 2 月疫情暴发前高出 2.3 个百分点，而就业市场的恢复需要多个月的周期，意味着美国就业市场恢复到疫情之前还需要一定时间。而本轮就业市场恢复缓慢并不是经济需求不足，随着美国服务业的复苏用人需求日渐旺盛，本质原因在于财政过度刺激（直接派钱等）使得民众选择性失业，而今年以来美国已经有 30 多个州调整了失业补贴政策，预计 2021 年 9 月后美国就业市场会明显改善。

图 5：2020 年以来美国通胀水平和失业率情况



数据来源：Wind，联合资信整理



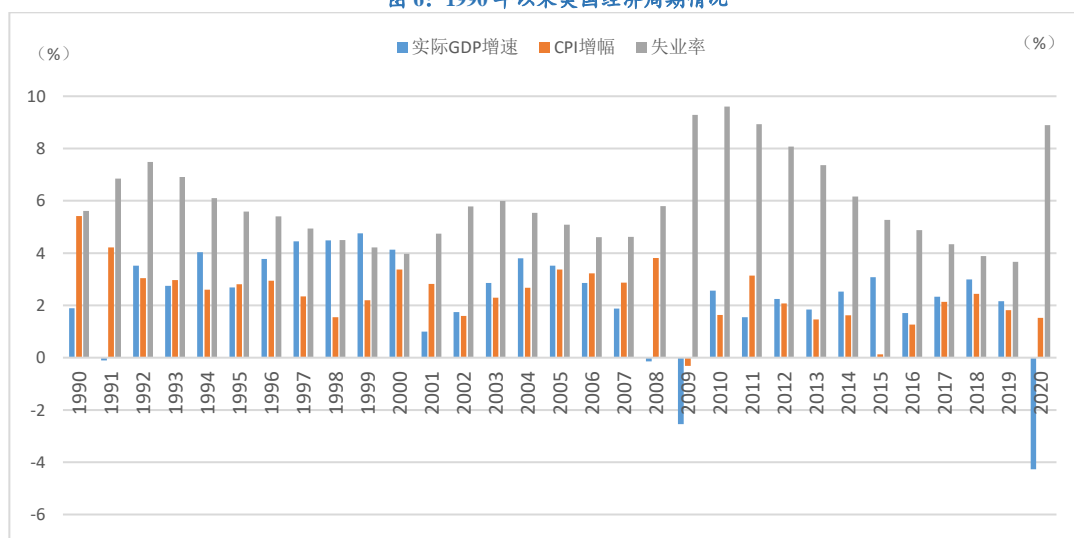
本阶段美联储货币政策宽松是在上一期宽信用泡沫尚未完全稀释下开启的，导致美国资本市场和地产泡沫激增，在美国疫情得到一定控制以及空前的经济刺激政策下，美国经济正走向过热和通胀并存阶段

从货币政策周期来看，自 2000 年以来美联储的利率调整经历了五个阶段。具体来看：第一阶段是 2000-2003 年美联储利率宽松下调。受互联网泡沫崩溃和“9.11”恐怖袭击影响，2001 年美国实际 GDP 增速直线下滑至 1.0% 的近十年低位，为避免经济走向衰退以及提振消费，美联储采取扩张的货币政策，并将联邦基金利率由 5.75% 经过 16 次下调至 1.00%，三年内降幅高达 475bp。低利率下宽松的货币政策环境使房地产投资取代互联网投资成为美国经济新的增长点，信贷膨胀问题也随之而来。此外，多余的流动性从实体企业流入到资本市场，导致大量资本泡沫和高杠杆，为此后的 2008 年金融危机埋下伏笔。第二阶段是 2003-2006 年利率急速提升。受前期宽松货币政策的影响，美国通货膨胀问题日益严峻，2005 年 CPI 增幅上升至 3.40%，远高于美联储 2.00% 的调控目标。此外，由于货币政策过度宽松导致房地产价格泡沫和信贷膨胀，本阶段房屋价格指数达到顶峰（2005 年 6 月达到 11.95 历史高位），相反房屋购买力指数大幅下挫。因此，美联储连续 17 次上调联邦基金利率至 5.25%，累计上浮 425bp。连续而密集的利率抬升成为刺破房地产和资本市场泡沫的重要导因，最终引发影响全球的金融危机。第三阶段是 2006-2015 年美国保持长期信用宽松。美联储为应对日渐严峻的次贷危机，开启新一轮降息救市举措，将联邦基金利率由 2006 年 6 月的 5.25% 连续 11 次下调至 2008 年 12 月的 0.25%，降幅达到 500bp，并长期维持在零利率水平。长期宽松的货币环境有效帮助美国走出金融危机，但却导致美国债务杠杆率节节攀升。第四阶段是 2015-2019 年利率回归正常化。经过将近 10 年的信用扩张，美联储于 2015 年重启利率正常化进程，将联邦基金利率由 0.25% 逐步上调至 2.50%（2018 年 12 月），累计上调 225 个 bp。此外，美联储在 2017 年 10 月启动缩减资产负债表计划，从 10 月起减少购买抵押贷款支持证券（MBS）以及美国国债。美联储货币政策的收紧将抬升美国中长期利率，有助于减轻金融机构盈利压力。第五阶段是 2020 年以来利率进入宽松下行区间。受新冠疫情突发影响，2020 年 3 月美联储将联邦基金利率下调至 0%-0.25% 区间，并坚持每月 1,200 亿美元的购债计划。本阶段货币政策宽松是在上一期宽信用泡沫尚未完全稀释的背景下，美联储又开启新一轮货币宽松周期，导致美国资本市场和地产泡沫激增。

从经济周期来看，美国经济一般以 8-10 年为一个经济周期，自 1990 年以来美国经历了 4 个经济周期：第一阶段是 1991-2001 年美国信息高速公路快速发展阶段。美国经济实现了 123 个月的持续增长，但随着互联网泡沫的破灭，2001 年美国实际 GDP 增速回落逾 3 个百分点。第二阶段是 2001-2009 年地产黄金十年。在低利率的宽松货币政策环境下，多余的流动性从实体经济流入到房地产市场，房地产投资取代互联网投资成为美国经济新

的增长点，导致大量信贷泡沫和家庭高杠杆。最终由次级贷款危机逐步衍生至金融危机，再由金融领域传导至实体领域，最终引发影响全球的经济危机。第三阶段是 2009-2019 年资本市场蓬勃发展阶段。金融危机后美联储采取低利率政策，催生资本市场繁荣发展，美国经济经历了长达 10 多年的平稳增长，但是自 2019 年以来受贸易摩擦以及全球经济下行压力增大等因素影响，美国经济存在一定增速趋缓压力。此外，本阶段美国积累了大量政府债务压力和资本市场泡沫，经济增长结构亟待调整。第四阶段是新冠疫情暴发以来美国经济陷入衰退又逐步复苏。美国经济增速在 2020 年一季度经大幅下滑至-4.8%，二季度按年率计算进一步下滑至-32.9%，创 1947 年有数据统计以来的最大降幅。随后在宽松货币政策和积极财政政策的配合下，2020 年美国实际 GDP 增速收窄至-4.3%。2021 年以来，在美国疫情得到一定控制以及空前的经济刺激政策下，美国经济正走向过热和通胀并存阶段，一季度美国 GDP 折年数已经回升至 0.4%，5 月美国 CPI 增幅攀升至 5.0%，5 月美国成品屋中值同比上涨 23.6%至 35 万美元的历史新高。此外，伴随着政府财政收支结构恶化和政府债务压力激增，2020 年美国财政赤字水平升高至 18.7%，政府债务水平攀升至 131.2%，均创历史新高。

图 6：1990 年以来美国经济周期情况



数据来源：Wind，联合资信整理

美联储货币政策转向会加剧虚拟经济泡沫破裂，美国经济面临一定硬着陆风险，因此美联储不会采取急速货币政策转向的方式，会循序渐进推进货币政策正常化，以防止出现经济硬着陆危机

美联储 6 月议息会议已经表明 2022 年会大概率加息，在通常情况下，美联储缩减购债节奏会早于加息 3 个季度左右，意味着美联储可能会在 2021 年四季度或 2022 年一季度开启缩减购债计划，美联储货币政策转向会加剧虚拟经济泡沫破裂。美联储宽松的货币政策

令借贷成本大幅降低，激发了民众的投资热情，导致美国股市也纷纷水涨船高。此外，根据全美地产经纪商协会数据显示，在其跟踪的 183 个美国城市中，2021 年一季度有 163 个房屋售价中位数已经出现两位数涨幅，占比超过 89%；而去年同期该比例仅为 25%。而根据 2008 年金融危机经验来看，美联储货币政策转向将直接冲击美国资本市场和房地产，美国经济面临一定硬着陆风险。

为避免经济硬着陆，美联储主席鲍威尔于北京时间 6 月 23 日出席国会听证会时表示，虽然美联储已经开始讨论何时以及如何削减每月购买 1,200 亿美元国债和抵押贷款支持债券。但对于加息态度表示鸽派，鲍威尔认为当前美国经济面临的通货膨胀压力较早前预计的更高，但导致通胀上升的因素是暂时性的，美联储不会“先发制人”加息。鲍威尔此举旨在向市场传达美国经济出现恶性通胀的概率“非常低”，美联储不会因为担心可能出现高通胀压力就迅速转向加息。鲍威尔表态提振市场信心，截止 6 月 23 日收盘，美国道琼斯工业指数上涨 0.2% 至 33,945.58 点，刷新历史记录；标普 500 指数上涨 0.51% 至 4,246.44 点，创 6 月 15 日以来新高；纳斯达克指数上涨 0.79% 至 14,253.27 点，史上首次收于 14,200 点上方。

整体看，综合美国经济基本面和货币政策周期，美联储已经处于货币政策调整边缘。但鉴于本轮通胀压力可能会在长期持续存在，而美联储有能力在必要时动用政策工具，引导通胀回落至目标水平，美联储不会采取急速货币政策转向的方式，会循序渐进推进货币政策正常化，以防止出现经济硬着陆危机。