

【申银万国期货】美国通胀或快速抬升 聚焦本周美联储利率会议

2021 年 3 月 16 日

分析师：林新杰
 从业资格号：F3032999
 投资咨询号：Z0014722

电话：021-50586279
 邮箱：linxj@sywgqh.com.cn

申银万国期货有限公司

地址：上海东方路 800 号
 宝安大厦 7、8、10 楼
 邮编：200122
 电话：021 5058 8811
 传真：021 5058 8822
 网址：www.sywgqh.com.cn



申银万国期货
宏观金融研究



申银万国期货研究

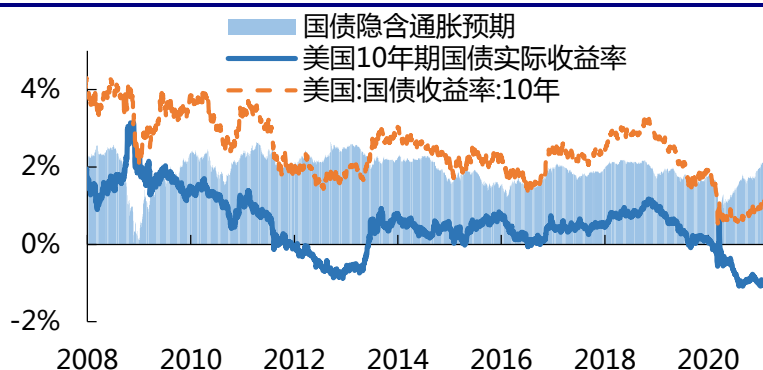
摘要：

- 2021 年 1 月起，受通胀预期的持续抬升推动，美债长端收益率快速上行。主要的驱动力主要来自于疫苗开始接种后美国控制住疫情的发展以及拜登当选后推进的新一轮财政刺激法案。
- 同上一轮宽松周期相比，当前无限量 QE+总量已达 5 万亿美元财政刺激的政策力度要显著强于前者。同时，与 2010 年时期相比，本轮经济复苏是建立在疫情的一次性冲击之上，在解决疫情对于经济的限制之后供需两端将快速复苏，对整体经济结构的损害远不及 2008 年时期的次贷危机，因此经济复苏的力度和速度要明显强于前者，预计今年美国全年的经济增速将在 6.5% 之上，按照摩根士丹利的估计，美国的真实 GDP 将在 2021 年第三季度就超过经济衰退前的水平。在可预见的未来，巨量财政刺激+美联储持续放水+经济复苏+失业率回落的结构之下，出现通货膨胀的快速上行为大概率事件。如果美联储没有提前进行加息或是缩表，预计今年美国核心通胀将会上探 2.5% 的水平。
- 与市场一致性预期所不同的是，美联储一直秉持“按兵不动”的态度。美联储的态度与其说不担心通货膨胀上行，不如说是“放任通胀上行”的姿态，回顾美联储在 2020 年 8 月的讲话，新的货币政策框架调整就已表明姿态。美联储已经有了更加宽松的货币政策框架，因此可以容忍更高水平的通货膨胀，对于美国而言维持宽松姿态可以：1、降低美国财政支出成本，2、稳定美股表现，3、通过高通胀稀释当前美国高水平的债务。因此除非短期出现异常高水平的通胀，那么美联储对于通货膨胀的反应将不会很明显。
- 本周将有美联储 3 月份的利率会议，鉴于上次最后一次的鲍威尔讲话基本没有透露新的信息，本次会议将备受市场瞩目。预计本次的利率会议美联储的态度不会发生太大的改变，一方面经济的快速复苏才刚刚开始，另一方面目前美联储对于通胀的容忍程度较高，因此将维持利率和购债计划不变，点阵图也不会出现太大变化，但是有可能采取一些市场干预政策如扭曲操作。此外，对于经济预期描述的变化和有无讨论 QE 政策退出方式也会对市场产生较大影响。

一、市场通胀预期持续抬升

2021 年 1 月起，受通胀预期的持续抬升和实际利率的反弹，美债长端收益率出现快速上行。主要驱动源于：1、疫苗开始大规模接种后美国已经控制住疫情的发展，2、拜登当选后推进新一轮财政刺激。

图 1：美国国债收益率及隐含通胀



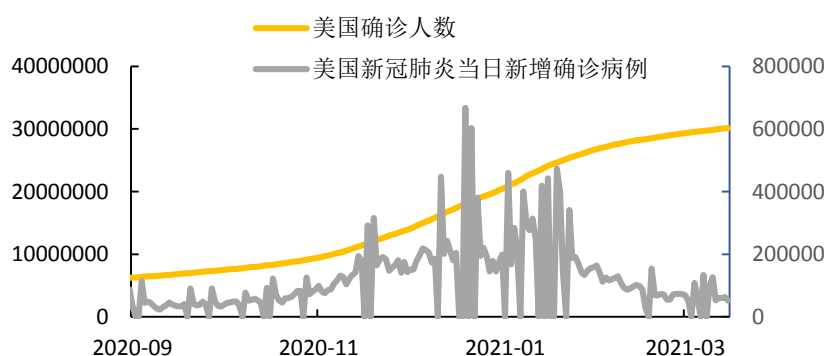
资料来源：Wind，申万期货研究所

美国疫情

随着疫苗的大规模接种，英美确诊病例快速回落，欧洲各国缓慢下降。疫苗接种方面，截至 3 月 12 日，美国每百人接种新冠疫苗 30.24 针，英国每百人 37.15 针，德国 10.58 针，法国 10.41 针。

按照新冠的群体免疫目标比例 70% 为例，美国目前接种速度大约为每天 200 万针疫苗，美国最晚可以在 7 月实现群体免疫。如果接种速度进一步提升至每天 300 万针，那么美国可以在 5 月份实现群体免疫。拜登 3 月初表示美国在 5 月底前将有足够疫苗为所有成年美国人接种。

图 2：美国疫情确诊人数及单日新增



资料来源：Wind，申万期货研究所

财政刺激

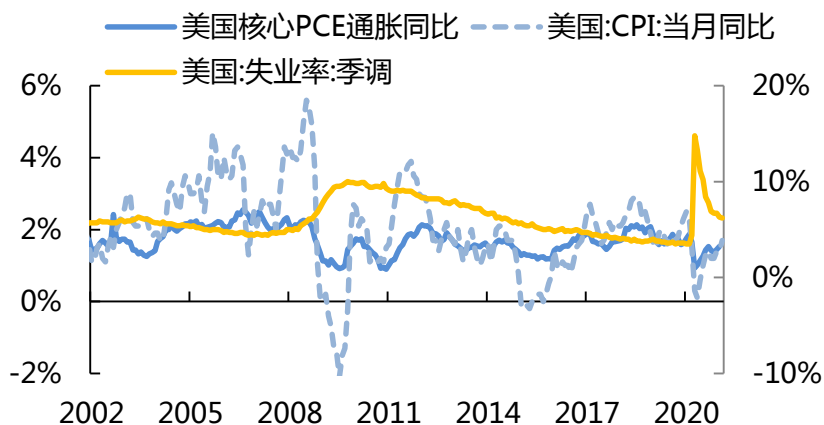
拜登提出的 1.9 万亿美元财政刺激计划获得参众两院通过，内容包括向大多数美国公民发放 1400 美元的额外现金补贴，延长每周 300 美元的失业补助金，并使数百万人在 9 月 6 日之前有资格领取失业保险，对个人第一笔 10200 美元的失业救济金免税。加上去年疫情后 3 月第一轮总量约 2.2 万亿美元的救济法案和去年 12 月通过的 9000 亿美元的救济法案，目前的疫情救济财政刺激总规模已超 5 万亿美元。未来，拜登还将推行规模超 2 万亿美元的美国基建计划。

二、通胀或在今年持续抬升

面对疫情得到控制后美国经济的稳步复苏，全球主要国家释放巨量的流动性，市场对于通货膨胀抬升的预期较为一致。尽管目前美国 CPI 指标未出现明显上行，但根据 10 年期美债实际收益率和 10 年期美债名义收益率测算而得的国债隐含通胀已经到达 2.28%。

与市场一致性预期所不同的是，美联储一直秉持“按兵不动”的态度，在美联储主席鲍威尔最近一次的讲话中称“未来一段时间会有一些通胀压力，但这些压力可能不足以刺激美联储加息”，随后美联储就进入了美联储利率会议前的沉默期。3 月 8 日美国财政部长耶伦也出面表态 1.9 万亿美元新纾困法案将提供足够的资源推动经济非常强劲复苏，同时不太可能引发通胀问题，即使通胀真的出现，美国政府也有工具应对。

图 3：美国通胀数据及失业率

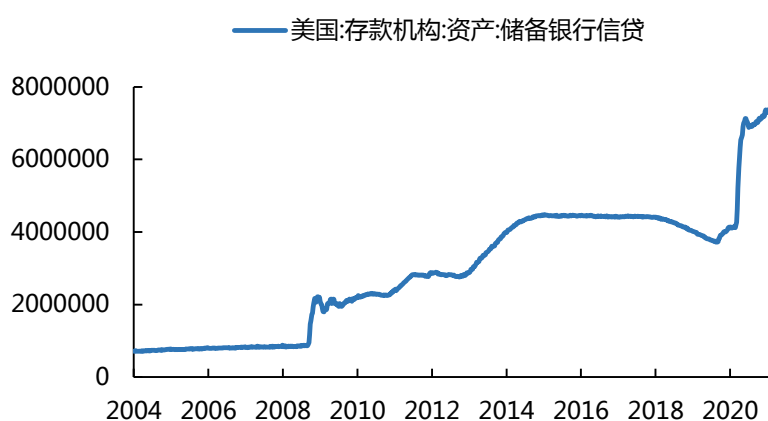


资料来源：Wind，申万期货研究所

回顾 2008-2015 年时期美联储的宽松史，特别是 2010 年时期经济复苏初期通胀的冲高回落以及 2011-2012 通胀快速上升的

阶段我们可以发现，2010 年时期的失业率并未出现明显下降，经历了初期的经济复苏后，到 2010 年美国数据令人失望，通胀数据开始回落。在这之后美国进行了新一轮的 QE2，可以看到 2010 年三季度至 2011 年 6 月美联储的资产负债表重新扩张，在此期间失业率持续回落，零售销售重新得到提振，此时通货膨胀也开始出现快速上行，CPI 在 2011 年最高触及 3.9%，核心通胀在 2011 年底到达美联储的政策目标 2% 之上。

图 4：美国资产负债表规模



资料来源：Wind，申万期货研究所

图 5：美国零售销售数据



资料来源：Wind，申万期货研究所

同上一轮宽松周期相比，当前无限量 QE+总量已达 5 万亿美元财政刺激的政策力度要显著强于前者。同时，与 2010 年时期相比，本轮经济复苏是建立在疫情的一次性冲击之上，在解决疫情对于经济的限制之后供需两端将快速复苏，对整体经济结构的损害远不及 2008 年时期的次贷危机，因此经济复苏的力度和速度要明显强于前者，预计今年美国全年的经济增速将在 6.5% 之上。

按照摩根士丹利的估计，美国的真实 GDP 将在 2021 年第三季度就超过经济衰退前的水平，快于此前历次金融/经济危机。在可预见的未来，巨量财政刺激+美联储持续放水+经济复苏+失业率回落的结构之下，美国出现通货膨胀的快速上行为大概率事件。如果美联储没有提前进行加息或是缩表，预计今年美国核心通胀将会上探 2.5% 的水平。

三、美联储 3 月利率会议关注点

目前市场观点和美联储表态形成明显的分歧，美联储的态度与其说不担心通货膨胀上行，不如说是“放任通胀上行”的姿态，回顾美联储在 2020 年 8 月的讲话，新的货币政策框架调整就已表明姿态：

1、不对称的就业容忍度：即当就业情况位于充分就业水平之下时，将加大政策力度弥补政策缺口，积极创造就业岗位；当就业情况位于充分就业水平之上时，也无需担忧美联储立刻收紧货币政策。

2、平均通胀目标为 2%：此前美联储的政策目标为实际通胀水平围绕 2% 对称波动。本次调整后，目标改为在特定时间内将通胀均值维持在 2% 水平。在 2012 年以来美国 CPI 长期低于 2%，未来美联储可能可以容忍通胀较长时间维持在超过 2% 的水平。

回到当前的市场环境，美联储已经有了更加宽松的货币政策框架，因此可以容忍更高水平的通货膨胀，对于美国而言维持宽松姿态可以：1、降低美国财政支出成本，2、稳定美股表现，3、通过高通胀稀释当前美国高水平的债务。因此除非短期出现异常高水平的通胀，那么美联储对于通货膨胀的反应将不会很明显。

本周将有美联储 3 月份的利率会议，鉴于上次最后一次的鲍威尔讲话基本没有透露新的信息，本次会议将备受市场瞩目：

1、首先市场当前担忧目前经济的快速复苏和未来的通胀压力将会迫使美联储提前加息的时间点。此前点阵图显示大部分美联储官员预计至少 2023 年前都不会升息，关注此次会议后的点阵图预期是否出现变化。

2、面对美债收益率的快速上行，美联储可能出手遏制收益率升势，如进行收益率控制或是扭曲操作。

3、在会议后的美联储主席讲话中，重点关注其对于经济前景的描述和对于当前市场的看法。

预计本次的利率会议美联储的态度不会发生太大的改变，一方面经济的快速复苏才刚刚开始，另一方面目前美联储对于通胀的容忍程度较高，因此将维持利率和购债计划不变，点阵图也不会出现太大变化，但是有可能采取一些市场干预政策如扭曲操作。此外，对于经济预期描述的变化和有无讨论 QE 政策退出方式也会对市场产生较大影响。

免责声明

本报告的信息均资料来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述品种的买卖出价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司无关。

本报告所涵括的信息仅供交流研讨，投资者应合理合法使用本报告所提供的信息、建议，不得用于未经允许的其他任何用途。如因投资者将本报告所提供的信息、建议用于非法目的，所产生的一切经济、法律责任均与本公司无关。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利，未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为申银万国期货，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。