

宏观报告**2021年7月30日 星期五****浅析美联储退出 QE 路径展望****执笔: 陈夏昕****电话: 0591-87892521****投询资格: Z0011393**

1. 事件背景

7月29日美联储宣布将联邦基金利率目标区间维持在0%-0.25%不变,并维持每月至少1200亿美元的购债规模,均符合市场预期。这次决议表明,经济已朝缩减QE方向进展,但关于缩债及加息的具体时间仍未做任何决定。何时退出QE?如何退出QE?成为多方关注的焦点。

2. 货币政策框架新在哪?

美联储货币政策的调整主要基于两个指标,即失业率与核心通货膨胀率,它们足以支撑美联储调整货币政策的中长期方向。2020年8月27日,美联储发布了一份更新声明,其核心内容在于对长期货币政策目标和框架进行了革新,修正传统通胀目标制,提出平均通胀目标制,更加强调充分就业,这也是其新框架的最大新意。

货币政策框架的调整意味着在没有实现上述目标前,美联储并不急于缩减QE以及进行加息,目前所处的零利率环境将会持续较长的一段时间。从这点看,新框架给了美国充分的喘息时间。

2.1 就业市场

美联储货币政策原框架以失业率与通胀率负相关为基础,当失业率接近周期低位时,美联储因担心通胀率上行而提前收紧货币政策。与此相反,新框架认为,疲弱的劳动力市场并不一定引发高通胀,无需对失业率下降做出超前反应,因而控制物价的优先级相对弱化。这种变化既是对通胀压力逐渐放松的积极反应,也是美联储更加重视就业市场的体现。

在美联储货币政策新框架下,货币政策评估将以实际就业相对于充分就业的“偏差”改为了“缺口”,仅一词之差凸显政策重点的转换,且在2020年采取“平均通胀目标制”后,“充分就业”便成为了首要任务。新框架强化了美联储支持充分就业的责任,未来的政策将更加警惕就业不足。

图表 1：2008-2021 年美国失业率走势图（季调）



数据来源：wind

2021 年 7 月 29 日鲍威尔表示影响就业的因素逐渐减弱，促使创造就业机会的势头强劲，就业市场复苏前景可期。今年 5 月美国失业率降至 5.8%，这已经是连续 13 个月下降，且逐步靠近 4% 的自然失业率。第五次会议纪要表示美国经济已经在充分就业的目标中取得进展，就业指标继续走强。因此，鲍威尔强调出于对就业市场的谨慎态度，还未到考虑加息的时候。从中可以看出，失业率是美联储货币政策立场是否发生变化的最根本决定因素。

2.2 通胀水平

通货膨胀率一直以来都是美联储在制定长期决策中的重要变量。作为另一政策目标——物价稳定的重要经济数据，通胀水平（核心 CPI）对美联储政策的影响也是不容小觑。

2021 年 7 月 29 日美联储在议息会议纪要中表明目前通货膨胀率已经上升，主要反映了暂时性因素，且允许通胀率在一段时期内适度超过 2%，以使长期通胀均值达到 2%。鲍威尔在随后表示：美国经济持续改善但并未完全复苏，离取得实质性进展还有一段距离。他预计未来几个月通胀率将超过 2% 然后缓和，长期预期通胀仍在目标之内，如果通胀率持续且大幅超出目标，美联储将调整政策，这意味着尚未到考虑加息的时候。

图表 2：2008-2021 年美国核心 CPI 走势图（当月环比）



数据来源：wind

3.以史为鉴：美联储货币政策变化

3.1 美联储货币政策变化

1982 年来，美国共经历 6 轮加息周期与 7 轮降息周期，且目前正处于第 7 轮降息周期的末尾阶段。从 2008 年金融危机起分析，当年美国联邦基金利率进入到历史最低水平，降至零利率，在 0%-0.25% 的低位持续了近 7 年，并在随后的三年强势进入加息周期。但受制于内外因素的变化，2019 年美国再次进入降息周期。这期间的变化能够充分呈现出美联储在货币政策上的反复与纠结。

图表 3：美国加息、降息周期总结

美国加息、降息周期总结						
	加息或降息	持续时间	调整次数	最大值	最小值	波动幅度 (BP)
第一轮：1982.10.01-1982.12.14	降息	两个月	4	10.25%	8.50%	175
第一轮：1983.03.31-1984.08.09	加息	一年半	12	11.50%	8.50%	300
第二轮：1984.09.20-1984.12.24	降息	三个月	9	11.50%	8.13%	337.5
第二轮：1987.01.05-1989.05.17	加息	两年四个月	0	9.81%	5.88%	393.5
第三轮：1989.06.06-1992.09.04	降息	三年三个月	24	9.81%	3%	681
第三轮：1994.02.04-1995.02.01	加息	一年	7	6%	3%	300
第四轮：1995.07.06-1998.11.17	降息	三年四个月	7	6%	4.75%	125
第四轮：1999.06.30-2000.05.16	加息	不满一年	5	6.50%	4.75%	175
第五轮：2001.01.03-2003.06.25	降息	两年五个月	13	6.50%	1%	550
第五轮：2004.06.30-2006.06.29	加息	两年	17	5.25%	1%	425
第六轮：2007.09.18-2008.12.16	降息	一年三个月	10	5.25%	0.25%	500
第六轮：2015.12.17-2018.12.16	加息	三年	9	2.50%	0.25%	225
第七轮：2019.08.01-至今	降息	至今两年	4	0.25%	0%	25

数据来源：美联储

2020年3月15日，为应对疫情危机，美联储宣布将联邦基金利率目标区间下调100BP至0-0.25%的零利率区间，为史上最大幅度单次降息，同时还将银行贴现窗口的紧急贷款利率下调125基点，并将贷款期限延长至90天、取消准备金率要求、推出美元流动性互换工具等非常规政策。这是历史上美联储首次取消准备金率要求且单次降息幅度高达100BP，更是时隔12年以来第二次重回零利率区间。

2021年7月29日鲍威尔在关于加息立场时表示，理想情况下加息不会早于缩债，正在考虑购买资产的变动，预计在取得结果之前仍采取宽松政策。

3.2 美联储政策调整特点

(1) 可预期性强

美联储的政策具有较强的可预期性，基本可从以下三个维度进行预测：

图表4：美国加息、降息周期总结

美联储政策的可预期性的三个维度
1. 经济增长与通货膨胀率（核心CPI）所处的水平
2. 美国联邦基金利率30天期货可以通过两种路径每天对未来的利率水平进行预测
3. 中性利率可以作为美国联邦基金利率长期水平和加息频次的预测基准

资料来源：福能期货研究院

(2) 加息和降息的周期变化有逻辑

从历史来看，美联储的货币政策变化具有一定逻辑。以第六轮加息周期为例，美联储在2008年底将联邦基金目标利率降至零利率区间后，于2013年底正式宣布开始消减QE，并于2014年10月中彻底结束。此后，随着多次向市场释放加息信号，美联储在2015年12月底首次加息，并于2017年9月公布缩减资产负债表方案。

图表 5：美国加息、降息周期变化路径

加息、降息周期变化路径	
周期	路径
加息	缩减量化宽松幅度—加息—锁表
降息	降息—扩表

资料来源：福能期货研究院

3. 美联储货币政策路径展望：最快于 2022 年底退出 QE

受 2020 年全球疫情的影响，美联储不仅将联邦基金目标利率多年后重新降至零利率区间、准备金率取消，还实施了无限量 QE 等非常规货币政策，导致美联储总资产从四万多亿美元翻倍增至近八万亿美元。因此，美国何时退出 QE，重启货币政策正常化进程，成为多方关注的焦点。

今年 7 月 29 日的议息会议表示经济已朝缩减 QE 的目标取得进展，并将临时设立的外国回购工具永久化，致力于使用所有工具来支持美国经济。但受疫情影响的行业还没有完全复苏，缩减 QE 的前景仍存在风险。

从 2020 年所推的十余种货币政策工具正陆续退出便证明美联储已经处于缩减 QE 的计划中，在缩减 QE 之后将会进入加息周期中。目前美国处于第七轮降息周期的末尾阶段，即将进入第七轮加息周期基本确定，市场对此有明确预期，只是时间早晚的问题。

参考 2013-2014 年退出 QE 路径，对美联储货币政策调整时间表分析与预测观点如图：

图表 6：美联储宽松政策（QE）退出路径预测

美联储宽松政策（QE）退出路径预测	
阶段	路径
第一阶段	2021 年 6-9 月将会释放缩减购置规模的信号
第二阶段	2021 年 9-12 月逐步开启缩减购债规模的政策调整，每月缩减 100-150 亿
第三阶段	2022 年 6-9 月正式结束第五轮 QE
第四阶段	2022 年 12 月或者 2023 年初开始加息，2023-2024 年会加速加息速度

资料来源：福能期货研究院

在 2021 年 7 月 29 日 FOMC 声明中，美联储将维持基准利率于 0%-0.25% 不变，维持超额准备金率在 0.15% 不变。鲍威尔在稍后声明称，加息不会早于缩债，现在还没到考虑加息的时候。以此判断，现在可能只是处于美联储逐步缩减 QE 的阶段，虽然方向上是明确的，但第一轮加息阶段的开启至少要等到 2022 年底或 2023 年初。

免责声明

本报告版权属于福能期货股份有限公司所有，仅作参考之用。不管在何种情况下，本报告都不能当作购买或出售报告中所提及的商品依据。报告是针对商业客户和职业投资者准备的，所以不得转给其他人员。尽管我们相信报告中数据和资料的来源是可靠的，但我们不保证它们绝对正确。我们也不承担因根据本报告操作而导致的损失。未经允许，不得以任何方式转载。

福能期货经营机构办公地址信息

公司地址：福建省福州市鼓楼区五四路75号海西商务大厦31层
邮编：350003 电话：0591-87871692 传真：0591-88265617
网址：www.fnqh.com.cn

厦门分公司

地址：厦门市东渡路61号振华大厦B座二楼
邮编：361012 电话：0592-5678309
传真：0592-5678778

湖北分公司

地址：武汉市洪山区徐东大街67号广泽大厦9层D户
邮编：430070 电话：027-88773007
传真：027-88773003

青岛营业部

地址：青岛市市南区香港中路36号招银大厦1901室。
邮编：266001 电话：0532-82023818
传真：0532-82023820

龙岩营业部

地址：龙岩市新罗区华莲路金融中心A1A2栋1203-1205
邮编：364000 电话：0597-2251100
传真：0597-2257711

晋江营业部

地址：晋江市崇德路金融广场3号楼1401-1402室
邮编：362200 电话：0595-85612808
传真：0595-85610966

漳州营业部

地址：漳州龙文区万达写字楼b座603-604
邮编：363000 电话：0596-2038010
传真：0596-2020009

宁德营业部

地址：宁德市蕉城南路94号泓源·国际-1-607
邮编：352000 电话：0593-2999108
传真：0593-2999106

莆田营业部

地址：莆田市城厢区联创国际广场B区B4#201号
邮编：351100 电话：0594-2209090
传真：0594-2606058

泉州营业部

地址：泉州市丰泽区田安路北段阳光大厦A幢7楼
邮编：362000 电话：0595-36616716
传真：0595-22116955

永安营业部

地址：永安市含笑大道1196号阳光丽景1号楼1503-1507室
邮编：366000 电话：0598-3859578
传真：0598-3859978

南昌营业部

地址：南昌市南滨国际金融大厦2003-2005室
邮编：330000 电话：0791-86213373
传真：0791-86210701

成都营业部

地址：成都市武侯区科华北路65号世外桃源广场B座1917
邮编：610042 电话：028-87590801
传真：028-87590805

上海营业部

地址：上海市浦东新区东方路969号8楼805
邮编：200122 电话：021-68827096
传真：021-68827678

广州营业部

地址：广州市天河区天河北路大都会广场911
邮编：510620 电话：020-38550010
传真：020-38550010

深圳营业部

地址：深圳市福田区彩田路福建大厦B座1701、1706
邮编：518000 电话：0755-82529159
传真：0755-82993386

南京营业部

地址：南京市玄武区中山路268号汇杰广场1508室
邮编：210000 电话：025-83209186
传真：025-83209187