



美聯儲正式邁入縮減三部曲

新冠疫情和地緣政治可能是今年全球宏觀市場兩個最大的不確定因素。美聯儲的資產購買縮減進度亦相當重要，且具更高預測性，故關注美聯儲和市場共識之間的差異比往年更有意義。正如我們五月初《美聯儲的政策退出路徑》報告中所說，市場對美聯儲縮減的進程過於鷹派。在過去三個月，紐約聯儲對一級交易商的調查中可以看到，市場共識變得更加鴿派，但仍然認為將於 2022 年一季度開始縮減買債。期貨市場隱含政策利率則顯示資本市場對於加息的預期比美聯儲的內部預測早將近一年。

美聯儲縮減買債的時間表大致可分為三個階段：討論縮減、縮減、縮減結束到首次加息。以上一輪縮表時間進度作為參考，這三個階段從 2013 年 5 月到 2015 年 12 月分別用了 7 個月、10 個月和 14 個月。根據 7 月 28 日聯儲局公開市場委員會(FOMC)會議，該局已開始對縮減進程作“第一次深入研究”，但仍需要“更多的會議”來評估新冠疫情後的復甦表現。如果本輪從“討論縮減”到正式加息的時間表與上一輪相似，那麼第一次加息大致會在 2023 年底左右，比期貨市場所顯示的時間晚將近一年。

很難否定本輪縮減買債的第一階段“討論縮減”是否也需要花大概 7 個月的時間，因目前美聯儲已明確表示，對於縮減買債“要預先給予市場足夠提示”。這與 2013 年的情況形成鮮明對比。當時美聯儲在 12 月 18 日宣佈縮減程序，並於兩周後立即實施縮減。也很難說本次第二階段縮減買債進度會與之前完全不同，因為目前每月資產購買數量與 GDP 的比率與 2013 年大致類似。縮減的第三階段，從縮減買債結束到首次加息之間的 14 個月，可能是最難遵循的。一方面，核心個人消費支出(PCE)價格指數在需求和供給端共同作用下幾乎肯定會超過 2013 年至 2015 年的平均值 1.44%。另一方面，從 2020 年 8 月，美聯儲採取平均通脹目標框架，並將更加關注歷史數據來評估核心 PCE 價格指數是否達到對稱和平均 2% 的目標。

張謙
高級經濟研究員
Tel:28266193
davidqzhang@bochk.com



歡迎關注「中銀香港研究」公眾號，經濟金融深度分析盡在掌握

聲明：
本文觀點僅代表作者個人判斷，不反映所在機構意見，不構成任何投資建議。

FOMC 理事布萊納德 (Brainard) 於 3 月 23 日演說的注釋中曾指出平均通脹目標的視窗期可以從美聯儲政策利率降至接近零的時候開始。而從 2020 年 4 月至今，核心 PCE 的平均值僅為 1.6%。因此，除非核心 PCE 價格指數從現在到 2022 年底的平均值能達到 2.3% 或到 2023 年底平均能達到 2.2%，美聯儲不太可能在這個邏輯框架下很快便提高利率。2021 年 6 月美聯儲 FOMC 會議上，參與者預測 2022 和 2023 年第四季度的核心 PCE 價格指數同比增速的預測中位數都是 2.1%，而對 2021 年四季度的預測則為 3.1%。因此，核心 PCE 價格指數於 2022 年底達到 2.3% 的可能性不大，惟到 2023 年底則很有可能達到 2.2%。

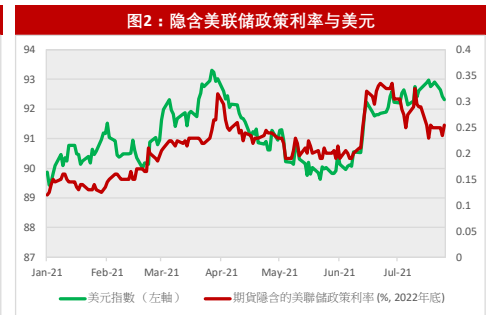
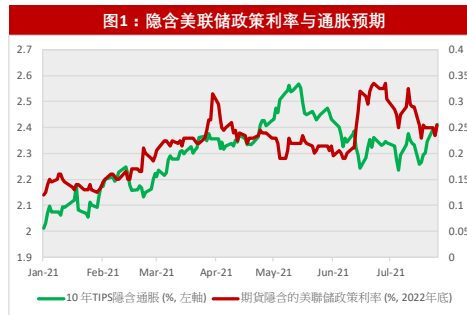
鑑於美聯儲需要通脹上升的歷史數據來彌補早些時候較低的通脹水平，有兩個跟 PCE 價格指數相關的數據特別值得關注。一是比 PCE 價格指數早兩周發佈的 CPI 月度數據，一旦其基數效應、供給限制和勞動力扭曲的情況在今年三季度過後逐漸消失，可能會對市場帶來更大影響。二是房價也是預測明年通脹的一個前瞻性指標，因為房價上升往往會傳導到住房費用上漲，而住房費用是核心 PCE 價格指數的最大組成部分，佔大概三分之一。歷史經驗表明，房價指數領先 PCE 住房費用部份大約一年。

未來美國通脹的一個焦點問題是城市工人向郊區遷移的速度。如果在家工作安排成為常態，那麼郊區租金以及建築和其他服務業都會增加，這將在未來幾年持續推高美國通脹。然而，如果在家工作只成為少數白領行業的常態，那麼由城市居民數量反彈所引起的通脹可能確實是暫時的，這也正是 FOMC 三巨頭（鮑威爾、威廉姆斯、克拉裡達）目前所聲稱的。

美聯儲肩負著充分就業和物價穩定雙重使命，但在通脹情況明瞭之前，美聯儲可能會更加關注就業市場的情況。這種說法在市場上是顯而易見的，因為 6 月 16 日 FOMC 會議後，基於期貨顯示的隱含政策利率有所上升，而通脹預期反而下降（圖表 1）。失業情況將在 9 月過後逐漸明朗。屆時新學年開學讓目前需要照顧孩子的父母可以再次投入勞動市場，且各州政府的緊急失業救濟也將到期。關鍵指標不僅是 U-3 失業率，還包括勞動參與率和 U-6 失業率，其中包括兼職人員（因經濟原因擔任兼職工作）和因失業而停止尋找工作的人。許多在疫情期間離開勞動力市場的失業者可能會在今年較後時候重新尋找工作，並返回就業市場。可能將會提高勞動參與率，並同時暫時性地提高失業率。

簡而言之，縮減買債可能會晚於市場預期的 2022 年一季度，而首次加息亦可能遠晚於 2022 年底。市場共識不斷向美聯儲靠攏可能會對今年美元的走勢構成壓力（圖表 2），美國的長期收益率

和股票市場可能不會太低迷。在全球疫情和地緣政治充滿不確定性下，一個比預期更為鴿派的美聯儲有利於長期維持穩定的經濟和通脹表現。



资料来源：彭博，中银香港金融研究院

近期報告

- | | | | |
|-----|-------------------------------------|-----|-------|
| 1. | 構建內地、香港、澳門單一自貿區被列入“十四五”發展規劃 | 李彧 | 07.20 |
| 2. | 上海浦東引領區 27 條建設方案出台加碼助力人民幣國際化 | 梁紹仁 | 07.20 |
| 3. | 全國碳排放權交易市場將於7月上綫，為中國邁向“碳中和”里程碑 | 鄂志寰 | 07.15 |
| 4. | 中國與印尼有望啟動 LCS 本幣結算機制助力東盟人民幣國際化形成新突破 | 王淳 | 07.05 |
| 5. | 香港和墨西哥投資協定正式生效 | 李彧 | 06.16 |
| 6. | 從供應與需求側看美國通脹前景 | 張文晶 | 06.01 |
| 7. | 香港四月對外商品貿易保持強勁 | 陳蔣輝 | 05.28 |
| 8. | 馬來西亞第一季 GDP 按年微跌 0.5% 經濟重拾增長動力 | 李睿正 | 05.14 |
| 9. | 印尼第一季度 GDP 同比下跌 0.74%，下滑幅度收窄 | 李彧 | 05.11 |
| 10. | “跨境理財通”揭開面紗，實施細則公開徵求意見 | 席帥 | 05.07 |
| 11. | 泰國央行維持政策利率不變 再度下調經濟增長預測 | 李睿正 | 05.07 |
| 12. | 第一季度香港經濟止跌回升 | 陳蔣輝 | 05.05 |
| 13. | 美聯儲維持寬鬆立場，暫未討論縮減資產購買 | 張謙 | 04.29 |
| 14. | 美聯儲大幅提高增長預期並維持寬鬆貨幣政策 | 韓鑫豪 | 03.18 |
| 15. | 香港就業市場繼續惡化，惟離拐點不遠 | 陳蔣輝 | 03.17 |
| 16. | 社會責任債券成為 ESG 金融的新增長亮點 | 張文晶 | 02.25 |
| 17. | 三地簽署諒解備忘錄，“跨境理財通”啓動可期 | 席帥 | 02.08 |
| 18. | 年初以來東南亞貨幣匯率表現受壓 | 李睿正 | 02.08 |
| 19. | 香港經濟連續兩年收縮，今年可望轉正 | 張文晶 | 02.02 |
| 20. | 美聯儲維持寬鬆貨幣政策以應對經濟復蘇放緩 | 韓鑫豪 | 01.28 |