

研究 信息

2015年第38期

2015.03.20

城市金融研究所所长：

周月秋

国际宏观研究团队：

樊志刚 马素红 程实 宋玮 王婕

罗宁 郭可为 吕振艳

执笔：王婕

jie.wangcsjr@icbc.com.cn

美联储放弃“耐心”措辞， 但加息预期反而缓和

要点

- 美联储公开市场委员会 (FOMC) 2015 年度第二次议息会放弃了对开始正常化货币政策立场保持“耐心”的措辞，大幅下修了未来三年经济增长、失业率、通胀和利率水平预测，并开始更多考虑外围环境的影响。
- 尽管 FOMC 去掉了“耐心”措辞以增加政策灵活性，我们不认为 6 月首次加息的可能性大幅提升，相反，当前的内外部环境及 FOMC 委员的预测更倾向于支持放缓加息节奏。
- 展望下一阶段，国际金融市场将总体呈现 5 月以前保持乐观，而后随着 6 月 FOMC 会议临近，市场波动将加大。跨境资金流动将更为频繁，新兴经济体资本市场仍面临较大下行压力。

重要声明：本报告中的原始数据来源于官方统计机构和市场研究机构已公开的资料，但不保证所载信息的准确性和完整性。本报告不代表研究人员所在机构的观点和意见，不构成对阅读者的任何投资建议。本报告（含标识和宣传语）的版权为中国工商银行城市金融研究所所有，仅供内部参阅，未经作者书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、上网、引用或向其他人分发。

美联储放弃“耐心”措辞，但加息预期反而缓和

美国东部时间3月17-18日，美联储公开市场委员会(FOMC)召开了2015年度第二次议息会。如市场普遍预期，本次会议在利率前瞻指引上做了重要调整，放弃了对开始正常化货币政策立场保持“耐心”的措辞，同时在每季一次的经济预测中下调了经济增速和通胀预估。这两个方向相反的改变抚平了市场的担忧情绪，声明发布后，因本次FOMC会议召开而被抑制多日的金融市场做出了强烈反应，体现市场恐慌情绪的VIX指数从16.26直线下降，最低至13.43，标普500指数和国际现货黄金价格强力反弹，WTI原油期货价格一度上涨超过6%，美国10年期国债收益率跌破2%的整数关口，美元指数下跌超过2%。整体来看，美联储虽然明确增加了首次加息的时间选项，但对未来经济和通胀走势的判断不支持其过早过快加息。

一、本次 FOMC 会议决议的关注要点

其一，利率前瞻指引中去除了“对开始正常化货币政策立场保持耐心”的措辞，而转为“4月FOMC会议上仍不大可能提高联邦基金利率的目标范围”。美联储为了提升开始加息的政策灵活性而去除了上述时间限制，耶伦曾表示“耐心”意味着可能不会在未来两次议息会上开始加息。现在看来，6月开始加息已进入FOMC的可选项，这与会议前多位美联储官员公开演讲时的态度保持一致。但决议同时指出，前瞻指引的改变并不意味着委员会已经确定了首次加息的时点，仍需要“劳动力市场的进一步改进”和“对通胀能在中期回到2%目标水平的信心”。

其二，FOMC成员大幅下修了未来经济增长、失业率和通胀预测。如表1所示，自耶伦2014年就任美联储主席以来，FOMC一直在下修经济增长预测，本次会议的未来三年预测下修尤为明显。从预测中心趋势来看，一是实际GDP未来三年增速预测最大下调0.3个百分点；二是失业率的未来三年预测下调0.1-0.2



个百分点，而长期目标区间更是从5.2%-5.5%降至5.0%-5.2%；三是2015年通胀预期大幅降低，PCE通胀率和核心PCE通胀率分别从12月的1.0%-1.6%和1.5%-1.8%降至0.6%-0.8%和1.3%-1.4%，而且达到2%目标水平的最早时间从2016年延后至2017年。以上变化反映了FOMC的如下判断：首先，未来三年经济增长可能弱于此前预期，但仍将保持加速增长态势（2013年和2014年实际GDP同比增速分别为2.2%和2.4%）。其次，就业改善好于预期，长期目标失业率的大幅下修凸显FOMC对未来美国就业市场的乐观，并传达出失业率要下降更多，美国经济才能达到充分就业状态；同时，FOMC预计今年美国的失业率即可降至长期目标区间，而2016年和2017年则存在降至长期目标区间以下的可能，暗示2016年开始通胀压力将有所抬升。第三，2015年通胀显著下行主要是受能源价格低迷，美元强势抑制进口价格等暂时性因素影响，此类影响在2016年以后将逐步消退，因此中长期通胀预期仍保持稳定。

表1 FOMC委员的经济预测（单位：%）

变量	FOMC委员预测中心趋势			
	2015	2016	2017	长期
实际GDP增速	2.3-2.7	2.3-2.7	2.0-2.4	2.0-2.3
2014年12月	2.6-3.0	2.5-3.0	2.3-2.5	2.0-2.3
2014年3月	3.0-3.2	2.5-3.0		2.2-2.3
失业率	5.0-5.2	4.9-5.1	4.8-5.1	5.0-5.2
2014年12月	5.2-5.3	5.0-5.2	4.9-5.3	5.2-5.5
2014年3月	5.6-5.9	5.2-5.6		5.2-5.6
PCE通胀率	0.6-0.8	1.7-1.9	1.9-2.0	2.0
2014年12月	1.0-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	2.0
2014年3月	1.5-2.0	1.7-2.0		2.0
核心PCE通胀率	1.3-1.4	1.5-1.9	1.8-2.0	
2014年12月	1.5-1.8	1.7-2.0	1.8-2.0	
2014年3月	1.7-2.0	1.8-2.0		

其三，未来三年加息步伐趋向放缓。如表1所示，FOMC委员们对未来三年末的联邦利率目标水平的预测中位数和预测区间均出现了明显下移，从中位数看，2015、2016和2017年末利率目标分别较去年12月的预测降低0.5、0.625和0.5个

百分点，而中长期目标基本保持稳定。这一判断与通胀率保持低位的预测一致，亦反映出当前 FOMC 对加息的态度是可以考虑提早启动加息（不排除6月），但加息步伐有必要放缓，整体预测区间的下移更说明这是 FOMC 委员们的共识。正是对加息节奏放缓的暗示对冲了放弃“耐心”措辞的影响，带动会议决议发布后金融市场的大幅反弹。

表2 FOMC 委员对联邦基金利率水平的预测（单位：%）

联邦基金利率目标	FOMC 委员预测中心趋势			
	2015	2016	2017	长期
中位数				
2015年3月	0.625	1.875	3.125	3.875
2014年12月	1.125	2.5	3.625	3.75
预测区间				
2015年3月	0.125-1.625	0.625-3.75	2-4	3-4.25
2014年12月	0.125-1.875	0.625-4	2-4.25	3.25-4.25

其四，FOMC 开始更多考虑外围环境的影响。自今年1月 FOMC 会议决议中在其评价经济形势进展需考虑的一系列信息中首次加入“国际走势（international developments）”后，又于本次会议决议中首次提及“出口增长已经放缓（export growth has weakened）”。这暗示在当前环境下，FOMC 在考量影响美国经济迈向“最大化就业”和“2%通胀目标”双目标的因素时已增大对外部因素的重视。

其五，FOMC 成员的行动一致性增强。FOMC 具有投票权的委员共17位，其中的4位于今年1月有所变更。对比2014年12月 FOMC 会议出现罕见的三枚反对票，委员更新后，今年1月和3月两次会议均全票通过，说明当前 FOMC 成员的观点一致性显著提升，耶伦在 FOMC 中的影响力日趋提升，这将有助于弥合意见分歧，提升决策效率。



二、对 FOMC 政策走向的判断

过去几个月，受寒冷天气、美元加速升值等因素影响，除就业以外的多项经济数据表现不佳，低于市场预期。截至今年2月，零售数据已连续3个月环比负增长，全美住宅建筑商协会 (NAHB) / 富国银行住房市场指数也连续4个月下滑，2月新屋开工数环比减少18.4万套，制造业采购经理人指数亦从去年10月的59回落至52.9。FOMC 会议决议对美国经济活动的评价从1月的稳固 (solid) 增长调整为3月的增长小幅放缓 (economic growth moderated somewhat)。

耶伦在半年货币政策报告中指明了加息的两个先决条件：一是劳动力市场持续改善；二是 FOMC 能合理地相信通货膨胀将在中期 (over the medium term) 回到2%的目标水平。基于这两个先决条件以及当前美国经济走势，我们认为未来几个月美联储将高度关注以下信息：

一是3-5月的主要国内经济数据能否摆脱天气等短期不利影响而出现明显改善。在失业率保持稳中有降，每月新增非农就业岗位保持在20万人以上的条件下，平均周薪等薪资数据能否加速增长，以零售为代表的个人消费支出能否实现强劲增长以体现居民购买力提升将是重中之重。

二是核心 PCE 通胀率能否保持稳定或者小幅回升。根据 FOMC 委员的预测结果，只有 PCE 和核心 PCE 通胀率能在2017年末达到2%，即为满足在中期恢复至目标水平。FOMC 对于因油价等因素导致的低迷的2015年通胀形势已有清醒认识，将更看重剔除能源和食品因素后的核心 PCE 通胀率走势。核心 PCE 通胀率已经连续两个月保持1.3%，处于 FOMC 委员对2015年末预测的下限，所以核心 PCE 通胀率在接下来几个月的走势对 FOMC 对通胀的判断至关重要。这主要取决于三方面因素，首先，薪资增长能否加速，以通过拉升消费来推动物价走高，考虑到失业率已降至5.5%，预计未来几个月薪资增速加快的概率较大；其次，原油价格能否企稳，虽然核心 PCE 通胀率剔除了油价的直接影响，但油价作为重要的化工原料会影响众多商品的制造成本，同时燃油成本下降又会刺激居民消费，考虑到高库存、美国和 OPEC 均无减产迹象及美元强势的三重压力，目前已处于

低位的原油价格或将反复筑底，尽管下跌空间已极为有限，但恐将至下半年才能再度回升¹；第三，强美元对进口价格的拖累会否进一步恶化，历史经验显示，美元指数波动约领先于除能源外进口价格两个季度，因此2014年下半年以来美元快速升值对进口价格的压制可能尚未完全体现，强美元对通胀的抑制作用或将贯穿全年。综上，我们认为上半年核心 PCE 通胀率仍有下行压力，下半年将有所反弹，年末有望升至1.3%-1.4%。

三是外围因素对美国经济的负面影响会否进一步强化。耶伦在今年2月的半年度货币政策报告中专门拿出一段来阐述国外经济对美国经济增长的挑战及他国货币政策刺激的影响。事实上，受美欧日货币政策分化影响，美元正在快速升值，今年以来美元指数已累计上涨10%，这一方面会压低美国进口品价格，抑制美国国内通胀水平，进而提升社会资金成本；另一方面，欧元、日元对美元的大幅贬值提升两国商品相对美国产品的市场竞争力，加之全球经济增长依然乏力，美国出口压力显著增加，自2014年四季度以来，美国出口金额同比增速逐月下滑，今年1月更是由正转负，1月贸易逆差已扩大至417.51亿美元，同比扩大7.49%。可以说，美元相对其他货币走势、他国货币政策、国际油价等美联储无法或是难以直接施加影响的外部因素已经在对美国经济产生日益明显的影响，从而迫使 FOMC 在做出最终加息决策时不得不慎重加以考虑。

综合判断，进入二季度美国经济增长有望在私人消费的拉动下提速，就业仍将保持稳定增长，薪资增长开始提速，PCE 与核心 PCE 通胀率仍将维持低位，净出口将继续拖累经济增长。因此，尽管 FOMC 去掉了“耐心”措辞以增加政策灵活性，我们不认为6月首次加息的可能性大幅提升，相反，当前的内外部环境及 FOMC 委员对未来经济增长、通胀率和联邦基金利率目标的预测更倾向于支持放缓加息节奏。我们仅小幅调升6月加息的概率，预计首次加息发生在2015年6月、7月和9月的概率分别是30%、20%和50%，全年加息1-2次。

FOMC 在走向货币政策正常化的进程中将以动态调整联邦基金利率目标范围

¹ 详细论述参见前期研究成果《美元震荡不该强势 油价或将二次探底》、《国际油价大跌背后的新旧能源势力博弈》。



为主要工具，同时将辅以超额准备金率、隔夜逆回购协议等“政策工具组合”，以将短期利率控制在合理区间。在此过程中，即使就业和通胀率接近目标水平，亦不排除 FOMC 可能会根据经济状况而将联邦基金利率仍维持在低于其认为的长期正常水平以下一段时间。在启动货币政策正常化的初期，FOMC 将不会收缩资产负债表。

三、下一阶段金融市场走势展望

从当前形势来看，无论 FOMC 会于6月还是9月加息，年中前后启动加息已经非常明确，而加息节奏趋向放缓。美联储自去年10月完全停止资产购买计划后，就开始强化对加息预期的引导，尤其是利用 FOMC 会议决议中的措辞及经济预测来反复暗示加息进程。受此影响，国际金融市场波动加大，而这种波动及相应的跨境资金流动和资产再配置恰是对未来加息进程的提前反应和调整。展望下一阶段，国际金融市场将总体呈现5月以前保持乐观，而后随着6月 FOMC 会议的临近，市场波动将加大。

首先，随着加息时点临近，跨境资金流动将更为频繁。美联储官员任何一个有关加息的言论都可能增加资本流动的敏感性，短期内新兴市场恐将面临资本快速流金流出的冲击，而中期来看，美国加息的大环境将吸引资本持续回流美国。因此，新兴经济体资本市场仍面临较大下行压力，但自去年以来，新兴市场已对美联储货币政策转向不断加深认识，并持续加以调整，预计短期内引发局部危机的概率较低。

其次，美元面临短期回调压力，但全年仍将保持强势。美元指数在会议决议发布后一度跌至96.823，但随即快速拉升，再次逼近100，可见当前美元仍是最受市场追捧的货币。但考虑到前期涨幅巨大、上涨过快，预计未来两个月美元指数存在有限回调压力，但在美联储收紧货币政策的大环境下，强美元仍将是贯穿全年的主题。

第三，美股和美债吸引力依旧，但美股涨幅趋于收窄，美债收益率存在上

行压力，二者波动性都将加大。一方面，美债和美股仍是流动性最佳的资产配置方案，回流美国的跨境资本仍有对美债和美股的持续诉求，这将支撑股价，并压制美债收益率走高，而且从前两个加息周期来看，首次加息前3个月标普500指数均实现了超过1%的上涨；但另一方面，美国10年期国债收益率已跌破2%，即使 FOMC 可能放慢加息节奏，也只是减慢了美国中长期利率上行的速度而非改变方向，这将给股市和债市带来下行压力，同时近期欧元区量化宽松政策促使欧股屡创新高也吸引部分资金从美股转向欧股。综合以上有利和不利因素，预计加息前美股和美债市场震荡将加大，但加息节奏放缓的预期将促使美股继续小幅攀升，美债收益率面临有限上行压力。

第四，国际金价有望结束连续下跌局面。国际金价在创出17年来最长连跌纪录后已基本反应了强美元的影响，尤其是在美联储加息步伐可能放慢的预期推动下，国际金价有望阶段性触底反弹。