



美联储放弃量化加息门槛，加息预期显著提前

要 点

金融研究总监：詹向阳

国际宏观经济研究团队：

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

相关研究：

2014/3/10 《美国近期疲软经济数据评析及 3 月美联储议息会前瞻》

2014/2/14 《耶伦继任：美联储剑指何方》

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（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，仅供我行内部参阅，未经书面许可，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。

- 美国东部时间 3 月 18-19 日，美联储召开了本年度第二次议息会。除了再度削减 100 亿美元的资产购买规模外，本次会议在利率前瞻指引上做出了重大调整，同时取消了 6.5% 和 2.5% 两个量化加息门槛指标，并透露首次加息可能显著提前的信息。同时，FOMC 还更新了经济预测，经济增长预期全面下调而利率预期却显著上调的变化略显诡异。
- 综合来看，本次利率前瞻指引调整凸显美联储对未来美国经济走势的信心，预计资产购买行为将在今年 10 月彻底停止，首次加息时间或将在 2015 年二季度。值得注意的是，完全抛弃量化门槛指标增大市场理解难度，有悖“强化市场沟通”的要义。
- 展望后市，美国中长期利率将面临上行压力，全球跨境资本恐将进一步回流美国，美元趋向走强，金价将面临调整。在人民币汇率扩大波动区间的背景下，人民币兑美元短期贬值压力亦有所增大。

美国东部时间3月18-19日，美联储货币政策委员会(FOMC)召开了本年度第二次议息会，这是耶伦继任美联储主席以来首次主持FOMC会议，并首次在会后召开新闻发布会。除了再度削减100亿美元的资产购买规模外，本次会议在利率前瞻指引上做出了重大调整，同时取消了6.5%和2.5%两个量化加息门槛指标，并在新闻发布会上传达出首次加息可能显著提前的信息。受此影响，全球市场出现大幅震荡，3月20日，美国三大股指全线下挫；美国10年期国债收于2.79%，较18日大幅上行11个基点；黄金现货收于1327美元/盎司，较18日收盘价大跌2%；MSCI新兴市场指数当天大跌1%，人民币兑美元贬值幅度再次扩大，离岸和在岸汇率全线升至6.2以上。整体来看，本次议息会对利率前瞻指引的调整幅度超出市场预期，加大了市场的恐慌情绪。

一、本次议息会决议的关注要点

其一，利率前瞻指引调整成为本次会议最大热点，FOMC全面放弃量化加息门槛指标。对于0-0.25%的超低联邦基金利率的持续时间，决议从之前的“在失业率维持在6.5%以上，未来一到两年通胀预期不超过2.5%，以及长期通胀预期保持稳定情况下都是适宜的”，更改为“在资产购买计划结束后的相当长一段时间内(a considerable time)维持当前的目标利率水平将是适宜的”。这意味着，FOMC同时放弃了失业率6.5%和通胀率2.5%这两个量化加息门槛。根据耶伦在新闻发布会上的发言，FOMC放弃量化指标的原因在于，当失业率高于6.5%时，仅凭失业率这一个指标就足以帮助市场理解当前形势与FOMC目标的偏差，而随着失业率突破6.5%，逐步贴近充分就业，单靠这一个指标可能就不够了，FOMC需要提供更多的信息（尽管是定性描述）以使得市场能够理解FOMC对延续超低利率的态度。未来调整后的利率前瞻指引模式将转为基于一系列影响因素的一般性描述（我们理解为全面改为定性描述），以传达当前经济形势较FOMC设定的充分就业目标和物价稳定目标存在的差距（the shortfall of employment or inflation from the respective objectives set by the FOMC）。而背后参考的影响因素并未发生改变，将重点关注涉及劳动市场条件、通胀压力和预期及金融环境的一系列指标和解读。



其二，继续缩减资产购买规模 100 亿美元。自 4 月起，FOMC 的每月资产购买规模将从 650 亿美元降至 550 亿美元，分别购买长期国债 300 亿美元和 MBS250 亿美元，同时继续保持本金再投资计划。这一缩减幅度完全符合市场预期，同时，在会后的新闻发布会上，耶伦也明确传达了资产购买很可能在今年秋天（the coming fall）完全终止的信息，按此估算，FOMC 在未来几次议息会上的削减计划将如表 1 所示。

表 1 FOMC 资产购买削减计划预测

FOMC 会议日期	削减规模（亿美元）	削减后购买规模（亿美元）
2013. 12. 16-17	100	750
2014. 1. 29-30	100	650
2014. 3. 19-20	100	550
2014. 4. 30-5. 1	100	450
2014. 6. 18-19	100	350
2014. 7. 30-31	100	250
2014. 9. 17-18	100	150
2014. 10. 29-30	150	0

其三，FOMC 委员的经济预测呈现诡异变化——经济增长预期全面小幅下调而利率预期却显著上调。本次议息会发布了 FOMC 委员的最新经济预测，其变化有些让人难以理解。如表 2 所示，FOMC 委员对实际 GDP 增速预测的中心趋势较去年 12 月出现全面小幅下调，不仅是长期潜在增速的上限预测下调了 1 个百分点，而且未来三年的增速上限预测都下调了 2 个百分点。耶伦对此的解释是之前的预期过于乐观了，也就是说至少从发布的数字来看，FOMC 降低了对未来美国经济增长动能的预期。但在这样一个转弱的判断上，FOMC 委员却认为相较之前的预期，失业率会进一步下降，通胀率会进一步走高，而利率走势预期更出现了明显上移。针对 2014-2016 年末的联邦基金目标利率水平，2013 年 12 月 FOMC 委员的预测中位数分别是 0.25%、0.75% 和 1.75%，而本次会议的预测中位数分别为 0.25%、1.0% 和 2.25%，即对 2015 和 2016 年的利率水平的预测出现明显上浮（见图 1）。经济预测下调而利率预测上调的背离判断确实让人有些难以理解。耶伦在新闻发布会上对利率预期上浮的解释是：“这次利率预期上浮是非常有限

的。FOMC 对经济形势的整体判断较 12 月几乎没有改变（那为什么还下调经济增速预期？），但是劳动力市场较之前预期出现更多改善，虽然我不知道其他委员小幅上调利率预测的具体原因是什么，但劳动力市场小幅加速改善的前景或许能做出一定程度的解释。”

表 2 FOMC 委员的经济预测

变量	FOMC 委员预测中心趋势			
	2014	2015	2016	长期
实际 GDP 增速	2.8-3.0	3.0-3.2	2.5-3.0	2.2-2.3
12 月预测	2.8-3.2	3.0-3.4	2.5-3.2	2.2-2.4
失业率	6.1-6.3	5.6-5.9	5.2-5.6	5.2-5.6
12 月预测	6.3-6.6	5.8-6.1	5.3-5.8	5.2-5.8
PCE 通胀率	1.5-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
12 月预测	1.4-1.6	1.5-2.0	1.7-2.0	2.0
核心 PCE 通胀率	1.4-1.6	1.7-2.0	1.8-2.0	
12 月预测	1.4-1.6	1.6-2.0	1.8-2.0	

二、对本次议息会决议的几点看法

首先，本次利率前瞻指引调整超出我们预期，凸显美联储对未来美国经济走势的信心。在 2 月的参议院听证会上，耶伦表示当前美联储的重要任务之一是判断近期美国诸多经济数据走软是否主要有极寒天气因素导致，如果经济前景发生重大改变，才可能考虑调整收缩资产购买节奏。我们之前判断，经济数据可能要到 4 月才会出现大范围反弹，FOMC 更可能到 4 月的议息会再对前瞻指引做出调整。但 FOMC 在 3 月即做出了这一重大调整，说明 FOMC 对美国经济持续复苏，特别是对就业市场加快改善的信心是非常充足的。而从 2 月就业数据来看，只有新增非农就业大幅超过市场预期，失业率小幅反弹至 6.7%，耶伦一直强调的长期失业人数占比和非自愿兼职人数占比也均未改善。由此看来，FOMC 也确认了前期经济数据走软的主要原因是由天气因素造成的，失业率下降步伐的暂时停顿并未影响其对美国经济走势的乐观预期。

其次，耶伦表现出“鸽派外衣下的鹰派作风”，加息预期全面提前。一方面，议息会声明指出超低利率在资产购买行为结束后仍将维持相当长一段时间，而耶



伦在新闻发布会上则透露，资产停止购买的时间可能在今年秋天，“相当长一段时间”的意思大致是6个月，这将市场普遍预期的首次加息时间从2015年下半年提前到了2015年上半年。另一方面，去掉2.5%的通胀率门槛值本身就传达了FOMC已降低对通胀容忍度的政策方向。声明中指出：委员会预计，即使在失业和通胀靠近（near）目标水平之后，经济条件也需要联邦基金目标利率继续保持在FOMC认为的长期正常水平之下。“靠近”和“不超过目标通胀水平0.5个百分点”显然是态度上的大转向。而且，FOMC委员对通胀率的中心预测到2016年末都为超过2%，如今去掉通胀量化门槛的含义也就不言自明了。

第三，完全抛弃量化门槛指标增大市场理解难度，有悖“强化市场沟通”的要义。虽然耶伦解释说改由定性描述的目的在于为市场提供更多信息以更好判断现实环境与FOMC目标的差距。但问题是，这种指向性是模糊的，不利于市场的准确理解。如果没有耶伦在新闻发布会上透露的“今年秋天”和“6个月”这两个重要时点信息，仅从议息会声明本身难以做出明确判断。同时，这种定性描述也增大了FOMC委员判断的主观性，至少从本次会议声明中，我们尚未看出定性描述可能采取的具体模式，那么也就无从谈起准确预判下一次议息会声明可能做出的修改。也正因此，FOMC委员Narayana Kocherlakota对本次声明投了反对票，他认为将量化指标从前瞻指引中去掉削弱了FOMC的可信度，并增大了政策不确定性。

三、未来形势展望

综合来看，未来FOMC在制定货币政策时将日益重视综合指标的表现，广义的就业数据和通胀数据将是重中之重，在一定程度上，整体经济增速波动的重要性将弱于劳动力市场表现变动的重要性，这也体现了FOMC对“充分就业和物价稳定”双重法定目标的优先确认态度。我们期待，在下一议息会中，FOMC能提供更多理解“定性描述”的信息。结合本次议息会相关内容及11月将进入中期选举的冲刺阶段，我们认为美联储在10月完全退出QE将是大概率事件。如果广义就业数据持续走好，第一次加息时间将可能在2015年4-5月。受此影响，美国中长期利率上行压力加大。特别是年初以来，受乌克兰危机影响，美债避险

需求大涨，10 年期国债利率一度下跌超过 40 个基点。当前乌克兰问题的急症期已过，进一步增大美国中长期利率的上行风险。同时，由于美国加息预期提前，全球跨境资本恐将进一步回流美国，美元有望进一步走强。此外，考虑到黄金今年已累计较大涨幅，而乌克兰地缘风险暂时缓解，受美元走强影响，金价恐将面临调整。在人民币汇率扩大波动区间的背景下，人民币兑美元短期贬值压力亦有所增大。