

货币退潮之旅

核心观点：

1.潮起潮落，道法自然。通胀预期之下，巴西、俄罗斯、土耳其等央行已开启加息之旅。身处零利率的美国，经济强劲回升但联储依然按兵不动。其货币政策何时退出，能否实现软着陆，成为疫后全球经济及政策是否常态化的关键，并将对市场产生影响。

2.就业和通胀是决定货币政策退潮的两个核心变量，但当下都受到疫苗接种进程的影响。据医学专家初步预计，今年夏季前后美国及部分欧洲国家可能实现全民免疫，这个时点或许就是美国经济进一步好转及美联储开始释放量化宽松政策退出信号的起点。

3.历史来看，美联储退出量化宽松政策影响最剧烈的时期，并非其“真金白银”开始操作的阶段，而是在此之前市场不断预期以及联储公开讨论的时候，这时长端利率显著抬升。而当联储真正进行退出量宽政策操作时，长端利率反而可能出现涨幅趋缓现象。

4.展望未来，就业仍是比通胀更能影响联储政策退出的因素，尤其是改变了2%通胀容忍度的制度框架之后。随着夏季全民免疫的临近，市场和联储有关政策退出的讨论或将在该时点前后升温，从而引致其长端利率上行，预示全球经济与政策进一步正常化。

正文：

潮起潮落，道法自然。通胀预期之下，巴西、俄罗斯、土耳其等央行已经开启加息之旅。身处零利率的美国近期经济数据强劲回升，但联储依然按兵不动。其货币政策何时退出，能否实现软着陆，成为疫后全球经济及政策是否正常化的关键，并将对市场产生重要影响。

一、何时退潮？

就业和通胀是决定货币政策退潮的两个核心变量，但当下都受到疫苗接种进程的影响。例如，圣路易斯联储行长布拉德明确表示，**成功地让 75% 的美国人接种疫苗是美联储考虑缩减购债计划的必要条件**。近期美国新增疫情似有缓慢回升态势，但主要与封锁管制放松相关，未必代表趋势。当前美国疫苗接种速度极快，已有近 40% 的人口完成了至少一次接种。据医学专家初步预计，今年夏季

美国及部分欧洲国家可能实现全民免疫。这对未来就业和通胀会产生什么影响呢？

表 1. 美、欧全民免疫的时间估计

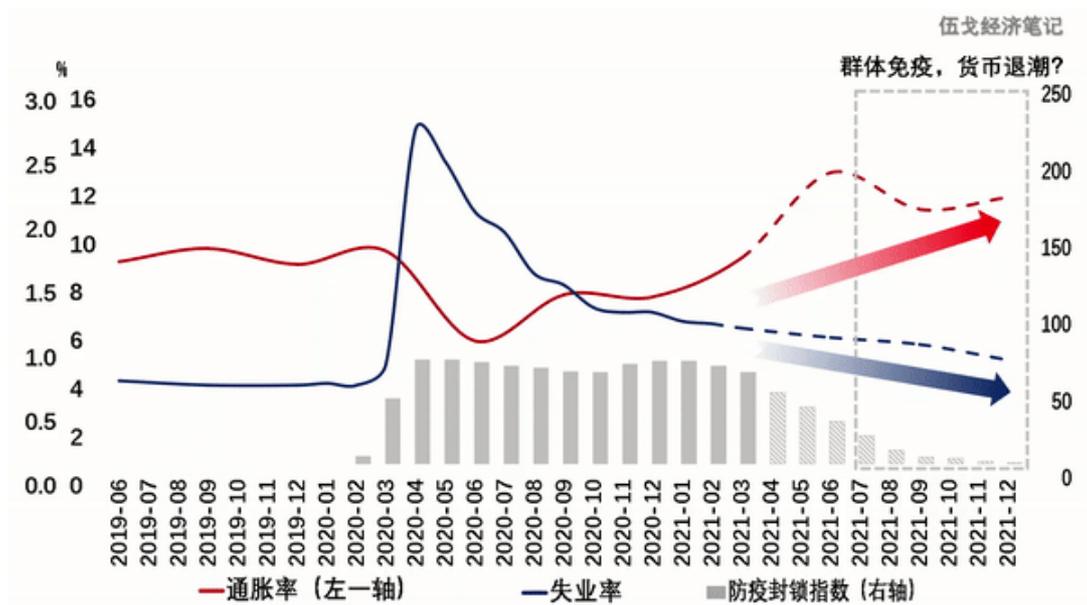
机构/专家	群体免疫时间预测	发表时间
南佛罗里达大学医学院院长 Charles Lockwood	8月（美国）	3月4日
贝勒医学院院长 Peter Hotez	夏季（美国）	4月15日
布朗大学卫生学院院长 Ashish Jha	夏初（美国）	2月19日
德克萨斯州立大学教授 Rohde	夏末（美国）	2月26日
欧盟内部市场委员 Thierry Breton	7月中旬（欧盟）	3月23日
德国卫生部长 Jens Spahn	三季度（德国）	4月5日
俄罗斯总统 Vladimir Putin	夏末（俄罗斯）	3月28日
法国疫苗接种负责人 Alain Fischer	夏季或秋季（法国）	3月22日

来源：笔者整理

从就业来看，美国职位空缺数已基本回至疫前，制造业 PMI 创 1984 年以来最高值，服务业 PMI 也是 2006 年来最高，就业市场需求已十分强劲。随着未来封锁措施的放开以及对居民端的补助消退，失业人群有望快速回归工作领域，劳动参与率可能明显提升。

从通胀来看，未来美国服务消费修复加快将带动核心通胀较快上升。尽管医疗等价格或将回落，但交通、旅游等更多受疫情抑制领域的价格将明显上涨。房价的连续攀升也将向房租价格滞后传导。叠加基数影响，通胀中枢有望继续抬升并持续高于 2% 的传统目标。

图 1. 政策退出的时点

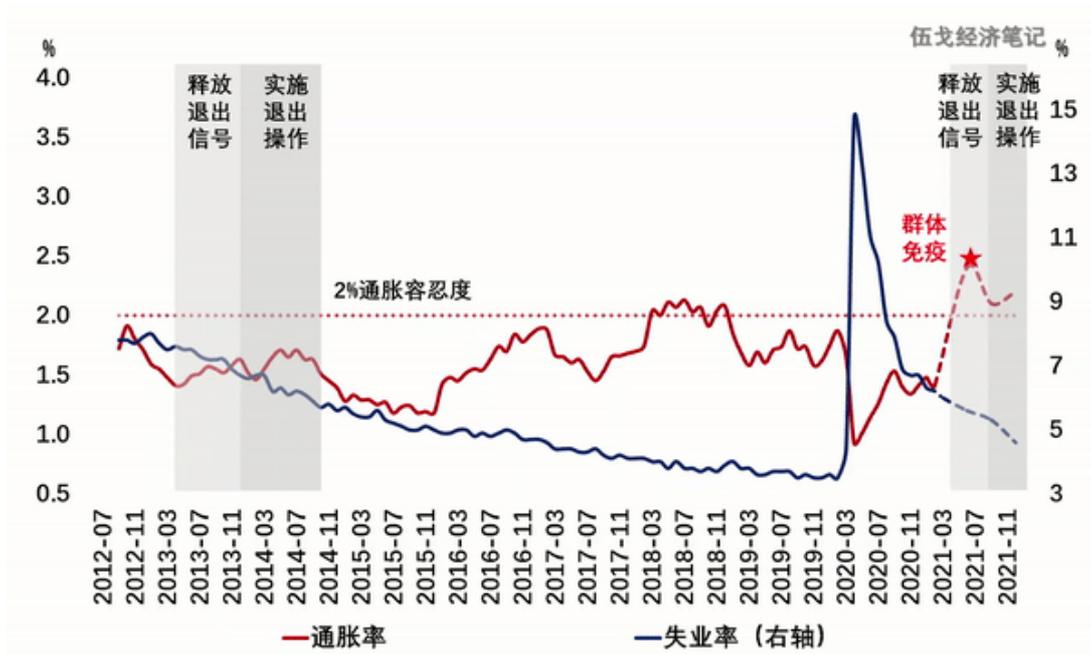


来源：Wind, Our World in Data

二、如何退潮？

回顾上一轮的货币政策退出，2013年5月伯南克首次提及缩减购债，直到当年12月才开启退出，该过程经历了7个月左右。相较而言，当前各项经济指标的改善速率将显著快于2013年，且通胀将持续高于2%的传统目标。**本轮量宽政策退出的速度或快于2013年同期，不排除四季度开始退出的可能。当然，在退出操作之前，往往有一个市场不断预期退出和联储引导讨论的升温过程，可能会发生在今年夏季全民免疫的前后。**

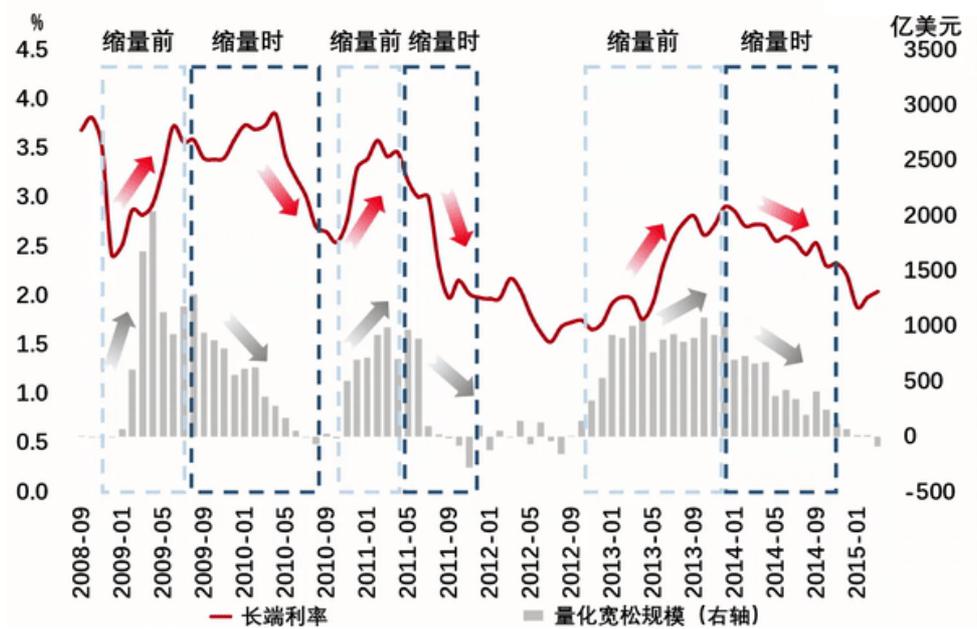
图 2. 政策退出的步骤



来源：Wind

值得一提的是，政策退出影响最为剧烈的时刻，并非联储“真金白银”开始操作的阶段，而是该预期升温的时候。此时，长端利率往往呈现明显上升的态势。而当联储真正进行退出操作时，长端利率反而可能由于前期的过度调整进而出现涨幅趋缓。当然，联邦基金利率的调整可能要等到明后年。

图 3. 政策退出的影响



来源：Wind

三、基本结论

一是就业和通胀是决定货币政策退潮的两个核心变量，但当下都受到疫苗接种进程的影响。据医学专家初步预计，今年夏季前后美国及部分欧洲国家可能实现全民免疫，这个时点或许就是美国经济进一步好转及美联储开始释放量化宽松政策退出信号的起点。

二是历史来看，美联储退出量化宽松政策影响最剧烈的时期，并非其“真金白银”开始操作的阶段，而是在此之前市场不断预期以及联储公开讨论的时候，这时长端利率显著抬升。而当联储真正进行退出量宽政策操作时，长端利率反而可能出现涨幅趋缓现象。

三是展望未来，就业仍是比通胀更能影响联储政策退出的因素，尤其是改变2%通胀容忍度的制度框架后。随着夏季全民免疫的临近，市场和联储有关政策退出的讨论或将在该时点前后升温，可能引致其长端利率继续上行，预示全球经济与政策进一步正常化。

【作者】

伍戈：经济学博士，长江证券首席经济学家。曾长期供职央行货币政策部门，并在国际货币基金组织担任经济学家。中国经济学最高奖“孙冶方经济科学奖”获得者，曾获浦山政策研究奖。“远见杯”中国经济、全球市场预测双冠军。

徐剑、文若愚：长江证券研究员。

高童、李美雍、涂方林、李艳蓉：长江证券实习研究员。

近期研究：

1. [当货币进入“无人区”](#)，2021年4月11日
2. [数据会“说谎”吗？](#)2021年4月5日
3. [当再通胀遇上碳达峰](#)，2021年3月28日
4. [盈虚消长](#)，2021年3月21日
5. [供需赛跑](#)，2021年3月14日
6. [再通胀进行时：预见叁月](#)，2021年3月3日
7. [市场预测错了什么？](#)，2021年2月23日

更多内容请长按二维码关注：

伍戈经济笔记



伍戈经济笔记