



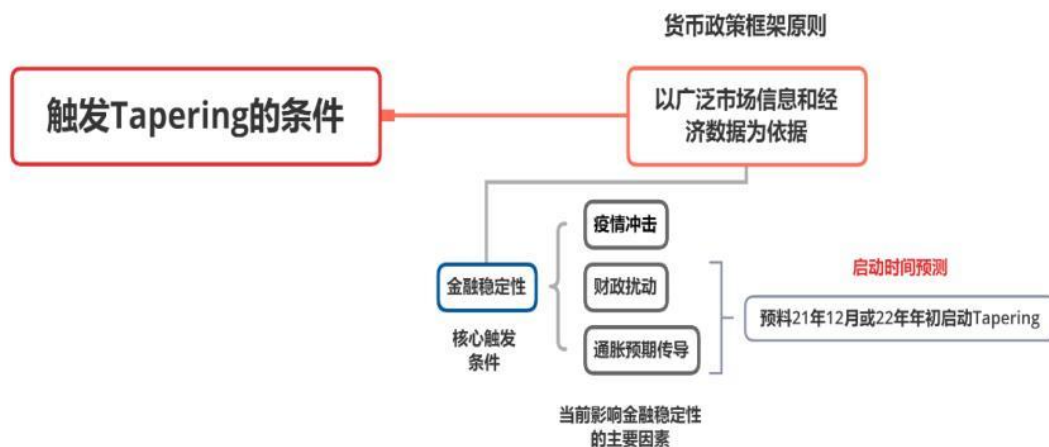
紧缩确定，Tapering 稳行



【财新网】(专栏作家 程实 特约作者 张弘瑛) “溪云初起日沉阁，山雨欲来风满楼。” 7月FOMC会议上，美联储认为美国经济持续走强，但Delta变异病毒对经济恢复造成的不确定性影响仍然存在。因此，保持联邦基金利率目标区间及资产购买政策不变以支持经济持续复苏具备合理性。鲍威尔再次指出联储政策的退出路径将基于对广泛市场信息和经济数据的理解。这反映了联储将严格遵循当前美国货币政策框架（预测目标制与价格水平目标制）所强调的政策路径调整需要基于“数据驱动”

(data-driven approach) 原则。同时，联储宣布将设立两个常设回购协议的安排反映了联储已为启动紧缩路径进一步做出准备。展望下半年，政策紧缩路径已经明确，但Tapering启动将谨慎稳行。首先，金融稳定性是触发联储Tapering的核心条件。其次，疫情冲击，财政扰动以及通胀过热是当前影响金融稳定性的三个重要因素。进一步，在以广泛经济数据为政策调整的前提下，变异病毒对经济持续复苏的阻碍，债务上限对货币市场流动性的扭曲以及通胀超预期对市场紧缩担忧的加剧，将促使联储在对触发Tapering的节奏把控上更加谨慎。最后，在政策紧缩路径明确，未来加息可能提前的预期下，我们认为提早启动Tapering的可能性较小。联储可能在8月Jackson Hole会议上就Tapering与市场提前沟通，进一步引导市场预期。具体启动缩减资产购买的时间大概率将在明年年初。

图 1: Tapering 的触发条件



政策路径调整将严格基于当前美联储货币政策框架的基本要求

鲍威尔在本次 FOMC 会议上, 再次明示不应该仅仅依据当前劳动力市场和通胀水平状况对政策路径调整轻易妄下结论。在新的货币政策框架下, 联储需要更广泛的经济数据 (如疫情, 就业, 通胀压力, 通胀预期, 金融条件和国际环境) 作为是否调整政策路径的依据。我们认为联储对当前经济状况的解释充分体现了联储对现行货币政策框架基本策略 (预测目标制与价格水平目标制) 的严格遵从。为了实现充分就业和物价稳定的双重目标, 联储已不再单一基于泰勒规则通过调整其政策利率影响当前产出缺口, 劳动力缺口以及通胀水平。相比较泰勒规则, 现行的货币政策框架是利用均值预测设定未来通胀和就业目标水平。进一步, 在均值预测 (通胀率和失业率) 的基础上先设定具体的长期价格水平目标, 再通过政策调整引导具体的价格水平始终稳定在最终预期目标的路径上。可以说联储的货币政

策框架已经由“模型”导向转型为“数据”导向。因此，获取更加广泛的经济数据与价格信息从而调整政策并引导市场预期对实现联储双重使命至关重要。

美联储触发 Tapering 的条件：金融稳定是核心

围绕市场关切的缩减资产购买问题，本次 FOMC 会议并未释放关于缩减资产购买的任何决定。同时，鲍威尔表示 Tapering 的触发需要经济取得进一步实质性进展并强调了缩减资产购买将是有序，透明且稳定的进行。在 Tapering 触发前，联储将尽可能多的与市场提前沟通，从而稳定引导市场预期。我们进一步探索了哪些数据将对联储政策开启 Tapering 产生决定性影响。

鲍威尔已多次强调有序，透明且稳定的执行 Tapering，反映了联储将试图通过提前引导预期来减少因触发 Tapering 而可能对市场产生的冲击。考虑到若 7 月直接宣布针对 Tapering 采取行动，这将与 6 月 FOMC 会议上联储对 Tapering 非常谨慎的态度形成鲜明对比，从而对市场产生强烈的紧缩信号。

更重要的，从上一次触发 Tapering 的情况来看，Tapering 的执行与否都将围绕金融稳定性而非经济因素来决定。本次会议上，美联储宣布打算设立“常设回购安排”，以改善金融体系的管道。我们认为，这是在为紧缩路径启动做好可能产生的风险准备。而从 13-14 年政府启动 Tapering 的理由来看，联储缩减资产购买首先考虑的是该政策的执行是否有助于降

低市场已承担的金融风险（如股市估值，风险溢价）。当时美国经济其实也并没有实现 2% 的通胀目标和基本的充分就业。

影响当前金融稳定的主要因素

1) 疫情不确定性影响经济可持续恢复。正如鲍威尔所讲美国当前经济复苏持续良好，实际 GDP 保持高速增长。但同时强调了疫情反复与不确定性仍对经济活动造成持续影响，经济增长的潜在风险将使金融市场的脆弱性与敏感性持续。因此，政策路径的调整需要经济实现进一步的实质性进展。

2) 财政因素放大货币市场扭曲。当前也需要考虑到财政（债务上限）对 Tapering 触发的影响。8 月 1 日财政部债务上限（Debt Limit）即将重启，这意味着财政部一般账户（TGA）余额必须降至 19 年债务上限通过日的 1330 亿美元。但考虑到去年疫情的特殊影响，预料国会将允许财政部在债务上限重启后的 TGA 账户中保留现金余额约 4500 亿美元。此外，财政部在债务上限重启后可利用其他非常规措施额外融资约 3000-3500 亿美元。因此，我们计算在债务上限重启阶段可支持的财政日常运营资金总额为 7500-8000 亿美元。我们进一步预测了这些资金或可支持财政运营至今年 10 月底（图 2）。

图 2：中性情景预测：财政部一般账户（TGA）余额（单位：十亿 美元）



资料来源：我们的整理

为了避免财政部技术性违约，我们预计国会可能会在 9 月底至 10 月中旬更新债务上限。在债务上限重启后财政部会通过减少短中期国债的发行来削减账户余额。短期国债供给减少意味着短期国债利率向下的压力进

预览已结束，完整报告链接和二维码如下：

https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_32017

