

中美央行会提前加息吗？

宏观专题报告

2021年05月28日

报告摘要：

● 泰勒规则适用于美联储货币政策制定

在70年代-90年代，美联储在制定利率的时候主要参考第一代泰勒规则，由于那一时期美国通胀缺口波动较大，第一代泰勒规则通胀的权重比较高。在00年代，美联储改为参考第二代泰勒规则，由于通胀缺口波动减小，第二代泰勒规则降低了通胀权重，并提高了通胀容忍度。在09年之后，美联储改为参考第三代泰勒规则，由于09年之后美国产出缺口波动减少，第三代泰勒规则用就业缺口代替产出缺口，并再次降低通胀的权重。

● 根据第三代泰勒规则模型，美联储可能会在2022年年初加息

第三代泰勒规则主要参考就业，其次是通胀。根据美联储预测，到今年三季度美国失业率可能会下降至5.5%以内，到年底下降至4.5%左右。届时根据第三代泰勒规则，美国已经符合加息条件，美联储最早可能在今年9月讨论加息问题，在明年年初正式加息。

● 2015年以来泰勒规则也适用于中国货币政策

2015年以来央行货币政策调控方式从数量调控向价格调控转变，DR007的走势能在很大程度上反映资金面松紧程度和政策走向。用泰勒规则来拟合DR007走势，可以发现拟合程度较好，可以用城镇调查失业率和核心通胀的走势来判断央行下一阶段货币政策变化。

● 未来展望：假如核心CPI上行至1.5%，央行可能会加息

根据拟合，假如核心CPI上升至1.5%，对应的合理的DR007中枢值为2.4%，明显高于7天逆回购利率2.2%的水平。届时央行可能会上调政策利率，也可能缩减公开市场操作以变相加息。

● 风险提示：

美国疫情反弹、失业金政策变动、美国出现结构性失业问题等。

民生证券研究院

分析师：李锋

执业证号：S0100511010001

电话：(8610) 85127632

邮箱：lifengyjs@mszq.com

研究助理：顾洋恺

执业证号：S0100119110016

电话：010-85127665

邮箱：guyangkai@mszq.com

相关研究

目录

1 泰勒规则与美联储利率制定	3
1.1 70-90 年代年美联储利率制定遵循泰勒规则	3
1.2 00 年代美联储遵循第二代泰勒规则	3
1.3 09 年之后美联储遵循第三代泰勒规则	4
2 美联储会提前加息吗?	6
2.1 核心通胀短期冲高对美联储货币政策影响不大	6
2.2 群体免疫后美国就业恢复速度或加快	6
2.3 美国失业率或在三季度降至 5.5% 以内	7
2.4 美联储最快可能在今年 9 月讨论加息议题	8
3 泰勒规则在中国的应用	10
3.1 中国货币政策从数量调控向价格调控转变	10
3.2 DR007 是观察流动性的最佳指标	10
3.3 泰勒规则也适用于中国市场基准利率制定	11
3.4 假如核心 CPI 上升至 1.5%，可能会触发央行加息	12
风险提示	13

1 泰勒规则与美联储利率制定

1.1 70-90 年代年美联储利率制定遵循泰勒规则

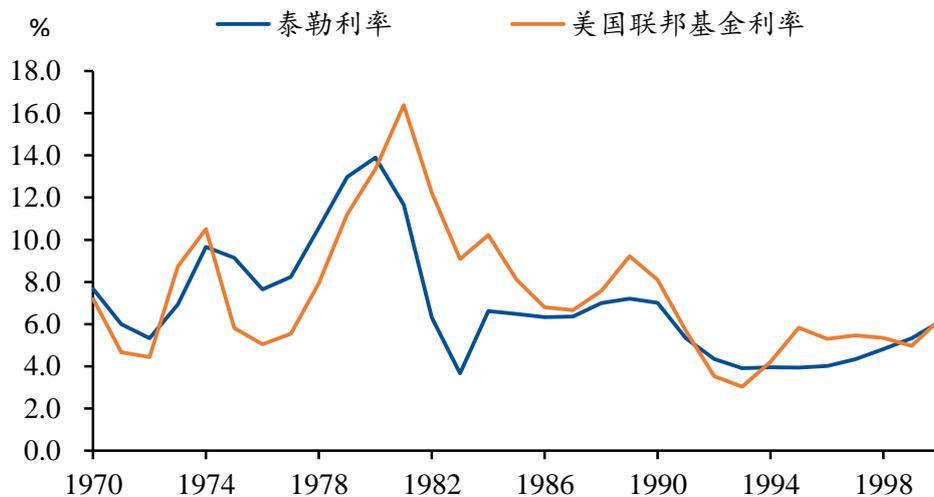
第一代泰勒规则。最早的泰勒规则是在 1993 年被提出的，美国教授泰勒在研究美联储利率制定的过程中，发现美联储利率制定主要取决于通胀缺口和产出缺口，标准的泰勒规则表达式为：

$$r = a((p - p^*)) - b (y - y^*) + i$$

其中 r 是合理的联邦基金利率利率， p 是过去四个季度的通胀的均值， p^* 是目标通胀率， $p-p^*$ 用于反映通胀缺口， y 是实际经济增长率， y^* 是目标增长率， $y-y^*$ 用于反映产出缺口， i 是自然利率，通常为 2%，以保证拥有适度的货币政策空间，在公式中则为 2。在 70 年代-90 年代，由于美国通胀压力较大，因此通胀在美联储利率制定中权重很高，比产出的权重高一倍，且那一时期美联储目标通胀为 0。

根据泰勒规则所制定的目标利率与联邦基金利率走势比较匹配，泰勒规则一度是联邦基金利率制定的规则。

图 1：70-90 年代泰勒规则下的目标利率与联邦基金利率走势较为匹配



资料来源：wind，民生证券研究院

1.2 00 年代美联储遵循第二代泰勒规则

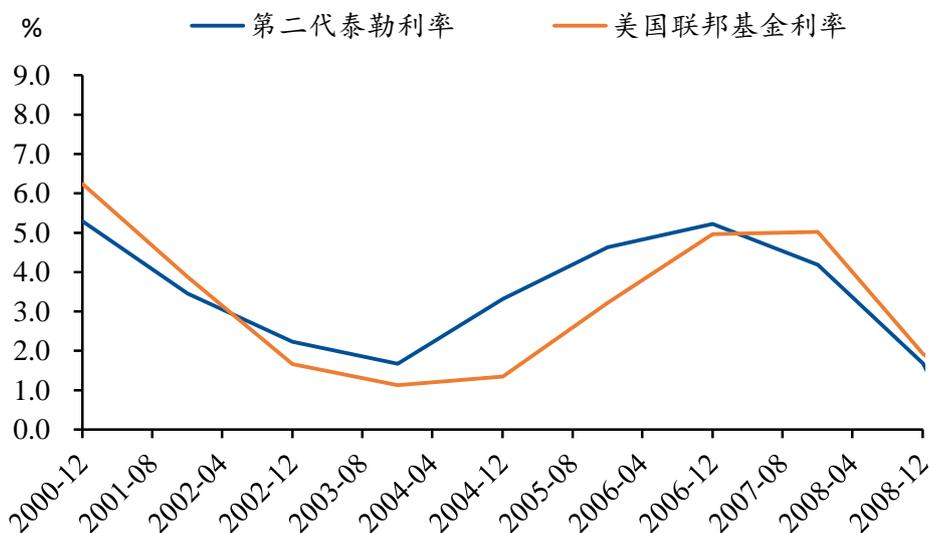
第二代泰勒规则。2000-2008 年期间，由于这一时期通胀缺口降低但产出缺口放大，通胀对货币政策的影响有所下降。为了与时俱进，美联储改进了泰勒规则，第二代泰勒规则演变为：

与第一代泰勒规则相比，第二代泰勒规有三大变化：

- 1、提高了产出缺口的权重，将其权重放大到与通胀一样大（之前权重为通胀的 50%）；
- 2、提高了目标通胀率，从 0 提升至 2%；

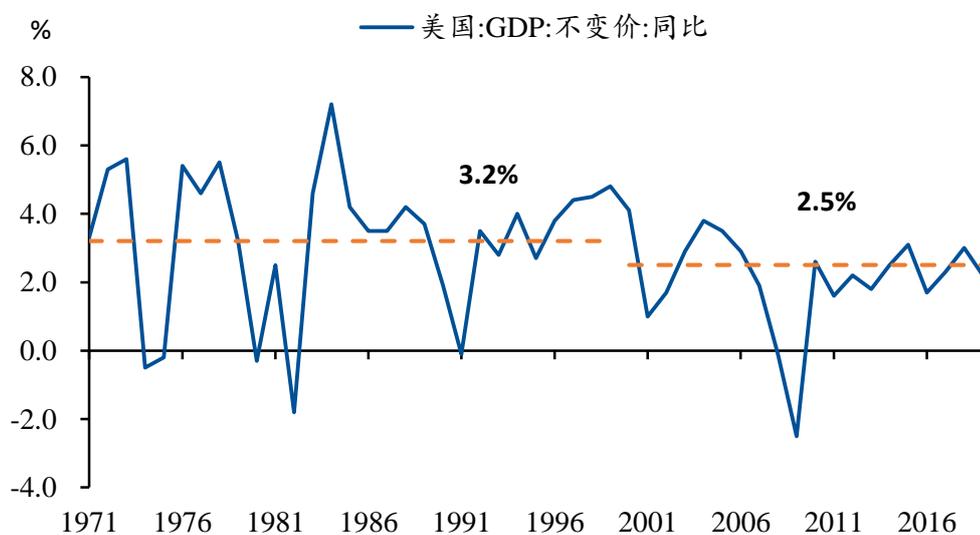
3、降低了自然利率，原因是美国 GDP 潜在增速下降。

图 2：2000-2008 年联邦基金利率制定参考第二代泰勒规则



资料来源：wind，民生证券研究院

图 3：美国 GDP 增速换挡导致自然利率下降：



资料来源：wind，民生证券研究院

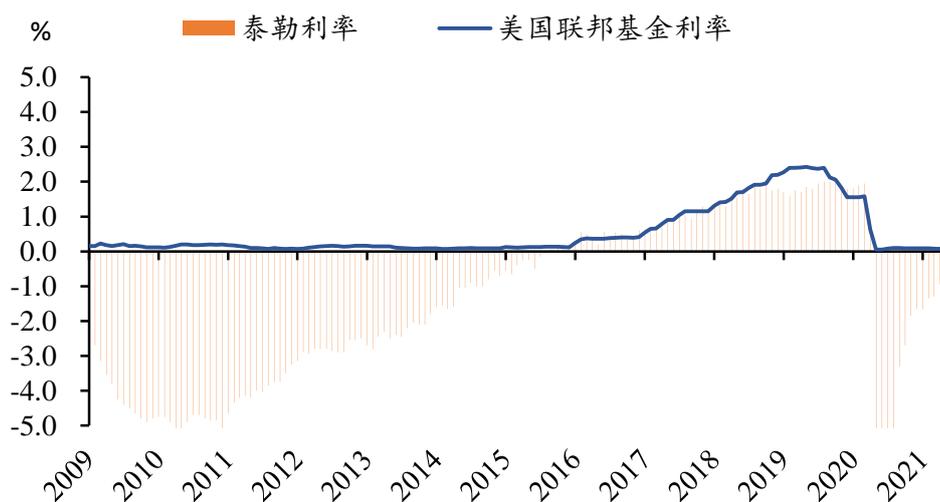
1.3 09 年之后美联储遵循第三代泰勒规则

第三代泰勒规则。2008 年全球金融危机之后，发达国家陷入低增长、低通胀、高债务的经济困境之中，通胀对利率制定的影响进一步降低。与此同时，由于贫富差距扩大、制造业占比降低等问题，经济恢复增长的同时就业恢复却不容乐观。因此美联储再度与时俱进，推出了第三代泰勒规则。

第三代泰勒规则相比第二代的改进在于：

- 1、用就业缺口代替产出缺口，用失业率和通胀来作为利率制定基准；
- 2、再次降低了通胀的权重，使通胀的权重降低为就业权重的 50%；
- 3、目标通胀率维持在 2% 不变，但将通胀容忍度上调至 2.5%；
- 4、将就业容忍度（充分就业时的失业率）设置为 4% 左右

图 3：09 年以来联邦基金利率制定参考第三代泰勒规则



资料来源：wind，民生证券研究院

充分就业率和通胀容忍度是如何设立的。美联储多次提到过充分就业，根据鲍威尔的观点，4%的失业率是一个不错的选择，达到充分就业水平，美联储其他官员也表达过类似观点。通胀容忍度是指美联储在面对经济下行或失业率上行阶段对通胀所能容忍的数值，虽然美联储长期通胀目标是 2%，但在失业率处于高点的时候，美联储可以将通胀容忍度提高至 2.5%，这一观点最早由美联储官员埃文斯提出，也被称为埃文斯规则。

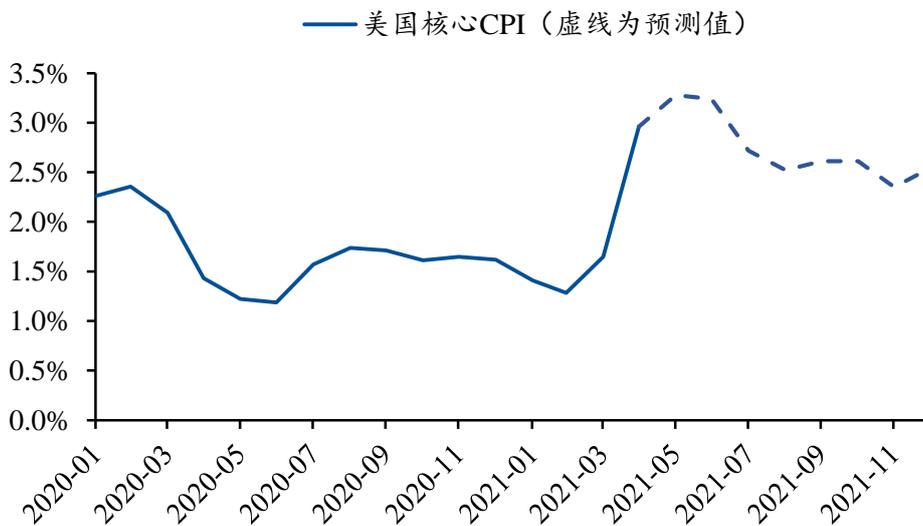
2 美联储会提前加息吗？

2.1 核心通胀短期冲高对美联储货币政策影响不大

美联储更多参考核心通胀年化均值。结合 70 年代以来美联储利率制定历史，美联储在制定利率的时候更多参考核心通胀的年化均值，而非核心通胀的单月值。CPI 和 PPI 对美联储货币政策影响也有限，因为 CPI 和 PPI 有时候可能反映供给端对物价的影响，而非需求端，而货币政策只对需求端有效，对供给端无效。另一方面，美国可以通过降低关税等多种非货币手段来压低通胀，并不一定非得靠货币手段。历史上来看，只有当核心 CPI 中枢值连续走高时，或者因为大宗商品持续涨价而出现通胀预期时，才可能对美联储货币政策造成影响。

下半年美国核心通胀平均值或在 2.5%-2.7% 区间。根据美国核心通胀去年同期基数，结合历史趋势走势，对美国核心通胀进行预测，可以发现尽管 5-6 月美国核心通胀可能会冲高至 3.3% 左右，但随着未来几个月美国核心通胀的基数回升，下半年美国核心通胀同比增速可能逐渐回落，下半年核心通胀平均值或在 2.5%-2.7% 之间，2021 年全年平均值或在 2.3%-2.4% 之间，整体来看对美联储货币政策制约较小。

图 4：下半年美国核心通胀有回落可能

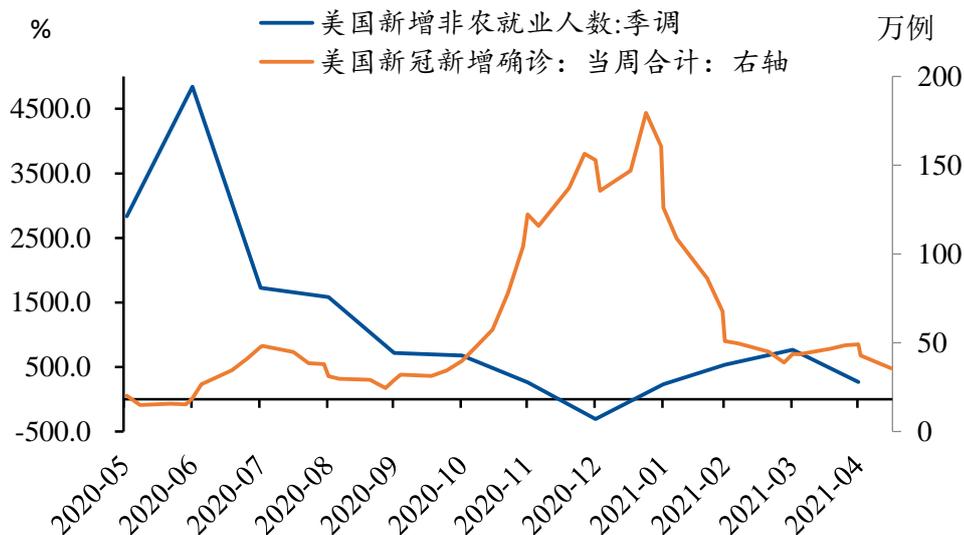


资料来源：wind，民生证券研究院

2.2 群体免疫后美国就业恢复速度或加快

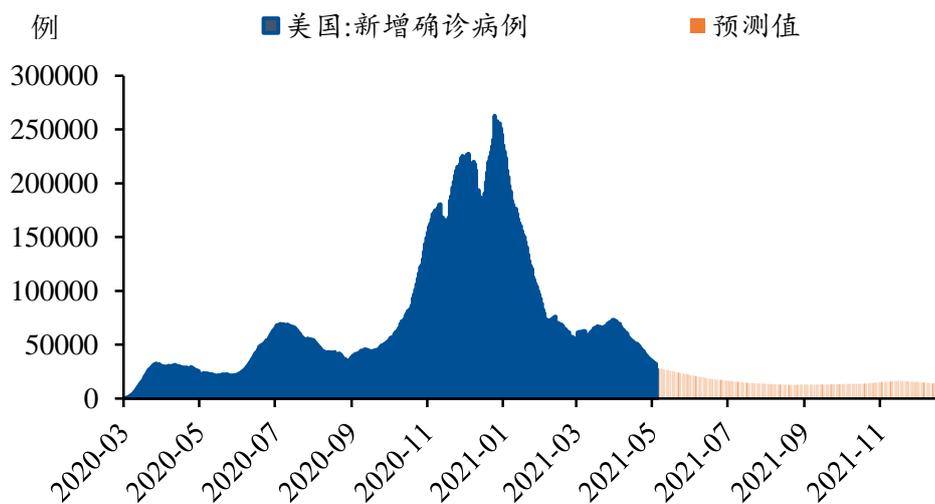
美国就业恢复速度与疫情有关。从去年 5 月以来，美国新增非农就业人数与疫情有很大关系，疫情恶化时新增非农就业往往较为疲软，疫情好转时新增非农就业往往走强。比如去年年底和今年年初，由于美国疫情恶化，新增非农就业人数一度跌为负值。今年 4 月美国新增非农就业 26.6 万，之所以大幅低于市场预期的 100 万，一部分由于在于 4 月的就业数据区间为 3 月 14 日至 4 月 17 日，这一时期美国疫情有所反弹，从平均日增 5 万例反弹平均日增 7 万例。但随着美国疫情逐渐好转，5 月美国新增非农数据或边际改善。

图 5：疫情走势与美国新增非农就业走势成反比



资料来源：wind，民生证券研究院

图 6：随着疫苗接种加快，美国疫情或逐步得到控制

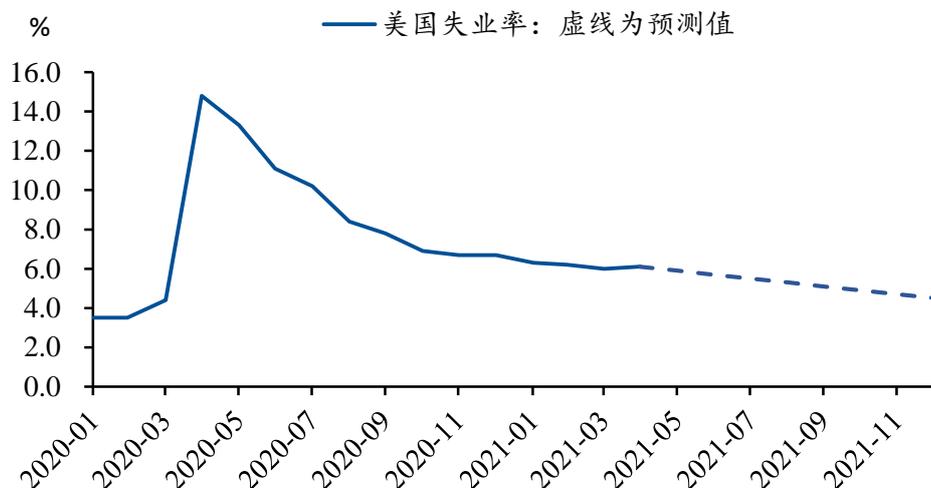


资料来源：wind，民生证券研究院

2.3 美国失业率或在三季度降至 5.5% 以内

根据美联储官方预测值来推导美国失业率走势。根据美联储 3 月发布的未来经济展望报告，美联储预测 2021 年年底美国的失业率将下降至 4.5% 左右，按照这个数值来拟合未来几个月美国失业率走势，我们预计三季度美国失业率将下降至 5.5% 以内，四季度美国失业率将下降至 5% 以内。

图 7：美国失业率走势预测



资料来源：wind，民生证券研究院

救济金政策调整有助于就业市场加速恢复。美国 4 月非农就业不及预期的一个原因在于失业救济金太高，每周 300 美元的失业救济金导致一部分低收入者不愿意重返就业市场，因为重返就业市场所挣的收入不比失业救济金高多少。但截至 5 月中旬，美国已经有 27 个州宣布停止或调整每周 300 美元的失业救济金政策，我们预计这会促使一部分低收入者积极寻找工作，有利于就业市场加速恢复。

2.4 美联储最快可能在今年 9 月讨论加息议题

美联储或在 9 月触发加息条件。5 月以来，央行针对非银金融机构加杠杆买债套利的行为进行打击。金融机构买债套利大多会买久期较短的债券，这样可以采取“骑墙策略”，如果债券利率下降则卖出债券以获利，赚交易的钱；一旦债券利率上升则持有到期，赚配置的钱。央行针对非银金融机构加杠杆的行为进行打击，使其负债端成本上升，传导至资产端的结果就是短久期利率债收益率降幅大于长久期利率债（特别是 5 年期利率债收益率降幅大于 10 年期降幅）。

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_19826

