

Taper 可执行，加息仍久远

——2021 年杰克逊霍尔全球央行年会会议点评

事件概述

北京时间 8 月 27 日 22:00，美联储主席鲍威尔在杰克逊霍尔全球央行年会上发表题为《新冠疫情时期的货币政策》的演讲。相关点评如下：

主要观点

► 充分就业还未到，通胀仍为临时性

劳动力市场大为改观，但距充分就业仍有距离：今年的就业增长稳步上升，职位空缺和辞职水平处于历史高位，失业率已经下降到 5.4%，为疫情以来的低点，不过仍旧偏高，而且非农就业报告的失业率低估了劳动力市场的疲软程度，劳动力参与率的恢复远远落后于劳动力市场的其他部分。随着疫苗接种的推进、学校重新开学以及失业救济的到期，预计就业会进一步改善，继续向充分就业迈进。

通胀仍为临时性，广泛的通胀压力并不存在：当前较高的通胀水平是一个隐忧，但是已经有一些证据表明随着供应短缺现象的缓解，价格有所缓和，持续高企的通胀可能会被证明是临时性的。更为广泛的数据监测表明，长期的通胀预期指标与美联储 2% 的目标大体一致。历史经验也表明，试图抵消临时性的通货膨胀波动带来的结果可能是弊大于利。不过，如果未来持续较高的通货膨胀成为一个严重的问题，美联储会采取适当行动来保证通货膨胀运行在目标水平。

► Taper 可执行，加息仍久远

若经济符合预期，会开始执行 Taper：目前，通胀目标已经取得实质性进展，充分就业方面也取得了明显进展。与 7 月 FOMC 的大多数与会者观点一致，如果后续经济发展符合预期，今年开始减少资产购买的步伐可能是合适的。7 月强劲的非农就业数据显示出就业的进一步进展，但同时 Delta 病毒的扩散也在进一步加剧，后续美联储将仔细评估新进的数据和不断变化的风险。不过，即使在资产购买结束后，美联储所持有的较长期限的证券也将继续支持宽松的金融条件。

Taper 无关加息时点，更严格“测试”仍未通过：未来 Taper 的时间和速度与加息时点的信号传达无关，加息会有更为严格的“测试”。美联储将继续把联邦基金利率的目标范围保持在目前的水平，直到实现充分就业和 2% 的通胀目标。目前来看，要实现这一目标未来还有很多事情要做。

► 预计 21 年底或 22 年初执行 Taper，年底终止 QE

我们依旧维持此前报告《美联储政策周期与大类资产运行规律》中的判断，预计美联储将于 21 年底或 22 年初开始执行 Taper，22 年底终止 QE。节奏方面，预计每月逐步缩减 100 亿美元国债和 50 亿美元 agency MBS。相较 2014-2019 年“QE 退出，衔接加息”，本轮 QE 退出及加息将会较为犹豫、较为迟缓。预计 QE 退出到加息将会有较长间隔时段，且加息节奏会比较慢、幅度会较小。

风险提示

经济活动超预期变化。

宏观首席分析师：孙付

邮箱：sunfu@hx168.com.cn

SAC NO：S1120520050004

联系电话：021-50380388

分析师与研究助理简介

孙付，毕业于复旦大学世界经济系，华西宏观首席分析师，专注于经济增长、货币政策与利率研究，完成“蜕变时期：杠杆风险与增长动能研究”和“逆风侵袭：冲击与周期叠加”两部宏观经济研究专著，诸多成果被“金融市场研究”、“新财富”等收录刊发。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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_25578

