

从 Jackson Hole 看美联储货币政策走向

2021年08月27日

观点

- 美国东部时间8月26日至28日，一年一度的全球央行年会 Jackson Hole 于怀俄明州杰克逊霍尔召开，本次年会的主题为“不平衡经济中的宏观经济政策”，市场的关注重点在于鲍威尔的讲话中隐含的货币政策导向。
- 全球主要央行领导人曾多次在杰克逊霍尔会议上释放重要货币政策信号。例如，2010年、2012年时任美联储主席伯南克分别预示推出QE2和QE3；2014年欧央行行长德拉吉暗示启动QE。我们发现，在2016-2020年间，历任美联储主席在杰克逊霍尔会议上释放的货币政策信号，后续往往有政策配合（表1）。
- 但我们预计本次会议上，鲍威尔的讲话不会透露 taper 和加息方面更多的信息。他将遵循其以往的讲话套路，对美国近期经济表现做总结并评估新冠变种毒株 Delta 的影响。
- 美联储在9月议息会议上达成 taper 共识的难度较大。Taper 取决于就业市场的修复情况，虽然部分鹰派美联储官员敦促9月开始 taper，但多数官员表示在宣布 taper 前要看到更多就业数据（表2），可见 taper 共识仍未形成，9月 taper 的紧迫性不强。关于 taper 宣布时点的暗示，我们观察到美联储在宣布政策变化前，其措辞细节发生变化，通常会使用“soon”，但7月的议息会议及后续的官员讲话并没有使用。
- 在 Taper 方面的风险已经被 priced in 的情况下，最大的不确定性来自于9月议息会议上美联储对于加息引导，除了关注时点，还有节奏：
 加息时点方面，6月议息会议点阵图显示，仅需要两位官员转鹰，美联储加息时点预测的中值便将前移至2022年（图1）。8月以来，Bullard 等鹰派官员更是表态希望在2022年加息，而市场预期美联储首次加息时点为2023年一季度（图2），因此存在9月议息会议上美联储对于加息的引导超预期鹰派的风险。
 加息速度对于美债有引导作用。6月议息会议以来10年期美国国债利率走势和美联储加息速度走势相近（图3），9月议息会议若美联储在加息节奏方面的引导超预期鹰派，美债利率有上行风险。
- 风险提示：病毒变异导致局部疫情控制难度加大、政策变化超出预期

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dzwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dzwzq.com.cn

相关研究

- 1、《宏观点评 20210824：政策蓄力明年一季度日渐明朗》
2021-08-24
- 2、《宏观点评 20210819：美元创年内新高后怎么走？》
2021-08-19
- 3、《宏观专题报告 20210818：MLF 之后，定向降息要来了吗？》
2021-08-18
- 4、《宏观点评 20210816：7月经济数据是“假摔”还是“真跌”？》
2021-08-16
- 5、《宏观点评 20210815：从北京到南京，历数各省局部疫情的经济影响》
2021-08-15

表 1: 近五年杰克逊霍尔全球央行会议上时任美联储主席的主要观点

时间	时任美联储主席	主题	具体内容	后续美联储操作
2020	鲍威尔	新经济挑战和美联储货币政策回顾	“平均通胀目标”制引导货币政策 我们引入平均通胀目标制，力求使通胀率在较长一段时间内保持在平均2%的水平，因为这符合我们促进最大就业和物价稳定的使命。 在一定时间段内通胀率一直低于2%后，我们将采取适当的货币政策将通胀率在一段时间内抬高至略微高于2%，这意味着通货膨胀率超出目标一段时间后才开始加息，当然，如果通胀压力过高或者通胀预期超过我们的目标，我们会毫不犹豫地采取行动。 我们还将之前的“就业最大化偏差”修改为“就业最大化缺口”来评估就业市场以配合通胀目标。	在2020后半年维持基准利率0.25%不变
2019	鲍威尔	货币政策面临的挑战	美国经济尚处有利位置，旨在维持经济和控制通胀 我们的挑战来自于促进最大就业和稳定价格。目前经济还在扩张，尚处有利位置，失业率稳步下降，通胀率出奇的稳定。 全球经济放缓、贸易政策的不确定性以及通胀放缓是当前经济面临的挑战，我们现在的目标仍然是运用货币政策维持经济扩张，维持就业强劲并使就业市场带来的利好惠及更多需要帮助的人，并使通货膨胀控制在2%左右。	在会议之后的9月与10月，下调联邦基金利率目标区间至1.5%-1.75%
2018	鲍威尔	经济变化中的货币政策	美国经济适合渐进性加息 预期美国经济将继续保持强劲，并且认为美联储在行动过快使经济扩张时间缩短和行动过慢导致经济过热的双重风险中寻求平衡。随着货币政策趋于正常化，通胀水平逐渐接近目标，薪资和就业也在稳健增长，渐进式加息是合理的选择。	分别在9月和12月各加息25个基点
2017	耶伦	危机10年后的金融稳定	加强金融监管，维护市场稳定 金融危机以来，金融监管改革对改善金融体系稳定具有重要意义，当前美联储也在积极行动，以探求既能保证中小银行增长活力和市场交易流动性，又能增强金融系统韧性的金融监管框架。 高度肯定金融监管的作用，但并未过多提及货币政策 ，与特朗普放松金融监管主张不同，预示了可能不再连任。	-
2016	耶伦	美联储货币政策工具：过去，现在和未来	美国经济将温和扩张 预期美国经济将持续温和扩张，近几个月的情形使加息的可能性增强，暗示未来的加息步伐。	在12月宣布加息25个基点

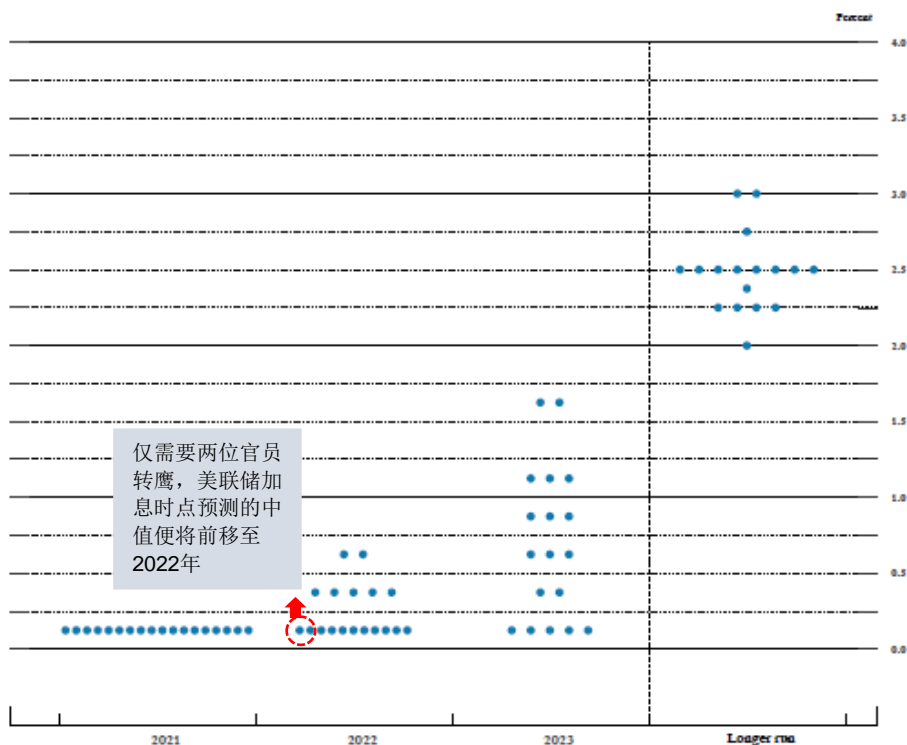
数据来源：美联储，堪萨斯联储，东吴证券研究所

表 2: 2021 年 7 月议息会议以来美联储官员的表态

官员	日期	美联储官员表态	职位	2021FOMC 投票权	2022FOMC 投票权
Barkin	2021/8/11	几个月内有望达到缩减购债的条件。当我们真的接近目标时，我非常支持缩减购债规模，并在经济允许的情况下尽快回到正常环境。	里士满联储行长	有	无
Bostic	2021/8/9	如果接下来一到两个月的就业数据继续保持强劲，美联储应该以快于以往的速度削减购债规模，预计首次加息将在2022年非常晚的时候。	亚特兰大联储行长	有	无
Bowman	2021/8/3	招聘速度令人鼓舞，但就业人数远低于疫情前水平。	美联储理事	有	有
Brainard	2021/7/30	美联储在撤消对经济的支持之前，需要看到受疫情打击的美国劳动力市场出现更多的改善，一旦获得9月份的数据，就会对判断这一进展更有信心。	美联储理事	有	有
Bullard	2021/7/30	我们过于偏向鸽派。美联储应在今年秋季开始相当迅速地 taper，以便让其在2022年头几个月结束，并为必要时在当年加息铺平道路。	圣路易斯联储行长	无	有
Bullard	2021/8/18	如果美联储为推迟收紧货币政策现在误读未来通胀强度，之后可能需要破坏性地快速调整政策，如果推迟退出低利率和目前每月1,200亿美元的购债计划，可能真的会陷入麻烦。希望2022年第一季度前实施削减购债，四季度上调利率。	圣路易斯联储行长	无	有
Clarida	2021/8/4	如果经济增长保持强劲，将支持今年晚些时候宣布削减债券购买规模，认为加息的必要条件将在2022年年底前得到满足，2023年将进行首次加息。对2023年首次加息的预测与美联储去年采用的2%平均通胀目标机制相符，并体现了扩张性财政政策的现实。	美联储副主席兼理事	有	有
Daly	2021/8/12	美联储可能在2021年底开始 taper。	旧金山联储行长	有	无
Evans	2021/8/10	当前急升的通胀不应促使美联储过早收紧货币政策，在做出任何调整之前，需要看到更多月份的就业数据。鉴于就业持续强劲增长的预期，很可能在今年晚些时候达到 taper 的门槛。	芝加哥联储行长	有	无
Evans	2021/8/12	不赞成在9月份宣布 taper，希望看到更多的就业报告。	芝加哥联储行长	有	无
George	2021/8/11	目前通胀飙升、劳动力市场复苏以及预期强劲需求将持续下去，削减资产购买的标准可能已经达到，我支持在这种情况下结束资产购买。不过Delta变种毒株可能会使美联储撤回政策支持的时间表复杂化。	堪萨斯联储行长	无	有
George	2021/8/11	通过财政和货币政策提供的强有力支持，经济摆脱了新冠大流行造成的危机，并走上了复苏的道路，这表明美联储是时候开始撤走部分支持了。	堪萨斯联储行长	无	有
Kaplan	2021/8/4	希望不久后开始以渐进的方式实施启动 taper。提前 taper 不是加速加息的前兆，而是预示着美联储将以更耐心的态度对待升息。	达拉斯联储行长	无	无
Kaplan	2021/8/6	美联储应该尽早以渐进方式缩减资产购买计划，大规模购债可能导致过度的冒险。	达拉斯联储行长	无	无
Kaplan	2021/8/11	美联储应在9月宣布 taper 的时间表，并在10月开始缩减。美联储每月1,200亿美元的资产购买计划无助于当前经济，后者面临的是供应问题，而不是需求问题。	达拉斯联储行长	无	无
Kashkari	2021/8/5	高传染性的新冠变异毒株Delta可能阻碍劳动力市场复苏，并影响美联储 taper 的时间表。	明尼阿波利斯联储行长	无	无
Kashkari	2021/8/16	如果未来几个月就业数据仍较强劲，经济复苏进展将足以使美联储开始缩减债券购买规模。	明尼阿波利斯联储行长	无	无
Kashkari	2021/8/17	美联储在今年底开始 taper 可能是合理的，不过这将取决于就业市场取得进一步进展，希望再看到多几份强劲的就业数据后再实施减码。加息可能还需要几年的时间，因为美联储已承诺在经济实现充分就业之前不会加息。美国劳动力市场仍有很多闲置，约有 600-800 万美国人失业，如果没有疫情，这些人原本是有工作的。	明尼阿波利斯联储行长	无	无
Powell	2021/7/28	美国就业市场仍需取得一些进展，才是撤走经济支持措施的时候，希望在未来几个月看到强劲的就就业数据。	美联储主席	有	有
Powell	2021/7/28	官员们对减码购债的操作机制，包括速度和构成调整等问题都进行了讨论，承诺在做出任何减码决定前会给予市场充分警示。认为购买美债和MBS对金融状况的影响方式非常类似	美联储主席	有	有
Rosengren	2021/8/9	美联储应该在9月议息会议上宣布将在秋季开始 taper。资产购买不再有助于劳动力市场，而是有助于推高利率敏感市场（即住房）的价格。	波士顿联储行长	无	有
Rosengren	2021/8/16	若再有一个月的数据显示就业岗位强劲增长，就可能满足美联储开始缩减每月资产购买步伐的要求。美国经济尚未达到充分就业，这是加息标准之一。尽管他预计明年通胀率将超过2%，但官员们必须等待，看这一预测是否会成真。	波士顿联储行长	无	有
Waller	2021/8/5	美国经济复苏进展迅速，劳动力市场正在改善，美联储可能早于预期地开始撤走宽松货币政策。	美联储理事	有	有

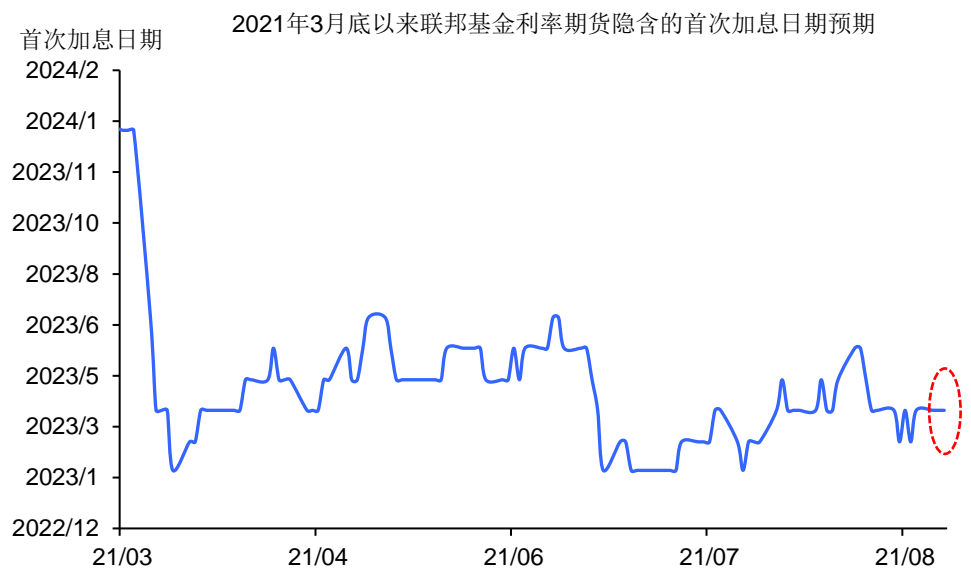
数据来源：美联储，路透，彭博社，东吴证券研究所

图 1: 2021 年 6 月美联储利率预期点阵图



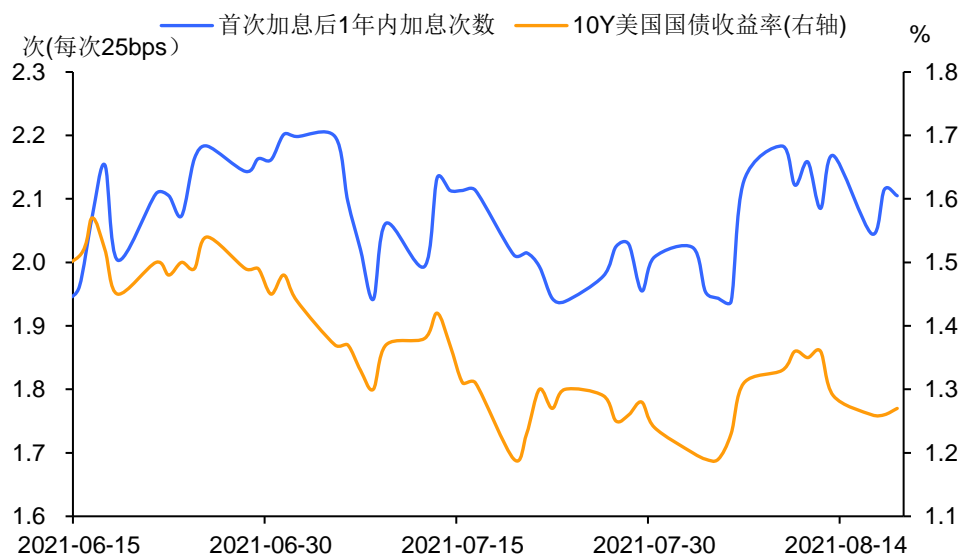
注：每一点代表了一位美联储投票官员对于未来联邦基金利率中值水平的判断
 数据来源：Fed, 东吴证券研究所

图 2: 2021 年 8 月市场预期美联储首次加息时间为 2023 年 3 月



数据来源：Bloomberg, 东吴证券研究所

图 3: 2021 年 6 月议息会议以来 10 年期美债利率和美联储加息速度走势一致



数据来源: Bloomberg, Wind, 东吴证券研究所

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_25638



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>