

Taper 节奏基本已定，警惕未来收紧提速风险

——美联储9月议息会议点评

宏观点评

财信研究院 宏观团队

胡文艳

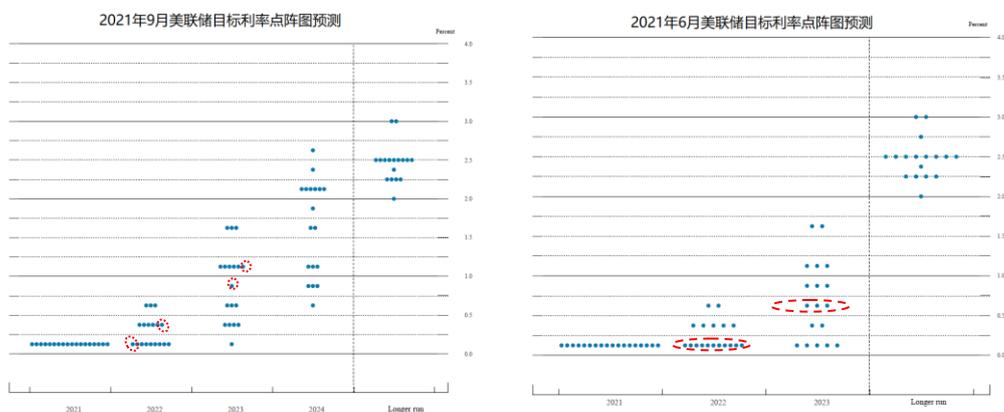
事件：北京时间2021年9月23日凌晨，美联储公布了9月份议息会议纪要。

核心观点：1) 9月FOMC会议维持基准利率和资产购买计划维持不变；2) 美联储未来加息预期明显提升，货币政策委员会预测的点阵图显示，2022年底将加息一次、2023年将加息三次；3) 预计今年11月份美联储将宣布资产缩减(Taper)计划，2022年中左右结束Taper；4) 受疫情蔓延冲击影响，下调2021年GDP增速预测至5.9%，但对中长期经济修复保持乐观；5) 继续大幅上调2021年核心个人消费支出平减指数(PCE)至3.7%，预计未来几个月内通胀或继续上升；6) 建议警惕美联储货币政策收紧提速风险。

一、美联储短期维持宽松不变，但未来加息预期明显提升

美联储9月FOMC会议决议保持联邦基金利率区间在0%-0.25%和购债规模不变，但联储委员预期的加息节奏明显加快。一方面，本月点阵图数据显示，预计2022年至少加息1次的人数达到9人，较6月份议息会议增加两人，表明一半的委员已支持2022年首次加息；同时18位委员中有17位预计2023年至少加息1次，13位委员支持到2023年加息2次（见图1），半数委员支持2023年加息3次。另一方面，鲍威尔在会议后的发言中强调，缩减资产购买量的时间并不意味对加息时间发出直接信号，加息的门槛远高于缩减购债的门槛，但同时强调，在明年年中左右结束逐步缩减过程可能是合适的。这意味着结束缩减后，2022年末左右加息的条件将日趋成熟。

图1：美联储点阵图



资料来源：美联储，财信研究院

二、11 月份宣布 Taper、2022 年中左右结束缩减概率偏大

一方面，9 月议息会议纪要明确提及“经济朝着目标取得了进展，如果经济复苏继续大致符合预期，委员会认为很快就需要放缓资产购买的步伐”，暗示缩减（Taper）将至。另一方面，鲍威尔在发言中也表示如果经济继续与预期一致，可以在下次会议上采取缩减购债的计划，而下次美联储会议时间为 11 月份，届时宣布 Taper 概率较大。另外，节奏上鲍威尔提及只要复苏仍在轨道上，明年年中左右结束缩减过程可能是合适的，预计未来美联储每个月缩减 150-200 亿元资产购买规模的概率较大。

本次议息会议与鲍威尔发言进一步明确了 Taper，原因在于：一是美国通胀水平已远超 2% 的目标值，如美国 7 月份个人消费支出平减指数（PCE）与核心 PCE 已分别高达 4.2%、3.6%，且按照美联储的预测，未来数月通胀或继续上升；二是鲍威尔指出在就业方面取得进一步实质性进展的考验也已经基本完成。如尽管受疫情加重影响，8 月份就业增长放缓，但过去三个月平均每月新增就业岗位 75 万个，表明美国劳动力需求整体仍非常强劲，修复势头良好。

三、疫情蔓延经济复苏放缓，下调经济增速预测，上调失业率预测水平

与 6 月份议息会议相比，美联储下调 2021 年经济增速预期值，同时上调失业率预测水平，反映出受德尔塔变异病毒蔓延影响，美国经济复苏有所放缓，但美联储预计中长期内经济仍将保持较快增长，其短期放缓暂不影响货币政策收紧节奏。如经济增长方面，美联储将 2021 年 GDP 增速目标调至 5.9%，较 6 月份预测值调低 1.1 个百分点；但预计 2022 和 2023 年 GDP 增速分别为 3.8% 和 2.5%，较 6 月份分别调高 0.5 和 0.1 个百分点。失业率方面，美联储预计 2021-2023 年失业率分别为 4.8%、3.8% 和 3.5%，与 6 月份相比，将 2021 年失业率上调了 0.3 个百分点，其他年份则保持不变。

表 1：美联储对美国经济数据的预测变化

美国经济数据		2021 年	2022 年	2023 年
GDP	9 月预测	5.9%	3.8%	2.5%
	6 月预测	7.0%	3.3%	2.4%
失业率	9 月预测	4.8%	3.8%	3.5%
	6 月预测	4.5%	3.8%	3.5%
PCE	9 月预测	4.2%	2.2%	2.2%
	6 月预测	3.4%	2.1%	2.2%
核心 PCE	9 月预测	3.7%	2.3%	2.2%
	6 月预测	3.0%	2.1%	2.1%

资料来源：美联储，财信研究院

注：PCE 为个人消费支出平减指数。

四、继续大幅上调 2021 年通胀水平，未来数月通胀或继续上升

一是美联储的经济预测数据显示，2021-2023 年 PCE 和核心 PCE 再度被全面上调，且 2021 年两者水平均已被调增至 4% 附近。具体看，美联储预计 2021-2023 年 PCE 增速

分别为 4.2%、2.2% 和 2.2%，较 6 月份预测值分别上调 0.8 个百分点、0.1 个百分点和维持不变；同时将 2021 年核心 PCE 增速较 6 月份预测值调增 0.7 个百分点至 3.7%，反映出美联储对短期通胀前景的担忧继续增加。

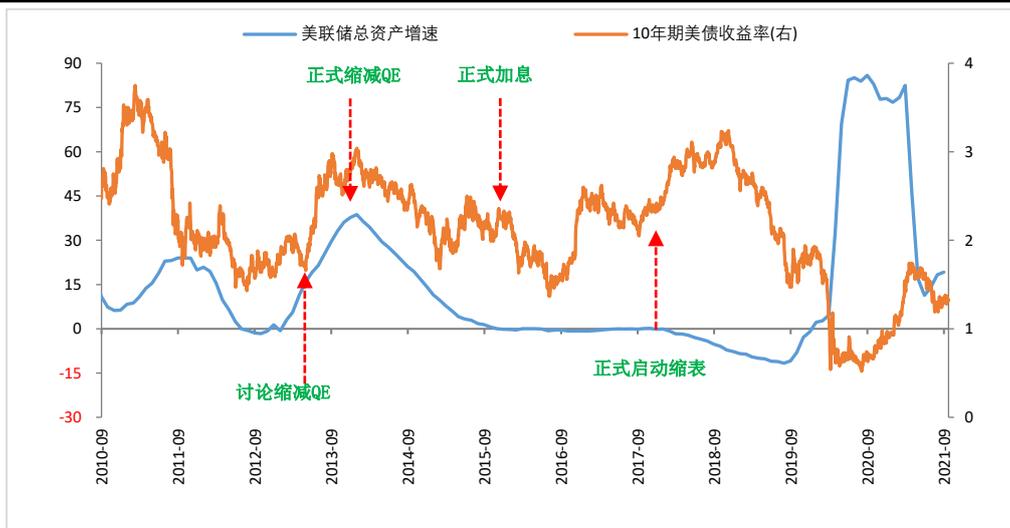
二是鲍威尔在会后的发言中，对短期通胀的表述也更为谨慎。如鲍威尔明确提出通货膨胀率正在上升，而且在放缓之前的未来几个月内可能会继续上升，与 6 月份“未来几个月涨幅可能仍将居高不下”表述相比，对通胀预期明显上调；同时鲍威尔承认随着经济继续重新开放，供应瓶颈、招聘困难和其他制约因素可能再次被证明比预期更大、持续时间更长。但对于中长期通胀前景，鲍威尔仍强调供应约束将减弱，通胀预计将回落到美联储长期目标，当前长期通胀预期指标也与 2% 的目标大体一致。

五、Taper 节奏基本明确，警惕未来收紧提速风险

本次会议基本明确了美联储未来 Taper 的大致节奏，明年底加息一次的预期也很大程度上已被市场消化，预计短期内美联储货币边际收紧预期对市场的影响或有限。

受美国通胀与就业目标非对称修复影响，当前美联储收紧货币政策的节奏、力度均较为节制。但一旦劳动力市场继续稳定恢复，美联储货币政策仍存在速度较快、幅度较大的收紧提速风险，转而去更多地平衡通胀目标，届时全球金融市场面临的波动冲击仍不可小觑。根据 2013 年以来美联储货币收紧的经验，过程中难以避免会加大美债利率波动上行风险（见图 2），特别是美联储收紧超预期时，更容易引起市场的恐慌。作为全球主要资产定价的锚，美债利率上行或将进一步引发全球金融市场估值的调整，且新兴市场国家或还面临资金外流、外债负担增加等多重挑战。但预计此次加息对全球市场的影响，要好于 2013 年，因为美联储总结上次教训，市场对加息信号消化也较为充分。

图 2：2013 年以来美联储货币收紧进程及美债利率表现



资料来源：美联储，WIND，财信研究院

免责声明

本报告由财信研究院提供，仅供本公司员工和客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告所提供信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。

本报告所载信息仅反映本公司初次公开发布该报告时的判断，我司保留在不发出通知的情形下，补充、更正和修订相关信息的权利，报告阅读者应当自行关注相关的更新或修改。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载内容仅供参考，不构成对任何人的投资建议。报告阅读者的一切商业决策不应将本报告作为投资决策唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断，在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的直接或间接后果承担任何责任。

本报告所有表述是基于分析师本人的知识和经验客观中立地做出，并不含有任何偏见，投资者应从严格经济学意义上理解。我司和分析师本人对任何基于偏见角度理解本报告所可能引起的后果，不承担任何责任，并保留采取行动保护自身权益的一切权利。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式复制、发表、引用或传播。如征得本公司同意进行引用、刊发，需注明出处为财信研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本公司对本免责声明条款具有修改和最终解释权。

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_26913

