

Taper 落地后，加息还有多远？

2021年11月03日

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

- 美联储在本周 11 月议息会议上有望宣布 taper。而每月 150 亿美元（100 亿美元国债+50 亿美元 MBS）的缩减步伐，意味着这轮削减宽松的 plan 很有可能在明年 6 月完全结束。不过我们预计鲍威尔将在新闻发布会上强调该计划的灵活性，即可以根据未来就业和通胀数据的变化加快或放缓缩减的步伐。
- 除了 taper 的靴子落地之外，美联储在本次会议上的声明中很有可能放弃“通胀高企主要反映了暂时性因素”的表述。取而代之以“通胀的高企受供给短缺难以消退的影响，可能比预期持续更久”；并且有可能删去“通胀持续低于 2% 这一长期目标”的措辞。我们认为声明中的这些变化将成为本次会议的鹰派信号，表明美联储并无意修正当前市场对于美联储在 2022 年将加息两次的激进预期（图 1），尤其是考虑到当前这一预期并未阻碍美股的持续创新高。
- 尽管美联储在本轮 taper 中汲取了 2013 年“削减恐慌”的教训，希望将 taper 和加息的标准区分开来，但我们认为当前通胀的持续高企确实对美联储提早加息构成风险。那么，未来什么样的条件会引发美联储加快 taper 的步伐，进而提前释放加息的信号？我们认为如下三种情形值得密切关注：
 - 薪资增速超 4%。在劳动力供给紧俏的背景下，2021 年二三季度美国员工薪资增速跳升，二季度 ECI 从 3.6% 飙升至 4.6%（图 2）。鉴于增强的失业救济金已经于 9 月初到期，后续随着劳动力供给的逐步恢复，工资增速理应回落至 4% 的区间内。如果 2021 年四季度工资仍维持二三季度的增速，美联储可能会倾向于提前加息。
 - 长期通胀预期的失控。如美联储此前所言，长期通胀预期保持稳定是本轮通胀的回升是暂时性的一大证据。然而，无论是从家庭调查还是市场的指标里看，近期长期通胀预期的回升都接近美联储合意区间的上沿，如果未来密歇根大学调查的长期通胀预期持续高于 3%，或者 10 年期美债的盈亏平衡通胀率持续高于 2.6%，都将引发美联储对于长期通胀预期失控的担忧，从而加快其加息步伐。
 - 非暂时性通胀维持高位，导致核心 PCE 持续超过 3.5%。通胀的持续性可以通过从整体通胀中剔除反周期性来判断，我们此前的报告介绍了颇具代表性的亚特兰大联储粘性价格 CPI 和旧金山联储的周期性核心 PCE。当前前者已飙升至金融危机后的新高，后者接近疫情前的高点（图 4、图 5）。鉴于 2021 年 6 至 9 月美国核心 PCE 已持续超过 3.5%（图 6），上述两指标维持高位可能促使 2022 年核心 PCE 超过美联储的容忍范围，促使其加息来应对。
- 另外值得注意的是，外部货币政策环境可能成为美联储加息的重要催化剂。2021 年以来在通胀的压力下，部分新兴市场经济体和发达经济体（比如韩国和挪威）已经开始加息，在全球加息（预期）浪潮中美国已经处于落后的位置（图 7）。这与以往明显不同，以 2015 年为例，当时新兴市场经济体和非美发达经济体仍处于降息周期中，“逆行”的美联储加息落地缓慢而艰难（图 8、图 9），而这一次我们可能不应低估美联储 2022 年加息的决心和概率。
- 风险提示：疫情扩散超预期，美联储货币政策超预期收紧

- 1、《宏观周报 20211101：“滞”还是“胀”，海外市场如何定价？》2021-11-01
- 2、《宏观月报 20211031：不升反跌，PMI 为何创新低？》2021-10-31
- 3、《宏观周报 20211029：一文尽览拜登 1.75 万亿基建法案大看点》2021-10-29
- 4、《宏观周报 20211028：量化房地产税对地方财政和居民收入的影响》2021-10-28
- 5、《宏观周报 20211025：拜登基建大幅缩水涉及哪些领域？》2021-10-25

图 1: 联邦基金利率期货显示当前市场预期 2022 年加息两次

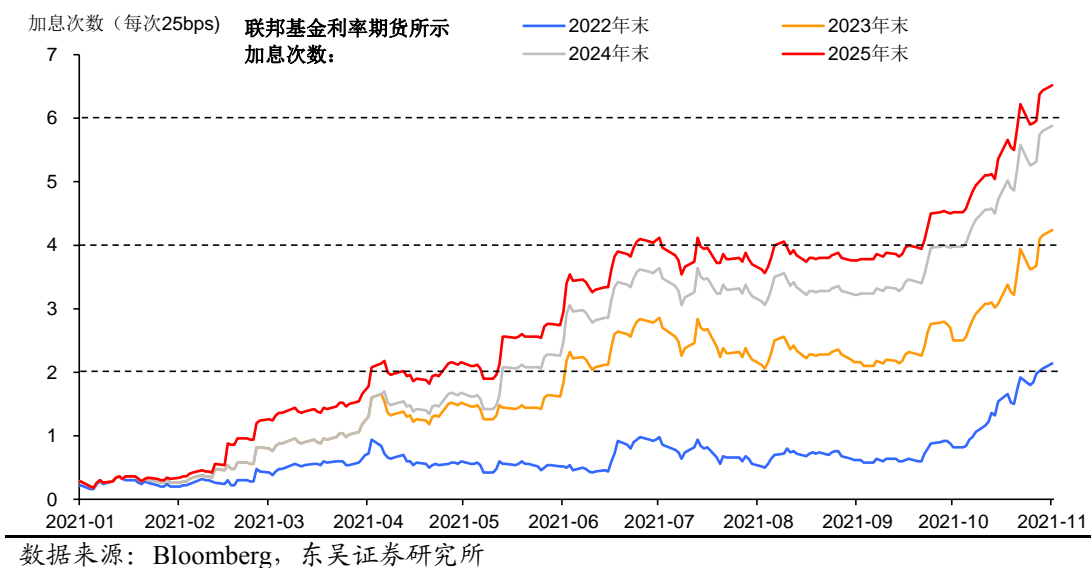


图 2: 2021 年美国薪资增速跳升

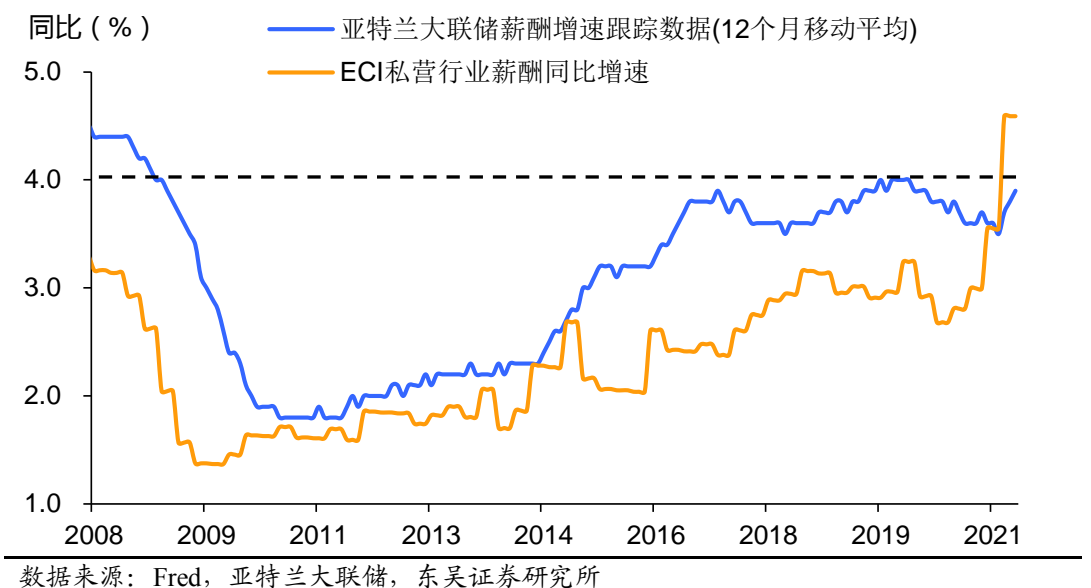
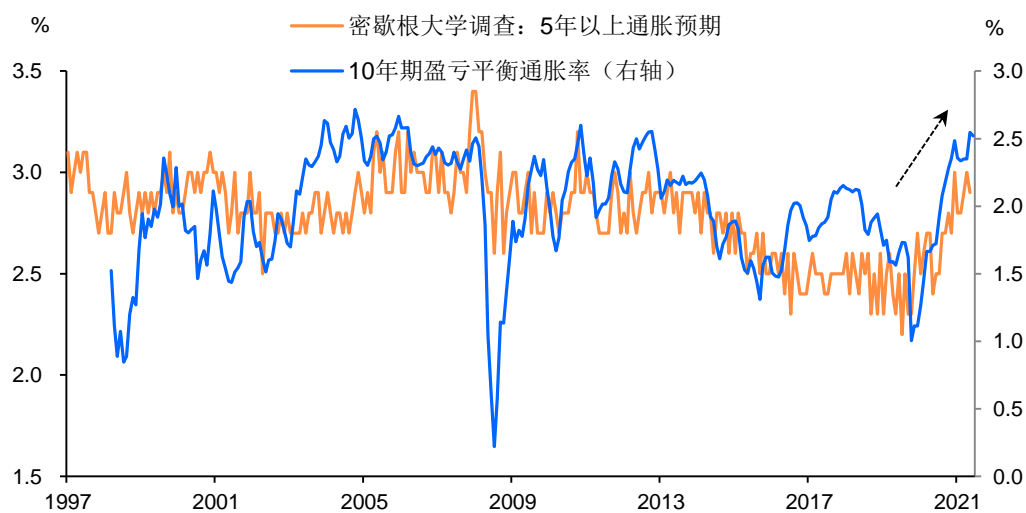
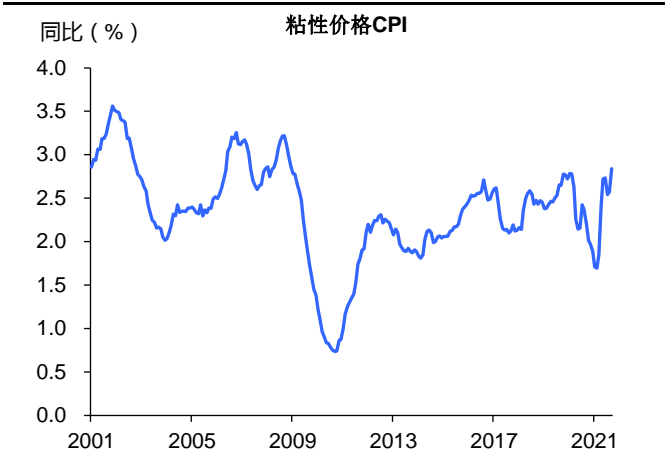


图 3: 当前长期通胀预期的回升有可能超出美联储的合意区间



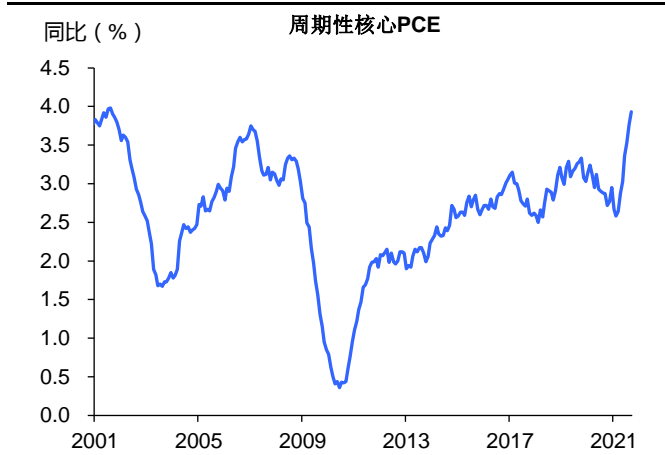
数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 4: 亚特兰大联储粘性价格 CPI 回升至疫情前水平



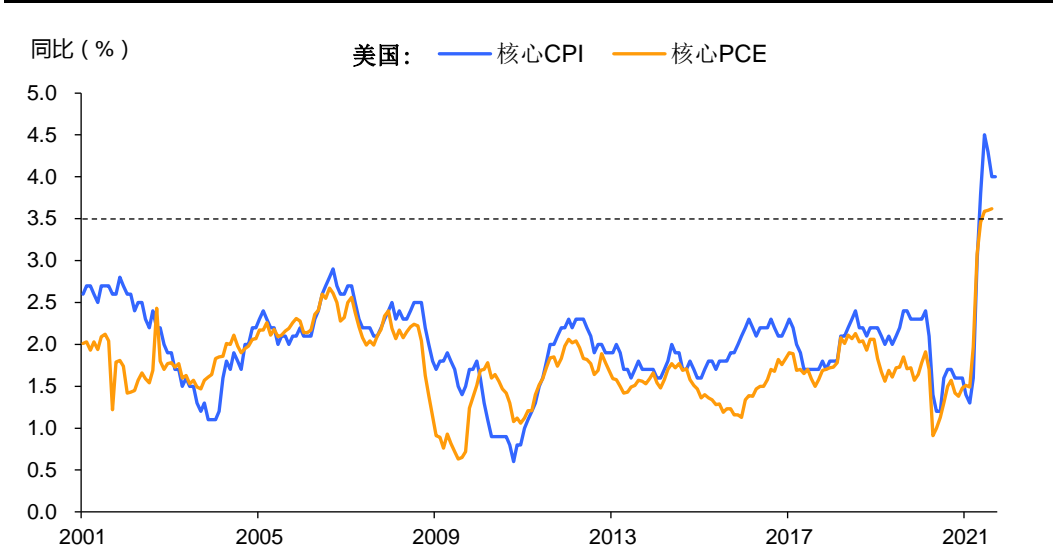
数据来源: 亚特兰大联储, 东吴证券研究所

图 5: 旧金山联储的周期性核心 CPI 持续飙升



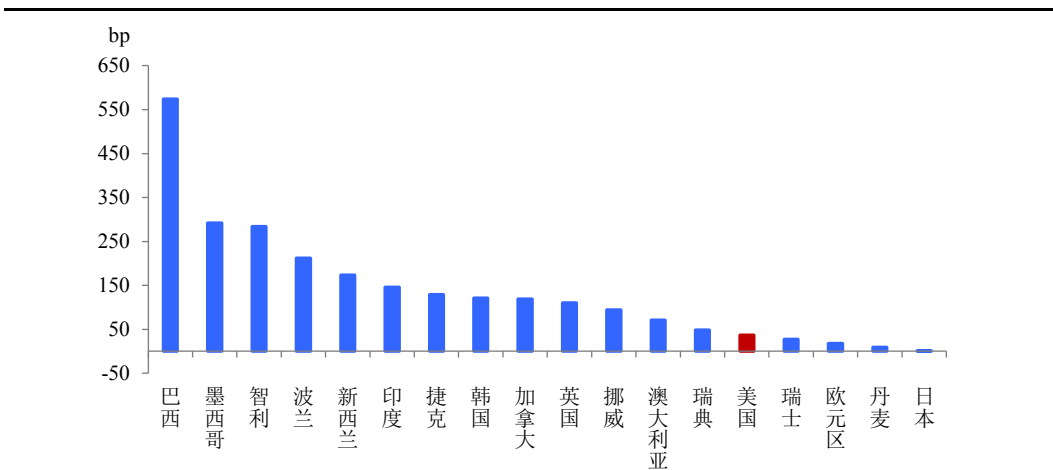
数据来源: 旧金山联储, 东吴证券研究所

图 6: 2021 年 6 月起美国核心 PCE 持续超过 3.5%



数据来源: Wind, 东吴证券研究所

图 7: 未来一年内主要经济体政策利率变化预期 (截至 2021 年 11 月 3 日)



数据来源: Bloomberg, 东吴证券研究所

图 8: 美联储政策利率和新兴市场经济体政策利率

图 9: 美联储政策利率与欧洲经济体政策利率

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_28831



云报告
https://www.yunbaogao.cn

云报告
https://www.yunbaogao.cn