

Taper 后美国加息的三种可能情景

—美联储 11 月议息会议点评

宏观专题报告

2021 年 11 月 05 日

报告摘要：

11 月议息会议官宣 Taper 完全在市场预料之中，故而 Taper 对市场的即期影响并不大。11 月会议最值得关注的是美联储对通胀定性从“暂时性”向“事件性”转变，通胀定性判断的转变将直接影响未来美国可能的加息节奏（我们给出三种可能性）。另外，市场目前对美国加息路径的定价过于激进，美联储短期内加息概率非常低。

● 美联储 Taper 时间点和速度均与市场预期一致，对市场扰动不大

本次 Taper 以 150 亿美元/月的速度推进，美联储将在 11 月中旬将购债规模从当前 800 亿美元国债/月和 400 亿美元 MBS/月分别削减至 700 亿美元/月与 350 亿美元/月；在 12 月中旬将购债规模进一步削减至 600 亿美元国债/月和 300 亿美元 MBS/月。

● 美联储对通胀的定性从“暂时性”转为“事件性”

此次议息会议鲍威尔实质性承认本轮通胀是“事件性”，标志性意义在于美联储给出了通胀是否超预期的客观判断标准。后续跟踪美联储货币政策，尤其跟踪美联储政策如何锚定通胀，关键点是疫情修复过后，通胀能否回落至目标区间。如果不是，则意味着通胀已经不是“事件性”，美联储有义务对超预期的通胀做出政策收紧反应。

● 美国三种经济状态决定未来存在三种可能的加息节奏

（一）第一种情况，疫情平复后美国通胀仍处于 3-4% 的相对高位，意味着通胀并非“事件性”的。此时我们可以预期美联储将大概率加息。

（二）第二种情况，疫情后美国通胀收敛至 $2 \pm 0.5\%$ 的目标区间，就业成为影响加息节奏的关键变量。这种情况下，充分就业目标达成，则进入加息周期；充分就业未达成，则延迟加息。另外，若疫情对劳动力市场的永久性冲击存在，则会改变充分就业判断条件。美联储有可能在就业指标未恢复至疫情前情况下（读数上表现为“不充分就业”），进行加息。

（三）第三种情况，美国通胀风险失控，美联储大概率要加快 Taper 节奏，甚至在 Taper 结束后迅速加息。当前住宿通胀的上升和美国居民工资性收入的高增构成通胀失控风险。

● 当前市场对加息定价过于激进，未来真实的加息节奏或慢于市场预期

目前市场在定价美联储迫于通胀提前加息而带来的经济走软。市场预期到 2022 年底美联储加息一次以上的概率为 96%，加息两次以上的概率为 78%。

美联储大概率不会在 Taper 正在进行的时候进行加息操作。边加息边进行购债操作的政策组合存在天然的矛盾。

● 风险提示：

美联储通胀容忍度超预期，疫情持续时间超预期。

民生证券研究院

分析师：周君芝

执业证号：S0100521100008

电话：15601683648

邮箱：zhoujunzhi@mszq.com

相关研究

美联储 Taper 时间点和速度均与市场预期一致，宣布 Taper 本身对市场的扰动不大。

美联储将在 11 月中旬将购债规模从当前 800 亿美元国债/月和 400 亿美元 MBS/月分别削减至 700 亿美元/月与 350 亿美元/月；同时，美联储计划在 12 月中旬将购债规模进一步削减至 600 亿美元国债/月和 300 亿美元 MBS/月。本次 Taper 以 150 亿美元/月的速度推进。

Taper 对市场影响尚难全面评估，Taper 毕竟落地，目前已不再是投资者最关注的问题。按照美联储政策正常化路径，Taper 结束后便是加息，美联储加息节奏主要锚定充分就业和价格稳定。

判断未来美国货币政策，我们认为最值得关注的是联储对双重使命（通胀和就业）的“艺术性评估”。Taper 宣布后，两个问题值得我们思考。一，美联储如何在传统框架内逐步调整通胀的定位，二，美联储如何根据疫情后美国经济状态而选择合适的加息节奏。

1 美联储对通胀的定性从“暂时性”转为“事件性”

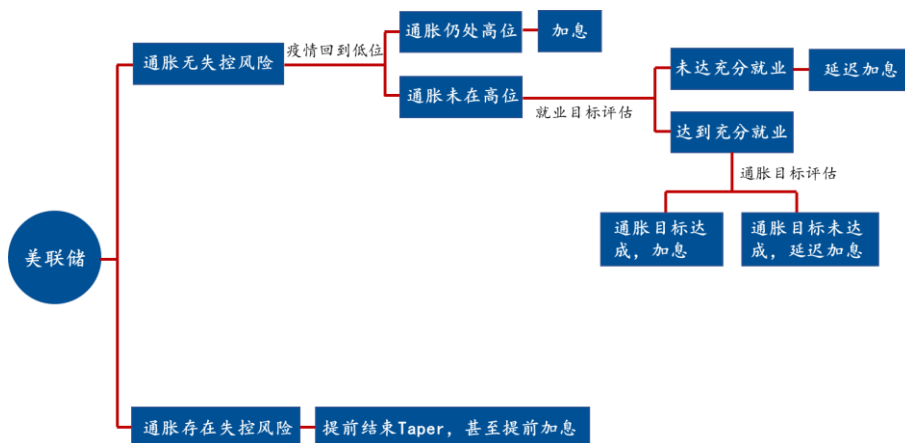
美联储对通胀态度有较大转变，通胀疫情前后的变化或可直接影响未来美联储加息节奏。

此次美联储会议声明最重要的两处修改都跟通胀有关。第一，新增“疫情和经济重启导致的供需不平衡使某些行业的价格显著上升”；第二，将“疫苗接种将继续减弱公共健康危机对经济的影响”修改为“疫苗接种和供给约束的放松将有望支撑经济活动、就业和通胀下降”。

鲍威尔对本轮通胀的定性判断有微妙调整。鲍威尔多次强调通胀是供给瓶颈造成的，而供给瓶颈则是因为疫情带来的供需失衡造成的，其对“暂时性”的理解不是“短期”，而是指通胀不会一直持续下去。亚特兰大联储主席博斯蒂克在 10 月 12 号的演讲中表达过类似的意见。博斯蒂克认为，“事件性”(episodic)比“暂时性”(transitory)更准确地描绘了当前的通胀情况，因为价格的上升与疫情相连，而当疫情消退，通胀也会复归常态。

此次议息会议鲍威尔实质性承认本轮通胀是“事件性”，标志性意义在于美联储给出了通胀是否超预期的客观判断标准。后续跟踪美联储货币政策，尤其跟踪美联储政策如何锚定通胀，关键点是疫情修复过后，通胀能否回落至目标区间。如果不是，则意味着通胀已经不是“事件性”，美联储有义务对超预期的通胀做出政策收紧反应。

图1: 美联储货币政策决策树



资料来源: 民生证券研究院, (假设疫情回落至低位时 Taper 已结束, 内容仅供参考, 不代表美联储观点)

2 美国三种经济状态决定未来存在三种可能的加息节奏

美联储货币框架素来锚定通胀和就业双重目标。只不过此次疫情对经济的冲击跳脱了正常周期分析框架, 美联储根据实际情况灵活调适货币规则。根据本期议息会议中美联储对通胀的关注, 我们认为疫情后美国经济或有三种可能的演绎情景, 分别对应三种加息节奏。

第一种情况, 疫情平复后美国通胀仍处于 3-4% 的相对高位, 意味着通胀并非是“事件性”的。

年初联储认为价格上行是基数效应和小部分商品价格上升导致的“暂时性”通胀。而在三季度基数效应消退, 通胀开始向其他分项传导, 通胀表现某种程度上超过了美联储之前预期。在此情况下, 美联储不得不提前沟通 Taper (年初市场普遍预期美联储在 2022 年开始 Taper)。

与之类似, 当明年美国疫情新增数据维持在低位, 但通胀仍然未见显著回落时, 届时通胀表现宣告“事件性”通胀逻辑并不成立。此时我们可以预期美联储将大概率加息。

图2: 美国疫情高位回落, 但新增病例绝对值仍较高 (单位: 人)



资料来源: Our World in Data, 民生证券研究院

第二种情况，疫情后美国通胀收敛至 $2 \pm 0.5\%$ 的目标区间，就业成为影响加息节奏的关键变量。

这时候美联储政策框架正常运行，这种情况下，充分就业目标达成，则进入加息周期；充分就业未达成，则延迟加息。

另需关注疫情对劳动力市场造成的“伤痕效应”（永久性冲击），是否改变充分就业判断条件。鲍威尔提到当前美国经济还远未达到充分就业水平，而充分就业大致以 2020 年 2 月的就业水平作为基准。当前复苏中劳动参与率恢复缓慢，很多在上一轮周期中一直没有退休的劳动力选择在疫情时期退出劳动力市场。假如这种结构性变化持续，意味着疫情缓解后美国充分就业的劳动参与率仍会大幅低于疫情前水平。也就是说，“伤痕效应”若确实存在，则美联储有可能在就业指标未恢复至疫情前情况下（读数上表现为“不充分就业”），进行加息。

图3: 疫情可能改变了美国 2015 年以来劳动参与率的上升势头（单位：%）



资料来源：Wind，民生证券研究院

值得注意的是，上文讨论的两种情形，均基于“美国通胀没有失控风险”这一假设。但若通胀失控，那么美联储未来的加息节奏极有可能发生非常大的调整。

第三种情况，美国通胀风险失控，美联储大概率要加快 Taper 节奏，甚至在 Taper 结束后迅速加息。目前不能忽视美国通胀失控的可能性，这里说的“通胀失控”，是指公众通胀预期大幅漂移，远远高于美联储 2% 的通胀目标。

单从通胀读数和结构表现看，目前尚不能排除美国通胀失控可能。9 月住宿分项开始驱动美国通胀上行。除此之外，当前美国居民工资性收入的高增是通胀的另一重要风险。9 月美国个人收入下降 2053 亿美元，但雇员报酬收入上升 879 亿美元，转移支付收入降低 2959 亿美元是总收入降低的主要原因。另外，美国 2021 年 3 季度劳动力成本指数 (ECI) 的同比增速为 4.6%，已达到有记录以来的最高值。

图4: 美国居民工资性收入持续高增 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

3 当前市场对加息定价过于激进，未来真实的加息节奏或慢于市场预期

据芝加哥商品交易所的联邦基金期货数据，截至11月3日，市场预期到2022年底美联储加息一次以上的概率为96%，加息两次以上的概率为78%。

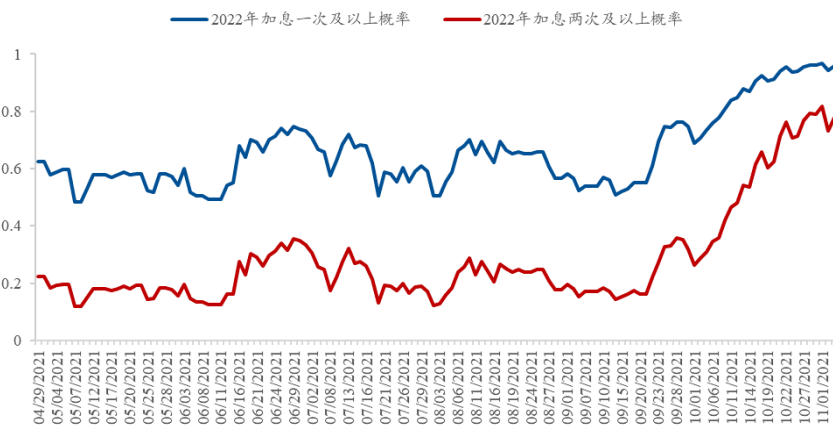
当前美国市场短端通胀预期上升速率快于长端以及美债期限利差收窄，我们认为市场在定价美联储迫于通胀提前加息而带来的经济走软。

美联储大概率不会在 Taper 正在进行的时候进行加息操作。

货币政策触及利率零下界时，常规宽松操作不再起效，此时需要非常规宽松，即为量化宽松，这也是量化宽松政策创设的初衷。边加息边进行购债操作，本质上是常规货币收紧（加息），然而搭配量化宽松（购债），这种政策组合存在天然矛盾。

目前虽然缩减了购债规模，但仍在购债。所以不需要过度担忧购债进程中实施加息。与其担忧美联储会因通胀风险提前紧缩，还不如先关注12月会议公布的利率点阵图。

图5: 美联储2022年底加息概率



资料来源: CME, 民生证券研究院

图6: 美国期限利差走窄 (单位: %)



资料来源: Wind, 民生证券研究院

4 风险提示

美联储通胀容忍度超预期，疫情持续时间超预期。

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_29156

