

2021年11月26日

美联储加快 taper 是否意味着提早加息？

证券分析师 陶川

执业证号：S0600520050002

taoch@dwzq.com.cn

研究助理 段萌

duanm@dwzq.com.cn

研究助理 邵翔

shaox@dwzq.com.cn

■ 2021年11月美联储议息会议以来，美国通胀飙升的势头不减，10月核心PCE创30年来新高，11月会议纪要显示出诸多美联储官员对于通胀风险平衡的转变，近来甚至部分偏鸽派的官员也展示出对通胀担忧的态度，表示若事态延续，将支持 taper 节奏的加快。由此来看，2022年美国有望加速退出宽松的货币政策，释放出提前加息的信号，后续在12月议息会议上，美联储的政策可能面临着三步转向：

■ 首先，对于通胀预期的引导转向更为中立的基调，显示出与风险更为匹配的关注态度。2021年8月以来，尽管美国通胀持续创新高，但是美联储一再强调“通胀高企主要反映了暂时性因素”。但是11月议息会议后，包括鲍威尔在内的美联储官员对于通胀的语气产生了微妙的变化，对于通胀恢复正常的速度愈发模糊（表1）。尽管12月议息会议美联储不需要明确传达通胀将持续相当长的时间，但对于“通胀暂时性”的论调可能有所转变，表示出与通胀飙升风险更加匹配的担忧态度。

■ 其次，Taper 加速的可能性加大，结束时点可能提前至2022年3月左右。多个因素显示加快 taper 的门槛较低：①通胀飙升动量不减，意味着货币政策应尽快从宽松中撤离，从而为提前加息创造更多空间；②就业回归有好转迹象，10月非农超预期强劲；③美联储理事沃勒及克拉里达都表示应加快 Taper，甚至部分鸽派成员，如旧金山联储行长戴利也表示，“如果就业和通胀数据保持最近的水平，加快 Taper 可能是有必要的”。

因此，即将于12月议息会议前发布的11月美国就业和通胀数据极为重要，若显示出就业和通胀态势的持续，美联储可能会在12月的会议上宣布从2022年1月起加速 taper，并于2022年一季度末左右结束。

■ 最后，美联储对于加息时点的指引可能调整为从2022年上半年开始。一方面，如果美联储如市场预期般加快 taper 步伐，于2022年中前结束，为提前加息留出了空间。另一方面，2022年议息会议票委阵容比2021年更加鹰派，堪萨斯联储行长乔治和圣路易斯联储行长布拉德两位“鹰派代表”均为2022年票委（图2）。不过，鉴于美联储政策制定依赖于变化的数据，不排除在后续通胀和就业显著不及预期下，加息被推迟或取消的可能。

■ 从加息节奏来看，2021年12月美联储对于加息次数的指引与市场的分歧可能缩小。9月当市场对于首次加息的日期还停留在2023年3月时，美联储的指引已经变成2022年加息0.5次、2023年和2024年分别再加息3次。11月市场预期转为2022年加息两次（图3），而美联储官员也暗示可能加速 taper，为首次加息时点提前、加息节奏加快预留出空间。由此来看，12月议息会议美联储超预期鹰派导致美债利率上行的风险有限。

■ 美联储不再“淡定”对国内货币政策影响几何？美联储加速 Taper 当前对于国内货币政策的影响可能较为有限，相较以往央行可能更多地发挥汇率的变动的调节功能：一方面，中美利差（十年期国债收益率之差）仍处于较高水平；另一方面，当前人民币有效汇率偏高，适当的贬值有利于缓解经济压力（图4和5）。美联储加息对于国内货币政策的影响可能更大，可以参考2014年美联储 taper 下央行降准降息，2017年美联储加息情况下央行跟进小幅提高逆回购利率。随着2022年年中美联储 Taper 接近尾声、加息临近，央行的宽松空间将受到较大限制。

■ 风险提示：新冠病毒变异、疫苗失效，确诊病例大爆发导致经济重回封锁

1、《宏观周报 20211125：美国库存重建对2022年中国出口的影响有多大？》2021-11-25

2、《宏观周报 20211123：“与病毒共存”下的市场表现：新加坡模式探讨》2021-11-23

3、《宏观周报 20211122：政策全面转向的信号出现了吗？》2021-11-22

4、《宏观周报 20211121：“与病毒共存”下的市场表现：英国模式探讨》2021-11-21

5、《宏观周报 20211120：拜登民调为何翻车了？》2021-11-20

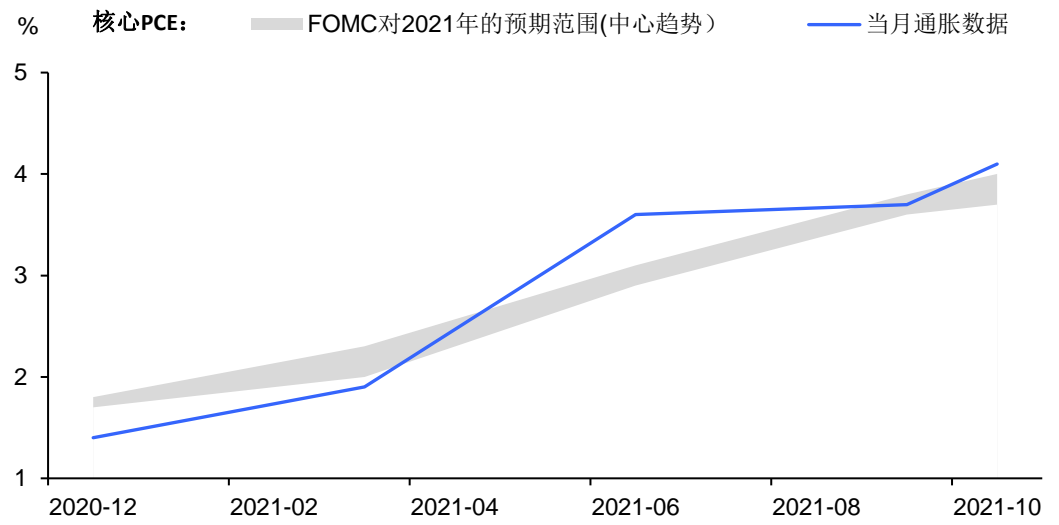
表 1: 2021 年议息会议以来诸多美联储官员对于通胀的担忧加剧

官员	日期	美联储官员表态	职位	2021FOMC 投票权	2022FOMC 投票权
乔治	2021/11/5	有理由预计通胀最终会缓和，但长期高通胀的风险已经增加，通胀率远高于长期平均水平。对于政策制定者来说，通胀和劳动力市场摩擦将持续多久的不确定性使选择变得复杂。要判断就业最大化，政策制定者需要考虑通胀和工资压力。一些指标表明劳动力市场吃紧，不过紧张是暂时的。现在可能是美联储目标出现冲突的时候了，继续取消宽松政策将是经济发展的关键。	堪萨斯城联储 行长	无	有
布拉德	2021/11/8	如果有必要，可以比明年6月份稍早结束taper，并在2022年进行两次加息。通胀问题相当广泛，预计供应链中断将持续到2022年，如果通胀更为持续，我们可能不得不提前采取行动，但要视数据而定。未来劳动力参与率不会有太大改善，劳动力市场处于战后最活跃的阶段之一，预计明年第一季度某个时候失业率将降至4%以下。	圣路易斯联储 行长	无	有
克拉里达	2021/11/8	加息的三大必要条件可能在2022年底前达成，美联储有望在2022年底前提高利率，不过美联储距离加息还有一段距离。对23、24年加息的前景预期似乎是合理的。中性利率应该高于0。持续的高通胀是个问题，多数官员认为通胀有超过预期的风险，通胀预期对美联储来说至关重要，没有预计到全球供给冲击的深度和广度，目前面临着自上世纪50年代以来最大的供应冲击。投入成本和价格通胀的关系已经减弱，关注物价和工资是非常重要的。根据生产率调整的工资与通胀目标保持一致是至关重要的。根据目前的预测，到明年年底通胀率将达到适度超过2%的水平。充分就业必须与物价稳定目标一致，如果当前的通胀和就业预测能够实现，9月份点状图中勾勒出的政策路径将与美联储的框架一致。	美联储副主席	有	有
哈克	2021/11/8	在Taper完成之前，不要指望加息。预计明年通胀会下降，正密切监视通胀，如果情况允许将采取行动，如果通胀不降温，美联储将提前加息。	费城联储行长	无	无
鲍曼	2021/11/8	通胀仍然居高不下，一些推动通胀的因素预计将持续到明年，食品和能源价格上涨可能对通胀预期产生比想象中更大的影响。因供需失衡，住房成本将上涨，美国房价上涨得益于低利率和高储蓄。密切关注劳动力市场可能变得过热的迹象，主要担心的是由供应链中断和劳动力市场短缺驱动的通胀前景。	美联储理事	有	有
埃文斯	2021/11/8	预计美联储将在2023年首次加息，不认为目前的工资增长速度表明政策过于宽松，如果通胀预期大幅上升，考虑明年加息将是合理的。低利率会持续一段时间，美联储taper的决定并不暗示加息，美联储的加息是由经济表现决定的，前景不确定性导致美联储上调或推迟加息。美联储改变taper速度的门槛相当高，有保持耐心的时间。需要把通胀率降至2%左右。有些迹象表明通胀变得更加广泛，通胀率的上升与供应中断有关，不确定通胀需要多长时间才能缓解，预料在明年春季将对前景有更多了解。通胀前景的上行风险比去年夏天更大，最大的疑问是当前的价格压力会给潜在的通胀带来多大的影响。预计高通胀最终将消退。	芝加哥联储行 长	有	无
布拉德	2021/11/9	基于当前的数据，明年将进行两次加息，可能会随着时间的推移而改变。美联储目前没有考虑加息，而是将注意力集中在了taper上面。我们能做的是评估明年春天的形势，然后可以决定是否加息。通胀范围似乎比预期的更广泛，在通胀持续走高的情况下，美联储可能需要加快行动。企业定价能力的提高可能预示着美国通胀将走高。美国劳动力市场非常紧张，这种情况将持续下去，不过美国失业率在2022年一季度可能降到4%以下。	圣路易斯联储 行长	无	有
戴利	2021/11/9	在不知道通胀会持续多久，加息风险太大了。劳动力市场的状况有很多不确定性，通胀也有很多不确定性，让我们看看明年年中将处在什么位置。有足够的耐心等待和观察通货膨胀，随着供应链和疫情的改善，价格压力将降低。	旧金山联储主 席	有	无
卡什卡利	2021/11/9	对货币政策立场持开放态度，一旦美联储结束taper，将考虑何时加息。不清楚供应链中断会持续多久，价格上涨时间比预期的要长。现在有很多不确定性，未来3、6和9个月将对经济前景认知变得更加清晰。通胀的前景部分取决于劳动力供应情况，如果劳动力没有恢复，这将意味着高通胀可能会持续。无论是需求冲击还是供应冲击，都应该是暂时的。长期通胀预期受到很大制约。	明尼亚波利斯 联储行长	无	无
戴利	2021/11/10	现在关注是否加快Taper还为时过早，现在改变对加息的评估还为时过早。通胀率很高，疫情仍然是一个问题，只要疫情过去，预计高通胀不会以目前的速度持续下去。	旧金山联储主 席	有	无
威廉姆斯	2021/11/12	通胀上升不会对所有家庭产生同等影响，固定收入人群受到的打击更大。劳动力和经济的某些部分更能抵御通货膨胀，而其他则不受保护，固定收入的人显然无法抵御令人惊讶的高通胀。	纽约联储行长	有	无
卡什卡利	2021/11/14	预计未来几个月通胀将继续走高，美联储不应为通胀过高反应过度，因为这可能是暂时的。预计美联储2022年中结束taper时，经济前景将更加明朗，并对随后加息的时机持开放态度。	明尼阿波利斯 联储备行长	无	无
布拉德	2021/11/16	为使通胀放缓，美联储应在接下来的几次会议会更加鹰派。如果通胀没有像预期的那样迅速消失，将由FOMC来控制通胀。通胀相当高，委员会有必要在接下来的几次会议上采取更加强硬的立场，以便能够适当地管理通胀风险。这可能包括以每月300亿美元的速度加速taper，提前在3月结束，为可能更快地加息打开大门。	圣路易斯联储 行长	无	有
埃文斯	2021/11/17	美联储将在明年年中之前完成taper，正在检查高通胀是否消退。将关注有多少额外的宽松政策正在推高通胀，如果确实如此，我们将考虑何时开始加息。考虑到价格压力已经持续了多长时间，对于明年通胀将下降的观点的信心下降。	芝加哥联储行 长	有	无
威廉姆斯	2021/11/18	美国通胀的基础越来越广泛，对未来物价上涨的预期正在上升，决策者将密切关注这一趋势。短期和长期通胀预期的上升是一个“积极”的发展，因为预期已经扭转了之前的一些下降趋势，但不希望长期通胀预期大幅上升。	纽约联储行长	有	无
沃勒	2021/11/19	劳动力市场的迅速改善和不断恶化的通胀数据促使加快taper，并在2022年更迅速地取消宽松政策。美联储应将1月份的缩减步伐加倍，以便在4月份之前完成，并为明年二季度的首次加息提供更多政策空间。	美联储理事	有	有
戴利	2021/11/24	如果通胀维持高位且就业增长保持强劲，将对加快taper持开放态度。在加息问题上，希望先看明年一、二季度的经济表现，然后再做决定。预计美联储将在2022年底加息，即使在两次加息之后，美联储的政策仍将是宽松的。	旧金山联储银 长	有	无

注：红色为通胀相关表态，蓝色为Taper或加息

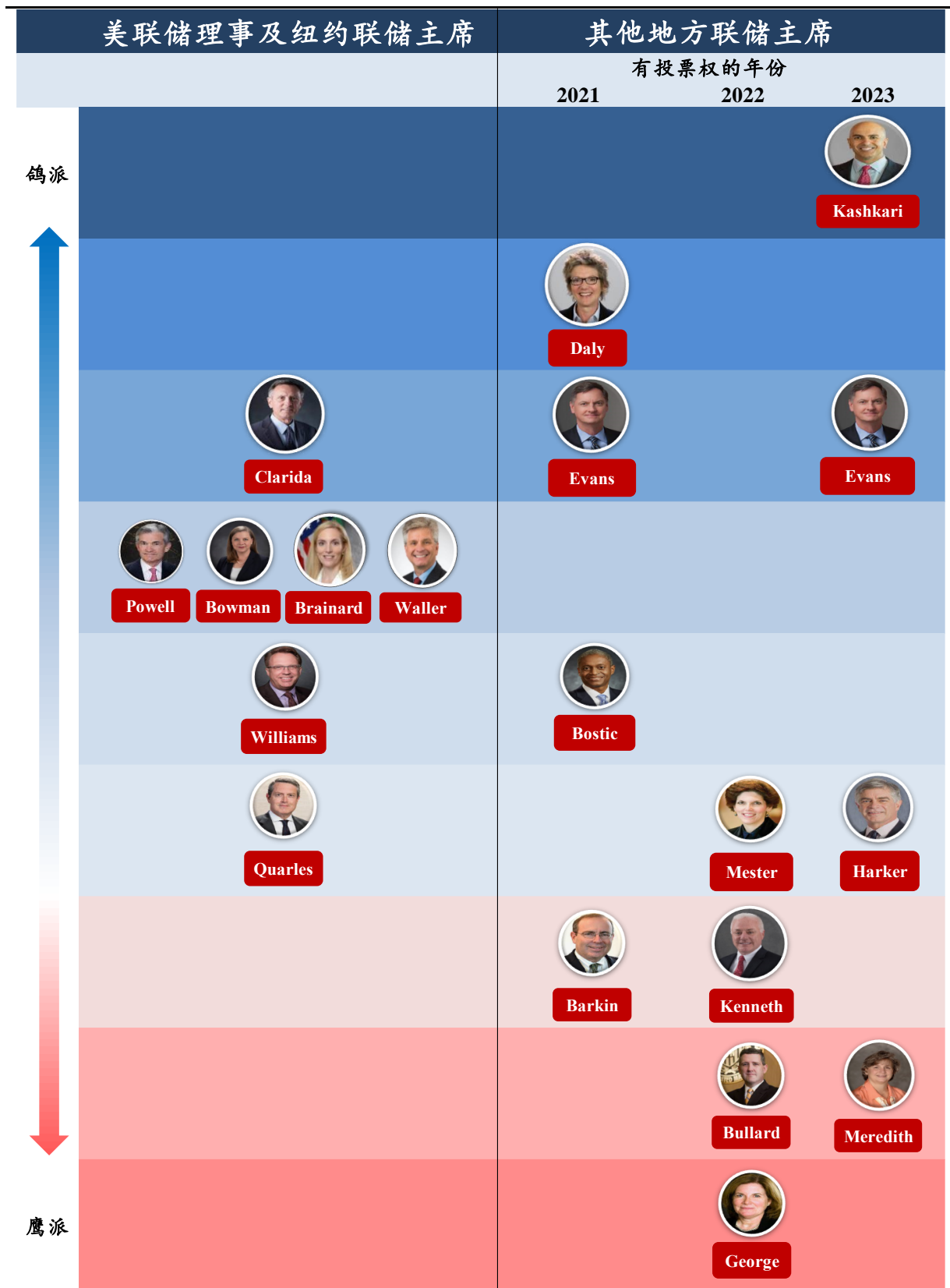
数据来源：美联储官网，彭博，路透，东吴证券研究所

图 1: 2021 年 6 月以来, 通胀数据持续位于议息会议指引上限甚至超预期



注: 2021 年 10 月议息会议 (FOMC) 的指引为我们的估计
 数据来源: 美国商务部, 美联储官网, 东吴证券研究所

图 2：2022 年美联储议息会议票委比 2021 年更加鹰派



注：Kenneth 和 Meredith 分别代替了辞职的 Rosengren 和 Kaplan，我们假定鹰鸽偏向不变
 数据来源：美联储官网，东吴证券研究所

图 3: 2021 年 11 月市场认为美联储在 2022 年加息两次

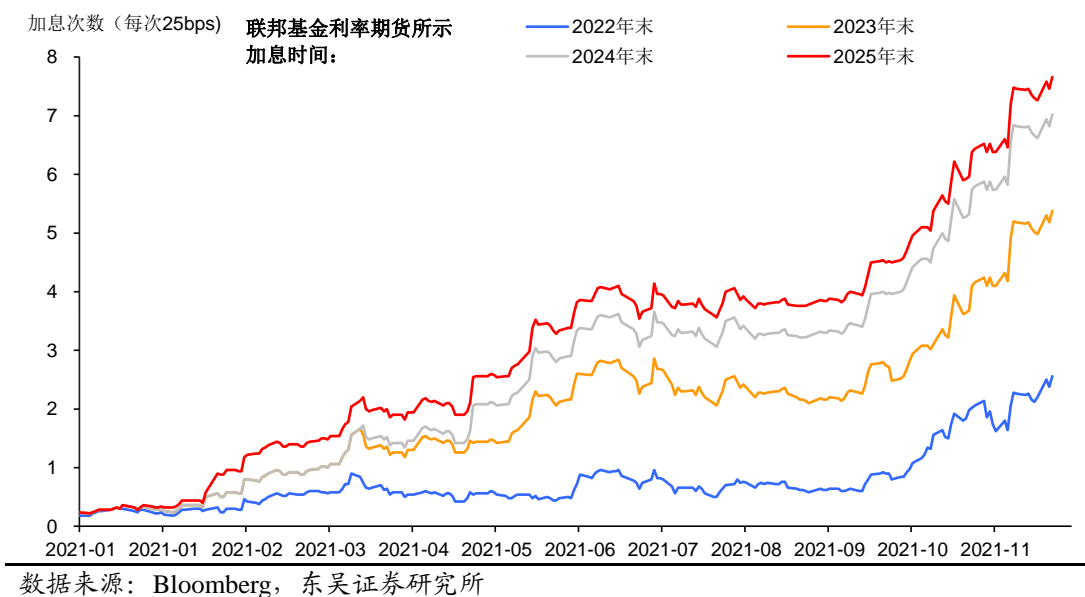
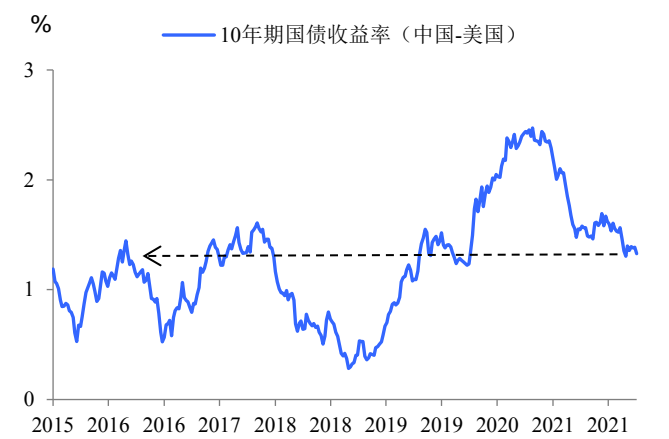


图 4: 中美利差仍处于较高水平



数据来源: Wind, 东吴证券研究所绘制

图 5: 人民币有效汇率处于近 6 年高位



数据来源: 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_30114



云报告
<https://www.yunbaogao.cn>

云报告
<https://www.yunbaogao.cn>