

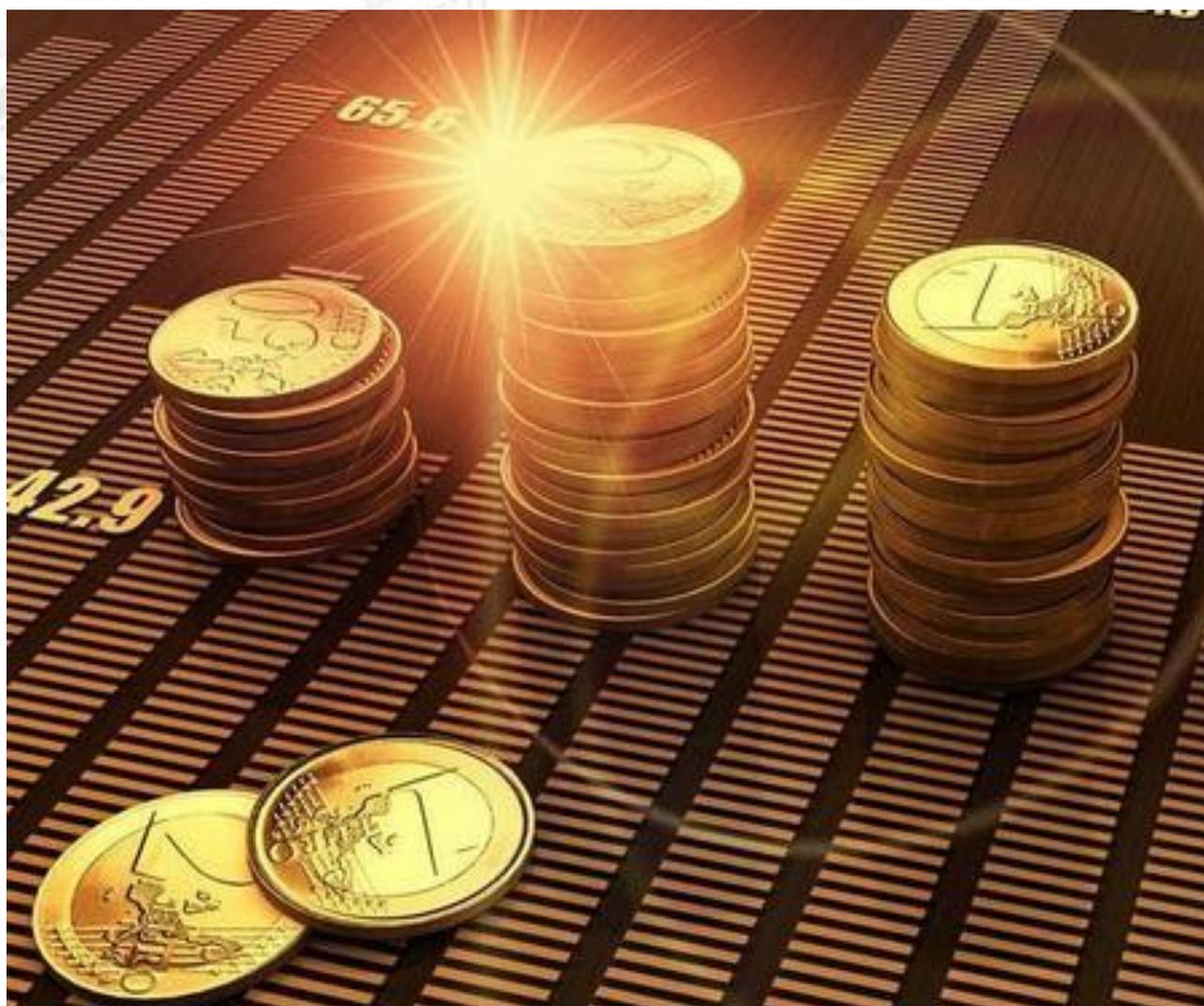


# 钟正生：美联储如期 Taper， 加息进程何时开启？



意见领袖 | 中国金融四十人论坛

本文作者： 钟正生 张璐 范城恺



货币政策：11月中旬开始 Taper，力度符合预期

美联储 11 月议息会议声明官宣 Taper (缩减资产购买)：11 月中旬以后将正式开始实施 Taper。10 月中旬以来的资产购买计划会按以往节奏完成 (800 亿美元国债+400 亿美元 MBS)；11 月中旬开始的月度计划将仅购买 700 亿美元国债和 350 亿美元 MBS，合计减少 150 亿美元的资产购

买;12月中旬开始的月度计划将仅购买 600 亿美元国债和 300 亿美元 MBS, 比上月再减少合计 150 亿美元的资产购买。本次官宣 Taper 以及其力度基本符合市场预期。

其他货币政策基本不变, 包括维持联邦基金利率 (0-0.25%), 维持准备金利率 (0.15%) 和隔夜逆回购利率 (0.05%) 不变等。

图表1 美联储 2021 年 11 月与 9 月议息会议声明比较

2021 年 11 月美联储 FOMC 声明
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 从 2021 年 11 月 4 日起, 将准备金的利率设定为 0.15%。</li> <li>■ 进行必要的公开市场操作, 将联邦基金利率维持在 0 - 0.25% 的目标区间。</li> <li>■ 按照 10 月中旬公布的月度购买计划, 完成将国债持有量每月增加 800 亿美元, 将机构抵押贷款支持证券(MBS) 每月增加 400 亿美元。</li> <li>■ 在 11 月中旬开始的月度购买期间, 将 SOMA 持有的美国国债增加 700 亿美元, 机构 MBS 增加 350 亿美元。</li> <li>■ 在 12 月中旬开始的月度购买期间, 将 SOMA 持有的国债增加 600 亿美元, 机构 MBS 增加 300 亿美元。</li> <li>■ 增加美国国债和机构抵押贷款支持证券的持有数量, 并购买机构商业抵押贷款支持证券(CMBS), 以维持这些证券市场的平稳运行。</li> <li>■ 进行隔夜回购协议操作, 最低投标利率为 0.25%, 总操作限额为 5000 亿美元; 操作限额总量可由主席决定临时增加。</li> <li>■ 进行隔夜逆回购协议操作, 发行利率 0.05%, 每个交易对手每天不超过 1600 亿美元; 每一交易对手的限额可由主席酌情临时增加。</li> <li>■ 在拍卖中展期美联储所持国债的所有本金, 并将美联储所持机构债券和机构 MBS 的所有本金再投资于机构 MBS。</li> <li>■ 如需要, 允许购买和再投资的金额与规定数额有一定偏差。</li> <li>■ 在必要时进行美元纸币和息票互换交易, 以促进美联储机构 MBS 交易的结算。</li> <li>■ 联邦储备系统理事会投票批准在现有的 0.25% 的水平上建立一级信贷利率。</li> </ul>

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

## 美联储对通胀的态度微调 Taper 节奏或存变化

美联储 11 月议息会议声明中, 有关通胀的表述发生微妙调整: 9 月声明中认为通胀上升主要反映了“暂时性的” (transitory) 因素, 而本次将这些因素描述为“预计是暂时性的” (expected to be transitory)。这与美联储近期对于通胀看法的转变是吻合的: 鲍威尔此前已经提到供应链瓶颈比预期得更加持久, 亚特兰大联储主席博斯蒂克则称通胀不应被称为“暂时的”、而是会持续一段时间。不过, 美联储仍然认为未来通胀能够

缓和，某种程度上也仍在坚持“通胀暂时论”。本次声明新增，“疫苗进展以及供应链瓶颈的缓和，预计将同时支持经济、就业增长以及降低通胀”。

关于削减资产购买计划(Taper),声明宣布了美国经济已经实现了“进一步实质性进展”，本月（11月）早些时候就会开始实施Taper，力度是每月减少100亿美元国债和50亿美元机构MBS（抵押贷款支持证券）的购买。至于这一节奏是否会改变，注意到，本次声明只宣布了未来2个月的具体计划，这也意味着不能排除明年1月以后美联储改变Taper节奏的可能性。本次声明仅提到，未来美联储会以“类似的”（similar）节奏执行Taper，但也补充道，如果经济前景发生变化，美联储对于调整购买速度也是有准备的。我们认为，美联储为加快购债埋下了伏笔，但这一节奏的改变最早需等到明年。

图表2 美联储 2021 年 11 月和 9 月议息会议声明原文比较

2021 年 11 月美联储 FOMC 声明 (中文)	2021 年 11 月美联储 FOMC 声明 (英文)
<ul style="list-style-type: none"> <li>■ 近几个月来,受疫情影响最严重的行业有所改善,但今年夏天新冠肺炎病例的上升减缓了它们的复苏。通货膨胀上升,这在很大程度上反映了<u>预计是暂时性的因素。与疫情和经济重新开放有关的供需失衡,导致一些行业的价格大幅上涨。</u></li> <li>■ 经济发展的道路仍然取决于病毒的发展。疫苗接种方面的进展可能会继续降低公共卫生危机对经济的影响,但<u>和供应限制的缓解预计将支持经济活动和就业的持续增长以及通货膨胀的降低。</u>经济前景的风险依然存在。</li> <li>■ <u>鉴于自去年 12 月,该委员会表示,它将继续以来美国经济在实现委员会目标方面取得了进一步的实质性进展,委员会决定开始将每月净资产购买速度降低 100 亿美元,用于购买美国国债,50 亿美元购买机构抵押贷款支持证券。从本月晚些时候开始,该委员会将每月增持至少 8700 亿美元的美国国债,每月增持至少 40350 亿美元的机构抵押贷款支持证券,直到在实现最大就业和价格稳定目标方面取得实质性进展。自那以来,中国经济在实现这些目标方面取得了进展。如果进展大致如预期那样继续,委员会判断,资产购买步伐的放缓可能很快就会得到保证。这些资产购买有助手。从 12 月开始,该委员会将每月增持至少 600 亿美元的美国国债,每月增持至少 300 亿美元的机构抵押贷款支持证券。该委员会认为,每月降低净资产购买速度的类似举措可能是合适的,但如果经济前景发生变化,该委员会准备调整购买速度。美联储正在进行的证券购买和持有将继续促进平稳的市场运作和宽松的金融环境,从而支持信贷流向家庭和企业。</u></li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ The sectors most adversely affected by the pandemic have improved in recent months, but the <u>summer's rise in COVID-19 cases has slowed their recovery. Inflation is elevated, largely reflecting <u>transitory factors that are expected to be transitory. Supply and demand imbalances related to the pandemic and the reopening of the economy have contributed to sizable price increases in some sectors.</u></u></li> <li>■ The path of the economy continues to depend on the course of the virus. Progress on vaccinations will likely continue to reduce the effects of the public health crisis on the economy, but <u>and an easing of supply constraints are expected to support continued gains in economic activity and employment as well as a reduction in inflation. Risks to the economic outlook remain.</u></li> <li>■ Last December, the Committee indicated that it would continue to <u>in light of the substantial further progress the economy has made toward the Committee's goals since last December, the Committee decided to begin reducing the monthly pace of its net asset purchases by \$10 billion for Treasury securities and \$5 billion for agency mortgage-backed securities. Beginning later this month, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$870 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$4035 billion per month—until—substantial further progress has been made toward its maximum employment and price stability goals. Since then, the economy has made progress toward these goals. If progress continues broadly as expected, Beginning in December, the Committee will increase its holdings of Treasury securities by at least \$60 billion per month and of agency mortgage-backed securities by at least \$30 billion per month. The Committee judges that similar reductions in the pace of net asset purchases may soon be warranted. These asset purchases help will likely be appropriate each month, but it is prepared to adjust the pace of purchases if warranted by changes in the economic outlook. The Federal Reserve's ongoing purchases and holdings of securities will continue to foster smooth market functioning and accommodative financial conditions, thereby supporting the flow of credit to households and businesses.</u></li> </ul>

资料来源: iFinD, 美联储, 平安证券研究所

鲍威尔讲话: “谈加息色变”

鲍威尔在声明发布半小时后发表讲话并接受采访。整场采访对 Taper

的关注很有限，反而大量问题围绕“加息”，以及与加息有关的“最大就业”判定等问题。不过，鲍威尔“谈加息色变”，一再强调本次会议的关注点在 Taper 而不是加息，尽量不回应有关加息的问题，而对于加息所需的“最大就业”条件也显得含糊其辞。具体来看：

1) 关于经济前景的看法。由于本次会议是首次宣布 Taper，鲍威尔在开场白中对于美国经济前景的表述比此前更为详细。其强调美国今年上半年经济强劲，而下半年由于 Delta 疫情反扑，叠加供给约束与供应链瓶颈，使经济出现下行、8 月和 9 月就业恢复也放缓。然而，其对未来经济前景并不悲观，认为今年四季度美国经济有望企稳回升，经济走势的大方向仍是迈向复苏。

2) 关于通胀和加息。第一个记者提问就是加息：“市场预期明年加息 1-2 次，市场错了吗？”鲍威尔停顿许久，体现其对加息问题的慎之又慎；随后称，本次会议的关注点不在加息。

鲍威尔强调了目前通胀对于居民生活的影响，认为通胀问题确实棘手，而美联储对此略显无奈，因为“我们不能直接减轻供应链瓶颈”，也很难去预测通胀的持续性。不过他仍预计，明年 2、3 季度通胀会下降，“我们仍有时间等待和观察通胀的演绎”。

3) 关于 Taper 的节奏。记者会有两个问题关于 Taper 节奏。第一个问题是，Taper 提速的条件是什么？鲍威尔只提到，未来 Taper 的节奏是“类似的”，即重复了声明中所用的表述。但目前对于改变这一节奏的条

件，并没有详细信息。第二个问题是，为什么这一次 Taper 的力度是上一次的两倍？鲍威尔称，目前的经济形势与 2013 年很不同，当年就业很差、通胀也并未达标，而本轮美国经济非常非常强劲（very very strong）。

4) 关于“最大就业”。其实有关“最大就业”的问题基本等同于“加息”，因前者是后者的必要条件，更可能是在通胀已经达标后的充分必要条件。记者们在看到“加息”问题碰壁后，纷纷选择迂回地询问美联储对于就业的看法，以试图寻找加息时点的线索。关于如何判断“最大就业”，鲍威尔称这是一个综合问题，需要看很多指标，但整体来看其对就业市场比较乐观，比如其提到目前工资增长强劲，意味着离职人员未来有望找到下一份工作，而不是长期失业。有记者问，这一轮最大就业和此前相比会不会“长得不一样”，鲍威尔则称，美联储需要谦虚地（humble）去面对就业市场的长期变化。我们认为，美联储未来的加息选择将带有很强的主观性。

5) 关于就业和通胀的关系。我们认为，美国当前“类滞胀”格局对货币政策带来空前挑战，美联储和市场对此都有较为充分的认识。但注意到，本次鲍威尔对于“滞”与“胀”的看法，比想象中更加乐观：其认为，未来如果通胀能够下降，则就业也会修复，即未来通胀和就业都会往好的方向发展。其中一个逻辑可能是，目前的疫情因素同时抑制了就业、加剧了供应链瓶颈，但未来疫情影响如果消退，则就业和通胀问题都能有所缓和。

美联储 11 月议息会议声明发布及鲍威尔讲话后，美股连续拉升，标

普 500 指数由跌转升、整日收涨 0.65%；10 年美债收益率由声明前的 1.56% 上升 5bp 至 1.61%；美元指数由 94 上方滑落至 93.8。

Taper 来了，加息还会远吗？

Taper 和加息到底有怎样的关系？美联储持续努力引导市场预期，试图“切割”Taper 与加息。但由于美联储在 9 月会议中已经明示，加息大概率需要到 Taper 结束以后，因此 Taper 的节奏、何时结束，将关系到美联储是否具备更早加息的灵活性。因此，明年 1 月以后，市场仍会关注美联储是否调整 Taper 节奏，并以此为线索对加息进行预判。

近期市场对于美联储加息的预期大幅提前。据 CME FedWatch 数据，市场预计 2022 年 6 月至少加息 1 次的概率，在近一个月由 20% 左右大幅跃升至 60% 左右（图表 3）。由于 Taper 与加息多少存在联系，在 Taper 来临之际市场对于加息的讨论增多。此外，客观上美国通胀持续时间超预期、供应链瓶颈问题也很直观，美联储近期对于通胀的态度发生调整，市场担心美国通胀有所失控下，美联储将不得不提前加息以应对通胀。再加上，包括英国、加拿大、澳大利亚等发达经济体央行表现出更加鹰派，市

**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\\_28887](https://www.yunbaogao.cn/report/index/report?reportId=1_28887)

