



管涛谈如果美联储开启taper，对全球资本市场影响也有限





美联储 taper 预计对全球资本市场影响有限

美国是全球第一大经济体，美元在国际货币体系中处于主导地位，这决定了美联储货币政策在全球范围内具有很强的外溢性。美联储货币政策历次重大调整，基本都会引发全球资产价格的剧烈波动，关系全球经济和金融稳定。

2013 年 5 月 22 日，美联储前任主席伯南克在国会证词中释放缩减购债 (taper) 信号，引发市场对货币政策收紧的担忧。受此言论影响，全球资本市场出现剧烈震荡。此后一个月的时间里，标普 500 指数下跌 5%，10 年期美债收益率上升 54bp。新兴市场也遭遇了大量资本外流，明晟

(MSCI) 新兴市场股票指数下跌 12%，对新兴经济体的美元指数上涨 4%，大宗商品价格也出现剧烈调整。

自 2020 年初新冠疫情暴发以来，美联储采取了史无前例的宽松政策，以减缓疫情冲击。随着疫情态势逐步好转，经济活动步入正轨，美联储宽松货币政策开始考虑适时退出。但经历过 2013 年的“缩减恐慌”（taper tantrum）之后，市场仍然心有余悸，担心在本次 taper 到来之际历史可能重演。

不过，相较于 2013 年伯南克突然释放退出信号，这次美联储更加注重事前预期引导，通过多种方式向市场表达缩减购债的可能进展。例如，去年 12 月份的会议纪要向市场阐明缩减的触发条件是充分就业和物价稳定目标取得实质性进一步进展（substantial further progress，下文简称 SFP）；今年 7 月份会议纪要向市场传达年内缩减购债的可能性；鲍威尔在 4 月份联邦公开市场委员会（FOMC）会后新闻发布会上强调，在做出任何决定之前均会提前与市场沟通，并在 8 月份的杰克逊霍尔（Jackson Hole）会议上表示，缩减购债时点和加息时点无关等等，不断安抚市场。

今年一季度，美债收益率飙升引发了短暂的“缩减恐慌”，新兴市场资金出现阶段性流出情况。但近期在美联储的预期引导下，市场已经对年内宣布缩减有了充分预期，因此可以认为美联储正式宣布缩减应该算是“靴子落地”，预计对全球资本市场的影响有限。

对于中国而言，2013 年“缩减恐慌”暴发初期，我国作为良好的新兴

市场，对外经济部门保持了强劲的发展态势，当年不仅没有出现大量资本外逃现象，反而是资本流入规模明显增加。况且，与 2013 年相比，近年来我国民间部门货币错配问题已有明显改善。民间对外净负债规模占 GDP 比重已经由 2013 年二季度的 21% 降至 2021 年一季度的 7.4%。因此，即便发生外部冲击，我国对外经济部门受到的影响也很有限。

9 月份 FOMC 会议上宣布启动缩减购债的概率较小

今年初，美联储公布的去年 12 月份 FOMC 会议纪要指出，一旦充分就业和物价稳定目标取得实质性进一步进展，就可以开始逐步减少资产购买。但至于何为实质性进展，并没有给出具体的量化标准。今年 7 月份的会议纪要显示，大多数与会者认为，物价稳定取得 SFP 的标准已经达到，虽然充分就业目标尚未取得 SFP，但也在不断接近标准。只要经济发展符合预期，年内开始缩减购债是合适的。鲍威尔在 8 月份杰克逊霍尔会议上也做出类似表述，并没有太多增量信息，因此不能算作正式官宣。

考虑到 9 月份 FOMC 会议距离杰克逊霍尔会议不足一个月的时间，美联储可以评估经济数据的时间较短，因此预计 9 月份 FOMC 会议上宣布启动缩减购债的概率较小。判断缩减时点的关键在于判断就业目标何时取得 SFP，后者主要取决于疫情发展态势。此前，部分美联储官员表达了德尔塔（Delta）病毒对劳动力市场影响的担忧。7 月末，美联储理事布雷纳德（Brainard）表示，目前很难明确病毒和其他因素对就业的影响，一旦掌握了 9 月份的经济数据，预计对评估进展更有信心，届时消费、教育和工

作模式会进入疫后正常状态。而 9 月份经济数据将在 10 月份公布。因此，9、10 月将是美联储决定何时缩减购债的重要时期。

鲍威尔在 8 月份的杰克逊霍尔会议指出，虽然德尔塔疫情重燃了近期风险，但经济继续向充分就业水平迈进的前景良好。因此，我们预计，如果疫情对经济活动影响减弱，美联储可能在今年 11 月份宣布、12 月份实施缩减。相反，如果疫情持续恶化，这会进一步增加美国经济前景的不确定性，那么美联储宣布启动缩减的时间有可能推迟到明年年初。就连曾经呼吁美联储尽早实施缩减的达拉斯联储主席坎普兰（Kaplan）在近期也表示，如果德尔塔病毒对美国经济前景造成严重影响，他将调整自己的观点。这种情况下，若美联储最终迫于疫情压力推迟缩减购债，我们预计市场可能因疫情控制不如预期、经济恢复不如预期而出现短暂恐慌，届时资本市场波动或将加剧。

目前美联储以每月 1200 亿美元的速度购买资产，包括 800 亿美元国债和 400 亿美元资产支持证券（MBS）。7 月份 FOMC 会议纪要中，大多数与会者支持，按比例缩减、同时结束国债和 MBS 的购买。至于缩减购债的持续时间和组成，我们认为可以参考坎普兰的发言，即美联储可能每月减少购买 100 亿美元国债和 50 亿美元 MBS，持续时间总计 8 个月。如果缩减正式开始时间是今年 12 月，那么对应的结束时间预计将是明年 7 月。

通胀问题目前不足以对缩减购债实施节奏构成强约束

目前支持美联储尽早实施缩减购债的观点，主要是考虑到当前美国通

胀压力较大，如果不尽早实施缩减购债，可能加剧美国通胀压力。

从 6 月份美联储公布的经济预测摘要 (SEP) 可以看出，通胀预测水平较 3 月份 SEP 均有提升：2021 年个人消费支出物价指数 (PCE) 预期由 2.4% 调至 3.4%，上调 1 个百分点；2022 年和 2023 年 PCE 预期分别为 2.1% 和 2.2%，小幅上调 0.1 个百分点，显示短期通胀压力确实较大。

7 月份，美国 PCE 和核心 PCE 同比增速分别为 4.2%、3.6%。不过，当月 PCE 中值和截尾平均 PCE 同比增速分别为 2.2%、2.0%，远低于 PCE 和核心 PCE 增速，显示整体高通胀水平主要受部分商品价格上涨影响。但今年以来，PCE 中值和截尾平均 PCE 增速在持续上升，1 月份二者分别为 2.0%、1.7%，显示通胀压力在经济中有蔓延的迹象。因此，鲍威尔在杰克逊霍尔会议上，尽管再次重申高通胀数据的临时性，但同时也指出，会对通胀压力在经济中更广泛地蔓延的迹象感到担忧。

不过，相对于通胀水平，长期通胀预期走势对于美联储更加重要。美联储观察通胀预期的常用指标是普遍通胀预期指数 (index of common inflation expectations, CIE)，该指数综合了专业预测者预期、家庭部门

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_34839

