



连平：美联储很可能在新年前后启动 Taper!



文/新浪财经意见领袖专栏作家 连平



近来，美联储 Taper 会是怎样的路径？美联储可能何时启动 Taper？如果启动 Taper 对美国及全球经济包括中国经济会产生哪些影响？市场普遍较为关注。

一、美联储很可能于新年前后启动 Taper

当经济遭遇危机时，美联储会采取量化宽松的手段来刺激经济。而当经济逐渐从危机之中恢复，就业率和通胀指标接近或达到美联储设立的目标线时，美联储就会开始减缓放水的速度，逐渐退出量化宽松。Taper 一词来源于古希腊语，本义是指用于在烛灯中慢慢燃烧殆尽的细而长的烛芯，在现代被形象地引申为形容美联储试图在尽量不惊扰经济复苏的前提下，

逐步缩减购债规模、退出量化宽松的行动。

从以往的经验来看,美联储 Taper 通常遵循以下几个步骤:释放 Taper 信号——宣布 Taper——开始 Taper 操作——完成 Taper。目前,美联储正处于第一个阶段,即释放 Taper 信号。美联储已经开始在议息会议上讨论 Taper,并与公众沟通以在市场上形成一定的 Taper 预期,但由于经济复苏基础尚不牢固,美联储仍在观望经济形势的同时不断权衡利弊,视情况调整后续动作节奏。

近期美联储最为明确的官方表态是鲍威尔在 8 月底的杰克逊霍尔会议上的发言。鲍威尔表示,若经济发展符合预期,将在今年年内开启 Taper。随后,于 9 月初公布的美国 8 月就业数据令市场失望。8 月新增非农就业人数录得 23.5 万人,仅为市场预期增幅的三成,创七个月最小增幅,离美联储就业“取得实质性进展”的 Taper 标准仍有距离。疲软的非农数据下,市场预期出现了微调,目前的中性预期认为,美联储将在 11 月的 FOMC 会议上宣布 Taper,随后于 12 月开始 Taper 操作。

美联储曾有过因经济数据不及预期而推迟 Taper 的前例。2013 年 5 月,时任美联储主席伯南克讲话释放了明确的 Taper 信号,但由于随后几个月的经济数据不及预期,直到 2013 年 12 月美联储才正式宣布开启 Taper,中间相隔了 7 个月,而此次的间隔时间或许不会这么长。我们认为,8 月非农数据不及预期可能导致美联储不会在 9 月 22 日的 FOMC 会议上宣布 Taper,但美联储在年内开启 Taper 仍是大概率事件。

事实已经证明，继续量化宽松或许并不能有效刺激就业复苏。疫情反复和结构性失业是造成美国新增非农就业疲软的主要原因，美联储的货币政策对于解决这些问题的作用微乎其微。德尔塔病毒的反扑是美国服务业就业复苏的最大掣肘，自7月以来，美国新增病例数持续反弹，截至9月13日，美国累计新冠确诊病例超过4100万例。德尔塔病毒的高传播率限制了接触性服务业的开展，8月美国ISM非制造业PMI仅录得61.7，较前值64.1明显下降，前几个月对非农就业贡献增幅较多的休闲酒店业8月就业增长近乎为零。在疫情被成功控制之前，服务消费难以恢复，即使美联储继续量化宽松，对服务业就业的刺激也依然有限。

结构性失业是美国就业市场中的固有问题。8月美国ISM制造业PMI中产出和新订单指数皆有上升，在生产增长的情况下，用工需求理应上升，但同时制造业就业指数却超预期下降，说明美国制造业就业的问题不在需求侧，而在于劳动力供应。近几个月美国维持在75%以上的高产能利用率说明在现有的工人和机器数量下，工厂已在高负荷运转以处理大量的订单，美国同时面临着就业增长缓慢和招工难的问题，其原因归根结底还是由于工人技能、观念、区域分布等与岗位需求不匹配而造成的结构性失业问题。结构性问题无法依靠总量手段来解决，即使美联储继续量化宽松，对于提高就业率的效果也较为有限。

过多推迟Taper可能放任通胀进一步高企、资产价格泡沫膨胀，对美联储而言弊大于利。近几个月经济形势的演变可能无法支撑美联储对于通

胀暂时性的论点。鲍威尔在杰克逊霍尔会议上提出，高通胀是暂时的，举出的原因之一是前几个月工资的涨幅与通胀相匹配，不会形成工资-物价螺旋式通货膨胀。但 8 月美国平均时薪增长 0.6%，是预期的两倍，工资的持续增长可能会加剧美联储对于通胀持续性的担忧。此外，全球供应链的恢复速度很可能晚于预期，因而会持续推高通胀。今年以来，全球疫情此消彼长，仍是导致全球供应链混乱的罪魁祸首；即使德尔塔毒株的反扑得到控制，也可能会有新的变种出现。在未来较长的一段时间内，海运价格的飙升以及原材料和中间品的短缺很可能成为常态，也会成为美国通货膨胀的关键推手。

美国目前流动性过剩，美联储出于对于金融系统稳定性的考虑，可能不会放任资产价格泡沫进一步膨胀。目前美联储资产负债表的规模已超 8.3 万亿美元，且今年年内美国 TGA 账户余额下降幅度已经超过一万亿美元，金融系统内流动性泛滥，短期安全投资品供不应求，隔夜逆回购工具的使用规模居高不下，出现结构性资产荒。流动性的泛滥也导致美国股市和房市持续繁荣、资产价格走高。泡沫越大，破灭时对经济的损害也越严重，出于对于金融系统健康的考量，美联储很可能不会继续进行量化宽松。

未来随着失业补贴计划的进一步退出以及学校的复学，美国劳动参与率可能会提高，推动长期失业率下跌。若 9 月与 10 月就业数据表现强劲，美联储大概率在 11 月的 FOMC 会议上正式宣布 Taper，并随后开启 Taper 操作。若经济数据再次不及预期，美联储也可能出于对过剩流动性负面影

响的考量，在今年年底至明年年初开启 Taper。

二、“靴子落地”形成复杂外溢效应

一旦美联储正式宣布 Taper，在货币供应量边际增速实际开始放缓之前，Taper 的影响会通过预期的变化首先传达到资本市场中，投资者很可能为防范风险集中抛售高风险类美元资产，转而购买避险资产，对高风险资产价格形成压力，抬高安全资产价格，加大资产价格的波动性。从过往经验来看，在 Taper 之前的讨论期，美债收益率会就因市场预期的加强而提前上升，等到 Taper 正式宣布时，因“靴子落地”效应，美债收益率上升的势头反而会扭转，在原位维持波动。而美元汇率则往往在 Taper 正式宣布之后才会开始走强。

目前市场避险情绪浓厚，Taper 可能引起的市场恐慌仍值得警惕。近几个月，可以用来衡量标普 500 指数期权隐含波动率的 VIX 指数持续在 20 左右徘徊，而 2013 年因美联储 Taper 出现“缩减恐慌”时，该指数一直维持在 15 以下波动，说明目前投资者情绪较为不稳，一旦美联储 Taper，投资者集中大量抛售美股可能导致美股价格剧烈震荡。其原因可能还是由

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_35157

