



美联储货币政策面临 “三重挑战”



【财新网】(专栏作家 钟正生 特约作者 范城恺) 2021 年 11 月 22 日, 美国总统拜登提名鲍威尔连任美联储主席, 布雷纳德接任副主席。此举保证了美国货币政策的连贯性, 市场反应积极。往后看, 在通胀形势高度不确定下, 市场加息预期剧烈波动, 鲍威尔领导的美联储仍将面临巨大挑战。

随着美联储于 2021 年 11 月会议上正式宣布削减资产购买 (Taper), 美联储“有惊无险”地走完了货币政策正常化之路的前半程。历史上, 美联储政策正常化之路并没有那么顺利。2013 年的“紧缩恐慌” (Taper Tantrum) 可谓殷鉴不远。时任美联储主席伯南克于 2013 年 5 月 22 日国会听证会上首提“Taper”, 导致美债利率快速上行、美股受挫、美国金融环境骤然收紧, 最终美联储在当年 12 月才正式宣布于 2014 年 1 月正式实施 Taper。然而, 本次美联储“吃一堑长一智”, 进行了非常充分的预期引导。具体可将迈向 Taper 的过程分为几个阶段: 不提 Taper (2021 年 4 月及以前)、商议何时开始讨论 Taper (6 月)、开始讨论 Taper (7 月)、预告 Taper (9 月) 以及正式宣布 Taper (11 月)。从提到 Taper 到正式实施, 也历经了近半年的时间, 美国金融市场在此过程中整体表现平稳。

往后看, 本轮美联储政策正常化路线图逐渐清晰, 与历史相比, 本轮美联储削减资产购买的节奏将更快。假设美联储未来削减资产购买的节奏基本不变, 美联储将于 2022 年 5 月执行最后一次资产购买, 正式结束本轮量化宽松 (QE)。美 2019~2020 年和 2014 年美联储削减资产购买分

别花费约10个月和12个月,而本次削减资产购买预计在7个月之内完成。2011年虽然购债计划很快暂停,但美联储配合实施了近一年的扭曲操作(OT),以压低长端国债利率。本轮削减资产购买结束后,若美联储于2022年内开始加息,则本次加息步调也快于历史(2014年底美联储结束资产购买,时隔约1年,才于2015年12月首次加息)。



目前来看,美联储“转弯”的后半程将面临新的挑战。由于美国经济类滞胀形势仍未明显缓解,而美联储对于加息预期的引导明显不足,市场负面情绪正在上升。具体来看,近期市场或存三大“恐慌”,且这些情绪可能会持续数月:一恐,美联储持续误判通胀风险,明年美国通胀继续失控;二恐,美联储过早加息,超过美国经济的容忍区间;三恐,资产价格经不起货币政策收紧的考验,出现大幅调整甚至“崩塌”。

一恐:误判通胀

今年上半年，美联储显著低估了今年美国的通胀压力。今年3月，美联储对2021年美国个人消费支出指数(PCE)的预测中值为2.4%。然而，美国PCE同比在4月和5月分别达到3.6%和4%。6月议息会议中，美联储不得不上修2021年美国PCE同比至3.4%，但后来通胀形势仍超预期。6月以来，美国PCE同比在4%的基础上继续上升，9月的4.4%创2021年新高。10月美国CPI同比达6.2%再破前高，预计PCE同比增速也将继续攀升。数据预测偏差的背后，是美联储对于“通胀暂时论”的坚持。美联储在4月会议声明中首次写道，“通胀上升主要反映了暂时性因素”，并将此表述持续沿用至9月议息会议后。

美联储的“通胀暂时论”或许可以发挥引导市场预期作用，但现阶段的市场不一定“买账”。

首先，市场担心美联储仍在低估通胀压力。11月议息会议声明中，美联储有关通胀的表述仅有微调，将引起通胀上升的因素由“暂时性的”调整为“预计是暂时性的”。美联储虽然承认未来通胀的演绎多了几分不确定性，但“通胀暂时论”的实质尚未改变。美联储在9月的预测虽然已将2021年美国PCE同比提高至4.2%，但预计2022年PCE同比仍将大幅回落至2.2%。

其次，市场认识到，美联储在“类滞胀”经济形势下，对通胀的调控能力更受约束。2021年下半年以来，美国经济增长动能边际放缓，与通胀上升组合成类滞胀格局。美联储未来是否有工具抑制通胀或成问题，因其

难以直接从供给端入手缓解通胀压力，正如鲍威尔所称，“我们不能直接减轻供应链瓶颈”。尽管美联储坚持认为，未来通胀和就业都会往好的方向发展，但若二者的发展继续偏离，市场尚不清楚美联储政策究竟会偏向“滞”还是“胀”。

最后，一旦通胀暂时论被实际数据所证伪，或官方态度发生变化，市场情绪容易发生剧烈波动。9月下旬开始，美联储对于通胀的态度有所变化，市场通胀预期也随之上升。9月28日，鲍威尔在国会听证会上承认，由于供应链瓶颈和其他与经济复苏有关的挑战而导致的通胀飙升，其程度和持续时间都超过了预期；10月12日，亚特兰大联储主席博斯蒂克称，比起“暂时的”，用“阶段性的”（episodic）一词来描述通胀会更好。美国5年TIPS国债市场交易结果隐含的中期通胀预期，在10月中旬升破2021年5月的前期高点。与此同时，市场也在交易美联储未来“亡羊补牢”的可能性，利率市场隐含的加息预期大幅提前。

二恐：过早加息

2021年10月以来，市场对于美联储加息的预期大幅提前。据CME FedWatch数据，自10月初至11月初，市场预计2022年6月之前美联储至少加息1次的概率由20%左右大幅跃升至60%左右。“紧缩恐慌2.0”

（即加息预期的波动）在债券市场上也有所反应：近一个月，2年期美债利率在10月上升了20BP，期间10年期和2年期美债利差缩窄，美债收益率曲线平坦化。而其他发达经济体债市，由于英国、加拿大以及澳大利

亚等中央银行释放出更多“鹰派”信号，其短端国债利率也更快上行，澳大利亚 2 年期、加拿大 1 年期以及英国 2 年期国债利率在 10 月分别跃升 65BP、43BP 和 30BP。

随着 Taper 的临近和启动，近期市场自然将瞄准“加息”。Taper 和加息的关系是微妙的：一方面，按照美联储的说辞，加息所需要的条件与 Taper 很不同，因此市场应将二者视为独立事件；另一方面，美联储政策的“双目标”（就业与通胀）是确定的，因此加息和 Taper 的触发条件均与这两方面指标挂钩。目前，美联储判断就业市场已经取得了“进一步实质性进展”，那也意味着它进一步靠近了加息所需的“最大就业”。同时，美联储在 9 月议息会议中已经明示，加息大概率需到 Taper 结束以后。这也意味着，Taper 的节奏以及何时结束，将关系到美联储是否具备更早加息的灵活性。

然而，目前美联储对于加息的引导非常有限。进入 2022 年后，市场对于美联储加息的讨论和担忧仍会延续。在 11 月议息会议后，美联储只宣布了未来 2 个月的具体计划。对于更远的未来，声明仅提到，美联储会以

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_30109

